

## 强于大市

# 食品饮料行业 2024 年中期策略

### 行业调整期寻找业绩确定性强的优质企业

当前食品饮料行业基金持仓及板块估值为历史底部位置，市场对板块的担忧主要为需求不振背景下企业业绩出现风险。但是从食品饮料历史表现来看，因独特的商业模式及品牌溢价能力，行业具备穿越周期的能力。行业调整期建议优选业绩确定性高+高股息率的品种。当前板块底部信号明显，现阶段可积极布局。

#### 支撑评级的要点

- 基金持仓及板块估值底部信号明显，现阶段可以积极布局。**（1）估值方面，截至7月12日，食品饮料板块估值（PE-TTM）为20X，市盈率相对沪深300倍数为1.7，为2016年以来最底部位置。子板块中，乳制品、调味品、啤酒动态市盈率分别为14X、26X、24X，回落至2016年以来PE（TTM）最低值。（2）基金持仓方面，2Q24食品饮料行业持仓降幅较大，2Q24环比1Q24下降3.5pct至8.4%，为三年以来最低配置比例。横向对比其他行业，食品饮料当前处于低配状态。我们认为，市场对板块的担忧主要为需求不振背景下企业业绩出现风险。但是从食品饮料历史表现来看，因独特的商业模式及品牌溢价能力，不论是大众品还是白酒企业现金流表现都较好。未来随着宏观环境进一步修复，叠加政策端加持，我们认为需求有望好转。当前板块估值及基金配置比例底部信号明显，现阶段可积极布局。
- 当前白酒行业供需矛盾较为突出，行业步入去库存阶段，酒企有望主动调整经营节奏回归良性增长。**从近两年从白酒行业的产量、收入及利润增速来看，我们发现白酒行业已进入产量负增长、收入及利润为低个位数增长的阶段，当前供需矛盾较为突出，行业加速出清步入换挡期。受供需矛盾影响，白酒批价表现疲软，龙头酒企通过控量调价的方式稳定市场价格体系。（1）短期来看，受消费不振影响，商务需求恢复进度偏慢，叠加上年同期受益于婚宴需求的回补，业绩基数较高，我们判断2季度业绩增速可能相对放缓，分化进一步加大。（2）拉长维度来看，白酒独特的商业模式使其拥有较强的业绩兑现能力，特别是龙头酒企的“强渠道力”使其抵御风险的能力更强，主要体现在一批商拥有较强的资金实力，叠加珍视手中的经销权，在行业处于阶段性底部时仍可顶住压力回款，蓄水池作用放大。此外，头部企业手中“工具箱”较多，可通过产品提价、调节渠道占比等手段保证业绩稳健增长。当前在行业供需矛盾突出的背景下，酒企持续实现高增长目标的难度较大，我们判断企业会主动调整经营节奏，回归良性发展。（3）建议关注周期底部具备抗风险能力及现金流稳定的龙头酒企，以及大众价格带升级逻辑顺畅、区域化扩张路径清晰的公司。
- 大众品需求平稳，成本红利下盈利改善，优选业绩确定性高+高股息率的品种。**作为必选消费品，大众品在周期底部的需求量更加稳定。但受CPI表现疲软、消费信心不足、成本红利的影响，近两年来大众品龙头企业对于提价更加谨慎。我们判断，当前部分大众品子板块已步入存量竞争时代，后续随着资本开支的减少，企业的自由现金流将更加充裕。建议优选业绩稳健、股息率高的大众品企业。（1）啤酒：1Q24高基数下部分企业销量承压，但结构升级趋势延续、成本红利兑现。2024年成本端高确定性下，重点关注企业旺季销量表现，积极把握景气反转机会。（2）调味品：上半年餐饮端经营承压，在需求较弱的背景下，2季度渠道动作以去库存为主。随着产品结构优化及采购单价下降，调味品企业毛利率改善明显。龙头企业积极求变，内部经营改善，库存压力缓解，下半年有望迎来业绩拐点。（3）乳制品：上半年乳制品需求承压，终端零售价持续回落。同时上游产能过剩，原奶价格持续下降。我们预计随着生鲜乳价格的持续回落，上游产能或将加速出清，短期建议关注原奶价格拐点，长期看好高股息率龙头和差异化品种。

#### 相关研究报告

《食品饮料行业周报》20240708  
 《食品饮料行业周报》20240702  
 《食品饮料行业周报》20240617

中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

联系人：周源

yuan.zhou\_bj@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300123040013

#### 推荐组合

- （1）白酒：**贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒；**（2）大众品：**青岛啤酒、燕京啤酒、洽洽食品、伊利股份、承德露露、东鹏饮料。

#### 评级面临的主要风险

- 宏观经济波动，渠道库存偏高，原料价格波动。**

## 目录

<b>市场回顾：1H24 食品饮料板块跌幅较大，估值为历史底部区间.....</b>	<b>5</b>
涨跌幅：板块估值处于底部区间，大众品绩优个股及高股息个股涨幅排名靠前 .....	5
基金持仓：食品饮料当前处于低配状态，2Q24 持仓为近三年新低 .....	8
<b>白酒：行业矛盾点清晰，重塑秩序向良性发展迈进 .....</b>	<b>10</b>
行业概况：量价矛盾凸显，缩量背景下马太效应特征显著 .....	10
供需矛盾：行业步入去库存阶段，酒企有望主动调整经营节奏回归良性增长 .....	12
投资建议：关注收现稳定，业绩确定性强的龙头酒企 .....	14
<b>大众品：细分板块估值回落明显，成本红利下盈利改善 .....</b>	<b>15</b>
啤酒：结构升级趋势延续，成本红利兑现 .....	15
调味品：龙头企业积极求变，成本红利下盈利改善 .....	16
乳制品：需求承压，关注高股息率龙头和差异化品种 .....	18
休闲零食：量贩门店持续扩张，盈利水平表现分化 .....	20
卤制品：开店速度放缓，企业优先提升单店营收 .....	21
<b>投资思路：周期底部寻找业绩确定性强的优质企业 .....</b>	<b>24</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图表 1. 2024 年上半年申万一级行业涨跌对比.....	5
图表 2. 2024 年上半年食品饮料子行业涨跌对比.....	5
图表 3. 2024 年上半年食品饮料个股涨跌排名.....	6
图表 4. 2016 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM) .....	6
图表 5. 白酒行业市盈率 (PE-TTM) .....	6
图表 6. 白酒行业市盈率相对沪深 300 倍数.....	6
图表 7. 食品饮料行业市盈率 (PE-TTM) .....	7
图表 8. 食品饮料行业市盈率相对沪深 300 倍数.....	7
图表 9. 1H24 食品饮料子行业估值 (PE-TTM) 与归母净利润 (TTM) 变动情况	7
图表 10. 消费者信心指数仍处于较低位置.....	7
图表 11. 2Q24 主动权益基金重仓股配置比例.....	8
图表 12. 2Q24 主动权益基金重仓股配置比例.....	8
图表 13. 1Q24 及 2Q24 主动权益基金前十重仓股.....	9
图表 14. 地产相关行业 (建筑+地产) 占 GDP 比重变化.....	10
图表 15. 茅台原箱及散茅批价表现.....	10
图表 16. 2015-2023 年白酒上市公司占行业营收比重 .....	10
图表 17. 2019 年以来白酒行业产量增速进入负值区间.....	11
图表 18. 白酒行业与上市公司营收增速对比.....	11
图表 19. 白酒行业与上市公司利润增速对比.....	11
图表 20. 白酒上市公司 2023 年及 1Q24 业绩概览 (单位: 亿元) .....	12
图表 21. 上市酒企销售商品、提供劳务收到的现金情况.....	12
图表 22. 1Q24 白酒经销商、零售商经营指标情况.....	12
图表 23. 茅台酒及系列酒批价表现.....	13
图表 24. 普五及国窖 1573 (高度) 批价.....	13
图表 25. 茅台酒基酒产量及同比增速.....	13
图表 26. 茅台酒销售量及同比增速.....	13
图表 27. 部分上市酒企业十四五经营目标.....	14
图表 28. 1Q24 主要啤酒企业销量、同比增速.....	15
图表 29. 1Q24 主要啤酒企业吨价、同比增速.....	15
图表 30. 1Q24 主要啤酒企业吨成本、同比增速.....	15
图表 31. 玻璃、铝锭价格走势 (截至 2024 年 7 月 10 日) .....	15
图表 30. 瓦楞纸价格走势 (截至 2024 年 7 月 10 日) .....	16
图表 33. 进口大麦价格走势 (截至 2024 年 5 月) .....	16
图表 34. 2013 年至 1H24 社零餐饮收入累计同比增速.....	17
图表 35. 2022 年至今, 社零餐饮收入当月同比.....	17
图表 36. 2021 年调味品提价统计.....	17

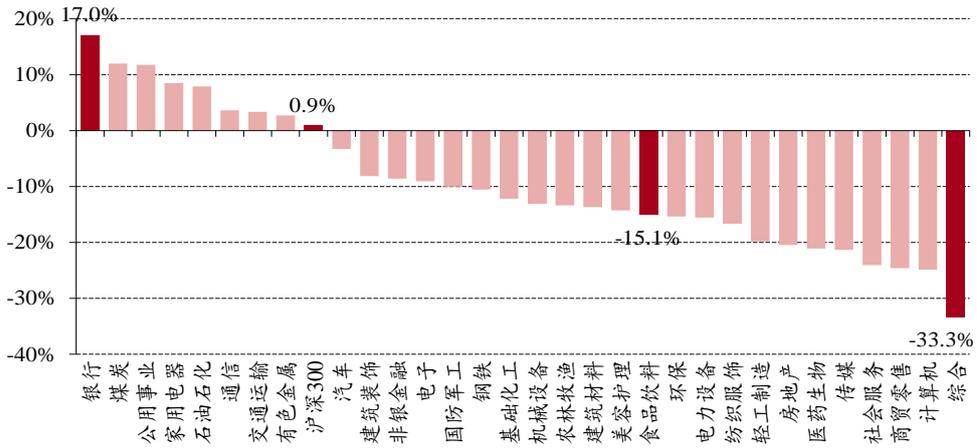
图表 37. 原材料成本价格同比增速 (单位: %)	17
图表 38. 1Q21 至 1Q24, 基础调味品企业毛利率变化	17
图表 39. 2019 至 2023 年海天吨价及销量增速	18
图表 40. 2019 至 2023 年中炬吨价及销量增速	18
图表 41. 中国乳制品产量、同比增速	19
图表 42. 牛奶、酸奶零售价变化	19
图表 43. 1Q24 乳制品板块费用率、利润率同比变化情况	19
图表 44. 生鲜乳价格变动 (截止 2024 年 7 月 11 日)	19
图表 45. 进口奶粉、液态奶价格 (截至 2024 年 5 月)	19
图表 46. 主要零食企业 1Q24 营收、同比增速	20
图表 47. 主要零食企业 1Q24 归母净利润、同比增速	20
图表 48. 主要零食企业 1Q24 销售毛利率、同比增速	21
图表 49. 主要零食企业 1Q24 销售净利率、同比增速	21
图表 50. 卤制品主要上市公司业绩情况	21
图表 51. 鸭副产品价格走势	22
图表 52. 休闲卤制品龙头销售费用率	22
图表 53. 休闲卤制品龙头销售净利率	22
图表 54. 卤制品龙头 2020 年至 1H24 新开店数量对比	23
图表 55. CPI 当月同比及 CPI 食品权重	25
图表 56. 重点公司盈利预测	25

## 市场回顾：1H24 食品饮料板块跌幅较大，估值为历史底部区间

涨跌幅：板块估值处于底部区间，大众品绩优个股及高股息个股涨幅排名靠前

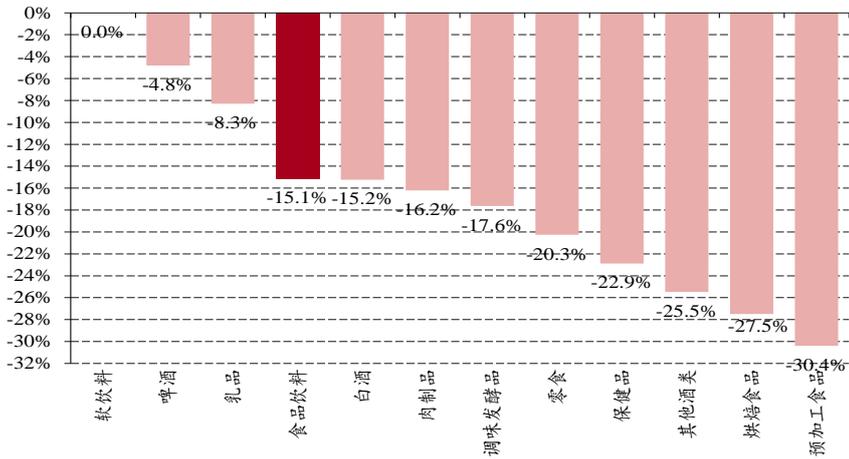
2024 上半年食品饮料板块整体承压，跌幅 15.1%（数据截至 6 月 30 日），在 31 个一级行业中排名第 20 位，跑输沪深 300。分子行业来看，软饮料超额明显，涨跌幅在子板块中排名第一（-0.03%），其他子行业均有明显下跌，其中白酒、啤酒、乳品、调味品、零食板块股价涨跌幅分别为-15.2%、-4.8%、-8.3%、-17.6%、-20.3%。预加工食品、烘焙食品跌幅最大，涨跌幅分别为-30.4%、-27.5%。

图表 1. 2024 年上半年申万一级行业涨跌对比



资料来源：iFinD，中银证券  
注：股价截至 2024 年 6 月 30 日

图表 2. 2024 年上半年食品饮料子行业涨跌对比



资料来源：iFinD，中银证券  
注：股价截至 2024 年 6 月 30 日

从个股表现来看，大众品绩优个股及高股息个股涨幅排名靠前。从 2024 年上半年个股表现来看，涨幅排名前五的个股分别是三只松鼠（+21.2%）、东鹏饮料（+18.2%）、张裕 B（+8.4%）、燕京啤酒（+2.3%）、承德露露（+0.1%）。近日，东鹏饮料及燕京啤酒公告 2024 年半年度业绩预告，1H24 东鹏饮料预计营收增速约为 43.95%-47.98%，归母净利增速约为 44.39%-56.12%；1H24 燕京啤酒预计归母净利增速为 40%-55%，扣非归母净利增速为 60%-77%，业绩表现优秀。三只松鼠在供应链变革及渠道变革的驱动下，业绩持续验证，我们预计 2 季度将延续 1 季度趋势，营收及净利均实现较快增长。承德露露 2023 年分红比例提升，4Q23、1Q24 合计营收同比增 15.3%，高于社零饮料类+6.6%的增速，在销售旺季展现出较好的增长态势。

图表 3. 2024 年上半年食品饮料个股涨跌排名

年涨幅前十名公司	涨幅 (%)	涨幅后十名公司	涨幅 (%)
三只松鼠	21.2	ST 春天	(74.0)
东鹏饮料	18.2	岩石股份	(63.5)
张裕 B	8.4	皇氏集团	(58.2)
燕京啤酒	2.3	佳隆股份	(56.9)
承德露露	0.1	均瑶健康	(56.3)
养元饮品	0.0	ST 加加	(54.9)
古井贡 B	(2.2)	惠发食品	(49.1)
青岛啤酒	(2.6)	青岛食品	(48.9)
伊利股份	(3.4)	麦趣尔	(48.6)
西麦食品	(4.1)	千味央厨	(46.5)

资料来源: iFinD, 中银证券

当前板块估值已回落至 2016 年以来底部位置。截至 7 月 12 日, 食品饮料板块估值 (PE-TTM) 为 20X, 市盈率相对沪深 300 倍数为 1.7, 为 2016 年以来最底部位置。分具体子行业来看, 乳制品当前估值为 14X, 接近 2016 年以来动态市盈率最小值, 啤酒当前估值回落至 24.3X, 也处于相对底部区间。白酒行业具备较强的周期属性, 2016-2021 年为行业牛市, 但近两年随着地产及相关行业增速放缓, 经济增长驱动因素发生变化, 行业步入调整期, 当前估值为 20X, 已回落至行业平均水平。

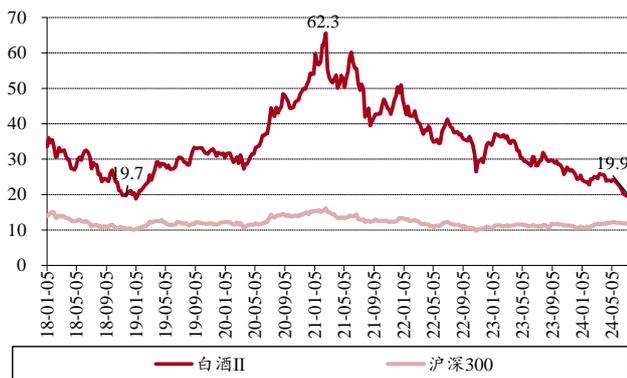
图表 4. 2016 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM)

	沪深 300	食品饮料	白酒	啤酒	其他酒类	休闲食品	肉制品	调味发酵品	乳品
最大值	16.8	63.0	63.3	93.1	186.7	81.4	42.6	79.5	47.8
最小值	10.3	19.7	16.6	22.9	24.4	17.5	14.8	25.7	14.2
现值	11.9	20.0	19.9	24.3	24.7	20.9	18.3	26.0	14.3

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 最大、最小值截至日期, 现值计算日期均为 2024 年 7 月 12 日

图表 5. 白酒行业市盈率 (PE-TTM)



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 6. 白酒行业市盈率相对沪深 300 倍数



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 7. 食品饮料行业市盈率 (PE-TTM)



资料来源: iFinD, 中银证券

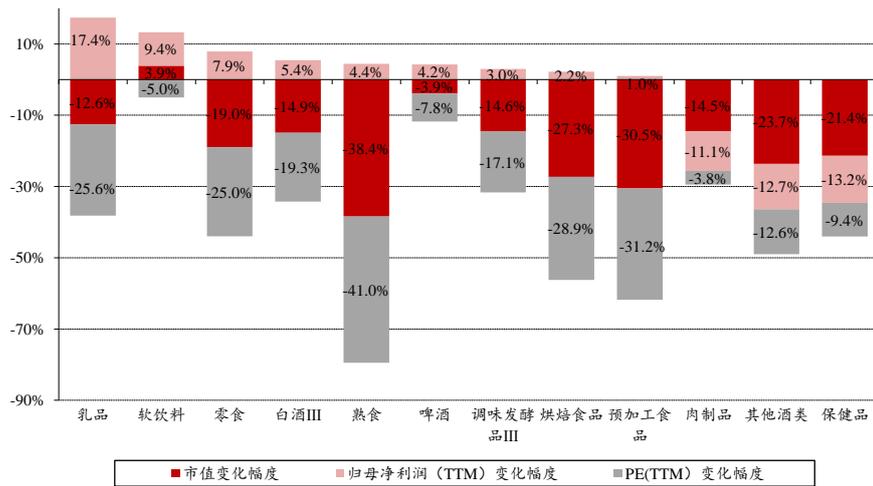
图表 8. 食品饮料行业市盈率相对沪深 300 倍数



资料来源: iFinD, 中银证券

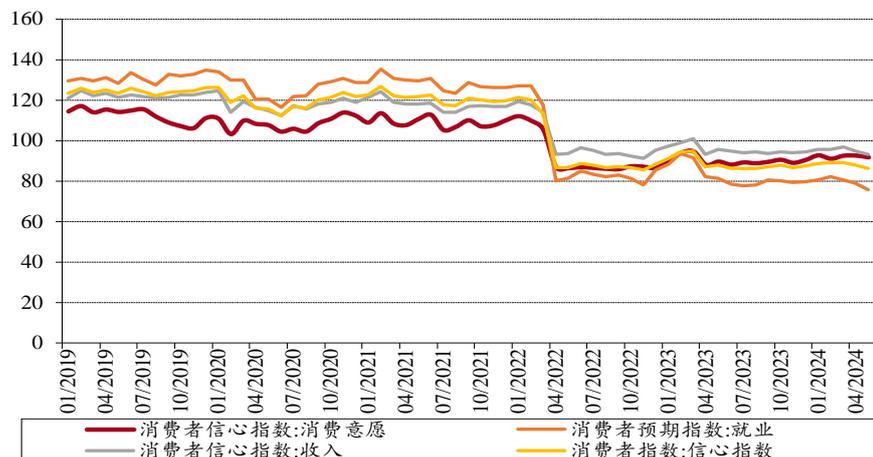
整体来看, 经济环境的变化导致消费信心与动力不足, 使得消费市场持续不振。受估值回落的影响, 除软饮料外的其他食品饮料子板块市值均出现了不同程度的下降。

图表 9. 1H24 食品饮料子行业估值 (PE-TTM) 与归母净利润 (TTM) 变动情况



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 10. 消费者信心指数仍处于较低位置

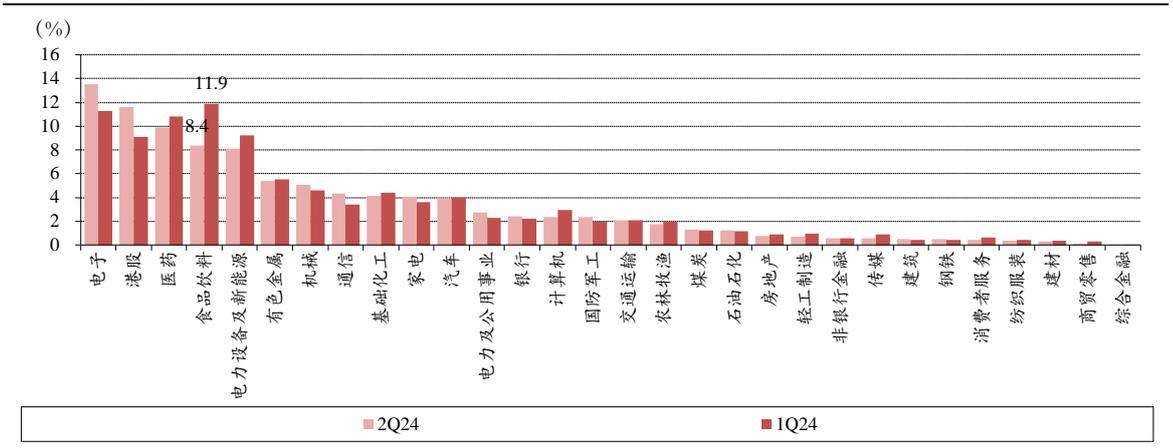


资料来源: iFinD, 中银证券

## 基金持仓：食品饮料当前处于低配状态，2Q24 持仓为近三年新低

2Q24 食品饮料行业持仓降幅较大，行业配置为近三年新低。(1) 2Q24 主动权益基金行业配置比例排名前五的行业分别是电子、港股、医药、食品饮料、电力设备新能源，配置比例分别为 13.5%、11.6%、9.9%、8.4%、8.1%。从主动权益基金配置食品饮料比例变化来看，2Q24 环比 1Q24 下降 3.5pct 至 8.4%，为三年以来最低比例。从过去八个季度平均配置比例来看，食品饮料平均配置比例为 12.7%，2 季度配置比例环比过去八个季度平均值下降 4.3pct，横向对比其他行业，食品饮料当前处于低配状态，我们判断主要与市场对部分子板块业绩降速及短期消费数据未有明显改善有关。(2) 从前十大重仓股变化来看，1Q24 前十大重仓股中食品饮料个股为贵州茅台、泸州老窖、五粮液、山西汾酒，2Q24 仅剩贵州茅台，白酒持仓环比下滑明显。

图表 11. 2Q24 主动权益基金重仓股配置比例



资料来源：iFinD，中银证券

注：主动权益配置中包括 30 个中信一级行业及港股

图表 12. 2Q24 主动权益基金重仓股配置比例



资料来源：iFinD，中银证券

注：主动权益配置中包括 30 个中信一级行业及港股

图表 13. 1Q24 及 2Q24 主动权益基金前十重仓股

股票简称	1Q24 前十重仓股			股票简称	2Q24 前十重仓股		
	重仓该股票 基金个数	持股基金个数/ 主动股基总数	持股市值/ 基金重仓 股市值		重仓该股票 基金个数	持股基金个数/ 主动股基总数	持股市值/ 基金重仓 股市值
贵州茅台	943	22.12%	3.73%	宁德时代	822	18.98%	2.89%
宁德时代	915	21.46%	3.21%	立讯精密	796	18.38%	2.00%
泸州老窖	425	9.97%	1.94%	贵州茅台	721	16.65%	2.62%
五粮液	455	10.67%	1.93%	紫金矿业	667	15.40%	1.81%
紫金矿业	607	14.24%	1.71%	中际旭创	656	15.15%	1.47%
美的集团	417	9.78%	1.37%	美的集团	532	12.28%	1.66%
恒瑞医药	363	8.52%	1.34%	腾讯控股	502	11.59%	2.25%
山西汾酒	302	7.08%	1.28%	沪电股份	442	10.21%	0.94%
立讯精密	449	10.53%	1.23%	新易盛	434	10.02%	0.92%
迈瑞医疗	246	5.77%	1.23%	工业富联	406	9.37%	0.86%

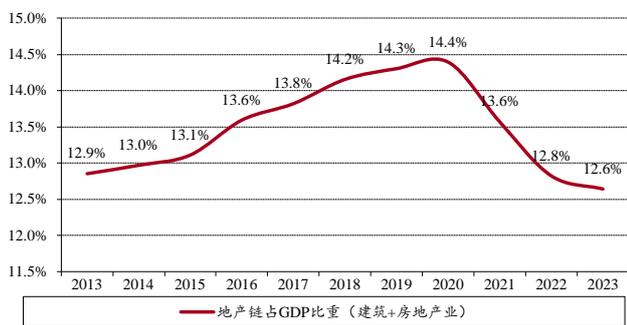
资料来源: iFinD, 中银证券

## 白酒：行业矛盾点清晰，重塑秩序向良性发展迈进

行业概况：量价矛盾凸显，缩量背景下马太效应特征显著

复盘历史，两个重要因素驱动了 2016-2021 年白酒行业繁荣。(1) 2016 至 2021 年，地产及相关行业的快速扩张，推升了高端白酒的需求，这也是茅台酒批价从 800 元涨到 3000 元以上的原因之一，并带动了各个价格带白酒的消费升级。茅台酒和五粮液终端价自 2021 年底开始回落，与地产行业调整的时点相关。由于经济增长驱动因素发生变化，我们预计未来几年高端酒核心单品价格直接上行的难度较大。(2) 行业集中度快速提升，上市公司制定激进的销售目标，并倒逼公司内部释放制度红利，维持了大幅超越行业的收入增速，上市公司收入占行业比重从 2015 年 20% 左右上升至 2023 年的 54%，已达到较高水平，“强者恒强”的马太效应愈发明显。

图表 14. 地产相关行业（建筑+地产）占 GDP 比重变化



资料来源：iFinD，国家统计局，中银证券

图表 15. 茅台原箱及散茅批价表现



资料来源：iFinD，国家统计局，中银证券

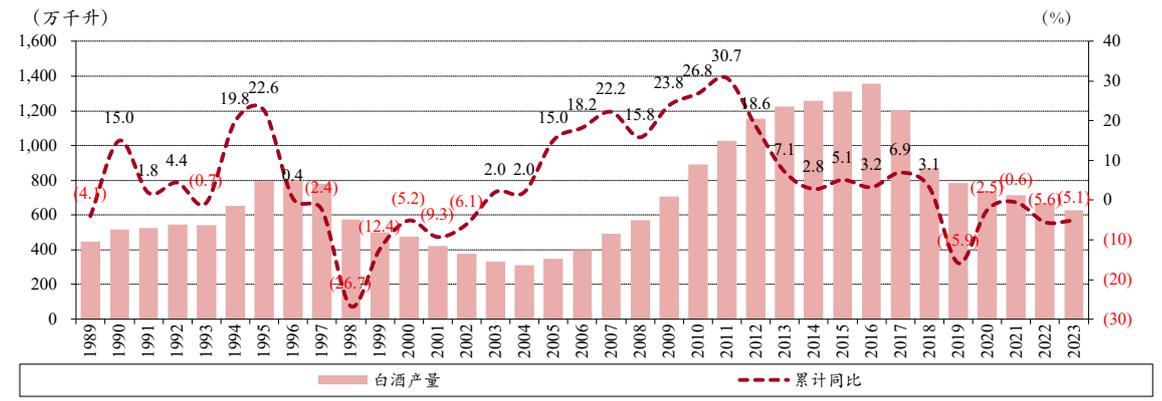
图表 16. 2015-2023 年白酒上市公司占行业营收比重



资料来源：iFinD，中银证券

从近两年白酒行业的产量、收入及利润增速来看，我们发现白酒行业已进入产量负增长、收入及利润为低个位数增长的阶段，当前供需矛盾较为突出，行业加速出清步入换挡期。(1) 随着地产及相关行业增速放缓，经济增长驱动因素发生变化，赚快钱时代进入赚慢钱时代。白酒消费者需求将从面子消费转向高性价比消费。(2) 白酒上市公司 2023 年及 1Q24 收入、利润增速明显高于行业整体，收入和利润占比继续提升，但利润占比提升速度更快，我们判断优势名酒对其他白酒企业的挤压力度加大，中小企业面临较大的经营压力，行业正在加速出清。考虑白酒需求特点，与大众品不同，上市公司集中度难以形成类似于啤酒 CR5 超过 90% 高市占率，集中度继续快速上行的难度加大，未来两年行业增速与上市公司增速可能逐步趋同，我们判断白酒行业正进入换挡期。(3) 酒企增长模式，从粗放式的渠道扩张，转为更精细地挖掘消费者需求。长远来看，我们认为大众消费将延续升级趋势，高端、次高端的需求受宏观经济影响短期承压，但中长期来看，商务宴请及送礼场景依然占据优势。

图表 17. 2019 年以来白酒行业产量增速进入负值区间



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 18. 白酒行业与上市公司营收增速对比



资料来源: iFinD, 国家统计局, 中银证券

图表 19. 白酒行业与上市公司利润增速对比



资料来源: iFinD, 国家统计局, 中银证券

回顾 2023 年及 1Q24 个股业绩, 我们发现宏观环境疲软背景下, 龙头酒企及地产酒具备一定防御性。从 2023 年及 1Q24 不同类型酒企业绩表现来看, (1) 2023 年及 2024 年 1 季度高端白酒维持了稳健增长势头, 同时也呈现了较大的分化。(2) 地产酒整体业绩增速快于其他类型酒企, 在外部环境疲软时, 拥有大本营市场的地产酒具备一定的防御属性, 主要体现在: 春节返乡人数增加、宴席需求的恢复和本营大众价格带的升级。(3) 由于白酒商务需求恢复进度较慢, 全国化扩张型酒企业绩增速慢于高端酒和地产酒。此外, 多家全国化扩张的次高端白酒毛利率同比下降, 我们判断与产品结构变化有关, 200-300 元价格带产品占比有所提升。

图表 20. 白酒上市公司 2023 年及 1Q24 业绩概览 (单位: 亿元)

酒企分类	企业名称	2023 年 营收	YOY(%)	1Q24 营收	YOY(%)	2023 归母 净利	YOY(%)	1Q24 归母 净利	YOY(%)
高端酒	贵州茅台	1,476.9	19.0	457.8	18.1	747.3	19.2	240.7	15.7
	五粮液	832.7	12.6	348.3	11.9	302.1	13.2	140.5	12.0
	泸州老窖	302.3	20.3	91.9	20.7	132.5	27.8	45.7	23.2
	合计	2612.0	17.0	898.0	15.9	1,181.9	18.5	426.8	15.2
全国化扩 张的次高 端白酒	洋河股份	331.3	10.0	162.5	8.0	100.2	6.8	60.6	5.0
	山西汾酒	319.3	21.8	153.4	20.9	104.4	28.9	62.6	30.0
	舍得酒业	70.8	16.9	21.1	4.1	17.7	5.1	5.5	(3.4)
	水井坊	49.5	6.0	9.3	9.4	12.7	4.4	1.9	16.8
	酒鬼酒	28.3	(30.1)	4.9	(48.8)	5.5	(47.8)	0.7	(75.6)
	合计	799.2	12.4	351.3	11.3	240.4	12.2	131.3	13.0
地产酒	古井贡酒	202.5	21.2	82.9	25.9	45.9	46.0	20.7	31.6
	今世缘	101.0	28.1	46.7	22.8	31.4	25.3	15.3	22.1
	迎驾贡酒	67.2	22.1	23.2	21.3	22.9	34.2	9.1	30.4
	口子窖	59.6	16.1	17.7	11.1	17.2	11.0	5.9	10.0
	老白干酒	52.6	13.0	11.3	12.7	6.7	(5.9)	1.4	33.0
	金徽酒	25.5	26.6	10.8	20.4	3.3	17.3	2.2	21.6
	伊力特	22.3	37.5	8.3	12.4	3.4	105.5	1.6	7.1
	金种子酒	14.7	23.9	4.2	(3.0)	(0.2)	88.2	0.2	142.9
	天佑德酒	12.1	23.5	5.3	32.8	0.9	18.4	1.1	40.4
	合计	557.5	22.0	210.3	21.2	131.4	32.1	57.4	26.8

资料来源: iFinD, 中银证券

## 供需矛盾: 行业步入去库存阶段, 酒企有望主动调整经营节奏回归良性增长

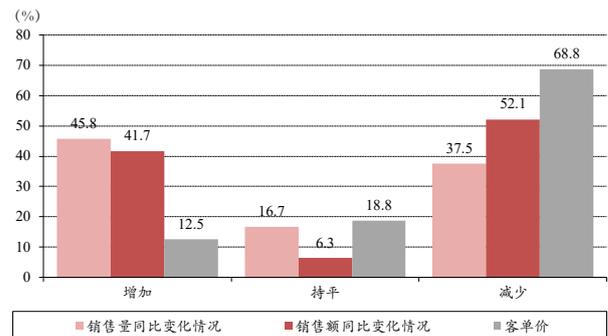
受供需矛盾影响, 白酒批价表现疲软, 龙头酒企通过控量调价的方式稳定市场价格体系。2024 年以来, 由于消费增长乏力, 渠道库存积压, 白酒批价整体表现较为疲软, 渠道信心不足。(1) 根据酒业协会发布的《2024 年中国白酒市场中期研究报告》, 流通企业销售量、销售额、客单价同比下降的占比分别达到 37.5%、52.1%、68.8%。2024 年 1-6 月白酒市场经销商、零售商反馈倒挂程度前三的价格带分别为 800-1500 元、500-800 元、300-500 元。(2) 从上市酒企现金回款来看, 自 2022 年以来, 酒企 4 季度+1 季度的销售回款同比增速低于营收增速且差值逐年拉大, 我们判断与渠道经销商回款意愿减弱, 终端零售商不愿意压货有关。(3) 面对渠道库存及价格压力, 茅台、五粮液等龙头酒企均通过控量调价的方式稳定市场价格。例如, 第八代五粮液自 24 年 2 月 5 日起提价 50 元/瓶, 出厂价涨至 1019 元/瓶, 涨幅约 5%, 同时合同量缩减 20%, 量价两端双管齐下稳定价格。飞天茅台自 2Q24 批价大幅下跌以来, 通过取消开箱政策, 暂停 1935、精品茅台、陈年茅台等产品发货, 维稳终端批价。从批价表现来看, 当前整箱/散飞批价已回升至 2500/2300 元以上, 普五批价稳定在 930-940 元左右。

图表 21. 上市酒企销售商品、提供劳务收到的现金情况



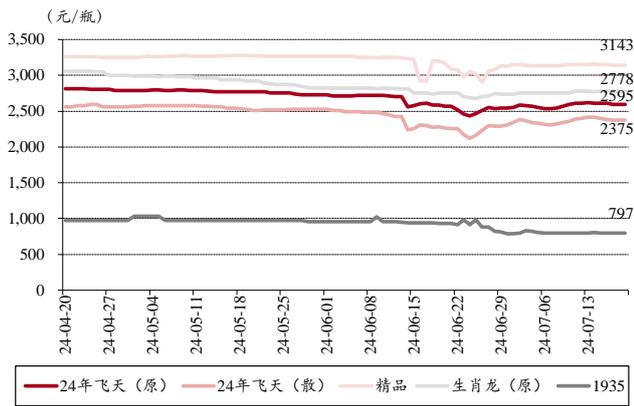
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 22. 1Q24 白酒经销商、零售商经营指标情况



资料来源: 酒业协会, 中银证券

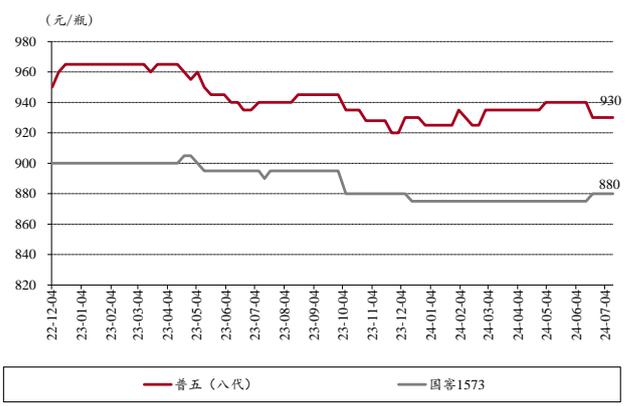
图表 23. 茅台酒及系列酒批价表现



资料来源：今日酒价，百荣酒价，iFinD，中银证券

注：上述数据选取今日酒价、百荣酒价、iFinD 批价数据的平均值

图表 24. 普五及国窖 1573 (高度) 批价



资料来源：今日酒价，百荣酒价，iFinD，中银证券

**关注茅台成品酒供应增加带来的变化。**茅台作为白酒龙头是行业价格的引领者，茅台批价的涨跌决定了千元价格带白酒的扩容空间。茅台酒特殊的工艺决定了基酒产量和未来成品酒供应之间的对应关系。2021年茅台酒的基酒产量为5.65万吨，同比增+12.5%，因此对应2025年的销售量将有明显增加。考虑到当前的消费环境仍较低迷，如果2025年茅台酒增加市场供给，在消费环境没有较好恢复的背景下，终端批价或将承压，且会传导至五粮液及以下产品的批价表现。我们认为，厂家会积极采取量价调控措施，重新审视茅台酒的三层属性实现共同发力。

图表 25. 茅台酒基酒产量及同比增速



资料来源：iFinD，公司公告，中银证券

图表 26. 茅台酒销售量及同比增速



资料来源：iFinD，公司公告，中银证券

上市酒企制定了较高的十四五发展目标，但考虑到当前行业环境变化企业完成目标难度加大，酒企有望主动调整营收增长目标，回归渠道良性发展，为行业长远健康发展布局。从上市酒企的举措来看，高端白酒五粮液、泸州老窖在股东大会上均展现出较强的战略定力，强调客观看待行业周期，坚持稳健、良性发展。次高端白酒洋河、舍得、酒鬼主动调整增速目标，把解决产品库存压力为当前首要目标。我们认为，随着库存压力出清，需求预期好转，具备品牌影响力的酒企未来仍可享受行业发展的集聚效应。

图表 27. 部分上市酒企业十四五经营目标

企业名称	19-23 年 营收 CAGR(%)	19-23 年归 母净利 CAGR(%)	2024 年 营收目标	2025 年营收目标
贵州茅台	11.57	12.64	实现营业总收入较上年度增长 15%左右, 完成固定资产投资 61.79 亿元。	“双翻番、双巩固、双打造”, 跨过 2000 亿大关, 高质量发展、大踏步前进, 成为贵州首家世界 500 强。
五粮液	10.69	11.66	营业总收入持续保持两位数稳健增长。	创建世界 500 强, 酒业主业销售收入超过 1000 亿, 多元产业销售收入超过 1000 亿。
洋河股份	7.45	6.29	营业收入同比增长 5%-10%。	预计收入目标 400 亿+。
山西汾酒	21.86	40.03	营业收入较上年增长 20%左右。	晋身行业第一阵营, 做到“三分天下有其一”。预计营收规模在 450 亿+
泸州老窖	13.83	23.33	力争实现营业收入同比增长不低于 15%	“扬优势、补短板、提质量、壮实力、谋复兴”, 国窖 1573 在 2025 年实现突破 400 亿的“新百亿”目标。
古井贡酒	14.22	16.95	实现营业收入 244.50 亿元, 较上年增长 20.72%;2024 年计划实现利润总额 79.50 亿元, 较上年增长 25.55%。	十四五期间营收目标达成 200 亿元。
今世缘	15.70	16.55	总营收 122 亿元左右, 净利润 37 亿元左右。	营收过百亿, 争取 150 亿元。

资料来源: iFinD, 公司公告, 中银证券

### 投资建议: 关注收现稳定, 业绩确定性强的龙头酒企

短期来看, 受消费不振影响, 2 季度业绩增速可能相对放缓, 企业之间分化进一步加大。(1) 白酒板块当前仍处于去库存阶段, 2023 年消费场景放开以来, 酒企之间对市场份额的争夺更加激烈, 通过加大营销费用投放拉动终端销售。但随着营销活动逐渐趋同化、内卷化, 费用投放效果边际减弱。近日, 习酒取消了门店、分销商、经销商通过消费者扫码红包获得的反向推广奖励, 我们判断未来会有更多的厂家在营销费用投放方式上做调整, 在保证渠道利润的前提下优先销量, 优先动销。(2) 从消费场景来看, 受宏观环境影响, 商务需求恢复进度偏慢。宴席消费表现好于其他, 但是考虑到上年同期受益于婚宴需求的回补, 业绩基数较高, 因此短期来看, 我们判断 2 季度业绩增速可能相对放缓, 企业之间分化将进一步加大。

拉长维度来看, 白酒独特的商业模式使其拥有较强的业绩兑现能力, 建议关注周期底部具备抗风险能力及现金流稳定的龙头酒企, 以及大众价格带升级逻辑顺畅、区域化扩张路径清晰的公司。

(1) 白酒企业现金流稳健, 稳固的消费基础及强大的渠道经销网络支撑名优酒企拥有较强的业绩兑现能力。上一轮白酒牛市(2019-2021 年), 酒企加速扩建产能, 从项目建设周期来看, 大部分酒企的技改项目基本于 2023 年完工, 资本开支的减少有助于企业现金流同比改善。在行业调整期, 龙头酒企的“强渠道力”使其抵御风险的能力更强, 主要体现在一批商拥有较强的资金实力, 叠加珍视手中的经销权, 在行业处于阶段性底部时仍可顶住压力回款, 蓄水池作用放大。建议关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖。

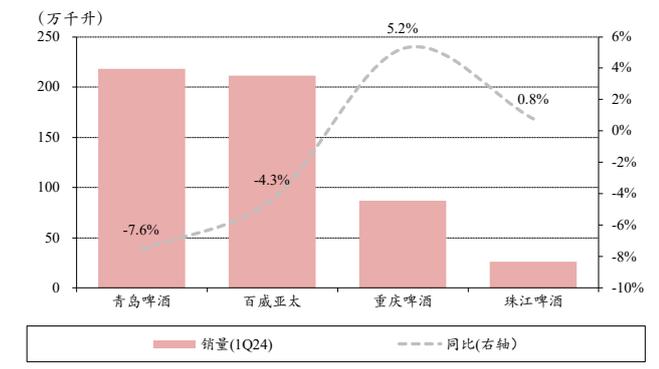
(2) 2023 年消费场景放开以来, 终端消费呈现两个特征, 一是节日消费特征明显, 二是大众价格带白酒消费需求迅速提升。根据酒业协会发布的《2024 中国白酒市场中期研究报告》, 2024 年 1-6 月, 白酒市场经销商、零售商反馈市场动销最好的前三个价格带分别为 300-500 元、100-300 元、100 元及以下, 其中 300 元以内畅销产品占比 40%。我们认为消费者对产品品质的追求不变, 参考过去十年玻汾的零售价及销售规模表现来看, 以及区域主流价格带的演变, 我们认为大众价格带产品持续升级的趋势未变。在外部环境疲软时, 拥有大本营市场的地产酒受益春节返乡人数增加、宴席刚性需求和大本营大众价格带升级等因素, 业绩表现更加稳健。建议关注山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒。

## 大众品：细分板块估值回落明显，成本红利下盈利改善

### 啤酒：结构升级趋势延续，成本红利兑现

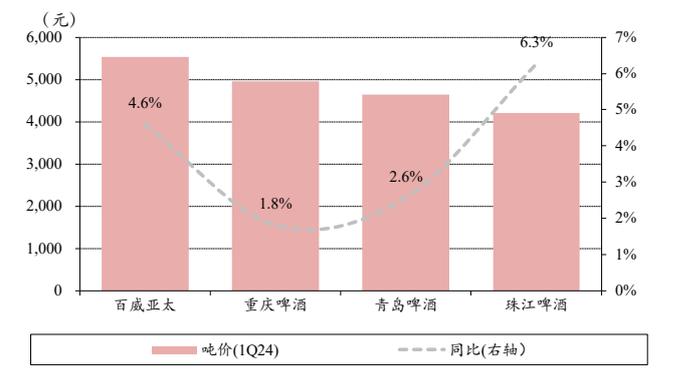
**1Q24 结构升级趋势延续，高基数下部分企业销量承压。**1Q24 披露财报的主要啤酒企业营收合计同比-0.4%，量/价分别同比-4.1%/+3.5%。**(1) 价上**，啤酒行业结构升级趋势延续，吨价延续上行趋势，但 1Q24 吨价增幅较 2023 年有所收窄。我们预计主要系成本红利下，酒企需要将一部分利润以货折的形式让渡给经销商所致。**(2) 量上**，2023 年上半年疫情结束，即饮场景恢复，部分啤酒企业在乐观预期的影响下积极备货，形成了 2023 全年前高后低的销量基数。2024 年随着产销节奏恢复正常，1Q24 销量同比有所下滑。

图表 28. 1Q24 主要啤酒企业销量、同比增速



资料来源: iFinD, 中银证券

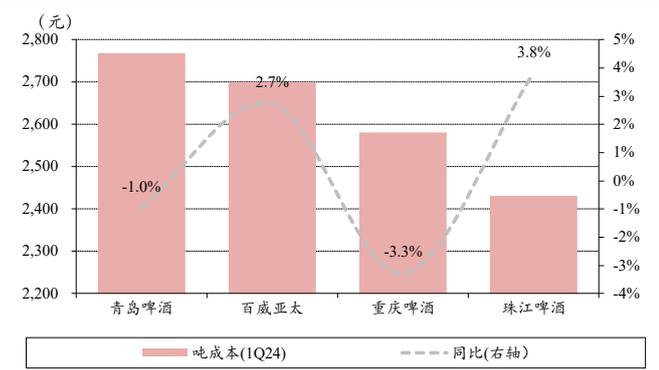
图表 29. 1Q24 主要啤酒企业吨价、同比增速



资料来源: iFinD, 中银证券

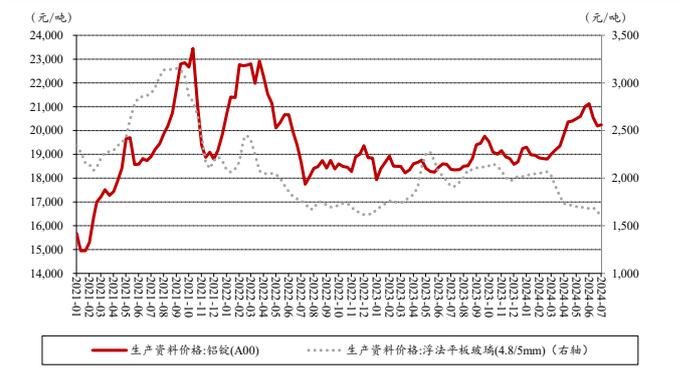
**成本红利兑现，1Q24 主要啤酒企业吨成本增幅显著放缓。**随着澳麦双反税收的取消、部分包材价格同比下降，主要啤酒企业 1Q24 平均吨成本同比+0.2%，增幅较 2023 年显著收窄。从大麦的锁价时间点、原材料的采购方式来看，我们预计随着低价库存消耗完成，2Q24 啤酒企业直接材料成本有望持续改善，吨成本同比变化幅度有望进一步下探。

图表 30. 1Q24 主要啤酒企业吨成本、同比增速



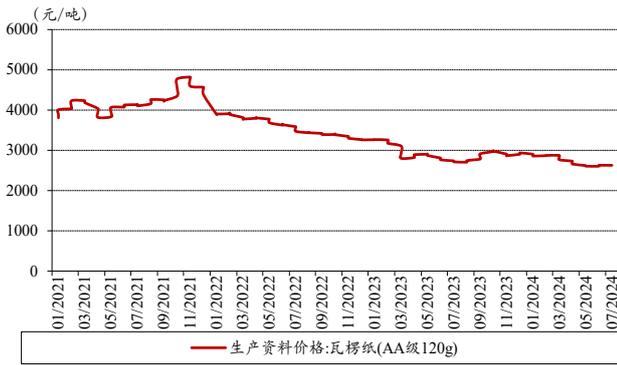
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 31. 玻璃、铝锭价格走势 (截至 2024 年 7 月 10 日)



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 30. 瓦楞纸价格走势（截至 2024 年 7 月 10 日）



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 33. 进口大麦价格走势（截至 2024 年 5 月）



资料来源: iFinD, 中银证券

**成本端高确定性下，重点关注企业旺季销量表现，积极把握景气反转机会。**（1）短期来看，虽然啤酒企业吨价增速放缓，但在成本红利释放下，全年毛利率向上的确定性较强。决定啤酒企业业绩能否超预期的核心变量为销量增速。建议关注核心啤酒企业在 3Q24 低基数下的销量表现，积极把握景气反转机会。（2）长期来看，我们认为，在当前相对稳定的竞争格局下，啤酒行业结构升级本质不改。未来随着啤酒消费人口数量的下降，行业或将延续量减价增趋势。主要啤酒企业打法、战略投入重点有所分化，百威前瞻性布局超高端产品，华润立足长远、投入大量资源扶持高端品牌喜力；青啤、燕京、珠江依托牢固渠道基础积极推广 5-10 元价格带升级产品、短期有望充分享受价格带扩容红利；重啤以差异化产品为矛进军全国各细分市场。结合当前外部宏观环境、各公司的经营策略、估值水平，我们推荐受经营节奏影响估值显著回落，下半年销量增速有望转正的**青岛啤酒**；建议关注积极推进管理改革，成本端有望持续超预期的**燕京啤酒**。

**青岛啤酒：**公司 1Q24 实现营收 101.5 亿元，同比-5.2%，销量/吨价/吨成本分别同比-7.6%/+2.6%/-1%至 218.4 万千升/4647 元/2768 元。销量下降幅度较大，我们判断主要系去年同期在疫情放开的高预期下，备货前置，形成了高基数所致（1Q23 销量同比+11.0%至 236 万千升，为近五年最高点）。吨价增幅有所放缓，可能系货折增加所致。成本红利如期释放，与结构升级一同带动 1Q24 毛利率同比+2.1pct 至 40.4%。随着主品牌“1+1+1+2+N”产品矩阵的确立，公司将持续发力中高端市场，后续吨价有望延续增长态势。澳麦双反政策的取消、步入新的采购周期，公司在 1Q24 体现出了较大的成本弹性，后续有望持续兑现成本红利。同时由于 2023 年备货前置，我们预计公司 2024 年业绩将呈现前低后高的态势，1H24 业绩增速或为全年低点，建议积极布局。

**燕京啤酒：**公司积极求变，新任管理层上任后“二次创业”，为公司注入成长动力。随着大单品 U8 的持续放量，清爽、鲜啤升级计划的推出，公司产品线有望多点开花，延续量价齐升趋势。成本端，公司持续推进降本增效，利润空间有望逐步释放。我们认为，公司管理层推进改革的决心大，1H24 归母净利润同比预增+40%~+55%，降本增效成果显著。后续随着管理改革的持续推进，公司在成本端的表现有望持续超预期。

### 调味品：龙头企业积极求变，成本红利下盈利改善

**餐饮端经营承压，调味品行业渠道动作以去库存为主。**根据国家统计局数据，1H24 餐饮业收入为 26243 亿元，同比增 7.9%，其中限额以上餐饮收入增速为 5.6%，1Q24、2Q24 餐饮收入增速分别为 10.8%、5.0%，2 季度餐饮收入环比 1 季度降速，上半年整体表现不佳。我们判断行业淡季及接连的暴雨天气使得餐饮端经营承压，在需求较弱的背景下，渠道动作以去库存为主。参考马上赢监测的调味品线下商超及零售终端数据，2Q24 销售额同比降 3.7%，其中 4 月至 6 月销售额同比增速分别为 -7.3%、-2.6%、-1.2%，降幅逐月收窄。

图表 34. 2013 年至 1H24 社零餐饮收入累计同比增速



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 35. 2022 年至今, 社零餐饮收入当月同比



资料来源: iFinD, 中银证券

**原材料成本下降, 企业盈利能力改善。**疫情期间, 调味品上游原材料采购价格普遍上涨, 在成本压力下, 2021 年龙头企业纷纷提价, 吨价普遍有所提升。2022 年海天、中炬吨价增速分别为 3.8%、1.8%。2023 年初以来, 行业供需渐趋平衡, 原材料价格普遍下行。根据我们测算, 1Q23 至 2Q24 大豆价格同比增速分别为+0.5%、-13.9%、-16.4%、-10.6%、-10.2%、-11.5%, 部分其他原材料价格也有所改善。随着产品结构优化及采购单价下降, 调味品企业毛利率改善明显, 1Q24 海天、中炬的毛利率环比 2023 年分别提升 2.6pct、4.3pct。

图表 36. 2021 年调味品提价统计

公司名称	提价时间	提价产品	提价幅度
海天味业	2021/10/25	酱油、耗油、酱料等	3%-7%
李锦记	2021/12/16	部分产品	6%-10%
中炬高新	2021/11/27	70% 产品	3%-10%
恒顺醋业	2021/11/20	部分产品	5%-15%

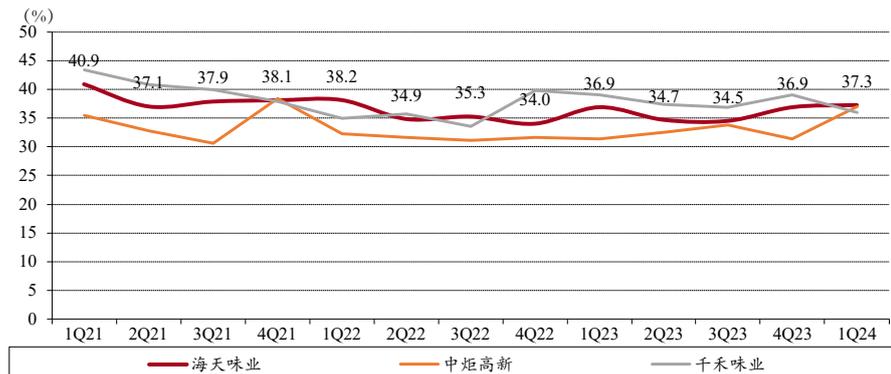
资料来源: iFinD、公司公告、证券时报, 中银证券

图表 37. 原材料成本价格同比增速 (单位: %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
豆粕	17.3	11.9	16.5	10.8	10.0	23.9	19.8	39.8	14.1	(3.8)	3.1	(15.8)	(17.8)	(15.3)
食盐	(1.7)	(2.1)	(2.6)	(1.6)	1.7	3.8	4.4	3.5	1.0	0.0	1.2	2.1	2.0	1.1
小麦	7.1	6.5	7.6	13.1	18.1	26.3	21.5	17.0	4.7	(11.9)	(5.3)	(7.1)	0.0	(12.1)
玻璃	27.5	81.1	74.5	12.7	(0.1)	(27.9)	(47.5)	(31.9)	(26.1)	(2.6)	14.0	19.3	12.3	(14.3)
PET			31.1	50.0	25.1	28.7	23.8	(4.0)	(9.5)	(15.3)	(17.8)	(4.7)	(2.6)	-
瓦楞纸			11.4	12.7	6.0	3.8	(8.8)	(19.6)	(18.7)	(23.3)	0.1	(12.5)	(10.1)	(1.9)
大豆	35.1	29.4	19.8	22.9	9.4	11.9	12.4	3.6	0.5	(13.9)	(16.4)	(10.6)	(10.2)	(11.5)

资料来源: iFinD, 中银证券

图表 38. 1Q21 至 1Q24, 基础调味品企业毛利率变化



资料来源: iFinD, 中银证券

**调味品龙头企业内部经营改善，库存压力缓解，下半年有望迎来业绩拐点。**疫情三年对消费场景的压制使得基础调味品龙头在量、价表现上均不尽如人意。千禾凭借零添加风口，19至23年销量CAGR达31.0%，表现优于海天及中炬。作为基础调味品龙头，海天、中炬近两年聚焦内部改革及调整，两家企业在经营层面均有明显改善。

**海天味业：**近两年海天受舆论事件影响较大，2023年公司营收及归母净利增速分别为-4.1%、-9.2%，低于公司经营规划目标。公司积极进行渠道改革，对内自上而下进行梳理。1Q24公司营收及归母净利增速分别为10.2%、11.9%，改革成效逐渐显现。2024年公司规划营收目标275.1亿元(+12.0%)，归母净利目标62.3亿元(+10.7%)，目前公司B端恢复平稳，C端销售稳健增长，我们判断经过公司长达一年多的调整后，2024年可顺利达成全年目标，2季度或将延续1季度态势，收入及净利均实现增长。

**中炬高新：**中炬高新近两年大股东频繁更换，对公司经营产生一定影响，公司收入增速慢于行业内其他竞品。2023年火炬集团重新掌舵，重返中炬高新第一大股东位置，同时引进具有华润背景的管理人员入驻，对公司过往发展存在的问题进行全面梳理改革，公司经营重新步入正轨。近日，公司公告1H24业绩预告，2季度受整体宏观环境及内部渠道改革影响，营收同比下滑11.8%，扣非归母净利同比下滑13.6%-54.3%，业绩短期承压。我们认为渠道体系化改革及产品价盘提升需要经历淡旺季时间考验，因此改革效果不会一蹴而就。2024年为公司的改革年，公司管理层改革决心坚定，可期待未来改革成效逐一兑现。

图表 39. 2019 至 2023 年海天吨价及销量增速



资料来源: iFinD, 公司公告, 中银证券

图表 40. 2019 至 2023 年中炬吨价及销量增速



资料来源: iFinD, 公司公告, 中银证券

**随着夏季到来，市场需求回暖，推升复调产品进入旺季热销。**复合调味品的渠道销售主要来自餐饮、家庭和食品工业三个方面，受益于连锁化率的提升以及外卖市场的繁荣，近两年复合调味品市场取得了较快发展。在复合调味料赛道中，中式复合调味料崛起较为迅速，为空间广阔的细分赛道之一。常见的中式复合调味料有火锅底料、麻辣香锅、酸菜鱼、小龙虾调味料等。根据红餐产业研究院数据，受益季节变化，夜宵热推升小龙虾需求，小龙虾供应收紧且价格回暖。我们判断虽然当前消费低迷，餐饮闭店率提升，但考虑到季节因素，预计中式复调企业的小龙虾调味料表现较好，建议关注天味食品、颐海国际。

### 乳制品：需求承压，关注高股息率龙头和差异化品种

**乳制品需求承压，终端零售价持续回落。**乳制品行业 A 股主要上市公司 1Q24 合计实现营收 500.1 亿元，同比-4.3%。(1)量上，受消费力不足影响，乳制品需求承压。2024 年 1-6 月，中国乳制品产量 1433 万吨，同比-3.0%。(2)价上，由于需求不足、原奶价格下行周期竞争加剧，乳制品零售单价持续回落，2024 年 1-6 月牛奶、酸奶终端平均零售价格分别同比-1.3%、-2.5%。

图表 41. 中国乳制品产量、同比增速



资料来源: iFinD, 中银证券

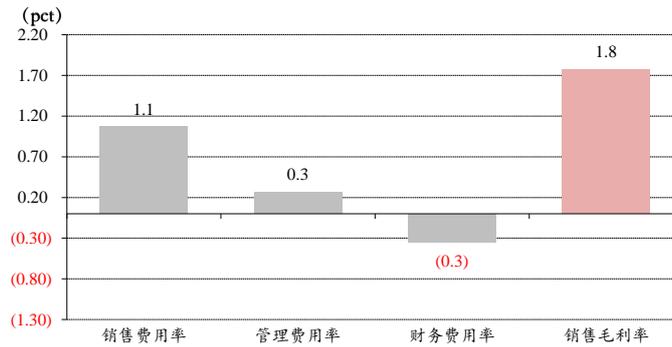
图表 42. 牛奶、酸奶零售价变化



资料来源: iFinD, 中银证券

上游产能过剩，原奶价格持续下降，乳企毛利率同比提升。农业农村部副部长马有祥在第十五届奶业大会上的发言中指出，2022年以来，乳品消费下滑，加工企业大量喷粉储存，奶牛养殖场大面积亏损，2023年奶牛养殖亏损面积达到70%以上，2024年1-5月上游亏损仍在加剧。受上游产能过剩影响，原奶价格持续回落，2024年1-6月生鲜乳平均价格同比-11.8%。受益于原奶价格的回落，乳企1Q24毛利率有所提升，同比+1.8pct至31.8%。

图表 43. 1Q24 乳制品板块费用率、利润率同比变化情况



资料来源: Wind, 中银证券

图表 44. 生鲜乳价格变动 (截至 2024 年 7 月 11 日)



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 45. 进口奶粉、液态奶价格 (截至 2024 年 5 月)



资料来源: iFinD, 中银证券

关注原奶价格拐点，长期看好高股息率龙头和差异化品种。当前生鲜乳价格 (3.24 元/千克) 已大幅低于上一轮周期低点，或已突破部分上游企业的可变成本线，后续上游产能或将加速出清，原奶价格有望迎来拐点，部分原奶自给率较高的加工企业有望受益，建议关注伊利股份。

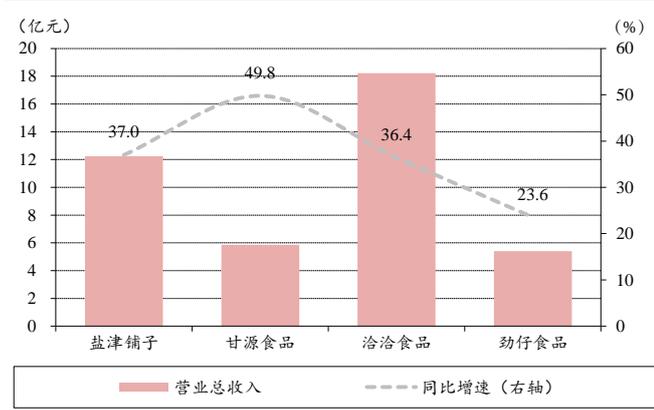
伊利股份作为乳制品龙头企业，供应链、渠道优势显著，品牌认知度强，品类均衡发展。公司淡季主动梳理渠道，促进良性发展，下半年业绩有望迎来改善。（1）液体乳上半年因需求恢复偏弱，叠加原奶供给偏多影响，公司主动调整液奶出货节奏来消化渠道库存，为下半年业绩恢复打好基础，我们判断下半年液态奶出货量将企稳增加，有望保持增长。（2）根据公司投资者交流，2024年婴儿粉收入增长较去年有明显改善，成人营养品继续维持双位数增长，冷饮也会继续保持较快增长。我们判断公司可顺利完成2024年规划目标，产品结构优化有助于公司利润率提升。（3）公司重视股东回报，近5年现金分红比例均不低于70%，当前股息收益率已超过4%。此外，近日公司公告拟用自有资金10-20亿元回购公司股份，用于注销减少注册资本，彰显对公司未来发展信心。

## 休闲零食：量贩门店持续扩张，盈利水平表现分化

**零食量贩门店持续扩张，头部企业进入整合期。**2024年上半年，主要量贩集团持续扩张，鸣鸣很忙集团、万辰集团门店数量分别提升至超10000/超6000家。从竞争的角度来看，零食量贩的龙头企业已进入整合期。2023年11月零食很忙与零食有鸣宣布合并，两家公司在人员架构保持不变、保留各自的品牌和业务独立运营的基础上共享各自在供应链端的优势，避免恶性竞争。万辰集团先后收购好想来、来优品、吡滴吡滴、陆小馋、老婆大人等零食量贩品牌，未来将统一品牌形象，以“好想来”品牌进行运营。

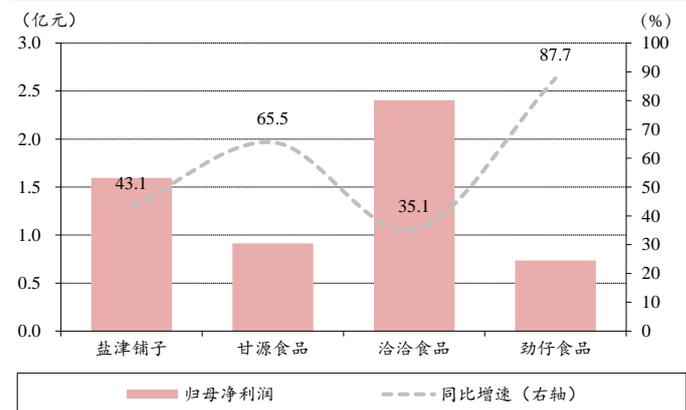
**1Q24 零食板块营收高增，主要企业盈利水平表现分化。**整体来看，零食板块十家上市公司1Q24实现营收125.6亿元，同比+27.9%，实现归母净利润10.6亿元，同比+22.0%。主要零食企业中，盐津/甘源/劲仔受益于在量贩渠道的扩张，1Q24营收分别同比+37.0%/+49.8%/+23.6%，洽洽受益于春节备货的错期，1Q24营收同比+36.4%。盈利水平上，主要零食企业表现分化。劲仔规模效应显现，同时受益于原材料成本下降，1Q24毛利率/销售净利率分别大幅提升4.0/4.8pct至30.0%/13.8%。盐津铺子受渠道调整影响，1Q24毛利率同比-2.5pct至32.1%，但在销售、研发费用的缩减下，1Q24销售净利率同比+0.5pct至13.1%。洽洽受益于原材料价格的下行，1Q24毛利率同比+1.9pct至30.4%，但由于旺季费用投放力度加大、政府补助减少，1Q24销售净利率同比微降0.1pct至13.2%。甘源1Q24毛利率同比-1.0pct至35.4%，主系加大电商渠道促销力度所致，但受益于规模效应、所得税率调整，公司1Q24销售净利率同比+1.5pct至15.6%。

图表 46. 主要零食企业 1Q24 营收、同比增速



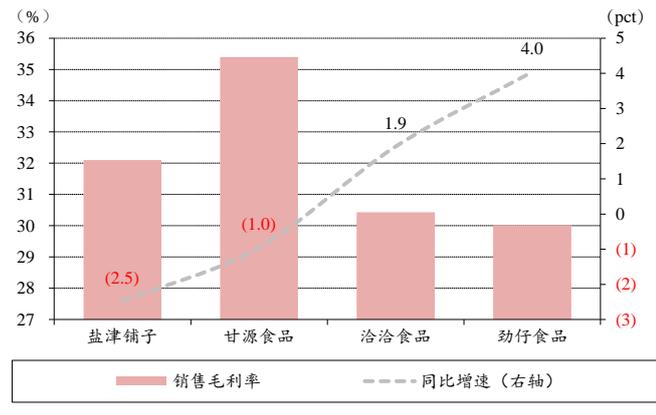
资料来源: Wind, 中银证券

图表 47. 主要零食企业 1Q24 归母净利润、同比增速



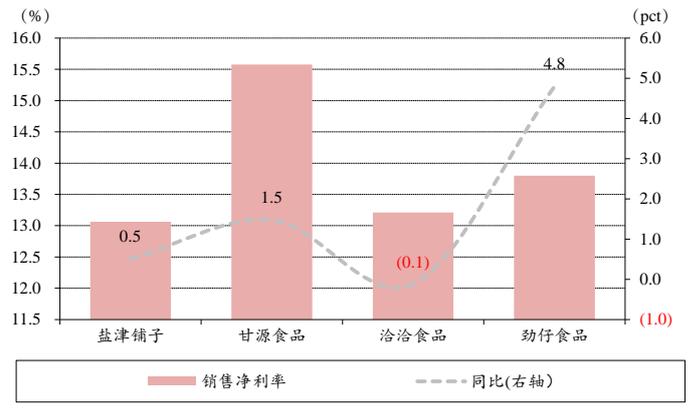
资料来源: Wind, 中银证券

图表 48. 主要零食企业 1Q24 销售毛利率、同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

图表 49. 主要零食企业 1Q24 销售净利率、同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

**持续关注在供应链端具备优势、有望受益于量贩渠道扩张的企业。**我们认为,虽然零食量贩的头部企业开始整合、通过结盟规避短期的恶性竞争,但在零食量贩行业竞争终局确定前,随着零食专营店数量的不断扩张,区域性零食量贩品牌与头部零食量贩企业间的竞争仍可能加剧。届时在供应链端具备优势的企业将能够为渠道提供高性价比、多样化、高复购率产品,能够在与零食量贩渠道的博弈中获得较高的议价权。建议重点关注供应链端管理能力突出的盐津铺子,新采购周期内成本有望修复的洽洽食品。

### 卤制品: 开店速度放缓, 企业优先提升单店营收

**受外部环境影响, 行业经营端整体承压, 但受益原材料成本下降及费用收缩, 业绩弹性显现。**(1) 近两年, 卤制品行业受外部环境冲击较大, 原材料成本上涨及营业门店闭店率上升对龙头企业业绩造成较大冲击。2023 年消费场景恢复但消费者对未来收入预期悲观, 消费意愿不足, 叠加零食量贩业态的冲击, 卤制品企业短期经营压力较大。(2) 成本端来看, 随着出栏量、投栏量的增加, 及上下游供需关系渐趋平衡, 鸭副价格下降明显。根据水禽网数据, 1H23、2H23、1H24 鸭脖采购均价分别为 20.7、13.0、10.4 元/千克。考虑到冻品库存保质期, 企业高价库存基本已消耗完, 我们判断上半年成本端持续改善。此外, 经销商补贴取消后, 费用收缩增厚业绩弹性。1Q24, 绝味食品、煌上煌、紫燕食品等卤味龙头营收增速分别为-7.0%、-10.6%、-8.0%, 归母净利增速分别为 20.0%、-10.1%、20.9%。

图表 50. 卤制品主要上市公司业绩情况

证券名称	2023 年营收 (亿元)	同比增速 (%)	1Q24 营收 (亿元)	同比增速 (%)	2023 年归母净利 (亿元)	同比增速 (%)	1Q24 归母净利 (亿元)	同比增速 (%)
绝味食品	72.6	9.6	17.0	(7.0)	3.4	46.6	1.7	20.0
紫燕食品	35.5	(1.5)	6.9	(8.0)	3.3	49.5	0.5	20.9
煌上煌	19.2	(1.7)	4.6	(10.6)	0.7	129.0	0.3	(10.1)
周黑鸭	27.4	17.1	-	-	1.2	357.1	-	-

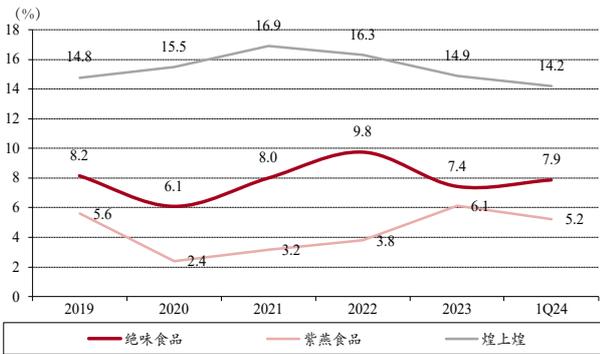
资料来源: iFind, 中银证券

图表 51. 鸭副产品价格走势



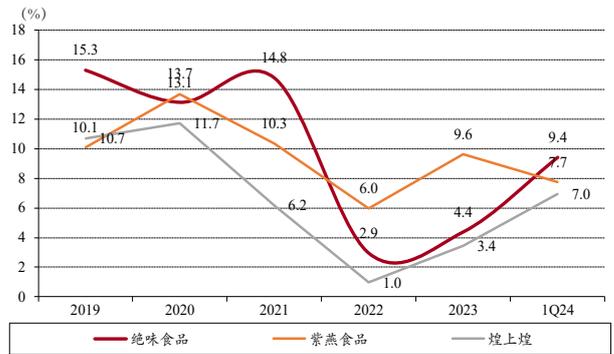
资料来源: 水禽网, 中银证券

图表 52. 休闲卤制品龙头销售费用率



资料来源: iFinD, 中银证券

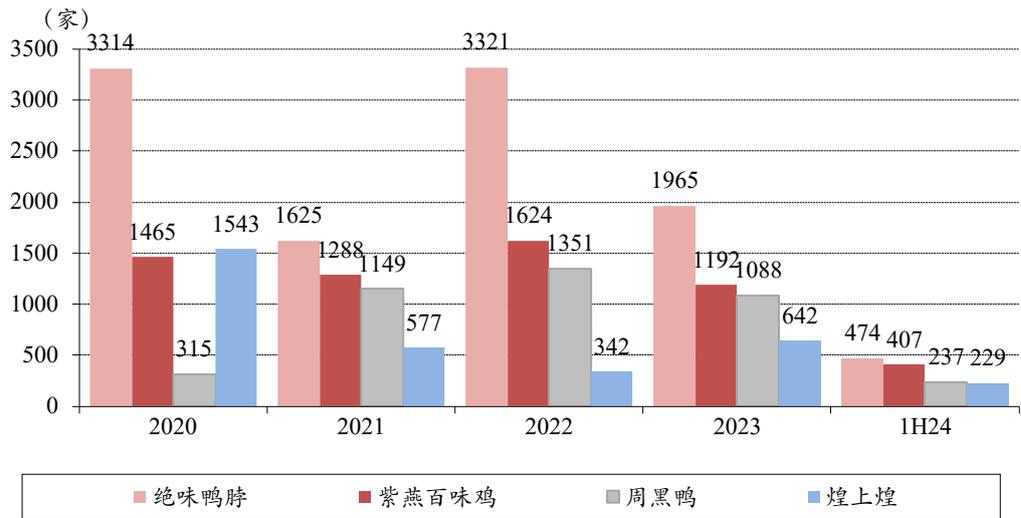
图表 53. 休闲卤制品龙头销售净利率



资料来源: iFinD, 中银证券

卤制品作为可选消费，短期受消费力不足影响较大，2024年以来龙头拓店速度放缓，企业优先提高单店营收，多品类布局、多场景布局。根据窄门餐眼数据，截至2024年6月底，绝味食品、紫燕百味鸡、周黑鸭、煌上煌新增门店数量分别为474家、407家、237家、229家。从企业过往经营节奏来看，上半年以拓店为主，下半年重点提升单店营收。对比此前三年门店新增数量，2024年卤制品龙头企业拓店速度明显放缓。疫情期间企业通过涨价的方式转移原材料成本上涨压力，但是卤制品作为可选消费替代性较强、同质化竞争激烈，叠加零食量贩业态冲击，短期经营承压。企业从此前单靠拓店模式逐渐向提高单店营收、多品类布局、多场景布局转变。例如，传播方式更加年轻化及多元化，绝味鸭脖通过抖音直播引流，盛香亭热卤联名草莓音乐节等，同时各品牌纷纷推出野餐套装、热卤新式门店等，全面提升消费者触达。

图表 54. 卤制品龙头 2020 年至 1H24 新开店数量对比



资料来源：窄门餐眼，中银证券

卤制品行业短期经营承压，但是龙头企业经历多轮行业周期的洗礼具备应对外部环境冲击的能力。龙头企业通过精益管理、营运强基、数字化赋能及品牌年轻化等方面全面提升销量。在围绕核心赛道的同时，补充品牌矩阵，展泛餐桌卤味。当前卤制品板块估值较低，随着消费环境好转，基本面有望边际改善，建议关注绝味食品。

## 投资思路：周期底部寻找业绩确定性强的优质企业

**基金持仓及板块估值底部信号明显，现阶段可以积极布局。**（1）估值方面，截至7月12日，食品饮料板块估值（PE-TTM）为20X，市盈率相对沪深300倍数为1.7，为2016年以来最底部位置。子板块中，乳制品、调味品、啤酒动态市盈率分别为14X、26X、24X，回落至2016年以来PE（TTM）最低值。（2）基金持仓方面，2Q24食品饮料行业持仓降幅较大，2Q24环比1Q24下降3.5pct至8.4%，为三年以来最低配置比例。横向对比其他行业，食品饮料当前处于低配状态。我们认为，市场对板块的担忧主要为需求不振背景下企业业绩出现风险。但是从食品饮料历史表现来看，因独特的商业模式及品牌溢价能力，不论是大众品还是白酒自由现金流表现都较好。未来随着宏观环境进一步修复，叠加政策端加持，我们认为需求有望好转。当前板块估值及基金配置比例底部信号明显，现阶段可积极布局。

**白酒行业仍处于去库存阶段，建议关注周期底部具备抗风险能力及现金流稳定的龙头酒企，以及大众价格带升级逻辑顺畅、区域化扩张路径清晰的公司。**白酒正进入换挡期。随着地产及相关行业增速放缓，经济增长驱动因素发生变化，同时龙头市占率达到较高水平，行业增速与上市公司增速将逐步趋同，我们判断白酒行业正进入换挡期。酒企增长模式，从粗放式的渠道扩张，转为更精细地挖掘消费者需求。我们认为白酒行业有两条选股思路：

（1）在行业调整期，龙头酒企的品牌溢价及强渠道力及使其抵御风险的能力更强，主要体现在龙头企业的一批商拥有较强的资金实力，叠加珍视手中的经销权，在行业处于阶段性底部时仍可顶住压力回款，蓄水池作用放大。此外，龙头酒企手中“工具箱”较多，可通过产品提价、调节渠道占比等手段保证业绩稳健增长。当前在行业供需矛盾突出的背景下，酒企持续实现高增长目标的难度较大，我们判断企业会主动调整经营节奏，回归良性发展。建议关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖。

（2）回顾2023年及1Q24业绩表现，地产酒整体业绩增速快于其他类型酒企，在外部环境疲软时，拥有大本营市场的地产酒具备一定的防御属性，主要体现在：春节返乡人数增加、宴席需求的恢复和本营大众价格带的升级。2季度受商务需求恢复进度偏慢，叠加上年同期受益于婚宴需求的回补，业绩基数较高，业绩增速可能相对放缓，分化进一步加大，地方龙头酒企业绩确定性相对更高。建议关注大众价格带升级逻辑顺畅，且全国化或区域化扩张路径清晰的公司，如山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒。

**大众品需求平稳，成本红利下盈利改善，优选业绩确定性高+高股息率的品种。**作为必选消费品，大众品在周期底部的需求量更加稳定。但受CPI表现疲软、消费信心不足、成本红利（削弱提价必要性）的影响，近两年来大众品龙头企业对于提价更加谨慎。我们判断，当前部分大众品子板块已步入存量竞争时代，后续随着资本开支的减少，企业的自由现金流将更加充裕。建议优选业绩稳健、股息率高的大众品企业。分子行业来看：

（1）啤酒：1Q24高基数下部分企业销量承压，但结构升级趋势延续、成本红利兑现。2024年成本端高确定性下，重点关注企业旺季销量表现，积极把握景气反转机会。推荐受经营节奏影响估值显著回落，下半年销量增速有望转正的青岛啤酒；建议关注积极推进管理改革，成本端有望持续超预期燕京啤酒。

（2）调味品：行业淡季及接连的暴雨天气使得餐饮端经营承压，在需求较弱的背景下，2季度渠道动作以去库存为主。2023年初以来，随着产品结构优化及采购单价下降，调味品企业毛利率改善明显。调味品龙头企业积极改革，内部经营改善，库存压力缓解，下半年有望迎来业绩拐点。建议关注海天味业、中炬高新。

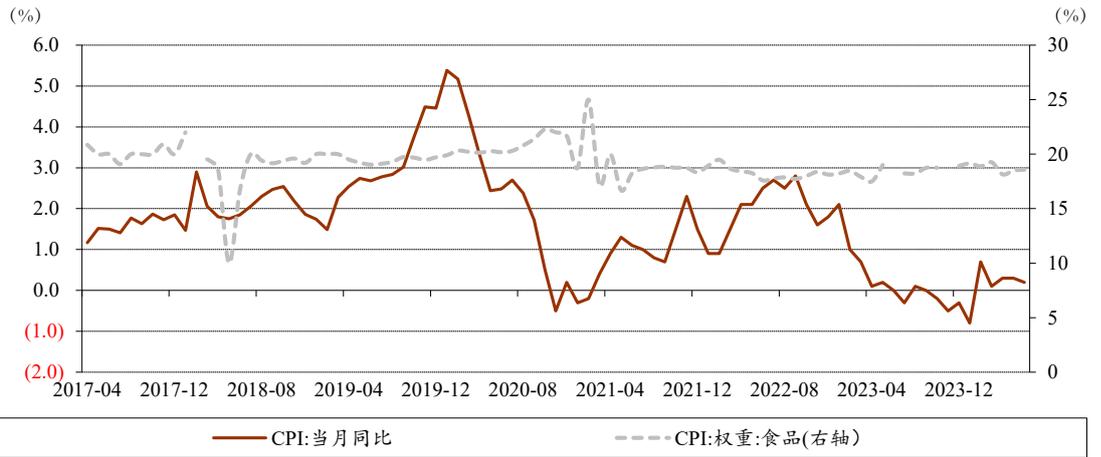
（3）乳制品：上半年乳制品需求承压，终端零售价持续回落。同时上游产能过剩，原奶价格持续下降。我们预计随着生鲜乳价格的持续回落，上游产能或将加速出清，短期建议关注原奶价格拐点，长期看好高股息率龙头和差异化品种，建议关注伊利股份。

（4）休闲零食：上半年零食量贩门店持续扩张，头部企业进入整合期。1Q24零食板块营收高增，主要企业盈利水平表现分化。建议关注在供应链端具备优势、有望受益于量贩渠道扩张的企业。

（5）卤制品：作为可选消费，短期受消费力不足影响较大，2024年以来龙头拓店速度放缓，企业优先提高单店营收，多品类布局、多场景布局。当前板块估值较低，后续随着消费环境好转，基本面有望边际改善。

**推荐组合：**（1）白酒：贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒；（2）大众品：青岛啤酒、燕京啤酒、洽洽食品、伊利股份、承德露露、东鹏饮料。

图表 55. CPI 当月同比及 CPI 食品权重



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 56. 重点公司盈利预测

股票简称	市值/亿元	股价/元	评级	EPS (元/股)			PE		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
贵州茅台	19,165	1,525.6	买入	59.49	69.37	80.30	25.6	22.0	19.0
五粮液	5,179	133.4	买入	7.78	8.76	9.72	17.1	15.2	13.7
山西汾酒	2,489	204.0	买入	8.56	10.88	13.30	23.8	18.8	15.3
泸州老窖	2,164	147.0	买入	9.02	10.83	12.98	16.3	13.6	11.3
古井贡酒	1,122	212.2	--	8.68	11.16	13.94	24.4	19.0	15.2
今世缘	640	51.0	买入	2.52	3.03	3.74	20.3	16.8	13.6
迎驾贡酒	481	60.1	--	2.86	3.62	4.49	21.0	16.6	13.4
青岛啤酒	961	70.5	买入	3.13	3.66	4.19	22.5	19.3	16.8
燕京啤酒	275	9.8	买入	0.23	0.38	0.52	42.6	25.7	18.8
洽洽食品	141	27.8	买入	1.58	2.11	2.40	17.6	13.2	11.6
东鹏饮料	958	239.4	--	5.10	6.92	8.80	46.9	34.6	27.2
承德露露	82	7.8	买入	0.61	0.67	0.77	12.7	11.6	10.1
伊利股份	1,681	26.4	--	1.64	2.05	1.97	16.1	12.9	13.4

资料来源: iFinD, 中银证券预测

注: 加粗部分盈利预测为中银证券预测, 其他为同花顺 90 天一致预期, 股价截至 2024 年 7 月 20 日

## 风险提示

宏观经济波动影响消费能力，可能导致消费升级乏力，消费意愿不振。

白酒和调味品渠道库存偏高，可能干扰业绩的判断。

乳业、肉制品、啤酒等大众品受原料波动影响较大。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371