

固本开新，行稳致远

---食品饮料行业2024年中期策略报告

华龙证券研究所 食品饮料行业

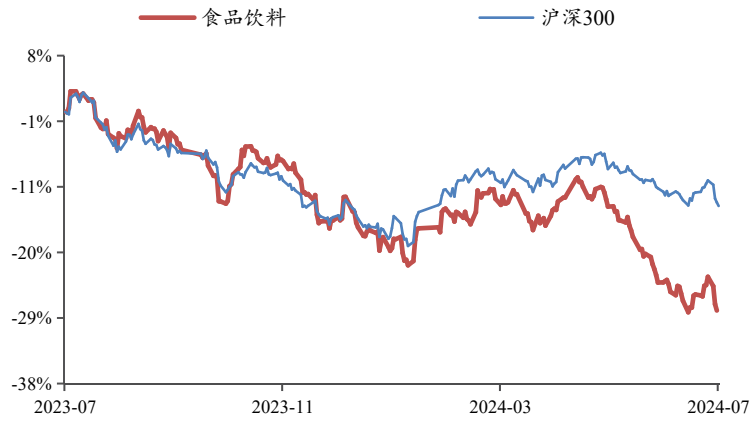
分析师：王芳

SAC执业证书编号：S0230520050001

2024年07月25日

证券研究报告

最近市场走势 (单位: %)



相关报告

《行业有望筑底反弹，关注中长期配置价值——食品饮料行业周报》

2024. 07. 22

《茅台批价企稳回升，关注上半年业绩预告——食品饮料行业周报》 2024. 07. 16

《酒企积极调控，关注底部配置机会——食品饮料行业周报》 2024. 07. 09

沪深300表现 (2024. 07. 25) (单位: %)

表现	1M	3M	12M
食品饮料	-5.16	-16.49	-25.11
沪深300	-2.23	-3.47	-10.67

- 行情回顾：**2024年上半年（截至6月30日），申万一级食品饮料板块涨跌幅为-15.11%，在31个申万一级行业中排名第20位，同期上证指数涨跌幅为-0.25%，沪深300涨跌幅为+0.89%；个股方面，涨幅前三分别为三只松鼠（+21.16%）、东鹏饮料（+18.21%）、燕京啤酒（+2.32%），跌幅前三分别为ST春天（-74.00%）、岩石股份（-63.48%）、皇氏集团（-58.18%）。2024年6月30日，食品饮料板块PE为21倍，白酒PE为20倍，较年初出现明显回调，当前估值更加具备安全边际，中长期配置价值凸显。
- 白酒：**2024年上半年，白酒行业延续弱复苏态势，消费增长动力减弱，存量时代下，品牌竞争加剧，市场份额强集中。2016年以来，白酒产量呈逐年下滑趋势，但规上白酒企业业绩维持稳健增长。2024年1-5月，规上白酒企业实现销售收入2844.5亿元，同比增长11.8%；利润总额806.1亿元，同比增长9.5%，体现白酒行业增长韧性。消费场景方面，大众宴席需求优于礼赠和商务需求，价格带方面，上半年市场动销最好的前三价格带分别为300-500元、100-300元、100元及以下。500元-800元次高端和800元以上的高端价格带动销表现一般。高端白酒呈现寡头垄断竞争格局，护城河宽阔，具备较高的ROE水平，现金流质量较高，全年业绩确定性较强。区域龙头酒企受益于100-400元价格带持续扩容，主流消费价格带持续上移，在其特定区域，凭借较强的品牌影响力和市场渗透率，展现出了较优的竞争力和增长势头。次高端价格带白酒受商务场景需求较弱的影响，消费者更加理性和务实，企业业绩出现较明显分化，渠道优势和品牌力较强的酒企表现较优，而部分酒企业绩出现下滑。
- 啤酒：**中国啤酒行业进入平稳发展期，竞争激烈且竞争格局稳定。对标海外市场，中国啤酒吨价较低，主要啤酒上市公司顺应行业产品结构优化的趋势，布局中高端啤酒产品，促进吨价提升。2023年8月，“澳麦双反”政策取消，啤酒的上游原材料大麦价格进入下行周期，包材玻璃、纸箱等成本保持平稳或小幅下降，2024年啤酒上市公司综合成本下行确定性较强。啤酒上市公司费用投放相对平稳，行业维持良性竞争，2024全年来看，费用投放效率有望持续提升。
- 软饮料：**我国软饮料行业呈现良好增长态势，市场规模不断扩大。近年来，消费者在购买饮料产品时越来越重视其对健康和体能的益处。功能性饮料、包装水、即饮茶、果汁等品类市场份额不断提升。6-8月全国高温天气催化，软饮料进入动销旺季，高温天气发生的更加频繁和严重，将增加消费者对软饮料的需求，拉动软饮料行业动销景气度向上。成本方面，白糖价格呈下降趋势，包材PET价格较平稳。
- 零食：**在大众性价比消费趋势带动下，零食板块渠道和品类红利持续兑现，零食量贩店扩张和抖音等新媒体带来新增量，鹌鹑蛋、魔芋等品类快速放量，规模效应提升。2024年下半年，我们认为零食板块整体延续之前的增长逻辑，第一，量贩门店和抖音电商等线上渠道带来增量空间；第二，鹌鹑蛋、魔芋等健康零食品类的高景气度带来结构性机会。下半年预计成本端同比呈现下行趋势。
- 投资建议：**投资方向一，跌幅较多的顺周期白酒板块，把握底部布局机会。建议关注五粮液、贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘、金徽酒。投资方向二，成本下行，盈利能力显著提升，高端化延续的啤酒板块。建议关注青岛啤酒、燕京啤酒。投资方向三，顺应高端性价比消费新趋势，业绩具备较强确定性的软饮料东鹏饮料和零食板块。建议关注东鹏饮料、盐津铺子、劲仔食品。
- 风险提示：**食品安全风险，消费复苏不及预期风险，成本上行风险，业绩增速不及预期风险，市场竞争加剧风险，第三方数据统计偏差风险。

目录

1

行情回顾

2

子行业回顾与展望

3

投资建议

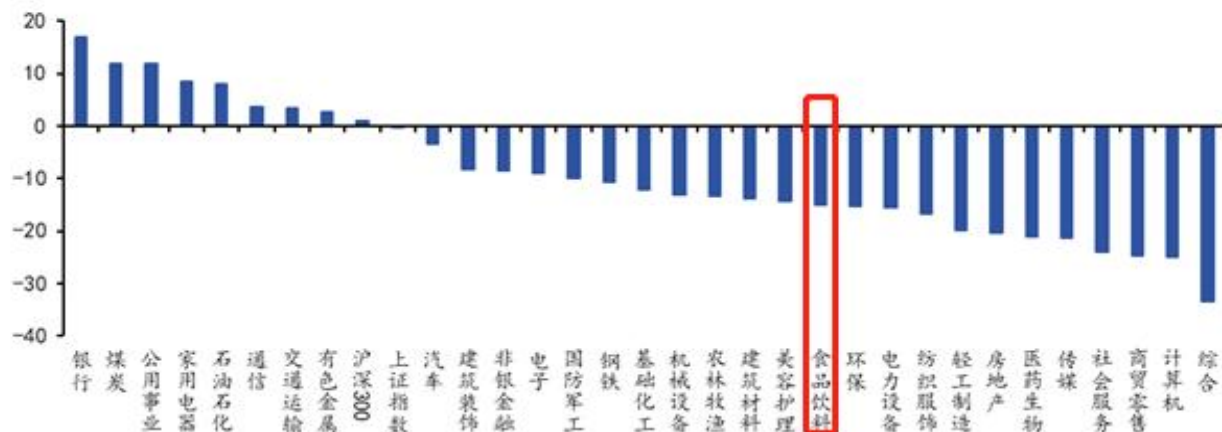
4

风险提示

1.1 食品饮料板块回调，软饮料和啤酒表现居前

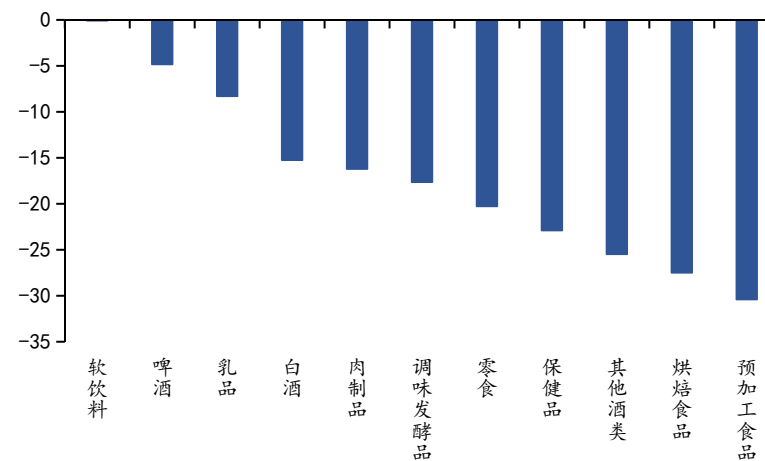
- 2024年上半年（截至6月30日），申万食品饮料板块涨跌幅为-15.11%，在31个申万一级行业中排名第20位。
- 子板块涨跌幅如下：软饮料（-0.03%）、啤酒（-4.82%）、乳品（-8.29%）、白酒（-15.24%）、肉制品（-16.20%）、调味品（-17.63%）、零食（-20.26%）、保健品（-22.89%）、其他酒类（-25.47%）、烘焙食品（-27.48%）、预加工食品（-30.39%），同期上证指数涨跌幅为-0.25%，沪深300涨跌幅为+0.89%。
- 个股方面，涨幅排名前五的个股分别为：三只松鼠（+21.16%）、东鹏饮料（+18.21%）、燕京啤酒（+2.32%）、承德露露（+0.13%）、养元饮品（+0.05%）；跌幅排名前五的个股分别为：ST春天（-74.00%）、岩石股份（-63.48%）、皇氏集团（-58.18%）、嘉隆股份（-56.88%）、均瑶健康（-56.30%）。

图1: 申万一级行业涨跌幅 (%)



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图2: 食品饮料申万三级行业涨跌幅 (%)

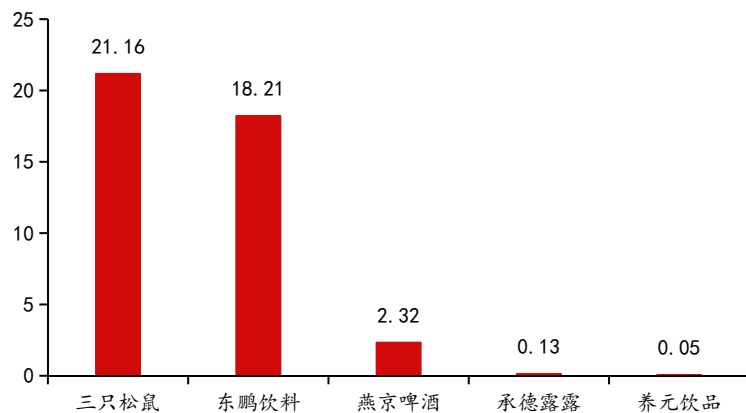


数据来源：iFinD，华龙证券研究所

1.2 估值筑底，具备安全边际

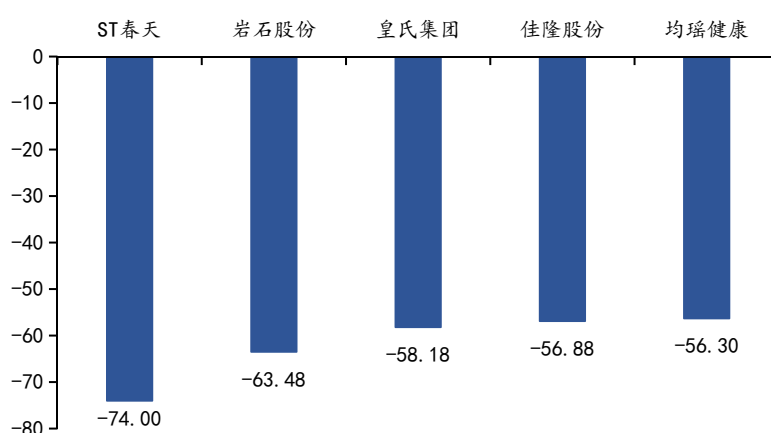
- 估值方面：截至2024年6月30日，食品饮料板块PE为21倍，白酒PE为20倍，相较于年初值（2024年1月2日，食品饮料板块PE为26倍，白酒PE为25倍），估值出现明显回调，当前估值更加具备安全边际，中长期配置价值凸显。
- 公募基金持仓情况：2024年半年报数据显示，公募基金配置比例排名前三的申万一级行业分别为电子（14.65%）、食品饮料（11.88%）、医药生物（10.16%）。截至2024年6月30日，陆股通持股市值占流通市值比来看，食品饮料行业为4.87%，在申万31个行业中排名第四，排名前三的行业分别为家用电器（10.57%）、电力设备（5.76%）、美容护理（5.62%）。

图3:食品饮料个股涨幅前五 (%)



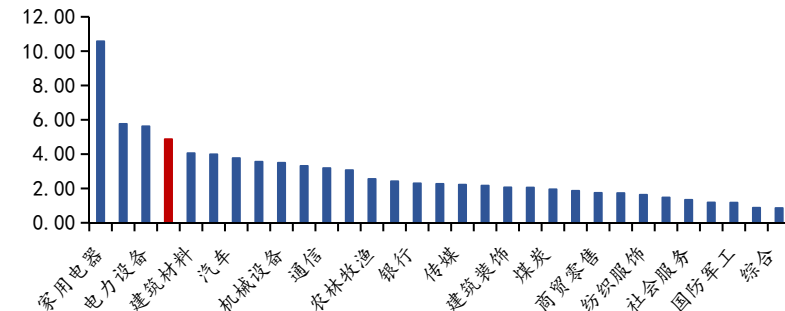
数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图4:食品饮料个股跌幅前五 (%)



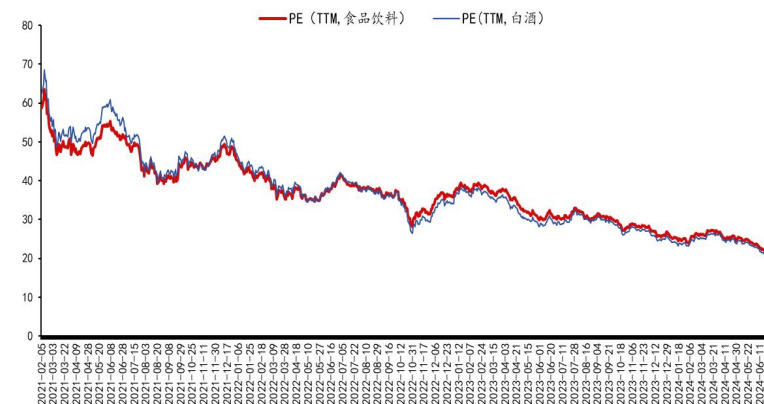
数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图6:陆股通持股市值占流通市值比 (%)



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图5:食品饮料估值 (倍)

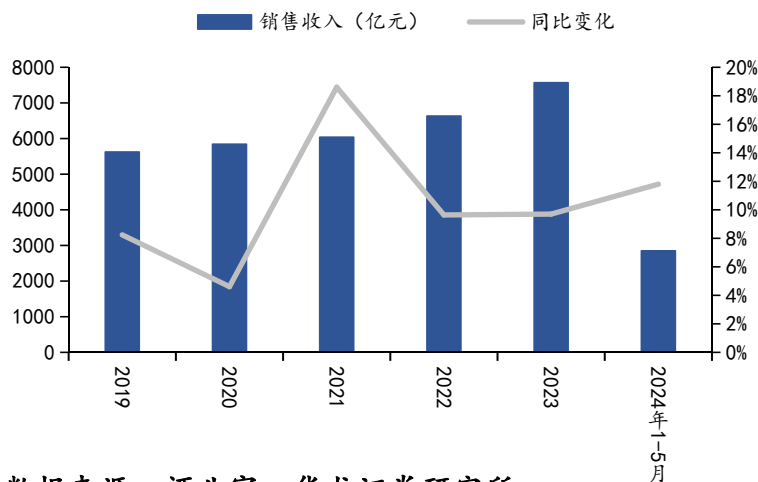


数据来源：iFinD，华龙证券研究所

2.1 白酒：行业集中度提升，分化加剧

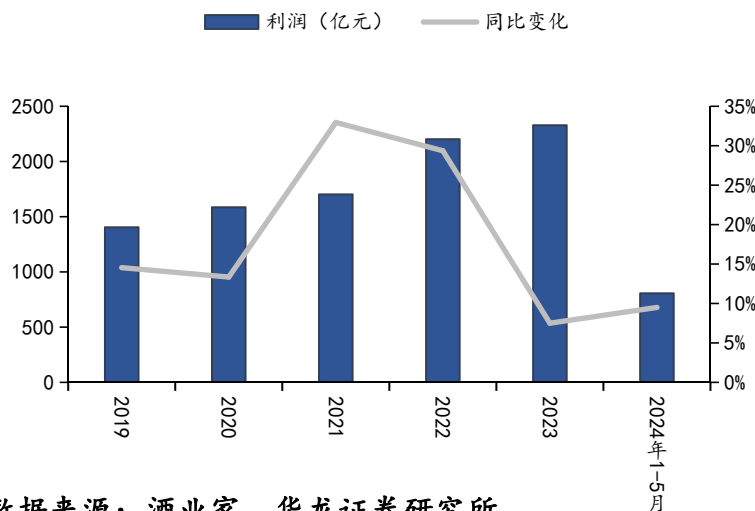
- 规上白酒企业业绩维持稳健增长。收入和利润总额来看，2023年，白酒产业完成销售收入7563亿元，同比增加9.7%；实现利润总额2328亿元，同比增长7.5%。根据中国酒业协会和微酒发布的数据显示，2024年1-5月，规上白酒企业实现销售收入2844.5亿元，同比增长11.8%；利润总额806.1亿元，同比增长9.5%，体现白酒行业增长韧性。
- 2024上半年，白酒行业延续弱复苏态势，消费增长动力减弱，存量时代下，品牌竞争加剧，市场份额强集中。产量方面，2016年以来，白酒产量呈逐年下滑趋势，2023年，全国白酒行业实现总产量629万千升，同比下降5.1%。
- 白酒行业延续结构性分化走势。2023年白酒行业整体业绩稳步增长，全国规上白酒企业亏损265家，亏损面占比26.71%；前六大白酒上市公司2023年度营业收入占19家白酒上市公司营业收入总和的81%、占全国白酒规上企业营业收入总和的46%，同比有所提升，进一步说明市场份额向头部优质酒企集中。

图7:白酒产业销售收入及增速



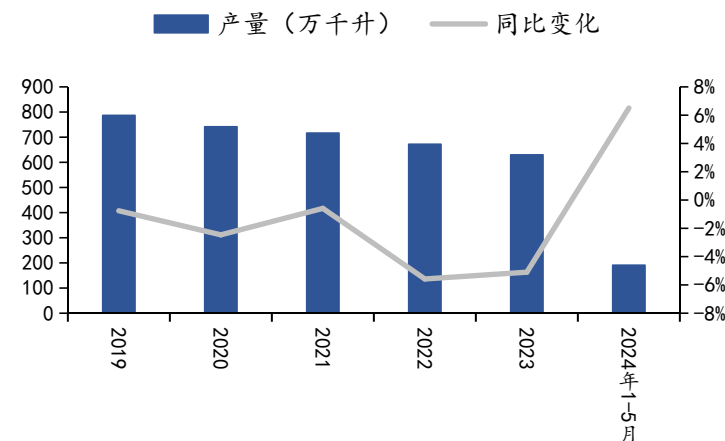
数据来源：酒业家，华龙证券研究所

图8:白酒产业利润总额及增速



数据来源：酒业家，华龙证券研究所

图9:白酒产量变化

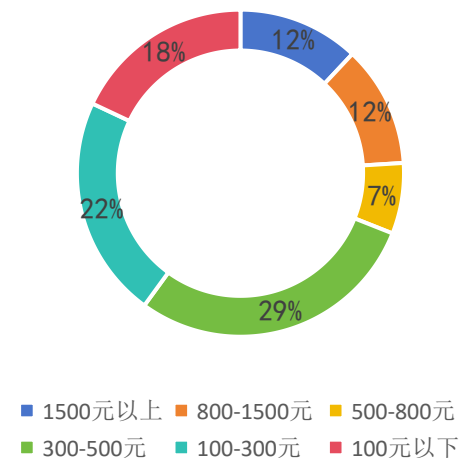


数据来源：酒业家，华龙证券研究所

2.1 白酒：需求端弱复苏，大众宴席需求优于商务需求

- 2024年上半年白酒板块复盘：**2024年春节，白酒动销好于此前市场的较悲观预期，三月春季糖酒会交流反馈来看，酒企较为积极，延续春节动销较好的乐观情绪，二季度进入消费淡季，四月2023年报和2024年一季报陆续发布，主流白酒企业业绩稳健，基本面支撑良好，五月至今受到茅台批价波动影响，白酒板块出现回调，端午假期动销表现较平淡，投资者信心受到一定影响。我们认为当前宏观环境偏弱的环境下，消费者的消费能力和消费意愿受到一定抑制，需求端较疲软。二季度是白酒动销淡季，预计对全年业绩影响较小。
- 消费场景方面：**白酒的消费场景主要有商务宴请、大众宴席、礼赠等方面，商务宴请与宏观环境和经济活跃度息息相关，商务需求较弱，2023年以来，大众宴席用酒成为核心用酒的场景，引领消费需求复苏，2024Q1受到同期较高基数的影响，边际增速趋缓；礼赠需求偏刚性，相对稳健。
- 价格带方面，**根据白酒市场经销商、零售商反馈，上半年市场动销最好的前三价格带分别为 300-500元、100-300元、100元及以下。500元-800元次高端和800元以上的高端价格带动销表现一般，一定程度上反映了消费升级节奏的放缓。

图10:2024年上半年白酒市场畅销产品价格带占比

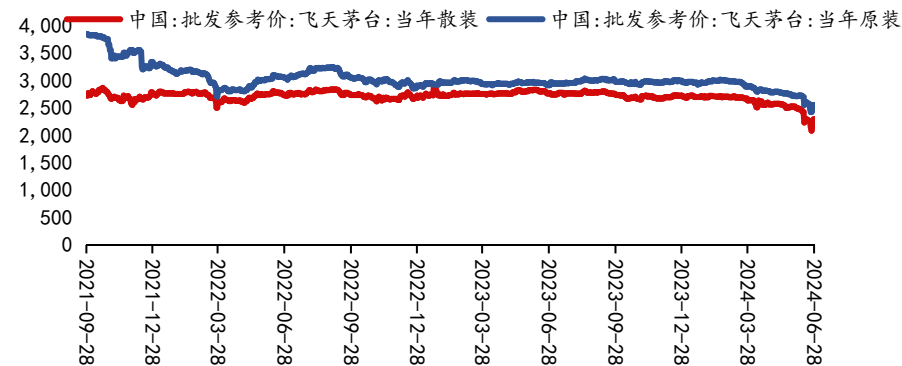


数据来源：中国酒业协会，微酒，华龙证券研究所

2.1 白酒：下半年展望——高端白酒稳健增长，具备韧性

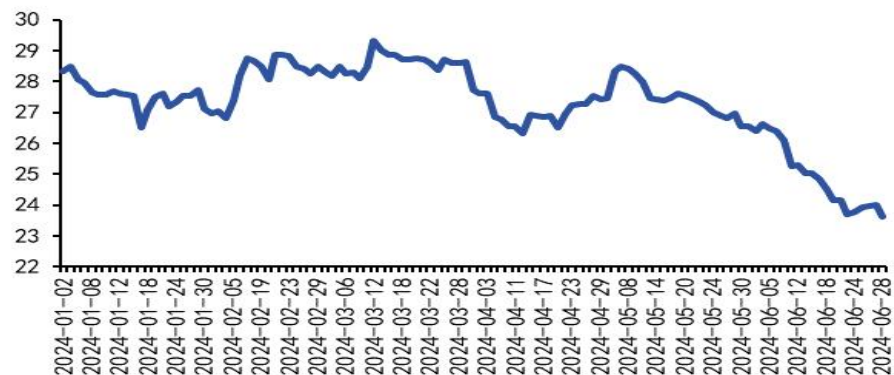
- 高端白酒：**高端白酒呈现寡头垄断竞争格局，护城河宽阔，同时，具备较高的ROE水平，贵州茅台、五粮液、泸州老窖2023年ROE分别为36%、25%、35%，现金流质量较高，业绩确定性较强。
- 贵州茅台：**短期波动不改中长期龙头配置价值。近期飞天茅台批价出现较大波动，2024年年初飞天茅台散装批价为2690元/瓶，原装批价为2960元/瓶，截至6月28日，飞天茅台散装/原装批价分别为2290元/瓶，2530元/瓶。飞天茅台批价下降主因供需结构发生变化，今年二季度进入白酒动销淡季，消费需求端偏弱。贵州茅台已采取一系列组合拳来积极应对和调控，如暂停企业1499元团购政策、暂停巽风375ml茅台酒行权、调节茅台酒发货节奏、暂停大箱（12瓶）飞天茅台发货、暂停精品15年茅台酒供货等一系列举措，旨在实现控量保价。
- 2024年5月29日，贵州茅台年度股东大会上，董事长张德芹表示，贵州茅台的核心竞争力体现在质量、品牌、工艺、环境、文化等方面，我们认为短期的回调加速库存出清，本轮恐慌情绪释放后，茅台酒作为白酒超高端唯一的大单品，依然具备较强的品牌价值感和美誉度，中长期价值不变，业绩端确定性仍强。

图11：飞天茅台批发参考价（元）



数据来源：wind，华龙证券研究所

图12：贵州茅台PE (TTM)

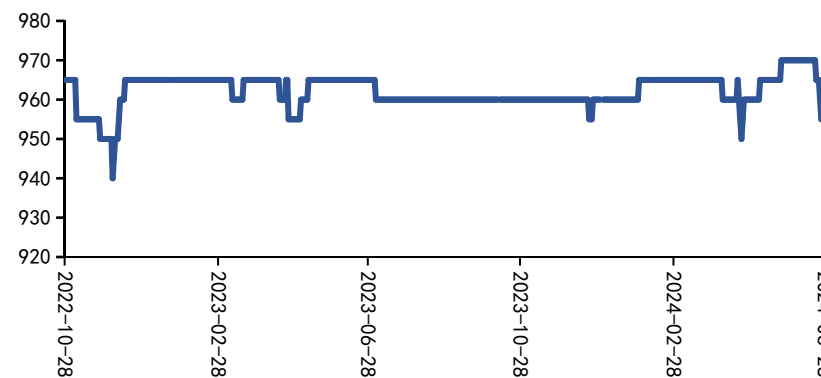


数据来源：iFinD，华龙证券研究所

2.1 白酒：下半年展望——高端白酒稳健增长，具备韧性

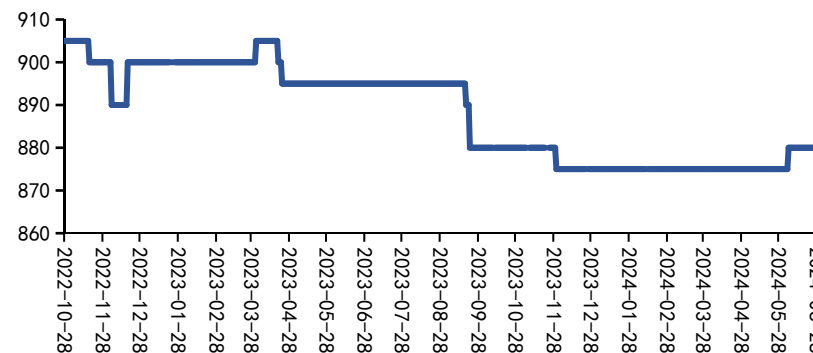
- 五粮液：**公司提出2024年经营目标为巩固增强稳健发展态势，营业总收入持续保持两位数稳健增长。短期来看，公司坚定执行控量挺价政策，调整八代五粮液供给，优化投放节奏，实现供需动态平衡，积极引导渠道价格上行。同时，公司针对消费者对中度、超高度等差异化的需求，全面梳理产品定位，如39度五粮液定位年轻消费群体，45度五粮液目标人群30-50年龄段的商务精英群体，68度五粮液目标50岁以上高阶圈层和小众高净值人群，而五粮液1618作为千元价格带的护城河产品，抢占第八代五粮液提价后的市场空间，2024年公司还推出经典五粮液10/30/50，抢占3000+及以上市场份额。同时，2024年公司集中打造五粮春、五粮醇、五粮特头曲、尖庄等大单品，继续强化消费者服务、强化市场分类分级建设。公司产品力和品牌力不断提升，消费者忠诚度较高，市场动能充足，成长可期。
- 泸州老窖：**2024年泸州老窖经营目标是力争实现营业收入同比增长不低于15%。6月27日，泸州老窖召开2023年度股东大会，会上，泸州老窖总经理林峰提到，当前行业在周期波动时，要更加关注长期发展而非短期利益，同时，价格带方面，过去主流价格带是200元，后来在白酒上行周期中逐渐上涨到600元，现在又回落到400元左右，酒企做好品牌定位的基础上，要适当补充不同价格带产品系列，适应消费者需求。泸州老窖一方面根据市场变化积极进行战略调整，如抓住年轻人的消费喜好，提升低度产品优势，同时加速推进数字化营销体系建设，实现费用的精准投放，提升费效比，实现品牌的扁平化管理，提升效率。供应链体系的稳定为公司后续发展夯实基础。

图13：五粮液批价（元）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图14：泸州老窖批价（元）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

2.1 白酒：下半年展望——区域龙头酒企确定性较强，具备明显优势

- 区域龙头酒企受益于100-400元价格带持续扩容，主流消费价格带持续上移，在其特定区域，凭借较强的品牌影响力和市场渗透率，展现出了较优的竞争力和增长势头。
- 安徽市场：2024年宴席市场增速边际趋缓，二季度开始面临较高基数，但表现依然居前，优于行业整体。

古井贡酒是安徽省白酒龙头，公司持续坚持“次高端”战略，不断优化产品结构，核心产品年份原浆系列产品中，古8、古16和古20表现突出，未来，公司将继续坚持以古20为战略支点扩大次高端消费群体，同时持续提升中端产品古5、献礼及老贡酒销售规模，满足大众消费需求。巩固大本营市场的同时，公司稳步推进“全国化”战略，公司全国化覆盖率已达到70%以上，省内、省外结构占比为6：4。

迎驾贡酒依靠核心单品洞藏系列放量，品牌知名度提升，业绩取得较快增长，洞藏系列贡献公司一半以上收入，洞6、洞9系主销品，同时，公司在成熟市场不断加大更高端产品如洞16、洞20等的培育力度，带动产品结构提升，未来，洞藏系列仍具有较大增长空间。2025年公司收入目标100亿元，公司在产品升级和省外扩张方面均有较大提升空间。

表1：徽酒单季度营业收入增速（%）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
古井贡酒	24.83	26.78	23.39	8.92	25.85
迎驾贡酒	21.11	29.48	21.89	18.80	21.33
口子窖	21.35	34.03	4.67	10.42	11.05
金种子酒	25.48	30.52	43.28	6.80	-3.02

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

表2：徽酒单季度归母净利润增速（%）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
古井贡酒	42.87	47.52	46.78	49.20	31.61
迎驾贡酒	26.55	60.94	39.48	26.03	30.43
口子窖	10.37	22.78	8.36	6.95	10.02
金种子酒	-228.11	107.87	103.67	124.85	142.87

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

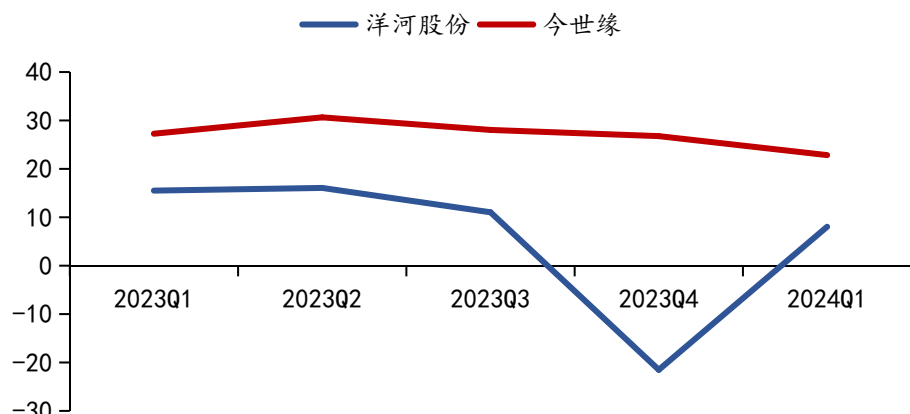
2.1 白酒：下半年展望——区域龙头酒企确定性较强，具备明显优势

- **江苏市场：**江苏是白酒消费大省，经济强省，GDP和人均可支配收入均居全国前列，经济发展支撑了省内消费意愿和消费能力，江苏省白酒规模600亿元，省内白酒主流消费价格带较高。

洋河股份：根据公司2024年6月12日发布的投资者关系活动记录表，公司后续将围绕“七个聚焦”开展工作，坚定推动全国化，目前，公司省外市场的销售占比为55%左右，海之蓝、天之蓝产品销售主要集中在省外，公司将进一步加强对省外市场的统筹，加强品牌协同联动和资源共享。制定高地市场打造、样板市场推广、薄弱市场攻坚、空白市场突破等4类市场发展政策，针对不同市场分类打造，省外市场还有较大发展空间。2024年4月，公司在封藏大典推出了手工班产品，是公司重点打造的战略性产品，一方面承载着洋河品牌高端化的使命，另一方面也为梦六+的发展打开市场空间。

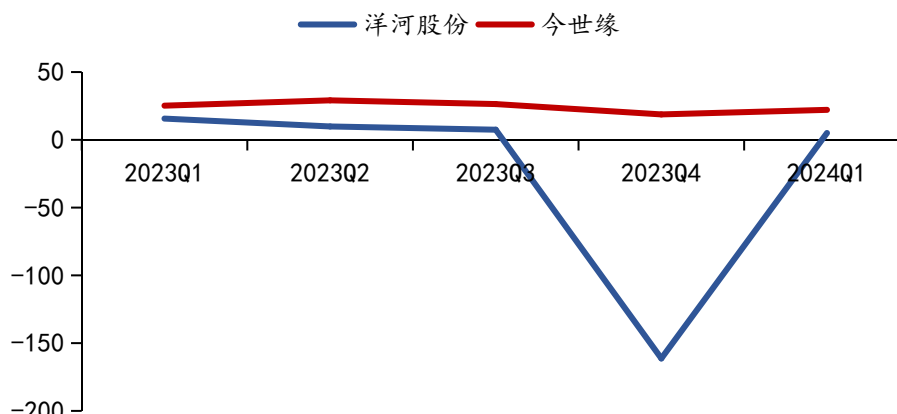
今世缘：2023年公司达成百亿规模目标，2024年目标营收122亿。2024Q1公司营收和归母净利润分别实现20%以上增长，延续较高增速。省内苏中、苏南增速较好，成熟市场如南京、淮安体量较大，增速略慢于平均增速，但依然具备市场潜力。2024年3-5月为动销淡季，根据公司反馈，同比去年数据整体符合公司预期。当前库存同比下降，整体商务需求同比向好，宴席需求与去年持平。

图15：苏酒单季度营业收入增速（%）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图16：苏酒单季度归母净利润增速（%）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

2.1 白酒：下半年展望——区域龙头酒企确定性较强，具备竞争优势

- 河北市场：**河北白酒市场规模大约300亿元，消费人群基数较大，饮酒氛围浓郁，以低度浓香型为主，省外名酒在河北市场发展较好，省内本土品牌持续发力，产品结构优化，渠道下沉和消费者培育在不断强化，市场竞争加剧。
- 老白干酒：**公司对主要的核心单品进行了优化升级，积极调整产品结构，提高中档酒占比，加强消费者培育，提升品牌形象，市占率稳步提升，2024年一季度衡水老白干白酒收入同比增长23%，2024年公司收入目标57.8亿元，同比增长10%。公司旗下的武陵酒，重点市场在湖南省常德和长沙市场，延续较好增速，同时，武陵酒也在有序的扩展省外市场，重点市场重点突破。未来，伴随产品结构的不断优化和武陵酒全国化的有序推新，公司有望实现高质量增长。
- 西北市场：**西北地区包括甘肃、陕西、青海、宁夏、新疆五大省份，合计白酒市场容量300亿元。甘肃省金徽酒、陕西省西凤酒、新疆伊力特，青海省的天佑德酒各自在省内占据重要位置，受地广人稀等因素影响，西北地区竞争较分散，外来品牌扎堆在经济较发达的主要城市，下沉市场空白区域较多。
- 金徽酒：**公司产品结构升级显著，2024年一季度300元价格带以上产品同比增长86%，拉动毛利率同比提升0.43pcts，省内品牌势能持续提升，年份系列和柔和系列产品消费者认可度较高。公司深入推进营销转型，促进销售稳定增长，夯实大西北基地市场建设，省外扩张方面，北方市场、华东市场为第二增长曲线，有望贡献新的业绩增长点。互联网公司金徽酒全国化线上营销平台，成为品牌赋能、消费者培育、销量增长的第三曲线。

表3：河北和西北白酒单季度营业收入增速（%）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
金徽酒	26.61	21.05	47.84	17.35	20.41
老白干酒	10.43	9.99	12.87	17.85	12.67
伊力特	18.53	-5.57	143.89	85.72	12.39
天佑德酒	-6.23	52.98	43.81	42.03	32.77

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

表4：河北和西北白酒单季度归母净利润增速（%）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
金徽酒	10.41	53.74	884.79	-15.44	21.58
老白干酒	-61.51	18.50	17.87	42.21	33.04
伊力特	36.97	39.81	363.75	332.52	7.08
天佑德酒	-29.46	290.28	1,682.25	31.64	40.43

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

2.1 白酒：下半年展望——次高端延续分化趋势

- **次高端价格带：**次高端价格带白酒受商务场景需求较弱的影响，消费者更加理性和务实，企业业绩出现较明显分化。渠道优势和品牌力较强的酒企表现较优，而部分酒企业绩出现下滑。
- **山西汾酒：**山西汾酒2024年目标为实现营业收入同比增长20%左右，发展潜力充足。公司多价格带布局，多品类矩阵优势突出，2024年贡献主要增速的品类是青花20、老白汾和巴拿马，下半年公司会加大老白汾和巴拿马的推广力度，该产品有望成为公司所有品类中增速最好的系列。全国化方面，2024年公司省外增速预计好于省内，公司设定的增速目标为在客户、终端培育较好的地区，增速要达到40%左右；在经济发展较好的省份，增速要在30%左右；对于还处于品类成长期的区域，目标增速在20%左右。省内将以结构提升为主，省内省外的目标进行科学机动的调整。我们认为当前在白酒行业调整阶段，山西汾酒有望逆市实现市场份额提升，竞争力持续增强。

表5：次高端价格带白酒单季度营业收入增速（%）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
山西汾酒	20.44	31.75	13.55	27.38	20.94
洋河股份	15.51	16.06	11.03	-21.51	8.03
水井坊	-39.69	2.22	21.48	51.32	9.38
舍得酒业	7.28	32.10	7.86	27.58	4.13
酒鬼酒	-42.87	-32.02	-36.66	21.72	-48.80

数据来源：iFind，华龙证券研究所

表6：次高端价格带单季度归母净利润增速（%）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
山西汾酒	29.89	49.57	27.12	1.95	29.95
洋河股份	15.66	9.86	7.46	-161.28	5.02
水井坊	-56.02	508.87	19.61	53.17	16.82
舍得酒业	7.34	14.83	3.01	-1.91	-3.35
酒鬼酒	-42.38	-38.19	-77.65	-10.12	-75.56

数据来源：iFind，华龙证券研究所

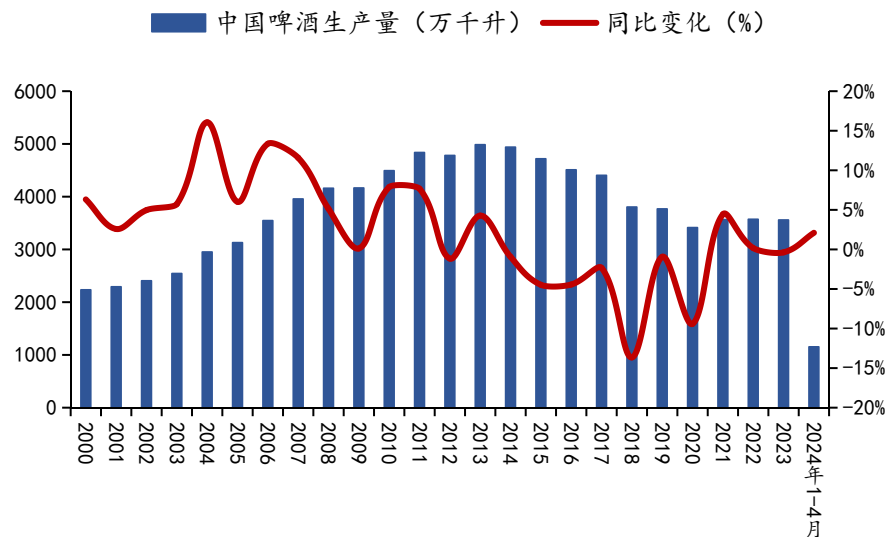
2.1 白酒投资建议：优选确定性，具备 α 属性的标的

- 白酒板块整体处于去库存的调整阶段，当前投资者信心较低迷，茅台批价虽已有企稳回升态势，但批价波动带来的担忧情绪仍在，短期终端需求疲软和茅台批价波动的影响下，白酒板块预期较低，部分优质的公司逆市实现份额提升。茅台批价波动的同时，我们看到五粮液、泸州老窖等高端白酒主力产品批价依然坚挺，白酒个股的分析应更加注重差异化。
- 中长期维度来看，宏观经济环境、居民收入水平和消费信心是影响白酒板块景气度的关键因素。
- 经过估值端的回调，优质的白酒企业配置价值凸显，更具安全边际。下半年来看，伴随宏观经济层面更多“稳增长、促消费”的政策加码，白酒商务场景消费有望不断复苏提振，同时，升学宴和中秋国庆假期白酒旺季也将加速白酒动销和去库存节奏。
- 建议关注高端白酒五粮液（000858.SZ）、贵州茅台（600519.SH）；次高端价格带动销表现较好的山西汾酒（600809.SH）；地产酒龙头古井贡酒（000596.SZ）、迎驾贡酒（603198.SH）、今世缘（603369.SH）、金徽酒（603919.SH）。

2.2 啤酒：产品结构延续升级趋势

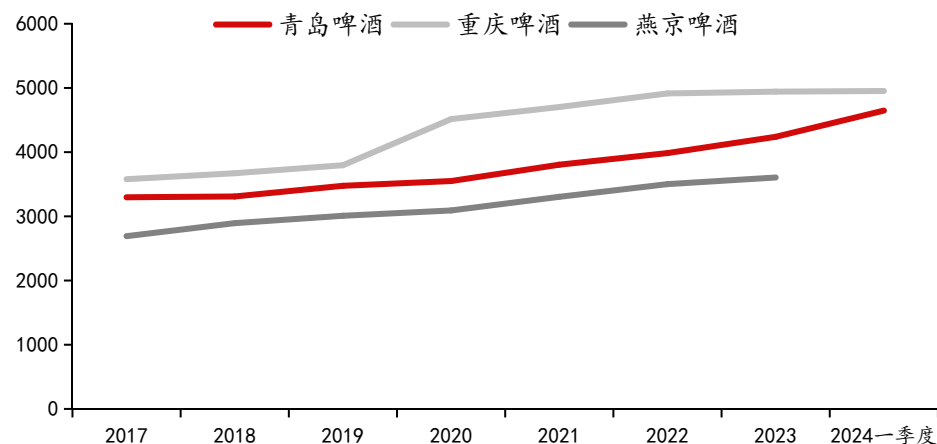
- 中国啤酒行业进入平稳发展期，竞争激烈且竞争格局稳定。由于长期以来中国啤酒吨价较低，对标海外市场，中国啤酒消费结构升级依然存在发展空间。主要啤酒上市公司顺应行业产品结构优化的趋势，布局中高端啤酒产品，促进吨价提升。
- 以青岛啤酒为例，公司不断优化产品结构升级，加速打造主力大单品、高端生鲜及超高端明星产品，巩固提升公司在中高端市场的竞争优势。2024Q1，公司中高端以上产品实现销量96万千升，占总销量比例提升2.31pcts至43.96%；吨价环比2023年提升409元/吨至4647元/吨。

图17：中国啤酒生产量及同比变化



数据来源：啤酒工业信息网，智研咨询，重庆啤酒2023年报、华龙证券研究所

图18：主要啤酒公司吨价（元/吨）

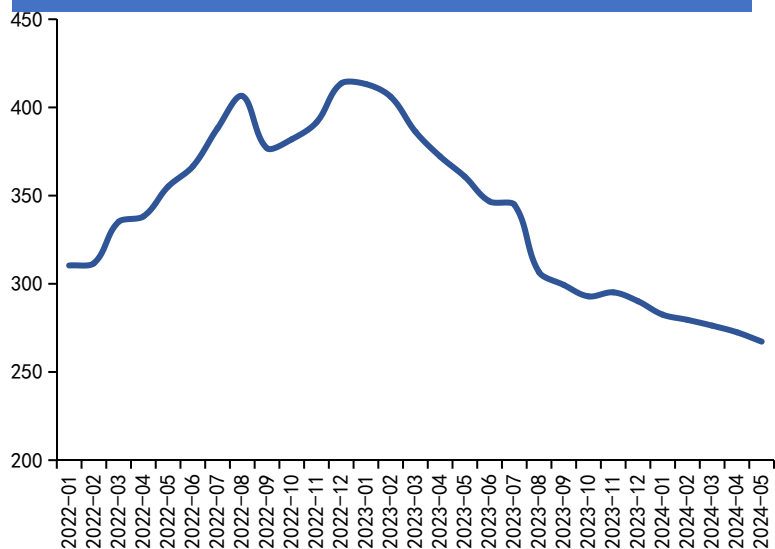


数据来源：青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒2017-2023年年报及2024年一季报，华龙证券研究所

2.2 啤酒：原材料采购价格下降，成本优势显现

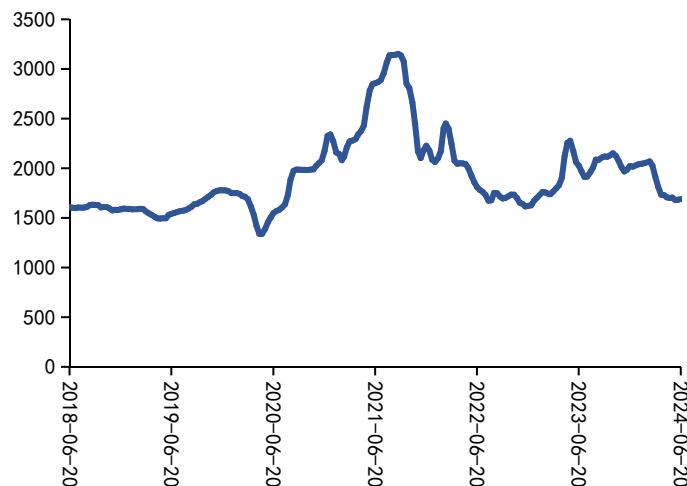
- **啤酒的上游原材料大麦价格进入下行周期。**商务部2023年8月4日宣布，自2023年8月5日起，终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税。“澳麦双反”政策的取消利好啤酒行业，中国是大麦第一大进口国，超过80%的国内大麦需求依赖进口，2022年进口的约600万吨大麦中，有500万吨左右用于啤酒酿造。包材玻璃、纸箱等成本保持平稳或小幅下降，2024年啤酒上市公司综合成本下行确定性较强。
- **成本下行有利于啤酒上市公司毛利率提升。**主要啤酒上市公司2024Q1毛利率提升明显，2024Q1青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒毛利率分别为40.44%/47.90%/37.18%/42.13%/30.64%，同比2023Q1分别提升2.12pcts/2.74pcts/0.40pcts/1.35pcts/4.19pcts，预计2024年下半年，啤酒行业成本下行优势依然延续。

图19：大麦进口均价呈下降趋势（美元/吨）



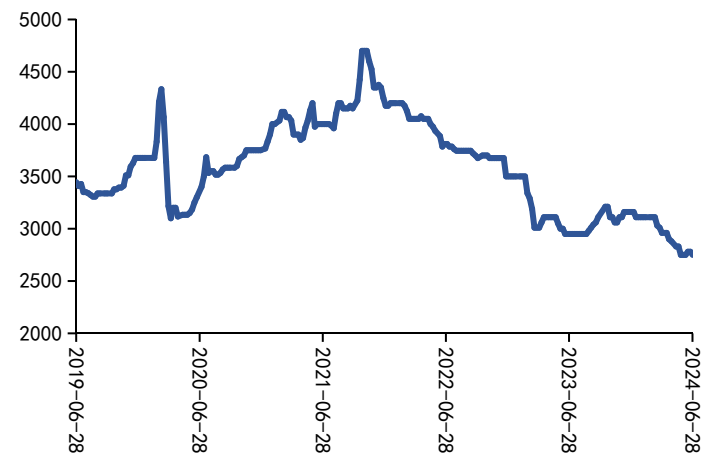
数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图20：玻璃价格位于低位（元/吨）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图21：包材瓦楞纸价格（元/吨）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

2.2 啤酒：费用投放平稳，行业维持良性竞争

- 啤酒上市公司费用投放相对平稳，行业维持良性竞争，2024全年来看，费用投放效率有望持续提升。
- 销售费用率：2024年全年销售费用投放预计与2023年持平，销售费用投放主要集中在公司核心大单品的宣传和重要营销活动上。2024Q1数据来看，青岛啤酒和燕京啤酒销售费用率分别为12.83%、11.93%，同比分别下降1.02pcts、0.57pcts，重庆啤酒销售费用率小幅提升0.18pcts至13.13%。
- 管理费用率：预计2024年行业延续降本增效的趋势。青岛啤酒、重庆啤酒管理费用率在行业中具备明显优势，2023年管理费用率分别为4.48%、3.34%，同比下降0.10pcts、0.47pcts，2024Q1基本维持稳定。燕京啤酒2023年管理费用率为11.40%，显著高于行业头部上市公司，2024Q1公司管理费用率同比下降0.21pcts至11.76%，未来仍有较大优化空间。

表7：啤酒上市公司销售费用率及同比变化

	2024Q1		2023	
	销售费用率 (%)	同比变化 pcts	销售费用率 (%)	同比变化 pcts
青岛啤酒	12.83	-1.02	13.87	0.82
重庆啤酒	13.13	0.18	17.10	0.53
燕京啤酒	11.93	-0.57	11.08	-1.29
珠江啤酒	16.62	1.27	15.20	0.23

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

表8：啤酒上市公司管理费用率及同比变化

	2024Q1		2023	
	管理费用率 (%)	同比变化 pcts	管理费用率 (%)	同比变化 pcts
青岛啤酒	3.40	0.41	4.48	-0.10
重庆啤酒	3.13	0.02	3.34	-0.47
燕京啤酒	11.76	-0.21	11.40	0.70
珠江啤酒	8.03	-0.39	7.43	0.53

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

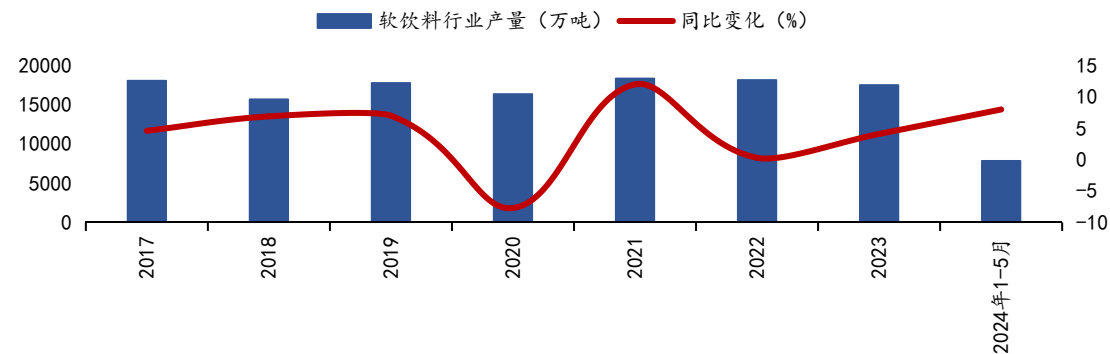
2.2 啤酒：投资建议

- 短期来看，2024年整体延续消费较疲软态势，下半年6-8月进入啤酒动销旺季，叠加行业已迈过高基数影响，若高温天气较多，啤酒动销有望迎来环比改善。
- 中长期来看，目前中国啤酒8元以上中高端价格带产品销量占比并不高，产品结构提升有望带来头部啤酒企业收入端稳步增长。中高端价格带具备大单品优势，基地市场中高端产品矩阵布局完善，主流价格带不断提升，同时，全国化稳步推进，渠道力较强的公司有望获得更多市场份额。
- 投资建议：建议关注青岛啤酒（600600.SH）、燕京啤酒（000729.SZ）。

2.3 软饮料：行业呈现良好增长态势

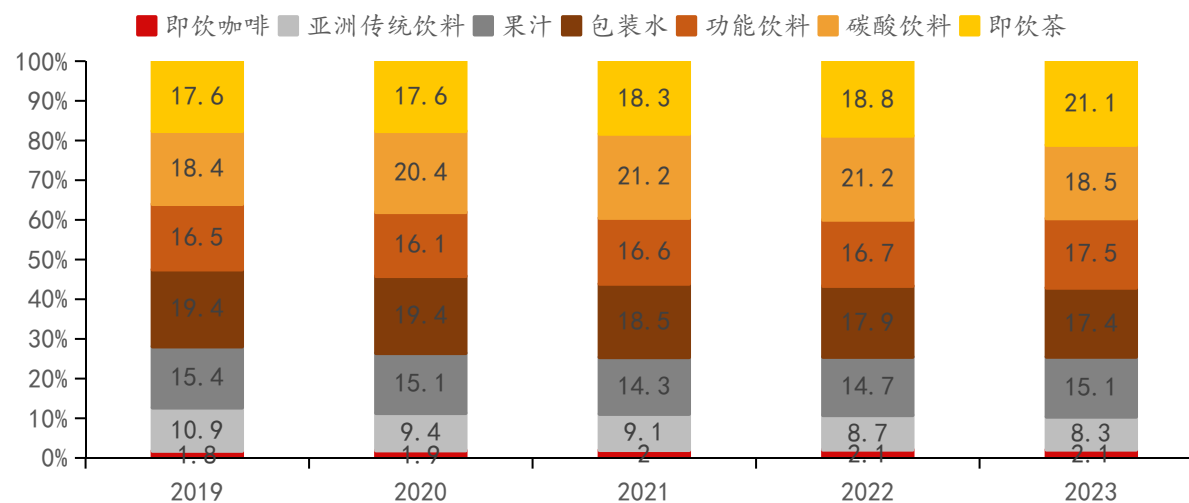
- 我国软饮料行业呈现良好增长态势，市场规模不断扩大，未来有望具备“穿越周期”的能力。根据华经产业研究院数据，2023年我国软饮料行业市场规模为9092亿元，预计2024年将增长至9663亿元。2024年1-5月，我国软饮料产量7833.50万吨，同比增长8.00%，较2023年增速明显提升。软饮料行业竞争激烈，头部企业拥有更多资源和优势，能够更好地应对市场变化和风险，从而获得更多市场份额和利润。
- 品类方面，功能性饮料、包装水、即饮茶、果汁等品类市场份额不断提升。当前工作生活节奏较快，疲劳和困乏感在年轻人身上愈发普遍，为功能性饮料规模进一步提升奠定了稳定的消费群体基础。消费者偏爱无糖、低糖、复合茶类、丰富果味等茶饮，根据马上赢数据显示，2023年无糖茶在即饮茶中占比接近翻倍增长，从2022年14%增长至27%，主因受线下茶饮快速发展的风潮，Z时代年轻人形成了茶饮料的饮用习惯。
- 近年来，消费者在购买饮料产品时越来越重视其对健康和体能的益处。功能性饮料因其能够提供运动支持和健康益处而受到青睐，这为饮料行业带来了新的增长机会。根据魔镜洞察的数据，具有电解质、益生元和膳食纤维等特定健康功效的饮料在线上销售的增长速度较迅猛，年增长率均超过了300%，显示出消费者对于这类健康导向饮料的较强烈需求。

图22：软饮料产量及同比变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图23：饮料7大品类总体量(亿元)

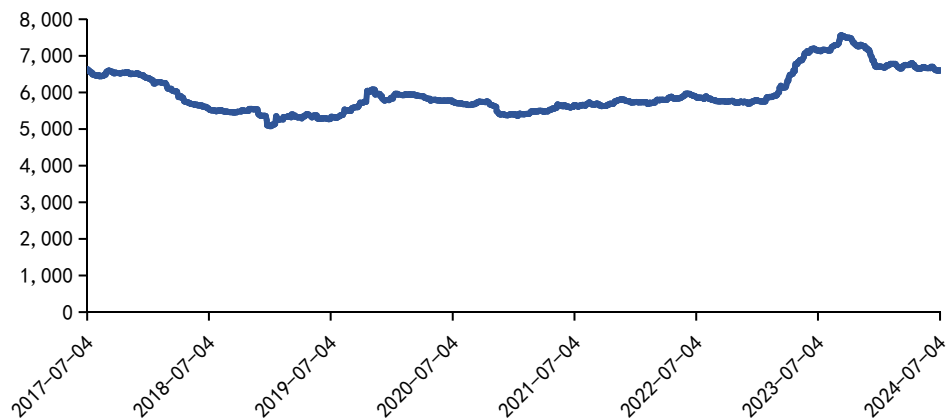


数据来源：NIQ，华龙证券研究所

2.3 软饮料：夏季高温催化动销景气向上

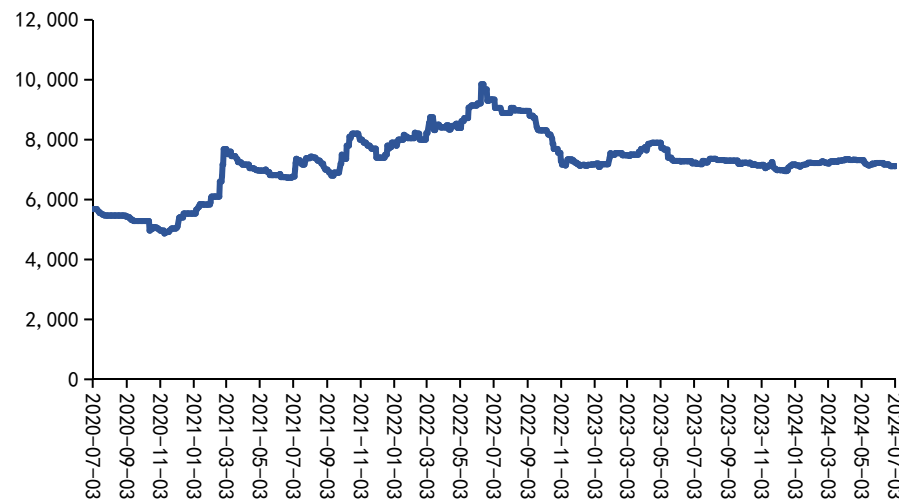
- 6-8月全国高温天气催化，软饮料进入动销旺季。国家气候中心首席预报员预计，今年夏季，全国大部地区气温较常年同期偏高，高温日数偏多，部分地区可能出现阶段性高温热浪。高温天气发生的更加频繁和严重，将增加消费者对软饮料的需求，拉动软饮料行业动销景气度向上。
- 成本端：成本进入下行周期，主要企业毛利率有望持续提升。2023年9月以来，白糖价格呈下降趋势，包材PET价格较平稳。

图24：白糖价格呈下降趋势（元/吨）



数据来源：iFind，华龙证券研究所

图25：包材PET价格趋稳（元/吨）




数据来源：iFind，华龙证券研究所

2.3 软饮料：东鹏特饮业绩高增长，第二增长曲线亮眼

- 个股来看，基本面分化明显，头部企业东鹏饮料一骑绝尘，业绩增速较快。东鹏特饮是公司的核心大单品，属于能量饮料细分赛道，中国年人均能量饮料消费量较英国、美国和日本等国家还有较大的差距，该细分赛道还有很大的增长空间。据尼尔森IQ公开发布的数据，2023年，东鹏特饮500ml瓶装饮料，按销售金额排名成为中国市场饮料单品SKU第三位。东鹏特饮在中国能量饮料市场中销售量占比由2022年末的36.70%提升至43.02%，排名保持第一；销售额占比由2022年末的26.62%提升至30.94%，排名稳居第二。2024全年东鹏饮料业绩有望延续较高增长，2024上半年公司预计归母净利润同比增长44.39%-56.12%。
- 公司陆续推出较多新品，补水啦、无糖茶、咖啡等，切入高景气度的细分品类赛道，逐渐从单一品类向多品类发展，基本面稳健增长的同时，第二增长曲线表现亮眼。2024Q1公司其他饮料收入为3.77亿元，同比增长257.0%，预计全年有望进一步提速。

图26：东鹏饮料推出较多新品，逐渐向多品类发展



补水啦 快速补充电解质
电解质饮料，含有钾离子、钙离子、氯离子，电解质含量每升≥400mg，能快速为身体补充流汗所失的水分和电解质。

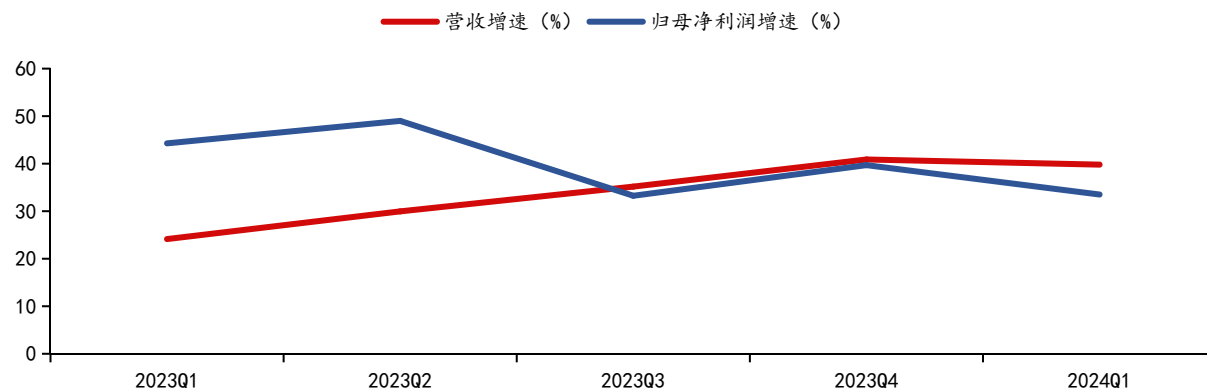
上茶 上好茶
无糖茶饮，“乌龙上茶”精选产自福建的特级水仙茶叶，经高温短时原叶萃取，茶汤岩韵醇香。

喝东鹏大咖 做人生赢家
糖咖啡饮料，采用阿拉比卡和罗布斯塔双豆黄金配比，已推出经典拿铁和生椰拿铁两个口味。分别臻选新西兰进口奶源及生椰鲜椰浆，不含反式脂肪酸，口感细腻醇香，低糖更健康。

VIVI鸡尾酒 快乐好上头
选用国际优级伏特加，果汁清新口味好，气泡劲爽口感强，度数较低无负担。

数据来源：公司官网，华龙证券研究所

图27：东鹏饮料营收增速和归母净利润增速

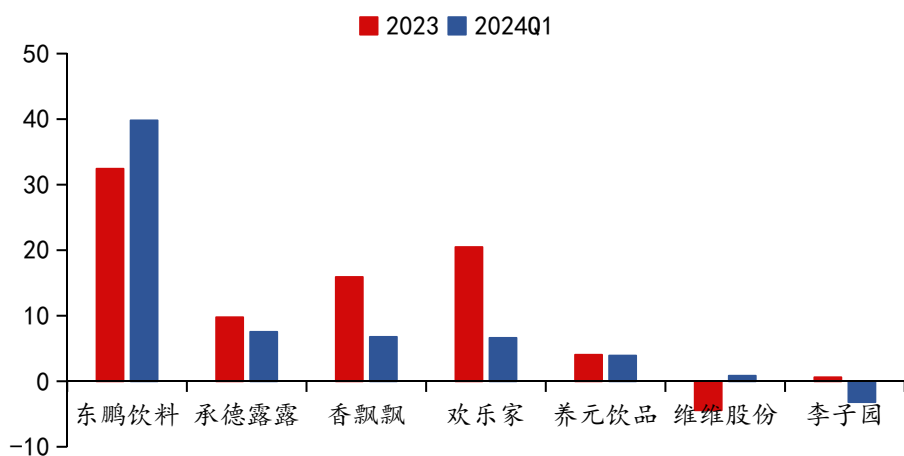


数据来源：iFind，华龙证券研究所

2.3 软饮料：主要公司情况

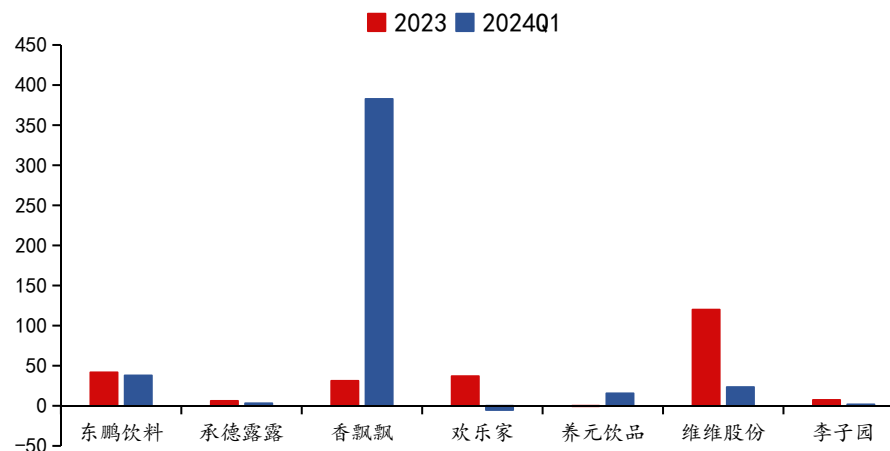
- 香飘飘加快新品推广，Meco果汁茶和兰芳园冻柠茶第二增长曲线有望提速。公司基本盘冲泡业务维持稳健增长，同时，公司推进“二次创业”，将即饮产品Meco果汁茶和兰芳园冻柠茶作为核心战略单品，投入更多资源进行渠道和团队建设，为公司带来新的业绩增量。根据公司6月底投资者关系交流来看，Meco果汁茶经过多年的探索，销售范围已拓展至全国，公司更加注重多种营销方式，做好消费者触达工作，而兰芳园冻柠茶，目前主要聚焦广东和北京两个样板市场，待样板市场打磨成功后，再进行其他市场的复制，夏季即饮业务旺季到来，伴随铺货网点的增加，公司即饮业务有望提速。
- 欢乐家坚持水果罐头和椰子汁双驱动的发展战略，水果罐头主要布局便携、年轻化和休闲化的小包装产品，多元化渠道布局，增加消费场景，目前公司的黄桃罐头和橘子罐头已经进入了部分头部零食专营连锁渠道，新渠道有望贡献增量。椰汁2023年收入达到10亿元，占营业收入比例为52.02%，同比增长24.37%，作为头部椰汁品牌，享受行业扩容和集中度提升带来的增长。2024年4月，欢乐家推出椰鲨椰子水，并官宣篮球明星作为代言人，线下将健康高品质与体育活动联系起来，线上通过兴趣电商引流打造品牌力，精准定位目标人群，布局旺季的即饮市场。我们看好公司新产品和新渠道未来的增量空间。

图28：软饮料公司营收增速（%）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图29：软饮料公司归母净利润增速（%）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

2.3 软饮料：投资建议

短期来看，2024年进入软饮料行业整体的推新大年，主要上市公司持续推出新的大单品，以满足消费者多样和变化的消费需求。当前叠加旺季来临，新品铺货，持续催化动销加速。

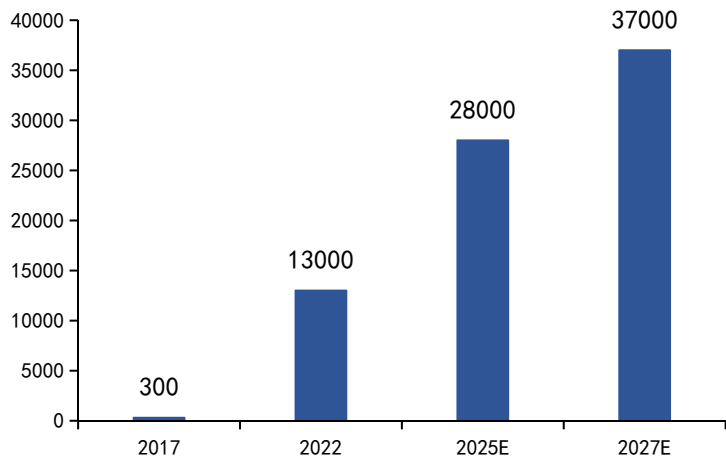
长期来看，一些兼具健康属性和性价比优势的细分品类迎来较高景气度，如无糖茶、运动饮料等，龙头公司有望受益于细分赛道的扩容，持续提升市场份额。

我们看好板块的贝塔属性，建议关注兼具阿尔法逻辑业绩增长具备确定性的个股东鹏饮料(605499.SH)。

2.4 零食：新品放量和渠道变革推动行业景气度提升

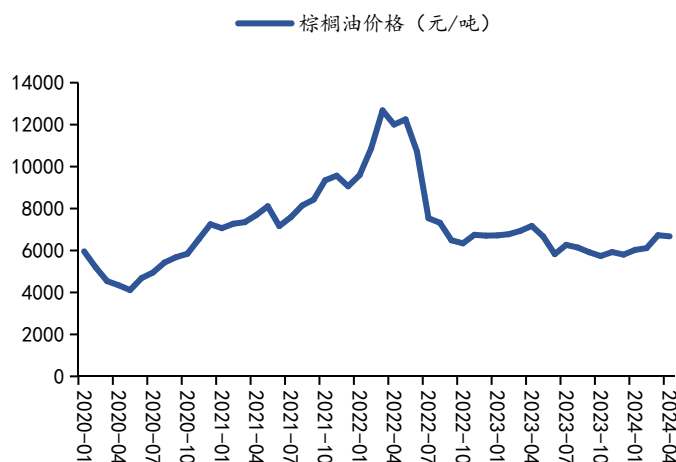
- 2024上半年复盘：2024年一季度行业迎来开门红，零食板块营业收入同比增长27.9%，归母净利润同比增长22.0%。在大众性价比消费趋势带动下，零食板块渠道和品类红利持续兑现，零食量贩店扩张和抖音等新媒体带来新增量，鹌鹑蛋、魔芋等品类快速放量，规模效应提升，叠加原材料成本端下行，2024Q1主要零食上市公司业绩均实现较快增长。二季度进入消费淡季，但我们预计零食板块景气度延续向上势能，业绩维持较高增速。
- 2024下半年展望：我们认为零食板块整体延续之前的增长逻辑，第一，量贩门店和抖音电商等线上渠道带来增量空间；第二，鹌鹑蛋、魔芋等健康零食品类的高景气度带来结构性机会。
- 下半年预计成本端同比依然呈现下行趋势，整体来看上游原材料不存在较大价格上行的压力，红利持续释放，行业规模效应提升，产品结构优化，供应链更加高效有望带动公司净利率提升。

图30：零食量贩门店数量（家）



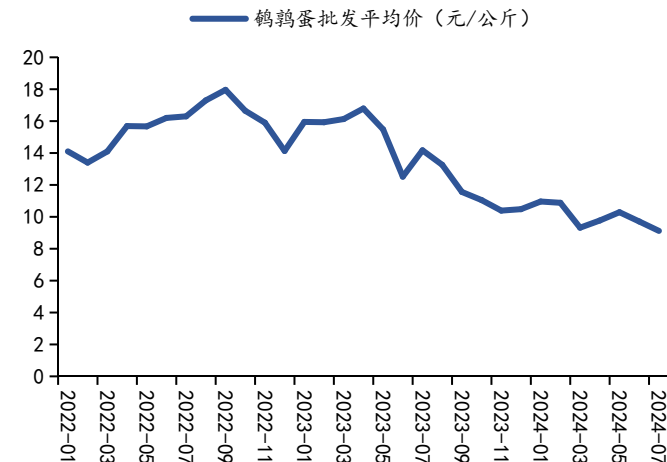
数据来源：CIC灼识咨询，华龙证券研究所

图31：棕榈油价格



数据来源：iFind，华龙证券研究所

图32：鹌鹑蛋批价



数据来源：iFind，华龙证券研究所

2.4 零食：重点公司和投资建议

- **盐津铺子：**当前盐津铺子有七大核心品类，同时积极打造新品类和更多大单品，带来新的增长空间。2024年公司重点聚焦休闲魔芋和鹌鹑蛋零食品类，第二梯度主推鱼肠（深海零食）、蒟蒻果冻布丁、芒果干、肉枣肉肠等品类。渠道方面，公司从“全渠道布局”升级为“渠道渗透”，费用投放以助推销售为出发点，进行全维度的消费者触达策略，在渗透原有强势渠道的基础上，持续拓展高势能渠道，目前，公司“蛋皇”鹌鹑蛋已进入山姆会员店，盐津铺子鱼豆腐、魔芋素毛肚等品项已进入盒马系统。公司电商渠道保持较高速增长，与线下形成协同，公司向上势能延续，确定性较强。
- **劲仔食品：**产品方面，劲仔食品在鱼制品赛道保持市场领先地位，同时，“小蛋圆圆”鹌鹑蛋产品是公司重点布局的第二增长曲线“十亿级单品”，公司产品矩阵丰富，消费者接受度较高，渠道方面，线下传统流通渠道和现代渠道稳健发展，线上公司布局短视频、社交平台、达人直播等新兴渠道，实现品牌和销量的双重提升。当前公司发展较快，业绩逐步兑现。
- **三只松鼠：**公司率先提出“高端性价比”战略，通过2023年一系列内外部变革，实现了“全品类、全渠道”经营方式，公司聚焦短视频电商，以规模增长及大单品打造带动“抖+N”的全渠道体系建立。2024年度，公司重点布局线下分销业务，通过货盘与组织的优化适配，逐步推动日销品区域化深度分销的打造。2024Q1，公司实现营业收入36.46亿元，同比增长91.83%；归母净利润3.08亿元，同比增长60.80%；扣非净利润2.63亿元，同比增长92.84%，为2024年“重回百亿，在全中做强”总体目标的实现打下坚实基础。
- **投资建议：**我们建议关注多品类多SKU扩张，且具备成本优势的盐津铺子（002847.SZ）、劲仔食品（003000.SZ）。

投资方向：寻找确定性，低估值的标的

- **投资方向一：跌幅较多的顺周期白酒板块，把握底部布局机会。**短期来看，2024Q2受需求端消费较疲软，叠加飞天茅台批价波动影响，板块出现较多回调，我们认为高端酒价格泡沫去化以后，配置性价比突出，后续随着宏观政策调控，以及与白酒消费有明显正相关关系的地产政策的引导下，白酒商务消费场景有望逐步回暖。白酒龙头公司具备较深的品牌护城河，下行期具备穿越周期的能力，建议关注五粮液（000858.SZ）、贵州茅台（600519.SH）。地产酒龙头受益于宴席场景的刚性需求，同时中低档价格带产品结构持续优化，契合当前消费趋势，具备业绩高增长的确定性，建议关注标的古井贡酒（000596.SZ）、迎驾贡酒（603198.SH）、今世缘（603369.SH）、金徽酒（603919.SH），次高端价格带建议关注山西汾酒（600809.SH）。
- **投资方向二：成本下行，盈利能力显著提升，高端化延续的啤酒板块。**啤酒行业产品结构提升趋势延续，成本压力得到缓解，利润弹性释放，当前估值位于较低位置，建议关注青岛啤酒（600600.SH）、燕京啤酒（000729.SZ）。
- **投资方向三：顺应高端性价比消费新趋势，业绩具备较强确定性的软饮料东鹏饮料和零食板块。**软饮料板块重点推荐东鹏饮料（605499.SH），零食板块推荐盐津铺子（002847.SZ）和劲仔食品（003000.SZ）。

表9：重点公司盈利预测

股票代码	股票简称	2024/7/25	EPS (元)				PE				投资
		股价 (元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	评级
600519.SH	贵州茅台	1,430.49	59.49	69.74	80.89	92.84	25.64	21.79	18.79	16.37	未评级
000858.SZ	五粮液	125.78	7.78	8.74	9.80	10.97	17.14	15.18	13.54	12.09	未评级
600600.SH	青岛啤酒	64.72	3.14	3.69	4.23	4.75	22.52	19.05	16.65	14.83	未评级
000729.SZ	燕京啤酒	9.22	0.23	0.34	0.44	0.54	42.62	24.77	19.35	15.90	未评级
600809.SH	山西汾酒	181.47	8.56	10.79	13.22	15.94	23.84	18.91	15.43	12.80	未评级
000596.SZ	古井贡酒	184.65	8.68	11.16	13.94	16.97	24.44	18.95	15.18	12.46	未评级
603198.SH	迎驾贡酒	51.72	2.86	3.32	4.01	5.42	18.09	21.23	17.56	9.55	买入
603919.SH	金徽酒	17.52	0.65	0.81	1.01	1.25	28.91	23.20	18.54	14.98	未评级
603369.SH	今世缘	46.40	2.52	3.05	3.72	4.44	19.30	15.80	12.98	10.86	未评级
605499.SH	东鹏饮料	231.36	5.10	6.64	8.23	10.20	37.90	34.20	23.50	19.00	买入
002847.SZ	盐津铺子	36.83	2.64	3.40	4.46	5.90	26.32	22.23	16.97	12.83	买入
003000.SZ	劲仔食品	10.54	0.48	0.76	0.89	1.06	22.68	18.78	15.94	9.93	买入

数据来源：iFinD，华龙证券研究所（迎驾贡酒、劲仔食品2024E、2025E盈利预测和东鹏饮料、盐津铺子盈利预测来自华龙证券研究所，其余公司盈利预测及评级均取自iFinD一致预期）

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

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

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

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

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

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

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明:

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明:

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明:

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京

地址：北京市东城区安定门外大街
189号天鸿宝景大厦西配楼F4层
邮编：100033

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638
号文化大厦21楼
邮编：730030
电话：0931-4635761

上海

地址：上海市浦东新区浦东大道
720号11楼
邮编：200000

深圳

地址：深圳市福田区民田路178号
华融大厦辅楼2层
邮编：518046