

食品饮料行业 2023 年报&2024 年一季报总结

白酒兑现预期，大众盈利修复

- 白酒板块：开门红顺利兑现，头部业绩韧性仍强。**头部酒企年报、一季报反馈较优，业绩稳中向好，韧性仍强。23Q4 淡季以消化库存为主线，24Q1 春节旺季驱动增长，收入/利润同增 14.9%/15.9%。其中高端与基地型次高端业绩确定性仍佳，扩张型次高端延续承压。具体来看：
 - 聚焦 C 端强化费投，净利率稳中有升。**盈利能力方面，板块毛利率整体持续提升表现，仅扩张型次高端承压下降，税费率方面，营业税金率季节性扰动下有所增长，酒企下沉 C 端强化消费者培育，叠加扫码红包投入加大背景下，销售费用率有所提升，管理费率延续优化表现，带动净利率稳中有升，23Q4/24Q1 净利率分别同比+1.2pcts/+0.3pct。
 - 票据回款占比加大，现金流仍属稳健。**现金流方面，24Q1 现金回款同增 13.0%，略慢于收入增速，应收项目同步增幅明显，判断主要系多数酒企放开票据回款权限，纾解渠道现金流压力所致，整体仍属稳健，合同负债整体同比稳中有升，头部酒企总体仍有余力。
 - 业绩延续韧性表现，全年取决于商务需求恢复成色。**整体来看，行业处于弱复苏态势，业绩延续韧性表现，高端酒/基地型次高端势头仍足，扩张型次高端/中低端应对政策频出，力求破局。展望全年，行业整体增势取决于商务需求恢复成色，若伴随宏观刺激政策逐步落地，有效需求有望回暖，投资信心修复，则商务礼赠等场景充分受益预期复苏，高端/基地型次高端表现仍然稳健，扩张型次高端延续分化表现。
- 大众品板块：需求分化加剧，成本红利延展，盈利率先修复。**23Q4 受消费力掣肘、春节备货后置等因素影响，板块收入端表现承压，规模效应弱化叠加部分行业减值等因素则进一步造成利润扰动；24Q1 春节旺季需求改善驱动板块收入提速，业绩受益成本回落、成本红利及精益费投而大幅改善。23Q4+24Q1 合计看，板块收入/利润分别同比-1.5%/+6.6%，环比 23Q3 略有降速，需求延续弱势，盈利改善延续。分子行业看，弱市之下子板块间景气分化，春节返乡高增带动礼赠旺盛叠加渠道红利延展，助推零食板块景气领跑；同时大单品全国化铺货、出海等逻辑驱动东鹏、仙乐等企业实现较好增长；啤酒、速冻、调味品整体表现平稳，而乳肉制品、连锁等板块相对承压。业绩端，虽然费投策略略存在分化，但成本红利进一步兑现、规模效应驱动盈利提升，部分企业盈利率先修复。
- 投资建议：短期优选确定，中线布局空间。**尽管行业需求总体仍显平淡，但在估值充分回落后，龙头企业价值空间已显现，建议中线布局。短期节奏看，5 月开始白酒等节庆消费集中品类步入淡季，核心看商务需求承接，而啤酒、饮料等步入夏季旺季，催化剂较多。当下具体板块选择上：
 - 白酒：聚焦各价格带龙头，底部首选龙头茅五。**目前头部酒企库存良性、实际经营仍属健康，量价基本面均较稳健，全年业绩确定性较强。当前板块估值水位不高，建议关注基本面较优的标的。首选行业龙头**茅台**（经营底牌充足，业绩稳若泰山，加速冲刺十四五）及千元价格带龙头**五粮液**（经营边际改善，批价向好且高分红政策）；推荐次高端龙头**汾酒**（经营惯性确保较快增长，全国化品牌张力足）；持续推荐**老窖**（团队能力强，报表持续性仍确定），以及区域龙头**古井**、**今世缘**。
 - 大众品板块：精选结构弹性，把握超跌机会。**整体需求复苏偏弱、板块间景气分化加剧下，建议三条主线推荐：一是中期逻辑确定且兼具弹性的板块，包括**中炬**（股权激励落地，目标指引积极，有望困境反转）、**东鹏**（势能强劲余力充足，高成长持续性无虞）；二是前期需求压制较大导致超跌且中长期逻辑清晰的啤酒和餐饮供应链，包括**华润**、**青啤**、**立高**、**安井**等；三是股息率已具吸引力的龙头，如**伊利**等。
- 风险提示：节后消费需求回落，库存消化情况不及预期，竞争加剧等。**

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com
执业编号：S0360520070001

证券分析师：沈昊

邮箱：shenhao@hcyjs.com
执业编号：S0360521050001

证券分析师：范子盼

邮箱：fanzipan@hcyjs.com
执业编号：S0360520090001

证券分析师：彭俊霖

邮箱：pengjunlin@hcyjs.com
执业编号：S0360521080003

证券分析师：田晨曦

邮箱：tianchenxi@hcyjs.com
执业编号：S0360522090005

证券分析师：董广阳

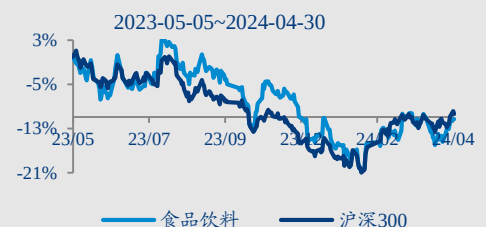
电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	126	0.02
总市值(亿元)	53,486.39	6.01
流通市值(亿元)	51,532.35	7.40

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	0.9%	-3.8%	-11.3%	
相对表现	-1.0%	-4.4%	-0.8%	



相关研究报告

《白酒行业周报(20240415-20240421)：淡季控货筑基，酒企务实去库》

2024-04-22

《食品饮料高分红企业全景梳理——中低速时代的定价范式三》

2024-04-21

目 录

一、食品饮料行业：白酒兑现预期，大众盈利修复.....	4
（一）白酒板块：开门红顺利兑现，头部业绩韧性仍强	4
（二）大众品板块：需求分化加剧，盈利率先修复	15
二、投资建议：短期优选确定，中线布局空间	26
三、风险提示	26

图表目录

图表 1	白酒板块收入及业绩增速	4
图表 2	白酒板块回款及其增速	4
图表 3	白酒板块公司 2023A、2024Q1 收入及归母净利润情况（单位:亿元）	4
图表 4	白酒板块 23Q4+24Q1 合并的营收、回款及业绩增速（单位：亿元）	5
图表 5	白酒板块公司 23A、24Q1 分季度收入利润增速	7
图表 6	白酒板块公司现金回款及其变动（单位：亿元）	8
图表 7	白酒板块公司应收票据+应收款项融资及其变动（单位：亿元）	8
图表 8	白酒板块公司季度末合同负债及其变动（单位：亿元）	9
图表 9	白酒板块公司经营现金流净额及其变动（单位：亿元）	10
图表 10	白酒板块公司单季度毛利率及其变动	11
图表 11	白酒板块公司单季度税金及附加率及其变动	12
图表 12	白酒板块公司单季度销售费用率&管理费用率	13
图表 13	白酒板块公司单季度净利率及其变动	14
图表 14	大众品板块 24Q1 营收/业绩同比+1.4%/+25.9%	15
图表 15	大众品细分子板块营收表现分化	15
图表 16	大众品板块公司 2023A、2024Q1 收入及归母净利润情况（单位：亿元）	17
图表 17	大众品板块公司单季度收入及归母净利润情况（单位:亿元）	18
图表 18	大众品板块公司 23Q4+24Q1 收入及归母净利润情况（单位：亿元）	19
图表 19	大众品板块公司分季度现金回款/营业收入	20
图表 20	大众品板块公司分季度存货情况分析（单位：百万元）	20
图表 21	大众品板块公司分季度经营性现金流/净利润	21
图表 22	大众品板块公司分季度毛利率情况	22
图表 23	大众品板块公司分季度销售费用率	23
图表 24	大众品板块公司分季度管理费用率	24
图表 25	大众品板块公司净利率	25
图表 26	国内重点标的估值表	27
图表 27	SW 食品饮料行业历史 PE-band	28
图表 28	SW 食品饮料行业 PB-band	28

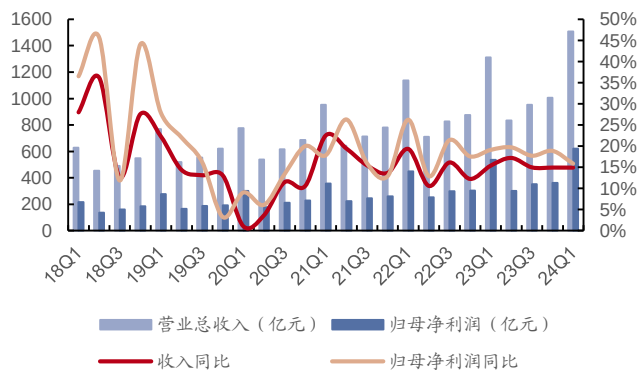
一、食品饮料行业：白酒兑现预期，大众盈利修复

（一）白酒板块：开门红顺利兑现，头部业绩韧性仍强

行业整体：23Q4 延续增长，23Q1 顺利收官

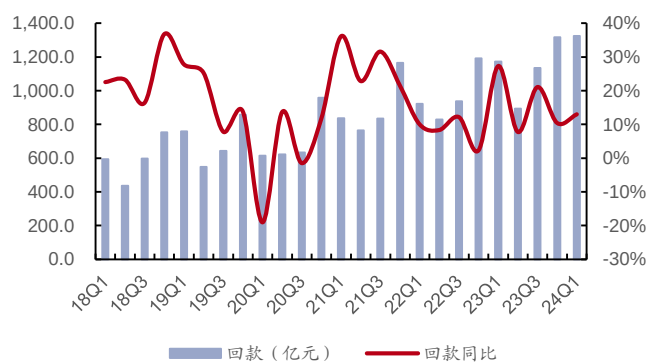
- **23 年逐步复苏，Q4 整体稳定。**23 年全年营收/归母净利润分别为 4103.3 亿元/1550.7 亿元，分别同增 15.6%/18.9%，单 Q4 营收/归母净利润分别为 1006.3 亿元/362.2 亿元，同增 14.9%/18.9%，增速略低于全年，主要系前三季度任务完成后，四季度酒企多控货以库存消化为主。
- **Q1 圆满收官，同比增长显著。**24Q1 开门红顺利收官，上市酒企整体实现营收 1507.2 亿元，同增 14.9%，归母净利润 620.1 亿元，同增 15.9%。春节假期效应刺激终端需求回暖，动销同比稳中有升，批价健康稳定，其中高端酒仍具韧性，确定性优势延续，基地型次高端受益高市场壁垒，叠加春节返乡催化，表现稳健，扩张型次高端持续承压，分化加剧。
- **回款仍然稳健，维持双位增长。**24Q1 回款同增 13.0%，头部酒企基本完成回款任务，Q1 实现良好开局。结合 23Q4+24Q1 合并看，白酒上市公司实现营收 2513.5 亿元，同增 14.9%，归母净利润 982.2 亿元，同增 17.0%，销售回款 2642.2 亿元，同增 11.7%，均维持双位数以上增速。

图表 1 白酒板块收入及业绩增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 2 白酒板块回款及其增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 3 白酒板块公司 2023A、2024Q1 收入及归母净利润情况（单位:亿元）

证券简称	23 收入	收入增速	23 净利润	利润增速	24Q1 收入	收入增速	24Q1 净利润	利润增速
贵州茅台	1,505.6	18.04%	747.3	19.16%	464.8	18.04%	240.7	15.7%
五粮液	832.7	12.58%	302.1	13.19%	348.3	11.86%	140.5	12.0%
泸州老窖	302.3	20.34%	132.5	27.79%	91.9	20.74%	45.7	23.2%
高端	2,640.7	16.51%	1,181.9	18.46%	905.1	15.84%	426.8	15.21%
舍得酒业	70.8	16.93%	17.7	5.09%	21.1	4.13%	5.5	-3.4%
酒鬼酒	28.3	-30.14%	5.5	-47.77%	4.9	-48.80%	0.7	-75.6%
水井坊	49.5	6.00%	12.7	4.36%	9.3	9.38%	1.9	16.8%
扩张型次高端	148.6	0.58%	35.9	-9.17%	35.3	-7.97%	8.1	-21.30%

山西汾酒	319.3	21.80%	104.4	28.93%	153.4	20.94%	62.6	30.0%
洋河股份	331.3	10.04%	100.2	6.80%	162.5	8.03%	60.6	5.0%
今世缘	101.0	28.05%	31.4	25.30%	46.7	22.82%	15.3	22.1%
古井贡酒	202.5	21.18%	45.9	46.01%	82.9	25.85%	20.7	31.6%
口子窖	59.6	16.10%	17.2	11.04%	17.7	11.05%	5.9	10.0%
迎驾贡酒	67.2	22.07%	22.9	34.17%	23.2	21.33%	9.1	30.4%
老白干酒	52.6	12.98%	6.7	-5.89%	11.3	12.67%	1.4	33.0%
基地型 次高端	1,133.5	17.81%	328.5	21.31%	497.7	16.76%	175.5	19.03%
金种子酒	14.7	23.92%	-0.2	-	4.2	-3.02%	0.2	-
金徽酒	25.5	26.64%	3.3	17.35%	10.8	20.41%	2.2	21.6%
天佑德酒	12.1	23.50%	0.9	18.36%	5.3	32.77%	1.1	40.4%
伊力特	22.3	37.46%	3.4	105.53%	8.3	12.39%	1.6	7.1%
顺鑫农业	105.9	-9.30%	-3.0	-	40.6	-0.75%	4.5	37.4%
中低档	180.5	3.27%	4.4	-	69.1	5.49%	9.6	37.81%
合计	4,103.3	15.55%	1,550.7	18.86%	1,507.2	14.93%	620.1	15.85%

资料来源：Wind，华创证券

图表 4 白酒板块 23Q4+24Q1 合并的营收、回款及业绩增速（单位：亿元）

证券简称	现金回款			营业收入			归母净利润		
	22Q4+23Q	23Q4+24Q	同比增速	22Q4+23Q	23Q4+24Q	同比增速	22Q4+23Q	23Q4+24Q	同比增速
	1	1		1	1		1	1	
贵州茅台	804.3	987.0	22.7%	771.5	917.3	18.9%	391.1	459.2	17.4%
五粮液	613.8	603.0	-1.8%	493.3	555.7	12.7%	192.4	214.2	11.3%
泸州老窖	135.9	145.9	7.4%	152.1	174.8	14.9%	58.6	72.5	23.8%
高端	1554.0	1735.9	11.7%	1416.8	1647.8	16.3%	642.2	746.0	16.2%
舍得酒业	33.7	38.0	12.8%	34.6	39.4	13.9%	10.5	10.3	-2.7%
酒鬼酒	13.5	9.0	-33.7%	15.3	11.8	-22.8%	3.8	1.4	-62.2%
水井坊	19.7	25.5	29.5%	17.6	23.0	30.9%	3.2	4.3	35.1%
扩张型 次高端	66.9	72.5	8.3%	67.4	74.2	10.0%	17.5	16.0	-8.6%
山西汾酒	160.5	200.8	25.1%	167.5	205.2	22.5%	58.1	72.7	25.2%
洋河股份	196.5	222.2	13.0%	186.7	191.0	2.3%	60.7	58.7	-3.4%
今世缘	57.8	69.1	19.6%	51.7	64.1	23.8%	16.8	20.3	21.3%
古井贡酒	111.1	118.1	6.3%	105.3	125.9	19.5%	20.9	28.4	36.0%
口子窖	31.5	31.2	-1.0%	29.6	32.8	10.8%	8.8	9.6	8.8%

迎驾贡酒	42.8	47.7	11.4%	35.3	42.4	20.2%	12.0	15.5	28.6%
老白干酒	25.3	31.3	23.7%	22.0	25.4	15.5%	2.8	3.8	38.8%
基地型次高端	625.6	720.4	15.2%	598.2	686.8	14.8%	180.1	209.0	16.1%
金种子酒	8.7	4.6	-47.8%	8.0	8.2	1.5%	-0.9	0.3	132.9%
金徽酒	17.3	19.7	13.8%	13.4	16.0	19.4%	2.5	2.8	11.7%
天佑德酒	6.6	8.7	31.0%	5.9	8.0	35.8%	0.5	0.9	74.8%
伊力特	11.1	15.1	35.6%	10.6	14.2	34.4%	1.7	2.7	54.9%
顺鑫农业	75.1	65.3	-12.9%	66.6	58.4	-12.3%	-3.7	4.5	219.9%
中低档	104.5	104.8	0.3%	118.8	113.4	-4.6%	0.1	11.2	11639.5%
合计	2365.3	2642.2	11.7%	2187.0	2513.5	14.9%	839.9	982.2	17.0%

资料来源：Wind，华创证券

具体分子板块看：

- **高端：业绩韧性显现，延续稳健表现。**23Q4/24Q1 高端酒收入同增 16.9%/15.8%、利润同增 17.5%/15.2%，增长稳健、优于行业整体。具体来看，茅台 24Q1 营收/业绩同增 18.0%/15.7%，主要系春节旺季催化叠加发货进度加快所致。五粮液 24Q1 营收/业绩同增 11.9%/12.0%，盈利稳中微升，符合市场预期，主要系公司发挥普五周转动销优势，1618 和低度五粮液红包等费投力度较强，扫码开瓶情况较好，实现高弹性增长所致。老窖 24Q1 营收/业绩同增 20.7%/23.2%，判断系全品类发力共同驱动，继续份额优先加强回款策略，叠加费用持续优化，业绩表现超预期。
- **扩张型次高端：延续调整态势，水井低基数下业绩修复。**23Q4/24Q1 扩张型次高端收入同比+33.8%/-8.0%、利润同比+9.5%/-21.3%，一季度营收、利润均有下滑。具体来看，四季度数据分化明显，舍得/酒鬼酒利润同比-1.9%/-10.1%，业绩承压较为明显，水井低基数下实现高增，利润同增 53.2%。24Q1 整体降速明显，主要系扩张型次高端承压消化库存所致，其中水井坊率先走出调整，低基数下业绩实现正增长，舍得/酒鬼酒利润大幅同降 3.4%/75.6%。
- **基地型次高端：基本盘稳健，业绩弹性持续释放。**23Q4/24Q1 营收同增 10.0%/16.8%、净利润同增 2.7%/19.0%，主要系全年任务提前完成，四季度控货备战开门红所致。同时考虑洋河 Q4 控货去库存、下调经营目标后业绩短期下滑，剔除其影响后，23Q4 基地型次高端营收/净利润同增 18.4%/19.7%，继续保持高增。其中汾酒 24Q1 营收/净利润同增 20.9%/30.0%，表现超出预期，主要系产品结构及区域布局优化所致；古井营收/净利润同增 25.9%/31.6%，主要产品结构升级、多线产品共同发力所致；洋河 24Q1 实现营收/净利润同增 8.0%/5.0%，主要系延续去库存举措，业绩短期承压所致。
- **中低档：Q1 略有修复，盈利整体复苏。**23Q4/24Q1 收入同比-8.5%/+5.5%、利润同比

+8.4 亿/+37.8%，23Q4 短期承压，受益春节返乡潮刺激大众饮用氛围渐起，24Q1 业绩略有修复。盈利整体复苏趋势明显，其中金种子 24Q1 净利润扭负转正，主要系五大改革成效渐显叠加馥合香系列逐步放量所致。金徽酒、天佑德酒、顺鑫农业一季度亦有良好表现，净利润增速均维持 20%+。

图表 5 白酒板块公司 23A、24Q1 分季度收入利润增速

证券简称	收入增速					归母净利润增速				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
贵州茅台	18.7%	20.4%	13.1%	19.8%	18.0%	20.6%	21.0%	15.7%	19.3%	15.7%
五粮液	13.0%	5.1%	17.0%	14.0%	11.9%	15.9%	5.1%	18.6%	10.1%	12.0%
泸州老窖	20.6%	30.5%	25.4%	9.1%	20.7%	29.1%	27.2%	29.4%	24.8%	23.2%
高端	16.5%	16.9%	15.7%	16.9%	15.8%	19.7%	18.4%	18.0%	17.5%	15.2%
舍得酒业	7.3%	32.1%	7.9%	27.6%	4.1%	7.3%	14.8%	3.0%	-1.9%	-3.4%
酒鬼酒	-42.9%	-32.0%	-36.7%	21.7%	-48.8%	-42.4%	-38.2%	-77.7%	-10.1%	-75.6%
水井坊	-39.7%	2.2%	21.5%	51.3%	9.4%	-56.0%	508.9%	19.6%	53.2%	16.8%
扩张型次高端	-23.0%	4.1%	3.4%	33.8%	-8.0%	-27.2%	1.2%	-4.0%	9.5%	-21.3%
山西汾酒	20.4%	31.8%	13.6%	27.4%	20.9%	29.9%	49.6%	27.1%	2.0%	30.0%
洋河股份	15.5%	16.1%	11.0%	-21.5%	8.0%	15.7%	9.9%	7.5%	-161.3%	5.0%
今世缘	27.3%	30.6%	28.0%	26.7%	22.8%	25.2%	29.1%	26.4%	18.8%	22.1%
古井贡酒	24.8%	26.8%	23.4%	8.9%	25.9%	42.9%	47.5%	46.8%	49.2%	31.6%
口子窖	21.3%	34.0%	4.7%	10.4%	11.1%	10.4%	22.8%	8.4%	6.9%	10.0%
迎驾贡酒	21.1%	29.5%	21.9%	18.8%	21.3%	26.6%	60.9%	39.5%	26.0%	30.4%
老白干酒	10.4%	10.0%	12.9%	17.9%	12.7%	-61.5%	18.5%	17.9%	42.2%	33.0%
基地型次高端	19.7%	24.5%	15.3%	10.0%	16.8%	21.9%	30.9%	21.8%	2.7%	19.0%
金种子酒	25.5%	30.5%	43.3%	6.8%	-3.0%	-	-	-	-	-
金徽酒	26.6%	21.0%	47.8%	17.3%	20.4%	10.4%	53.7%	-	-15.4%	21.6%
天佑德酒	-6.2%	53.0%	43.8%	42.0%	32.8%	-29.5%	-	-	-	40.4%
伊力特	18.5%	-5.6%	143.9%	85.7%	12.4%	37.0%	39.8%	363.8%	331.2%	7.1%
顺鑫农业	4.6%	-18.7%	0.3%	-30.6%	-0.8%	214.4%	-	-	-	37.4%
中低档	9.1%	-5.8%	17.0%	-8.5%	5.5%	46.3%	-	-	-	37.8%
合计	15.4%	17.2%	15.0%	14.9%	14.9%	19.1%	19.7%	17.7%	18.9%	15.9%

资料来源：Wind，华创证券

回款：24Q1 回款增速略弱于收入，整体仍属良性区间。24Q1 行业整体回款增速 13.0%，略弱于收入增速，主要系酒企抢抓回款进度，对渠道票据回款权限进行适当放宽，整体仍属良性区间。具体来看，高端酒五粮液同减 24.0%，主要系公司加强票据支持影响。茅台/泸州老窖 24Q1 回款同增 29.3%/32.3%，主要系茅台加强销售收现，泸州老窖前置渠道利润督促回款份额优先，并适当放宽票据要求，回款表现亮眼。基地型次高端积极推进春节回款，回款情况良好。扩张型次高端恢复节奏相对靠后，酒鬼酒同比延续下滑，舍得酒业转为下滑。

图表 6 白酒板块公司现金回款及其变动（单位：亿元）

证券简称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q4 同比	24Q1 同比	23Q4+24Q1	同比
贵州茅台	357.6	333.1	421.8	524.5	462.6	17.4%	29.3%	987.0	22.7%
五粮液	286.4	144.1	237.7	385.3	217.7	17.7%	-24.0%	603.0	-1.8%
泸州老窖	80.4	95.4	100.6	39.4	106.4	-28.8%	32.3%	145.9	7.4%
高端	724.4	572.7	760.1	949.2	786.7	14.4%	8.6%	1,735.9	11.7%
舍得酒业	22.4	17.8	14.6	18.9	19.2	65.9%	-14.3%	38.0	12.8%
酒鬼酒	7.6	6.0	5.8	5.8	3.2	-2.1%	-58.1%	9.0	-33.7%
水井坊	8.8	8.1	23.3	16.2	9.3	48.5%	6.0%	25.5	29.5%
扩张型次高端	38.7	31.9	43.7	40.8	31.7	44.9%	-18.3%	72.5	8.3%
山西汾酒	98.2	78.9	65.5	58.8	142.0	-5.7%	44.7%	200.8	25.1%
洋河股份	103.2	55.7	96.5	93.1	129.1	-0.3%	25.1%	222.2	13.0%
今世缘	34.3	23.3	31.2	31.8	37.3	35.4%	8.8%	69.1	19.6%
古井贡酒	77.6	52.1	43.8	34.5	83.7	2.7%	7.9%	118.1	6.3%
口子窖	12.1	14.6	14.0	17.2	14.0	-11.4%	15.5%	31.2	-1.0%
迎驾贡酒	19.5	13.8	18.5	24.5	23.2	4.9%	19.2%	47.7	11.4%
老白干酒	16.9	11.4	18.4	11.4	19.9	35.8%	17.6%	31.3	23.7%
基地型次高端	361.7	249.8	288.0	271.3	449.1	2.8%	24.2%	720.4	15.2%
金种子酒	4.5	4.2	4.1	0.2	4.4	-96.0%	-3.4%	4.6	-47.8%
金徽酒	9.3	7.3	5.4	7.3	12.4	-8.6%	33.1%	19.7	13.8%
天佑德酒	4.5	2.9	3.5	2.9	5.8	36.7%	28.3%	8.7	31.0%
伊力特	7.1	4.1	4.5	7.3	7.8	84.1%	8.7%	15.1	35.6%
顺鑫农业	22.8	20.5	25.1	37.3	28.0	-28.5%	22.7%	65.3	-12.9%
中低档	48.3	39.0	42.7	55.1	58.3	-21.9%	20.7%	113.4	-4.6%
合计	1173.1	893.3	1134.4	1316.4	1325.7	10.4%	13.0%	2,642.2	11.7%

资料来源：Wind，华创证券

应收票据&应收款项融资：应收增幅较大，协助渠道纾压。应收项目（应收票据+应收款项融资）来看，24Q1 同比提升 14.3%，环比提升 76.3%，判断系多数酒企渠道端现金回款占比减小，票据使用增加所致。分子板块来看，高端酒/扩张型次高端/基地型次高端/中低档分别同比+8.5%/-29.4%/+56.9%/-9.7%。高端酒中，五粮液同比提升 5.4%，泸州老窖同增 24.3%。扩张性次高端中，水井几乎无票据回款，舍得酒业/酒鬼酒环比增长 64.6%/32.4%，基地型次高端普遍增幅较大，汾酒/洋河/古井/口子窖分别同增 106.9%/328.4%/33.9%/46.2%。

图表 7 白酒板块公司应收票据+应收款项融资及其变动（单位：亿元）

证券简称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q1 同比	24Q1 环比	23Q4+24Q1	同比
贵州茅台	0.0	0.0	0.0	0.1	1.4	-	909.7%	1.5	46.6%
五粮液	266.7	255.9	203.8	140.9	281.1	5.4%	99.5%	422.0	-24.2%
泸州老窖	43.0	27.7	49.7	59.4	53.4	24.3%	-10.1%	112.8	27.0%
高端	309.7	283.6	253.5	200.4	335.9	8.5%	67.6%	536.3	-17.1%
舍得酒业	7.7	1.9	4.3	2.7	4.4	-43.1%	64.6%	7.1	-19.5%

酒鬼酒	3.6	4.0	1.5	2.7	3.6	-0.1%	32.4%	6.4	8.4%
水井坊	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	0.0	-
扩张型次高端	11.3	5.9	5.8	5.4	8.0	-29.4%	48.3%	13.4	-8.3%
山西汾酒	9.3	8.9	12.8	16.0	19.2	106.9%	19.8%	35.2	81.4%
洋河股份	2.2	5.2	8.4	7.9	9.3	328.4%	17.7%	17.2	25.6%
今世缘	0.2	0.1	0.2	0.1	0.0	-81.9%	-60.9%	0.2	-35.8%
古井贡酒	35.6	8.4	16.4	9.6	47.7	33.9%	398.0%	57.3	51.5%
口子窖	5.9	7.8	5.1	4.4	8.6	46.2%	94.3%	13.0	40.1%
迎驾贡酒	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	-1.9%	51.2%	0.1	-77.4%
老白干酒	1.4	3.1	1.7	3.3	1.5	3.6	15.2%	142.0%	5.0
基地型次高端	56.3	32.2	46.2	39.5	88.4	56.9%	123.7%	127.9	49.8%
金种子酒	2.2	1.1	0.3	0.3	0.3	-85.5%	10.8%	0.6	-83.3%
金徽酒	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	-100.0%	0.0%	0.0	-100.0%
天佑德酒	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	0.0	-
伊力特	0.8	0.4	0.0	1.0	0.7	-8.5%	-28.2%	1.7	9.4%
顺鑫农业	1.5	1.5	0.7	1.0	3.1	104.7%	199.0%	4.1	39.1%
中低档	4.6	3.0	1.1	2.3	4.1	-9.7%	78.2%	6.5	-22.7%
合计	381.9	324.6	306.6	247.6	436.4	14.3%	76.3%	684.0	-9.4%

资料来源: Wind, 华创证券

合同负债: 旺季消化环比下降, 经营余力仍足。24Q1 末行业整体合同负债环比 23Q4 末下降 23.3%, 主要系春节旺季大量发货所致, 同比增长 0.5%, 经营余力仍较为充足。分子板块来看:

- **高端: 环比正常消化, 泸州老窖同比大增。**Q1 酒企普遍正常发货, 合同负债持续消化, 环比下降 27.7%。其中泸州老窖一季度末合同负债留存较多, 同增 46.9%, 考虑主要系公司回款优先, 抢占渠道现金流所致。
- **扩张型次高端: 整体持续消化, 水井相对较优。**扩张型次高端合同负债环比下降 9.0%。具体看, 舍得/酒鬼酒/水井坊分别环比 -15.1%/-17.5%/-5.6%, 同比 -70.5%/-36.1%/+15.3%, 其中水井坊 Q1 回款相对较好, 合同负债同比仍处相对高位, 舍得/酒鬼酒短期承压, 持续消化合同负债。
- **基地型次高端: 整体表现较好, 古井汾酒蓄力较足。**合同负债环比下降 17.6%, 其中古井表现良好, 环比提升 229.5%, 主要系放宽票据限制, 加快回款进度所致, 汾酒回款进度有条不紊, 合同负债处相对高位, 同增 34.0%, 其余酒企多为正常消化。

图表 8 白酒板块公司季度末合同负债及其变动 (单位: 亿元)

证券简称	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q1 同比 (%)	24Q1 同比 (亿元)	24Q1 环比 (%)	24Q1 环比 (亿元)
贵州茅台	154.7	83.3	73.3	113.9	141.3	95.2	14.3%	11.93	-32.6%	-46.02
五粮液	123.8	55.4	36.5	39.5	68.6	50.5	-8.8%	-4.88	-26.5%	-18.17
泸州老窖	25.7	17.3	19.3	29.6	26.7	25.3	46.9%	8.09	-5.2%	-1.38
高端	304.2	155.9	129.2	183.0	236.6	171.1	9.7%	15.14	-27.7%	-65.58

舍得酒业	3.0	8.0	5.1	3.3	2.8	2.3	-70.5%	-5.62	-15.1%	-0.42
酒鬼酒	4.3	3.7	4.5	2.5	2.8	2.3	-36.1%	-1.32	-17.5%	-0.50
水井坊	10.3	10.0	10.9	11.2	12.2	11.5	15.3%	1.53	-5.6%	-0.69
扩张型 次高端	17.6	21.6	20.4	17.0	17.8	16.2	-25.1%	-5.42	-9.0%	-1.61
山西汾酒	69.1	41.7	57.5	51.7	70.3	55.9	34.0%	14.18	-20.5%	-14.39
洋河股份	137.4	69.7	53.2	55.2	111.0	58.2	-16.6%	-11.60	-47.6%	-52.89
今世缘	20.4	11.4	11.3	13.1	24.0	9.7	-14.9%	-1.70	-59.4%	-14.27
古井贡酒	8.3	47.5	30.3	33.2	14.0	46.2	-2.7%	-1.28	229.5%	32.16
口子窖	5.6	4.5	7.3	3.8	4.0	3.8	-15.7%	-0.70	-5.6%	-0.22
迎驾贡酒	6.6	5.0	5.1	5.1	7.3	5.1	2.7%	0.14	-29.8%	-2.19
老白干酒	14.9	22.1	18.7	20.3	15.2	23.6	7.0%	1.55	55.5%	8.43
基地型 次高端	262.3	201.9	183.3	182.3	245.9	202.5	0.3%	0.58	-17.6%	-43.37
金种子酒	1.1	1.7	0.9	1.0	1.1	1.1	-34.5%	-0.59	3.5%	0.04
金徽酒	5.1	4.3	4.4	4.3	5.8	6.3	47.7%	2.04	9.7%	0.56
天佑德酒	0.6	0.6	0.6	0.9	0.8	0.7	28.6%	0.16	-11.7%	-0.09
伊力特	0.8	0.8	0.6	0.4	0.7	0.9	20.8%	0.16	24.9%	0.18
顺鑫农业	38.6	18.4	19.4	14.6	22.0	8.4	-54.1%	-9.93	-61.6%	-13.55
中低档	46.2	25.6	25.9	21.2	30.4	17.5	-31.8%	-8.16	-42.4%	-12.87
合计	630.3	405.1	358.8	403.5	530.7	407.2	0.5%	2.15	-23.3%	-123.42

资料来源：Wind，华创证券

经营性现金流量净额：票据回款占比提升，现金流整体较弱。23Q4 经营性现金流净额同比-19.0%，24Q1 同比+21.0%，23Q4 与 24Q1 合并来看，经营性现金流量净额同降 6.1%，现金流整体表现较弱，高端/扩张型次高端同比变化-12.8%/-39.2%；基地型次高端/中低档酒同增 17.1%/16.1%，实现正增。单 24Q1 看，高端酒同降 13.7%，扩张型次高端由正转负；基地型次高端在春节返乡潮及场景修复下，受益明显，24Q1 同增 74.5%，中低档合计经营现金流净额由负转正至 0.9 亿元。

图表 9 白酒板块公司经营现金流净额及其变动（单位：亿元）

证券简称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q4 同比	24Q1 同比	23Q4+24Q1	同比
贵州茅台	52.4	251.4	196.1	165.9	91.9	-39.2%	75.2%	257.8	-20.8%
五粮液	95.4	17.9	110.6	193.5	5.2	41.8%	-94.6%	198.7	-14.3%
泸州老窖	15.1	41.4	34.0	16.0	43.6	-18.2%	188.9%	59.6	72.2%
高端	162.9	310.8	340.8	375.4	140.6	-12.5%	-13.7%	516.0	-12.8%
舍得酒业	2.3	4.1	-0.6	1.4	1.1	-	-52.4%	2.4	14.8%
酒鬼酒	1.7	-0.8	-0.3	-0.1	-2.6	-	-259.8%	-2.7	-
水井坊	-0.2	0.3	13.4	3.8	-1.0	84.8%	-	2.8	46.5%
扩张型 次高端	3.8	3.6	12.6	5.1	-2.6	1495.1%	-168.5%	2.5	-39.2%
山西汾酒	34.3	17.7	21.0	-0.8	70.4	-103.6%	105.1%	69.6	24.3%
洋河股份	14.0	-11.4	40.8	17.9	48.5	-61.2%	245.8%	66.4	10.5%
今世缘	9.0	-1.0	11.8	8.2	10.0	41.2%	11.6%	18.2	23.2%
古井贡酒	30.8	16.5	9.9	-12.2	24.5	-	-20.3%	12.3	9.5%

口子窖	-2.3	2.6	3.9	4.9	-1.0	-36.5%	-	3.9	-28.7%
迎驾贡酒	4.9	-2.0	7.6	11.5	6.2	14.3%	26.7%	17.7	18.3%
老白干酒	2.5	-0.8	6.6	-0.3	4.1	-	61.9%	3.8	189.6%
基地型次高端	93.2	21.7	101.5	29.1	162.7	-58.7%	74.5%	191.9	17.1%
金种子酒	0.0	-0.1	1.3	-0.3	-1.0	-	-	-1.3	-
金徽酒	2.3	1.2	-1.1	2.0	3.4	-27.5%	46.6%	5.5	6.1%
天佑德酒	0.6	0.1	1.0	-0.6	1.4	-	136.1%	0.8	53.2%
伊力特	2.4	-0.8	0.4	0.9	1.6	-	-34.5%	2.5	6.8%
顺鑫农业	-15.8	-6.3	1.9	12.8	-4.4	-40.7%	-	8.3	45.9%
中低档	-10.5	-5.9	3.5	14.9	0.9	-38.2%	-	15.8	16.1%
合计	249.4	330.1	458.4	424.5	301.7	-19.0%	21.0%	726.2	-6.1%

资料来源：Wind，华创证券

毛利率：整体保持上行，扩张型次高端承压。23Q4/24Q1 板块毛利率同比提升 1.8pcts/0.4pct，除扩张型次高端连续两个季度下滑外，其余子板块均维持提升趋势。

- **高端：整体稳中有升，老窖升势不改。** 高端酒 23Q4/24Q1 毛利率同比增长 1.3pcts/0.2pct。老窖毛利率维持升势，23Q4 与 24Q1 同比提升 1.8pcts/0.3pct，主要系去年 Q4 老窖 60 版特曲提价、全品类共同发力所致。茅台受益 Q4 飞天提价，五粮液低基数影响下均有所增长。
- **扩张型次高端：整体继续承压，环比降幅扩大。** 扩张型次高端 23Q4/24Q1 毛利率同比-1.9pcts/-4.8pcts，整体回落明显，判断因次高端承压，公司加快中低线产品周转，产品结构整体下移所致。其中舍得 23Q4/24Q1 分别回落 3.5pcts/4.2pcts，酒鬼酒 23Q4/24Q1 分别回落 1.8pcts/10.5pcts，水井坊 23Q4/24Q1 分别回落 0.7pcts/2.7pcts。
- **基地型次高端：延续提升态势，汾酒、迎驾表现突出。** 基地型次高端 23Q4/24Q1 毛利率同比+0.3pct/+0.5pct，维持提升态势，判断主因产品结构提升叠加市场扩张。其中汾酒产品、区域结构均有所优化，23Q4/24Q1 毛利率同增 3pcts/1.9pcts，迎驾贡酒产品结构提升，带动 23Q4/24Q1 毛利率同增 4pcts/3.9pcts。
- **中低档：延续升级表现，金种子表现亮眼。** 中低档酒 23Q4/24Q1 毛利率同比 9.2pcts/1.9pcts，其中金种子酒成本优化叠加产品结构提升，23Q4/24Q1 毛利率同比 33.4pcts/17.3pcts，表现亮眼。

图表 10 白酒板块公司单季度毛利率及其变动

证券简称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q4 同比	24Q1 同比	23Q4+24Q1	同比
贵州茅台	92.6%	90.8%	91.5%	92.6%	92.6%	0.7pct	0pct	92.6%	0.4pct
五粮液	78.4%	73.3%	73.4%	75.6%	78.4%	1.9pct	0pct	77.4%	0.7pct
泸州老窖	88.1%	88.6%	88.6%	87.9%	88.4%	1.8pct	0.3pct	88.2%	1pct
高端	86.4%	85.7%	85.8%	87.2%	86.7%	1.3pct	0.2pct	86.9%	0.7pct
舍得酒业	78.4%	71.9%	74.6%	72.3%	74.2%	-3.5pct	-4.2pct	73.3%	-4pct
酒鬼酒	81.5%	77.8%	75.7%	76.6%	71.1%	-1.8pct	-10.5pct	74.3%	-6.1pct
水井坊	83.2%	81.6%	83.7%	83.1%	80.5%	-0.7pct	-2.7pct	82.0%	-1.5pct

扩张型 次高端	80.2%	75.5%	79.1%	76.8%	75.4%	-1.9pct	-4.8pct	76.2%	-3.5pct
山西汾酒	75.6%	77.8%	75.0%	72.1%	77.5%	3pct	1.9pct	76.1%	2.1pct
洋河股份	76.6%	75.1%	74.9%	69.6%	76.0%	-5.5pct	-0.6pct	75.1%	-1.2pct
今世缘	75.4%	72.9%	80.7%	88.3%	74.2%	2pct	-1.1pct	78.0%	-0.2pct
古井贡酒	79.7%	77.8%	79.4%	79.2%	80.3%	-0.5pct	0.7pct	79.9%	0.3pct
口子窖	76.6%	70.5%	77.8%	75.1%	76.5%	1.7pct	-0.2pct	75.8%	0.7pct
迎驾贡酒	71.2%	70.6%	73.0%	70.7%	75.1%	4pct	3.9pct	73.1%	4pct
老白干酒	65.4%	68.6%	66.2%	68.2%	62.7%	-1.7pct	-2.7pct	65.8%	-2.1pct
基地型 次高端	76.1%	75.3%	75.7%	74.6%	76.7%	0.3pct	0.5pct	76.1%	0.5pct
金种子酒	27.2%	33.8%	50.0%	52.7%	44.5%	33.4pct	17.3pct	48.5%	24.9pct
金徽酒	65.0%	62.0%	62.6%	58.4%	65.4%	-5.1pct	0.4pct	63.1%	-1.4pct
天佑德酒	63.6%	62.0%	65.5%	60.6%	63.0%	6.9pct	-0.6pct	62.2%	1.8pct
伊力特	51.5%	42.1%	50.6%	47.5%	51.9%	-10.8pct	0.4pct	50.1%	-3.4pct
顺鑫农业	37.7%	21.4%	22.8%	43.7%	37.2%	8.7pct	-0.6pct	39.1%	2.5pct
中低档	43.9%	34.6%	35.4%	48.8%	45.7%	9.2pct	1.9pct	46.8%	4.5pct
合计	80.8%	80.0%	80.3%	83.1%	81.2%	1.8pct	0.4pct	82.0%	1pct

资料来源: Wind, 华创证券

营业税金率: 整体上升, 主要系缴税节奏影响。23Q4 行业税金率同比提高 0.7pct, 24Q1 整体小幅上升 0.4pct。具体看, 高端酒 23Q4/24Q1 营业税金率分别上升 0.3pct/0.7pct, 其中茅台提价叠加发货节奏扰动, 23Q4/24Q1 分别提升 0.8pct/1.6pcts, 带动整体税金率上升; 扩张型、基地型次高端板块 23Q4 分别提升 1.0pct/2.3pcts, 24Q1 基本持平, 中低档板块连续两个季度提升, 同比分别提升 2.1pcts/0.5pct。

图表 11 白酒板块公司单季度税金及附加率及其变动

证券简称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q4 同比	24Q1 同比	23Q4+24Q1	同比
贵州茅台	14.1%	16.7%	16.1%	14.0%	15.7%	0.8pct	1.6pct	14.9%	1.2%
五粮液	14.3%	14.2%	14.9%	16.9%	13.9%	0.9pct	-0.4pct	15.0%	0.1%
泸州老窖	12.3%	9.4%	9.4%	22.3%	12.4%	-3.2pct	0.2pct	17.1%	-1.8%
高端	14.0%	15.0%	14.9%	15.7%	14.7%	0.3pct	0.7pct	15.2%	0.5%
舍得酒业	13.7%	15.8%	13.5%	14.5%	14.2%	0.1pct	0.5pct	14.4%	0.3%
酒鬼酒	15.7%	17.2%	22.5%	17.9%	19.2%	0pct	3.5pct	18.4%	1.9%
水井坊	15.7%	15.1%	15.9%	15.6%	13.6%	3.1pct	-2.1pct	14.8%	0.8%
扩张型 次高端	14.7%	15.9%	15.9%	15.5%	14.7%	1pct	0.1pct	15.2%	0.5%
山西汾酒	14.4%	20.1%	16.0%	28.8%	13.3%	5.9pct	-1.1pct	17.2%	0.8%
洋河股份	15.7%	14.9%	16.3%	18.5%	16.0%	8.4pct	0.3pct	16.4%	1.8%
今世缘	15.0%	9.7%	20.4%	13.2%	15.5%	-2.1pct	0.6pct	14.9%	-0.2%
古井贡酒	14.5%	13.8%	14.8%	17.6%	15.0%	-4.3pct	0.6pct	15.9%	-1.3%
口子窖	14.5%	18.1%	13.5%	14.8%	14.1%	-0.5pct	-0.4pct	14.4%	-0.5%

迎驾贡酒	14.4%	16.2%	14.7%	16.5%	14.2%	0.5pct	-0.2pct	15.2%	0.1%
老白干酒	15.1%	16.1%	18.5%	16.1%	16.8%	0.3pct	1.7pct	16.4%	0.9%
基地型 次高端	14.9%	15.9%	16.2%	20.0%	14.8%	2.3pct	-0.1pct	16.3%	0.5%
金种子酒	12.4%	12.9%	13.2%	19.5%	16.0%	7.9pct	3.6pct	17.7%	5.7%
金徽酒	14.2%	15.6%	14.7%	14.7%	14.2%	0.2pct	0pct	14.4%	0.1%
天佑德酒	15.6%	14.4%	15.0%	15.6%	15.1%	1pct	-0.5pct	15.3%	0.0%
伊力特	13.3%	14.2%	17.9%	12.7%	14.9%	-7.6pct	1.6pct	14.0%	-1.4%
顺鑫农业	9.8%	11.8%	6.9%	17.6%	9.8%	3.7pct	0pct	12.2%	0.8%
中低档	11.3%	13.0%	10.0%	16.4%	11.9%	2.1pct	0.5pct	13.4%	1.0%
合计	14.2%	15.2%	15.1%	16.6%	14.6%	0.7pct	0.4pct	15.4%	0.6%

资料来源：Wind，华创证券

销售&管理费用率：聚焦 C 端加大费投，改革管理优化效率，费用管控更合理。酒企多下沉 C 端为渠道纾压，同时加大费投培育终端客群，销售费用率略有上升，内部持续改革管理架构，调整机制优化管理效率，管理费用率持续优化。

- **销售费用率：加大费投培育终端，销售费率略有上升。**23Q4/24Q1 销售费用率同比提升 1.2pcts/0.1pct。其中高端 23Q4/24Q1 销售费用率同比提升 1.2pcts/0.4pct，主要系五粮液加大扫码促销力度，推动 23Q4/24Q1 销售费用率同比提升 2.3pcts/0.8pct，茅台 24Q1 销售费用率提升 0.5pct。扩张型次高端 24Q1 费用投放分化明显，舍得/酒鬼/水井坊销售费用率同比-2.9pcts/7.9pcts/3.2pcts。基地型次高端 23Q4/24Q1 同比提升 1.7pcts/0pct，其中古井强化费用管控，费率持续优化；洋河宴席促销力度较大，消化库存以保障渠道健康，费投同增明显，23Q4/23Q1 分别提升 19pcts/1.1pcts。
- **管理费用率：改革势能逐步释放，管理费率持续下降。**多数酒企调整内部架构，推进组织改革，提升管理效率，费率持续优化，23Q4/24Q1 同比下降 0.4pct/0.5pct。

图表 12 白酒板块公司单季度销售费用率&管理费用率

证券简称	销售费用率				管理费用率			
	23Q4	24Q1	23Q4 同比	24Q1 同比	23Q4	24Q1	23Q4 同比	24Q1 同比
贵州茅台	3.6%	2.5%	1.2pct	0.5pct	9.0%	4.5%	-0.3pct	-0.7pct
五粮液	7.6%	7.5%	2.3pct	0.8pct	4.4%	3.1%	-0.2pct	-0.5pct
泸州老窖	18.9%	7.8%	0pct	-1.2pct	3.6%	2.5%	-0.8pct	-0.8pct
高端	6.4%	5.0%	1.2pct	0.4pct	7.1%	3.7%	-0.3pct	-0.6pct
舍得酒业	16.5%	16.3%	3pct	-2.9pct	7.9%	7.9%	2.9pct	-0.2pct
酒鬼酒	39.6%	33.9%	8.6pct	7.9pct	8.6%	8.0%	-1.4pct	4.3pct
水井坊	36.8%	35.1%	-2.9pct	3.2pct	6.5%	9.5%	-3.8pct	-0.7pct
扩张型次 高端	27.7%	23.7%	2.7pct	0pct	7.6%	8.3%	-0.1pct	0.9pct
山西汾酒	13.3%	7.5%	4.7pct	-0.5pct	6.4%	2.0%	-3.6pct	-0.1pct
洋河股份	64.2%	8.5%	19pct	1.1pct	8.8%	2.8%	-1.7pct	-0.9pct
今世缘	35.8%	14.2%	2.3pct	-1.8pct	9.6%	2.2%	0.3pct	0.1pct
古井贡酒	25.0%	27.2%	-1.5pct	-1.7pct	11.5%	4.8%	0.6pct	-0.7pct
口子窖	12.7%	12.1%	-0.4pct	-0.6pct	9.5%	5.3%	3.6pct	0.1pct
迎驾贡酒	9.1%	6.7%	-0.2pct	0.3pct	3.1%	2.3%	-0.1pct	-0.3pct

老白干酒	23.4%	22.9%	-5.9pct	-3pct	7.6%	8.4%	-0.1pct	-3pct
基地型	25.9%	12.2%	1.7pct	0pct	8.2%	3.0%	-0.9pct	-0.5pct
次高端								
金种子酒	11.3%	17.1%	3.2pct	-1.4pct	9.4%	7.1%	1.2pct	1.2pct
金徽酒	19.9%	18.0%	-11.9pct	0.2pct	12.1%	7.9%	1.4pct	0.7pct
天佑德酒	28.8%	14.4%	-4.2pct	0.3pct	13.0%	7.3%	-7.7pct	-0.4pct
伊力特	10.0%	6.6%	-16.9pct	0pct	1.6%	2.7%	-5.7pct	-0.4pct
顺鑫农业	17.6%	5.4%	7.7pct	-3pct	12.7%	5.4%	3.9pct	-0.4pct
中低档	16.8%	8.9%	2.1pct	-1.6pct	10.5%	5.7%	1pct	-0.1pct
合计	11.3%	8.0%	1.2pct	0.1pct	7.4%	3.7%	-0.4pct	-0.5pct

资料来源: Wind, 华创证券

净利率: 整体稳中有升, 扩张型次高端略有承压。23Q4 与 24Q1 行业整体处于弱复苏阶段, 业绩持续修复, 同时酒企方面优化产品布局、内部改革调整等动作频出, 净利率稳中有升, 23Q4/24Q1 净利率分别同比提升 1.2pcts/0.3pct, 分子板块来看:

- **高端酒: 净利率略有波动, 老窖增幅明显。**高端酒 23Q4/24Q1 净利率分别+0.1pct/-0.3pct, 略有波动。具体来看, 24Q1 茅台净利率下降 1.1pcts, 主要系税率影响, 还原后保持增势; 五粮液净利率同比持平, 老窖净利率上升 1.0pct, 主要系产品提升叠加渠道费用收缩费率优化所致。
- **扩张型次高端: 净利率整体下降, Q1 降幅环比收窄。**扩张型次高端 23Q4/24Q1 净利率分别-4.5pcts/-3.9pcts, 降幅环比收窄。24Q1 来看, 舍得净利率下降 2.0pcts, 酒鬼酒大刀阔斧落实渠道改革, 以高费投修复渠道利润, 净利率大幅下降 16.3pcts, 水井坊较为稳健, 提升 1.3pcts。
- **基地型次高端: 净利率环比修复, 汾酒/迎驾表现亮眼。**基地型次高端 23Q4/24Q1 净利率分别-1.2pcts/+0.7pct, 一季度环比修复。其中古井/迎驾/老白干表现稳定, 24Q1 分别同增 1.1pcts/2.7pcts/1.8pcts; 汾酒受益青 20 加速放量拉升产品结构, 净利率同增 2.8pcts, 洋河/今世缘/口子窖略有下滑。
- **中低档: 整体呈提升态势, 金种子成效渐显。**23Q4/24Q1 中低档酒净利率分别提升 22pcts/3.2pcts, 整体复苏。其中金种子酒受益改革势能逐步释放, 23Q4/24Q1 净利率同增 17.1pcts/13.7pcts, 金徽酒/天佑德酒/顺鑫农业亦有不同幅度提升。

图表 13 白酒板块公司单季度净利率及其变动

证券简称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q4 同比	24Q1 同比	23Q4+24Q1	同比
贵州茅台	53.7%	49.3%	50.1%	49.2%	52.6%	-0.4pct	-1.1pct	50.9%	-0.8%
五粮液	40.3%	31.3%	34.0%	35.6%	40.3%	-1.3pct	0pct	38.6%	-0.5%
泸州老窖	48.8%	48.4%	47.3%	32.3%	49.8%	4.1pct	1pct	41.5%	3.0%
高端	47.8%	44.2%	45.1%	43.5%	47.5%	0.1pct	-0.3pct	45.7%	-0.1%
舍得酒业	28.2%	23.2%	21.9%	25.9%	26.1%	-7.8pct	-2pct	26.0%	-4.4%
酒鬼酒	31.1%	21.1%	9.4%	10.1%	14.9%	-3.6pct	-16.3pct	12.1%	-12.6%
水井坊	18.7%	6.4%	39.8%	18.0%	20.0%	0.2pct	1.3pct	18.8%	0.6%
扩张型次高端	26.8%	18.7%	28.6%	20.4%	22.9%	-4.5pct	-3.9pct	21.6%	-4.4%

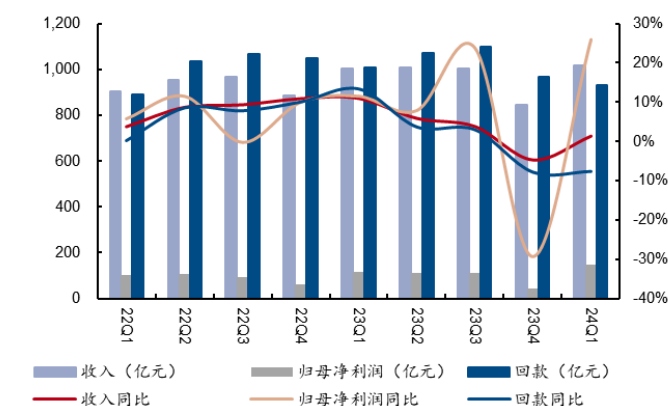
山西汾酒	38.0%	30.8%	34.4%	19.4%	40.8%	-4.8pct	2.8pct	35.4%	0.8%
洋河股份	38.3%	30.7%	27.8%	-6.6%	37.3%	-15pct	-1.1pct	30.7%	-1.8%
今世缘	33.0%	36.7%	24.5%	28.8%	32.8%	-1.9pct	-0.2pct	31.7%	-0.7%
古井贡酒	23.8%	25.6%	22.3%	18.1%	24.9%	4.9pct	1.1pct	22.6%	2.7%
口子窖	33.7%	23.6%	32.7%	24.6%	33.3%	-0.8pct	-0.3pct	29.3%	-0.5%
迎驾贡酒	36.5%	29.7%	35.6%	33.0%	39.3%	1.9pct	2.7pct	36.5%	2.4%
老白干酒	10.2%	9.3%	12.5%	17.6%	12.1%	3pct	1.8pct	15.1%	2.5%
基地型 次高端	34.6%	28.7%	28.3%	17.7%	35.3%	-1.2pct	0.7pct	30.4%	0.3%
金种子酒	-9.5%	1.0%	1.0%	3.2%	4.2%	17.1pct	13.7pct	3.7%	15.3%
金徽酒	20.4%	11.5%	3.7%	10.6%	20.6%	-4.1pct	0.2pct	17.3%	-1.2%
天佑德酒	19.5%	7.3%	3.4%	-6.1%	20.6%	6.9pct	1.1pct	11.6%	2.6%
伊力特	20.1%	5.8%	12.4%	18.9%	19.1%	10.7pct	-0.9pct	19.0%	2.5%
顺鑫农业	8.0%	-19.3%	-8.1%	-0.2%	11.1%	27.1pct	3.1pct	7.7%	13.3%
中低档	10.6%	-7.4%	-3.1%	4.5%	13.8%	22pct	3.2pct	10.7%	10.6%
合计	41.0%	36.5%	37.2%	36.3%	41.3%	1.2pct	0.3pct	39.3%	0.7%

资料来源：Wind，华创证券

（二）大众品板块：需求分化加剧，盈利率先修复

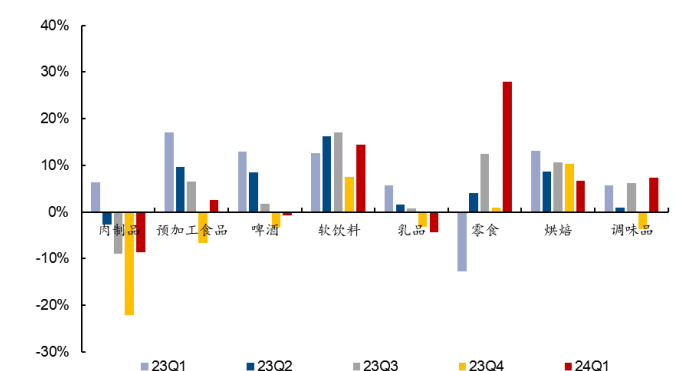
春节错期扰动节奏，板块间景气分化加剧，成本回落继续主导盈利改善。23Q4 受消费力掣肘、春节备货后置等因素影响，板块收入端表现承压，规模效应弱化叠加部分行业减值等因素则进一步造成利润扰动，Q4 板块收入、利润分别同比-4.7%、-29.2%。而 24Q1 春节旺季需求改善驱动板块收入同增 1.4%，成本红利下业绩同增 25.9%。23Q4+24Q1 合计看，板块收入/利润分别同比-1.5%/+6.6%，环比 23Q3 略有降速，需求延续弱势，盈利改善延续。同时，弱市之下子板块间景气分化，春节返乡高增带动礼赠旺盛叠加渠道红利延展，助推零食板块景气领跑；同时大单品铺货、出海等逻辑驱动东鹏、仙乐等企业实现较好增长；啤酒、速冻、调味品表现平稳，而乳肉制品、连锁等板块相对承压。业绩端，虽然费投策略存在分化，但成本红利进一步兑现、规模效应驱动盈利提升。

图表 14 大众品板块 24Q1 营收/业绩同比+1.4%/+25.9%



资料来源：Wind，华创证券（注：因中炬地产致整体利润为负，此处板块利润剔除中炬）

图表 15 大众品细分子板块营收表现分化



资料来源：Wind，华创证券（注：选取 SW 二级子行业）

具体分板块看：

啤酒：高基数下销量表现平淡但升级趋势不改，且成本红利开始释放驱动盈利提升。23Q4 整体需求较为平淡，24 开年环比有所好转，但受去年同期疫后复苏带来的高基数影响，24Q1 龙头啤酒销售销量普遍表现承压；而结构升级趋势不改，即便在高基数或部分加大货折的情况下，龙头吨价仍多有中低个位数增长、继续跑赢 CPI。更重要的是，低价大麦与包材开始兑现，如青啤、重啤吨成本下行驱动毛利率大幅提升 2pcts+，成本红利带动盈利释放潜力得到印证。叠加龙头费用投放保持理性，Q1 净利率普遍提升 1pcts 以上，业绩表现不俗。

乳制品：需求复苏偏弱，奶价旺季仍下行，企业盈利表现相应分化。Q4 以来需求延续弱复苏态势，而存栏量在前期扩栏投产的基础上持续扩张，故即便在年节旺季前后，原奶价格仍延续约 11% 的降幅，上游牧业资产盈利压力加剧、行业亏损面扩大。在此背景下，乳企为维护全产业链稳定、消化过剩奶源，一是进行过剩奶源的大包粉喷粉，也在 23H2 或 Q4 产生了大包粉的存货减值损失；二是生产产品并加大买赠促销，带来了行业竞争加剧与价盘下移。在此背景下，企业经营相应分化，伊利、蒙牛聚焦经营质量，主动推动渠道梳理、精益费用投放，实现盈利能力的稳步提升；新乳业奶源自给率较低，充分受益成本红利释放盈利弹性，而天润等高自给率企业则受牧业资产拖累明显。

软饮料：销售表现分化，龙头势能强劲，积极备战旺季。需求端，23Q4 延续弱复苏，24 年春节期间返乡人流旺盛，如送礼、出游场景表现较好，企业亦积极推进开门红生产备货，根据国家统计局数据，24Q1 规上饮料企业产量同增 7%。由于需求结构性复苏及去年疫情放开高基数影响，部分企业收入表现相对平淡（如李子园、香飘飘冲泡、欢乐家罐头等），而龙头东鹏农夫受益优质赛道卡位、销售动作积极，单品放量势能强劲。业绩端，PET 仍处低位、白砂糖见顶下行、大包粉价格亦相对较低，故成本压力相对较小，但因部分企业增加费投强化新品/新渠道布局、蓄力旺季增长，主导企业盈利水平变动有所分化。

休闲零食：年节备货动销均旺盛，成本红利+规模效应带来业绩弹性释放。春节错期扰动致部分企业 23Q4 营收增速放缓，但 24Q1 集中备货动销旺盛，零食企业普遍盈利营收高增，且松鼠、盐津、甘源等积极拥抱抖音电商、量贩零食等新兴渠道的企业表现更为亮眼，洽洽亦在低基数基础上营收表现超预期。盈利端，一是原材料成本普遍回落，二规模效应明显，成本、费率全面摊薄，三是礼盒装盈利能力更优等因素共同叠加，零食企业业绩弹性充分释放。此外，虽年节旺季已过，但魔芋、鹌鹑蛋等景气单品亦持续爬坡，企业全渠道拓展顺利，优质企业高增持续性预期可看更长远。

调味品：龙头经营好转，盈利表现分化。23Q4 一是春节备货错期、需求景气下滑等，二是不少企业仍处在内部调整状态，故整体板块收入表现相对一般，如海天、中炬、千禾等收入均出现一定下滑，而到 24Q1，伴随龙头经营调整、春节需求修复下，海天、中炬已恢复到近双位数增长，而千禾在高基数下回归平稳增长，恒顺、涪陵等由于经营持续调整、营收端继续下滑，复调方面宝立、天味则继续保持双位数增速，若合并 23Q4+24Q1 来看，整体调味品板块需求仍有一定压力。在利润端，中炬、恒顺受益于产品矩阵梳理，Q1 净利率均有明显提升，其他企业尽管大豆、包材等原材料价格回落，但费投支出有所提升，整体盈利保持稳定或小幅改善。

速冻食品：高基数下收入稳增，盈利整体优化。23Q4 分渠道来看，大 B 表现仍好于小 B、C 端，千味实现 25% 左右较快增长，安井营收录得负增，三全收入下降 22% 左右，而到 24Q1，尽管去年存在较高基数效应，但今年春节返乡客流高增，带动板块保持平稳增

长，如 Q1 立高饼店恢复同比+25%增长，安井主业同比+20%以上，而千味则是受到核心客户拖累导致营收略有降速。盈利端，在成本下行、规模效应和产品结构优化下，安井、千味盈利端继续小幅提升，而立高在发力降本增效背景下 Q1 利润表现超预期。

连锁业态：单店缺口延续、开店略有降速，营收持续承压，盈利在成本回落下兑现改善。在开店端，企业拓店仍在平稳推进，但自 23H2 起更加重视门店生存质量、净开店速度有所下降，如巴比 24 年开店指引略有下滑，绝味 23H2 重心转向精耕细作、门店数环比下降，而在单店上，绝味、紫燕等单店缺口改善幅度依旧有限，最终收入端继续承压，24Q1 均出现一定程度下滑，而巴比则在团餐改善带动下恢复双位数增长。在利润端，鸭副价格回落明显，绝味毛利率 24Q1 重回 30+%带动盈利修复，而紫燕则在牛肉、鸡肉价格继续下行下贡献利润弹性，巴比亦受益于低价猪肉 24Q1 盈利显著改善。

其他食品：酵母 Q4 及 Q1 因产品吨价弱化叠加费用率小幅上行，盈利能力同比承压。桃李需求不佳及产能切换影响销售偏弱，叠加产能投放压制，业绩仍然承压，但降幅环比收敛。**肉制品双汇 Q1 肉制品业务高基数及弱复苏拖累销量表现，但成本下行吨利表现亮眼，屠宰业务受行业低价竞争影响，销售规模收缩、冻品贡献减少。****保健品 Q1 高基数下行业增速表现疲软，其中汤臣收入平淡叠加费投高位，盈利表现承压；仙乐中国表现坚挺、海外复苏高增，且提效成果显著，业绩表现亮眼。**

图表 16 大众品板块公司 2023A、2024Q1 收入及归母净利润情况（单位：亿元）

子板块	证券简称	23 年收入	收入增速	24Q1 收入	收入增速	23 年利润	利润增速	24Q1 净利润	利润增速
低度酒	青岛啤酒	339.4	5.5%	101.5	-5.2%	42.7	15.0%	16.0	10.1%
	重庆啤酒	148.1	5.5%	42.9	7.2%	13.4	5.8%	4.5	16.8%
	燕京啤酒	142.1	7.7%	35.9	1.7%	6.4	83.0%	1.0	58.9%
	百威亚太	486.2	7.5%	n.a.	n.a.	60.3	-5.1%	n.a.	n.a.
	华润啤酒	400.6	10.0%	n.a.	n.a.	51.5	18.6%	n.a.	n.a.
乳制品	伊利股份	1,261.8	2.4%	325.8	-2.6%	104.3	10.6%	59.2	63.8%
	天润乳业	27.1	12.6%	6.4	1.5%	1.4	-27.7%	0.0	-91.7%
	新乳业	109.9	9.8%	26.1	3.7%	4.3	19.2%	0.9	46.9%
	蒙牛乳业	990.9	6.6%	n.a.	n.a.	48.1	-9.3%	n.a.	n.a.
休闲及 功能食饮	双汇发展	601.0	-4.2%	143.1	-8.9%	50.5	-10.1%	12.7	-14.5%
	东鹏饮料	112.6	32.4%	34.8	39.8%	20.4	41.6%	6.6	33.5%
	农夫山泉	429.2	28.1%	n.a.	n.a.	120.8	42.2%	n.a.	n.a.
	洽洽食品	68.1	-1.1%	18.2	36.4%	8.0	-17.8%	2.4	35.1%
	甘源食品	18.5	27.4%	5.9	49.8%	3.3	107.9%	0.9	65.5%
	盐津铺子	41.2	42.2%	12.2	37.0%	5.1	67.8%	1.6	43.1%
	仙乐健康	35.8	42.9%	9.5	35.5%	2.8	32.4%	0.6	114.4%
	汤臣倍健	94.1	19.7%	26.5	-14.9%	17.5	26.0%	7.3	-29.4%
	安琪酵母	135.8	5.7%	34.8	2.5%	12.7	-3.9%	3.2	-9.5%
	桃李面包	67.6	1.1%	14.0	-5.2%	5.7	-10.3%	1.2	-16.9%
餐饮供应链	海天味业	245.6	-4.1%	76.9	10.2%	56.3	-9.2%	19.2	11.9%
	中炬高新	51.4	-3.8%	14.8	8.6%	17.0	n.a.	2.4	59.7%
	涪陵榨菜	24.5	-3.9%	7.5	-1.5%	8.3	-8.0%	2.7	3.9%
	恒顺醋业	21.1	-1.5%	4.6	-24.9%	0.9	-37.0%	0.6	-24.2%
	千禾味业	32.1	31.6%	8.9	9.3%	5.3	54.2%	1.5	6.7%
	宝立食品	23.7	16.3%	6.2	15.7%	3.0	39.8%	0.6	-20.4%

	天味食品	31.5	17.0%	8.5	11.3%	4.6	33.7%	1.8	37.2%
	千味央厨	19.0	27.7%	4.6	8.0%	1.3	31.8%	0.3	14.2%
	安井食品	140.5	15.3%	37.5	17.7%	14.8	34.2%	4.4	21.2%
	立高食品	35.0	20.2%	9.2	15.3%	0.7	-49.2%	0.8	54.0%
	绝味食品	72.6	9.6%	17.0	-7.0%	3.4	48.1%	1.7	20.0%
	紫燕食品	35.5	-1.5%	6.9	-8.0%	3.3	49.5%	0.5	20.9%
	巴比食品	16.3	6.9%	3.5	10.7%	2.1	-3.9%	0.4	-3.4%

资料来源：wind，华创证券

图表 17 大众品板块公司单季度收入及归母净利润情况（单位:亿元）

子板块	证券简称	收入增速					归母净利润增速				
		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
低度酒	青岛啤酒	16.3%	8.2%	-4.6%	-3.4%	-5.2%	28.9%	14.4%	4.7%	n.a.	10.1%
	重庆啤酒	4.5%	9.6%	6.5%	-3.8%	7.2%	13.6%	23.5%	5.4%	-109.2%	16.8%
	燕京啤酒	13.7%	7.6%	8.5%	-4.4%	1.7%	7373.3%	28.5%	37.4%	n.a.	58.9%
乳制品	伊利股份	7.7%	1.1%	2.7%	-1.8%	-2.6%	2.7%	2.9%	59.4%	-23.5%	63.8%
	天润乳业	16.3%	9.8%	12.2%	13.0%	1.5%	55.6%	-2.5%	-63.7%	-101.1%	-91.7%
	新乳业	8.8%	12.7%	7.3%	10.6%	3.7%	40.6%	20.5%	19.1%	-2.6%	46.9%
休闲及 功能食 饮	双汇发展	13.9%	4.5%	-5.1%	-24.0%	-8.9%	1.9%	6.2%	11.6%	-53.3%	-14.5%
	东鹏饮料	24.1%	30.0%	35.2%	40.9%	39.8%	44.3%	49.0%	33.2%	39.7%	33.5%
	洽洽食品	-6.7%	8.3%	5.1%	-6.9%	36.4%	-14.4%	-37.5%	-13.5%	-15.0%	35.1%
	甘源食品	22.2%	48.1%	37.3%	10.9%	49.8%	145.0%	246.5%	95.3%	67.1%	65.5%
	盐津铺子	55.4%	57.6%	46.2%	20.2%	37.0%	81.7%	98.9%	67.3%	32.6%	43.1%
	仙乐健康	66.7%	22.1%	41.5%	50.1%	35.5%	100.8%	-24.7%	26.7%	165.5%	114.4%
	汤臣倍健	36.3%	28.2%	12.8%	-4.5%	-14.9%	55.3%	33.9%	-18.0%	n.a.	-29.4%
	安琪酵母	12.0%	8.4%	1.6%	1.8%	2.5%	12.8%	-11.0%	6.0%	-15.5%	-9.5%
餐饮供 应链	桃李面包	1.7%	-1.3%	2.1%	2.0%	-5.2%	-12.2%	-23.4%	26.8%	-23.6%	-16.9%
	海天味业	-3.2%	-5.3%	2.2%	-9.3%	10.2%	-6.2%	-11.7%	-3.2%	-15.2%	11.9%
	中炬高新	1.5%	-1.4%	-0.4%	-14.4%	8.6%	-5.5%	-1129.4%	61.3%	n.a.	59.7%
	涪陵榨菜	10.4%	-21.3%	-1.5%	-0.8%	-1.5%	22.0%	-30.8%	4.8%	-17.3%	3.9%
	恒顺醋业	7.1%	-13.9%	0.0%	2.4%	-24.9%	-5.7%	0.0%	-44.6%	n.a.	-24.2%
	千禾味业	69.8%	33.8%	48.4%	-0.8%	9.3%	162.9%	75.1%	90.4%	-8.5%	6.7%
	宝立食品	27.2%	20.9%	11.8%	8.6%	15.7%	82.4%	76.0%	23.7%	-3.0%	-20.4%
	天味食品	21.8%	12.7%	16.4%	17.0%	11.3%	27.7%	21.0%	44.1%	39.9%	37.2%
	千味央厨	23.2%	40.4%	25.0%	25.0%	8.0%	5.5%	50.3%	60.4%	24.1%	14.2%
	安井食品	36.4%	26.1%	17.2%	-6.3%	17.7%	76.9%	50.0%	63.8%	-13.4%	21.2%
	立高食品	26.2%	21.3%	30.1%	6.7%	15.3%	24.6%	92.0%	66.9%	-297.2%	54.0%
	绝味食品	8.0%	13.9%	8.3%	8.5%	-7.0%	54.4%	998.1%	22.1%	-446.1%	20.0%
	紫燕食品	13.8%	1.5%	-2.9%	-14.7%	-8.0%	60.3%	53.5%	44.8%	n.a.	20.9%
	巴比食品	3.2%	11.1%	8.1%	4.6%	10.7%	2724.4%	-64.9%	354.6%	-33.2%	-3.4%

资料来源：Wind，华创证券 注：若去年同期归母净利润为负，则利润增速为“n.a.”

图表 18 大众品板块公司 23Q4+24Q1 收入及归母净利润情况（单位：亿元）

子板块	证券简称	营业收入			现金回款			归母净利润		
		22Q4+23Q1	23Q4+24Q1	同比增速	22Q4+23Q1	23Q4+24Q1	同比增速	22Q4+23Q1	23Q4+24Q1	同比增速
低度酒	青岛啤酒	137.7	131.1	-4.8%	160.4	153.5	-4.3%	8.9	9.6	7.0%
	重庆啤酒	58.6	60.8	3.7%	56.2	59.9	6.6%	4.7	4.4	-5.1%
	燕京啤酒	54.1	53.8	-0.4%	58.8	69.6	18.2%	-2.6	-2.1	n.a.
乳制品	伊利股份	627.5	613.5	-2.2%	683.9	667.4	-2.4%	49.8	69.7	39.8%
	天润乳业	11.9	12.7	6.9%	13.0	13.0	0.3%	1.0	0.0	-95.8%
	新乳业	50.5	54.1	7.1%	56.4	59.5	5.4%	1.1	1.4	24.3%
休闲及 功能食饮	双汇发展	338.0	280.6	-17.0%	359.3	302.0	-15.9%	30.4	20.0	-34.4%
	东鹏饮料	43.5	61.0	40.3%	53.9	77.9	44.5%	7.7	10.5	35.7%
	洽洽食品	38.4	41.5	8.2%	46.2	47.4	2.7%	5.3	5.4	1.9%
	甘源食品	8.7	11.2	28.3%	9.6	12.6	31.0%	1.2	2.1	66.4%
	盐津铺子	18.2	23.3	28.5%	20.6	26.1	26.9%	1.9	2.7	38.6%
	仙乐健康	14.2	20.3	42.9%	14.1	18.7	32.9%	0.7	1.6	142.6%
	汤臣倍健	48.1	42.7	-11.2%	52.5	46.5	-11.4%	9.3	5.7	-38.7%
	安琪酵母	72.6	74.1	2.1%	86.6	84.1	-2.8%	7.8	6.8	-12.8%
	桃李面包	31.3	30.9	-1.4%	35.7	35.6	-0.5%	2.9	2.3	-20.4%
餐饮 供应链	海天味业	135.0	136.0	0.8%	145.1	152.6	5.2%	32.5	32.2	-0.9%
	中炬高新	27.5	26.7	-2.9%	31.1	29.9	-4.0%	-8.6	32.1	n.a.
	涪陵榨菜	12.6	12.5	-1.3%	14.1	13.0	-8.1%	4.6	4.4	-5.3%
	恒顺醋业	10.7	9.3	-13.2%	11.2	10.9	-2.9%	0.6	0.0	-93.1%
	千禾味业	17.0	17.7	4.0%	19.5	19.4	-0.5%	3.0	3.0	-1.2%
	宝立食品	11.0	12.3	12.1%	12.8	13.8	8.4%	1.4	1.2	-12.6%
	天味食品	15.5	17.7	14.2%	16.4	16.0	-2.1%	2.3	3.1	38.4%
	千味央厨	8.9	10.4	16.8%	10.1	12.0	18.9%	0.6	0.7	19.3%
	安井食品	72.2	75.3	4.3%	85.5	87.8	2.7%	7.7	7.9	2.8%
	立高食品	16.5	18.3	10.8%	17.7	21.1	19.1%	0.9	-0.1	-109.2%
	绝味食品	33.3	33.3	0.0%	39.2	37.5	-4.4%	1.5	1.2	-20.5%
	紫燕食品	16.2	14.3	-11.5%	15.7	14.0	-11.2%	0.4	0.4	13.3%
	巴比食品	7.4	8.0	7.2%	8.9	9.2	2.8%	1.3	1.0	-23.8%

资料来源：Wind，华创证券 注：若 22Q4+23Q1 归母净利润为负，则利润增速为“n.a.”

现金流：春节错期扰动季度间回款节奏，成本低位采购压力较小，企业现金流整体较为健康。24 年春节时间较晚，企业备货节奏后置导致 Q4 与 Q1 季度间回款节奏较去年存在扰动，Q4+Q1 合并看，多数企业，收入/回款大多高于 1，且相比去年有所增长，东鹏动销旺盛经销商回款积极，24Q1 合同负债+其他应付款 35.8 亿元，相比 23Q3 约 6 亿元大幅增长，报表持续蓄力；榨菜回款降低，侧面证明压货动作减少；天润 Q4 回款状况同比承压主要系学生奶回款不畅影响。此外，成本压力较低的情况下，存货/营业成本大多有所下降，啤酒企业有所上升预计系低价原料开始使用带动营业成本下行，紫燕或与原料储备增加、营收存在缺口有关，板块经营现金流保持健康。

图表 19 大众品板块公司分季度现金回款/营业收入

子板块	证券简称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q4 同比	24Q1 同比	23Q4+24Q1	同比
低度酒	青岛啤酒	85.5%	110.4%	117.0%	193.7%	94.8%	-31.4pct	9.3pct	117.1%	0.6pct
	重庆啤酒	93.4%	111.5%	109.9%	109.6%	94.0%	8.1pct	0.6pct	98.6%	2.7pct
	燕京啤酒	113.5%	116.8%	101.3%	148.1%	119.8%	48.1pct	6.2pct	129.2%	20.4pct
乳制品	伊利股份	97.8%	105.2%	110.7%	123.4%	95.9%	1.7pct	-1.9pct	108.8%	-0.2pct
	天润乳业	102.7%	118.1%	103.0%	98.1%	106.7%	-18.4pct	4pct	102.4%	-6.8pct
	新乳业	103.6%	111.8%	111.0%	117.3%	102.1%	-2.5pct	-1.5pct	110.0%	-1.8pct
休闲及功能食饮	双汇发展	101.7%	104.6%	107.0%	107.2%	108.1%	-3.1pct	6.4pct	107.6%	1.3pct
	东鹏饮料	118.2%	119.7%	116.7%	140.8%	117.6%	9.5pct	-0.6pct	127.6%	3.8pct
	洽洽食品	124.9%	107.6%	118.8%	113.0%	116.1%	-5pct	-8.8pct	114.4%	-6.1pct
	甘源食品	101.9%	110.2%	114.4%	115.8%	109.1%	-0.8pct	7.2pct	112.3%	2.3pct
	盐津铺子	108.5%	111.1%	109.6%	112.7%	110.9%	-5pct	2.5pct	111.8%	-1.4pct
	仙乐健康	119.0%	86.8%	95.3%	88.6%	96.5%	8.7pct	-22.5pct	92.3%	-6.9pct
	汤臣倍健	84.1%	106.3%	103.9%	170.9%	70.8%	16.2pct	-13.3pct	108.9%	-0.2pct
	安琪酵母	112.0%	107.3%	123.1%	124.2%	101.4%	-1.5pct	-10.6pct	113.5%	-5.8pct
	桃李面包	112.6%	111.7%	106.5%	115.4%	114.5%	0.2pct	1.9pct	115.0%	1pct
餐饮供应链	海天味业	102.0%	108.2%	113.5%	160.7%	74.9%	47.2pct	-27pct	112.2%	4.7pct
	中炬高新	107.2%	110.4%	115.0%	111.4%	112.1%	-7.3pct	4.9pct	111.8%	-1.2pct
	涪陵榨菜	97.4%	116.3%	107.8%	115.0%	97.1%	-19.1pct	-0.3pct	104.2%	-7.8pct
	恒顺醋业	96.5%	114.8%	99.8%	140.6%	94.1%	24.1pct	-2.4pct	117.6%	12.5pct
	千禾味业	102.0%	110.1%	114.7%	113.3%	106.5%	-13.4pct	4.4pct	109.9%	-5pct
	宝立食品	121.2%	102.9%	107.1%	113.0%	111.1%	2.2pct	-10.1pct	112.0%	-3.8pct
	天味食品	103.8%	114.6%	133.6%	77.0%	105.3%	-30.6pct	1.5pct	90.7%	-15pct
	千味央厨	112.6%	110.0%	108.1%	114.6%	116.9%	0pct	4.4pct	115.6%	2pct
	安井食品	130.6%	100.9%	111.7%	117.5%	115.7%	8.6pct	-14.8pct	116.6%	-1.9pct
	立高食品	105.9%	104.4%	118.6%	125.2%	105.3%	16.8pct	-0.6pct	115.2%	8.1pct
	绝味食品	112.1%	111.3%	112.4%	115.0%	110.4%	-9.6pct	-1.7pct	112.6%	-5.1pct
	紫燕食品	107.2%	115.7%	143.4%	86.9%	109.6%	-2.1pct	2.4pct	97.9%	0.4pct
	巴比食品	115.1%	112.6%	111.0%	116.9%	112.6%	-6.7pct	-2.6pct	115.0%	-5pct

资料来源: Wind, 华创证券 注: 标红为 23Q4+24Q1 回款/收入同比增长的企业

图表 20 大众品板块公司分季度存货情况分析 (单位: 百万元)

子板块	证券简称	存货绝对值				存货/营业成本			
		23Q4	24Q1	23Q4 同比	24Q1 同比	23Q4	23Q4 同比	24Q1	24Q1 同比
低度酒	青岛啤酒	3540	2507	-14.7%	-3.9%	165.0%	-16.4pct	41.5%	2pct
	重庆啤酒	2100	1791	-3.1%	6.1%	229.6%	-33.2pct	80.1%	3.2pct
	燕京啤酒	3864	4090	-6.7%	7.2%	201.7%	-28.2pct	181.5%	10.4pct
乳制品	伊利股份	12512	12020	-15.7%	-20.8%	63.7%	-10.1pct	57.7%	-11.1pct
	天润乳业	812	742	61.9%	83.4%	156.1%	47pct	138.7%	58.5pct
	新乳业	712	648	-11.1%	-1.6%	34.1%	-6.4pct	35.1%	-0.7pct
	双汇发展	8267	7137	35.0%	17.1%	71.0%	31.2pct	62.0%	15pct

休闲及功能餐饮	东鹏饮料	569	448	44.2%	30.7%	39.4%	1.3pct	22.5%	-1.9pct
	洽洽食品	1623	1077	64.9%	9.1%	98.7%	38.4pct	85.0%	-18.4pct
	甘源食品	177	152	29.7%	50.7%	51.9%	8.3pct	40.2%	-0.3pct
	盐津铺子	594	562	31.1%	18.0%	77.6%	6.3pct	67.7%	-13.8pct
	仙乐健康	481	500	106.8%	13.9%	64.2%	17pct	75.8%	-10.7pct
	汤臣倍健	989	742	10.0%	5.2%	175.0%	17.5pct	93.1%	16.7pct
	安琪酵母	3818	4456	27.0%	34.4%	126.2%	23.8pct	169.9%	39pct
	桃李面包	169	154	-16.6%	-5.1%	12.7%	-3.4pct	14.3%	-0.2pct
餐饮供应链	海天味业	2619	1999	9.5%	-2.9%	65.5%	9.8pct	41.5%	-5.3pct
	中炬高新	1618	1546	-3.1%	-5.9%	204.0%	27.6pct	165.3%	-10.1pct
	涪陵榨菜	495	735	5.3%	8.7%	201.5%	23.8pct	205.0%	1.6pct
	恒顺醋业	278	245	-6.4%	0.9%	89.5%	-6.2pct	90.8%	29.7pct
	千禾味业	749	698	25.8%	3.4%	132.4%	20.4pct	121.8%	-13.4pct
	宝立食品	267	252	21.3%	13.6%	63.4%	2.8pct	59.3%	-4pct
	天味食品	159	179	8.6%	10.6%	29.2%	0.8pct	37.6%	1.9pct
	千味央厨	228	262	25.2%	27.1%	53.5%	0.4pct	76.0%	12.7pct
	安井食品	3567	3041	13.7%	1.0%	128.3%	26.1pct	110.3%	-15.1pct
	立高食品	262	278	-16.0%	2.1%	39.8%	-14pct	45.1%	-5.4pct
	绝味食品	1137	917	62.1%	60.9%	95.4%	35.2pct	77.3%	36pct
	紫燕食品	143	134	-12.0%	-25.7%	23.2%	1.9pct	24.3%	-5pct
	巴比食品	70	63	-17.3%	-20.9%	21.5%	-6pct	24.0%	-8.8pct

资料来源: Wind, 华创证券 注: 标红为 24Q1 存货/营业成本同比下降的企业

图表 21 大众品板块公司分季度经营性现金流/净利润

子板块	证券简称	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q4 同比	24Q1 同比	23Q4+24Q1	同比
低度酒	青岛啤酒	n.a.	123.1%	138.8%	31.9%	n.a.	175.7%	n.a.	53pct	56.2%	-21pct
	重庆啤酒	-242.3%	110.0%	174.9%	121.4%	-23916.5%	120.2%	-23674pct	10pct	51.0%	9pct
	燕京啤酒	n.a.	544.2%	259.2%	186.2%	n.a.	691.1%	n.a.	147pct	n.a.	n.a.
乳制品	伊利股份	359.3%	35.4%	175.4%	186.4%	720.1%	38.1%	361pct	3pct	128.8%	9pct
	天润乳业	422.2%	103.4%	55.9%	-415.5%	-5519.6%	-1208.9%	-5942pct	-1312pct	-5963.8%	-6204pct
	新乳业	726.3%	340.1%	370.0%	209.2%	781.0%	-8.1%	55pct	-348pct	253.6%	-251pct
休闲及功能餐饮	双汇发展	221.8%	-0.4%	26.2%	138.9%	130.3%	112.4%	-91pct	113pct	118.8%	5pct
	东鹏饮料	219.7%	145.6%	94.0%	130.7%	330.0%	129.5%	110pct	-16pct	203.0%	31pct
	洽洽食品	138.0%	-112.6%	529.2%	234.5%	-139.5%	225.7%	-277pct	338pct	24.0%	-30pct
	甘源食品	226.5%	-10.9%	120.4%	131.5%	53.9%	94.9%	-173pct	106pct	72.1%	-49pct
	盐津铺子	79.3%	70.2%	117.7%	124.2%	211.9%	134.1%	133pct	64pct	165.8%	92pct
	仙乐健康	277.9%	201.9%	166.1%	191.9%	116.0%	-134.2%	-162pct	-336pct	15.8%	-236pct
	汤臣倍健	-676.6%	63.4%	72.4%	84.3%	-467.9%	20.8%	209pct	-43pct	150.5%	20pct
	安琪酵母	211.3%	34.2%	54.7%	332.6%	48.8%	-199.8%	-162pct	-234pct	-69.7%	-199pct
	桃李面包	160.0%	112.3%	136.5%	173.1%	135.9%	167.1%	-24pct	55pct	151.5%	14pct
餐饮供应链	海天味业	157.5%	61.7%	110.4%	70.3%	299.2%	-28.8%	142pct	-90pct	103.5%	-3pct
	中炬高新	-12.7%	122.4%	-16.8%	211.0%	-0.1%	153.9%	13pct	32pct	12.4%	51pct

涪陵榨菜	164.4%	-57.0%	78.2%	129.8%	105.1%	-12.5%	-59pct	45pct	32.3%	-7pct
恒顺醋业	-427.7%	77.3%	148.1%	196.3%	-181.1%	-70.3%	247pct	-148pct	8234.2%	7974pct
千禾味业	230.0%	2.1%	117.6%	138.1%	108.7%	105.1%	-121pct	103pct	106.8%	-14pct
宝立食品	117.0%	76.3%	54.1%	44.7%	35.7%	115.1%	-81pct	39pct	75.6%	-19pct
天味食品	-12.8%	93.8%	55.2%	314.7%	59.1%	105.6%	72pct	12pct	84.7%	37pct
千味央厨	356.8%	-81.5%	-27.1%	181.5%	408.9%	-226.2%	52pct	-145pct	112.4%	-32pct
安井食品	138.8%	195.7%	-121.1%	240.0%	208.9%	214.7%	70pct	19pct	212.1%	47pct
立高食品	330.9%	-38.7%	17.8%	275.4%	-205.2%	26.7%	-536pct	65pct	-1927.7%	-2061pct
绝味食品	4870.8%	186.4%	-12.7%	8.5%	-330.2%	243.4%	-5201pct	57pct	528.3%	104pct
紫燕食品	n.a.	107.2%	211.8%	127.4%	1241.6%	-152.2%	n.a.	-259pct	-115.8%	-204pct
巴比食品	69.5%	-28.5%	217.2%	113.3%	136.4%	31.1%	67pct	60pct	94.1%	55pct

资料来源：Wind，华创证券 注：1）标红为 23Q4+24Q1 经营现金流/净利润同比增长的企业；2）若净利润为负数，则对应比值和增速显示为“n.a.”

毛利率：成本红利下成本普遍改善，部分企业结构调整主导毛利率变动。Q1 各类原材料价格普遍低位、成本红利延展，分行业看：啤酒低价包材与大麦投入使用，青啤、重啤毛利率均大幅提升 2pct 以上；乳业原奶价格大幅下行，但饲料成本仍处高位，因此除了奶源自给率达 90%+的天润毛利率承压外，其余企业毛利率普遍改善，尤其是奶源自给率较低的新乳业更为受益；双汇、绝味、紫燕受益于肉类原材料价格大幅下行；速冻品亦在成本下行、规模效应和产品结构优化之下实现毛利小幅提升。此外，部分企业产品结构主导毛利率变动，如中炬、恒顺受益于冗杂 SKU 清理、产品结构优化；天味受益于高毛利的电商占比提升叠加成本改善，宝立则是受 C 端占比下降拖累；安琪面用产品促销吨价同比下行。

图表 22 大众品板块公司分季度毛利率情况

子板块	证券简称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q4 同比	24Q1 同比	23Q4+24Q 1	同比
低度酒	青岛啤酒	38.3%	41.4%	40.9%	27.5%	40.4%	2.2pct	2.1pct	37.5%	2.1pct
	重庆啤酒	45.2%	50.0%	50.5%	48.8%	47.9%	-6.8pct	2.7pct	48.2%	-0.3pct
	燕京啤酒	36.8%	45.5%	48.0%	-6.6%	37.2%	-10.8pct	0.4pct	22.6%	-2.9pct
	百威亚太	50.2%	51.6%	51.1%	47.7%	n.a.	1.9pct	n.a.	n.a.	n.a.
	华润啤酒	46.0%		33.9%		n.a.	1.1pct	n.a.	n.a.	n.a.
乳制品	伊利股份	33.7%	34.5%	32.3%	31.4%	35.7%	0.3pct	2pct	33.6%	1.2pct
	天润乳业	20.1%	24.4%	17.6%	17.6%	16.4%	-0.1pct	-3.6pct	17.0%	-1.9pct
	新乳业	27.1%	38.4%	26.4%	25.2%	29.4%	3.5pct	2.3pct	27.2%	2.9pct
	蒙牛乳业	38.4%		35.8%		n.a.	1.9pct	n.a.	n.a.	n.a.
休闲及 功能食 饮	双汇发展	17.2%	15.3%	18.3%	14.9%	19.3%	0.2pct	2.1pct	17.2%	1.3pct
	东鹏饮料	43.5%	67.3%	41.5%	44.9%	42.8%	0.5pct	-0.8pct	43.7%	-0.2pct
	农夫山泉	60.2%		59.0%		n.a.	3.3pct	n.a.	n.a.	n.a.
	洽洽食品	28.5%	1.8%	26.8%	29.3%	30.4%	-5.3pct	1.9pct	29.8%	-2.7pct
	甘源食品	36.3%	52.3%	37.5%	36.0%	35.4%	1.1pct	-1pct	35.7%	0.2pct
	盐津铺子	34.6%	52.0%	32.9%	31.1%	32.1%	-0.2pct	-2.5pct	31.6%	-1.3pct
	仙乐健康	27.7%	55.0%	31.3%	30.5%	30.6%	-0.9pct	2.9pct	30.6%	1pct
	汤臣倍健	70.3%	74.5%	68.0%	65.2%	69.9%	-1.3pct	-0.4pct	68.1%	-0.8pct

餐饮供应链	安琪酵母	25.4%	26.0%	25.0%	23.0%	24.7%	-0.9pct	-0.7pct	23.8%	-0.8pct
	桃李面包	23.9%	22.5%	23.0%	21.2%	23.1%	-3pct	-0.8pct	22.1%	-2pct
	海天味业	36.9%	29.6%	34.5%	32.3%	37.3%	-1.7pct	0.4pct	35.2%	-0.4pct
	中炬高新	31.4%	31.6%	33.9%	33.1%	37.0%	1.5pct	5.6pct	35.3%	3.7pct
	涪陵榨菜	56.3%	42.3%	45.7%	50.6%	52.1%	3.3pct	-4.2pct	51.5%	-1.2pct
	恒顺醋业	35.1%	31.2%	26.1%	33.6%	41.4%	1.6pct	6.3pct	37.5%	3.7pct
	千禾味业	39.0%	47.7%	36.9%	35.4%	36.0%	-4.4pct	-3.1pct	35.7%	-3.7pct
	宝立食品	35.1%	34.3%	32.3%	30.9%	32.0%	-4.4pct	-3.1pct	31.5%	-3.7pct
	天味食品	40.6%	59.0%	38.1%	40.3%	44.1%	6.3pct	3.4pct	42.1%	4.8pct
	千味央厨	24.0%	34.4%	22.4%	25.5%	25.4%	0.5pct	1.5pct	25.5%	1pct
	安井食品	24.7%	25.6%	22.0%	26.3%	26.6%	2.6pct	1.8pct	26.4%	2.3pct
	立高食品	32.0%	39.4%	31.9%	28.2%	32.6%	-4.3pct	0.6pct	30.4%	-1.9pct
	绝味食品	24.3%	31.8%	25.8%	26.9%	30.0%	4.4pct	5.7pct	28.5%	5pct
	紫燕食品	18.7%	36.5%	29.2%	15.8%	20.9%	4.7pct	2.2pct	18.3%	3.6pct
	巴比食品	24.2%	29.9%	26.9%	27.0%	25.9%	-0.9pct	1.7pct	26.5%	0.2pct

资料来源：Wind，华创证券 注：标红为 24Q1 毛利率增长

费用率：费投表现分化，饮料备战旺季、乳业消化奶源、连锁促进动销而加大投入，其余板块费用率多实现稳中有降。乳业因消化过剩奶源的需求，Q4 和 Q1 企业均普遍加大费用投放以促进动销；饮料部分龙头增加费投备战旺季，如东鹏增加冰柜投放、欢乐家搭建销售团队等，其余则多持平略降；调味品恒顺、安琪收入规模降低、天味线上占比提升推动费用率提升，海天适当加大费投；连锁绝味、紫燕增加费用强化营销拉动收入。啤酒、速冻 Q1 费用投入普遍较为理性，零食受益于营收高增，费用率全面摊薄。管理费用率则多与营收及规模效应相关。

图表 23 大众品板块公司分季度销售费用率

子板块	证券简称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q4 同比	24Q1 同比	23Q4+24Q1	同比
低度酒	青岛啤酒	13.8%	10.6%	11.7%	41.4%	12.8%	9.6pct	-1pct	19.3%	1.4pct
	重庆啤酒	12.9%	18.7%	15.6%	33.1%	13.1%	4.9pct	0.2pct	19.0%	1.2pct
	燕京啤酒	12.5%	7.1%	15.9%	-0.6%	11.9%	-7.9pct	-0.6pct	7.8%	-2.9pct
	百威亚太	23.3%		27.1%		n.a.	-2.4pct	n.a.	n.a.	n.a.
	华润啤酒	16.4%		27.6%		n.a.	2.8pct	n.a.	n.a.	n.a.
乳制品	伊利股份	17.1%	17.1%	17.9%	18.7%	18.4%	-0.3pct	1.4pct	18.6%	0.6pct
	天润乳业	5.6%	7.3%	5.7%	5.2%	5.7%	1.9pct	0.1pct	5.5%	0.9pct
	新乳业	15.5%	22.2%	14.0%	15.9%	17.1%	3.8pct	1.6pct	16.5%	2.7pct
	蒙牛乳业	27.2%		23.8%		n.a.	2.3pct	n.a.	n.a.	n.a.
休闲及功能食饮	双汇发展	3.1%	2.9%	3.2%	3.3%	3.4%	0.7pct	0.3pct	3.4%	0.5pct
	东鹏饮料	15.7%	27.6%	17.5%	20.4%	17.1%	0.9pct	1.4pct	18.5%	1.2pct
	农夫山泉	22.9%		20.7%		n.a.	-4.6pct	n.a.	n.a.	n.a.
	洽洽食品	10.7%	0.9%	8.4%	9.0%	12.3%	-2.9pct	1.7pct	10.4%	-1pct
	甘源食品	13.7%	13.2%	9.9%	11.1%	13.1%	-1.9pct	-0.6pct	12.1%	-1.2pct
	盐津铺子	13.8%	16.3%	11.8%	13.2%	13.0%	0.4pct	-0.8pct	13.1%	-0.2pct

	仙乐健康	7.4%	17.3%	7.4%	8.5%	7.7%	2.5pct	0.2pct	8.1%	1.4pct
	汤臣倍健	24.6%	51.2%	41.2%	69.6%	31.2%	5.9pct	6.6pct	45.8%	7.4pct
	安琪酵母	5.2%	5.0%	5.7%	5.0%	4.8%	0.1pct	-0.4pct	4.9%	-0.1pct
	桃李面包	8.4%	8.1%	7.7%	8.4%	8.2%	0.1pct	-0.1pct	8.3%	0pct
餐饮供应链	海天味业	5.2%	4.2%	5.6%	4.9%	5.5%	-0.7pct	0.3pct	5.2%	-0.2pct
	中炬高新	8.6%	6.5%	8.1%	10.7%	7.7%	0.7pct	-0.9pct	9.0%	-0.2pct
	涪陵榨菜	17.8%	5.0%	11.7%	13.2%	12.2%	9.1pct	-5.6pct	12.6%	0.2pct
	恒顺醋业	12.4%	25.5%	12.8%	35.8%	17.0%	14.6pct	4.6pct	26.5%	10.3pct
	千禾味业	11.7%	15.4%	11.9%	11.9%	11.8%	-0.5pct	0.1pct	11.9%	-0.2pct
	宝立食品	16.1%	15.5%	12.2%	15.7%	14.9%	-0.1pct	-1.2pct	15.3%	-0.7pct
	天味食品	14.8%	25.7%	15.6%	18.5%	17.0%	4pct	2.2pct	17.8%	3.1pct
	千味央厨	5.1%	6.9%	4.1%	4.9%	5.9%	0.2pct	0.8pct	5.3%	0.5pct
	安井食品	7.4%	6.1%	6.1%	8.0%	7.5%	0.9pct	0.1pct	7.7%	0.5pct
	立高食品	11.9%	23.2%	12.7%	17.3%	12.1%	6pct	0.2pct	14.7%	3.1pct
	绝味食品	6.8%	8.9%	7.4%	8.3%	7.9%	-0.6pct	1.1pct	8.1%	0.4pct
	紫燕食品	4.5%	10.5%	5.5%	9.7%	5.2%	4.1pct	0.7pct	7.5%	2.4pct
	巴比食品	7.3%	3.7%	5.1%	5.6%	5.0%	-1.2pct	-2.3pct	5.3%	-1.7pct

资料来源：Wind，华创证券 注：标红企业销售费用投放力度有较明显加大

图表 24 大众品板块公司分季度管理费用率

子板块	证券简称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q4 同比	24Q1 同比	23Q4+24Q1	同比
低度酒	青岛啤酒	3.0%	3.1%	3.9%	16.7%	3.4%	4.2pct	0.4pct	6.4%	1.3pct
	重庆啤酒	3.1%	3.2%	2.2%	7.1%	3.1%	0.4pct	0pct	4.3%	0.1pct
	燕京啤酒	12.0%	12.7%	9.1%	13.4%	11.8%	7.4pct	-0.2pct	12.3%	2.4pct
	百威亚太	6.5%		7.2%		n.a.	-0.3pct	n.a.	n.a.	n.a.
	华润啤酒	6.6%		11.9%		n.a.	-2pct	n.a.	n.a.	n.a.
乳制品	伊利股份	4.2%	3.8%	3.9%	4.4%	4.5%	-0.7pct	0.3pct	4.5%	-0.2pct
	天润乳业	3.0%	3.0%	3.6%	4.7%	4.1%	0.3pct	1.2pct	4.4%	0.8pct
	新乳业	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%	5.1%	-0.2pct	0.7pct	4.7%	0.2pct
	蒙牛乳业	4.3%		5.4%		n.a.	-0.1pct	n.a.	n.a.	n.a.
休闲及功能食品饮料	双汇发展	1.8%	2.0%	2.1%	2.4%	2.2%	0.8pct	0.4pct	2.3%	0.6pct
	东鹏饮料	3.2%	2.8%	3.0%	4.2%	2.9%	1.2pct	-0.3pct	3.5%	0.3pct
	农夫山泉	4.7%		5.4%		n.a.	-0.3pct	n.a.	n.a.	n.a.
	洽洽食品	5.2%	5.6%	4.3%	2.8%	3.7%	-1.5pct	-1.5pct	3.2%	-1.4pct
	甘源食品	4.3%	4.4%	3.4%	3.2%	3.5%	0.4pct	-0.8pct	3.4%	-0.2pct
	盐津铺子	4.4%	4.1%	4.4%	4.8%	4.2%	0.9pct	-0.1pct	4.5%	0.4pct
	仙乐健康	11.8%	9.8%	8.4%	9.8%	9.7%	-2.7pct	-2.2pct	9.7%	-2.4pct
	汤臣倍健	3.3%	4.1%	6.6%	8.9%	4.7%	5.3pct	1.4pct	6.3%	2.9pct
	安琪酵母	3.3%	3.5%	3.9%	3.0%	3.7%	0.9pct	0.4pct	3.3%	0.7pct
	桃李面包	2.3%	2.0%	2.0%	1.9%	2.5%	-0.4pct	0.2pct	2.2%	-0.1pct
餐饮供应链	海天味业	1.6%	2.0%	2.4%	2.7%	1.6%	0.9pct	0pct	2.1%	0.4pct
	中炬高新	6.4%	6.3%	5.9%	11.2%	6.4%	5.8pct	0pct	8.5%	2.6pct

涪陵榨菜	3.2%	3.4%	3.3%	4.9%	2.6%	0pct	-0.6pct	3.5%	-0.4pct
恒顺醋业	4.5%	4.3%	5.0%	6.1%	6.1%	-0.7pct	1.7pct	6.1%	0.7pct
千禾味业	3.6%	4.2%	4.5%	3.3%	2.7%	0.4pct	-0.9pct	3.0%	-0.2pct
宝立食品	2.5%	3.9%	2.4%	2.5%	2.4%	-1.2pct	-0.1pct	2.4%	-0.7pct
天味食品	5.9%	8.2%	5.9%	5.5%	5.1%	-1.1pct	-0.8pct	5.3%	-0.9pct
千味央厨	7.8%	8.8%	8.1%	8.9%	8.3%	-0.4pct	0.5pct	8.7%	0.1pct
安井食品	2.8%	2.2%	2.1%	3.8%	3.1%	1.6pct	0.3pct	3.4%	1pct
立高食品	7.3%	7.8%	7.9%	14.9%	6.6%	6.4pct	-0.7pct	10.7%	2.8pct
绝味食品	6.3%	6.8%	6.7%	5.6%	6.3%	-2.5pct	0pct	5.9%	-1.2pct
紫燕食品	6.5%	3.3%	3.9%	6.5%	6.4%	2.5pct	-0.1pct	6.4%	1.3pct
巴比食品	9.6%	7.8%	6.6%	5.7%	7.6%	-1.5pct	-2pct	6.6%	-1.7pct

资料来源: Wind, 华创证券 注: 标红为 23Q4+24Q1 费用率同比下降

净利率: 成本红利带动板块整体盈利修复, 费投策略为部分企业盈利分化主因。大麦、原奶、肉类、包材等原料价格下行主导板块 24Q1 净利率普遍提升, 且在年节需求复苏、减值扰动收敛(乳业)、成本红利进一步兑现(啤酒)等因素影响下, Q1 净利率同比提升幅度多优于 23Q4。在此基础上, 费投为盈利分化主因, 如零食成本回落、费率摊薄, 盈利普遍大幅改善; 饮料东鹏等部分企业备战旺季加大费投, Q1 净利率小幅下滑; 保健品汤臣高基数下规模效应弱化且费投增加致盈利承压; 烘焙安琪产品结构弱化且费率上行致盈利承压, 调味品中除中炬、恒顺经营调整梳理带动盈利大幅提升外, 其余费投支出有所提升故整体盈利保持稳定或小幅改善。

图表 25 大众品板块公司净利率

子板块	证券简称	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q4 同比	24Q1 同比	23Q4+24Q1	同比
低度酒	青岛啤酒	-18.2%	13.6%	18.1%	15.8%	-21.6%	15.7%	-3.5pct	2.2pct	7.3%	0.8pct
	重庆啤酒	4.4%	9.7%	10.6%	10.6%	-0.4%	10.5%	-4.8pct	0.9pct	7.3%	-0.7pct
	燕京啤酒	-17.0%	1.8%	11.0%	9.2%	-17.3%	2.9%	-0.3pct	1pct	-3.9%	0.9pct
	百威亚太	-1.0%	17.5%	14.2%	15.8%	-1.8%	n.a.	-0.7pct	n.a.	n.a.	n.a.
	华润啤酒	5.0%	19.5%		3.3%		n.a.	-1.7%	n.a.	n.a.	n.a.
乳制品	伊利股份	4.7%	10.8%	8.2%	9.9%	3.6%	18.2%	-1pct	7.4pct	11.4%	3.4pct
	天润乳业	7.6%	8.7%	9.3%	2.4%	-0.1%	0.7%	-7.7pct	-8pct	0.3%	-7.9pct
	新乳业	2.0%	2.4%	6.3%	5.0%	1.8%	3.4%	-0.2pct	1pct	2.6%	0.4pct
	蒙牛乳业	3.5%	5.9%		3.8%		n.a.	0.3%	n.a.	n.a.	n.a.
休闲及功能食饮	双汇发展	8.6%	9.5%	9.1%	9.4%	5.3%	8.9%	-3.3pct	-0.6pct	7.1%	-1.9pct
	东鹏饮料	14.8%	20.0%	20.6%	17.2%	14.7%	19.1%	-0.1pct	-0.9pct	17.2%	-0.6pct
	农夫山泉	23.4%	28.2%		28.4%		n.a.	5.0%	n.a.	n.a.	n.a.
	洽洽食品	14.0%	13.3%	6.6%	13.3%	12.8%	13.2%	-1.2pct	-0.1pct	13.0%	-0.8pct
	甘源食品	14.3%	14.1%	14.8%	19.4%	21.5%	15.6%	7.2pct	1.5pct	18.4%	4.2pct
	盐津铺子	9.0%	12.5%	13.4%	13.5%	9.9%	13.0%	0.9pct	0.6pct	11.5%	0.8pct
	仙乐健康	5.0%	4.2%	8.5%	8.8%	8.9%	6.6%	3.9pct	2.4pct	7.8%	3.2pct
	汤臣倍健	-5.6%	33.1%	20.7%	16.3%	-9.5%	27.5%	-3.9pct	-5.7pct	13.4%	-6pct
	安琪酵母	11.0%	10.4%	9.5%	8.3%	9.1%	9.2%	-1.9pct	-1.2pct	9.1%	-1.6pct
	桃李面包	9.1%	9.4%	8.8%	9.0%	6.8%	8.2%	-2.3pct	-1.2pct	7.4%	-1.8pct

餐饮供应链	海天味业	23.5%	24.6%	23.1%	21.7%	22.0%	24.9%	-1.5pct	0.4pct	23.6%	-0.4pct
	中炬高新	-73.0%	11.0%	-123.7%	13.1%	250.3%	16.1%	323.3pct	5.1pct	120.1%	151.4pct
	涪陵榨菜	40.3%	34.4%	36.3%	30.7%	33.6%	36.3%	-6.7pct	1.9pct	35.2%	-1.5pct
	恒顺醋业	-3.6%	11.9%	9.6%	2.9%	-11.0%	12.0%	-7.4pct	0.1pct	0.4%	-4.9pct
	千禾味业	17.7%	17.7%	15.6%	16.3%	16.4%	17.3%	-1.4pct	-0.4pct	16.8%	-0.9pct
	宝立食品	11.0%	14.2%	15.2%	11.9%	9.8%	9.7%	-1.2pct	-4.4pct	9.8%	-2.8pct
	天味食品	12.5%	16.7%	12.1%	13.9%	14.9%	20.6%	2.4pct	3.9pct	17.7%	3.1pct
	千味央厨	7.0%	7.1%	6.1%	8.0%	7.0%	7.5%	-0.1pct	0.4pct	7.2%	0.2pct
	安井食品	10.2%	11.3%	10.1%	11.4%	9.4%	11.7%	-0.8pct	0.3pct	10.6%	-0.2pct
	立高食品	5.0%	6.3%	6.9%	5.3%	-9.3%	8.4%	-14.4pct	2.1pct	-0.5%	-6.1pct
	绝味食品	0.9%	7.5%	5.6%	7.6%	-2.8%	9.7%	-3.7pct	2.2pct	3.6%	-0.9pct
	紫燕食品	-0.7%	5.9%	13.7%	15.1%	-1.4%	7.8%	-0.7pct	1.9pct	3.1%	0.7pct
	巴比食品	20.8%	12.8%	9.8%	16.2%	13.3%	11.2%	-7.5pct	-1.6pct	12.4%	-5pct

资料来源：Wind，华创证券 注：1）华润、蒙牛、农夫 22Q4、23Q4 同比均指下半年情况；2）标红企业 24Q1 净利率提升

二、投资建议：短期优选确定，中线布局空间

尽管行业需求总体仍显平淡，但在估值充分回落后，龙头企业价值空间已显现，建议中线布局。短期节奏看，5 月开始白酒等节庆消费集中品类步入淡季，核心看商务需求承接，而啤酒、饮料等步入夏季旺季，催化剂较多。当下具体板块选择上：

白酒：聚焦各价格带龙头，底部首选龙头茅五。目前头部酒企库存良性、实际经营仍属健康，量价基本面均较稳健，全年业绩确定性较强。当前板块估值水位不高，建议关注基本面较优的标的。具体来看：

- 首选行业龙头**茅台**（经营底牌充足，业绩确定性高，加速冲刺十四五）及千元价格带龙头**五粮液**（经营边际改善，批价向好且高分红政策）；
- 推荐次高端龙头**汾酒**（经营惯性确保较快增长，全国化品牌张力足）；
- 持续推荐**老窖**（团队能力强，报表持续性仍确定），以及区域龙头**古井**、**今世缘**。

大众品板块：短期景气分化加剧，建议精选结构弹性，把握超跌机会。整体需求复苏偏弱、板块间景气分化加剧，建议三条投资主线：

- 一是逢低布局中期逻辑确定且兼具弹性的板块，包括**中炬**（股权激励落地，目标指引积极，有望困境反转）、**东鹏**（势能强劲余力充足，高成长持续性无虞）；
- 二是短期超跌且中长期逻辑清晰的啤酒和餐饮供应链，包括**华润**、**青啤**、**立高**、**安井**等。
- 三是中低速时代消费龙头定价范式切换，优选自由现金流优秀的高股息率龙头，推荐**伊利**、关注**双汇**等。

三、风险提示

终端需求恢复不及预期、行业竞争加剧、提价落地不及预期等

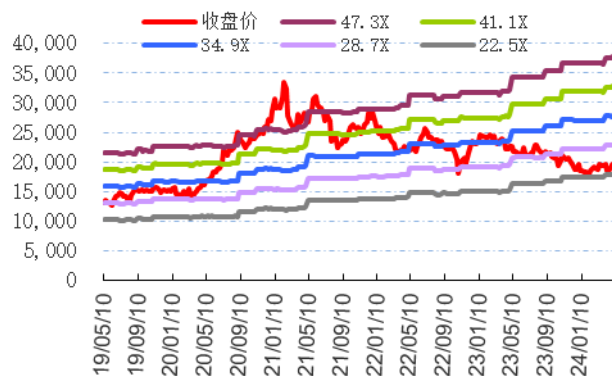
图表 26 国内重点标的估值表

	名称	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元/股)				P/E			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
白酒	贵州茅台	21,418	1,705.0	59.49	70.04	80.81	91.79	29	24	21	19
	五粮液	5,839	150.4	7.78	8.87	9.90	11.02	19	17	15	14
	泸州老窖	2,739	186.1	9.00	10.84	12.87	15.11	21	17	14	12
	山西汾酒	3,200	262.3	8.56	10.71	13.17	16.11	31	24	20	16
	洋河股份	1,432	95.1	6.65	7.00	7.61	8.36	14	14	12	11
	古井贡酒	1,434	271.2	8.68	11.37	14.38	18.02	31	24	19	15
	今世缘	720	57.4	2.50	3.02	3.65	4.39	23	19	16	13
	舍得酒业	244	73.1	5.32	5.61	6.52	7.70	14	13	11	9
	水井坊	220	45.1	2.60	3.03	3.52	4.09	17	15	13	11
	珍酒李渡	340	10.2	0.69	0.60	0.74	0.91	15	17	14	11
	口子窖	251	41.8	2.87	3.24	3.64	4.09	15	13	11	10
	金种子	101	15.4	-0.03	0.12	0.54	0.87	-458	125	28	18
大众品	伊利股份	1,821	28.6	1.64	2.06	2.01	2.18	17	14	14	13
	天润乳业	30	9.5	0.44	0.36	0.48	0.58	21	26	20	16
	新乳业	86	10.0	0.50	0.61	0.75	0.91	20	16	13	11
	青岛啤酒	1,118	82.0	3.13	3.71	4.28	4.91	26	22	19	17
	重庆啤酒	341	70.4	2.76	2.98	3.21	3.43	25	24	22	21
	燕京啤酒	279	9.9	0.23	0.32	0.44	0.55	43	31	23	18
	双汇发展	933	26.9	1.46	1.58	1.68	1.76	18	17	16	15
	东鹏饮料	852	212.9	5.10	6.75	8.53	10.44	42	32	25	20
	海天味业	2,183	39.3	1.01	1.10	1.23	1.37	39	36	32	29
	中炬高新	232	29.5	2.16	1.05	1.24	1.65	14	28	24	18
	涪陵榨菜	164	14.2	0.72	0.79	0.88	0.96	20	18	16	15
	恒顺醋业	91	8.2	0.08	0.19	0.23	0.27	105	42	35	30
	千禾味业	159	15.5	0.52	0.60	0.69	0.79	30	26	22	20
	天味食品	149	14.0	0.43	0.51	0.60	0.69	33	27	23	20
	宝立食品	59	14.7	0.75	0.72	0.83	0.96	20	21	18	15
	千味央厨	36	36.0	1.35	1.61	2.05	2.57	27	22	18	14
	安井食品	271	92.3	5.04	5.86	6.49	7.14	18	16	14	13
	绝味食品	126	20.3	0.56	1.33	1.52	1.79	37	15	13	11
	紫燕食品	81	19.6	0.80	0.95	1.08	1.40	24	21	18	14
	巴比食品	44	17.5	0.85	1.01	1.19	1.36	20	17	15	13
	立高食品	61	35.8	0.43	1.77	2.42	3.17	83	20	15	11
	安琪酵母	259	29.8	1.46	1.59	1.81	2.45	20	19	17	12
	桃李面包	98	6.1	0.36	0.36	0.39	0.46	17	17	16	13
	洽洽食品	190	37.5	1.58	2.10	2.47	2.84	24	18	15	13

甘源食品	76	81.6	3.53	4.41	5.59	7.02	23	19	15	12
盐津铺子	149	76.1	2.58	3.40	4.29	5.27	29	22	18	14
汤臣倍健	269	15.8	1.03	1.03	1.14	1.25	15	15	14	13
仙乐健康	71	39.0	1.55	2.19	2.77	3.35	25	18	14	12
华润啤酒	1,094	34.4	1.59	1.91	2.22	2.51	22	18	16	14
蒙牛乳业	599	15.5	1.22	1.39	1.59	1.82	13	11	10	9
农夫山泉	4,866	44.1	1.07	1.25	1.44	1.63	41	35	31	27
百威亚太	1,364	10.5	0.06	0.08	0.09	0.10	23	18	16	14

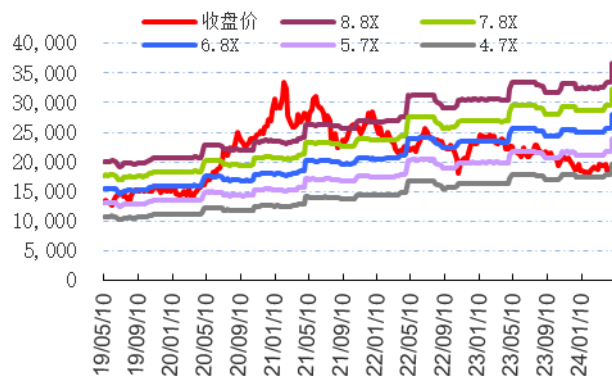
资料来源: Wind, 华创证券预测 注: 使用 4 月 30 日收盘价, 百威 EPS 与归母净利润单位为美元, 股价与市值单位为人民币

图表 27 SW 食品饮料行业历史 PE-band



资料来源: Wind, 华创证券

图表 28 SW 食品饮料行业 PB-band



资料来源: Wind, 华创证券

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，7 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020 年加入华创证券。2021-2023 年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

组长、联席首席分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，5 年食品饮料研究经验，2019 年加入华创证券研究所。

分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

分析师：刘旭德

北京大学硕士，2021 年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，5 年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020 年加入华创证券研究所。

分析师：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022 年加入华创证券研究所。

研究员：柴苏苏

南京大学经济学硕士，2022 年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

高级分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，4 年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：严文炀

南京大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

执委会委员、副总裁、华创证券研究所所长、新财富白金分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士，15 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自 2013 至 2023 年，获得新财富最佳分析师七届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续五届第一。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹珂	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票贵州茅台（600519），根据上市公司公告，贵州茅台的控股股东茅台集团持有本公司的控股股东华创云信 3.97%的股份。本报告涉及股票新乳业（002946），根据深圳证券交易所股票上市规则，本公司与上市公司存在关联关系。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522