

## 必选消费，穿越周期

## 推荐|维持

### ——食品饮料行业大众品中期策略报告

#### 报告要点：

##### ● 大众品韧性强，盈利能力修复

1) 经济稳健增长，食品饮料消费韧性。2024Q1，我国GDP同比增长5.3%；2024年前四个月，我国社零总额同比增长4.1%，其中粮油食品类、饮料类零售额同比分别增长9.3%、6.5%，在各消费品类中彰显韧性。

2) 食品饮料板块整体稳健增长，大众品盈利能力修复。2024Q1，A股食品饮料板块(SW)总收入、归母净利润同比分别增长6.72%、15.97%；整体净利率、毛利率分别为26.68%、55.32%，同比分别+2.08、+2.64pct；大众品各板块中，乳品、软饮料、啤酒、熟食净利率提升超过1pct，熟食、啤酒、乳品、预加工食品、烘焙食品毛利率提升超过1pct。

##### ● 低估值、高分红，彰显股息率性价比

1) 乳品、调味品、预制菜、烘焙食品近3年估值低位，肉制品板块估值修复。截至2024/6/11，食品饮料板块PE(TTM，剔除负值)估值22倍，处于过去3年估值区间的0%分位水平；啤酒板块PE24倍/8%；乳品板块15倍/0%；调味品、预制菜、烘焙食品、卤制品板块估值也处于10%以下分位水平；肉制品(19倍/44%)、零食(24倍/16%)、软饮料(27倍/17%)当前估值在近3年估值区间所处的分位水平，略高于其他板块。

2) 24Q1乳品、零食、啤酒、预加工食品超配。24Q1，在大众品各板块中，重仓占比前四为乳品(0.48%)、啤酒(0.43%)、调味发酵品(0.15%)、肉制品(0.12%)；乳品、零食、啤酒、预加工食品四个板块超配(剔除港股)，超配比率分别为0.22、0.04、0.03、0.003pct，其中啤酒、零食超配比率环比提升，分别+0.04、+0.02pct。

3) 估值低位凸显股息率性价比。2023年食品饮料板块分红率、现金分红率分别为56.20%、55.97%，同比分别+1.11、+2.09pct。2023年食品饮料板块年度股息率为2.63%，同比+0.19pct。当前估值低位，股息回报率优势凸显，大众品各板块中，肉制品、乳品、软饮料股息率领先，年度股息率分别为5.17%、3.09%、2.76%。个股方面，在A股大众品各板块个股中，有22只个股股息率(基于2024/6/11市值)高于3%，好想你、养元饮品、元祖股份、汤臣倍健、双汇发展等5只个股高于5%。

##### ● 分板块看：

啤酒板块成本红利逐渐在报表端兑现，产品结构升级持续，叠加高温+体育催化；乳品板块原奶价低位运行，且有望保持该水平，盈利能力提升；软饮料向功能化、健康化发展，整体格局重塑中；餐饮供应链方面，调味品渠道库存良性，成本红利逐渐兑现，卤制品成本端改善，店效有待修复，猪肉价格或迎来拐点，肉制品企业盈利修复，预制菜持续发展，零食受益于新渠道红利，带动收入、业绩增长，烘焙食品稳健增长。

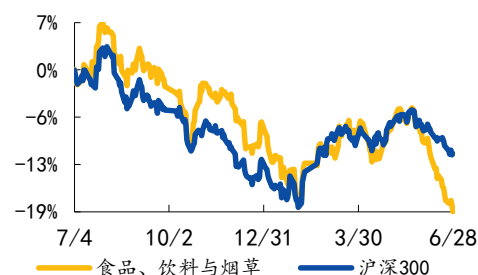
##### ● 投资建议

四条主线：1) 基本面稳健，细分市场格局占优的个股，推荐伊利股份、新乳业、东鹏饮料等；2) 成本压力改善，盈利能力修复的个股，推荐双汇发展、青岛啤酒、重庆啤酒、海天味业、天味食品、绝味食品、紫燕食品等；3) 景气度上行，红利期兑现的细分行业，如休闲零食，推荐三只松鼠等；4) 现金流稳定、高股息率低估值的性价比个股，推荐养元饮品、汤臣倍健、安井食品、中国飞鹤等。

##### ● 风险提示

食品安全风险、终端消费需求不及预期风险、原材料价格波动风险。

#### 过去一年市场行情



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

#### 相关研究报告

《国元证券行业研究-白酒行业中期策略报告：复苏进行时，配置价值显》2024.06.19

《国元证券行业研究-食品饮料行业2024年度策略报告：食品饮料消费韧性，长期布局价值高》2023.12.04

#### 报告作者

分析师 邓晖  
 执业证书编号 S0020522030002  
 电话 021-51097188  
 邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊  
 执业证书编号 S0020522090001  
 电话 021-51097188  
 邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

联系人 单蕾  
 电话 021-51097188  
 邮箱 shanlei@gyzq.com.cn

## 目 录

1.大众品盈利能力修复，高股息率性价比提升 .....	5
1.1 大众品韧性较强，盈利能力修复.....	5
1.2 估值水平：乳品、调味品、啤酒等板块估值低位，肉制品估值回升 .....	7
1.3 基金重仓：食品饮料板块重仓占比环比回升.....	8
1.4 食饮板块分红率稳中有升，低估值高股息个股性价比凸显.....	10
2.啤酒：成本端红利逐渐兑现，结构升级持续 .....	12
2.1 啤酒板块：盈利能力持续提升.....	12
2.2 成本红利逐渐兑现，产品结构升级持续 .....	13
3.乳品：原奶价格低位运行，成本端红利释放 .....	15
3.1 乳品板块：韧性较强，盈利能力提升.....	15
3.2 原奶价低位运行，且年内有望保持较低水平.....	16
4.软饮料：功能化、健康化 .....	18
4.1 软饮料板块：收入、业绩持续稳健增长 .....	18
4.2 软饮料向功能化、健康化发展，能量饮料市场快速成长.....	19
5.餐饮供应链：多个板块持续修复，成本下行释放弹性 .....	20
5.1 一季度餐饮行业韧性较强，餐饮供应链各环节持续改善.....	20
5.2 调味品：渠道库存良性，成本红利逐渐兑现.....	22
5.3 卤制品：成本端改善，店效有待修复.....	24
5.4 肉制品及预制菜：肉制品板块或迎利润改善，预制菜持续发展.....	24
5.5 零食：新渠道红利带动收入、业绩增长 .....	27
5.6 烘焙食品：稳健增长，潜力可观.....	28
6.投资建议.....	30
7.风险提示.....	30

## 图表目录

图 1：我国 GDP 及增速.....	5
图 2：我国社零总额及粮油、食品、饮料、烟酒零售额同比增速（%） .....	5
图 3：食饮（SW）板块营业总收入情况.....	6
图 4：食饮（SW）板块归母净利润情况 .....	6
图 5：食饮（SW）板块单季度营业总收入情况.....	6
图 6：食饮（SW）板块单季度归母净利润情况 .....	6
图 7：食饮（SW）板块毛利率、净利率情况 .....	7
图 8：食饮（SW）板块单季度毛利率、净利率情况 .....	7
图 9：食品饮料（SW）板块近 3 年市盈率情况 .....	8
图 10：食饮（SW）板块基金重仓情况 .....	9
图 11：食饮（SW）板块超配比率.....	9
图 12：食品饮料（SW）板块分红率情况.....	10
图 13：食品饮料板块年度股息率情况 .....	11

图 14: 大众品各板块年度股息率情况 .....	11
图 15: 啤酒板块总收入、归母净利及增速 .....	13
图 16: 啤酒板块单季度总收入、归母净利及同比增速 .....	13
图 17: 啤酒板块毛利率及净利率 (%) .....	13
图 18: 啤酒板块单季度毛利率及净利率 (%) .....	13
图 19: 全国规上啤酒企业收入、利润总额及增速 .....	14
图 20: 全国规上啤酒企业酿酒总产量及增速 .....	14
图 21: 我国规模以上啤酒企业单价及增速 .....	14
图 22: 36 城啤酒价格情况 .....	14
图 23: 我国大麦价格走势 .....	15
图 24: 我国啤酒行业主要包材价格 (元/吨) .....	15
图 25: 乳品板块总收入、归母净利及增速 .....	15
图 26: 乳品板块单季度总收入、归母净利及同比增速 .....	15
图 27: 乳品板块毛利率及净利率 (%) .....	16
图 28: 乳品板块单季度毛利率及净利率 (%) .....	16
图 29: 我国生鲜乳产量 .....	16
图 30: 我国生鲜乳主产区平均价 .....	16
图 31: 我国大包粉进口量 .....	17
图 32: 我国大包粉进口均价 .....	17
图 33: 我国奶牛存栏数量 .....	17
图 34: 我国千头以上牧场数量及存栏奶牛量 .....	17
图 35: 软饮料板块总收入、归母净利及增速 .....	18
图 36: 软饮料板块单季度总收入、归母净利及同比增速 .....	18
图 37: 软饮料板块毛利率及净利率 (%) .....	18
图 38: 软饮料板块单季度毛利率及净利率 (%) .....	18
图 39: 我国软饮料市场规模 .....	19
图 40: 我国软饮料市场子品类占比 (按销量) .....	19
图 41: 我国能量饮料市场规模 .....	19
图 42: 我国及部分发达国家能量饮料人均消费量 (2021 年) .....	19
图 43: 我国餐饮收入情况 .....	20
图 44: 餐饮供应链收入及增速情况 (亿元, %) .....	21
图 45: 餐饮供应链归母净利及增速情况 (亿元, %) .....	21
图 46: 餐饮供应链毛利率情况 (%) .....	21
图 47: 餐饮供应链净利率情况 (%) .....	21
图 48: 餐饮供应链单季度收入及增速情况 (亿元, %) .....	22
图 49: 餐饮供应链单季度归母净利及增速情况 (亿元, %) .....	22
图 50: 调味品行业主要原材料价格趋势 .....	23
图 51: 调味品行业主要包材价格趋势 (元/吨) .....	23
图 52: 毛鸭主产区平均价 .....	24
图 53: 我国猪肉价格波动情况 (元/公斤) .....	25
图 54: 中国生猪存栏及能繁母猪存栏数 .....	26
图 55: 中国能繁母猪存栏数同比及环比变动 (%) .....	26

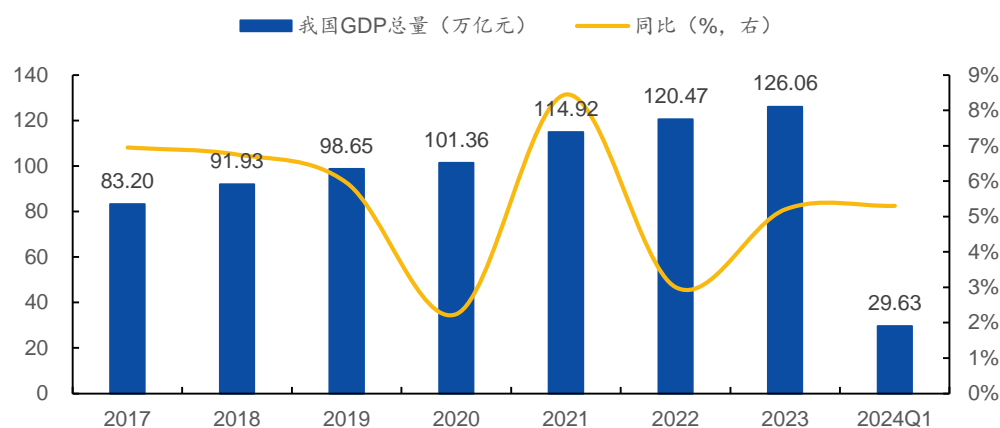
图 56: 我国生猪出栏量情况 .....	26
图 57: 中国预制菜行业市场规模及增速 .....	27
图 58: 中国休闲零食行业市场规模 .....	28
图 59: 中国量贩零食行业市场规模 .....	28
图 60: 中国面粉平均批发价格 (元/斤) .....	29
图 61: 中国烘焙行业市场规模 .....	29
表 1: 23 年及 24Q1 大众品部分主要板块收入、业绩情况 (亿元, %) .....	6
表 2: 23 年及 24Q1 大众品部分主要板块毛利率、净利率情况 .....	7
表 3: 食品饮料整体及大众品主要板块估值情况 (截至 2024/6/11) .....	8
表 4: 大众品各板块基金重仓占比 .....	9
表 5: 大众品各板块超配比率情况 .....	10
表 6: 大众品各板块分红率情况 .....	11
表 7: 大众品各板块 2023 年股息率 (基于 2024/6/11 市值) 超 3% 的个股 ...	12
表 8: 餐饮供应链单季度毛利率及净利率情况 .....	22
表 9: 重点公司盈利预测与估值 .....	30

## 1.大众品盈利能力修复，高股息率性价比提升

### 1.1 大众品韧性强，盈利能力修复

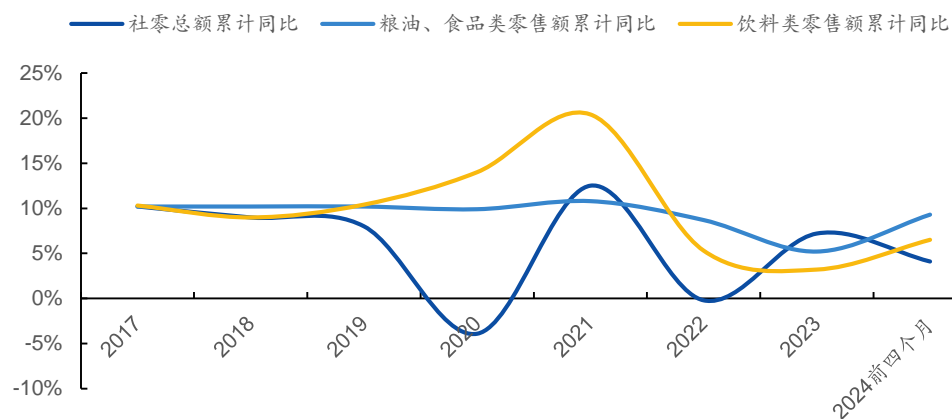
经济稳健增长，餐饮消费韧性强。2024Q1，我国 GDP 为 29.63 万亿元，同比增长 5.3%。2024 年前四个月，我国社零总额为 15.60 万亿元，同比增长 4.1%，其中粮油食品类、饮料类零售额分别为 0.69 万亿元、0.10 万亿元，同比分别增长 9.3%、6.5%，在各消费品类中彰显韧性。

图 1：我国 GDP 及增速



资料来源：国家统计局、国元证券研究所整理

图 2：我国社零总额及粮油、食品、饮料、烟酒零售额同比增速 (%)



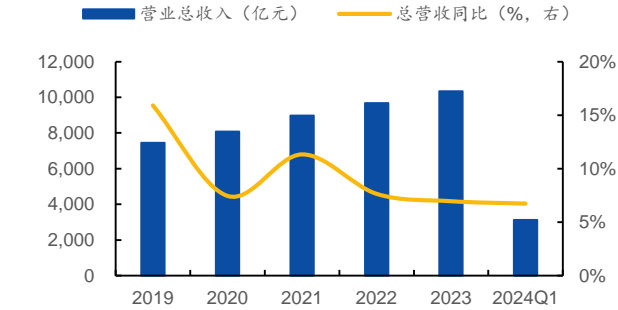
资料来源：国家统计局、国元证券研究所整理

一季度餐饮板块整体稳健增长。我们使用 A 股 SW 行业分类作为分类依据，研究餐饮行业大众品主要板块 2023 年和 2024Q1 的情况。2023 年 A 股 SW 餐饮板块收入、归母净利分别为 10,342.33 亿元、2058.86 亿元，同比增长 6.94%、16.93%，2024Q1 收入、归母净利分别为 3129.11 亿元、812.68 亿元，同比增长 6.72%、15.97%。大众品各板块中，2023 年软饮料、烘焙板块收入增速领先，卤制品、零食、

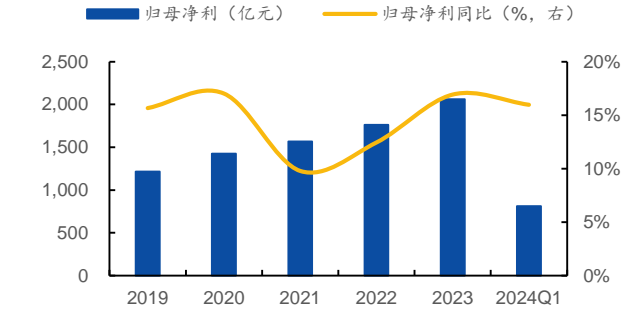
乳品、调味品板块归母净利增速超过 20%；2024Q1，零食、软饮料收入增速领先，乳品、软饮料、零食等归母净利较快增长。

图 3：食品饮料（SW）板块营业总收入情况

图 4：食品饮料（SW）板块归母净利情况



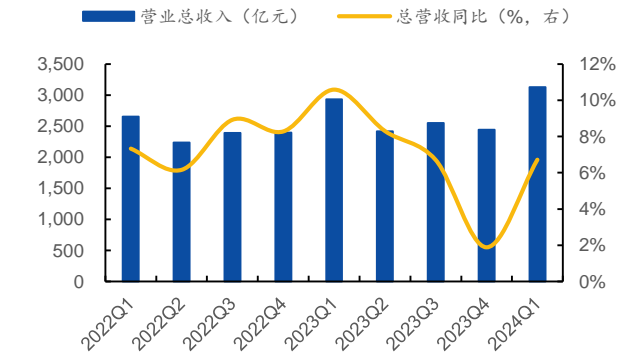
资料来源：Ifind、国元证券研究所整理



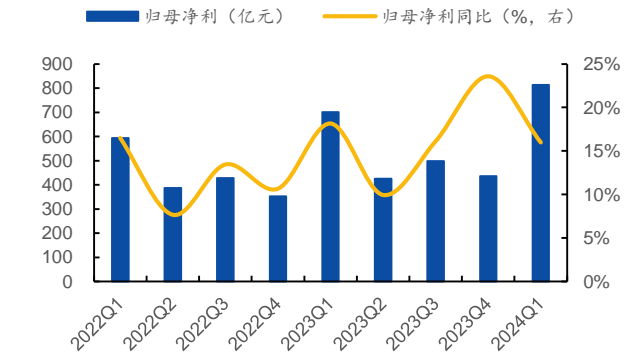
资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

图 5：食品饮料（SW）板块单季度营业总收入情况

图 6：食品饮料（SW）板块单季度归母净利情况



资料来源：Ifind、国元证券研究所整理



资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

表 1：23 年及 24Q1 大众品部分主要板块收入、业绩情况 (亿元，%)

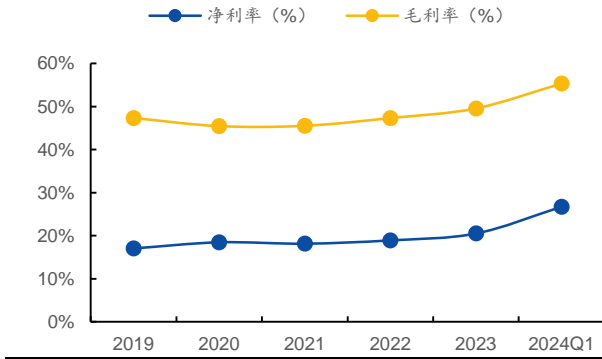
板块	2023 年				2024Q1			
	总营收	同比	归母净利	同比	总营收	同比	归母净利	同比
啤酒	695.34	6.16%	68.49	16.94%	194.22	-0.78%	22.78	16.27%
乳品	2003.85	1.26%	130.00	22.76%	500.07	-4.26%	64.46	54.07%
软饮料	324.96	13.07%	46.93	8.94%	99.77	14.40%	20.74	26.93%
调味品	626.02	2.15%	109.71	21.48%	179.42	7.33%	33.36	10.87%
卤制品	127.32	4.54%	7.46	53.13%	28.48	-7.86%	2.52	15.20%
肉制品	1105.57	-8.04%	33.54	-53.95%	259.74	-8.56%	12.95	-22.40%
预制菜	402.50	5.89%	28.21	3.23%	100.11	2.52%	7.48	4.00%
零食	393.42	0.25%	24.12	23.58%	125.57	27.87%	10.56	22.01%
烘焙	234.71	10.63%	19.69	5.60%	53.82	6.78%	4.23	11.51%

资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

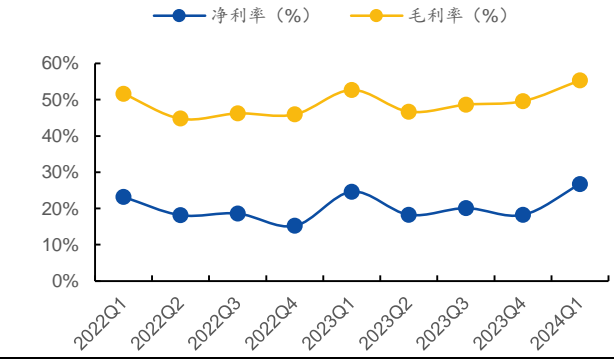
大众品盈利能力修复。24Q1，食品饮料板块整体净利率、毛利率分别为 26.68%、55.32%，同比分别+2.08、+2.64pct；大众品各板块中，乳品、软饮料、啤酒、熟食净利率提升超过 1pct，熟食、啤酒、乳品、预加工食品、烘焙食品毛利率提升超过 1pct。

图 7： 餐饮（SW） 板块毛利率、净利率情况

图 8： 餐饮（SW） 板块单季度毛利率、净利率情况



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

表 2： 23 年及 24Q1 大众品部分主要板块毛利率、净利率情况

板块	2023 年				2024Q1			
	毛利率 (%)	同比	净利率 (%)	同比	毛利率 (%)	同比	净利率 (%)	同比
啤酒	40.80%	+0.76pct	12.32%	+0.92pct	41.40%	+2.02pct	14.33%	+1.94pct
乳品	29.11%	+0.44pct	6.38%	+1.04pct	31.81%	+1.77pct	12.96%	+4.85pct
软饮料	39.28%	+1.56pct	14.50%	-0.55pct	39.61%	-0.22pct	20.82%	+2.05pct
调味品	31.96%	-0.50pct	17.70%	+2.85pct	34.73%	+0.70pct	18.87%	+0.66pct
卤制品	24.77%	+1.62pct	5.69%	+2.17pct	28.69%	+4.97pct	8.61%	+1.84pct
肉制品	11.26%	-1.61pct	2.75%	-3.60pct	13.99%	+0.84pct	4.76%	-1.02pct
预制菜	21.66%	-0.59pct	6.72%	-0.51pct	23.56%	+1.36pct	7.41%	+0.10pct
零食	28.94%	-1.04pct	6.19%	+1.27pct	29.69%	-0.94pct	8.42%	-0.39pct
烘焙	33.45%	+0.60pct	8.52%	-0.31pct	32.63%	+1.12pct	8.04%	+0.32pct

资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

## 1.2 估值水平：乳品、调味品、啤酒等板块估值低位，肉制品估值回升

餐饮 PE (TTM) 估值 22 倍，处于近 3 年估值低位。截至 2024 年 6 月 11 日，食品饮料行业整体市值 48,866 亿元，PE (TTM，整体法，剔除负值) 估值为 21.54 倍，处于过去 3 年估值区间的 0%分位水平。

乳品、调味品、预制菜、烘焙食品处于近 3 年估值低位，肉制品板块估值修复。具体看大众品各板块，截至 2024 年 6 月 11 日，啤酒板块 PE (TTM) 为 24 倍，处于近 3 年估值区间的 8%分位水平；乳品板块 PE (TTM) /近 3 年分位水平分别为 15 倍/0%；调味品、预制菜、烘焙食品、卤制品板块估值也处于近 3 年估值区间 10%以下分位水平；肉制品 (19 倍/44%)、零食 (24 倍/16%)、软饮料 (27 倍/17%) 当前估值在近 3 年估值区间所处的分位水平，在食品饮料板块中相对合理。

图 9：食品饮料（SW）板块近 3 年市盈率情况



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

表 3：食品饮料整体及大众品主要板块估值情况（截至 2024/6/11）

板块	总市值（亿元）	市盈率（TTM，整体法，剔除负值）	近 3 年最低市盈率（TTM，整体法，剔除负值）	近 3 年最高市盈率（TTM，整体法，剔除负值）	目前估值所处近 3 年分位水平
食品饮料	48866	21.54	21.54	51.16	0%
啤酒	1913	23.78	20.78	57.49	8%
乳品	2395	14.99	14.99	35.94	0%
软饮料	1534	26.59	23.20	42.74	17%
调味品	3210	27.55	27.03	65.81	1%
卤制品	217	27.86	21.84	115.04	6%
肉制品	1236	19.35	14.25	25.95	44%
预制菜	581	17.49	17.18	55.80	1%
零食	672	24.37	20.68	43.40	16%
烘焙食品	413	20.54	20.10	42.66	2%

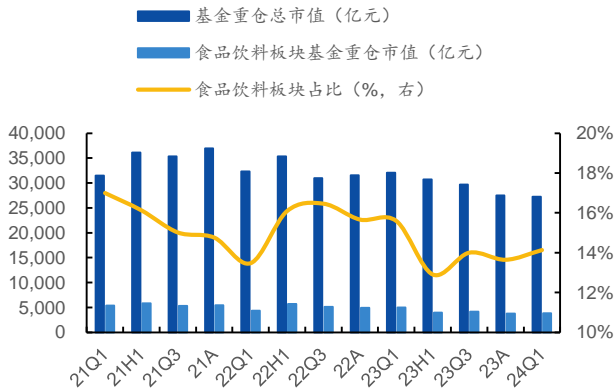
资料来源：Wind、国元证券研究所整理

### 1.3 基金重仓：食品饮料板块重仓占比环比回升

食品饮料行业基金重仓占比 14.14%。截至 2024Q1 末，食品饮料行业基金重仓总市值为 3,851 亿元，占基金总重仓的比例为 14.14%，同比-1.46pct，环比+0.49pct，食品饮料行业基金超配比率（剔除港股）为 9.00pct，同比-0.65pct，环比+0.58pct。

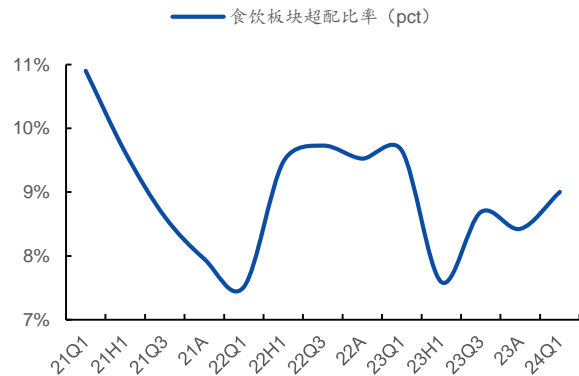


图 10: 食品饮料 (SW) 板块基金重仓情况



资料来源: Wind、国元证券研究所整理

图 11: 食品饮料 (SW) 板块超配比率



资料来源: Wind、国元证券研究所整理

注: 考虑到基金持有部分港股, 而市值占比使用 A 股数据, 因此在计算超配比率时, 使用剔除港股后的基金重仓数据计算。

**24Q1 乳品、零食、啤酒、预加工食品超配。** 24Q1, 在大众品各板块中, 重仓占比前四为乳品 (0.48%)、啤酒 (0.43%)、调味发酵品 (0.15%)、肉制品 (0.12%); 乳品、零食、啤酒、预加工食品四个板块超配 (剔除港股), 超配比率分别为 0.22、0.04、0.03、0.003pct, 其中啤酒、零食超配比率环比提升, 分别+0.04、+0.02pct。

表 4: 大众品各板块基金重仓占比

序号	板块	22Q1	22H1	22Q3	22A	23Q1	23H1	23Q3	23A	24Q1
1	啤酒	0.53%	0.67%	0.90%	0.79%	0.89%	0.69%	0.52%	0.37%	0.43%
2	乳品	1.01%	0.88%	0.79%	0.65%	0.53%	0.53%	0.41%	0.50%	0.48%
3	软饮料	0.03%	0.05%	0.05%	0.07%	0.07%	0.08%	0.10%	0.09%	0.11%
4	调味发酵品	0.19%	0.24%	0.20%	0.27%	0.21%	0.19%	0.17%	0.18%	0.15%
5	熟食	0.02%	0.05%	0.08%	0.11%	0.03%	0.03%	0.04%	0.03%	0.01%
6	肉制品	0.11%	0.08%	0.07%	0.04%	0.07%	0.06%	0.07%	0.13%	0.12%
7	预加工食品	0.10%	0.22%	0.25%	0.26%	0.23%	0.24%	0.18%	0.16%	0.07%
8	零食	0.05%	0.03%	0.04%	0.08%	0.10%	0.09%	0.07%	0.10%	0.11%
9	烘焙食品	0.01%	0.03%	0.03%	0.03%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%	0.01%
10	保健品	0.03%	0.03%	0.04%	0.05%	0.05%	0.06%	0.04%	0.05%	0.04%
11	其他酒类	0.09%	0.10%	0.11%	0.18%	0.18%	0.14%	0.11%	0.11%	0.05%
12	食品及饲料添加剂	0.06%	0.10%	-	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind、国元证券研究所整理

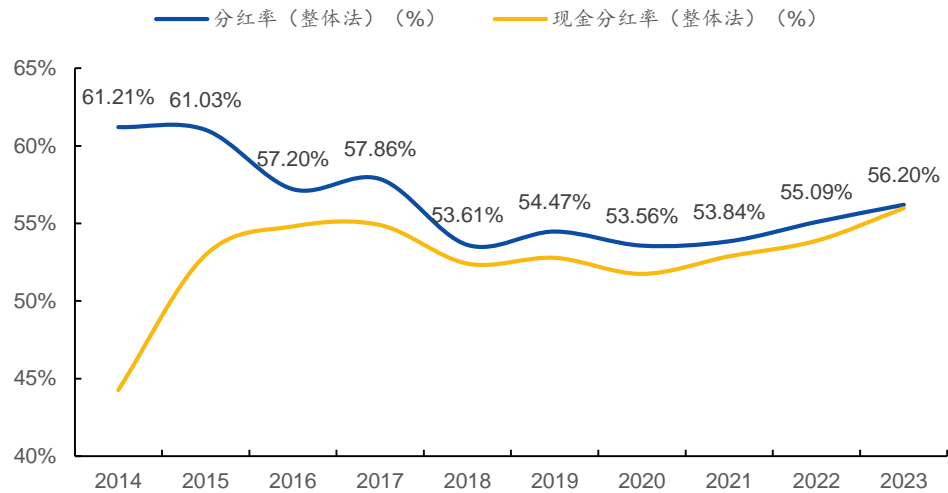
**表 5：大众品各板块超配比率情况**

序号	板块	22Q1	22H1	22Q3	22A	23Q1	23H1	23Q3	23A	24Q1
1	啤酒	0.09	0.11	0.22	0.20	0.22	0.14	0.06	-0.005	0.03
2	乳品	0.64	0.50	0.46	0.34	0.26	0.27	0.14	0.23	0.22
3	软饮料	-0.11	-0.10	-0.09	-0.09	-0.09	-0.07	-0.05	-0.07	-0.06
4	调味发酵品	-0.40	-0.40	-0.44	-0.37	-0.35	-0.25	-0.22	-0.22	-0.24
5	熟食	-0.01	0.01	0.02	0.04	-0.01	-0.01	0.002	-0.01	-0.01
6	肉制品	-0.07	-0.08	-0.08	-0.12	-0.08	-0.08	-0.08	-0.02	-0.02
7	预加工食品	0.02	0.13	0.16	0.16	0.14	0.16	0.11	0.08	0.003
8	零食	-0.04	-0.06	-0.05	-0.03	0.004	0.003	-0.01	0.02	0.04
9	烘焙食品	-0.06	-0.05	-0.04	-0.05	-0.04	-0.04	-0.03	-0.03	-0.04
10	保健品	-0.05	-0.04	-0.03	-0.03	-0.01	-0.01	-0.02	-0.01	-0.01
11	其他酒类	0.003	0.01	0.02	0.09	0.08	0.05	0.02	0.03	-0.02
12	食品及饲料添加剂	-0.13	-0.09	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind、国元证券研究所整理

#### 1.4 食品饮料板块分红率稳中有升，低估值高股息个股性价比凸显

食品饮料板块分红持续稳定，2023 年分红率提升。2023 年食品饮料板块分红率、现金分红率分别为 56.20%、55.97%，同比分别+1.11、+2.09pct。2023 年大众品各板块中，熟食、软饮料、保健品、零食、乳品分红率领先，保健品、食品及饲料添加剂、熟食、预加工食品分红率提升相对显著。

**图 12：食品饮料（SW）板块分红率情况**


资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

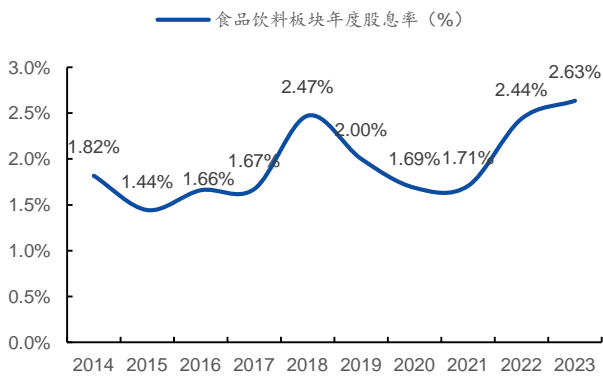
**表 6：大众品各板块分红率情况**

序号	板块	2021		2022		2023		分红率同比变动
		分红率	现金分红率	分红率	现金分红率	分红率	现金分红率	
1	啤酒	41.14%	41.14%	50.94%	50.94%	48.36%	48.36%	-2.58pct
2	乳品	62.96%	62.96%	64.59%	64.59%	66.53%	65.23%	+1.94pct
3	软饮料	82.90%	80.84%	87.43%	85.29%	78.28%	78.28%	-9.16pct
4	调味发酵品	49.38%	43.73%	64.10%	48.70%	53.26%	52.84%	-10.84pct
5	熟食	33.84%	33.84%	88.68%	88.68%	99.02%	99.02%	+10.34pct
6	肉制品	84.20%	84.20%	52.10%	52.10%	47.51%	47.51%	-4.59pct
7	预加工食品	38.22%	32.17%	38.95%	35.49%	49.18%	46.47%	+10.23pct
8	零食	49.66%	49.66%	70.03%	61.11%	75.73%	72.48%	+5.70pct
9	烘焙食品	71.36%	55.10%	88.13%	71.94%	57.40%	55.12%	-30.72pct
10	保健品	56.29%	56.29%	27.03%	27.03%	76.65%	74.54%	+49.61pct
11	其他酒类	70.89%	52.62%	69.87%	69.87%	50.49%	50.49%	-19.38pct
12	食品及饲料 添加剂	46.45%	44.13%	37.63%	35.10%	50.72%	47.31%	+13.09pct

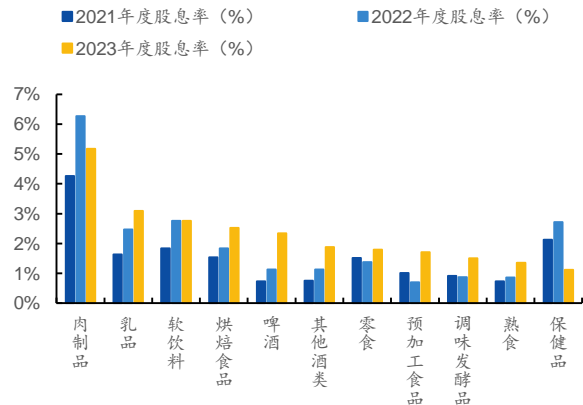
资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

**估值低位凸显股息性价比。**食品饮料行业现金流稳健，大部分优质企业分红率稳中有升，当前估值低位，股息回报率优势凸显。**2023年食品饮料板块年度股息率为2.63%，同比+0.19pct**，大众品各板块中，肉制品、乳品、软饮料股息率领先。

**个股方面：**在A股大众品各板块个股中，有22只个股股息率（基于2024/6/11市值）高于3%，13只个股高于4%，5只个股高于5%。

**图 13：食品饮料板块年度股息率情况**


资料来源：Wind、国元证券研究所整理

**图 14：大众品各板块年度股息率情况**


资料来源：Wind、国元证券研究所整理

**表 7：大众品各板块 2023 年股息率（基于 2024/6/11 市值）超 3% 的个股**

序号	公司名称	所属板块	年度股息率（基于对应年度 12/31 市值）			股息率（基于 2024/6/11 市值）		
			2021 年	2022 年	2023 年	2021 年	2022 年	2023 年
1	好想你	零食	1.15%	1.05%	7.82%	1.78%	1.78%	10.68%
2	养元饮品	软饮料	7.04%	8.08%	7.53%	8.67%	7.80%	6.94%
3	元祖股份	烘焙食品	4.25%	5.10%	5.49%	6.60%	6.60%	6.60%
4	汤臣倍健	保健品	2.60%	0.79%	5.28%	4.73%	1.22%	6.08%
5	双汇发展	肉制品	4.11%	6.17%	5.43%	5.21%	6.42%	5.82%
6	承德露露	软饮料	0.00%	3.54%	5.10%	0.00%	3.56%	4.74%
7	紫燕食品	熟食	0.00%	2.38%	3.71%	0.00%	4.40%	4.69%
8	李子园	软饮料	0.91%	1.28%	3.55%	4.15%	2.76%	4.61%
9	伊利股份	乳品	2.32%	3.35%	4.49%	3.59%	3.89%	4.49%
10	三全食品	预加工食品	0.99%	1.89%	3.73%	1.71%	2.99%	4.27%
11	骑士乳业	乳品	5.10%	4.18%	2.48%	4.23%	4.23%	4.23%
12	重庆啤酒	啤酒	1.32%	2.04%	4.21%	2.92%	3.79%	4.08%
13	有友食品	零食	3.70%	3.70%	2.69%	10.59%	7.49%	4.07%
14	五芳斋	预加工食品	0.00%	2.33%	3.41%	0.00%	4.30%	3.91%
15	千禾味业	调味发酵品	0.35%	0.52%	3.09%	0.57%	0.74%	3.41%
16	仲景食品	调味发酵品	0.92%	2.61%	2.42%	1.69%	3.39%	3.39%
17	甘源食品	零食	1.43%	1.41%	3.05%	1.60%	1.57%	3.20%
18	洽洽食品	零食	1.39%	2.00%	2.87%	2.71%	3.19%	3.19%
19	桃李面包	烘焙食品	2.11%	2.60%	2.35%	10.60%	7.07%	3.18%
20	盐津铺子	零食	1.17%	1.39%	2.16%	2.10%	3.15%	3.15%
21	天味食品	调味发酵品	0.19%	1.16%	3.01%	0.38%	2.46%	3.08%
22	安井食品	预加工食品	0.41%	0.70%	2.42%	0.83%	1.34%	3.01%

资料来源：Wind、国元证券研究所整理

## 2. 啤酒：成本端红利逐渐兑现，结构升级持续

1) 自 2023 年初以来，大麦价格持续下行；23 年 8 月商务部取消澳麦双反后，澳麦价格出现较大回落，进一步利好啤酒企业成本改善；24 年一季度，成本红利逐步在企业报表端兑现。同时，啤酒包装原材料玻璃/瓦楞纸成本较去年同期小幅下行，铝锭价格基本保持平稳。

2) 啤酒板块，2023 年总收入/业绩同比+6.16%/+16.94%，24Q1 总收入/业绩同比-0.78%/+16.27%。推荐青岛啤酒、重庆啤酒等。

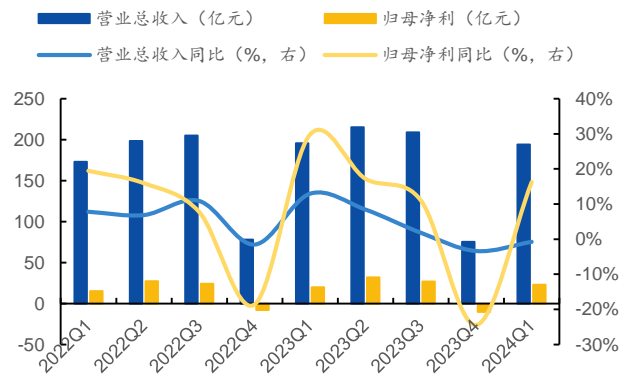
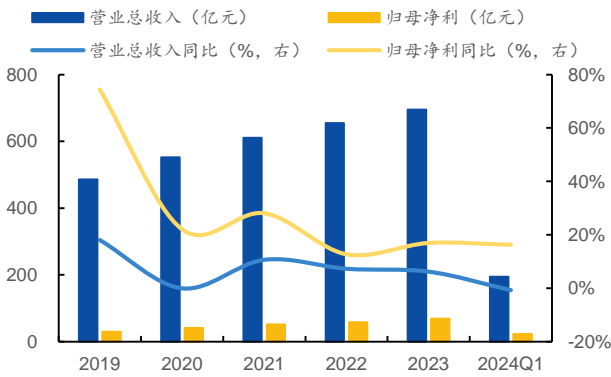
### 2.1 啤酒板块：盈利能力持续提升

啤酒板块盈利能力持续提升。啤酒板块，2023 年，总收入/业绩同比分别为 695.34/68.49 亿元，同比分别+6.16%/+16.94%；24Q1 分别为 194.22/22.78 亿元，同比-0.78%/+16.27%；单季度看，23 年前三个季度均保持收入、业绩双增，23Q4

收入、业绩暂时性下滑，24Q1 收入降幅环比缩小，利润恢复增长。利润率方面，受益于成本压力改善和产品结构升级，啤酒板块毛利率、净利率整体呈提升趋势，23 年啤酒板块毛利率/净利率分别为 40.80%/12.32%，同比分别+0.76/+0.92pct，24Q1 为 41.40%/14.33%，同比+2.02/+1.94pct；分季度看，23 年初至今，除啤酒消费淡季 23Q4 利润率同比下滑，其他四个季度毛利率、净利率均同比提升超过 1pct。

图 15：啤酒板块总收入、归母净利润及增速

图 16：啤酒板块单季度总收入、归母净利润及同比增速

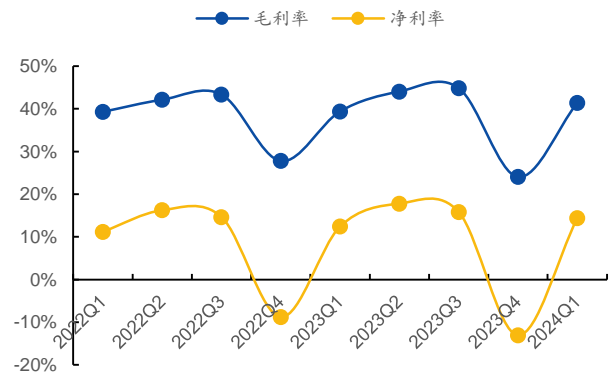
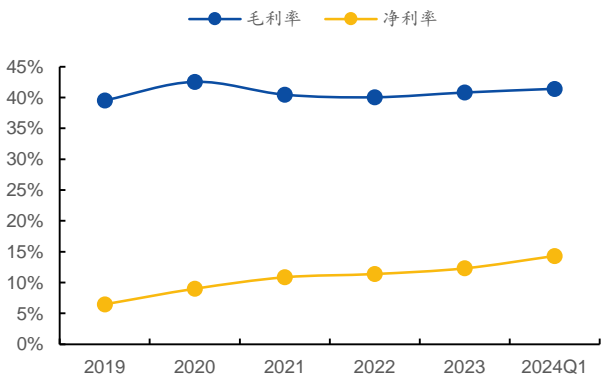


资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

图 17：啤酒板块毛利率及净利率 (%)

图 18：啤酒板块单季度毛利率及净利率 (%)



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

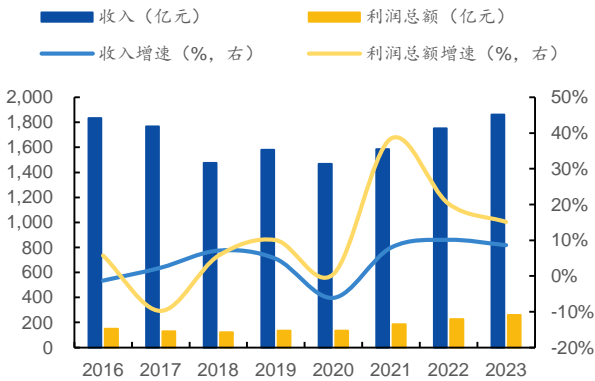
资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

## 2.2 成本红利逐渐兑现，产品结构升级持续

啤酒产量温和增长，产品结构升级是行业增长的主要驱动力。2023 年，我国啤酒行业产量（规上）3,556 万千升，同比+0.3%；啤酒行业收入 1,863 亿元，同比+8.6%，利润总额 260 亿元，同比+15.1%，啤酒产品结构升级带动行业收入及利润增长。2024 年前四个月，中国啤酒行业产量同比+2.1%，持续温和增长。

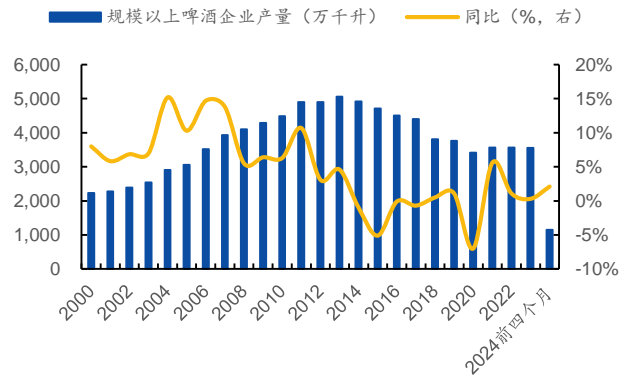
高温+体育赛事有望催化啤酒消费。随着夏季这一传统消费旺季到来，叠加 2024 年欧洲杯、巴黎奥运会等重大体育赛事，高温+体育赛事有望催化啤酒消费。

图 19: 全国规上啤酒企业收入、利润总额及增速



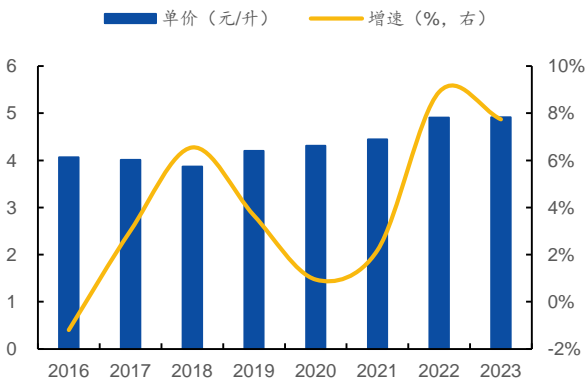
资料来源: 中国酒业协会、国元证券研究所整理

图 20: 全国规上啤酒企业酿酒总产量及增速



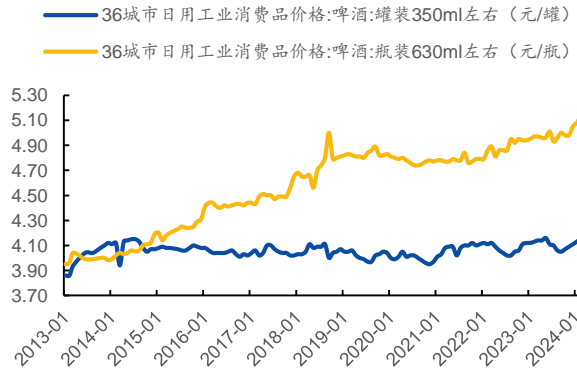
资料来源: 国家统计局、国元证券研究所整理

图 21: 我国规模以上啤酒企业单价及增速



资料来源: 中国酒业协会、国家统计局、国元证券研究所整理

图 22: 36 城啤酒价格情况



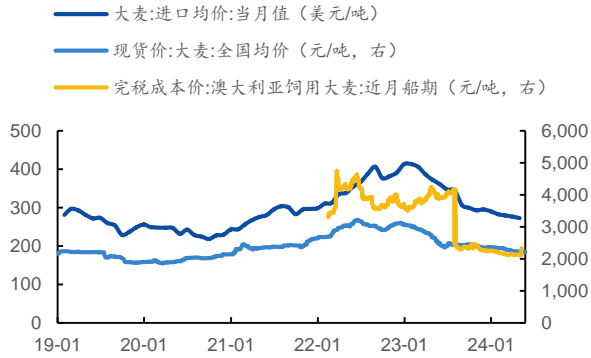
资料来源: 国家发改委、国元证券研究所整理

注: 单价通过啤酒行业收入和规模以上产量估算, 增速使用  $(1+\text{收入增速}) / (1+\text{产量增速}) - 1$  估算; 2023 年酒业协会公布的啤酒产量及增速与统计局口径不同, 为 3789 万千升, 同增 0.8%, 2023 年单价及增速以此产量及增速为依据进行估算。

**啤酒企业原料成本在总成本中的占比超 60%。**啤酒企业原料成本占比在 60%-70% 间波动。其中, 啤酒企业的原料分为酿造原材料及包装材料, 酿造原材料包括大麦 (传统啤酒、白啤酒)、小麦 (白啤酒)、酵母、啤酒花等, 包装材料包括玻璃瓶、铝罐、纸箱等。进一步拆分来看, 酿造原材料/总成本约为 20%, 包装材料/总成本接近 50%。

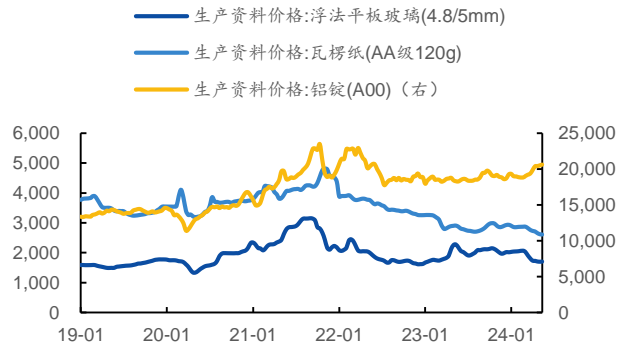
**原材料高位回落。**我国大麦进口依存度高, 从大麦进口单价来看, 20-22 年, 我国大麦价格大幅上涨, 23 年初至今大麦价格高位持续回落, 其中澳麦价格自 23 年 8 月份取消双反后, 也迅速回落至市场平均水平。此外, 啤酒企业包装原材料 (玻璃/瓦楞纸/铝锭等) 价格整体稳中略降。

图 23：我国大麦价格走势



资料来源：汇易网、国元证券研究所整理

图 24：我国啤酒行业主要包材价格（元/吨）



资料来源：国家统计局、国元证券研究所整理

### 3. 乳品：原奶价格低位运行，成本端红利释放

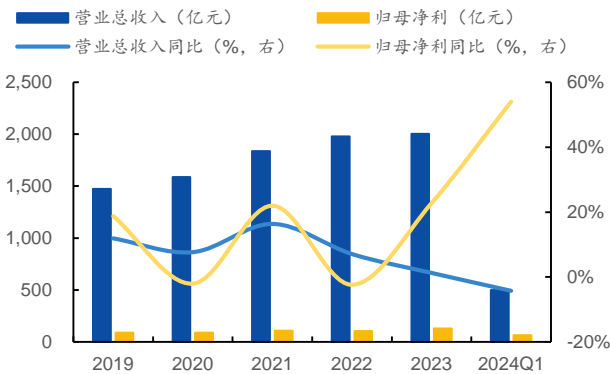
1) 24 年初至今原奶价格延续 23 年趋势，持续低位运行，考虑到我国生鲜乳产量增速及奶牛存栏仍处于高位，预计短期内原奶价格或将保持较低水平，成本端红利持续释放。

2) 乳品板块, 2023 年总收入/业绩同比+1.26%/+22.76%, 24Q1 同比-4.26%/+54.07%。推荐伊利股份、新乳业、中国飞鹤等。

#### 3.1 乳品板块：韧性较强，盈利能力提升

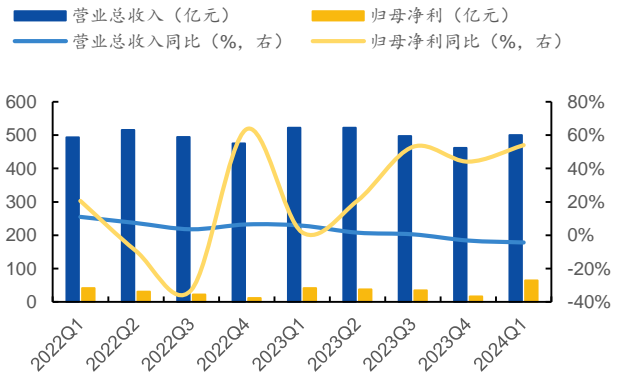
乳品板块盈利能力持续提升。23 年乳品板块总收入/业绩分别为 2,003.85/130.00 亿元，同比分别+1.26%/+22.76%，24Q1 总收入/业绩分别为 500.07/64.46 亿元，同比分别-4.26%/+54.07%；分季度看，23 年前三个季度收入、利润双增，23Q4、24Q1 收入小幅下滑、利润保持增长。23 年乳品板块毛利率/净利率分别为 29.11%/6.38%，同比分别+0.44/+1.04pct，24Q1 为 31.81%/12.96%，同比分别+1.77/+4.85pct；单季度看，23Q2-24Q1，乳品板块连续四个季度净利率、毛利率均同比提升。

图 25：乳品板块总收入、归母净利润及增速



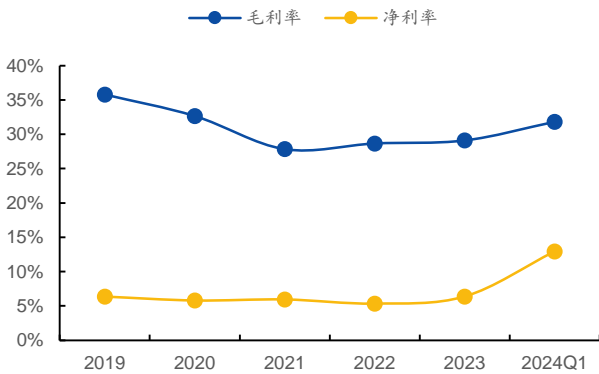
资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

图 26：乳品板块单季度总收入、归母净利润及同比增速



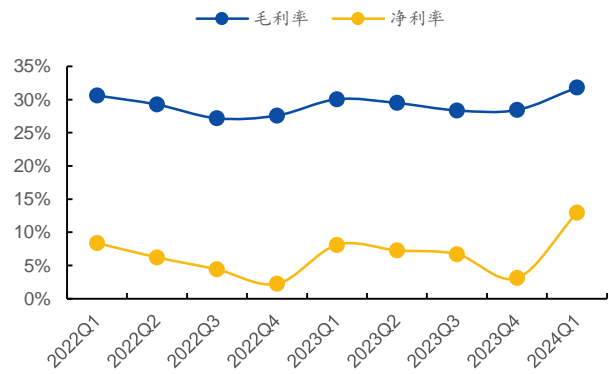
资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

图 27：乳品板块毛利率及净利率（%）



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

图 28：乳品板块单季度毛利率及净利率（%）



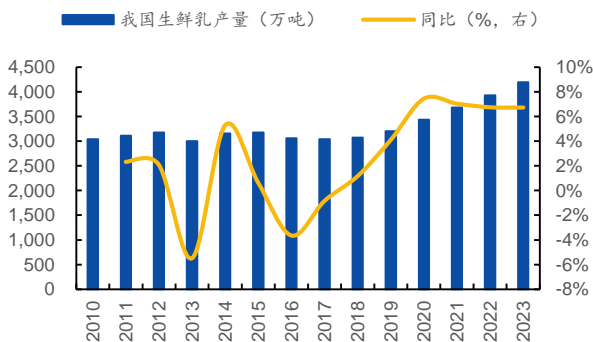
资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

### 3.2 原奶价低位运行，且年内有望保持较低水平

奶价自 21Q4 以来进入新一轮下行周期：

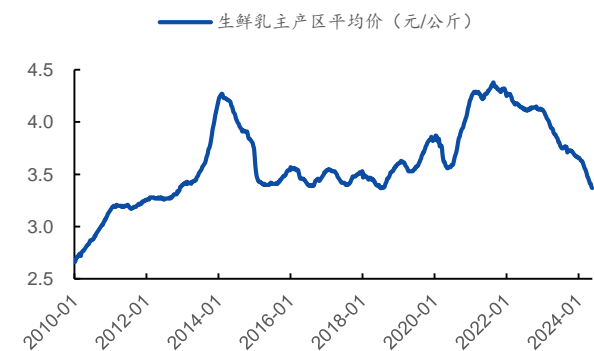
- 1) 2015 年，受环保政策及奶价低位影响，中小养殖户加速出清，导致奶牛存栏量连续 3 年下降，2018 年中国奶牛存栏量为 1,037.70 万头、较 2015 年末下降 31.15%，但受益于单产提升，2018 年中国牛奶产量较 2015 年仅下滑 3.31%。
- 2) 2018 年 6 月，国务院办公厅发布《关于加快推进奶业振兴和保障乳品质量安全的意见》，提出到 2020 年我国奶源自给率保持在 70% 以上；叠加彼时需求增长刺激，同年 8 月奶价启动上行周期，奶牛存栏量连续回升；2021 年，中国奶牛存栏量、牛奶产量分别较 2018 年上涨 5.45%、19.78%，2022 年牛奶产量进一步上涨 6.76%。
- 3) 随着产量快速增长，2021 年 8 月我国原奶价从最高 4.38 元/公斤开始回落，23 年末，原奶价格为 3.66 元/公斤，较 23 年初回落接近 11.2%，24 年以来原奶价格持续回落，5 月 24 日价格为 3.37 元/公斤，较 23 年末下降 7.9%。同时，23 年大包粉进口量、价同比分别-24.9%/-12.1%。

图 29：我国生鲜乳产量



资料来源：国家统计局、国元证券研究所整理

图 30：我国生鲜乳主产区平均价



资料来源：农业农村部、国元证券研究所整理



图 31：我国大包粉进口量

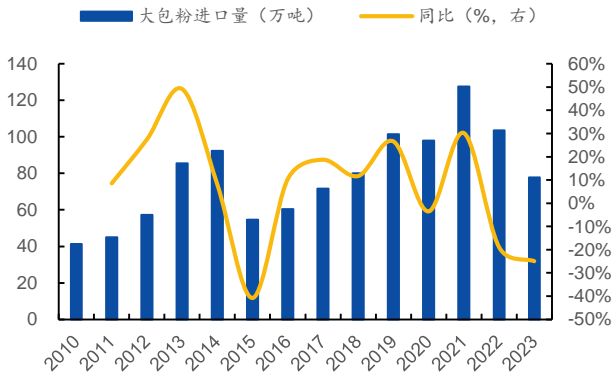
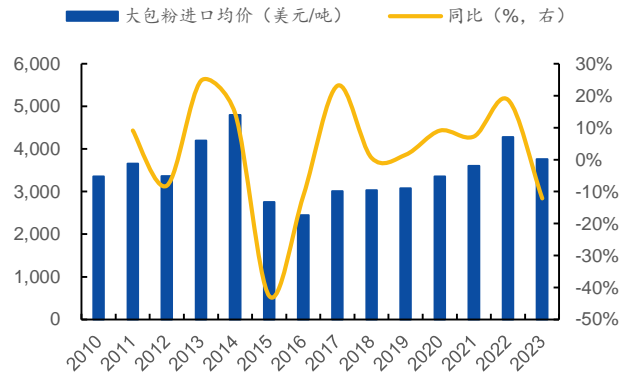


图 32：我国大包粉进口均价



资料来源：中国奶业协会、国元证券研究所整理

资料来源：中国奶业协会、国元证券研究所整理

**原奶价格 24 年内或保持低位运行。**原奶供应相对过剩是此轮生鲜乳价格下行的主要因素，供应方面，国内奶牛存栏和原奶产量持续增长，国内产量增幅超过进口降幅，原奶供应短期内相对过剩。22 年我国奶牛存栏数为 1,161 万头，同比+7.9%，根据荷斯坦数据，23 年奶牛存栏数减少约 100 万头，但同时集团化牧场奶牛存栏增长较快，根据乳业时报数据，23 年前 40 位养殖集团存栏 300 万头奶牛，较 21 年增长 35%。根据国家奶牛产业技术体系专家观点，2024 年将奶牛自然增长率由惯性的 3% 下调到 -5%，增加淘汰成母牛约 30 万头，减少原奶日产量 8,000 吨（折算全年 292 万吨），才能大幅缓解原奶产能过剩。综合以上信息，我们认为 24 年上游奶牛养殖业仍处于小牧场持续出清，大牧场份额持续提升，综合产量阶段性供大于求的阶段，24 年内，原奶价格或持续低位运行。

图 33：我国奶牛存栏数量

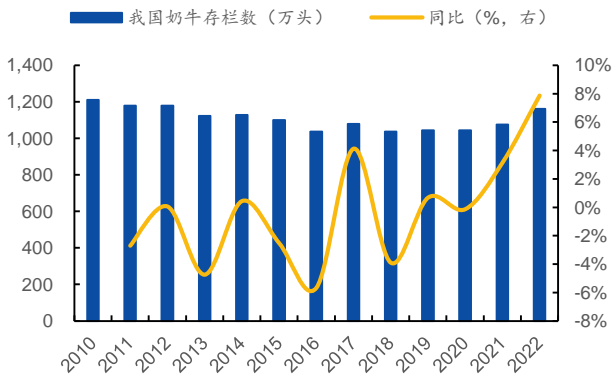
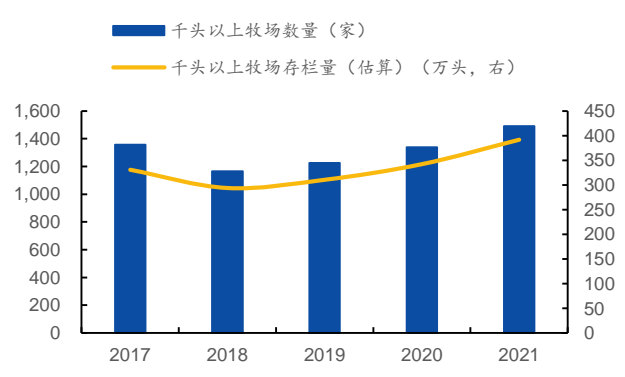


图 34：我国千头以上牧场数量及存栏奶牛量



资料来源：中国奶业年鉴、国元证券研究所整理

资料来源：中国畜牧业年鉴、国元证券研究所整理

注：中国畜牧业年鉴公布的数据为 5000 头/2000-4999 头/1000-1999 头牧场数量，估算存栏量时，5000 头以上牧场平均存栏按 5000 头估算，2000-4999 头牧场平均存栏按 3500 头估算，1000-1999 头牧场按 1500 头估算。

## 4. 软饮料：功能化、健康化

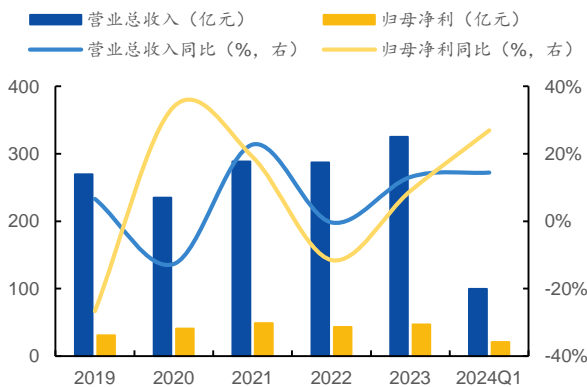
1) 软饮料行业呈现功能化、健康化的消费特征，能量饮料快速发展；能量饮料细分行业竞争格局较好，集中度高且持续提升。

2) 软饮料板块，2023 年总收入/业绩同比+13.07%/+8.94%，24Q1 同比+14.40%/+26.93%。推荐东鹏饮料、养元饮品等。

### 4.1 软饮料板块：收入、业绩持续稳健增长

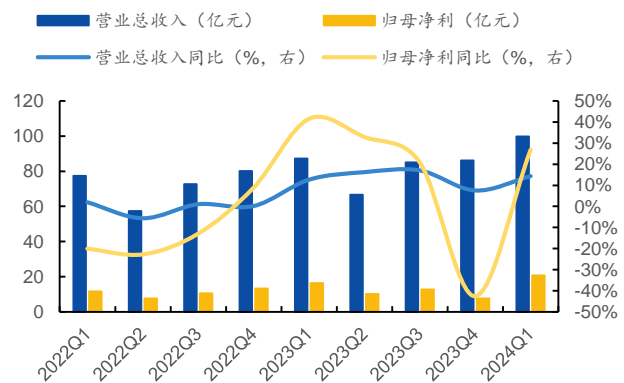
收入、业绩持续稳健增长。2023 年，软饮料板块总收入/业绩分别为 324.96/46.93 亿元，同比分别+13.07%/+8.94%，24Q1 分别为 99.77/20.74 亿元，同比+14.40%/+26.93%；单季度看，自 22Q3 至 24Q1，软饮料板块连续七个季度保持收入增长。2023 年软饮料板块毛利率、净利率分别为 39.28%/14.50%，同比分别+1.56%/-0.55pct，24Q1 分别为 39.61%/20.82%，同比-0.22/+2.05pct；分季度看，23 年前三个季度均毛利率、净利率同比提升，23Q4 毛利率提升、净利率下滑，24Q1 毛利率小幅下降，净利率同比提升。

图 35：软饮料板块总收入、归母净利润及增速



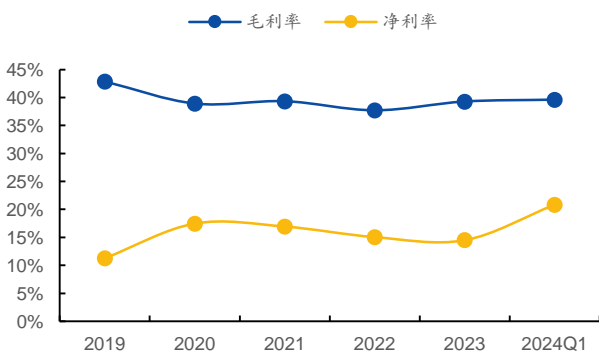
资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

图 36：软饮料板块单季度总收入、归母净利润及同比增速



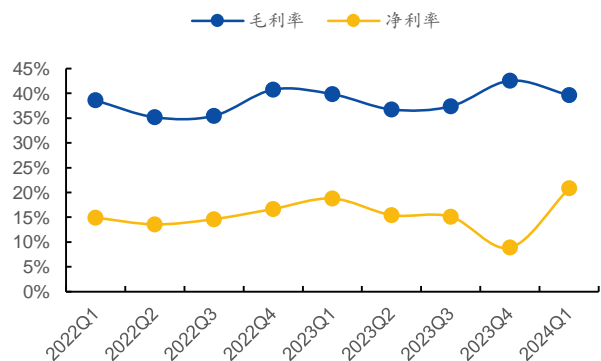
资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

图 37：软饮料板块毛利率及净利率 (%)



资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

图 38：软饮料板块单季度毛利率及净利率 (%)



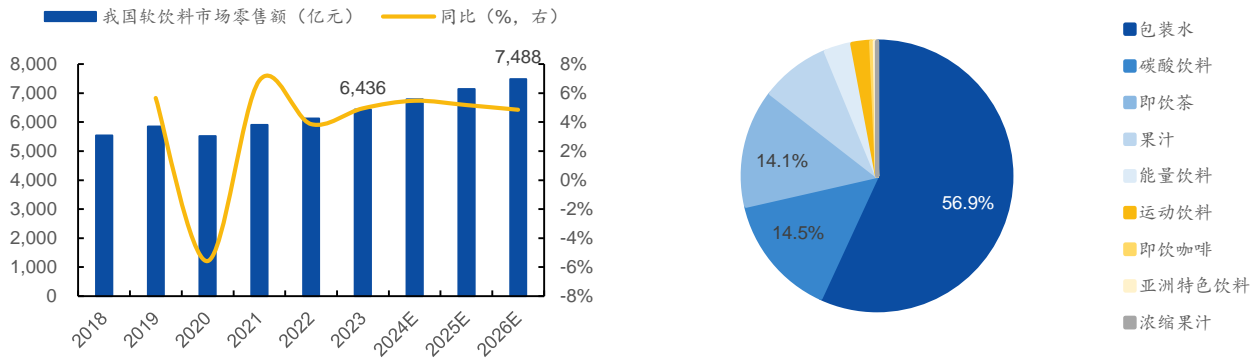
资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

## 4.2 软饮料向功能化、健康化发展，能量饮料市场快速成长

**软饮料行业格局重塑，能量饮料快速成长。**根据欧睿数据，2023 年中国软饮料市场规模为 6,436 亿元，同比+5.0%，18-23 年复合增长率为 3.1%。软饮料消费以非现饮渠道为主，23 年占比为 84.8%。软饮料行业内细分子行业众多，根据欧睿数据，以非现饮渠道销量口径计算，包装水、碳酸饮料、即饮茶为规模前三的细分行业，合计占比超过 80%；能量饮料目前规模相对较小，但是软饮料中增长最快的子品类之一。软饮料市场产品和品类持续迭代，市场格局处于重塑的过程中。

图 39：我国软饮料市场规模

图 40：我国软饮料市场子品类占比（按销量）



资料来源：欧睿、国元证券研究所整理

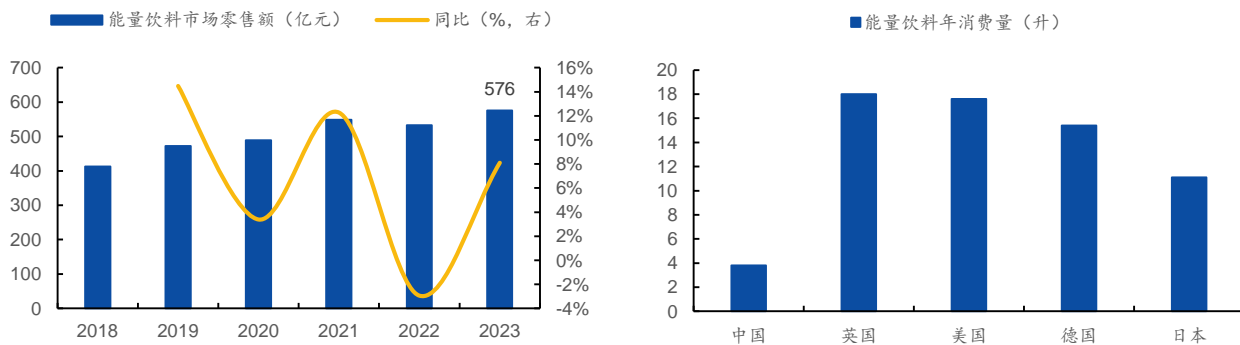
资料来源：欧睿、国元证券研究所整理

**能量饮料市场规模快速增长，人均消费量提升潜力大。**2023 年，我国能量饮料市场规模为 576 亿元，同比+8.1%，18-23 年 CAGR 为 6.9%。根据沙利文数据，2021 年我国人均能量饮料消费量 3.8 升，与英美德日等发达国家仍有较大差距，随着消费习惯的不断培养，消费人群、消费场景及地域的持续开发，未来能量饮料人均消费量有望持续提升。

**能量饮料份额集中，东鹏饮料领跑。**能量饮料行业由少数头部企业瓜分销售份额，且市场集中度持续提升，根据尼尔森数据，2023 年东鹏特饮在中国能量饮料市场销售量份额 43.02%，位居第一，销售额份额 30.94%，位居第二，东鹏特饮 500ml 瓶装为中国市场饮料单品 SKU 销售金额第三位。

图 41：我国能量饮料市场规模

图 42：我国及部分发达国家能量饮料人均消费量（2021 年）



资料来源：欧睿、国元证券研究所整理

资料来源：沙利文、国元证券研究所整理

## 5. 餐饮供应链：多个板块持续修复，成本下行释放弹性

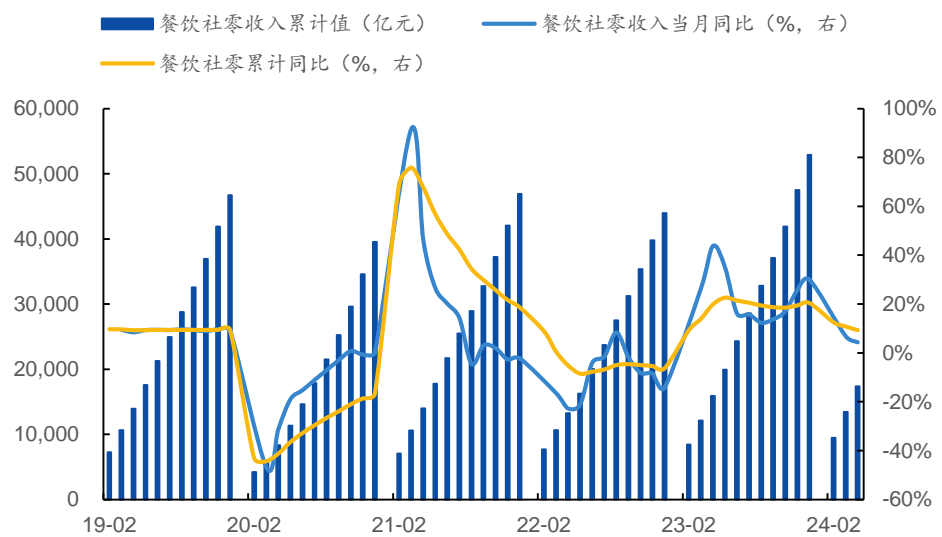
1) 餐饮行业，23 年整体实现收入 5.3 万亿元，同比+20.4%；24 年前四个月实现收入 1.7 万亿元，同比+9.3%，在 23 年同期较高基数的基础上仍实现较快增长，为餐饮供应链各条线持续修复提供支撑。

2) 调味品，推荐海天味业、天味食品等；食饮连锁，推荐绝味食品、紫燕食品等；肉品及预制菜，推荐双汇发展、安井食品等；零食，推荐三只松鼠等。

### 5.1 一季度餐饮行业韧性较强，餐饮供应链各环节持续改善

**24Q1，餐饮行业表现出相对较强韧性。**2023 年以来，随着消费场景恢复，我国餐饮收入实现较快增长，全年累计同比增长 20.4%，4、5、12 月当月同比增速超过 30%。24 年 1-2 月、3 月、4 月同比增速分别为 12.5%、6.9%、4.4%，前四个月累计同比增长 9.3%，在 2023 年同期较高基数下仍实现较快增长，增速高于整体社零，展现出较强韧性。

图 43：我国餐饮收入情况



资料来源：国家统计局、国元证券研究所整理

#### 餐饮供应链 23 年及 24Q1 业绩情况：

23 年，调味品/卤制品/肉制品/预制菜/零食/烘焙食品收入增速分别为 +2.15%/+4.54%/-8.04%/+5.89%/+0.25%/+10.63%，其中烘焙食品、预制菜板块收入增速领先；以上各板块归母净利增速分别为 21.48%/+53.13%/-53.95%/+3.23%/+23.58%/+5.60%，调味品、卤制品、零食盈利能力改善。

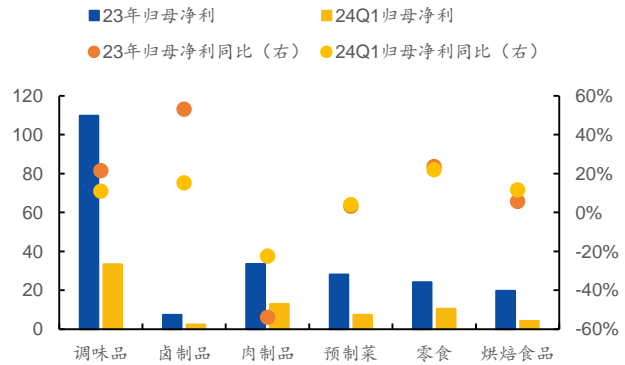
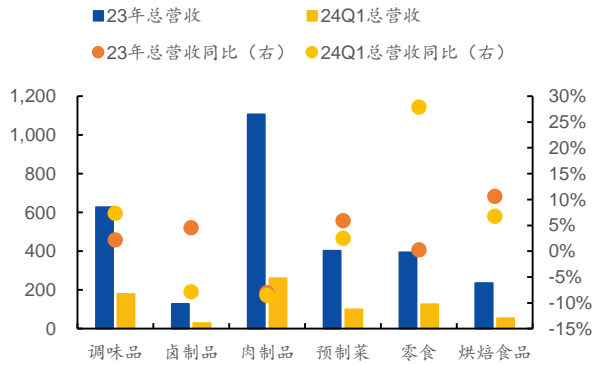
24Q1，调味品/卤制品/肉制品/预制菜/零食/烘焙食品收入增速分别为 +7.33%/-7.86%/-8.56%/+2.52%/+27.87%/+6.78%，其中零食、调味品、烘焙食品收入增速领先；以上各板块归母净利增速分别为 10.87%/+15.20%/-

22.40%/+4.00%/+22.01%/+11.51%，调味品、卤制品、预制菜、烘焙食品盈利能力改善。

单季度看：最近四个季度（即 23Q2、23Q3、23Q4、24Q1）中，零食自 23Q3 以来连续三个季度收入、业绩双增；调味品自 23Q3 以来连续三个季度业绩同比实现正增长；24Q1 多个板块盈利能力改善，调味品、卤制品、零食及烘焙食品板块业绩同比均实现 10% 以上增长。

图 44：餐饮供应链收入及增速情况（亿元，%）

图 45：餐饮供应链归母净利润及增速情况（亿元，%）

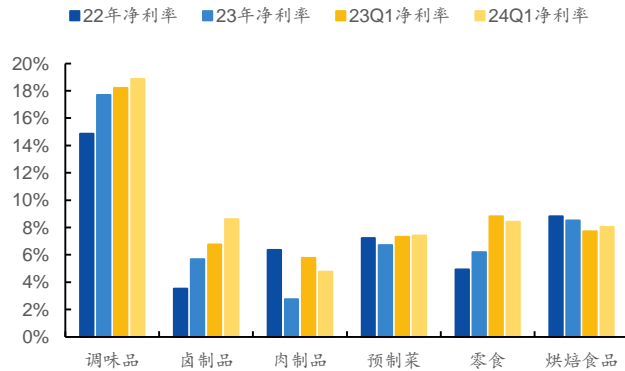
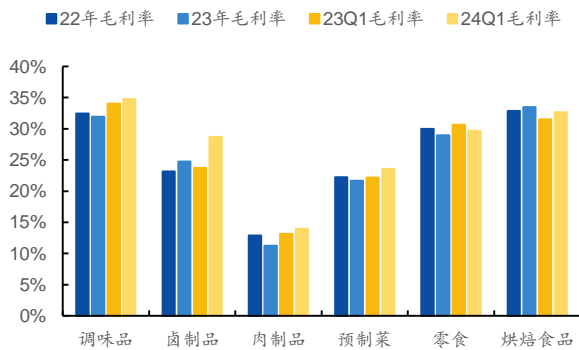


资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

图 46：餐饮供应链毛利率情况（%）

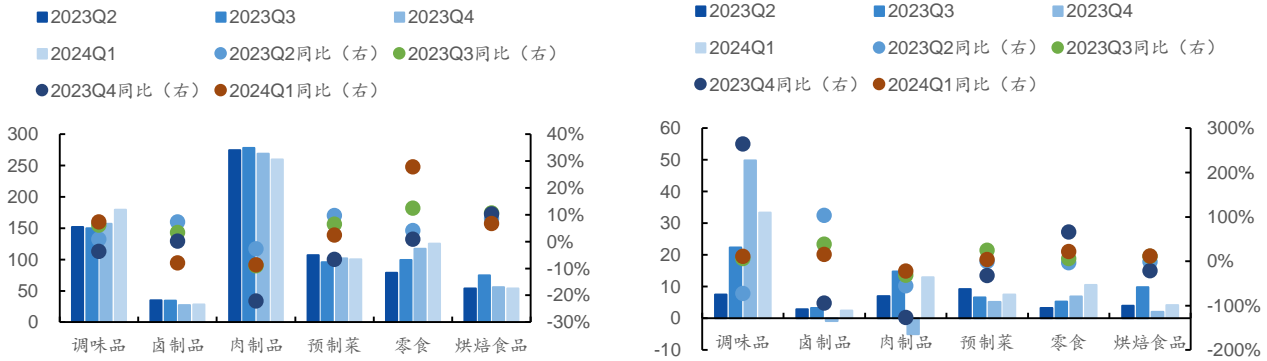
图 47：餐饮供应链净利率情况（%）



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

图 48：餐饮供应链单季度收入及增速情况（亿元，%） 图 49：餐饮供应链单季度归母净利及增速情况（亿元，%）



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

表 8：餐饮供应链单季度毛利率及净利率情况

项目	板块	2023Q1	同比	2023Q2	同比	2023Q3	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比
毛利率	调味品	34.04%	-0.24pct	31.42%	-1.4pct	31.76%	+0.33pct	30.47%	-0.82pct	34.73%	+0.7pct
	卤制品	23.72%	-3.70pct	23.30%	-0.32pct	27.53%	+5.27pct	24.37%	+5.28pct	28.69%	+4.97pct
	肉制品	13.16%	-1.37pct	10.75%	-2.92pct	12.80%	+0.19pct	8.19%	-2.98pct	13.99%	+0.84pct
	预制菜	22.20%	-1.79pct	22.61%	-1.40pct	20.63%	+0.26pct	21.09%	+0.22pct	23.56%	+1.36pct
	零食	30.63%	+0.21pct	27.67%	-1.57pct	29.18%	-1.45pct	28.16%	-1.37pct	29.69%	-0.94pct
	烘焙食品	31.51%	-0.76pct	31.16%	+0.24pct	37.85%	+0.86pct	31.53%	+1.81pct	32.63%	+1.12pct
净利率	调味品	18.21%	+0.11pct	5.09%	-13.03pct	15.07%	-0.04pct	31.85%	+23.37pct	18.87%	+0.66pct
	卤制品	6.77%	+1.70pct	7.96%	+3.91pct	9.32%	+2.93pct	-3.08%	-0.78pct	8.61%	+1.84pct
	肉制品	5.78%	-1.01pct	2.18%	-3.91pct	5.14%	-2.20pct	-2.33%	-7.67pct	4.76%	-1.02pct
	预制菜	7.31%	+1.77pct	8.33%	-1.45pct	6.68%	+0.53pct	4.50%	-2.64pct	7.41%	+0.1pct
	零食	8.81%	+2.66pct	4.23%	-0.20pct	5.41%	-0.20pct	5.97%	+2.45pct	8.42%	-0.39pct
	烘焙食品	7.72%	+0.68pct	7.55%	-0.62pct	13.34%	+0.15pct	3.72%	-1.51pct	8.04%	+0.32pct

资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

## 5.2 调味品：渠道库存良性，成本红利逐渐兑现

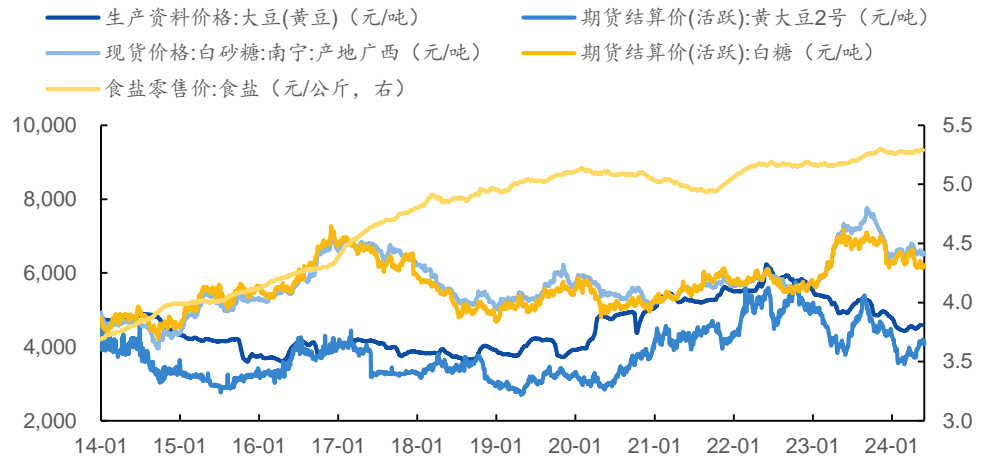
收入温和复苏，扣非归母净利率保持平稳。23 年调味品板块收入/归母净利分别为 626.02/109.71 亿元，同比+2.15%/+21.48%，归母净利增速较大幅度高于收入增速，主要是 23 年末中炬高新与中山火炬土地合同纠纷和解，冲回 22 年计提的 11.78 亿元预计负债，计入 23 年营业外收入影响，23 年调味品板块扣非归母净利为 91.86 亿元，同比-3.95%，扣非归母净利率为 14.67%，同比-0.93pct。24Q1 调味品板块收入/归母净利分别为 179.42/33.36 亿元，同比+7.33%/+10.87%，扣非归母净利 31.83 亿元，同比+11.75%。

23 年行业持续去库存，24Q1 恢复性增长。23 年调味品行业收入增速较低，主要是由于前期行业扩产较快叠加 22 年餐饮消费场景受到冲击，导致调味品渠道库存阶段性高位。23 年以来，餐饮场景逐渐复苏，但小 B 端恢复较慢，加之渠道库存逐渐消

化需要一定时间，23年调味品行业整体仍然处于调整恢复的通道。随着B端持续修复，C端稳步发展，以及渠道库存消化接近尾声，24Q1，调味品行业收入同比增长7.33%，增速环比+10.98pct，同比+1.61pct。

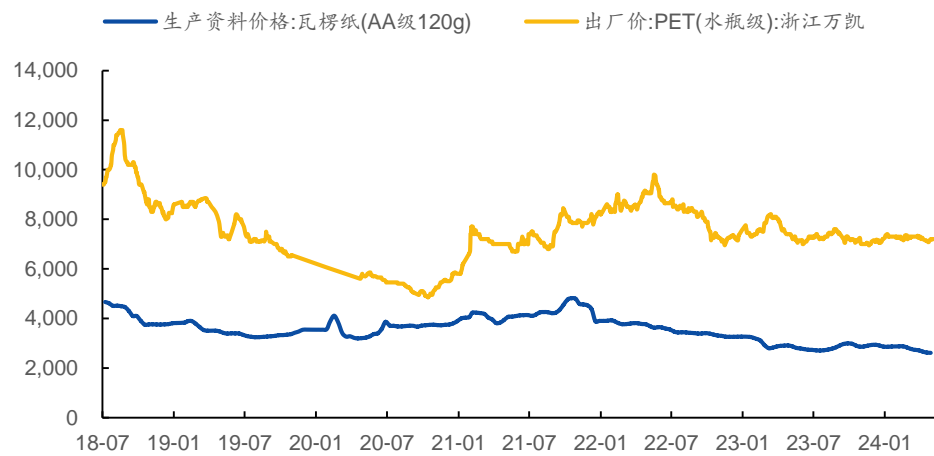
**成本红利逐渐兑现。**2020年下半年以来，全球大宗商品价格大幅上涨，调味品的主要原材料也均有不同幅度涨幅。受限于价格传导机制的滞后性和幅度限制，调味品企业利润短期受到一定程度压缩，2022年调味品板块毛利率/净利率分别为32.46%/14.86%，同比-2.31/-3.76pct。23年初以来，大豆期货、现货价格及主要包材价格持续回落，23年上半年白糖价格维持高位，下半年开始逐渐回落，考虑到酱油等基础调味品酿造需要较长周期，产品成本变动滞后于原料价格变动。23年调味品行业毛利率31.96%，同比-0.50pct；24年一季度调味品行业成本红利兑现，24Q1调味品板块毛利率34.73%，同比+0.70pct。

图 50：调味品行业主要原材料价格趋势



资料来源：国家统计局、商务部、大连商品交易所、郑州商品交易所、广西糖网、国元证券研究所整理

图 51：调味品行业主要包材价格趋势（元/吨）



资料来源：Iifind、国家统计局、国元证券研究所整理

### 5.3 卤制品：成本端改善，店效有待修复

**成本压力减弱，盈利能力改善。**23年，卤制品板块收入/归母净利分别为127.32/7.46亿元，同比+4.54%/+53.13%；24Q1，收入/归母净利分别为28.48/2.52亿元，同比-7.86%/+15.20%，一季度店效承压，收入短期下滑，受益于原料成本逐步回落，盈利能力改善。

**成本压力逐渐释放。**2022年，卤制品板块毛利率/净利率分别为23.15%/3.52%，同比-6.19/-8.43pct，毛利率下滑主要由于原料价上涨，23Q1毛利率/净利率分别为23.72%/6.77%，同比-3.70/+1.70pct。最近一轮毛鸭价格上涨，主要由于消费场景端的不确定性导致供给端收缩（父母代、祖代种鸭较19年下降），以及成本上涨推动（22年高温导致鸭苗病死率提升、鸭苗价上涨，以及20年以来玉米、豆粕等饲料成本持续上涨）。23年3月下旬以来，随着鸭苗供给端放量，鸭苗及毛鸭价格逐渐回落，自23年下半年开始，卤制品公司成本压力缓解，23Q3、23Q4、24Q1毛利率同比分别+5.27、+5.28、+4.97pct。

图 52：毛鸭主产区平均价



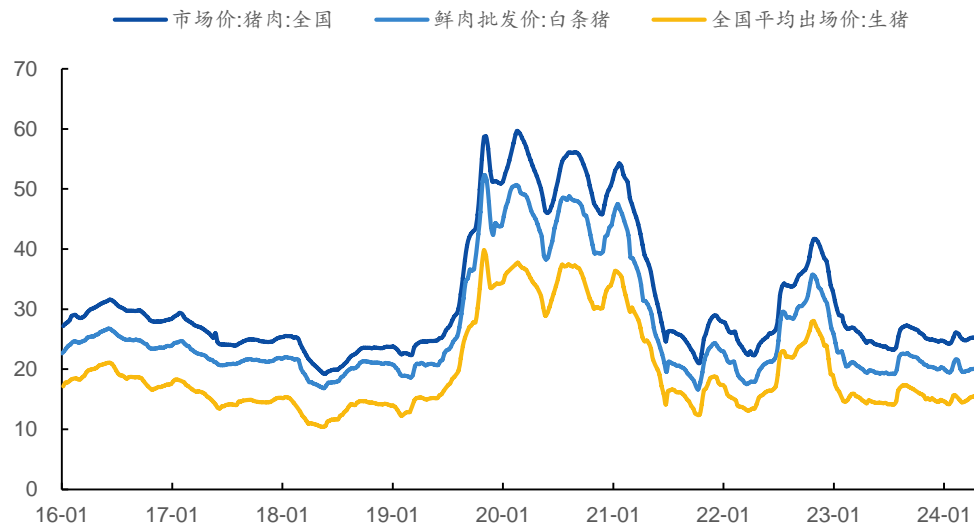
资料来源：博亚和讯、国元证券研究所整理

### 5.4 肉制品及预制菜：肉制品板块或迎利润改善，预制菜持续发展

**24Q1 肉制品板块收入、业绩暂时承压。**23年，肉制品板块总营收/归母净利分别为1105.57/33.54亿元，同比-8.04%/-53.95%，23年猪肉价格整体下行，叠加饲料成本上涨，肉制品企业的养殖业务利润空间短期压缩。24Q1，肉制品板块总营收/归母净利为259.74/12.95亿元，同比-8.56%/-22.40%，主要由于猪肉价格低位运行及23Q1基数较高等因素影响。



图 53：我国猪肉价格波动情况（元/公斤）

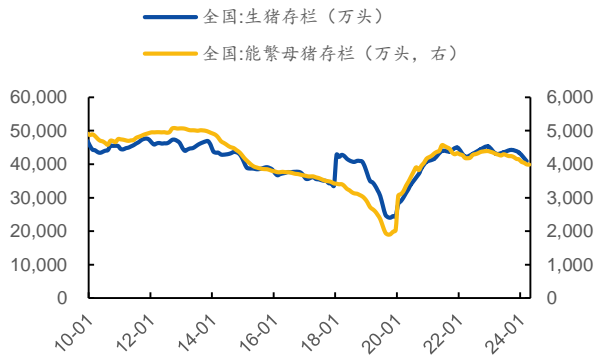


资料来源：农业农村部、商务部、国家发改委、国元证券研究所整理

随着能繁母猪产能持续去化，生猪出栏量自 24Q1 开始回落，猪肉价有望回升：

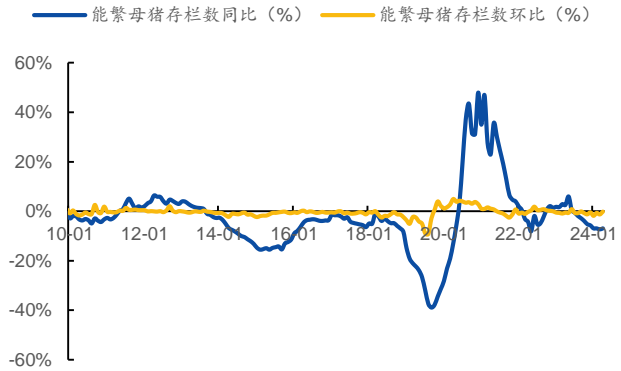
- a) 2020 年初-2021 年 3 月：我国能繁母猪存栏数快速提升，2021 年 6 月，我国母猪存栏数达到顶峰 4564 万头，较 2020 年初翻倍以上增长。能繁母猪补栏到商品猪出栏一般在 10-14 个月，自 2021 年开始，我国猪肉价格回落，2022 年一季度末，猪肉全国市场价降至 23 元/公斤左右。
- b) 2021 年 4 月至 2023 年末：我国能繁母猪存栏数在 4100-4500 万头间波动，23 年能繁母猪产能持续去化。22 年下半年，随着消费场景逐步复苏，猪肉价格在 22 年下半年迎来一波回升，而在供给端充足背景下，22 年 11 月以来，猪肉价逐渐回落，23 年中已基本回落至 22 年上半年低位，并持续在此价格附近震荡。2023 年猪肉价格低位运行等因素影响下，能繁母猪产能持续去化，23 年末能繁母猪存栏数同比-5.7%。
- c) 2024 年初至今：自 23 年以来的能繁母猪产能去化持续向下传导，24Q1 生猪出栏量同比-2.2%，自 21Q1 以来首次同比下行。24 年 5 月 23 日猪肉全国市场价 25.23 元/公斤，环比前一周+1.37%，较上月同期+0.56%，同比+4.91%。随着能繁母猪产能去化的效果持续显现，猪肉价格有望进入上涨通道，或带动肉制品板块盈利提升。

图 54：中国生猪存栏及能繁母猪存栏数



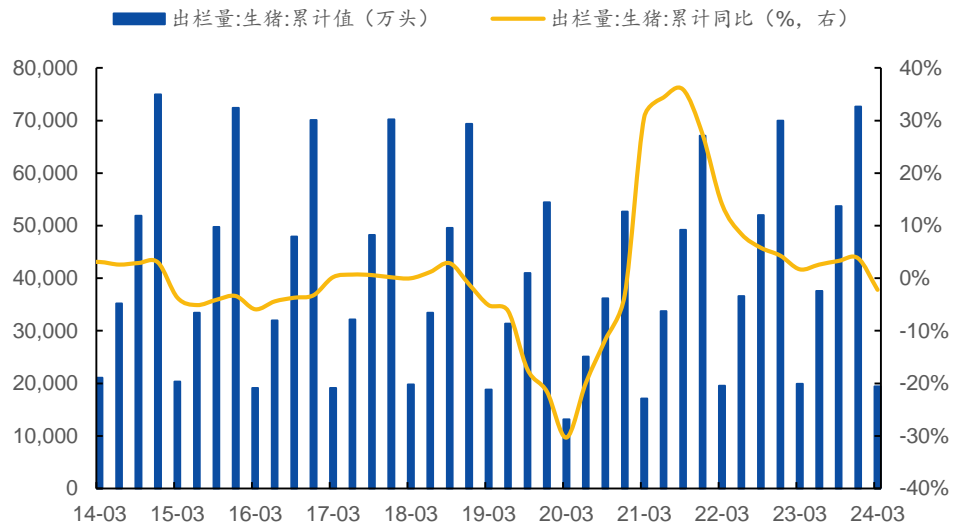
资料来源：农业农村部、国元证券研究所整理

图 55：中国能繁母猪存栏数同比及环比变动 (%)



资料来源：农业农村部、国元证券研究所整理

图 56：我国生猪出栏量情况

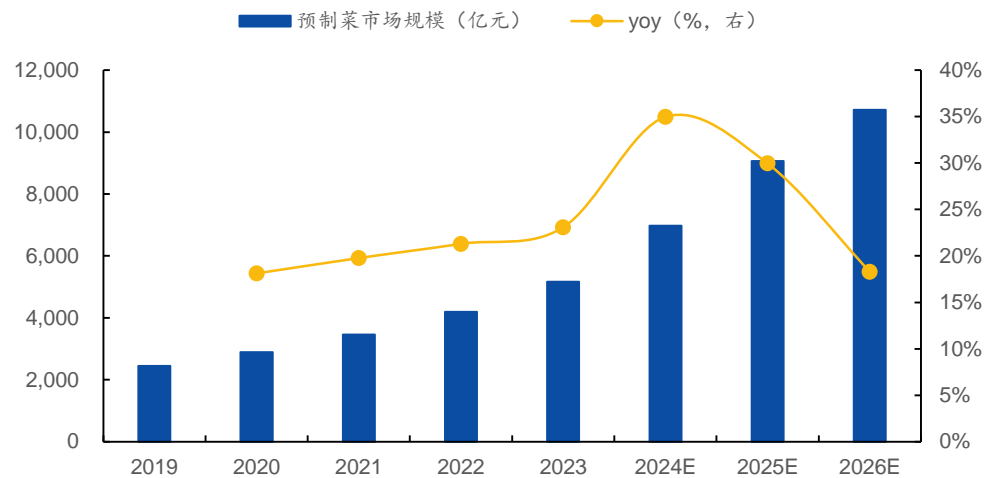


资料来源：国家统计局、国元证券研究所整理

**预制菜板块稳健增长。**2023 年，预制菜板块收入/归母净利分别为 402.50/28.21 亿元，同比+5.89%/+3.23%；24Q1，预制菜板块收入/归母净利分别为 100.11/7.48 亿元，同比+2.52%/+4.00%。

**预制菜市场持续发展。**随着居民生活水平提高、城镇化率提升、家庭规模小型化、双职工家庭占比提升、外卖和连锁餐饮快速发展等，预制菜需求迅速提升，同时，冷链物流和对应基础设施的发展也为预制菜销售半径不断拓宽提供了条件。20-22 年，餐饮堂食消费场景受损，居民居家烹饪时长和频次提升，也加速了预制菜行业的发展。据艾媒咨询数据，2023 年，我国预制菜行业市场规模为 5,165 亿元，同比+23.09%，19-23 年 CAGR 为 20.56%。

图 57：中国预制菜行业市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

### 5.5 零食：新渠道红利带动收入、业绩增长

受益于量贩零食等新渠道红利，零食板块收入、业绩增长。2023 年，零食板块收入/归母净利分别为 393.42/24.12 亿元，同比+0.25%/+23.58%，盈利能力同比改善。2024Q1，零食板块收入/归母净利分别为 125.57/10.56 亿元，同比+27.87%/+22.01%。

**量贩零食业态快速发展。**我国休闲零食行业规模整体呈温和增长趋势，根据艾媒咨询数据，2023 年为 1.1 万亿元，19-23 年 CAGR 为 1.60%，到 2026 年有望达到 1.2 万亿元。零食量贩店作为一种较为新兴的业态，以门店散称为主要模式，SKU 数量多，价格较传统渠道更加低廉，低毛利高周转。随着消费者的性价比消费倾向提升，2020 年以来，量贩零食业态快速发展，代表品牌有零食很忙（2017 年成立，门店数超 5,000 家）、好想来（2011 年成立，门店数量超 4,700 家）、赵一鸣（2019 年成立，门店数超 4,000 家）、零食有鸣（2021 年成立，门店数超 2,000 家）等。根据艾媒咨询数据，2023 年我国量贩零食行业市场规模 809 亿元，同比+75.11%，19-23 年 CAGR 为 39.93%。

**量贩零食业态渗透率尚低，未来开店空间可期。**中国休闲零食行业市场规模超万亿元，但量贩零食市场规模占比不足 10%。目前，量贩零食领先企业积极拓店，例如零食有鸣提出 2023 年门店数超 3,500 家，2026 年门店数突破 1.6 万家的规划目标。目前量贩零食呈现区域为王态势，随着区域市场饱和，已逐步开启全国化开店步伐。

图 58：中国休闲零食行业市场规模

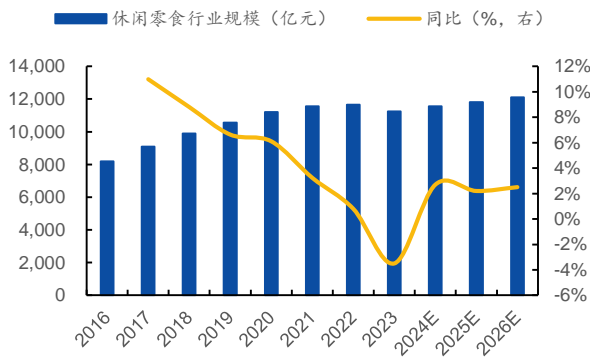
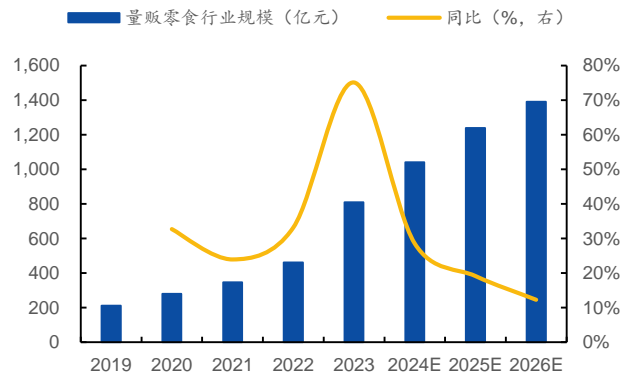


图 59：中国量贩零食行业市场规模



资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

**量贩零食进入加速整合阶段，各上市零食企业积极参与产业链条多个环节。**2023 年 11 月，零食很忙收购赵一鸣，合并后的零食很忙集团（后更名为鸣鸣很忙集团）2023 年门店总营收超过 200 亿元。2022 年 8 月，万辰集团（原名万辰生物）转型进入量贩零食赛道，2023 年 9 月，将旗下四大量贩零食品牌整合到“好想来”品牌，并于同年 10 月收购零食连锁品牌“老婆大人”。盐津铺子旗下产品自 2021 年起进入量贩渠道，23 年公司量贩零食渠道收入占比约 20%。三只松鼠在“高端性价比”战略引领下，推出自有品牌社区零食店，截至 23 年末开设 149 家。良品铺子推出定位量贩的新品牌“零食顽家”，并在 23 年 11 月对 300 款左右产品实施 22%幅度的降价。

### 5.6 烘焙食品：稳健增长，潜力可观

**23 年及 24Q1 烘焙食品稳健增长。**2023 年，烘焙食品板块收入/归母净利分别为 234.71/19.69 亿元，同比+10.63%/+5.60%。2024Q1，烘焙食品板块收入/归母净利分别为 53.82/4.23 亿元，同比+6.78%/+11.51%。

**面粉价小幅回落，毛利率小幅改善。**2022 年，烘焙食品毛利率/净利率分别为 32.85%/8.83%，同比-3.61/-3.44pct，毛利率下滑主要由于面粉、糖、食用油等原料价上涨；23 年初至二季度末，面粉价格高位回落，23 年下半年小幅回升，成本压力较 22 年小幅缓解，但较 2021 年面粉价格仍处于相对高位；24Q1 面粉价格小幅回落。23 年烘焙食品板块毛利率/净利率分别为 33.45%/8.52%，同比+0.60/-0.31pct；24Q1 烘焙食品板块毛利率/净利率分别为 32.63%/8.04%，同比+1.12/+0.32pct。

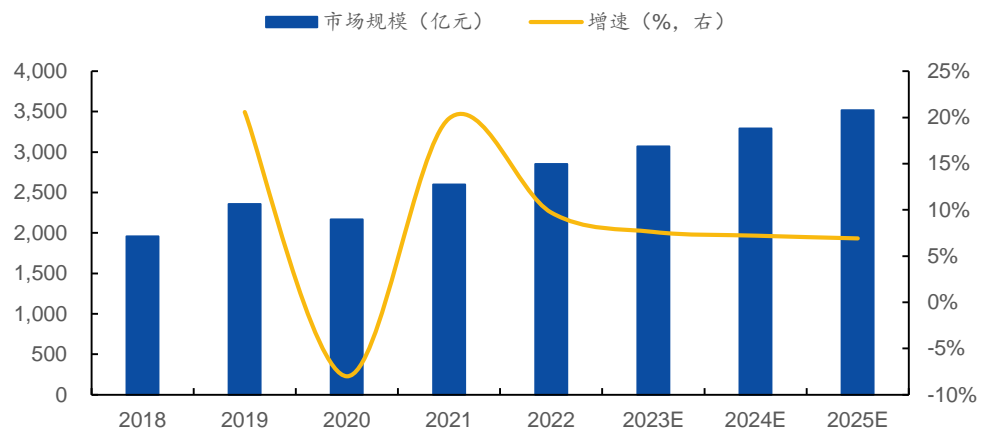
图 60：中国面粉平均批发价格（元/斤）



资料来源：商务部、国元证券研究所整理

到 2025 年，我国烘焙行业市场规模有望超 3,500 亿元。根据艾媒咨询数据，2022 年，我国烘焙食品行业市场规模达 2,853 亿元，同比增长 9.7%，我国烘焙食品行业需求旺盛，上下游产业快速发展，预计 2025 年市场规模将达到 3,518 亿元。

图 61：中国烘焙行业市场规模



资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

**短保面包细分行业增速快于烘焙行业，桃李面包引领短保面包行业发展。**桃李面包是中国短保面包行业领先企业，深耕短保面包行业多年。短保面包是近些年烘焙行业中快速崛起的细分市场，以往，受限于冷链设施和信息技术处于发展前期，短保面包行业的利润率很低，大的烘焙玩家并未涉足该市场。而从消费者的角度来看，随着消费水平提高及对健康的重视，消费者对口味更好、添加剂更少的食品有天然需求。近些年，随着物流基建水平大幅提升，短保行业出现“中央工厂+批发”的新玩法，通过标准化生产及规模效应，短保面包行业利润率显著提升，桃李面包成熟的中央工厂的利润率可能超 12%。目前，桃李面包作为短保面包行业领先企业，快速在全国跑马圈地，建设中央工厂，推动全国化扩张和渠道下沉，引领短保面包行业发展。

## 6. 投资建议

四条主线：1) 基本面稳健，细分市场格局占优的个股，推荐伊利股份、新乳业、东鹏饮料等；2) 成本压力改善，盈利能力修复的个股，推荐双汇发展、青岛啤酒、重庆啤酒、海天味业、天味食品、绝味食品、紫燕食品等；3) 景气度上行，红利期兑现的细分行业，如休闲零食，推荐三只松鼠等；4) 现金流稳定、高股息率低估值的性价比个股，推荐养元饮品、汤臣倍健、安井食品、中国飞鹤等。

表 9：重点公司盈利预测与估值

板块	代码	公司名称	投资评级	归母净利润（亿元）				PE (2024/7/2)	
				2024E	增速	2025E	增速	2024E	2025E
啤酒	600600	青岛啤酒	买入	50.58	18.51%	57.86	14.40%	19.14	16.73
	600132	重庆啤酒	买入	14.32	7.16%	15.30	6.85%	20.13	18.84
乳品	600887	伊利股份	买入	130.64	25.27%	128.79	-1.42%	12.56	12.74
	002946	新乳业	买入	5.61	30.24%	7.09	26.36%	13.53	10.71
	6186.HK	中国飞鹤	买入	37.58	10.87%	40.92	8.89%	7.86	7.22
软饮料	605499	东鹏饮料	买入	26.35	29.18%	32.76	24.34%	32.53	26.16
	603156	养元饮品	买入	16.71	13.85%	18.49	10.67%	16.01	14.47
调味品	603288	海天味业	买入	62.37	10.84%	68.08	9.15%	30.45	27.89
	603317	天味食品	增持	5.59	22.31%	6.68	19.57%	21.64	18.10
卤制品	603517	绝味食品	买入	7.90	129.54%	9.82	24.27%	12.04	9.69
	603057	紫燕食品	增持	3.93	18.39%	4.55	16.02%	16.25	14.01
肉制品及预	000895	双汇发展	增持	53.34	5.57%	56.41	5.76%	15.52	14.68
制菜	603345	安井食品	买入	16.88	14.22%	19.28	14.19%	12.79	11.20
零食	300783	三只松鼠	增持	3.54	61.19%	4.64	30.87%	24.30	18.57
保健品	300146	汤臣倍健	买入	18.07	3.48%	20.58	13.89%	12.96	11.38

资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

注：伊利股份 25 年预测利润低于 24 年，主要是由于 24 年转让子公司股权形成较大金额非经收益。

## 7. 风险提示

食品安全风险、终端消费需求不及预期风险、原材料价格波动风险。

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

### 分析师声明

作者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、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

### 合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券  
 邮编：230000

### 上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券  
 邮编：200135

### 北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券  
 邮编：100027