



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

食品饮料行业2024年中期投资策略

具备中长期配置价值，静待好转

西南证券研究发展中心
食品饮料研究团队
2024年7月

核心观点

- **白酒：中长期配置价值凸显**：目前看，高端和次高端受经济影响，呈现不同的压力，普飞批价从春节2700元左右下降至当前2200元左右，进入6月下旬后逐步企稳；地产酒，相对比较刚性，批价略有下降；次高端，商务影响较大，导致销量不及预期，静待消费好转；重点推荐高端和部分地产酒。从中长期看配置价值凸显：白酒自身的行业属性并未发生大的变化，名酒市占率提升逻辑依然成立；白酒升级只是短期受到影响，中长期升级的趋势并未发生变化；中长期看白酒主力饮酒人群相对稳健；深度调整后，白酒龙头24年估值14-20倍，已处于历史低位。
- **啤酒**：即使在消费升级趋势放缓的当下，产品结构持续升级仍为行业高端化提供充足动能，24Q1青啤/重啤/燕啤/珠啤吨价累计增速分别为+2.6%/+0.8%/+6.2%；但24Q1受同期高基数影响，行业整体销量承压明显，Q2受需求复苏较弱及雨涝天气频繁影响，预计量增存在压力；进入Q3后，一方面随着餐饮市场的持续复苏，现饮渠道预计同比将有明显改善；另一方面，7月以后低基数效应凸显，叠加欧洲杯与奥运会两大体育赛事及厄尔尼诺现象带来的夏季高温天气等利好下，24年旺季啤酒销量表现值得期待。推荐重庆啤酒（600132）、青岛啤酒（600600）、华润啤酒（0291.HK）。
- **乳制品**：乳制品需求偏弱，伊利主动调整渠道、控制出货节奏；原奶价格下降，利好乳企释放利润弹性。重点推荐伊利股份（600887）、新乳业（002946）。
- **调味品**：随着B端餐饮行业复苏以及C端调味品健康化趋势持续，行业格局将持续改善。高线市场高端升级+低线市场渠道下沉+社会餐饮复苏，抗周期能力较强，产品结构升级和集中度提升（比如酱油，18-23年行业CR5从33%提升至39%）两大增长逻辑不变；优选基本面扎实、业绩确定性强的细分子行业龙头企业，推荐海天味业（603288）、中炬高新（600872）、千禾味业（603027）、恒顺醋业（600305）。
- **速冻食品**：龙头优势明显，长期增长可期。速冻火锅料行业长期维持双位数增长，而龙头企业规模优势明显；米面制品竞争较为激烈，同时B端与C端渠道相互渗透，加速中小品牌出清，利于行业集中度提升，推荐安井食品（603345）、三全食品（002216）、千味央厨（001215）、广州酒家（603043）、同庆楼（605108）。
- **食品综合**：推荐各子板块龙头，重点推荐安琪酵母（600298）、绝味食品（603517）、洽洽食品（002557）、盐津铺子（002847）、桃李面包（603866）、晨光生物（300138）等子板块龙头和优质个股。
- **风险提示**：高端酒价格或大幅下滑；原材料价格波动风险；经济增速大幅放缓风险。

目 录

白酒：中长期配置价值凸显

啤酒：低基数效应凸显，旺季销量高弹性可期

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：基本面触底修复，估值已具备性价比

速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

食品综合：优选优质子板块龙头

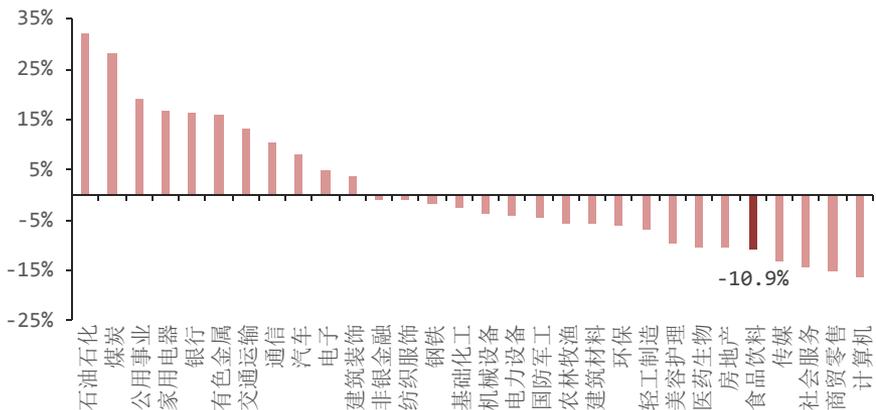
2024H2重点推荐标的

白酒：中长期配置价值凸显

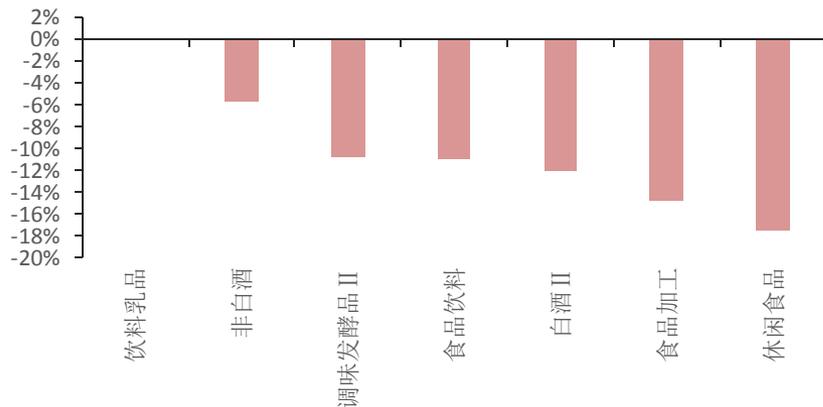
- **2024年春节消费较为理想**：高端和地产酒动销两旺，去化较为理想，次高端有压力。一线名酒：总体动销好于预期，高端动销两旺，量价齐升，库存下降较为理想；地产酒：受益于返乡人群增加，销量均有不同程度增长，但并未发现产品结构升级；次高端：春节备货、回款下降不等，动销量下滑。
- **二季度开始，消费表现并不乐观，静待基本面回暖**：二季度开始，消费有所承压，动销和库存反馈负面。二季度茅台批价快速下移，导致行业有所恐慌，进入6月下旬，逐步企稳。**但从中长期看，白酒具备较好的配置价值**：
 - ◆ 白酒自身的行业属性并未发生大的变化，行业内部逻辑依然成立。2023年规模以上白酒企业收入7563亿元，利润总额2328亿元，产量629万吨，上市公司市占率分别为53.5%、91.6%、23.7%，产量市占率依然偏低，即使加上全国和区域名酒，产量市占率估计在35%左右，依然有大量的中小酒厂存在；比如山东、河南区域，当地地产酒量依然很大。目前，白酒竞争格局基本形成强者恒强的格局，名酒通过品牌文化、价格带宽度覆盖下移、渠道深耕和下沉以及消费者认知度提升，名酒市占率提升依然是长期趋势。
 - ◆ 白酒升级只是短期受到影响，中长期升级的趋势并未发生变化。2022年下半年以来，消费有所承压，即使在这样的情况下，2022年、2023白酒整体吨价依然是提升的，只是短期升级的节奏受到一定影响，未来随着消费复苏、名酒市占率提升，白酒升级趋势并未发生变化。
 - ◆ 中长期看白酒主力饮酒人群相对稳健。我们统计了人口结构，白酒主力饮酒人群（20-60岁）数量在未来10年不会发生明显的下降，依然是较为稳健的状态。
 - ◆ 深度调整后，白酒估值已处于历史低位。目前看，一线名酒24年估值仅14-21倍，预计收入、利润依然有双位数增长；地产酒估值普遍已降至20倍以下；整体行业估值处于历史低位，中长期值得重配。

2024H1行业回顾：食品饮料跌幅靠前，各子板块表现均不乐观

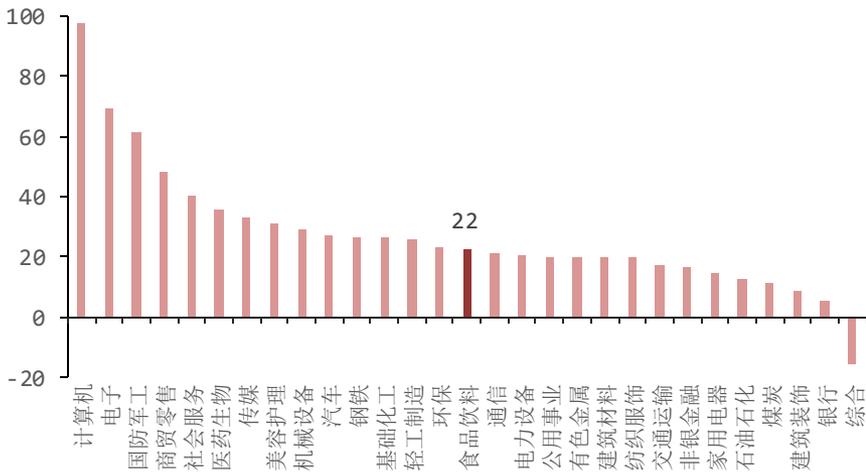
2024H1年食品饮料涨跌幅靠后



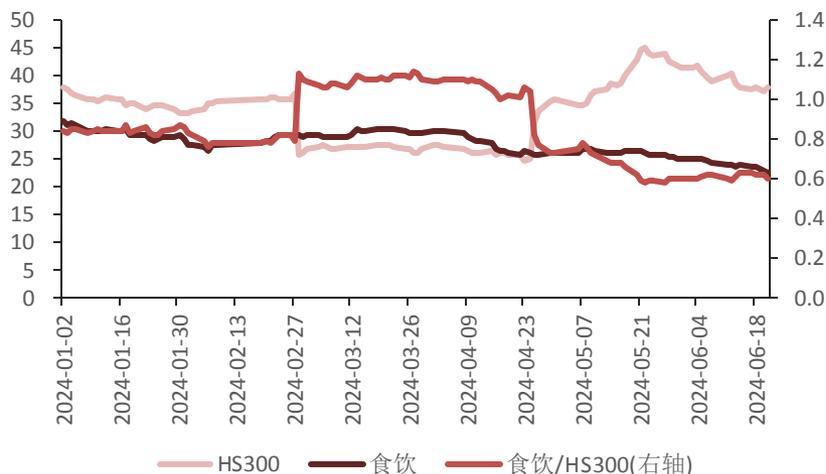
2024H1年食品饮料各子板块涨跌幅



整体估值22倍，较年初估值回落明显



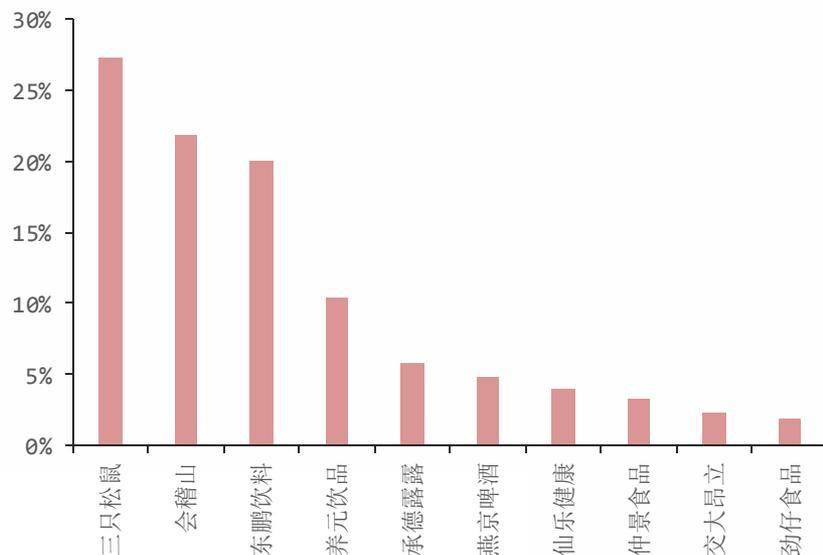
食品饮料/A股估值较年初回落



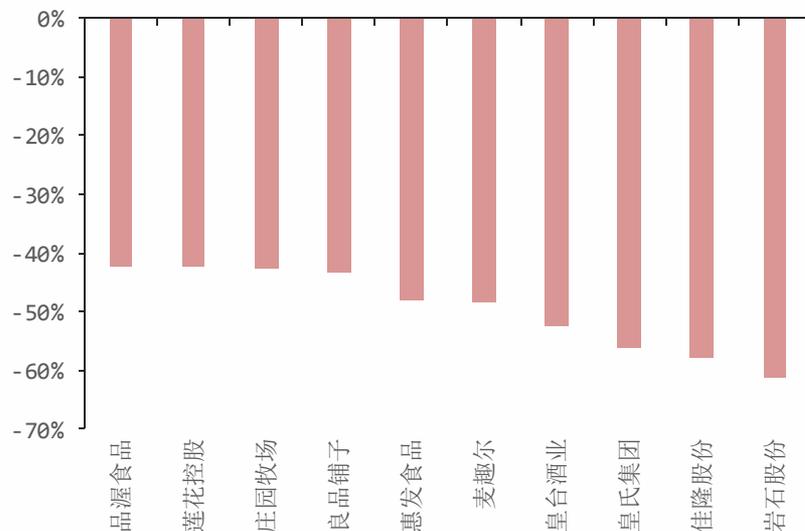
2024H1行业回顾：消费结构性复苏，业绩端更为重要

- 从涨幅榜上看，受益零食产业渠道结构、产品结构快速优化，零食产业链加速整合，叠加小市值企业弹性较大等原因，相关标的股价表现突出；受益黄酒细分市场主动推进产品结构升级，不断推出年轻化产品，会稽山表现相对突出。
- 宏观经济承压和消费复苏乏力背景下，部分公司业绩端承压较大，以及前期在高预期下反弹幅度较大的标的，近半年回调幅度相对较大。

食品饮料板块涨幅前十名



食品饮料板块跌幅前十名

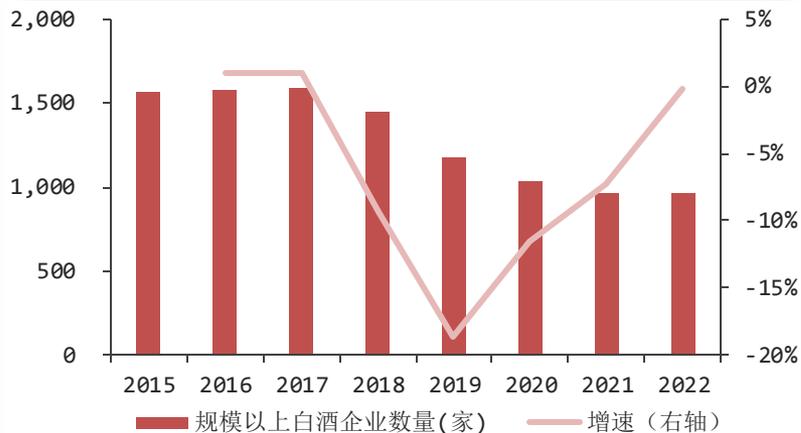


白酒：行业进入挤压式增长阶段，业内企业竞争是主要格局

白酒产量延续下降



规模以上白酒企业数量



上市公司收入市占率提升至53.5%



上市公司利润市占率提升至91.6%



白酒：淡季需求有所承压，普飞批价边际走弱

□ 高端：淡季需求有所承压，普飞批价加速下行，普五和国窖批价整体平稳

◆ 茅台：24年春节旺季期间，茅台酒和系列酒动销表现良好；步入Q2淡季以来，在餐饮环比走弱，商务消费低迷的背景下，供需矛盾有所放大，叠加618促销和部分黄牛低价甩货，短期恐慌有所加剧，普飞批价出现下跌，批价从春节2700元左右下降至当前2200元左右；

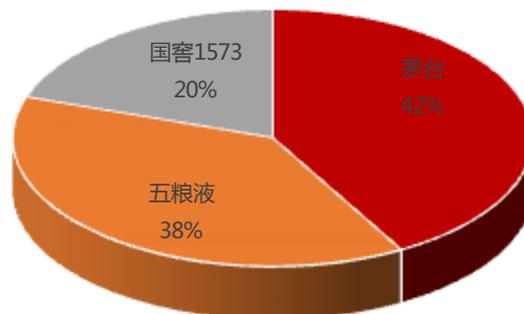
◆ 五粮液：公司是千元价位绝对龙头，上半年核心大单品普五动销稳定、流速较快，动销在千元价位表现最优，批价稳定在940-945元之间；2024年公司在保持普五量价平衡基础上，1618和低度通过反向红包拉动消费，实现较快增长；

◆ 国窖：国窖和特曲双轮驱动趋势明确，其中国窖量价平衡稳健增长，腰部特曲60版性价比突出增速领跑，公司通过“百城会战、挖井计划”等战役，深挖基地市场，积极开拓薄弱市场，市场覆盖面不断拓宽。

高端酒销量持续稳定增长



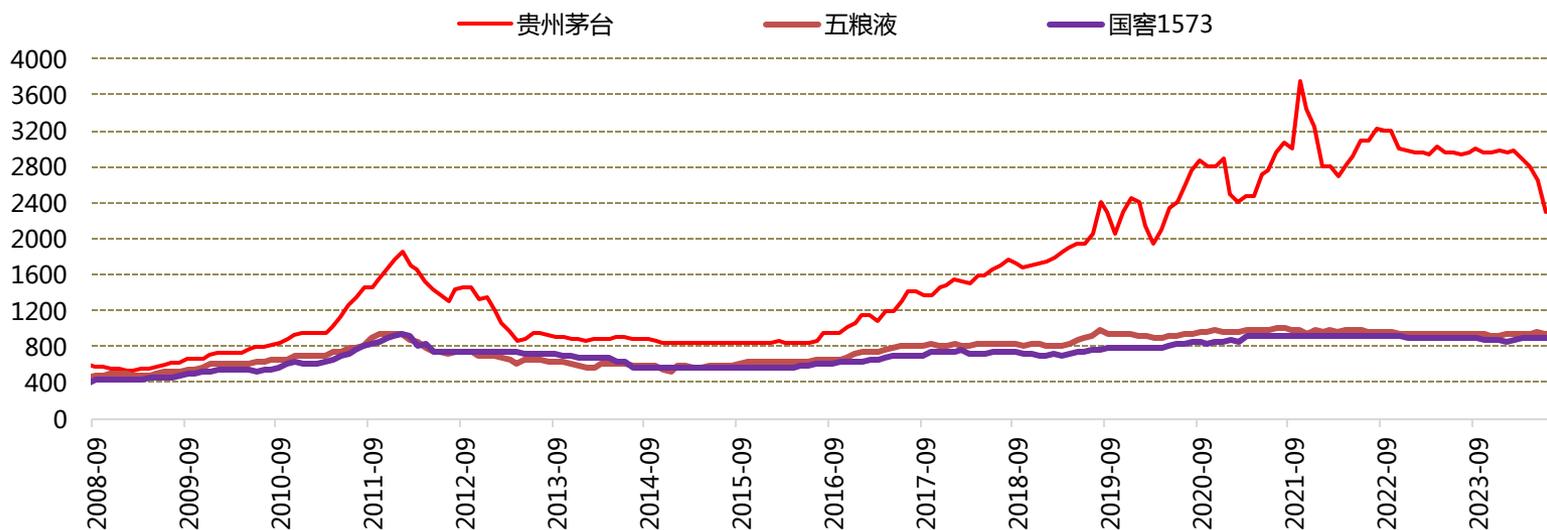
2023年高端酒销量市场份额



白酒：高端酒批价——行业景气度风向标

- 高端酒批价对于白酒行业尤其重要，直接反映行业景气度和供需状况。24年二季度在商务消费低迷，餐饮环比走弱的背景下，高端酒景气度边际走弱，渠道备货意愿变差，供需矛盾有所放大；加之茅台酒具有较强的金融属性，消费环境低迷的情况下，电商渠道和部分黄牛出现低价甩货，叠加自媒体的传播放大，导致市场恐慌情绪加剧，造成短期价格恐慌式、非理性下跌；散瓶飞天批价从年初2700元左右下降至2200元左右，生肖、散花飞天的批价也有所下滑。五粮液对大单品普五主动控量，春节旺季放量为主，Q2淡季以来主动控货，普五批价有所回升，当前稳定在940-945元左右；国窖采取批价跟随策略，当前高度国窖批价880-890元左右，批价整体保持稳定。

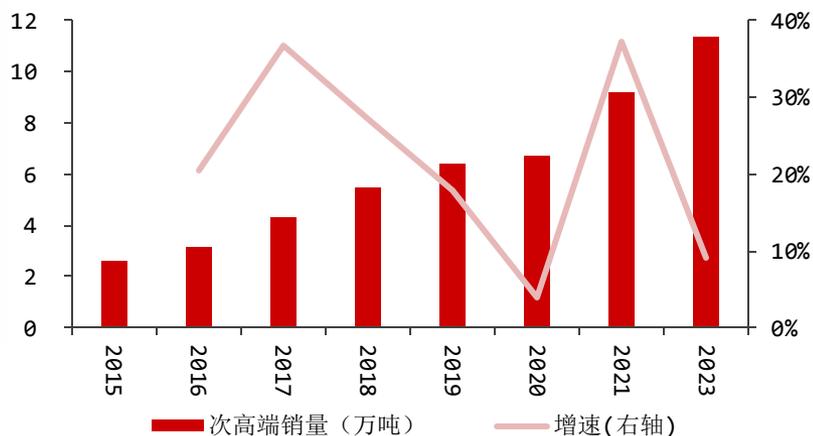
高端酒一批价变化趋势（元）



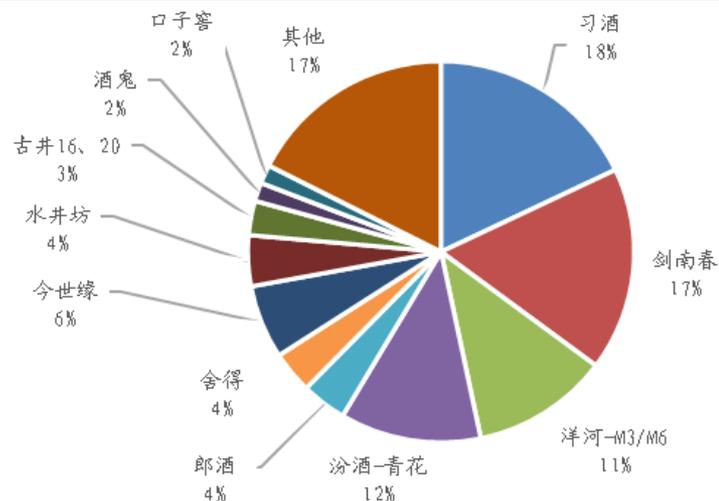
白酒：名优白酒占位品牌优势，次高端阶段性承压

- **次高端**：需求端有所承压，品牌分化有所加剧。上半年商务消费表现疲软，餐饮和宴席亦环比走弱，行业挤压式竞争有所加剧，次高端动销端有所承压，品牌分化进一步加剧。
- **汾酒**：青花和玻汾双轮驱动，动销表现依旧稳健。得益于汾酒势能释放和产品矩阵完备，上半年青花、玻汾、巴拿马等核心单品实现稳健增长，青花表现尤为亮眼，批价稳定在360元左右，渠道库存延续2个月左右的良性水平，动销和批价表现优于次高端竞品，彰显出强大的增长韧性。
- ◆ **舍得、酒鬼酒、水井坊**：24年宏观经济复苏相对缓慢，商务消费比较疲软，烟酒店终端拿货意愿低迷，舍得、酒鬼酒、水井坊三家次高端酒企动销端均有所承压。
- ◆ **区域地产酒次高端**：24年商务消费表现疲软，宴席同比回落明显，500-800元价格带需求相对承压，主流单品增速均显著放缓；大众宴席市场比较坚挺，100-300元价格带景气度较高，洞9、对开、古8/16等实现较快增长。

次高端销量快速增长



2023年次高端市场份额



白酒：渠道——名酒引流效应显著，渠道优化加速集中度提升

□ 渠道角度：名酒引流效应显著，渠道优化加速集中度提升。

- ◆ 名酒引流效应越发显著，经销商是否具有名酒代理权成为核心竞争力，拥有茅台、五粮液代理权占据制高点；同时，在行业并不乐观的大环境下，渠道对于品牌择优选择，加速行业集中度提升。
- ◆ 名酒厂家投入力度大，渠道费用支持；同时，渠道更加侧重于与厂家配合，积极开拓市场，注重终端动销；在信息化为主的管理系统下，厂家议价权增强，对于渠道的管控更加趋严。

层级	特征	渠道模式
高端	品牌为主，渠道为辅	直营+经销商，团购占比较大，经销商也以专卖店为主，厂家和经销商可同时供货大型KA，厂家有直接合作电商。厂家侧重于文化和品鉴，茅台直营占比持续提升。
次高端	品牌和渠道双轮驱动	经销商为主，烟酒店流通渠道走货为主。次高端既要有好的品牌，又需要强渠道运营能力，品牌数量众多，竞争比高端更加激烈，渠道的通路和消费者重复购买率至关重要。
中低端	渠道驱动为主，份额向强势品牌集中的趋势明显	经销商为主，主要以烟酒店和KA零售为主。消费者品牌忠诚度不高，品牌之间转换成本低；但近年来，中低端酒市场份额向该价位段强势品牌集中的趋势明显。

白酒：库存——虽有压力但相对良性、弱周期成为主旋律

- 2016年白酒复苏以来，库存虽有所增加（尤其是近两年），经销商压力变大，但基本处于相对良性状态（部分品牌压力较大），随着厂家调控和信息化系统渗透，名优白酒库存周期有望平滑。短期来看，对于名优白酒，渠道库存需要关注，但并不是核心重点，未来以厂家主导的平滑行业周期值得期待。
- ◆ 名酒厂家关注可持续增长，不会主动压很多库存，一旦发现库存高企，主动控量保价。2018年6、7月份五粮液和国窖控量；2020年疫情之下，3月份开始各大酒厂控货；2022年四季度、2024年二季度厂家控货。
- ◆ 名优厂家均采用更加精细化，对于库存的把控能力较强。
 - 基本采用扁平化运作+深度分销模式，厂家销售人员大幅增加，对于市场管控更加到位。
 - 信息化系统的导入和使用，增强厂家对于渠道和终端的管理能力。
- ◆ 名优白酒价格，除茅台外，渠道利润并不丰厚，并未触发渠道大规模囤货行为。类比于2012年之前白酒的黄金十年期，此轮白酒复苏周期较短，除茅台外，鲜有渠道暴利的情况，经销商基本没有主动大规模囤货行为。

目 录

白酒：中长期配置价值凸显

啤酒：低基数效应凸显，旺季销量高弹性可期

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：基本面触底修复，估值已具备性价比

速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

食品综合：优选优质子板块龙头

2024H2重点推荐标的

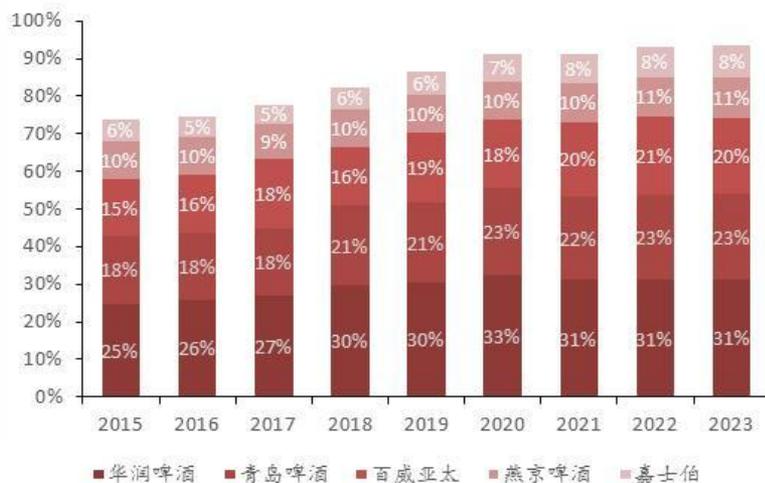
啤酒：低基数效应凸显，旺季销量高弹性可期

- **回顾24年上半年啤酒市场**：从啤酒各龙头股价表现看，上半年虽受益于大盘自去年超跌后反弹有所回升，但受较为羸弱的销量数据拖累明显，目前各龙头股价已处于历史估值水平的低位。24Q1销量有所承压的核心原因为去年高基数效应明显；回顾23年上半年，受年初放开后报复性消费带来的乐观情绪影响，经销商拿货意愿高涨，且啤酒厂家亦同时加大渠道铺货力度，造成23年全年行业呈现明显的前高后低态势。24Q2虽高基数有所减弱，但在5月以来全国各地雨水频发与餐饮渠道复苏较慢的影响下，预计上半年整体啤酒销量实现正向增长仍存在一定压力。
- **展望24年下半年啤酒表现**：从历史销量表现上看，自24Q3起低基数效应将有明显体现，且下半年存在欧洲杯+奥运会两大传统大型体育赛事；此外厄尔尼诺现象下预计24年夏季将存在连续高温天气，多重利好因素共振下，24Q3啤酒销量高弹性可期；叠加目前啤酒行业估值处于历史较低水平，旺季行业表现值得期待。
- **结构升级步履不息**：24年以来啤酒消费需求虽呈现弱复苏态势，但行业高端化依旧步履不息，24Q1青啤/重啤/燕啤/珠啤吨价累计增速分别为+2.6%/+0.8%/+6.2%。分价格带看，10元及以上的高端啤酒增速相对有所放缓，相对来看，8-10元次高价格带表现出色。展望下半年，高档及以上啤酒受益于整体经济环境复苏及消费力提升，有望重回高增态势；次高档在多年以来培育的良好消费者认知基础上，持续承接中低端啤酒向上升级的体量，预计全年仍将维持双位数以上增速。
- **成本端压力舒缓**：受益于澳麦双反政策的取消，以及法麦丰收带来的供给增加，预计24年酒企大麦成本将有约10%左右下降空间。其他关键原材料如铝材等，虽在上半年价格相较年初有所回升，但由于啤酒企业已基本完成对全年原材料的成本锁定，预计全年啤酒行业成本端下降趋势将持续。

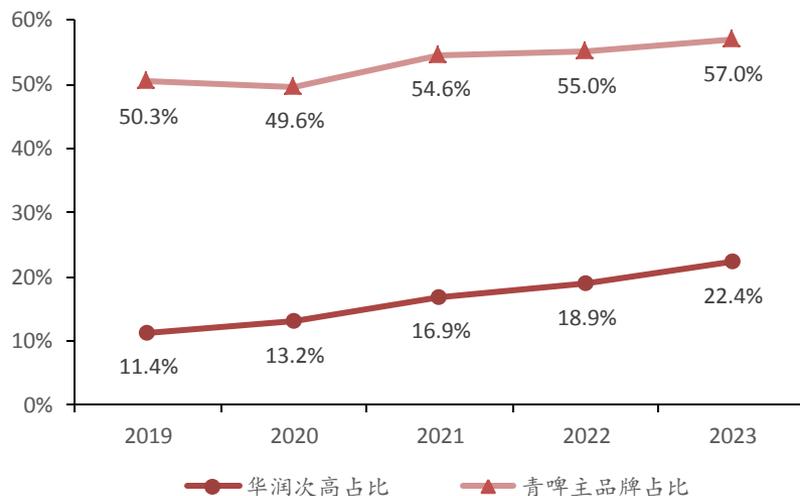
啤酒：寡头垄断格局确立，高端化成行业共识

- 行业进入寡头垄断阶段，CR5突破90%。** 历经多年跑马圈地与扩张并购，目前绝大部分省份竞争格局已确立，牢固的基地市场保证了龙头公司业绩下限。此外2010-2015年间啤酒行业价格战激烈，一方面拉低行业整体利润率，另一方面加速中小产能出清；行业CR5由70%迅速提升至90%以上，寡头垄断格局十分稳固。纵观食品饮料众多子版块，啤酒享有极佳的竞争格局，行业竞争趋于理性。
- 高端化成为行业共识，啤酒步入发展快车道。** 在行业利润率持续低下、低端啤酒消费下滑、进口啤酒连年高增等因素共振下，行业由规模为先向利润导向转变，产品结构升级成为行业主线逻辑。各大龙头近年来产品结构升级态势明显，例如华润次高及以上占比由19年11%快速提升至23年22%。

啤酒行业CR5突破90%



各品牌高档啤酒占比持续提升



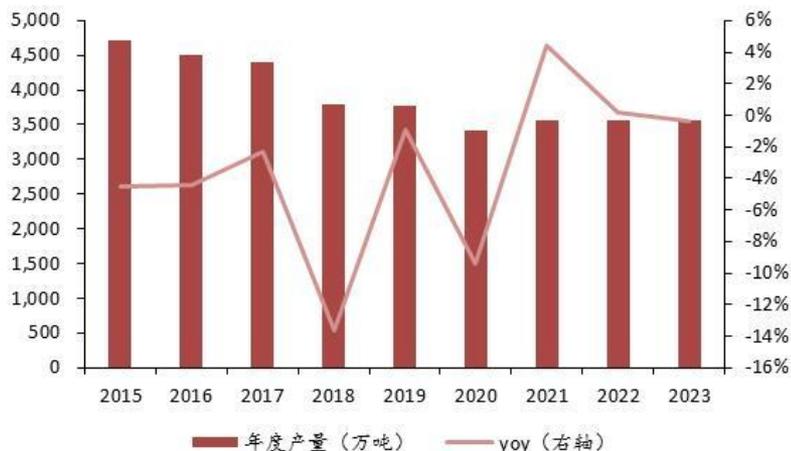
数据来源：公司公告，西南证券整理

数据来源：公司公告，西南证券整理

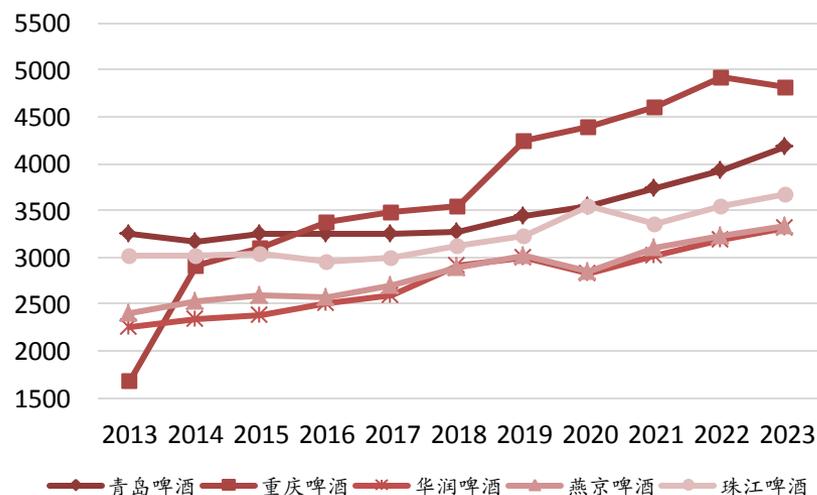
啤酒：行业进入成熟期，量稳价增为常态

- ◆ **量**：受老龄化趋势加重、消费者健康意识觉醒、其他低度酒精饮料兴起等多种因素影响，中国啤酒产量自2013年达到历史顶峰4983万吨后开始逐年下滑，行业步入成熟期。对标海外，美国啤酒行业自1980年进入成熟期后，行业增速长期维持在低个位数水平；国内啤酒量长期保持平稳成为常态。
- ◆ **价**：从需求端看以Z世代为主的年轻人作为啤酒的主力消费群体，其对于差异化和高端化啤酒的需求日渐旺盛；而供给端各啤酒企业纷纷通过主动提价+产品结构升级推动吨价上行，2018-2023年行业平均吨价年复合增速约4.4%；且目前行业内低档啤酒仍占比过半，未来价增空间广阔。

国内啤酒产量基本企稳



啤酒企业吨价逐年提升 (元/吨)



数据来源：国家统计局，西南证券整理

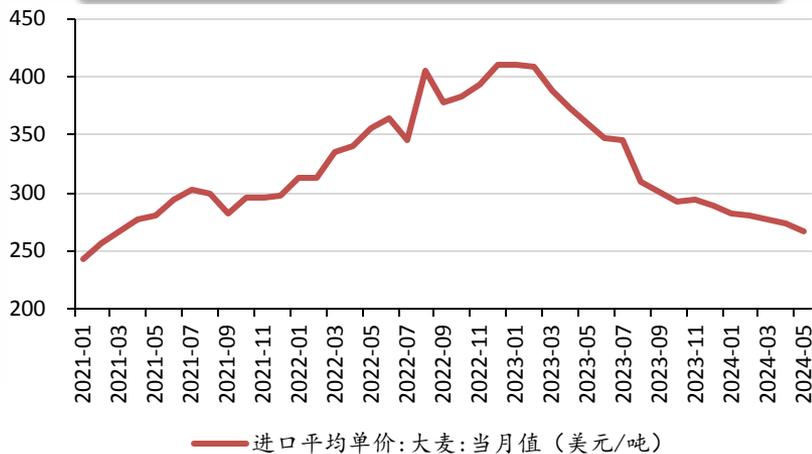
www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，西南证券整理

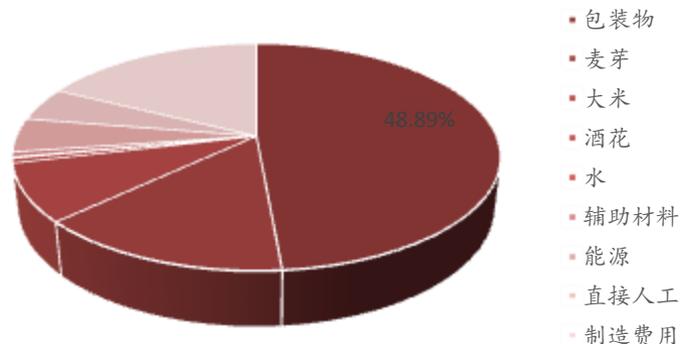
啤酒：2024年大麦成本下降趋势确定

- 啤酒受原材料价格波动影响较大。从啤酒的原材料构成来看，占比最大的两个部分分别是占比接近50%的包装材料和占比约25%的酿酒原料，具体来看：包装物中铝材、玻瓶以及纸箱分别占比约40%+、30%和20%；而酿酒材料中大麦占比超过50%。
- 展望2024年啤酒成本端：受俄乌战争冲突影响，大麦价格自21年起持续走高，直至23Q1后才逐步下落，但啤酒企业在大麦采购上大多在年末锁价9个月至一年，故23年实际大麦成本仍在高位。23年下半年澳麦双反政策取消叠加法麦丰收增加供给，而进入24年以来，大麦成本持续走低；而各大酒企均在24年初完成对包括大麦、包材等各类关键原材的为期一年的锁价，预计24年全年大麦成本同比将有10%降幅。

大麦价格变动走势



啤酒原材料成本构成



数据来源：国家统计局，西南证券整理

www.swsc.com.cn

数据来源：青岛啤酒公告，西南证券整理

啤酒：高端化关键抓手，大单品之争愈演愈烈

- **高端化时代品牌数量激增，各酒企倾力打造高端大单品。**随着行业高端化进程的推进，各大酒企均通过增加品牌数量来更好的匹配消费者越发差异化的需求，因此具备体量优势、盈利支撑和高消费者认知的高端大单品，在目前啤酒品牌林立的当下显得弥足珍贵，具体来看：
 - ◆ **华润啤酒**：根据公司“3+3+3”战略规划，至2025年整体大高档销量突破300万吨，其中纯生和喜力两大单品分别实现百万吨体量
 - ◆ **重庆啤酒**：根据“扬帆27”，至2027年乌苏销量180万吨，乐堡+重庆+其他腰部品牌共250万吨
 - ◆ **燕京啤酒**：根据公司规划，至2025年U8销量将突破90万吨

2023年主流啤酒企业产品销量结构&大单品体量

	华润啤酒	青岛啤酒	燕京啤酒	重庆啤酒	珠江啤酒
次高端及以上	22% (8元以上)	15% (8元以上)	23% (8元以上)	48% (8元以上)	65% (6元以上)
中端	29% (6-8元)	35% (6-8元)	17% (6-8元)	49% (6-8元)	28% (4-6元)
主流	49% (6元以下)	50% (6元以下)	60% (6元以下)	3% (6元以下)	6%
重点大单品体量	纯生-40万吨 SuperX-40万吨 喜力-60万吨	纯生-40万吨 1903系列-40万吨 经典系列-250万吨	燕京U8-53万吨 清爽系列-40万吨	乌苏-70万吨 重庆-60万吨 乐堡-60万吨	97纯生-25万吨 普通纯生-45万吨

目录

白酒：中长期配置价值凸显

啤酒：低基数效应凸显，旺季销量高弹性可期

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：基本面触底修复，估值已具备性价比

速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

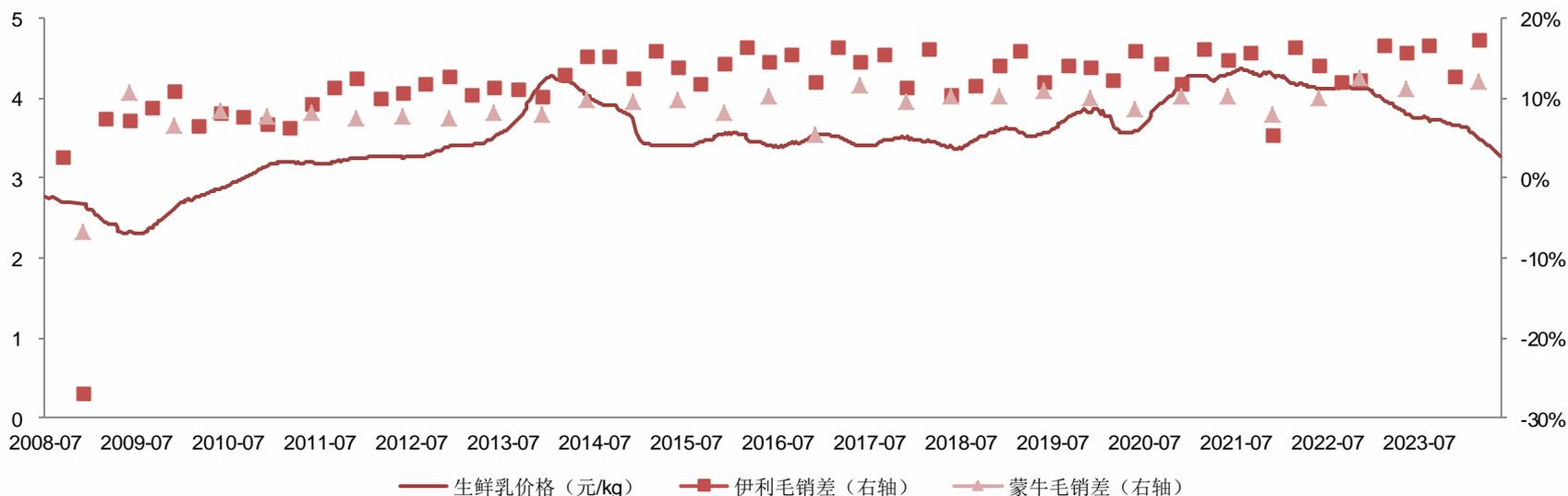
食品综合：优选优质子板块龙头

2024H2重点推荐标的

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

- ◆ 2023年奶价平稳向下，头部乳企盈利能力提升。2023年以来，奶价温和下降，同时头部乳企进入追求盈利能力的高质量增长阶段，价格战等竞争明显减少，费用投放力度减弱，形成成本、费用共振，毛销差水平明显改善。此外，需求逐步回暖、产品结构改善同样将释放利润弹性。

生鲜乳价格及伊利、蒙牛毛销差



乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

□ 乳制品需求偏刚性，仍有较大增长空间

- ◆ **人口基数保障乳制品需求空间。**我国人口基数庞大，伴随三胎政策出台、人口老龄化等因素，人口数量较为稳定，对乳制品的需求空间广阔。此外，2023年人均可支配收入达到3.9万元，近五年人均可支配收入复合增速为6.8%，居民收入水平稳步提高，消费升级趋势明显，为乳制品消费增长提供动力。
- ◆ **乳制品需求韧性强，长期仍将持续增长。**2022年，我国居民人均奶类消费量12.4kg，同时城乡差距较大，农村居民人均消费量仅为城镇居民的大约一半，增长空间巨大。此外，《中国居民膳食指南2022》将每人每天乳制品摄入量提高至300-500g，长期看仍有增长空间。2023年以来乳制品行业需求复苏偏弱，白奶消费韧性相对较强。

全国居民人均可支配收入



全国居民人均奶类消费量

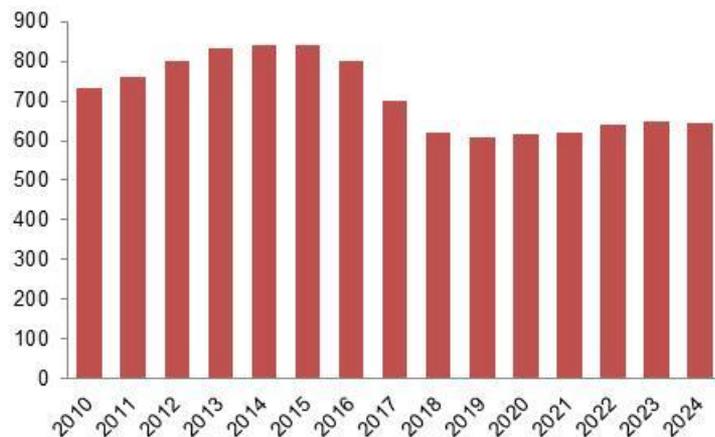


乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

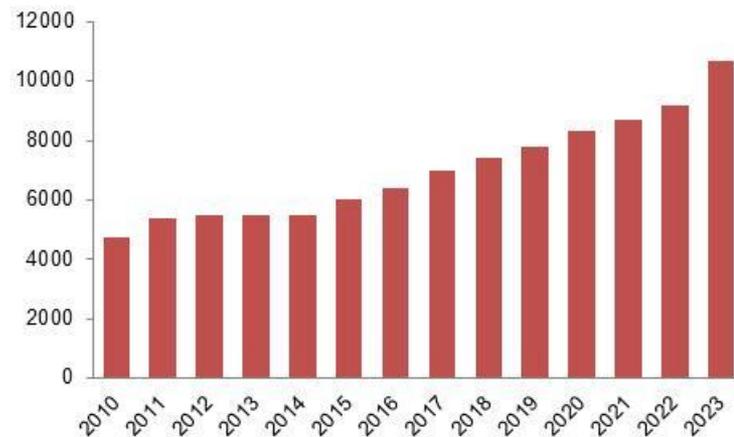
□ 原奶供给稳健增长

- ◆ **奶牛存栏量持续下降后稳中有升。**国内奶牛存栏量自2015年起下降，由于国内环保政策收紧，散户和中小牧场逐渐退出，规模化牧场占比提升。2019年下降至最低点610万头，2023年奶牛存栏量约为650万头，基本保持稳中有升。
- ◆ **奶牛单产提升。**随着中小牧场退出和奶牛养殖规模化程度的快速提升，奶牛单产保持上升趋势，已从2010年的不到5吨/年提升至2023年的10.7吨/年。2023年全国牛奶产量达4197万吨，同比增长6.7%，供给量充足。

全国奶牛存栏量（万头）



全国奶牛年单产（kg）

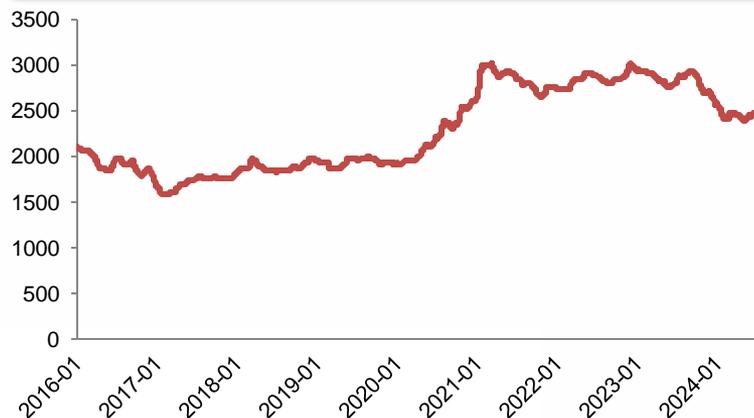


乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

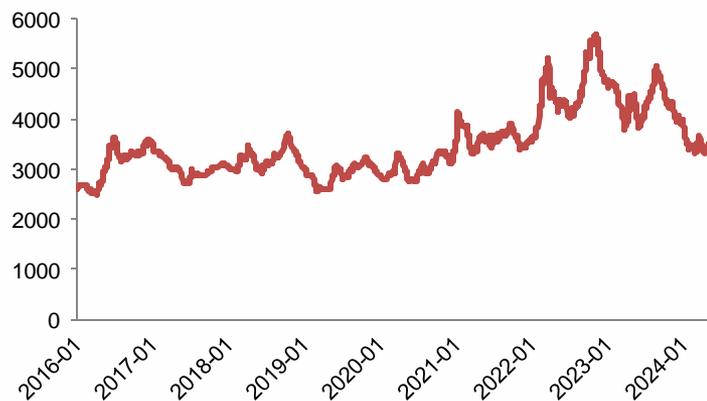
□ 饲料价格高涨后逐步回落

- ◆ **玉米、豆粕价格有所回落。** 奶牛饲料分为精饲料、粗饲料、补充饲料，其中玉米和豆粕等精饲料占奶牛每日饲料消耗量的40%-50%。2020年下半年以来，玉米、豆粕等奶牛主要饲料价格保持高位后有所回落。截至2024年6月末，玉米、豆粕现货价分别为2.5元/kg、3.3元/kg，饲料价格对原奶价格形成一定支撑。
- ◆ **高品质苜蓿进口为主。** 苜蓿对提高奶牛产奶量和乳蛋白水平有重要作用。随着奶牛养殖规模扩大、大型牧场占比提高，高品质苜蓿需求快速增长。我国优质苜蓿生产得到有效发展，苜蓿种植面积增加，但目前仍无法满足需求，需要大量进口。2022年苜蓿价格高涨，2023年起缓慢回落。2024年1-5月我国进口苜蓿干草54.2万吨，同比增长11.1%；平均到岸价380美元/吨，同比下降34.3%。

玉米现货均价（元/吨）



豆粕现货均价（元/吨）



乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

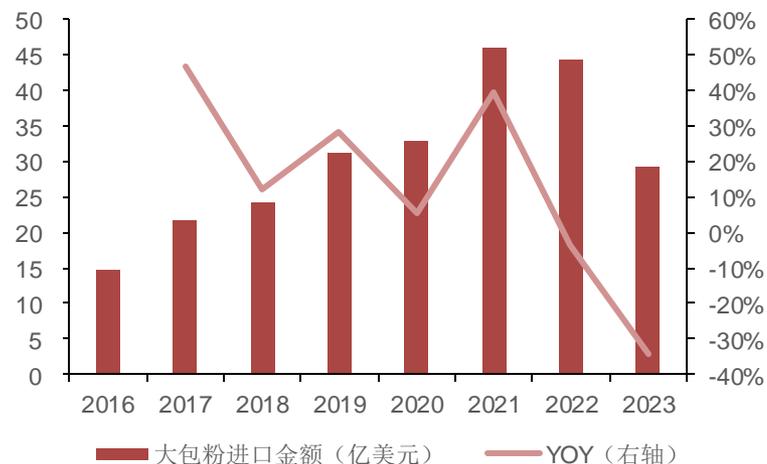
□ 全球原奶产量平稳，大包粉进口价格回落

◆ **我国减少进口，国际奶价低位。**除国产原奶外，进口大包粉也是国内乳制品重要的来源。2023年进口量77.7万吨，同比下降24.9%，价格为3762美元/吨，同比下降12.1%。2023年对新西兰、欧盟、澳大利亚、美国大包粉进口量分别下降27.3%、7.1%、4.6%、41.6%。根据CLAL预测，2024年全球牛奶产量增长0.4%，总体供给基本稳定。GDT拍卖价格大幅下降，2024年6月全脂奶粉拍卖价格仅3417美元/吨，在我国进口需求没有较大提升的情况下，预计国际奶价仍将保持低位。

大包粉进口数量情况



大包粉进口金额情况



乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

- **乳制品短期逻辑已兑现，长期盈利稳步向上。** 1、短期看，乳制品公司利润弹性已释放：1）上游牧业产能释放叠加乳制品消费需求平稳，原奶价格下行，全年奶价仍将保持低位。2）乳制品企业费用投放效率普遍提高，进一步提高盈利水平。2、中长期看，乳制品板块整体盈利有望持续向上：1）牧业规模化程度加大，供给端非理性行为引起原奶价格波动的因素逐渐消退，原奶价格有望企稳。2）乳制品消费升级仍有空间，随着消费逐渐复苏，高端白奶、高端鲜奶等产品更受消费者欢迎，产品结构将持续改善。3）乳制品企业普遍对费用管控力度加大，多数企业提出利润率提升的目标，长期盈利能力将稳步提高。重点推荐伊利股份（600887）、新乳业（002946）。

目录

白酒：中长期配置价值凸显

啤酒：低基数效应凸显，旺季销量高弹性可期

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：基本面触底修复，估值已具备性价比

速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

食品综合：优选优质子板块龙头

2024H2重点推荐标的

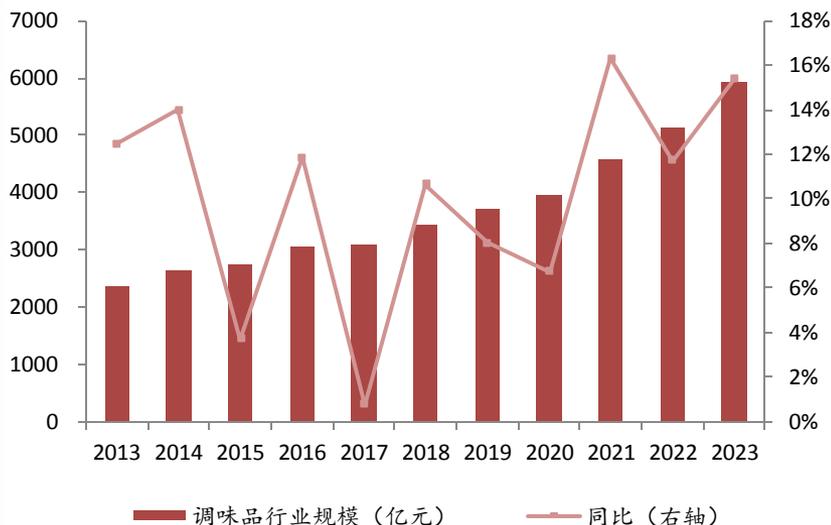
调味品：基本面持续改善，估值已具备性价比

- **回顾2024年上半年调味品行业**：开年以来整体餐饮端复苏态势缓慢，此外C端需求受消费力下滑影响表现较弱。但24Q1受益于春节错期和备货节奏差异，部分龙头增速有所改善。具体来看：
 - ◆ **B端渠道**：24年上半年大B与小B餐饮端均有所承压，受23年大型连锁餐饮渠道快速展店策略带来的高基数影响，大B渠道增速明显有所放缓；而社会餐饮复苏受上半年新开店率下滑影响，小B端增速亦有所承压。
 - ◆ **C端渠道**：上半年由于C端消费者购买力下降，叠加渠道碎片化程度持续提升等影响，C端需求表现平淡。预计下半年C端消费需求的持续复苏将提振流通端收入。此外零添加事件已潜移默化的影响了消费者认知习惯，并在客观上推动了整体行业产品结构的升级。
 - ◆ **成本端**：大豆价格24年上半年呈现逐步下行的趋势，其他如包材类等原材料的价格也基本维持低位；龙头企业凭借其规模优势将充分受益于原料价格的下降。
 - ◆ **展望未来**：1) 从板块估值来看，受基本面触底影响，目前调味品板块龙头企业的估值水平处于历史低位，已具备配置价值。2) 24年下半年B端有望受益于社会餐饮的逐步改善；C端需求在今年低基数以及零添加、低盐等健康化大趋势带动下有望逐步回升。3) 大豆、包材等原材料仍处于低位，对提振24年利润端亦有帮助。

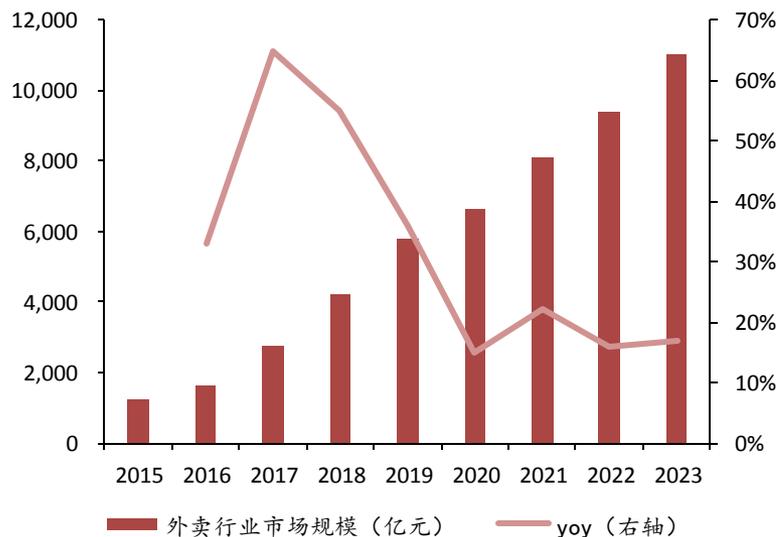
调味品：行业空间广阔，未来持续稳定增长

- 纵观食品饮料诸多子板块，调味品赛道景气度始终不减。得益于其发酵后的独特风味形成的口味壁垒，以及其必选消费品属性带来的强消费者粘性，过去5年行业维持稳定增长，复合增速约为8.4%，2023年调味品市场规模已突破5900亿元。
- 随着经济发展和城镇化率提升，一方面带来消费能力的提升，家庭调味品往量价齐升方向发展；另一方面人口大量聚集带来生活习惯改变，外出就餐及外卖频次显著增加，拉动餐饮市场规模迅速提升，近五年整体餐饮市场CAGR约为5.5%，其中外卖渠道CAGR约为20.9%。

调味品行业持续稳定增长



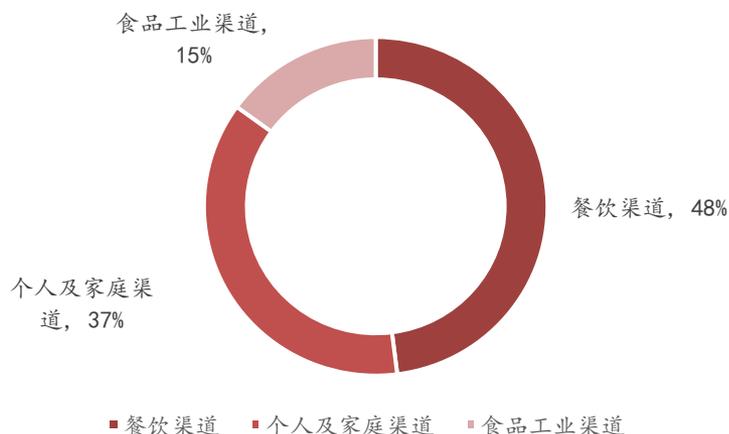
外卖渠道规模持续增长



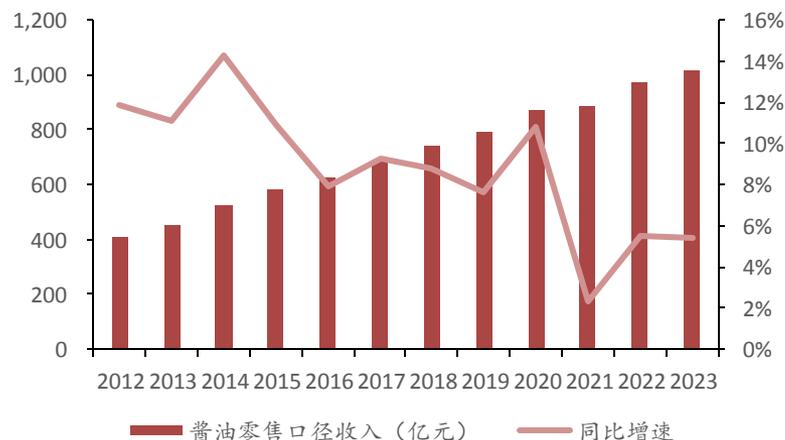
调味品：B端餐饮持续复苏，行业集中度持续提升

- **下游餐饮持续复苏，改善行业整体供需结构。**从调味品行业下游渠道占比来看，餐饮渠道占比仍维持在半数以上，C端渠道占比约37%。线下B端需求遭受持续冲击，进而带动行业整体表现低迷；随着放开后下游餐饮端需求的持续复苏，调味品企业增速有望实现边际改善。
- **基础调味品增速稳健，集中度持续提升：**基础调味品中以酱油行业为例，2023年市场规模已突破千亿元；受益于C端居家需求增加及B端餐饮连锁化率提升，近5年行业复合增速约为6.5%。目前中国调味品行业集中度仍处于较低水平，随着行业走向成熟竞争逐步加剧，未来调味品将进入挤压式增长阶段。近年来加速了中小产能的快速出清，18-23年间酱油行业CR5从33%提升至39%；竞争格局改善为后续行业增长打下坚实基础。

调味品下游渠道占比



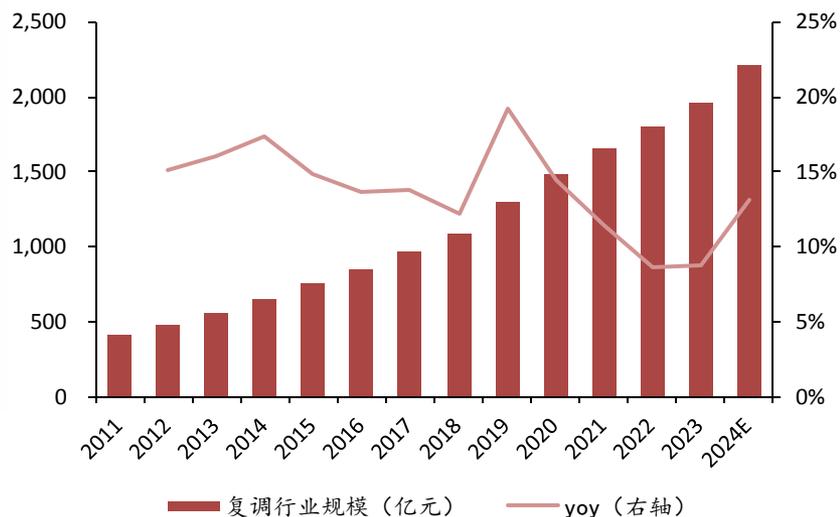
酱油行业市场规模持续提升



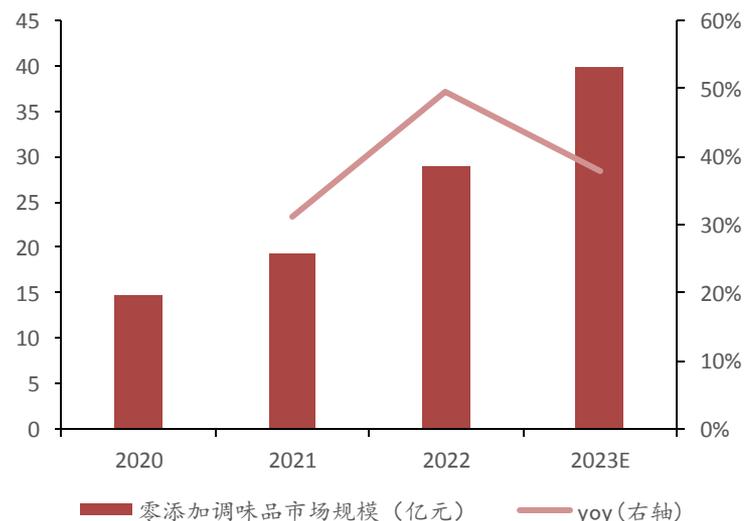
调味品：复合化及健康化为行业未来两大发展趋势

- **复合化**：降本增效需求催生复合调味品渗透率不断提升。分B/C两端来看：1) 餐饮企业随着连锁化率的持续提升，对菜品标准化及去厨师化的追求日益增加，而复合调味品可以帮助餐企解决这两大痛点；2) 随着家庭结构变化与居民生活节奏加快，消费者愿意为烹饪锁花费的时间愈发减少，催生了对复调的需求。2023年复调行业规模为1957亿元，近五年CAGR约为12.3%。
- **健康化**：随着居民对生活品质的要求不断提高以及老龄化程度的持续提升，叠加22Q3以来零添加酱油风波事件的影响，在消费升级大趋势逐步放缓的背景下，2023年零添加调味品市场规模已突破40亿元；基础调味品向健康化方向发展，已逐渐成为行业未来结构升级的关键动能。

复合调味品行业市场规模



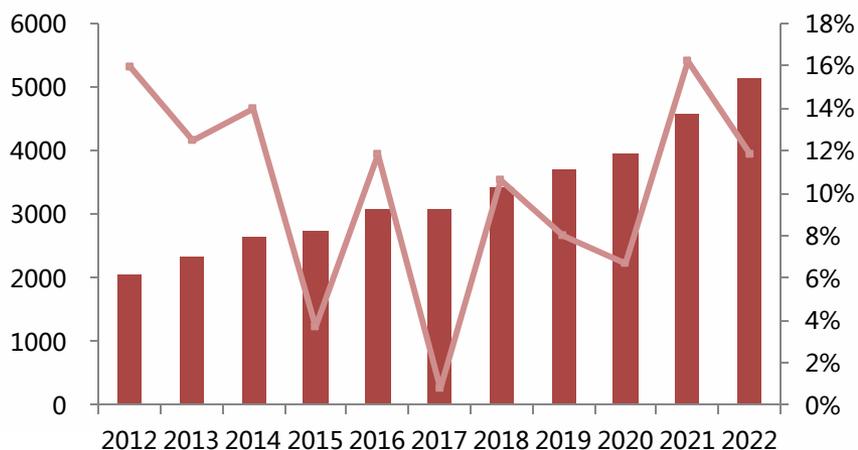
零添加调味品市场规模



调味品：行业空间广阔，未来持续稳定增长

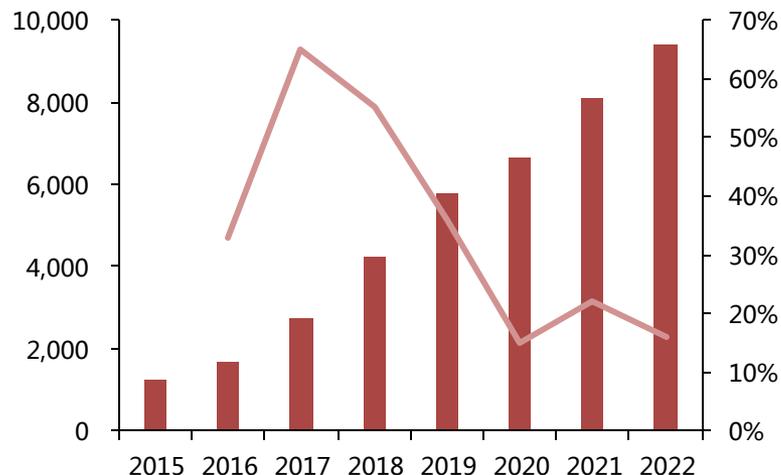
- 纵观食品饮料诸多子板块，调味品赛道景气度始终不减。得益于其发酵后的独特风味形成的口味壁垒，以及其必选消费品属性带来的强消费者粘性，过去5年行业维持稳定增长，复合增速约为8.4%，2022年调味品市场规模已突破5000亿元。
- 随着经济发展和城镇化率提升，一方面带来消费能力的提升，家庭调味品往量价齐升方向发展；另一方面人口大量聚集带来生活习惯改变，外出就餐及外卖频次显著增加，拉动餐饮市场规模迅速提升，近五年整体餐饮市场CAGR约为5.5%，其中外卖和团餐渠道分别为37%/14%。

调味品行业持续稳定增长



■ 调味品及发酵制品行业收入 (百亿元) — 同比 (右轴)

外卖渠道规模持续增长



■ 外卖行业市场规模 (亿元) — 年度增速 (右轴)

目录

白酒：中长期配置价值凸显

啤酒：低基数效应凸显，旺季销量高弹性可期

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：基本面触底修复，估值已具备性价比

速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

食品综合：优选优质子板块龙头

2024H2重点推荐标的

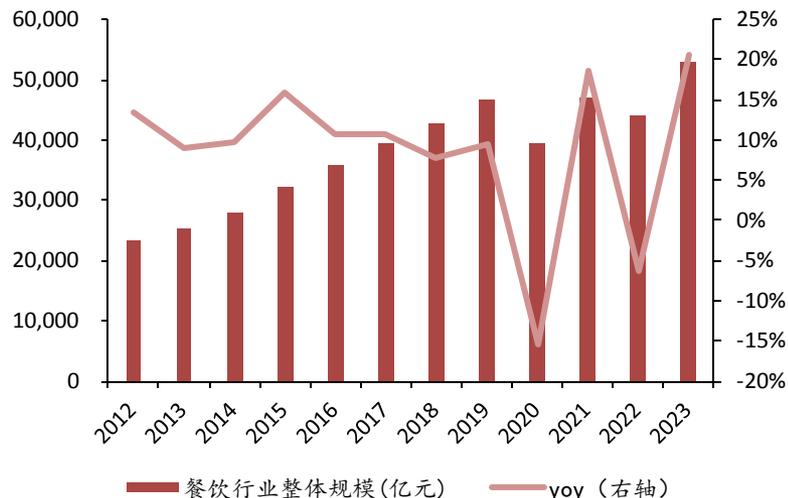
速冻食品：成长空间广阔，关注社会餐饮恢复情况

- **回顾24年上半年速冻行业表现**：从社零数据上看，进入3月以后，社零餐饮表现环比呈现放缓态势，其中限额以上餐饮企业收入增速表现更弱，主要系节假日后需求归于平淡以及消费力下降带来性价比消费趋势明显；受此影响，整体速冻企业Q1表现较为平稳。
- **分渠道看**：受23年大B渠道连锁餐饮快速拓店后存在较高基数影响，24年大B端增速较去年有所放缓，但在下沉市场的开店持续拉动下，整体大B依旧维持平稳增长；中小B端24年上半年虽有所承压，但下半年有望借助社会餐饮需求复苏以及整体经济环境回暖等有利因素，有望实现增速改善；
- **展望未来**：目前万亿餐饮供应链市场下，餐企对于降本提效的需求永不停息，餐饮供应链企业将充分受益于此。一方面下半年社会餐饮的持续复苏，将拉动小B客户对速冻面点及火锅料需求回升；另一方面大B渠道在竞争下对持续推新的需求将长期存在；速冻行业整体增速有望持续改善。

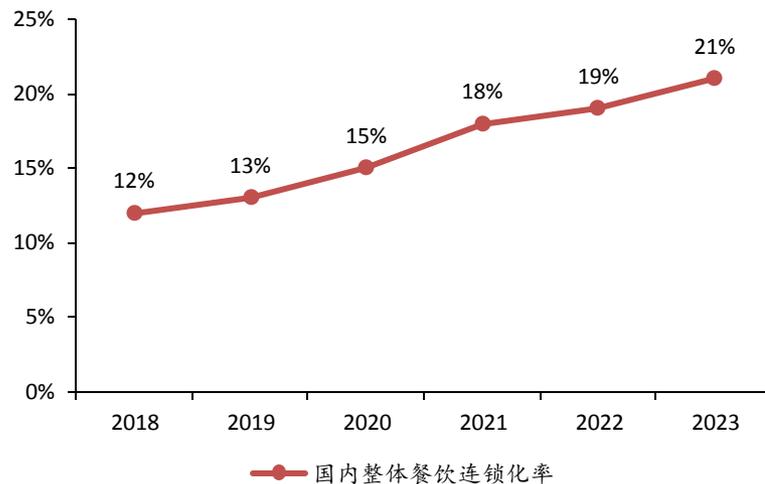
速冻食品：餐饮行业高景气，连锁化率持续提升

- 据国家统计局数据，2023年全国餐饮收入5.3万亿元，同比增长20.5%，得益于疫情放开后线下就餐场景持续修复，23年整体行业复苏态势较为明显；同时2018-2023年间下游餐饮连锁化率由12%迅速提升至21%，作为行业中上游的餐饮供应链将维持高景气。
- ◆ **需求端**：城镇化程度逐渐升高带动居民收入水平提升，外出就餐机会和频次增长，餐饮行业维持较快增长，2018-2023年CAGR为4.4%；
- ◆ **供给端**：行业竞争加剧叠加人力与店租成本上升，倒逼商家降本增效，通过提升流程标准化程度，不断优化整体供应链成本。

中国餐饮市场规模持续增长



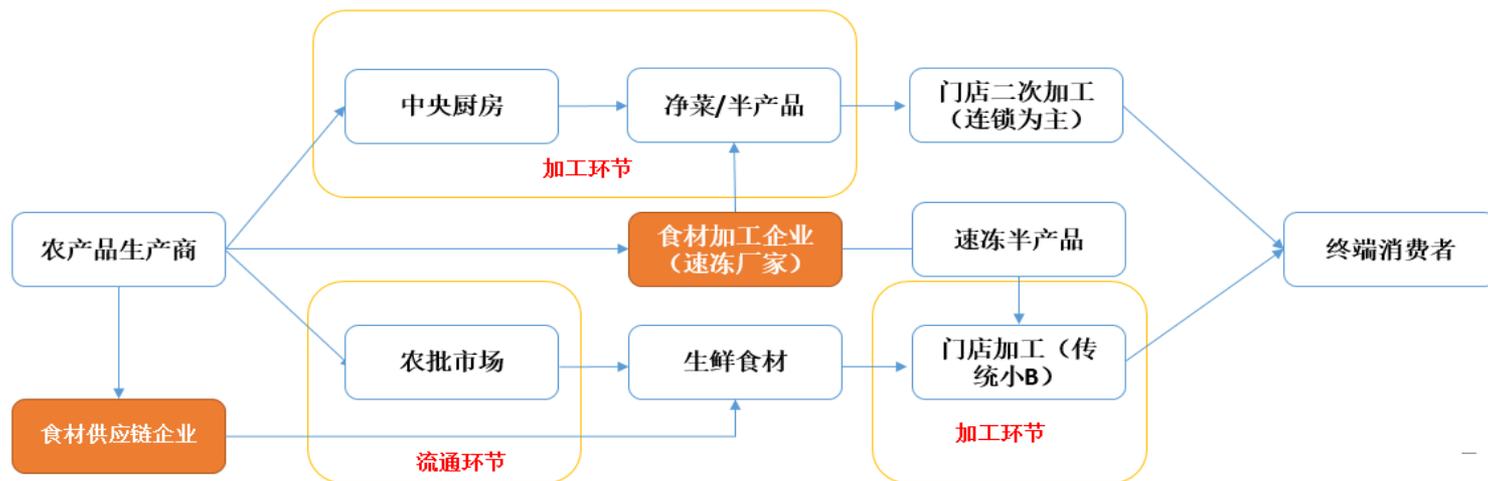
中国餐饮连锁化率逐年提升



速冻食品：对标海外，B端占比尚有大幅提升空间

- **速冻食品行业**作为餐饮供应链中最重要的组成部分，尤其是针对B端餐饮客户的速冻火锅料、速冻面米制品、速冻菜肴等标准化半成品将极大提升后厨效率，迎来巨大的需求爆发。
- ◆ **餐饮连锁化趋势拉动食材标准化需求**：根据美团统计，2023年我国餐饮连锁化率约为21%，相较日本49%水平仍有大幅提升空间。
- ◆ **餐饮渠道占比低，加速渗透可确立**：相比较日本超60%以上的速冻食品消化在餐饮渠道内，而中国速冻食品餐饮渠道占比低（不到30%），冻品B端需求仍未得到充分释放。

速冻企业在整体餐饮供应链中处于行业中游

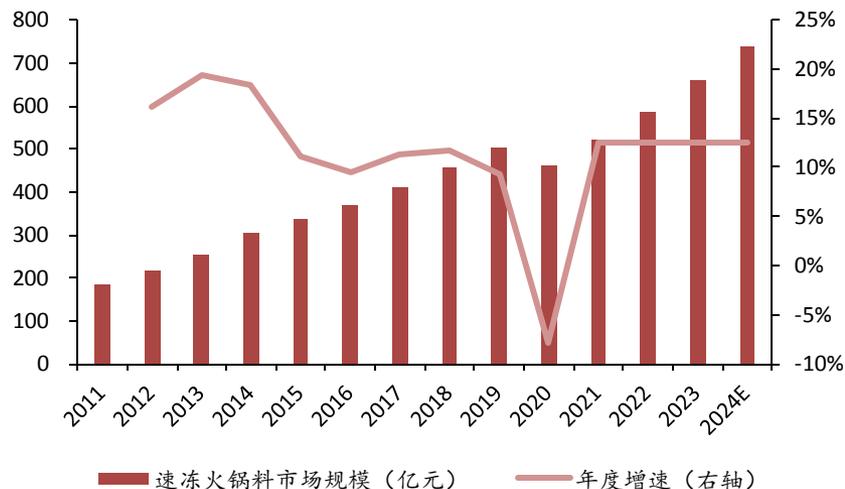


速冻食品：B端需求爆发，拉动火锅料高速增长

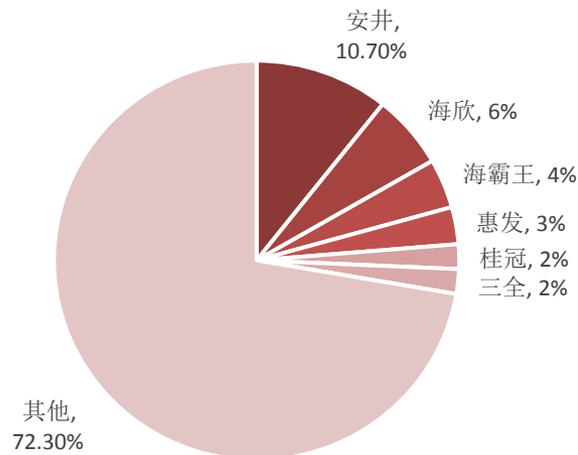
□ 速冻火锅料

- ◆ **行业规模**：2023年速冻火锅料的市场规模约650亿元，近五年行业整体复合增速约为7.5%。受益于B端连锁火锅类及烧烤类餐饮的快速发展，预计未来五年B端火锅料将保持10%+的增速。
- ◆ **竞争格局**：1) 速冻火锅料行业格局较为分散，CR5约为25%；其中安井作为绝对龙头，市占率已超10%；2) 22年起原材料成本上行加速行业洗牌，成本能力控制弱、品牌力弱且缺乏提价能力的小企业呈现加速退出态势，行业集中度持续提升。

速冻火锅料保持高速增长



2023年速冻火锅料行业竞争格局



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

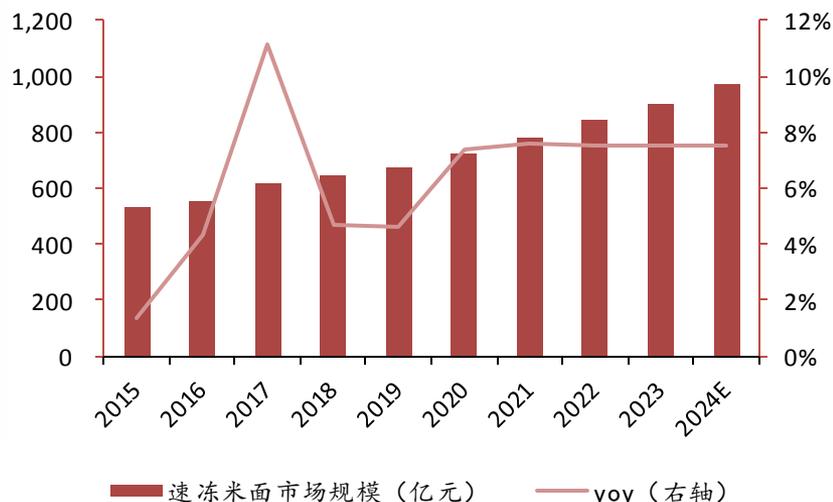
数据来源：公司公告，西南证券整理

速冻食品：传统米面增速放缓，新式面点蓄势待发

□ 速冻面米制品

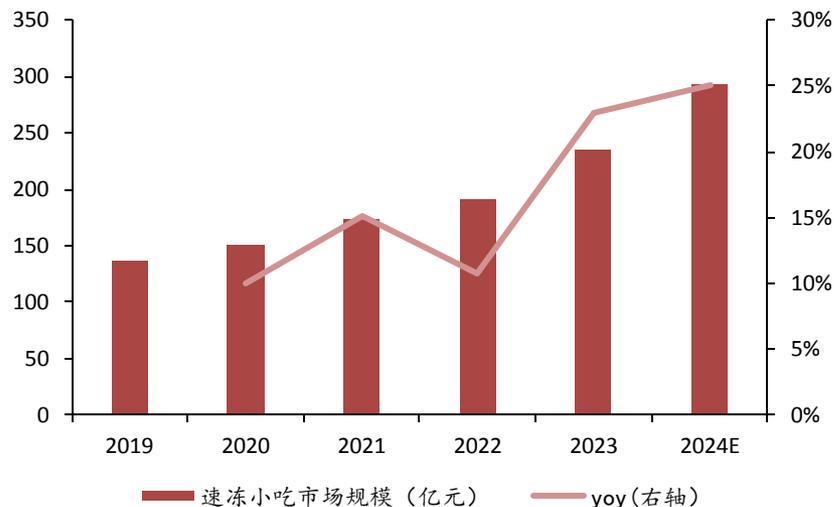
- ◆ **行业规模**：2023年速冻米面行业规模约为900亿元，其中零售C端占比超70%。分品类看，传统米面进入成熟期，行业维持中单位数增长；新式面点正处于快速发展阶段，预计维持双位数以上增速。
- ◆ **竞争格局**：1) C端零售市场集中度较高，传统的汤圆水饺领域主要主要集中在三全、湾仔码头、思念三家手中，市占率接近70%；2) B端餐饮快速发展，手抓饼、油条、蒸饺等一系列符合餐饮渠道消费的新品推出，其中千味央厨、三全、正大、安井等企业为头部玩家。

速冻米面整体增速平稳



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理
www.swsc.com.cn

速冻小吃市场维持高速增长



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

目录

白酒：中长期配置价值凸显

啤酒：低基数效应凸显，旺季销量高弹性可期

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：基本面触底修复，估值已具备性价比

速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

食品综合：优选优质子板块龙头

2024H2重点推荐标的

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

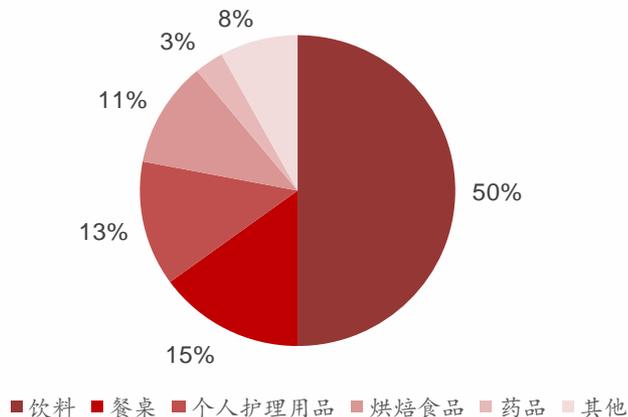
□ 甜味剂：借无糖之风乘势而上，品类向天然健康升级迭代

- ◆ **代糖市场加速扩容，渗透率持续提升。**从全球来看，2023年全球代糖的渗透率接近10%，代糖的市场规模已达到60亿美元的量级。随着消费者健康意识的觉醒以及越来越多无糖产品的问世，代糖的渗透率提升呈现加速趋势。我国甜味剂产量由2017年的15.9万吨提升至2023年的29.5万吨，近5年CAGR达10.9%，长期增长趋势明确。
- ◆ **多应用场景广泛使用，减糖风潮席卷市场。**代糖应用场景广泛，除饮料外还广泛应用于餐桌调味品、个人护理产品、烘焙食品、药品、保健类食品、糖果巧克力、医药类用品、化工类制品等多个领域。饮料领域是代糖主要应用领域，占比约50%。

我国甜味剂产量



甜味剂应用领域构成



食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

□ 甜味剂：借无糖之风乘势而上，品类向天然健康升级迭代

◆ 成本优势推动人工甜味剂增长，健康优势打造天然甜味剂广阔空间。人工甜味剂经历了从糖精→甜蜜素→阿斯巴甜→安赛蜜→三氯蔗糖的迭代发展，在口味（更像蔗糖）与安全（对健康影响更小）方面持续优化，从具体品类看，糖精、甜蜜素、阿斯巴甜作为前三代合成甜味剂，价甜比低、性价比高，应用仍较广泛，但由于安全性不足，产销量增长动能较弱。安赛蜜与三氯蔗糖作为第四、五代合成甜味剂，相对安全且价甜比高，产量增速较快。天然甜味剂作为健康进阶产品，高安全性打开未来成长空间，甜菊糖苷/赤藓糖醇优势更加突出。通过植物萃取和生物发酵取得的天然甜味剂更为健康，广泛应用于饮料、调味品和糖果中。

代糖类产品特性对比

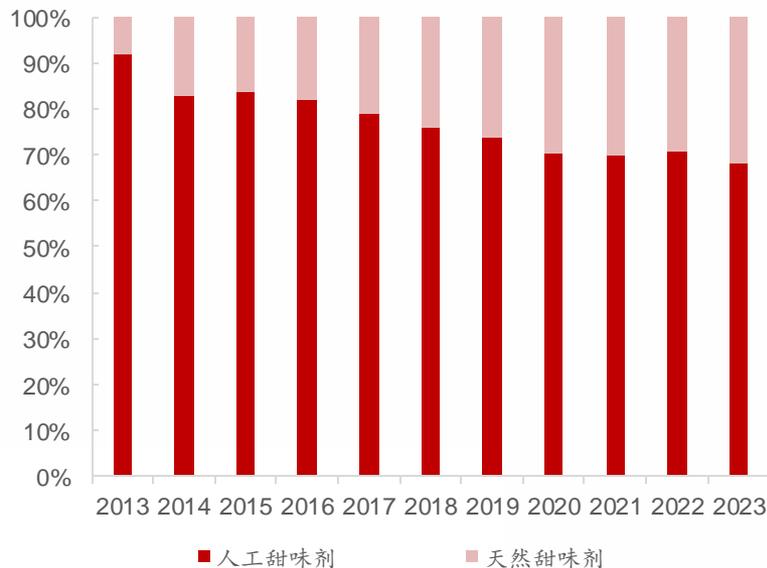
分类	产品	甜度系数	价甜比	热量（卡路里）	口感	安全性
天然糖	蔗糖	1	1.00	4	纯正	好
人工甜味剂	糖精	300	0.01	0	苦味、涩味、金属味	较差，有一定致癌性
	甜蜜素	50	0.05	0	涩味	较差
	阿斯巴甜	200	0.08	4	纯正	较好，有一定争议
	安赛蜜	200	0.06	0	涩味、金属味	较好
	三氯蔗糖	600	0.06	0	略有涩后味	好
	纽甜	7000-13000	0.01	0.01	1	纯正
天然甜味剂	木糖醇	1	0.70	2.4	微清凉感	有腹泻风险
	赤藓糖醇	0.6-0.8	3.95	0.21	微清凉感	有腹泻风险
	甜菊糖苷	200-300	0.12	0	微苦涩	好
	罗汉果糖苷	300	0.60	0	甘苦味	好

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

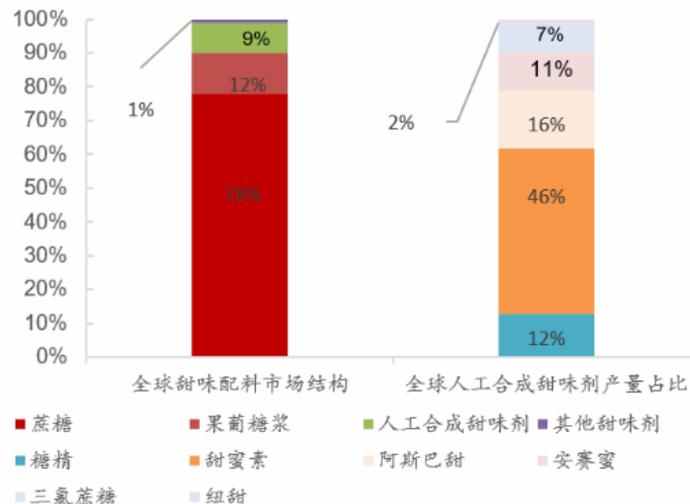
□ 甜味剂：借无糖之风乘势而上，品类向天然健康升级迭代

◆ 人工甜味剂（化学合成）占主导地位，天然甜味剂（植物提取、生物发酵）份额不断提升。从目前的甜味剂配料市场来看，人工甜味剂（化学合成）依旧占据了较大的市场份额，2013-2023年间天然甜味剂在代糖产品中的应用占比由8.1%迅速增长至31.8%。随着消费者对于甜味剂的来源及安全问题关注度的不断加强，天然甜味剂需求还将保持高速增长，预计通过植物提取（甜菊糖苷）和生物发酵（赤藓糖醇）得到的天然代糖份额将逐年增高。

全球甜味剂品类份额（按产量）



全球甜味剂市场结构（按产量）



食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

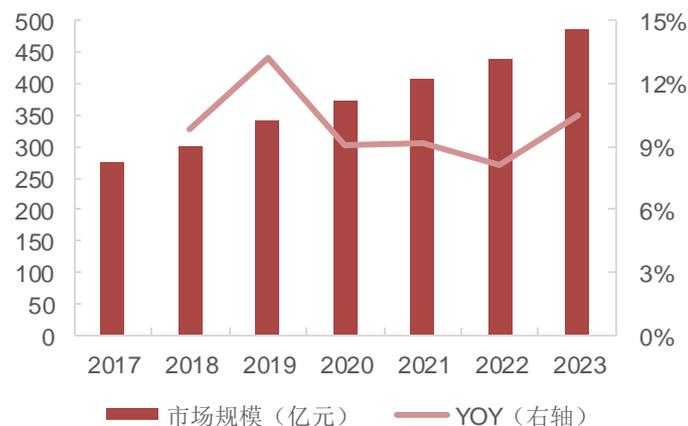
□ 植物提取物：需求蓬勃发展，行业格局分散

◆ **全球植提市场持续扩张，中国植提市场规模稳中有升。**植物提取物可作为原料，参与制成食品、中药、保健食品、日化产品、化妆品、养殖投入品。2023年全球植提市场达到402.4亿美元，同比增长9.3%。随着应用场景多样化，植物提取行业市场规模实现逐年递增，预计到2030年将以8.3%的复合年增长率增长至701.9亿美元。中国植提行业起步于20世纪70年代部分中药厂在生产环节对植物成分的提取，近年来随着消费者对天然健康概念的重视迎来快速发展，由2017年的275亿元增至2023年的486亿元，CAGR达10%。预计2025年中国植提市场规模将达到594亿元。

全球植提市场规模及同比增速



中国植提市场规模及同比增速



食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

□ 植物提取物：需求蓬勃发展，行业格局分散

◆ **格局相对分散，龙头占据细分领域。**植物提取细分产品种类多、应用领域涉及范围广阔，具有小而美的特性，因此行业格局相对分散。各个细分领域均有不同龙头占据，大部分企业仅提供几个或者十几个品类的初级产品。譬如辣椒红、辣椒精及叶黄素的全球市场份额由晨光生物主导，番茄红素的全球份额则主要由以色列的Lycored（利库德）占据，国内天然甜味剂则是莱茵生物处于领先地位。行业细分龙头凭借自身研发技术、生产工艺、机械设备、原料掌控和销售渠道等方面的优势，逐渐建立了自身的优势壁垒，头部企业走向平台化。

中国植物提取物行业市场竞争格局

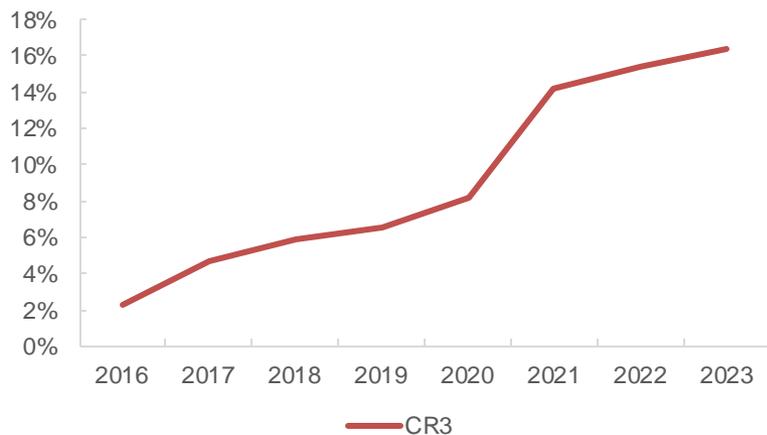
排名	市场规模 (亿元)	代表公司	植提业务占比	市场分布	主要产品
第一梯队	48.7	晨光生物	51%	国内81%、国外19%	天然色素、香辛料提取物和精油、营养及药用提取物等
	10.5	莱茵生物	94%	国内38%、国外58%	天然甜味剂、茶叶提取物、工业大麻提取物等
	3.0	欧康医药	100%	国内75%、国外25%	槐米提取物、枳实提取物、黄连提取物等
第二梯队	1.6	天然谷	99%	国内54%、国外46%	淫羊藿提取物、刺蒺藜提取物、红景天提取物等
	0.9	康隆生物	100%	绝大部分为海外市场	植物提取物
	0.8	华康生物	100%	国内15%、国外85%	人参造忒提取物、蓝莓提取物、卡瓦提取物等
	0.3	岳达生物	77%	西北、华北地区	人参提取物、万寿菊提取物、葛根提取物等
	0.2	红星药业	100%	——	茶多酚、咖啡因等

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

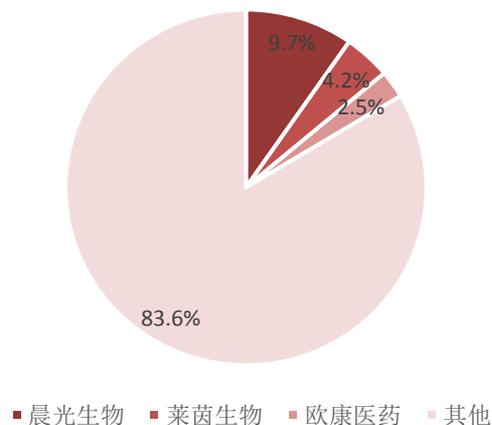
□ 植物提取物：需求蓬勃发展，行业格局分散

◆ **市场集中度逐渐提高，头部企业走向平台化。**虽然部分细分领域出现龙头企业，但大多基于自身业务进行纵向布局，其植物提取业务的整体市占率并不高，尚未达到寡头垄断的程度。市场上存在多个具有一定规模和影响力的企业，竞争较为激烈。近几年中国植物提取物市场集中度呈上升态势，由2016年的2.3%上涨至2023年的16.4%。植物提取物行业内的头部企业优势日益明显，晨光生物的市场占有率位列国内植物提取物相关企业的首位，2023年占据约9.7%的市场份额；其次为莱茵生物和欧康医药，市场占有率分别为4.2%和2.5%。

中国植物提取行业市场集中度



2023年中国植物提取行业竞争格局



目录

白酒：中长期配置价值凸显

啤酒：低基数效应凸显，旺季销量高弹性可期

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：基本面触底修复，估值已具备性价比

速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

食品综合：优选优质子板块龙头

2024H2重点推荐标的

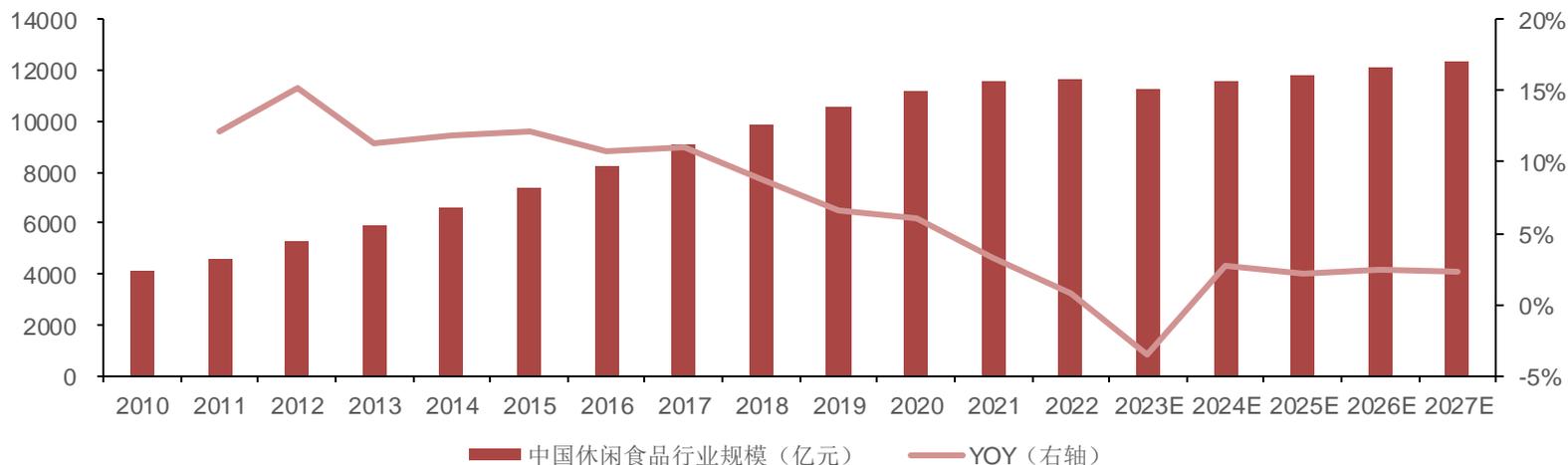
食品综合：优选优质子板块龙头

□ 休闲零食万亿市场

□ **休闲食品行业市场规模初现，未来仍有较大提升空间。**近年来，休闲食品市场规模发展迅速，2022年市场规模1.2万亿元，预计2023年略微下滑后，2024-2027年将保持平稳增长，具有一定刚需属性。同时，中国休闲食品的人均消费量与其他国家相比仍存在较大差距，仍有较大增长空间，休闲食品行业整体依然处于增长阶段。

◆ **休闲食品品类丰富，处于不同成长阶段。**休闲零食品类丰富，既有西方的糖果、膨化饼干、烘焙食品，又有中国传统的卤制品、坚果炒货、果脯蜜饯，各品类所处的成长阶段不尽相同。其中，糖巧、坚果炒货、膨化、烘焙等品类已较为成熟，规模占比较大；休闲蔬菜制品、调味面制品等处于成长初期，增速领先。

休闲零食行业市场规模



食品综合：优选优质子板块龙头

□ 休闲食品渠道为王，零食量贩格局清晰化

- ◆ **零食量贩渠道迅速发展。**随着消费者更理性化，凭借高效率、低费用、性价比优势明显的零食量贩渠道获得快速发展。零食量贩渠道以低价、高周转打造效率，在供应链端缩短链条、精简费用，同时门店下沉至社区店，商业模式可支撑未来长期发展。
- ◆ **行业开展并购整合，竞争格局逐渐明晰。**经历快速扩张、跑马圈地后，零食量贩行业逐步进入并购整合阶段，竞争格局逐渐清晰。万辰集团于2023年9月合并旗下好想来、来优品、陆小馋、吖嘀吖嘀为好想来，合并后门店数量突破4100家；收购老婆大人，进一步完善在华东的布局。此外，2023年10月零食很忙与赵一鸣零食合并，门店数量突破6500家，2024年6月门店数量突破1万家。零食量贩的竞争进入下半场，价格战等非理性竞争行为将减缓，与上游供应商的合作将更规范化。头部品牌依靠产品品质、成本控制能力、营销能力等竞争力不断抢占市场份额，未来集中度将逐渐提高。

零食量贩并购整合情况

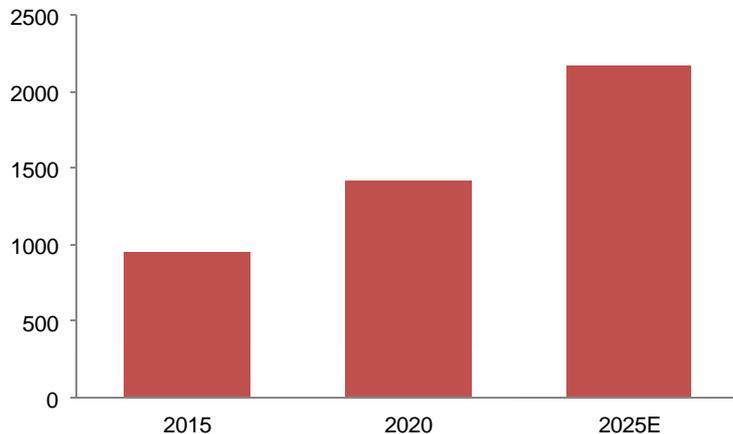
时间	事件
2023.8	爱零食收购恐龙和泰迪
2023.9	爱零食全资收购胡卫红零食，并将其更名为“爱零食”
2023.9	万辰旗下好想来、来优品、陆小馋、吖嘀吖嘀合并为好想来
2023.10	万辰集团收购老婆大人
2023.10	零食很忙与赵一鸣零食合并
2023.10	爱零食收购零食泡泡

食品综合：优选优质子板块龙头

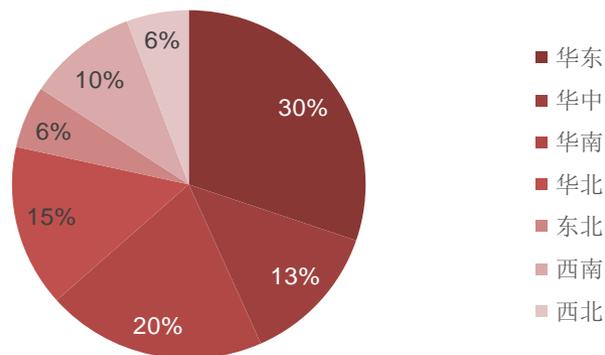
□ 坚果炒货：坚果炒货两千亿大市场，集中度提升趋势明显

- ◆ **两千亿大市场，保持强劲扩张势头。** 预计坚果炒货行业2020-2025年复合高个位数增长，2025年将突破2000亿元。坚果消费者以85后年轻人、一二线城市人群为主，市场集中于华东、华中、华北，消费人群不断扩大，为行业扩容提供有力支撑。
- ◆ **“小个体、大市场”，集中度提升趋势明显。** 由于进入门槛较低，坚果炒货行业经营主体数量众多，行业集中度较低，呈现出“小个体、大市场”的特征，近年来行业集中度不断提升。随着国家的行业标准不断出台和执行，休闲食品企业在生产加工、质量检测等方面更加规范化、标准化，叠加消费者健康意识提升，市场份额将进一步向头部企业集中。

我国坚果炒货行业规模（亿元）



坚果炒货行业区域市场分布（2022）

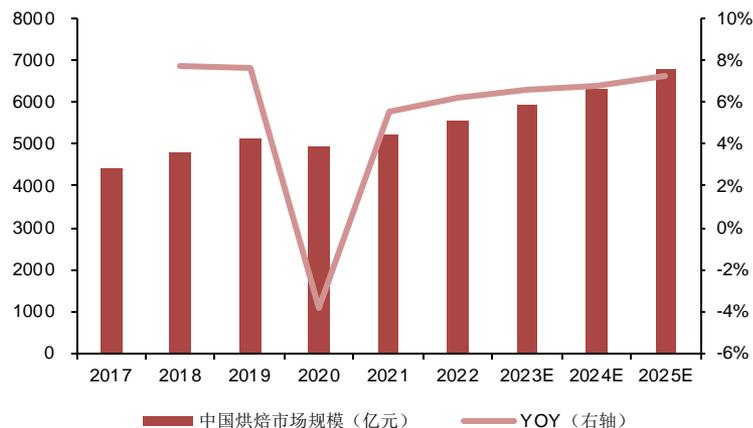


食品综合：优选优质子板块龙头

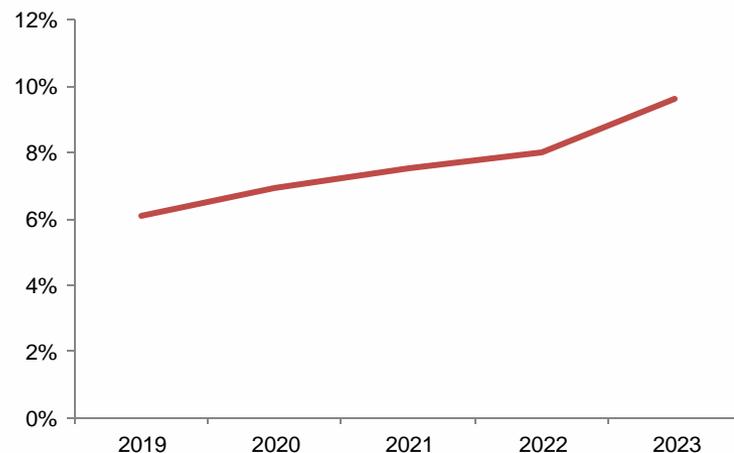
□ 烘焙：消费场景拓宽，长期空间巨大

- ◆ **烘焙食品复苏，仍处于扩容期。**2023年我国烘焙食品市场规模约为6000亿元，同比增长6.6%；预计2025年将达到近7000亿元。烘焙食品已进入主食消费、休闲消费、节日消费多个场景，在各场景中的渗透率逐渐提升，将带来可观的增量；餐饮、茶饮等渠道占比逐渐提升。
- ◆ **集中度提升趋势明显。**烘焙食品行业集中度整体较低，近年来提升趋势明显，门店数前100品牌的门店数量占比由2019年的6.1%提升至2023年的9.6%，2023年烘焙品类连锁化率接近30%。

中国烘焙食品市场规模



门店数TOP100品牌的门店数量占比

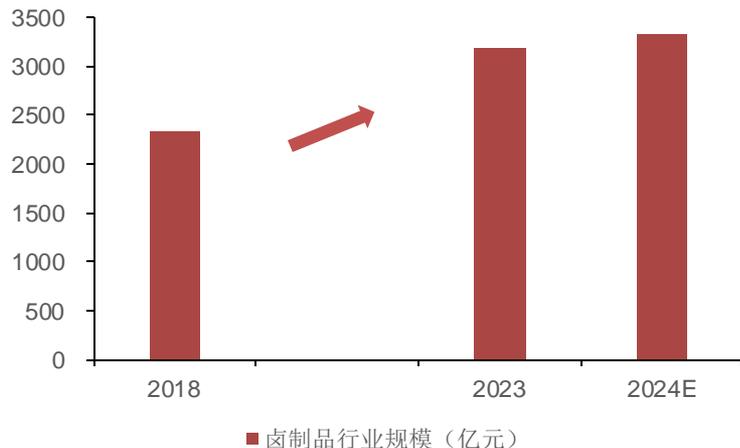


食品综合：优选优质子板块龙头

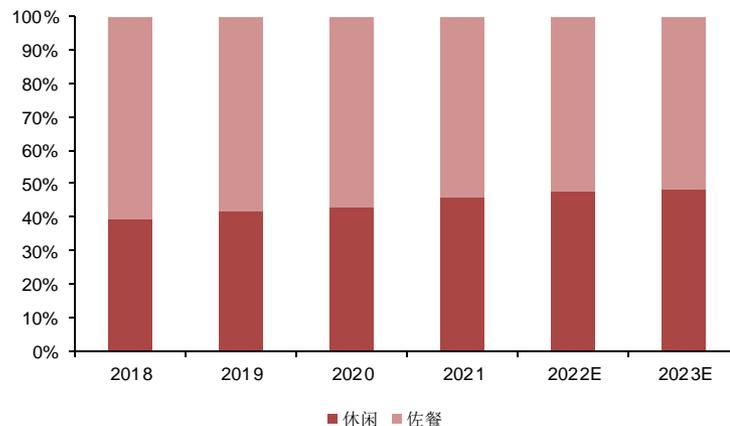
□ 卤制品：行业空间广阔，佐餐、休闲共同发展

◆ **行业持续扩容，佐餐、休闲共同发展。** 2018-2023年我国卤制品行业复合增速约6.4%；2023年行业仍保持扩容趋势，预计2024年行业规模将突破3300亿元。卤制品口味整体以酱香、麻辣为主，符合国人饮食习惯，并具有一定成瘾性，为食品行业中的优质赛道。根据消费场景的不同，卤制品可分为佐餐及休闲两大类，其中佐餐占据主要部分，需求较为刚性；休闲卤制品偏向冲动消费、即买即食。近年来，卤制品的口味、形式趋于多样化、年轻化，休闲卤制品增速略高于佐餐卤制品。

卤制品行业规模及增速



卤制品行业构成

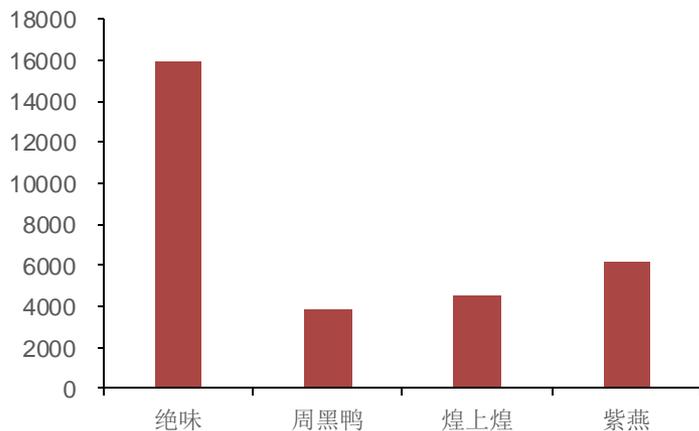


食品综合：优选优质子板块龙头

□ 卤制品：竞争格局分散，龙头企业迎来发展良机

- ◆ **四大品牌格局清晰，共同整合中小企业。**分层级看，绝味以万店规模占据行业绝对领先地位，2023末门店数量约1.6万家；周黑鸭、煌上煌、紫燕以千家以上门店形成第二梯队，2023末门店数量分别为3816家、4497家、6205家，头部企业竞争格局清晰；区域性品牌、地方性品牌、夫妻店等规模较小的卤制品门店同样占据很大部分。龙头企业已有较大门店体量，且仍将保持稳健的开店节奏，区域及全国范围优势进一步确立，将共同整合中小企业的份额。
- ◆ **成本压力好转。**2023年以来卤味成本波动较大，整体呈向下趋势。其中鸭脖价格于4月上涨至高点后回落，牛肉价格明显下降；同时叠加龙头统采优势、提价转移部分成本压力，2024年毛利率有望逐渐恢复。

头部卤制品品牌门店数量（2023）



卤制品品牌竞争梯队



食品综合：优选优质子板块龙头

- 食品子板块较多，赛道分散，行业整体处于扩容和升级过程中，容易出现爆款大单品，带动业绩快速增长。消费行为理性化背景下，渠道变革加剧，零食专营、内容电商兴起，传统商超、流通同样有提升机会。主动拥抱渠道变革、全渠道精耕的公司更能充分享受渠道红利。此外，重点推荐安琪酵母（600298）、洽洽食品（002557）、盐津铺子（002847）、甘源食品（002991）、劲仔食品（003000）、绝味食品（603517）、桃李面包（603866）、晨光生物（300138）、广州酒家（603043）等子板块龙头和优质个股。

目录

白酒：中长期配置价值凸显

啤酒：低基数效应凸显，旺季销量高弹性可期

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：基本面触底修复，估值已具备性价比

速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

食品综合：优选优质子板块龙头

2024H2重点推荐标的

贵州茅台（600519）：普飞批价短暂承压，长期向好趋势不改

□ 投资逻辑

1、淡季商务需求低迷，普飞批价有所承压。 24年春节旺季消费平稳，茅台酒和系列酒动销表现良好，需求端表现稳健；步入Q2淡季以来，在商务消费低迷，餐饮环比走弱的背景下，供需矛盾有所放大，普飞批价出现下跌，批价从春节2700元左右下降至当前2200元左右。

2、管理层调整完成，势能延续行稳致远。 公司二季度以来换帅，新董事长曾经在茅台和习酒任职多年，对于白酒行业和茅台认知深刻，具有丰富的酒业操盘经验，公司在新董事长带领下有望延续高质量、可持续发展。

3、行稳致远，迈向一流。 公司品牌力行业最强，产品矩阵完备，渠道利润丰厚，上半年顺利实现时间过半、任务过半，完成全年收入增长15%的目标概率较大，中长期向好趋势不改。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为70.44元、81.97元、94.70元，“买入”评级。

□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，行业竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	1505.6	1755.8	2024.2	2310.2
营业收入增长率	18.0%	16.6%	15.3%	14.1%
归母净利润（亿元）	747.3	884.8	1029.7	1189.6
归母净利润增长率	19.2%	18.4%	16.4%	15.5%
EPS（元）	59.49	70.44	81.97	94.70
P/E	25	21	18	16

股价表现



五粮液（000858）：千元价位绝对龙头，长线布局正当时

□ 投资逻辑

1、普五动销表现良好，1618和低度带动增长。春节旺季期间，普五在千元价位中动销表现最为强势，节后厂家主动控货挺价，批价回升至950元左右；二季度步入淡季，普五动销和批价表现稳定，1618和低度在扫码红包刺激下，终端推力明显提升，实现较快增长。

2、普五保持量价平衡，渠道信心有所修复。公司将2024年定位为营销执行年，在外部消费环境相对疲软的大背景下，公司坚持价格优先，保证大单品普五处在供应紧平衡，加强渠道价值链维护，渠道信心有所修复。

3、千元价位绝对龙头，稳健增长确定性高。公司千元价位绝对龙头地位稳固，全年预计延续双位数及以上高质量增长，当前股价对应24年估值仅15倍左右，对应股息率3.5%左右，配置价值凸显，长线布局正当时。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为8.94元、10.05元、11.42元，“买入”评级。

□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，行业竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	832.7	935.3	1046.6	1165.8
营业收入增长率	12.6%	12.3%	11.9%	11.4%
归母净利润（亿元）	302.1	347.1	389.9	443.2
归母净利润增长率	13.2%	14.9%	12.3%	13.7%
EPS（元）	7.78	8.94	10.05	11.42
P/E	17	15	13	11

股价表现



泸州老窖（000568）：国窖与特曲双轮驱动，兼具成长性与确定性

□ 投资逻辑

1、高端国窖稳健成长，特曲60表现靓丽。24年春节聚饮和礼品消费稳健，高端国窖动销顺畅，如期达成增长目标，高度国窖批价保持在880-890元小幅波动，特曲60在川渝大本营市场表现亮眼，增速领跑。

2、增长韧性持续验证，兼具成长性和确定性。在行业挤压式增长的背景下，公司管理层主动作为，通过“百城计划”增加市场覆盖面，“挖井工程”发掘薄弱市场增长空间，依托强大的营销团队持续抢占市场份额，2024年将延续高质量增长。

3、渠道导入“五码系统”，精细化程度稳步提升。公司积极推进数字化体系改革，“五码”体系全面落地，厂家以此更加精准地监测动销和库存，有效解决窜货和价格秩序问题。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为11.20元、13.61元、16.29元，“买入”评级。

□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，行业竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	302.3	363.5	432.2	508.2
营业收入增长率	20.3%	20.2%	18.9%	17.6%
归母净利润（亿元）	132.5	164.9	200.3	239.7
归母净利润增长率	27.8%	24.5%	21.5%	19.7%
EPS（元）	9.00	11.20	13.61	16.29
P/E	17	13	11	9

股价表现



山西汾酒（600809）：品牌势能释放，增长定力十足

□ 投资逻辑

1、青花和玻汾双轮驱动，动销延续强势表现。 受益于汾酒势能释放和价位覆盖齐全，上半年青花、巴拿马等核心品牌实现较快增长，其中青花系列引领高增，批价稳定在360元左右，渠道库存保持在2个月左右的良性水平，动销和批价优于其他次高端竞品，腰部老白汾焕新升级，释放新的增长动能。

2、青花引领高增，定调稳中求进。 2024年公司坚持“稳中求进”的总基调，坚持高质量、可持续发展，持续培育大商优商，推进青花系列放量，夯实腰部产品，不断优化渠道结构。

3、清香热趋势明确，汾酒复兴正当时。 汾酒品牌势能持续释放，产品矩阵多点开花，营销能力不断增强，当前仍处在全国化扩张和结构升级的黄金期，预计公司2024年收入20%左右增速目标达成度较高，当前股价对应24年估值仅20倍，估值性价比优势明显，布局正当时。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为10.67元、12.93元、15.61元，“买入”评级。

□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，行业竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	319.3	386.7	460.9	542.8
营业收入增长率	21.8%	21.1%	19.2%	17.8%
归母净利润（亿元）	104.4	130.2	157.7	190.4
归母净利润增长率	28.9%	24.7%	21.2%	20.7%
EPS（元）	8.56	10.67	12.93	15.61
P/E	25	20	17	14

股价表现



水井坊（600779）：臻酿八号动销顺畅，探索大众价位布局

□ 投资逻辑

1、臻酿八号动销顺畅，积极布局大众价位。春节旺季期间，大单品臻酿八号动销稳健增长，节后渠道库存保持合理水平；200元价位的天号陈、小水井等产品探索新渠道模式，卡位大众消费价位，低基数下取得较快增长。

2、扎实推进品牌高端化，不断强化营销能力。面对白酒行业挤压式增长，消费升级趋势放缓的大背景，2024年公司将继续强化井台及典藏品牌建设投入，不断提升品牌影响力；渠道上深耕前20大重点市场，提高T1、城市及门店覆盖率，不断提高渠道和消费者覆盖面。

3、次高端核心品牌，长期向好趋势不变。公司2023年顺利完成既定增长目标，展望2024年，公司规划主营业务收入和利润均保持增长，当前进度稳步推进；公司是次高端核心品牌，品牌和渠道竞争优势突出，长期向好趋势不变。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为3.01元、3.50元、4.04元，“买入”评级。

□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，行业竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	49.5	56.6	65.2	74.2
营业收入增长率	6.0%	14.3%	15.1%	13.9%
归母净利润（亿元）	12.7	14.7	17.1	19.7
归母净利润增长率	4.4%	15.9%	16.4%	15.3%
EPS（元）	2.60	3.01	3.50	4.04
P/E	15	13	11	10

股价表现



酒鬼酒（000799）：经营业绩短期承压，积极调整蓄力长远

□ 投资逻辑

1、产品动销有所承压，渠道推进深度变革。次高端商务消费复苏较弱，对公司冲击相对较大。公司深化推进渠道费用改革，将费用投放向终端消费者倾斜，改变过去依靠渠道驱动快速增长的模式，积极向动销拉动转变。坚持“价”在“量”前，聚焦核心单品的价盘稳定，通过价盘稳定保证经销商的渠道利润，并通过促动销、降库存恢复渠道信心，渠道建设更加利于长远发展。

2、不断优化市场布局，积极蓄力布局长远。1、公司不断优化区域布局，由快速实现全国化覆盖向精耕细作转变，聚焦湖南省内大本营市场，聚焦河南、山东、广东等基地市场，向核心市场倾斜资源，实施精细化运作，不断夯实市场基础。2、进一步聚焦内参、红坛核心大单品，加大核心消费者培育力度，积极蓄力长远发展。

3、短期积极调整，中长期极具弹性。短期来看，公司积极拉动终端动销，库存压力逐渐缓解，拐点向上可期；长期来看，省内基本盘持续夯实，省外品牌影响力持续扩大，看好公司长期成长弹性。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为1.78元、2.03元、2.37元，“买入”评级。

□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，商务消费复苏不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	28.3	30.0	33.1	37.5
营业收入增长率	-30.1%	6.2%	10.3%	13.1%
归母净利润（亿元）	5.5	5.8	6.6	7.7
归母净利润增长率	-47.8%	5.8%	14.1%	16.7%
EPS（元）	1.69	1.78	2.03	2.37
P/E	29	27	24	21

股价表现



洋河股份（002304）：持续聚焦核心大单品，省外增长较为稳健

□ 投资逻辑

1、江苏经济发展稳健，营收基本盘相对稳固。江苏消费升级引领全国，省内主流消费已升级至300元以上，水晶M3、天之蓝占据次高端300-500元核心价格带，M6+承接省内商务消费升级，在省内品牌影响力坚实；省外品牌建设聚焦M6+，品牌高度持续提升，产品结构升级空间广阔。

2、持续聚焦核心大单品，不断拓展成长空间。1、聚焦海天梦、头排苏酒等战略主导产品，加大力度推进海之蓝、梦6+核心大单品打造，水晶版M3协同跟进，产品战略更加聚焦，结构向上趋势延续。2、聚焦大本营市场、省外高地市场和重点区域，推动渠道下沉和精细化运作，积极抢占更多市场份额，成长空间持续拓展。

3、短期稳健增长，中长期持续向好。短期来看，公司围绕“产品做精、结构优化”的理念，持续推进产品结构升级；围绕“深耕大本营、深度全国化”的目标，不断开拓成长空间，2024年将延续稳健成长；长期来看，省内品牌影响力深厚，省外成长空间持续拓宽，看好公司长期成长性。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为7.50元、8.45元、9.40元，“买入”评级。

□ 风险提示

经济大幅下滑风险，消费复苏不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	331.3	363.0	393.6	426.8
营业收入增长率	10.0%	9.6%	8.4%	8.5%
归母净利润（亿元）	100.2	112.9	127.3	141.5
归母净利润增长率	6.8%	12.7%	12.7%	11.2%
EPS（元）	6.65	7.50	8.45	9.40
P/E	13	11	10	9

股价表现



古井贡酒（000596）：综合竞争优势突出，徽酒龙头行稳致远

□ 投资逻辑

1、年份原浆动销旺盛，任务进度稳步推进。春节旺季期间，受益于聚饮和礼赠消费旺盛，古8实现稳健增长，古16受益于消费升级增速领跑；得益于“年份原浆”系列动销良好，公司如期实现开门红，端午节动销平稳，上半年回款进度优于去年，顺利实现时间过半、任务过半。

2、综合竞争优势突出，市占率稳步提升。在行业挤压式增长的背景下，古井依托多年耕耘投入带来的强品牌力，主流价位的全面覆盖，基地市场的精耕细作，市占率有望稳步提升，竞争优势不断强化。

3、次高端与全国化并进，业绩稳健增长可期。安徽产业升级顺畅，婚宴等主流消费价位升级持续，省内大本营市场持续增长基础牢固；省外市场古20、古8有序导入，重点市场形成“以点带面”格局，全国化扎实推进。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为11.16元、14.01元、17.16元，“买入”评级。

□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，行业竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	202.5	247.5	300.4	357.6
营业收入增长率	21.2%	22.2%	21.4%	19.0%
归母净利润（亿元）	45.9	59.0	74.1	90.7
归母净利润增长率	46.0%	28.6%	25.5%	22.5%
EPS（元）	8.68	11.16	14.01	17.16
P/E	25	20	16	13

股价表现



今世缘 (603369) : 百亿营收顺利达成, 新百亿开局顺利

□ 投资逻辑

1、江苏经济发展稳健, 消费潜力极具韧性。江苏消费升级引领全国, 省内主流消费已升级至300元以上, 国缘四开、对开占据次高端300-500元核心价格带, 今世缘在省内品牌力、渠道力具备突出竞争优势, 将尽享苏酒品牌份额集中度提升红利。

2、省内攀鼎省外突破, 激励到位动力充足。公司省内市占率快速提升, 品牌势能、消费者认可度提升显著, 高白点率下消费氛围持续增强; 产品结构上聚焦打造国缘四开全国性大单品, 稳步推进国缘V3的放量, 产品结构升级路径清晰; 省外市场开拓上更加聚焦江苏周边重点市场, 资源投放更加高效; 股权激励覆盖面广, 考核目标较高, 管理层和股东利益高度一致, 激励到位, 经营势能强劲。

3、短期延续高增长, 高端化、全国化值得期待。短公司当前锚定“2025年挑战营收150亿”的既定目标不动摇, 2024年总营收目标确定为122亿元左右, 净利润目标为37亿元左右, 新百亿目标路径清晰, 业绩高增势能有望延续。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为3.04元、3.70元、4.51元, “买入”评级。

□ 风险提示

经济复苏不及预期风险, 高端化、全国化不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	101.0	123.5	150.2	180.6
营业收入增长率	28.1%	22.3%	21.6%	20.3%
归母净利润 (亿元)	31.4	38.2	46.4	56.6
归母净利润增长率	25.3%	21.7%	21.6%	21.8%
EPS (元)	2.50	3.04	3.70	4.51
P/E	19	16	13	11

股价表现



迎驾贡酒（603198）：大众消费韧性凸显，洞藏高增势能延续

□ 投资逻辑

- 1、洞藏动销旺盛，势能不断释放。**春节旺季期间，受益于品牌势能释放和返乡人流增加，洞藏系列动销顺畅，洞6/9表现尤为突出，增速领先于省内同价位竞品，节后渠道库存处在良性水平，价格体系有所回升。
- 2、渠道利润领先竞品，全省化扩张趋势已成。**二季度步入淡季以来，公司有序推进市场梳理和消费者培育工作，省内举办多场洞藏演唱会，返厂游活动如火如荼，终端包量店开拓稳步推进，洞藏整体竞争力不断加强。
- 3、大众消费韧性凸显，稳健增长定力十足。**在经济环境相对疲软的背景下，宴席、自饮等大众消费需求韧性突出，洞藏主要布局在300元及以下价位，稳健增长定力十足；展望未来，伴随洞藏品牌势能持续释放，产品结构有序升级，业绩弹性有望持续释放。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为3.60元、4.38元、5.28元，“买入”评级。

□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，行业竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	67.2	81.2	96.8	114.3
营业收入增长率	22.1%	20.8%	19.2%	18.1%
归母净利润（亿元）	22.9	28.8	35.0	42.3
归母净利润增长率	34.2%	25.8%	21.6%	20.8%
EPS（元）	2.86	3.60	4.38	5.28
P/E	20	16	13	11

股价表现



口子窖 (603589) : 营销改革扎实推进, 改革成效值得期待

□ 投资逻辑

1、积极培育“兼”系列新品, 消费者认可度稳步提升。公司主动将营销资源向“兼”系列倾斜, 今年以来重点布局200元价位的“兼8”, 推出以来市场反馈较好; 当前兼系列产品矩阵完备, 消费者认可度稳步提升, 成为公司稳健增长的中流砥柱。

2、省内市场下沉精耕, 省外市场稳步开拓。省内深化渠道体系改革, 推进渠道扁平化精耕, 团购渠道和包量店稳定扩张; 省外市场聚焦长三角等重点区域, “以点带面”推进市场建设和消费者培育。

3、营销改革扎实推进, 静待改革成效兑现。公司锐意进取推动改革, 大力推动“兼”系列品牌曝光、氛围塑造和招商铺货, 成立平台公司推进厂商一体化, 伴随着营销动作持续落地, 改革成效值得期待。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为3.33元、3.83元、4.39元, “买入”评级。

□ 风险提示

经济复苏不及预期风险, 行业竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	59.6	68.5	78.0	88.1
营业收入增长率	16.1%	14.9%	13.9%	13.0%
归母净利润 (亿元)	17.2	20.0	23.0	26.4
归母净利润增长率	11.0%	16.0%	15.2%	14.7%
EPS (元)	2.87	3.33	3.83	4.39
P/E	14	12	11	9

股价表现



老白干酒（600559）：经营变革成效显著，期待业绩持续释放

□ 投资逻辑

1、深度调整成效显著，经营势能拐点向上。1、老白干酒本部品牌聚焦“甲等金奖，大国品质”、产品聚焦次高端及以上核心大单品培育、渠道严控价盘强化渠道推力，经营势能拐点向上趋势明显。2、板城围绕环承德市场积极开拓空白市场，聚焦龙印系列推进产品结构升级，量价齐升趋势显著；武陵酒资源聚焦于常德、长沙和省外市场，积极开拓空白市场，增长势能延续。

2、降本增效效果显现，期待业绩弹性释放。1、公司层面持续推进降本增效不动摇，费用投放更加精准高效，费销比下降趋势明显，净利率水平持续提升，盈利能力不断增强。2、管理层激励充分动力十足，深化改革进程正稳步推进，治理体系优化效能正待释放，多品牌发力下，期待公司利润弹性释放。

3、短期受益本部势能改善，中长期利润弹性十足。短期来看，公司聚焦河北省内渠道结构调整，渠道力恢复持续夯实省内基本盘；长期来看，武陵酒放量优化产品结构，降本增效提升净利率水平，看好公司利润弹性。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.95元、1.21元、1.52元，“买入”评级。

□ 风险提示

经济大幅下滑风险，消费复苏不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	52.6	60.2	68.3	77.5
营业收入增长率	13.0%	14.4%	13.6%	13.4%
归母净利润（亿元）	6.7	8.7	11.1	13.9
归母净利润增长率	81.8%	-10.3%	36.9%	31.1%
EPS（元）	0.73	0.95	1.21	1.52
P/E	26	20	16	13

股价表现



金徽酒（603919）：省内夯实省外拓展，经营势能持续释放

□ 投资逻辑

1、省内夯实省外开拓，长期成长空间广阔。公司沿着“布局全国、深耕西北、重点突破”的战略路径，持续提升西北市场品牌影响力，不断提升省内市占率，同时稳步推进华东市场、北方市场开拓，实现营收规模体量快速增长。

2、持续推进结构升级，区域布局不断完善。1、在西北和北方市场，白酒主流消费价格带正向100-300元快节奏升级，公司聚焦核心价格带、核心产品，深化薄弱市场拓展和产品结构升级。2、在华东市场，消费结构优异，公司聚焦团购渠道积极导入，消费氛围渐起，未来随着流通渠道的拓展，华东市场有望成为公司营收重要增长源。3、公司高举高打进行品牌建设，持续加大消费者培育，尽管短期费用投入有所加大，但中长期利于强化增长动能，为长远持续发展奠定坚实基础。

3、激励充分，势能强劲。核心管理层通过持股平台持股，激励到位，动力十足；省内消费升级，省外积极开拓，看好公司长期成长弹性。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.87元、1.15元、1.48元，“买入”评级。

□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，产品结构升级不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	25.5	30.6	36.6	43.5
营业收入增长率	26.6%	20.2%	19.5%	18.9%
归母净利润（亿元）	3.3	4.4	5.8	7.5
归母净利润增长率	17.4%	34.2%	32.2%	28.6%
EPS（元）	0.65	0.87	1.15	1.48
P/E	29	22	16	13

股价表现



天佑德酒（002646）：高增势能延续，业绩弹性十足

□ 投资逻辑

1、青稞酒别具一格，真年份高端醇厚。受益于消费升级、品牌意识增强、消费者偏好多元化，高端、次高端市场持续扩容，白酒细分品类持续丰富，公司是青稞酒细分品类龙头，将充分受益于消费结构升级和口感多元化。

2、深度调整节奏显著，成长势能持续增强。公司聚焦产品结构升级、持续推动营销转型，深度调整节奏显著：1、聚焦天之德、国之德、人之德、出口型及星级系列产品，聚焦人之德核心大单品抢占150-200元价位，发布新产品家之德积极布局300元价位，青海全面导入国之德真年份产品，产品布局带动结构升级明显。2、创新“1+3N”营销模式，深挖经销商团购资源，重点推进经销商转型；聚焦优势资源全力开发晋、陕、豫等省外市场，积极拓展成长空间。

3、激励充分动力十足，中长期极具成长弹性。公司股权激励落地，授予价格7.12元，2023-2025年营收考核目标分别为11.76亿元、13.72亿元、15.68亿元，激励到位，经营势能强劲，看好公司长期成长弹性。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.34元、0.48元、0.59元，“买入”评级。

□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，产品结构升级不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	12.1	14.8	17.6	20.6
营业收入增长率	23.5%	22.6%	18.8%	16.9%
归母净利润（亿元）	0.9	1.7	2.3	2.8
归母净利润增长率	19.0%	84.3%	40.7%	22.3%
EPS（元）	0.19	0.34	0.48	0.59
P/E	57	31	22	18

股价表现



伊力特（600197）：尽享经济发展红利，省内升级省外开拓

□ 投资逻辑

1、经济环境极具潜力，将尽享升级红利。新疆百元以下消费占比在40%左右，主流消费价位在80-150元，相比内地省份消费结构相对偏低，新疆处于一带一路经济带核心位置，是亚欧黄金通道和我国向西开放的桥头堡，经济发展红利将有利支撑疆内消费升级，未来产品结构升级空间广阔。

2、疆内品牌龙头，综合势能强劲。品牌端：新疆第一酒品牌地位坚实，借助援疆干部、旅游人口等渠道品牌影响力持续输出，凭借新疆文化、英雄文化进行差异化赋能，品牌优势突出。**产品端：**当前公司聚焦资源运作伊利王核心大单品，伊利王的放量将显著带动公司整体吨价提升。**渠道端：**在成都成立全国运营中心，显著加大了疆外市场的开拓力度，树大商、扶优商、打样板，全国化布局稳步推进。

3、深化改革积极求变，中长期极具成长弹性。公司持续聚焦产品结构升级，积极推进销售模式转型，经营是能显著增强；新疆经济受益一带一路战略布局，疆内消费升级空间广阔，看好公司长期成长弹性。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.81元、1.10元、1.44元，“买入”评级。

□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，产品结构升级不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	22.3	28.8	36.2	44.0
营业收入增长率	37.5%	29.0%	25.7%	21.8%
归母净利润（亿元）	3.4	3.8	5.2	6.8
归母净利润增长率	105.4%	12.0%	36.5%	30.5%
EPS（元）	0.72	0.81	1.10	1.44
P/E	26	23	17	13

股价表现



华润啤酒（0291.HK）：喜力走向全国化，推动大高档扩容

□ 投资逻辑

1、公司作为国内啤酒龙头，具备行业领先的渠道和体量优势：公司借助超勇卡位8-10元次高价格带，依靠纯生维持10-12元普高价格带前三的市场地位，并凭借喜力大单品不断攫取12元以上超高价格带的市场份额，从而实现全国高端份额第一的战略目标。

2、产品方面，1) 高档大单品喜力24年预计全年增速20%，其中福建+广东+浙江三大样板市场仍有增量可供挖掘；此外公司加大喜力全国化特别是向四川、安徽等强势市场扩张步伐，高档市场地位持续巩固；2) 次高档大单品SuperX自18年上市以来已步入成熟期，24年起将开启酒液升级，全年有望恢复中单及以上增长。

3、费用方面，公司24年将维持稳健的费投态势，投入方面更加注重费效比，预计全年整体费率将保持稳定；此外得益于公司产能优化以及全供应链效率提升，叠加成本下行趋势，预计明年利润率有较大提升空间。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为1.85元、2.11元、2.37元，“买入”评级。

□ 风险提示

原材料价格或大幅波动，餐饮需求恢复不及预期的风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	389.3	412.9	435.6	459.3
营业收入增长率	10.4%	6.1%	5.5%	5.5%
归母净利润（亿元）	51.5	60.1	68.5	76.8
归母净利润增长率	18.6%	16.6%	14.0%	12.1%
EPS（元）	1.59	1.85	2.11	2.37
P/E	20	14	12	10

股价表现



青岛啤酒（600600）：大经典战略拉动，结构升级稳扎稳打

□ 投资逻辑

1、结构升级稳扎稳打，高端新品持续扩容。公司作为业内全国化啤酒龙头，现已建立起以纯生系与经典系两大核心产品矩阵，带动全麦白啤、皮尔森等新特产品快速发展。此外公司将持续推进低端崂山向主流经典价格带的升级，通过罐化与换包装等手段优化整体产品结构，未来吨价上升趋势确定性强。

2、沿黄沿海稳步实施全国化。公司在沿黄河流域享有较高市占率，核心基本盘市场山东为公司业绩提供稳定销量支持，并承接大量提价需求，此外山东产能辐射效应下，东北三省增速喜人。公司加大沿海市场开发力度，沿海市场产品结构持续升级将为公司释放大量利润弹性。

3、成本下降+费用控制提振利润空间。公司全年在费用投放上将保持稳健态势，预计24年费用率将保持稳定。此外，大麦成本同比约有双位数降幅，叠加包材类原料价格维持低位，利润高弹性可期。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为3.60元、4.16元、4.79元，“买入”评级。

□ 风险提示

原材料价格波动风险，啤酒销量下滑风险，高端化进度不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	339.37	359.28	378.68	396.80
营业收入增长率	5.49%	5.87%	5.40%	4.78%
归母净利润（亿元）	42.68	49.17	56.79	65.31
归母净利润增长率	15.02%	15.20%	15.51%	15.00%
EPS（元）	3.13	3.60	4.16	4.79
P/E	24	19	17	15

股价表现



重庆啤酒（600132）：腰部产品发力，大城市走向精耕

□ 投资逻辑

1、乐堡+重庆两大腰部品牌发力贡献收入增量。乐堡受益于乌苏在华东及华南区域的持续扩张，在过去数年已成功将版图扩张至东南部区域，此外以贵州为代表的传统优势区域仍维持亮眼表现；24年起重庆品牌将借助重庆火锅类餐饮渠道开启向省外的扩张，此外省内产品结构升级在金重庆、纯生及白啤带动仍可期待。

2、大城市计划由粗放扩张型转为下沉精耕型。截至23年公司大城市数量为91个，预计24年在数量上仅有个位数增长。过去公司大城市计划以扩张为主，费用投放向新城市倾斜，但一方面当下整体经济环境复苏态势尚未明朗，另一方面在过去几年的发展中公司在一线城市已累积起较大的渠道体量，由此公司果断调整大城市计划投入方向，重点放在对已进入区域内做渠道深耕，筛选核心城市聚焦投入。

3、佛山工厂投产缓解产能压力。公司产能主要集中在中西部地区，在沿海高端啤酒需求不断攀升下，24年佛山工厂的顺利投产将有效缓解华南及华东区域高端啤酒产能的紧缺，提升供应链效率。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为3.05元、3.34元、3.64元，“买入”评级。

□ 风险提示

原材料价格或大幅波动，现饮场景回暖不及预期的风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	148.15	158.75	169.11	179.10
营业收入增长率	5.53%	7.16%	6.52%	5.91%
归母净利润（亿元）	13.37	14.74	16.17	17.60
归母净利润增长率	5.78%	10.30%	9.71%	8.82%
EPS（元）	2.76	3.05	3.34	3.64
P/E	24	20	18	17

股价表现



伊利股份（600887）：盈利能力持续改善，回购提高投资者回报

□ 投资逻辑

1、24Q1主动控节奏，收入端短期下滑。2023年液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品分别实现营业收入855亿元（+0.7%）、276亿元（+5.1%）、107亿元（+11.7%）；2024Q1液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品分别实现营业收入203亿元（-6.8%）、74亿元（-0.2%）、43亿元（+14.2%）。1）液体乳：液奶零售额市占率稳居行业第一，基础白奶增速快于行业。2）奶粉：2023年公司婴配粉零售额市占率达16.2%，提升1.6pp。以“营养+功能”为突破点，推出适合中老年人群的功能性乳品。3）冷饮：增速远超行业，稳居市场第一。

2、盈利能力提升可期。随着成本端企稳，叠加产品结构改善、费用投放效率提高，公司盈利能力将逐步提高。公司以参控股+战略合作方式把握稀缺牧业资源，优质奶源布局充分。凝聚上游牧业企业，合作牧场规模化，养殖规模及水平领先行业；定制化开发牧场管理系统，将数字化引入上游牧业，使奶牛养殖更高效。

3、回购以提高投资者回报。公司拟在12个月内以自有资金回购10-20亿元股份，将用于依法注销减少注册资本，表明公司对未来发展的信心，切实提高投资者回报。

□ 盈利预测与投资建议。

预计2024/2025/2026年EPS分别为2.04元、2.07、2.18元，“买入”评级。

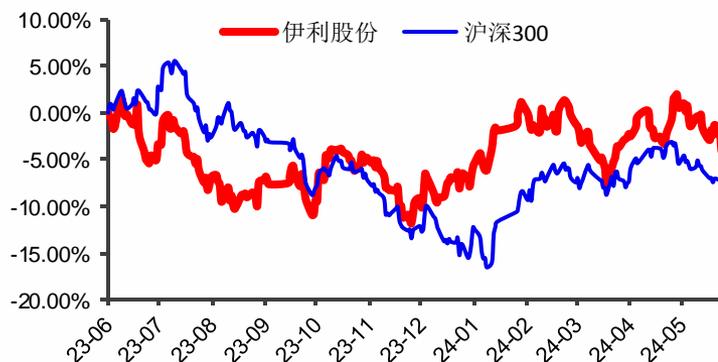
□ 风险提示

原奶价格持续上涨风险；行业竞争加剧风险；食品安全风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	1261.79	1300.03	1357.61	1416.96
营业收入增长率	2.44%	3.03%	4.43%	4.37%
归母净利润（亿元）	104.29	129.87	131.79	138.69
归母净利润增长率	10.58%	24.54%	1.48%	5.23%
EPS（元）	1.64	2.04	2.07	2.18
P/E	16	13	12	12

股价表现



新乳业 (002946) : 五年规划逐步落地, 利润弹性延续释放

□ 投资逻辑

1、DTC增速保持领先, 24Q1受并表范围调整增速放缓。2023年液体乳实现收入97.6亿元, 同比增长11.2%。公司坚持“鲜酸双强”品类发展策略, 产品迭代快速, 2023年新品收入占比达12%, 为后续增长奠定基础。2024Q1受一只酸奶牛出表调整影响, 收入增速放缓。

2、盈利能力延续提升趋势。2023年、2024Q1毛利率分别为26.9% (+2.8pp)、29.4% (+2.3pp), 主要由于原奶价格下降、产品结构优化。2023年、2024Q1净利率分别为4% (+0.4pp)、3.6% (+1.1pp), 净利率延续提升趋势。

3、战略规划清晰, 实现高质量发展。公司发布2023-2027年战略规划, 将力争收入复合双位数增长, 净利率翻倍, 以内生增长为主、外延并购为辅, 实现高质量发展。1) 产品端: 以鲜立方战略为核心, 低温鲜奶、低温酸奶为重点品类, 推动高端鲜奶五年复合增速不低于20%, 通过产品创新带动低温特色酸奶增长, 力争五年新品复合增速超过10%。2) 渠道端: 以DTC业务作为渠道增长第一引擎, 2027年收入占比目标30%, 数字化用户目标达5000万人。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.66元、0.82、0.98元, “买入”评级。

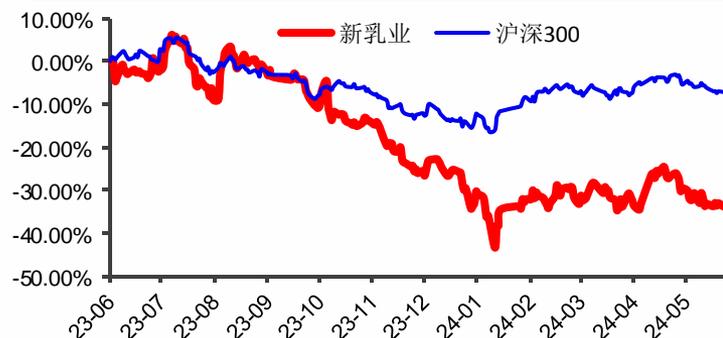
□ 风险提示

原奶价格大幅波动风险; 高端化升级不及预期风险; 食品安全风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	109.87	119.44	131.34	143.40
营业收入增长率	9.80%	8.71%	9.96%	9.18%
归母净利润 (亿元)	4.31	5.72	7.10	8.40
归母净利润增长率	19.27%	32.76%	24.11%	18.30%
EPS (元)	0.50	0.66	0.82	0.98
P/E	18	14	11	9

股价表现



海天味业（603288）：行业龙头壁垒深厚，渠道库存持续去化

□ 投资逻辑

1、**产品、品牌、渠道与供应链壁垒深厚。**公司在产品力、品牌知名度、渠道广度和深度与供应链效率方面均领先其他业内竞争对手，构筑起强有力的壁垒，龙头优势明显，竞争者难以撼动。

2、**产品方面**，公司在维持酱油、蚝油及酱类三大核心业务基础上，持续发力食醋、料酒等新品类，借助调味品平台及渠道优势提升市占率。**渠道方面**，公司B端借助餐饮渠道复苏趋势，业绩有望持续恢复；同时C端加快零添加产品布局，不断优化产品结构。

3、随着公司理顺渠道体系，进一步优化经销商结构，叠加23年渠道库存已完成去化，整体库存回归正常水平；公司持续推进整体结构升级，在餐饮及家庭端消费需求持续回暖背景下，长期稳健增长可期。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为1.12元、1.24元、1.36元，“买入”评级。

□ 风险提示

原材料价格或大幅波动，食品安全风险，餐饮需求恢复不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	245.59	266.40	289.74	314.48
营业收入增长率	-4.10%	8.47%	8.76%	8.54%
归母净利润（亿元）	56.27	62.17	68.79	75.72
归母净利润增长率	-9.21%	10.49%	10.65%	10.09%
EPS（元）	1.01	1.12	1.24	1.36
P/E	38	31	27	25

股价表现



中炬高新（600872）：股权之争尘埃落定，期待新团队表现

□ 投资逻辑

1、公司股权结构之争尘埃落定，新经营团队具备着丰富的快消品行业经验以及品牌、渠道管理经验，其他高管在财务管理及资本运作方面亦有丰富经验；新任高管团队上任将有效提振团队士气，改善经营管理效率。

2、展望24年，目前新任高管主导的改变正持续兑现。公司在全渠道扩张以及餐饮渠道拓展方面具备较大潜力，产品端零添加风潮带动下的结构升级亦值得期待；随着成本端回落的红利持续释放，新任班子领导的内部改革逐步落地，公司作为调味品龙头未来业绩高增可期。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为1.00元、1.25元、1.58元，“买入”评级。

□ 风险提示

餐饮端回暖不及预期风险，市场竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5139.09	5911.95	6793.21	7831.89
营业收入增长率	-3.78%	15.04%	14.91%	15.29%
归母净利润（百万元）	1696.95	785.52	980.98	1239.22
归母净利润增长率	386.53%	-53.71%	24.88%	26.33%
EPS（元）	2.16	1.00	1.25	1.58
P/E	13	25	20	16

股价表现



千禾味业（603027）：挟零添加产品大势，全国化扩张提速

□ 投资逻辑

1、**渠道方面**，公司不断推进经销商队伍扩容，借零添加产品之利，持续加强空白网点铺货及渠道下沉，全国化扩张进程不断提速。随着24年线下商超渠道改善，线上电商渠道延续高速发展，公司零添加类产品的渗透率有望近一步提升。

2、**产品方面**，公司将持续丰富零添加产品线，高毛利产品占比持续提升；此外积极拓展海鲜酱油、蒸鱼豉油以及料酒等品类，产品矩阵不断丰富。

3、**展望未来**，消费健康化趋势下，零添加渗透率有望持续提升，行业受益于此维持高景气度。公司作为零添加酱油龙头，在品类多元扩张及渠道加速渗透驱动下，业绩高增值得期待。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.62元、0.73元、0.86元，“持有”评级。

□ 风险提示

原材料价格波动风险，全国化扩张不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3206.80	3764.99	4363.53	4992.58
营业收入增长率	31.62%	17.41%	15.90%	14.42%
归母净利润（百万元）	530.45	641.28	754.39	880.47
归母净利润增长率	54.22%	20.89%	17.64%	16.71%
EPS（元）	0.52	0.62	0.73	0.86
P/E	31	22	18	16

股价表现



恒顺醋业（600305）：改革持续深化，期待基本面改善

□ 投资逻辑

1、产品方面，公司将继续贯彻“做深醋、做高酒、做宽酱”的三驾马车战略；其中醋品类将借助零添加及“轻”系列单品带动产品结构持续提升，同时坚持大单品战略，逐步精简SKU数量；复调系列将维持推新频率，还将继续推出轻火锅、小龙虾及冷泡汁等新品。

2、渠道方面，公司在发力传统零售渠道基础上，重点布局乡村市场网络，并在优势市场逐步打开B端增量；同时公司将加大电商及新零售渠道开拓，构筑全场景营销模式。

3、内部改革方面，公司持续加深内部改革，坚持外部人才引进以及激励机制完善。此外公司新聘任何春阳为总经理，何总曾任海天营销副总，期待公司改革显现成效。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.16元、0.17元、0.19元，“持有”评级。

□ 风险提示

原材料价格波动风险，C端消费回暖预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2106.41	2195.51	2302.33	2421.93
营业收入增长率	-1.52%	4.23%	4.87%	5.19%
归母净利润（百万元）	86.90	176.68	193.07	210.03
归母净利润增长率	-37.03%	103.31%	9.28%	8.78%
EPS（元）	0.08	0.16	0.17	0.19
P/E	118	49	40	34

股价表现



天味食品（603317）：复调行业龙头，BC双端齐发力

□ 投资逻辑

1、产品端：公司在坚持大单品战略基础上，根据地方风味不断开发区域性特色新品，C端产品矩阵持续完善，此外公司持续补全B端产线；随着明年C端需求持续复苏，酸菜鱼及手工底料等大单品有望持续放量贡献收入。

2、渠道端：传统渠道方面，公司将深化优商扶商政策，提升渠道精细化运营能力；并加速渠道下沉步伐，通过“聚焦大客户，打造大终端，执行大推广”战略，不断提升乡镇市场份额。此外公司将加大新零售及定制餐调渠道建设，同时借助食萃食品打通小B端销售通路，贡献未来收入弹性。

3、展望未来，复调行业在场景拓展与消费升级的双重助力下，未来仍维持双位数以上增速，公司作为行业龙头有望充分享受行业扩容红利，长期业绩高增可期。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.52元、0.63元、0.77元，“买入”评级。

□ 风险提示

C端消费回暖不及预期风险，市场竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3148.56	3651.43	4222.76	4860.55
营业收入增长率	17.02%	15.97%	15.65%	15.10%
归母净利润（百万元）	456.70	552.12	670.77	815.68
归母净利润增长率	33.65%	20.89%	21.49%	21.60%
EPS（元）	0.43	0.52	0.63	0.77
P/E	31	23	19	16

股价表现



涪陵榨菜（002507）：双拓战略起航，期待新品表现

□ 投资逻辑

1、**品类规划方面**，公司以双拓战略为指引，积极推进榨菜、下饭菜和榨菜酱三大战略品类，目前公司正着力提升榨菜酱终端覆盖率，配合公司专项费用投放，榨菜酱未来表现值得期待。

2、**品牌传播方面**，公司将三大品类与“大乌江”品牌传播相结合，同步推进地面推广及空中传播，深化乌江作为佐餐开胃菜的平台型品牌印象，为市场开拓及品类扩张实现品牌赋能。

3、**渠道及销售方面**，公司开启销售变革，成立通路、渠道、行销三大业务部门，此外建立起四大销售战区，有助于公司提升经销商管理及终端管理能力。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.80元、0.88元、0.95元，“买入”评级。

□ 风险提示

C端消费回暖不及预期风险，市场竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2449.85	2711.34	2947.21	3160.52
营业收入增长率	-3.86%	10.67%	8.70%	7.24%
归母净利润（百万元）	826.58	921.94	1011.69	1098.93
归母净利润增长率	-8.03%	11.54%	9.74%	8.62%
EPS（元）	0.72	0.80	0.88	0.95
P/E	20	16	14	13

股价表现



安井食品（603345）：深耕优质赛道，龙头优势稳固

□ 投资逻辑

1、速冻食品优质赛道。速冻食品行业景气度高，行业增长来源于C端便捷性生活消费需求+B端餐饮提升效率需求，行业未来5-10年提供较快的增长环境。速冻火锅制品行业集中度低，CR5仅25%左右，大行业小公司，且安井一家独大，优势明显。

2、公司质地优秀,成长路径清晰：1) 安井作为速冻火锅料和面米制品双龙头，规模效应下的成本优势、覆盖全国的营销网络、强执行力的营销团队和突出的大单品打造能力构筑起公司核心竞争力。在速冻火锅料行业竞争格局改善和公司产能加速释放的背景下，公司业绩高成长确定性强；2) 成本上涨倒逼餐饮企业降本提效，B端速冻食品迎来需求爆发，安井较早切入餐饮食材供应链，B端客户高粘性铸就公司渠道壁垒；3) 品类扩充稳步推进，菜肴制品实现爆发：公司通过“轻资产+自产+外延并购”三路发力预制菜领域，凭借冷链体系与渠道优势打开成长空间；因此，从行业竞争格局来看，安井处于市占率快速提升阶段，同时龙头地位和规模优势帮助公司步入良性循环的发展快车道，盈利能力有望实现快速提升。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为5.86、6.83元、7.86元，“买入”评级。

□ 风险提示

原材料价格波动风险，食品安全舆论风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	140.45	161.61	185.22	211.44
营业收入增长率	15.29%	15.07%	14.61%	14.15%
归母净利润（亿元）	14.78	17.18	20.03	23.05
归母净利润增长率	34.24%	16.26%	16.55%	15.11%
EPS（元）	5.04	5.86	6.83	7.86
P/E	21	13	11	10

股价表现



三全食品（002216）：米面维持稳健增长，餐饮渠道持续开拓

□ 投资逻辑

1、**渠道方面**，公司积极推进直营减亏，稳步建设经销体系；同时加大餐饮大客户开发力度与细分社会餐饮渠道建设，持续提升餐饮端渗透率；此外公司积极推进线上布局，通过抖快直播等方式帮助新品迅速打开知名度。

2、**产品方面**，公司将在维持传统米面平稳增长基础上，通过降费增效提升其利润贡献率；同时不断加大新式米面推新及支持力度，新品及次新品有望成为增长引擎；新品牛羊肉卷预计24年仍能维持50%+增速，带动速冻涮烤类产品占比持续增长

3、公司速冻米面行业龙头地位稳固，改革成效逐步显现，产品推新加渠道优化共同推动下，公司长期业绩有望稳健增长。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.86元、0.93元、0.99元，“持有”评级。

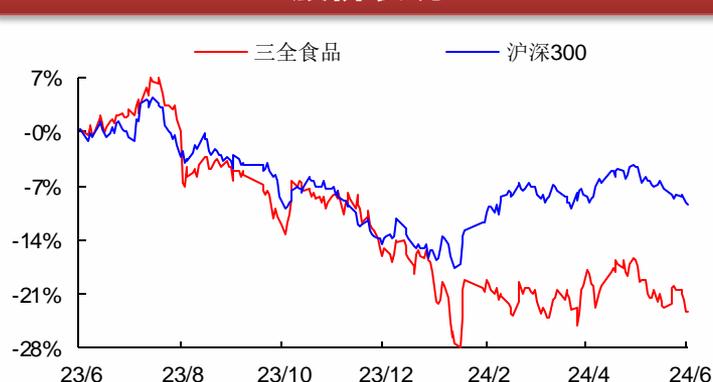
□ 风险提示

原材料价格波动风险，餐饮市场回暖不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	70.56	72.56	76.46	81.10
营业收入增长率	-5.09%	2.83%	5.38%	6.06%
归母净利润（百万元）	7.49	7.60	8.14	8.73
归母净利润增长率	-6.55%	1.47%	7.00%	7.27%
EPS（元）	0.85	0.86	0.93	0.99
P/E	16	13	12	11

股价表现



千味央厨（001215）：大B造就深厚壁垒，小B驱动未来增长

□ 投资逻辑

1、**大B方面**，公司持续加强对核心大客户的新品研发及服务力度，大客户门店数量持续增长叠加连锁餐饮渠道持续回暖，存量客户有望维持高增；此外公司亦积极拓展新大B客户，借助品类扩张持续带来收入增量。

2、**小B方面**，公司将继续支持重点经销商做大做强，一方面对经销商赋能帮助其提升管理能力，另一方面与经销商携手开发团餐早餐等新渠道，伴随24年社会餐饮需求逐步复苏，重点单品铺市率持续提升，小B端增速相较23年预计将有明显改善。

3、公司作为餐饮供应链龙头企业，在生产能力及规模效应方面已形成坚实壁垒，伴随公司持续探索餐供行业需求并发掘新兴机会，长期业绩有望维持高增。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为1.68元、2.09元、2.60元，“买入”评级。

□ 风险提示

原材料价格波动风险，小B餐饮市场回暖不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1900.83	2281.43	2694.86	3172.43
营业收入增长率	27.69%	20.02%	18.12%	17.72%
归母净利润（百万元）	134.27	166.75	207.91	258.11
归母净利润增长率	31.76%	24.19%	24.68%	24.15%
EPS（元）	1.35	1.68	2.09	2.60
P/E	34	18	15	12

股价表现



广州酒家（603043）：餐饮业务延续高增，省外市场拓展顺利

□ 投资逻辑

1、餐饮+食品双主业协同发展，营销助力打造品牌老字号。公司是粤菜餐饮老字号，通过品牌和研发优势赋能食品业务，双主业协同发展。公司渠道端已建成线上+线下销售体系，并不断推动省外市场布局，支撑食品业务增长，同时多餐饮品牌预计将有效承接消费者餐饮需求释放。尽管短期受国内宏观消费环境疲软影响，公司食品业务增速有所放缓，但中长期看随着公司速冻产能持续放量以及餐饮品牌门店加速异地扩张，后续增长动能强劲。

2、产品结构变化致毛利率承压，费用控制有效。2024Q1公司毛利率为29.8%，同比-2.6pp；净利率为8.0%，同比-0.6pp；毛利率下降主要因高毛利率的月饼系列产品收入占比下降而低毛利率的餐饮业务收入占比提升。

3、渠道开拓进展顺利，异地扩张潜力充足。公司持续调整优化经销商，后续公司将在维护传统渠道的基础上大力开拓新兴渠道，保障直营成长，省外经销网络仍有较大拓展空间。目前公司产品已进入盒马、山姆、Costco、Olé、麦德龙等超市。

业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为1.13元、1.31元、1.48元，“买入”评级。

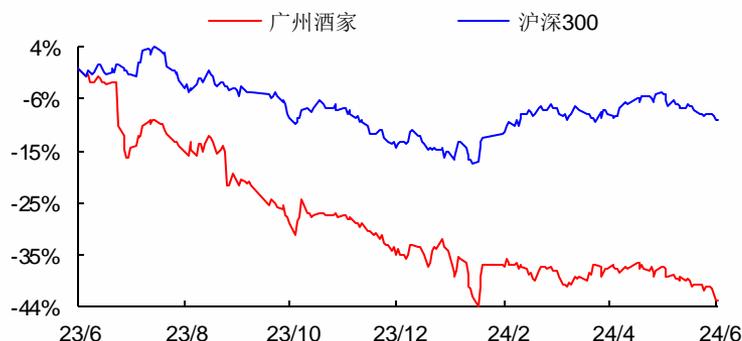
□ 风险提示

食品安全风险；省外市场拓展不及预期；原材料价格上涨等风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	49.01	56.63	64.44	72.00
营业收入增长率	19.17%	15.56%	13.78%	11.73%
归母净利润（亿元）	5.50	6.45	7.43	8.42
归母净利润增长率	5.78%	17.12%	15.22%	13.38%
EPS（元）	0.97	1.13	1.31	1.48
P/E	19	16	14	12

股价表现



同庆楼（605108）：三轮驱动强劲增长，门店爬坡期平稳度过

□ 投资逻辑

1、三轮驱动，重磅项目持续推进。公司深耕大型宴席和标准化连锁餐饮，扩张力充足；食品新业务铺设顺利，支撑成长。目前公司的三轮驱动战略已初步成形，三大板块的正循环机制逐步形成。2024Q1，公司新开三家门店，目前尚处于爬坡期，同时公司为积累发展后劲在市场营销、数字化建设等方面增加费用投入。

2、拓店持续推进，增长动能强劲。公司新开业门店6家（酒楼门店4家+婚礼门店2家），改造老门店9家，全年共新增门店面积12.3万平方米，2024年计划新增门店面积26.5万平方米，多家大体量门店迎来爬坡期。同时公司新增多款风格迥异的宴会厅产品，组建新媒体传播团队，获客变现能力不断增长。

3、宴席旺季需求释放，食品业务快速发展。2023年公司食品业务深度运营渠道，入驻胖东来、开市客、盒马等头部零售渠道门店，与安徽永辉、大润发等地区头部零售企业联营开设150家超市店中店，线上与京东家坊、东方甄选等顶流平台合作，为布局全国市场奠定基础。

业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为1.38元、1.91元、2.46元，“买入”评级。

□ 风险提示

门店拓展不及预期风险；行业竞争加剧风险；食品安全风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	24.01	31.70	40.99	50.83
营业收入增长率	43.76%	32.01%	29.31%	23.98%
归母净利润（亿元）	3.04	3.58	4.96	6.39
归母净利润增长率	224.91%	17.74%	38.55%	28.72%
EPS（元）	1.17	1.38	1.91	2.46
P/E	24	20	15	11

股价表现



晨光生物（300138）：多元业务协同发力，棉籽短期承压长期向好

□ 投资逻辑

1、植提行业龙头，多品类位居世界领先。2024年大宗产品价格大幅回落，行情波动下公司棉籽业务承压，但棉籽加工产品需求端仍然旺盛，同时公司通过复用植提技术和扩大产能规模，建立起相对竞品的成本优势，尽管短期受周期波动影响，但中长期公司棉籽业务的回报率依然可观。

2、主力产品基本盘稳固，梯队潜力产品持续放量。主力产品：辣椒红销量突破1万吨，再上新台阶；辣椒精产品依靠云南魔鬼椒原料优势，市场竞争力显著提升；叶黄素产品稳扎稳打，合理调整销售结构和节奏，食品级叶黄素销量7000多万克，同比增长约30%。梯队产品：水飞蓟素销量继续保持高增长，连续四年实现翻番；番茄红素、姜黄素销量稳中有升，市场影响力不断增强；甜菊糖产品通过让利经营，大客户关系得到强化。香辛料产品销售收入创历史新高，核心产品花椒油树脂销量同比增长超50%，销售收入突破1.2亿元，行业领先地位得到巩固。

3、原料基地加强建设，新兴业务快速发展。印度、赞比亚万寿菊种植基地面积快速增长，赞比亚辣椒涨势喜人，单产显著提高。公司在海外原料基地有序布局，有望进一步拉大原材料优势，依靠多品类发展对冲农产品周期性。

业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.70元、1.07元、1.40元，“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济波动风险；市场需求低迷风险；原材料价格波动风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	68.72	73.76	82.85	92.89
营业收入增长率	9.14%	7.34%	12.33%	12.12%
归母净利润（百万元）	4.80	3.74	5.69	7.44
归母净利润增长率	10.53%	-22.02%	52.05%	30.84%
EPS（元）	0.90	0.70	1.07	1.40
P/E	10	13	9	7

股价表现



农夫山泉 (9633.HK) : 双引擎格局发力, 费用改善提升盈利

□ 投资逻辑

1、包装水增长稳健, 茶饮表现较优。包装水在高基数下依然保持稳健增长, 公司加大对水源地的宣传, 强化天然健康的消费者认知。茶饮料在无糖茶饮风潮下维持高增, 公司进一步完善茶饮产品布局, 东方树叶新口味新规格研发上市。功能饮料一方面推进尖叫老品焕新, 培育新品“等渗尖叫”切入运动领域; 另一方面强化力量帝维他命水的功能认知, 深入潮流圈层开展联名活动。果汁饮料中纯果汁细分品类景气度高, NFC系列推出混合汁大瓶装丰富产品矩阵。其他产品在主抓经营效率、聚焦资源的策略下增速略有放缓, 但公司依然保持较快推新节奏。

2、盈利能力显著提升, 费用率改善卓有成效。2023年毛利率59.5%, 同比上升2.1pp; 净利率28.3%, 同比上升2.8pp; 在产品结构优化升级叠加规模效应费率下降的持续改善下, 公司的净利润率长期高于同业。

3、产品渠道成本制胜, 中长期高质增长具备支撑。公司从品类和口味等多方位推陈出新, 各赛道布局具有前瞻性, 在软饮多领域打造出完整优秀的SKU矩阵, 大单品长盛不衰。公司多维度探索与改进上游原料和工艺, 规模化采购锁价精准, 全国水源地布局缩短运输距离, 成本进入下行通道。

业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为1.37元、1.69元、2.01元, “买入”评级。

□ 风险提示

终端需求低迷; 新品拓展不及预期; 原材料价格大幅波动等风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	426.67	524.85	633.45	740.89
营业收入增长率	28.4%	23.0%	20.7%	17.0%
归母净利润 (亿元)	120.79	153.85	189.93	225.99
归母净利润增长率	42.2%	27.4%	23.5%	19.0%
EPS (元)	1.07	1.37	1.69	2.01
P/E	36	28	23	19

股价表现



卫龙美味 (9985.HK) : 辣味零食领先者, 多品类协同发展

□ 投资逻辑

1、核心品类稳健增长, 第二曲线高速发展。公司在辣味零食赛道头部地位稳固, 精装款产品产能不断提升, 规模效应逐渐凸显。目前行业市场格局较为分散, 公司有望把握行业整合机遇逐渐取代小型经营者提升调味面制品市占率, 同时通过蔬菜制品第二曲线高速成长和豆制品等新品推广带来收入与市占率的进一步爆发。

2、成本下行增厚毛利, 销售费用投入增加。2023年公司毛利率为47.7%, 同比+5.4pp, 经调整净利率为19.9%, 同比+0.2pp。2023年毛利率上升主要得益于原材料成本下降、高毛利率的蔬菜制品占比提升以及供应链自动化带来的成本管理优化。费用率方面, 销售费用率上升主要源于公司继续推进辅销及助销模式, 增聘销售人员; 同时公司加强品牌宣传, 广告费用支出增加; 得益于持续提升组织效率, 管理费用率有所优化。

3、新品加速推进, 渠道持续发力。霸道熊猫(川味辣条)和小魔女(川味片状魔芋)市场反馈积极。霸道熊猫上市两个月单月平均出货量超千万, 小魔女在天猫旗舰店双十一出售7.5w包, 转化率达24.5%。公司从Q2开始通过定制包装和规格, 全面开展与零食量贩渠道的合作, 目前零食量贩、传统KA等新渠道占比已超四成。

业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.45元、0.52元、0.59元, “买入”评级。

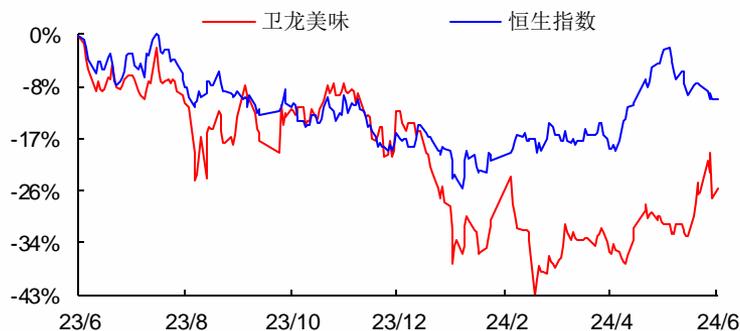
□ 风险提示

行业竞争加剧风险; 原材料价格波动风险; 食品安全问题的风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	48.72	56.69	65.07	73.63
营业收入增长率	5.17%	16.36%	14.79%	13.14%
归母净利润(亿元)	8.80	10.49	12.17	13.99
归母净利润增长率	481.87%	19.15%	16.03%	14.92%
EPS(元)	0.37	0.45	0.52	0.59
P/E	14	12	10	9

股价表现



欢乐家（300997）：新兴渠道顺利导入，新品拓展值得期待

□ 投资逻辑

1、椰汁罐头双轮驱动，长期耕耘壁垒深厚。公司深耕椰子汁和水果罐头业务，在全国重点区域市场已形成较强的品牌力。看好公司在C端椰子汁方面完善产品矩阵，以椰子水等产品提升高线城市销售占比；罐头方面继续打造水果罐头龙头，稳定基本盘；B端厚椰乳产品发挥产品端和供应端优势进军咖啡赛道，贡献新增长。

2、产品结构优化叠加成本改善提升毛利，费投加大致盈利能力短期承压。毛利率为38.7%，同比上升1.8pp，主要系毛利率更高的椰汁饮料占比提升以及水果原料采购价格下降所致。销售费用率提升主要系增网点扩渠道的前置性影响，公司在传统渠道加大对终端市场的开拓，力争在2024年实现终端网点100万家量级的目标。净利率为14.9%，同比下滑1.6pp，主要系基数较高和整体费用投放增加，盈利能力短期略有承压，但仍处历史较高水平。

3、新兴渠道顺利导入，新品布局开辟多元增长曲线。公司积极拥抱零食专营连锁等新兴渠道，24Q1公司黄桃罐头和橘子罐头产品进入万辰和零食很忙等头部零食专营连锁渠道，呈现逐月递增的趋势，有望逐季贡献新增量。公司积极布局椰鲨椰子水系列产品，3月正式启动铺货与冰柜投放，提前布局夏季即饮市场。

业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.73元、0.87元、1.02元，“买入”评级。

□ 风险提示

市场竞争激烈风险；原材料价格波动风险；To B业务进展较慢风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	19.23	22.45	25.73	28.88
营业收入增长率	20.47%	16.77%	14.59%	12.25%
归母净利润（亿元）	2.78	3.25	3.90	4.57
归母净利润增长率	36.87%	16.83%	19.86%	17.22%
EPS（元）	0.62	0.73	0.87	1.02
P/E	24	20	17	15

股价表现



安琪酵母（600298）：短期经营压力，全球布局明确

□ 投资逻辑

1、24Q1国内经营仍有压力，国外增速相对领先。公司经营面向全球，在国内、全球酵母市占率分别约55%、18%，出口至160多个国家和地区。随着海外子公司扩产逐步落地，公司有望进一步扩大在全球的份额。24Q2国内需求环比好转。

2、成本整体下降。新榨季糖蜜及能源价格整体下降，且公司已积极攻关自产水解糖工艺，原料端压力减缓。

3、产能稳步推进，成本企稳下降。1) 产能方面，公司为全球最大的YE供应商和第二大酵母供应商，酵母总产能37万吨，在全球13个城市拥有生产基地，产能稳步推进。埃及、俄罗斯公司扩建预计年内落地。2) 成本方面，随着自产水解糖代替糖蜜比例提升，成本压力将得到有效缓解，同时可打破发酵原料不足对产能扩张的限制。此外，埃及、俄罗斯公司扩建可进一步发挥海外成本优势。

业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为1.55元、1.78元、2.09元，“买入”评级。

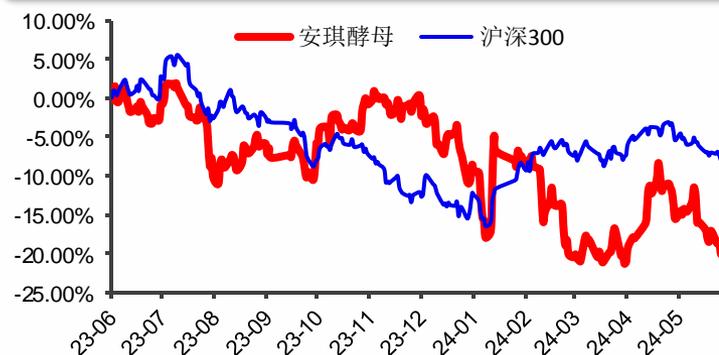
□ 风险提示

原材料价格或大幅波动；汇率或大幅波动；产能建设进度不及预期的风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	135.81	156.72	178.85	202.22
营业收入增长率	5.74%	15.39%	14.12%	13.07%
归母净利润（亿元）	12.70	13.47	15.5	18.13
归母净利润增长率	-3.86%	6.02%	14.74%	17.33%
EPS（元）	1.46	1.55	1.78	2.09
P/E	20	18	16	14

股价表现



绝味食品（603517）：调整开店策略，期待单店提升

□ 投资逻辑

1、调整开店策略，注重精耕细作、提升单店。 1) 门店数量方面，截至2023年末，门店数量达1.6万家，全年净增加874家，23H2调整门店结构，放慢开店节奏。2) 单店营收方面，全年平均单店营收基本持平。2024年公司开店策略将转向精耕细作、提升单店，保障加盟商的生存质量和盈利水平。

2、成本逐渐改善，投资收益拉低盈利水平。 2023年以来卤味成本波动较大，整体呈向下趋势，其中鸭脖价格于4月上涨至高点后回落。2023年、2024Q1毛利率分别为24.8% (-0.8pp)、30% (+5.7pp)，23Q3起成本端逐渐改善。2023年投资收益-1.2亿元，拉低整体盈利，净利率4.4% (+1.4pp)；2024Q1净利率9.4% (+2.2pp)。

3、外延投资拓展成长曲线，回购股份彰显信心。 1) 公司通过网聚资本围绕卤味、特色味型调味品、轻餐饮等进行外延股权投资，探索第二、第三成长曲线，致力于构建美食生态圈。2) 2023年8月起，公司将在12个月内以2-3亿元自有资金，以不超过50元/股的价格回购公司股份以减少注册资本，彰显公司对自身未来发展的信心。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为1.26元、1.52元、1.62元，“买入”评级。

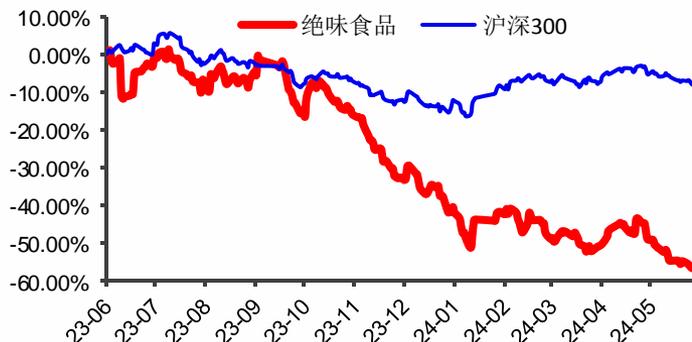
□ 风险提示

原材料价格或大幅波动；食品安全风险；行业竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7261.33	7932.09	8656.78	9320.00
营业收入增长率	9.64%	9.24%	9.14%	7.66%
归母净利润（百万元）	344.31	783.00	941.98	1004.80
归母净利润增长率	46.60%	127.42%	20.30%	6.67%
EPS（元）	0.55	1.26	1.52	1.62
P/E	29	13	11	10

股价表现



洽洽食品 (002557) : 2023年短期承压, 24Q1毛利率改善

□ 投资逻辑

1、2023年瓜子需求偏弱。2023年葵花子、坚果、其他产品分别实现收入42.7亿元 (-5.4%)、17.5亿元 (+8%)。葵花子收入下滑,公司通过定制款瓜子培育茶饮、餐饮场景。坚果方面,礼盒坚果增长较快,同时加大风味坚果试销力度。

2、葵花籽采购成本回落,期待利润弹性释放。1、2023年、2024Q1毛利率分别为26.8% (-5.2pp)、30.4% (+1.9pp)。主要由于受收货季节天气及规划种植面积影响,2023年前期葵花籽采购价格上涨,2024Q1采购价格回落。

3、连续实行员工持股计划,长期发展动力充足。公司发布第九期员工持股计划,拟对不超过318名员工实施员工持股计划,员工自筹金额不超过5000万元,总金额不超过1亿元。连续实行员工持股,且激励范围较广,有助于充分激发员工动力、完善公司激励制度,利于公司长期健康发展。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为2.05元、2.45元、2.73元,“买入”评级。

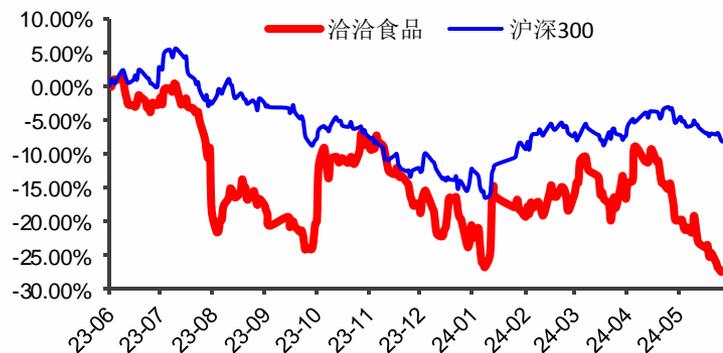
□ 风险提示

渠道拓展或不及预期;原材料价格或大幅波动;食品安全风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6805.63	7724.12	8672.28	9620.33
营业收入增长率	-1.13%	13.50%	12.28%	10.93%
归母净利润(百万元)	802.74	1041.31	1240.70	1384.36
归母净利润增长率	-17.75%	29.72%	19.15%	11.58%
EPS(元)	1.58	2.05	2.45	2.73
P/E	18	14	12	11

股价表现



盐津铺子（002847）：高基数下持续高增，盈利能力逐步提升

□ 投资逻辑

1、新品表现亮眼，电商、零食渠道占比提升。 1) 品类看，公司聚焦七大核心品类，产品体系完善，年货节表现较好。其中，麻酱味素毛肚成为爆款，月销环比提升；鹌鹑蛋保持快速增长，2024Q1销售额破亿元。2) 分渠道看，电商、零食渠道收入占比均超过20%。持续强化渠道渗透，在保持KA、AB超优势外，公司积极拥抱电商、CVS、零食专营店、校园店等，形成全渠道覆盖，充分享受渠道变革红利。

2、渠道结构拉低毛利率，净利率持续提升。 1) 毛利率方面，一季度毛利率32.1%，同比下降2.5pp，主要由于渠道结构调整。2) 费用率方面，销售费用率13%，同比下降0.8pp；管理费用率4.2%，同比下降0.1pp；研发费用率1.3%，同比下降1.4pp；财务费用率0.3%，基本持平。3) 一季度整体净利率13.1%，同比提升0.5pp，保持提升趋势。

3、战略全新升级，产品+渠道+供应链共同发力。 2023年公司战略升级为“渠道为王、产品领先、体系护航”，产品和渠道持续优化。产品方面，聚焦创新主线及七大核心品类，“大魔王”魔芋素毛肚、“蛋皇”健康鹌鹑蛋获得快速增长。渠道方面，发力零食量贩、电商、定量装核心渠道等，全面激发全渠道活力。此外，公司继续强化供应链优势，投资建设新疆1万吨马铃薯（雪花）全粉生产加工基地、江西蛋皇纪二期300万羽鹌鹑养殖基地。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为2.45元、3.10元、3.87元，“买入”评级。

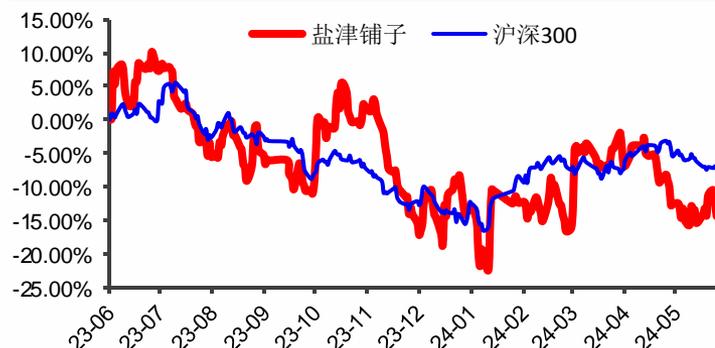
□ 风险提示

原材料价格或大幅波动；渠道拓展或不及预期；新品开拓或不及预期。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4115.18	5240.71	6460.46	7860.63
营业收入增长率	42.22%	27.35%	23.27%	21.67%
归母净利润（百万元）	505.77	671.68	851.91	1061.94
归母净利润增长率	67.76%	32.80%	26.83%	24.65%
EPS（元）	1.84	2.45	3.10	3.87
P/E	25	19	15	12

股价表现



甘源食品 (002991) : 规模效应逐步显现 , 期待维持高增长

□ 投资逻辑

1、新品持续放量，渠道协同发展。 1) 分品类看，2023年综合果仁及豆果、青豌豆、瓜子仁、蚕豆分别实现收入5亿元 (+32.2%)、4.7亿元 (+26%)、2.7亿元 (+18.4%)、2.3亿元 (+11%)。公司产品创新能力强，老三样经典产品稳健增长，调味坚果、薯片、花生、豆果等产品逐渐形成规模。2) 分渠道看，2023年经销、电商渠道分别实现收入15.7亿元 (+27.6%)、2.2亿元 (+29.4%)，线上线下渠道融合发展。

2、成本弹性叠加规模效应，盈利能力保持高位。 2023年、2024Q1公司毛利率分别为36.2% (+2pp)、35.4% (-1pp)。2023年毛利率提升主要由于夏威夷果及棕榈油采购价格下降、规模效应显现；2024Q1毛利率下降主要由于春节期间电商促销折扣力度较大。2023年、2024Q1公司净利率分别为17.8% (+6.9pp) 15.6% (+1.5pp)。

3、回购用于股权激励，长期发展动力充足。 2023年10月公司发布回购计划，拟在12个月内以不超过102元/股的价格回购0.6-1.2亿元股份，后续将用于实施员工持股计划或股权激励计划，将进一步完善长期激励制度。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为4.40元、5.46元、6.62元，“买入”评级。

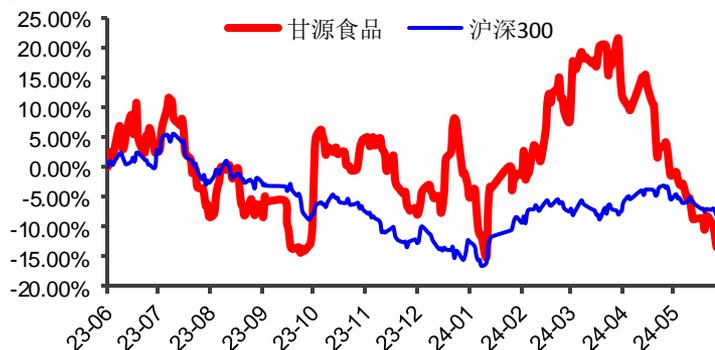
□ 风险提示

行业竞争加剧风险；新品推广或不及预期；食品安全风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1847.56	2385.78	2923.15	3554.48
营业收入增长率	27.36%	29.13%	22.52%	21.60%
归母净利润 (百万元)	329.06	410.10	508.76	616.64
归母净利润增长率	107.87%	24.63%	24.06%	21.20%
EPS (元)	3.53	4.40	5.46	6.62
P/E	18	15	12	10

股价表现



劲仔食品（003000）：净利率持续提升，三年倍增可期

□ 投资逻辑

1、春节错期影响24Q1增速。受春节错期影响，2024Q1收入增速放缓，2023Q4+2024Q1合计收入11.1亿元，同比增长25%。1) 分品规看，小包装贡献主要收入，保持稳健增长；散称增速领先。2) 分渠道看，持续开发及优化经销商，加强终端建设；线下零食专营渠道、线上新媒体、天猫超市等带动直营收入快速增长。

2、盈利能力持续提升。毛利率方面，一季度毛利率30%，同比提升4pp，主要由于原材料成本下降、规模效益显现。一季度净利率13.8%，同比提升4.8pp，盈利能力持续提升。

3、实控人解禁后不减持，连续股权激励动力充足。1、2023年9月，公司IPO前已发行股份解禁，公司实控人承诺12个月内不减持，充分显示对未来发展的信心。2、2023年11月，公司发布回购计划，拟在12个月内回购总金额2000万-4000万元，用于实施股权激励计划或员工持股计划。此前公司已实施限制性股票激励计划，有利于充分调动员工积极性、完善长期激励机制。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.64元、0.82元、1.00元，“买入”评级。

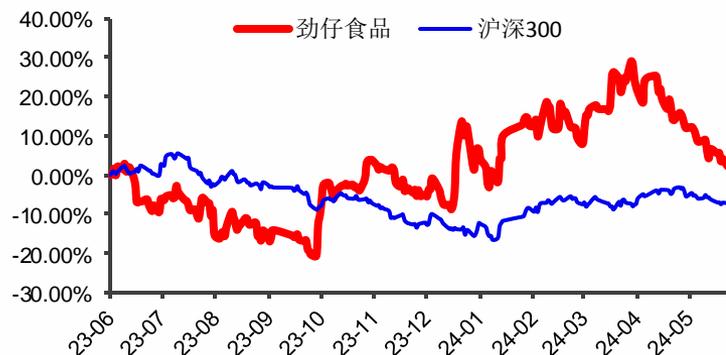
□ 风险提示

新品拓展或不及预期，原材料价格波动风险，食品安全风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2065.21	2597.92	3251.41	3931.00
营业收入增长率	41.26%	25.79%	25.15%	20.90%
归母净利润（百万元）	209.58	287.51	368.26	449.37
归母净利润增长率	68.12%	37.18%	28.09%	22.02%
EPS（元）	0.46	0.64	0.82	1.00
P/E	26	19	15	12

股价表现



桃李面包（603866）：经营压力持续，继续推进全国化

□ 投资逻辑

1、Q1各区域收入普遍下滑，西南保持增长。 1、分品类看，一季度面包及糕点实现收入13.9亿元（-4.7%）。公司推出主食烧饼面包、咸蛋黄嘟嘟面包、红豆餐包面包、黄油厚切吐司、高纤维全麦面包等新品以适应消费习惯及变化趋势。

2、毛利率承压，费用率企稳。 1、一季度毛利率23.1%，同比下滑0.8pp。2、费用率方面，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为8.2%、2.5%、0.6%，基本持平；财务费用率0.6%，同比增加0.3pp，主要由于利息支出增加。3、整体净利率8.2%，同比下滑1.2pp。

3、产能储备充足，继续推进全国化。 公司已在全国22个区域建立生产基地，并向周边辐射销售。逐步推进产能扩张，广西、长春、河南、上海、佛山生产基地正在建设中，预计将逐步释放新产能22.4万吨。新产能释放后将匹配市场增长的需求、扩大市场份额，同时规模效应将逐步显现。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.37元、0.42、0.47元，“持有”评级。

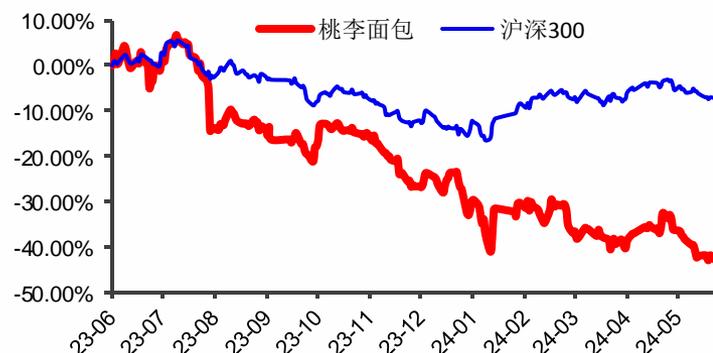
□ 风险提示

原材料价格或大幅波动；市场开拓不达预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6758.57	7301.28	7876.78	8462.51
营业收入增长率	1.08%	8.03%	7.88%	7.44%
归母净利润（百万元）	574.04	595.74	671.64	750.91
归母净利润增长率	-10.31%	3.78%	12.74%	11.80%
EPS（元）	0.36	0.37	0.42	0.47
P/E	15	14	12	11

股价表现



重点公司估值表

代码	公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				投资评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600519	贵州茅台	1471.00	59.49	70.44	81.97	94.70	25	21	18	16	买入
000858	五粮液	130.20	7.78	8.94	10.05	11.42	17	15	13	11	买入
000568	泸州老窖	150.09	9.00	11.20	13.61	16.29	17	13	11	9	买入
600809	山西汾酒	217.00	8.56	10.67	12.93	15.61	25	20	17	14	买入
600779	水井坊	40.01	2.60	3.01	3.50	4.04	15	13	11	10	买入
000799	酒鬼酒	48.82	1.69	1.78	2.03	2.37	29	27	24	21	买入
002304	洋河股份	85.25	6.65	7.50	8.45	9.40	13	11	10	9	买入
000596	古井贡酒	220.64	8.68	11.16	14.01	17.16	25	20	16	13	买入
603369	今世缘	47.66	2.50	3.04	3.70	4.51	19	16	13	11	买入
603198	迎驾贡酒	58.00	2.86	3.60	4.38	5.28	20	16	13	11	买入
603589	口子窖	40.78	2.87	3.33	3.83	4.39	14	12	11	9	买入
600559	老白干酒	19.00	0.73	0.95	1.21	1.52	26	20	16	13	买入
603919	金徽酒	18.80	0.65	0.87	1.15	1.48	29	22	16	13	买入
002646	天佑德酒	10.67	0.19	0.34	0.48	0.59	57	31	22	18	买入
600197	伊力特	18.70	0.72	0.81	1.10	1.44	26	23	17	13	买入
0291.HK	华润啤酒	27.80	1.59	1.85	2.11	2.37	20	14	12	10	买入
600600	青岛啤酒	73.20	3.13	3.60	4.16	4.79	24	19	17	15	买入
600132	重庆啤酒	60.65	2.76	3.05	3.34	3.64	24	20	18	17	买入
600887	伊利股份	25.78	1.64	2.04	2.07	2.18	16	13	12	12	买入
002946	新乳业	9.12	0.50	0.66	0.82	0.98	18	14	11	9	买入
603288	海天味业	34.35	1.01	1.12	1.24	1.36	38	31	27	25	买入

重点公司估值表

代码	公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				投资评级
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
600872	中炬高新	24.78	2.16	1.00	1.25	1.58	13	25	20	16	买入
603027	千禾味业	13.97	0.52	0.62	0.73	0.86	31	22	18	16	持有
600305	恒顺醋业	7.34	0.08	0.16	0.17	0.19	118	49	40	34	持有
603317	天味食品	12.04	0.43	0.52	0.63	0.77	31	23	19	16	买入
002507	涪陵榨菜	12.57	0.72	0.80	0.88	0.95	20	16	14	13	买入
603345	安井食品	74.55	5.04	5.86	6.83	7.86	21	13	11	10	买入
001215	千味央厨	30.51	1.35	1.68	2.09	2.60	34	18	15	12	买入
002216	三全食品	11.52	0.85	0.86	0.93	0.99	16	13	12	11	持有
603043	广州酒家	16.11	0.97	1.13	1.31	1.48	19	16	14	12	买入
605108	同庆楼	23.43	1.17	1.38	1.91	2.46	24	20	15	11	买入
300138	晨光生物	8.44	0.90	0.70	1.07	1.40	10	13	9	7	买入
9633.HK	农夫山泉	40.15	1.07	1.37	1.69	2.01	36	28	23	19	买入
9985.HK	卫龙美味	6.26	0.37	0.45	0.52	0.59	14	12	10	9	买入
600298	安琪酵母	28.59	1.46	1.55	1.78	2.09	20	18	16	14	买入
603517	绝味食品	16.00	0.56	1.26	1.52	1.62	29	13	11	10	买入
002557	洽洽食品	28.99	1.58	2.05	2.45	2.73	18	14	12	11	买入
002847	盐津铺子	46.48	1.84	2.45	3.10	3.87	25	19	15	12	买入
002991	甘源食品	64.45	3.53	4.40	5.46	6.62	18	15	12	10	买入
003000	劲仔食品	12.19	0.46	0.64	0.82	1.00	26	19	15	12	买入
603866	桃李面包	5.22	0.36	0.37	0.42	0.47	15	14	12	11	持有

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券（截止2024/6/21）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：王书龙

执业证号：S1250523070003

电话：023-63786049

邮箱：wsl@swsc.com.cn

分析师：夏霁

执业证号：S1250523070006

电话：021-58351969

邮箱：xiaji@swsc.com.cn

分析师：舒尚立

执业证号：S1250523070009

电话：023-63786049

邮箱：ssl@swsc.com.cn

分析师：竺文钊

执业证号：S1250524060002

电话：023-63786049

邮箱：dwzyf@swsc.com.cn

联系人：杜雨聪

电话：023-63786049

邮箱：dyuc@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfly@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	卞黎昶	高级销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn				
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn