

# 布局超跌反弹，低估值高股息优先

## ——24年下半年食品饮料重点标的推荐

食品饮料团队 证券分析师：寇星 SAC NO:S1120520040004  
2024年7月10日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

行业评级：推荐

行业走势图



# 目录

---

- 01 子行业总结及24年预判
- 02 核心标的解读空间
- 03 风险提示

目录  
contents

01 子行业总结及24年预判

## 报告结论:

### 投资思路1. 布局超跌反弹

——顺周期价值超跌，布局底部

板块伴随经济复苏预期降低，叠加基本面各股Q2淡季更淡表现，茅台批价持续下降引发悲观情绪下跌。最终大概率将放大情绪面进入超跌状态，基于对板块龙头未来稳健结构性增长认知，我们认为当前为中长期底部阶段，顺周期板块如白酒/啤酒/餐饮供应链/调味品等优质龙头应逐步关注布局时点，抓住下半年情绪回暖期间的超跌反弹机会：

- ✓ 白酒重在关注地产酒龙头+高端酒超跌机会
- ✓ 地产酒业绩确定性当下较高为首推，其次高端酒估值性价比已较高
- ✓ 啤酒/餐饮供应链/调味品板块关注估值和业绩底部布局
- ✓ Q2弱化后此类板块持续杀估值，关注业绩底部位置布局。右侧拐点在于餐饮等需求企稳阶段。

### 投资思路2. 低估值+高股息——下半年防御选择，超额收益

板块估值压力下，经济需求拐点左侧下，下半年配置建议红利风格为主

#### ✓ 板块重点关注乳制品+饮料板块高股息布局机会

- 伊利Q2杀业绩后有望进入合理估值+红利风格，本身股息率在板块相对较高，重点推荐底部布局；
- 蒙牛全年杀业绩，但估值较低，未来盈利提升有预期+分红提高有预期，中长期底部布局品种。
- 康师傅/统一单纯红利风格

### 投资思路3. 顺应消费趋势品种布局

当前板块顺应经济下行压力下品种，重点关注和推荐东鹏饮料+零食板块。建议关注短期或底部位置布局，全年盈利具备确定性

目录  
contents

## 02 核心标的解读空间

白酒、啤酒、乳制品、调味品、休闲食品、饮料

## 2.1 白酒：公司质地为导向，关注合理价位的投资机会

➤ **当前在什么位置：**白酒（中信）PE20.08倍，3/5年历史分位处于绝对底部，10年历史分位12.5%。

➤ **24年白酒复盘：**

- **场景：**商务场景相对比较稳定（高端商务有影响），宴席场景高基数下Q2有所弱化，但其中刚需类宴席实质仍然相对坚挺，仅婚宴高基数下有所影响场次，自饮和朋友聚会场景相对较好。
- **价格：**场景和经济环境双重作用，中低档价位表现最好，高档酒受政商务影响下，除个别龙头品牌和成长品牌，存在一定程度消费者需求影响。次高端价格带依然压力较大。
- **渠道：**名酒品牌建设由高空、自媒体广告等向核心消费者培育与促进动销开瓶转变，部分非专业卖酒终端出清，更加聚焦核心消费者+核心用酒渠道。

➤ **板块投资逻辑：**核心是抓住确定性，龙头品牌护城河和地产升级高增长的确定性

1. **龙头思维：**行业逆势期，核心思路还是要跟着优质公司一起；尤其是那些在历史上被证明很优秀、阶段性遇到困难但不是质地发生变化的公司，以及经营管理模式有正向改变的公司；年初至今汾酒和五粮液股价表现相对较好也证明了这一点。重点关注茅台、五粮液、汾酒等。
2. **逆势升级：**天时（如酱酒赛道、地产经济支撑的 $\beta$ 属性），地利（有序竞争提升市场份额），人和（产品结构+品牌推广+渠道布局+组织结构战略均走在正确的路上），部分标的逆势仍具备升级高增长属性，并且确定性较强，重点关注迎驾、今世缘、珍酒李渡等。

➤ **市场担忧：**

1. 茅台短期批价大幅度下跌，互联网的“百亿补贴”、“资金池运作模式”、“大单品引流变现”多方面因素影响价格，并且疫情3年电商消费和高效配送模式部分影响白酒个人消费习惯，电商对白酒终端加速出清和定价模式产生一定影响。
2. 如果经济修复持续较慢，回款和动销压力会从不知名的中小品牌持续上升，未来对相对弱势的知名品牌增速下调。
3. 弱经济复苏环境，短期动销表现为中低档价格带相对较好，消费结构受到一定冲击，但如果持续低迷是否会影响到中长期的白酒核心价位升级逻辑。

## 2.1 白酒：公司质地为导向，关注合理价位的投资机会

一、基本思路：龙头思维+底部反转为主，但当前考虑市场情绪较弱，建议整体持有为主，个别推荐标的关注估值底部布局

二、具体标的：

- 1、龙头思维：茅台以外关注山西汾酒、迎驾贡酒、今世缘的估值低位
- 2、底部反转：优先关注五粮液
- 3、其他标的建议关注：古井、口子、洋河、金种子、舍得、水井、酒鬼等

主要上市白酒企业24年收入增速估计及当前批价

| 公司   | 股权激励                                                                                                                                              | 分析师预计2024年收入增速<br>(Wind一致预测 2024/07/09) | 批价<br>(截止2024/07/09)          |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|-------------------------------|
| 贵州茅台 | -                                                                                                                                                 | +16.23%                                 | 飞天（原）/飞天（散）分别2570/2340元       |
| 五粮液  | -                                                                                                                                                 | +11.17%                                 | 普五925元                        |
| 山西汾酒 | -                                                                                                                                                 | +21.27%                                 | 青20/复兴版分别355/785元             |
| 舍得酒业 | 2024年营业收入不低于100.2亿元或归母净利润不低于20.5亿元                                                                                                                | +12.98%                                 | 舍之道/品味分别135/315元              |
| 酒鬼酒  | -                                                                                                                                                 | +1.50%                                  | 红坛/内参分别280/740元               |
| 水井坊  | -                                                                                                                                                 | +11.68%                                 | 八号/井台/典藏分别305/425/640元        |
| 古井贡酒 | -                                                                                                                                                 | +21.70%                                 | 古5/8/16/20分别100/220/345/470元  |
| 迎驾贡酒 | -                                                                                                                                                 | +21.71%                                 |                               |
| 口子窖  | 以2022年的净利润为基数，2024年净利润或营业收入增长率不低于30%                                                                                                              | +13.90%                                 | 口子6/10/20/30分别95/215/300/720元 |
| 金种子酒 | -                                                                                                                                                 | +18.26%                                 |                               |
| 洋河股份 | -                                                                                                                                                 | +8.37%                                  | 海/天/M3/M6+分别135/280/423/570元  |
| 今世缘  | 以2021年营业收入为基数，2024年营业收入和扣非净利润增长率分别不低于90.6%/52.1%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值；<br>2024年净资产收益率不低于21.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值； 2024年主营业务收入占营业收入比例不低于95%。 | +22.61%                                 | 对开/四开分别260/400元               |
| 老白干酒 | -                                                                                                                                                 | +13.43%                                 | 五星/古法20分别280/400元             |

资料来源：公司公告，茅粉鲁智深（截止2024年7月9日），百荣酒价（截止2024年7月9日），今日酒价（截止2024年7月9日），华西证券研究所整理（截止2024年7月9日，分析师估计参考wind一致预测）

## 2.1.1 贵州茅台：批价下跌引发悲观情绪，当前价格已企稳

- 基本面状态：**6月中旬至下旬茅台经历一轮批价下跌，散瓶飞天最低于6月23日触及2110元，市场担心茅台批价会跌至2000元以下。我们认为概率很小，上一轮批价上涨，助推了茅台的金融属性和溢价，塑造了高额渠道利润，这也是茅台能够掌控对渠道的话语权、不断推进直营渠道改革的根本原因和底气，也是茅台估值溢价之源，若批价下跌至2000元以内，或牵扯出诸如社会库存大量抛出、价格崩塌、金融属性被消灭、压制其他白酒品牌等一系列连锁反应，我们认为无论从企业自身长期稳健增长的角度，还是从对整个白酒行业的责任与担当来说，茅台都不会坐视此类情况发生。从实际情况来看，6月23日开始，茅台已经开始采取措施，根据名酒研究所公众号，包括即将取消12瓶装飞天茅台和开箱政策，同时针对部分经销商暂停15年茅台、精品茅台的发货，我们预计批价未来有望在2200-2300元上下盘整波动。
- 投资建议：**中长期来看仍然是胜率高、确定性强、永续性久的白酒公司；维持盈利预测24-26年收入分别1759/2039/2338亿元，EPS分别69.79/81.47/94.19元，24年7月5日收盘价1453.00元，对应24年PE 21倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**经济恢复较弱导致需求减弱；经营管理风险；行业竞争加剧风险；估值中枢变动风险；食品安全问题等

| 财务摘要       | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 124,100 | 147,694 | 175,903 | 203,854 | 233,759 |
| YoY (%)    | 16.9%   | 19.0%   | 19.1%   | 15.9%   | 14.7%   |
| 归母净利润（百万元） | 62,716  | 74,734  | 87,663  | 102,338 | 118,323 |
| YoY (%)    | 19.6%   | 19.2%   | 17.3%   | 16.7%   | 15.6%   |
| 每股收益（元）    | 49.93   | 59.49   | 69.79   | 81.47   | 94.19   |
| ROE        | 0.32    | 0.36    | 0.33    | 0.31    | 0.29    |
| 市盈率        | 29      | 24      | 21      | 18      | 15      |

## 2.1.2 今世缘：增长势头强劲，24年业绩确定性仍强

- **上市十年收入利润持续稳健增长，24-25年预计延续此前态势。**2024年正值公司上市十年，从上市后表现来看，年营业收入自2014年的24亿元起步，至2023年实现100.98亿元的营业收入和31.36亿元的归母净利润，两项数字较上市之初分别增长了3.2倍和3.88倍。短期来看，根据公司股权激励计划，2024年收入目标为122.09亿元，预计要求同比2023年收入增长22%，根据酒业内参，今世缘董事长表示公司中期目标2025年达到营收150亿元。
- **省内天花板有待突破，省外打造长三角一体化。**根据公司投资者来访记录表披露，省内淮安市场的成功，表明省内天花板可以更高，公司将通过分区精耕、分品提升来打破天花板。突破百亿之后，公司越来越具备能力和资源走向省外，长三角一体化战略也有利于公司打开华东市场，除了已经确立的重点市场以外，公司将围绕长三角布局，对安徽、浙江、上海加大投入。从增速上看，今年省外增速预计略高于省内，省内则由处于高速成长期的苏中、苏南承担增量和增速。
- **开系稳健增长，V系是重中之重，未来有望贡献业绩。**公司旗下有国缘、今世缘、高沟三大品系，从百元到千元均有产品布局。根据公司投资者来访记录表披露，公司三部一司各有自己的重点，不同系列产品会同时抓，当前开系投放已经稳定，V系列则是重中之重，我们预计后续随V系列体量逐步壮大，费销率会趋于下降，对业绩的支撑和贡献会逐步体现。
- **投资建议：**考虑到省内竞争态势以及公司发展势能，我们认为公司今年业绩仍有确定性，股权激励目标有望完成。我们维持公司24-26年营收123.49/149.08/176.24亿元的预测，维持24-26年EPS为3.06/3.74/4.50元的预测，2024年7月5日收盘价47.22元，对应24年PE 15倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品动销不及预期，省外扩张不及预期，行业竞争加剧风险

| 财务摘要       | 2022A | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 7,888 | 10,100 | 12,349 | 14,908 | 17,624 |
| YoY (%)    | 23.1% | 28.0%  | 22.3%  | 20.7%  | 18.2%  |
| 归母净利润（百万元） | 2,503 | 3,136  | 3,842  | 4,689  | 5,643  |
| YoY (%)    | 23.3% | 25.3%  | 22.5%  | 22.1%  | 20.3%  |
| 毛利率 (%)    | 76.6% | 78.3%  | 78.6%  | 78.8%  | 78.9%  |
| 每股收益（元）    | 2.01  | 2.52   | 3.06   | 3.74   | 4.50   |
| ROE        | 22.6% | 23.6%  | 22.4%  | 21.5%  | 20.6%  |
| 市盈率        | 23    | 19     | 15     | 13     | 10     |

## 2.1.3 迎驾贡酒：差异化量价齐升逻辑标的，长期逻辑持续看好

### • 公司逻辑：

- ① 核心场景+核心终端以点带面持续突破，根据名酒观察迎驾围绕销售业务、终端档案建设、签约包量店开发、宴席酒店开发、核心终端拜访、价格查处、数字化营销等制订管理办法，我们认为公司加强宴席场景核心消费者+包量店重点终端培育在省内持续突破。
- ② 基于场景和渠道的布局，叠加渠道利润驱动，在公司主动和渠道辅助的双重推力下，品牌势能驱动洞藏系列结构升级。
- ③ 省内“一超两强”竞争格局稳固，古井长期布局次高端+价格带的战略付出不会因下线品牌竞争格局变化而掉头，因此迎驾从百元以下向百元以上的量价齐升通路不会受到省内龙头严防死守的竞争对抗，竞争环境对公司成长趋势影响不大。

- **投资建议：**天时（安徽省经济发展劲头充足可以支撑省内白酒消费价格升级），地利（龙头自身价格升级战略坚守>内卷省内下线品牌份额），人和（产品结构+品牌推广+渠道布局+组织结构战略均走在正确的路上），我们认为中长期公司差异化量价齐升逻辑清晰，短期可能因为回款进度或竞争格局担忧导致的预期差将成为布局时机。维持盈利预测不变，24-26年收入82/100/120亿元；归母净利29/37/46亿元，EPS3.68/4.68/5.8元。2024年7月4日收盘价56.48元对应P/E分别为15/12/10倍，维持“增持”评级。

- **风险提示：**宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

| 财务摘要       | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 5,505  | 6,720  | 8,201  | 10,001 | 12,039 |
| YoY (%)    | 19.60% | 22.10% | 22.00% | 21.90% | 20.40% |
| 归母净利润（百万元） | 1,705  | 2,288  | 2,946  | 3,744  | 4,641  |
| YoY (%)    | 23.00% | 34.20% | 28.80% | 27.10% | 23.90% |
| 毛利率 (%)    | 68.00% | 71.40% | 73.90% | 75.80% | 77.10% |
| 每股收益（元）    | 2.13   | 2.86   | 3.68   | 4.68   | 5.8    |
| ROE        | 24.60% | 27.40% | 30.10% | 32.30% | 33.50% |
| 市盈率        | 31     | 23     | 15     | 12     | 10     |

## 2.1.4 山西汾酒：产品端、渠道端齐发力，势能有望进一步激活

- 基本面情况：**6月4日，青花20、老白汾10年全新升级面市，其中青花20在外观包装设计上做出了调整，包装上与青花30明显区隔开来，从视觉上便于消费者更清晰认知20与30。老白汾则通过升级，根据酒业家公众号，全系列开票价每瓶涨价5元，今年下半年会加大对老白汾的推广力度，通过专业化团队加全新产品发力宴席市场，有望成为公司所有品类中增速最好的一个系列。根据酒业家公众号，此次经销商大会上，汾酒首次提出将冲击500+亿市场目标，除了产品方面发力外，渠道模式也有望助益汾酒走得更远，通过五码合一产品的全面落地，汾酒将加快转变分利模式，在消费者扫码开瓶后，采用反向渠道分利模式进行运作，进一步激活渠道活力。
- 投资建议：**维持盈利预测24-26年收入分别386/461/540亿元，EPS分别10.85/13.36/16.03元，24年7月5日收盘价193.50元，对应24年PE 18倍，长期看好，维持“买入”评级。
- 风险提示：**经济恢复较弱导致需求减弱；经营管理风险；行业竞争加剧风险；估值中枢变动风险

| 财务摘要       | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 26,214 | 31,928 | 38,574 | 46,064 | 54,026 |
| YoY (%)    | 31.3%  | 21.8%  | 20.8%  | 19.4%  | 17.3%  |
| 归母净利润（百万元） | 8,096  | 10,438 | 13,243 | 16,302 | 19,560 |
| YoY (%)    | 52.4%  | 28.9%  | 26.9%  | 23.1%  | 20.0%  |
| 毛利率 (%)    | 75.4%  | 75.3%  | 75.8%  | 76.1%  | 76.5%  |
| 每股收益（元）    | 6.65   | 8.56   | 10.85  | 13.36  | 16.03  |
| ROE        | 38.0%  | 37.5%  | 37.0%  | 36.4%  | 35.8%  |
| 市盈率        | 29     | 23     | 18     | 14     | 12     |

## 2.1.5 五粮液：股东大会重申八代量价平衡原则，经典五粮液全系列上市

- 基本面状态：**根据微酒公众号，6月28日，公司召开年度股东大会，重申第八代五粮液遵循量价平衡原则，持续优化投放节奏和商家结构，计划量不盲目求增，优化在主品牌中的市场投放比例，新增计划量向1618、39度五粮液、45度五粮液、68度五粮液以及文化定制酒倾斜，始终保持第八代五粮液在市场上的产品稀缺性，同时配合传统旺季积极开展动销活动，今年端午期间，八代五粮液动销保持了同比两位数增长。7月2日，经典五粮液战略发布会在成都举行，正式推出经典五粮液系列产品，全系列共4款，10、20、30、50，并组建了经典五粮液品牌专营公司，将以团购为重点进行销售。
- 投资建议：**维持盈利预测24-26年收入分别920/1012/1107亿元，EPS分别8.66/9.66/10.70元，24年7月5日收盘价128.95元，对应24年PE 15倍，估值性价比高，维持“买入”评级。
- 风险提示：**经济恢复较弱导致需求减弱；经营管理风险；行业竞争加剧风险；估值中枢变动风险；食品安全问题等

| 财务摘要       | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E   | 2026E   |
|------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 73,969 | 83,272 | 91,963 | 101,201 | 110,680 |
| YoY (%)    | 11.7%  | 12.6%  | 10.4%  | 10.0%   | 9.4%    |
| 归母净利润（百万元） | 26,690 | 30,211 | 33,611 | 37,498  | 41,531  |
| YoY (%)    | 14.2%  | 13.2%  | 11.3%  | 11.6%   | 10.8%   |
| 毛利率 (%)    | 75.4%  | 75.8%  | 76.2%  | 76.5%   | 76.7%   |
| 每股收益（元）    | 6.88   | 7.78   | 8.66   | 9.66    | 10.70   |
| ROE        | 23.4%  | 23.3%  | 23.4%  | 23.7%   | 24.1%   |
| 市盈率        | 19     | 17     | 15     | 13      | 12      |

## 2.1.6 珍酒李渡：战略清晰步步为营，看好长期高质量发展

### • 公司逻辑：

- ① 酱香赛道经过调整后在龙头引领下仍然具备差异化竞争优势。
- ② 产品方面，聚焦次高端以上价格带，将推出次高端价格带宴席产品，并将对珍30和珍15两款核心大单品主要在酒体方面进行升级，提高产品的竞争力和性价比。
- ③ 渠道方面，24年珍酒双渠道战略顺利推进，珍酒事业部全国种子合伙人已近2万家，未来预计将扩充至10万家，高档酒事业部将继续扩大五星合伙人数量；李渡对应团购和传统渠道建立分别建立李渡高粱和李渡王两大产品矩阵，并基于两大产品矩阵在省内外形成省内产品拓展、省外建立品牌认知+扩大核心客群的打法；湘窖将聚焦经销商质量的提升，通过实施大网点战略和加强体验式营销，进行渠道渗透。
- ④ 品牌方面，注重核心消费群体的品牌印象培育，体验式营销全面升级，针对意见领袖深化品牌高端化形象。

- **投资建议：**我们认为上半年淡季公司主要动作在于品牌营销和渠道布局的调整布局，下半年旺季有望结合具体战术动作释放更强的增长动能。中长期来看，以“聚焦”为核心的品牌营销、渠道布局和产品矩阵战略清晰，我们看好公司高质量发展。维持盈利预测不变，24-26年收入84/100/118亿元；归母净利20/24/29亿元，EPS 0.59/0.72/0.87元。2024年7月4日收盘价7.84港元（港元兑人民币汇率0.9129）对应P/E分别为12/10/8倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

| 财务摘要       | 2022A  | 2023A   | 2024E   | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 5856   | 7030    | 8422    | 10032  | 11848  |
| YoY (%)    | 14.79% | 20.06%  | 19.79%  | 19.11% | 18.11% |
| 归母净利润（百万元） | 1030   | 2327    | 2004    | 2448   | 2946   |
| YoY (%)    | -0.23% | 125.96% | -13.89% | 22.17% | 20.34% |
| 毛利率 (%)    | 55.31% | 58.03%  | 58.92%  | 59.56% | 59.99% |
| 每股收益（元）    | 0.00   | 0.78    | 0.59    | 0.72   | 0.87   |
| ROE        | -0.27  | 0.18    | 0.14    | -4.46  | -5.37  |
| 市盈率        | —      | 11      | 12      | 10     | 8      |

## 2.2 啤酒：销量端承压，利润弹性释放

- **销量端承压，拐点逐步临近。**2023年啤酒行业销量“前高后低”态势明显，自23Q3以来连续调整已接近一年。分公司来看，青啤受舆情事件与去年经营节奏把握影响，“前高后低”特征明显，重啤则维持行业平均水平以上增速。我们认为行业整体销量增长历经连续调整后接近拐点，各家公司因自身经营节奏存在结构性机会。
- **结构提升+成本优化，利润弹性释放。**一方面从24Q1各家酒企经营数据来看，结构提升进程仍在延续；另一方面，受益于对澳大麦“双反”措施终止等因素，我国进口大麦价格自去年起单边下行，缓解成本压力。综合以上两点来看，啤酒行业24Q2毛利率延续24Q1提升态势，利润弹性得以释放。
- **板块估值位于低位，关注头部企业投资机会。**当前板块估值处在历史较低水平（3/5/10年均低于历史1%分位数），具备配置价值。我们推荐关注基本面稳健且调整已较为充分的龙头标的青岛啤酒、业绩弹性标的重庆啤酒。

图 22年以来啤酒行业季度产量同比变化

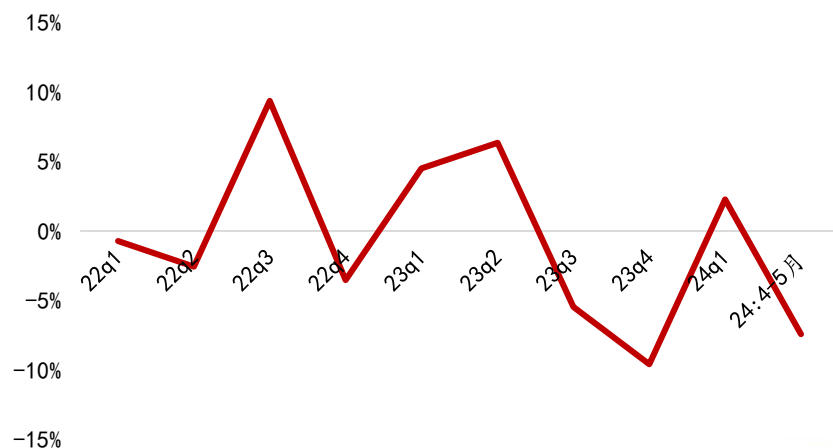
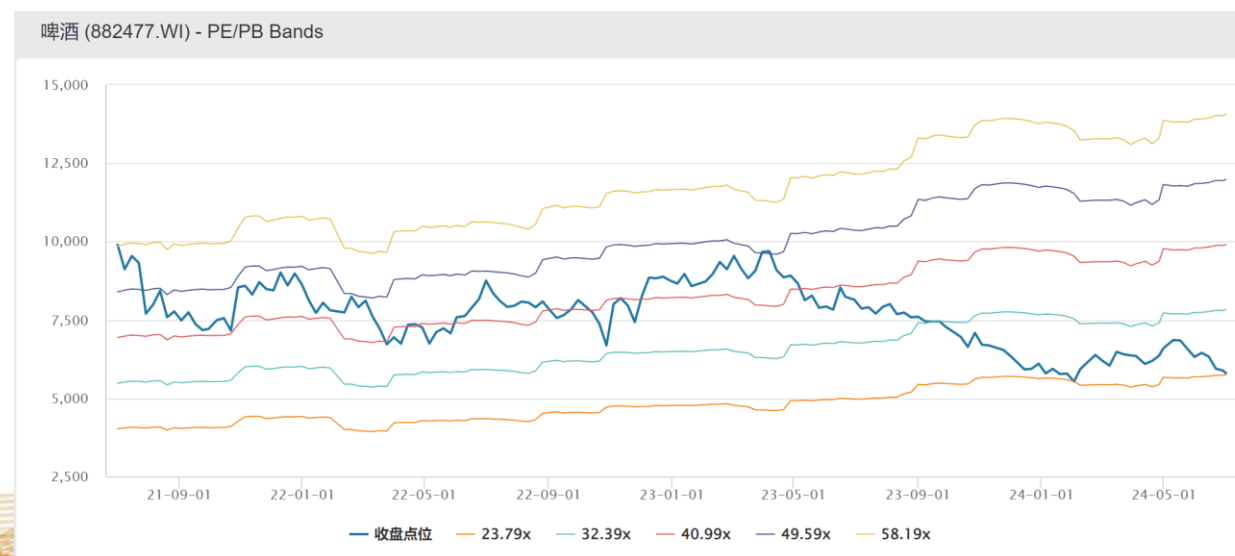


图 啤酒行业估值处在历史低位



## 2.2.1 青岛啤酒：销量端承压，关注利润弹性机会

- **销量端承压，拐点机会渐近。**受制于经营节奏与舆情事件影响，青啤自去年Q3以来销量端一直处于调整状态，我们预计24Q2仍维持调整状态，营收端有所承压。后期随销售旺季来临，我们认为公司有望迎来销量拐点。
- **结构提升+成本优化，关注利润弹性机会。**公司23全年/24Q1吨价分别为4238/4647元，分别同比+6.4%/+2.5%，结构提升态势仍在延续。成本端来看，公司24Q1吨成本为2768元，同比-1.0%，我们预计下滑主因原材料价格走弱所致。公司毛利率弹性在24Q1报表端已有体现，我们预计24Q2有望延续这一势头。
- **盈利预测及投资建议：**维持24-26年营业收入357.07/374.36/388.57亿元的预测，维持24-26年EPS分别为3.59/3.97/4.34元的预测，对应7月1日收盘价70.67元/股，PE分别为20/18/16倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**消费复苏不及预期，原材料价格波动，行业竞争加剧等。

表 青岛啤酒盈利预测情况

| 财务摘要       | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 32,172 | 33,937 | 35,707 | 37,436 | 38,857 |
| YoY (%)    | 6.6%   | 5.5%   | 5.2%   | 4.8%   | 3.8%   |
| 归母净利润（百万元） | 3,711  | 4,268  | 4,903  | 5,417  | 5,914  |
| YoY (%)    | 17.6%  | 15.0%  | 14.9%  | 10.5%  | 9.2%   |
| 毛利率 (%)    | 36.8%  | 38.7%  | 40.0%  | 40.7%  | 41.4%  |
| 每股收益（元）    | 2.74   | 3.14   | 3.59   | 3.97   | 4.34   |
| ROE        | 14.6%  | 15.5%  | 15.2%  | 14.3%  | 13.5%  |
| 市盈率        | 25.83  | 22.51  | 19.66  | 17.80  | 16.30  |

## 2.2.2 重庆啤酒：确立新一代全国品牌，重视结构性增量

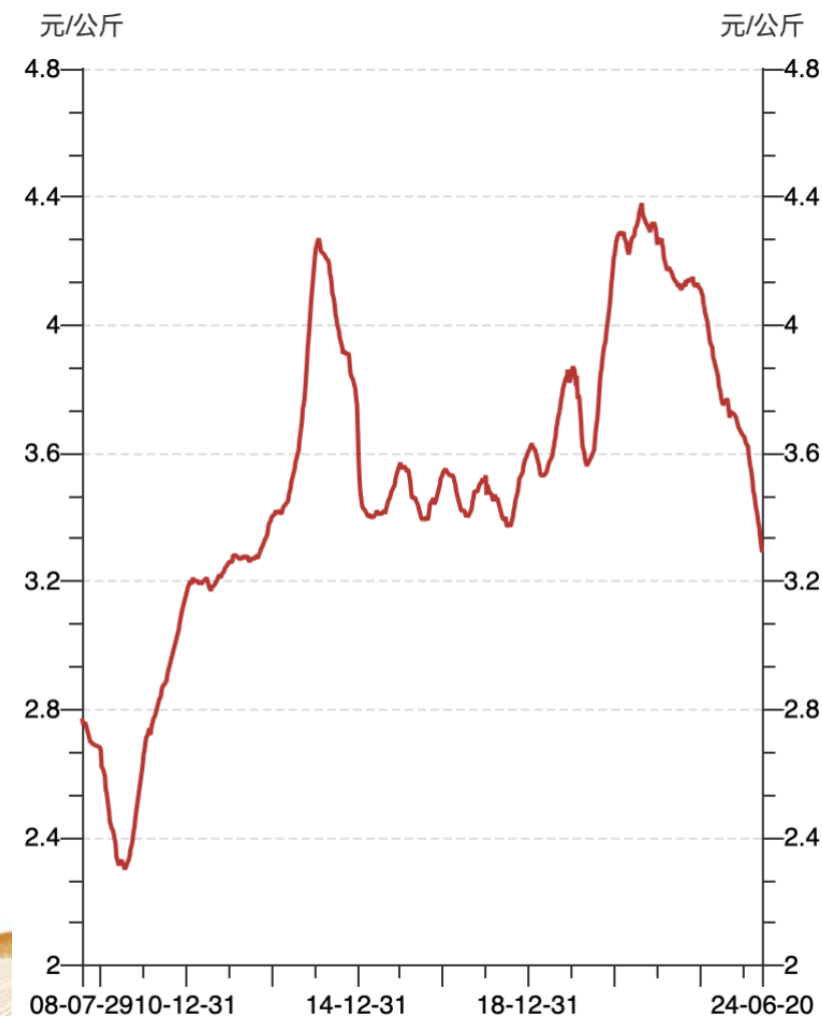
- **销量端表现优于行业，盈利效率有望维持。**公司23Q3-24Q1销量分别同比+5.3%/+4.8%/+5.3%，表现优于行业平均水平，我们认为公司销量端alpha表现有望延续。利润端来看，一方面我们预计公司吨价仍将延续增长势头，另一方面综合考虑成本优化与Q2公司新产能投产折旧情况，我们预计公司盈利效率有望维持。
- **确立新一代全国品牌，关注结构性增量。**公司今年确立重庆啤酒为下一代全国性品牌，我们认为公司在打造餐饮消费场景与产品动销结合方面有丰富经验，有望依托乌苏啤酒的成功经验实现全国化增长。此外，我们认为高端化行至中场，新一代全国品牌所在的8-10元价格带有望接力10元以上价格带实现较好增长。
- **盈利预测及投资建议：**维持24-26年营业收入157.90/167.98/175.93亿元的预测，维持24-26年EPS分别为3.05/3.30/3.56元的预测，对应7月1日收盘价60.19元/股，PE分别为20/18/17倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**消费复苏不及预期，原材料价格波动，行业竞争加剧等。

表 重庆啤酒盈利预测情况

| 财务摘要       | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 14,039 | 14,815 | 15,790 | 16,798 | 17,593 |
| YoY (%)    | 7.0%   | 5.5%   | 6.6%   | 6.4%   | 4.7%   |
| 归母净利润（百万元） | 1,264  | 1,337  | 1,478  | 1,596  | 1,721  |
| YoY (%)    | 8.3%   | 5.8%   | 10.6%  | 8.0%   | 7.8%   |
| 毛利率 (%)    | 50.5%  | 49.1%  | 49.2%  | 49.3%  | 49.3%  |
| 每股收益（元）    | 2.61   | 2.76   | 3.05   | 3.30   | 3.56   |
| ROE        | 61.5%  | 62.5%  | 65.3%  | 41.4%  | 30.8%  |
| 市盈率        | 23.06  | 21.81  | 19.71  | 18.25  | 16.92  |

## 2.3 乳制品：重点关注乳业业绩&信心底部布局时机

- **当前在什么位置：**乳制品（中信）PE14.68倍，处于3/5/10年历史分位最底部。
- **为什么看好：**根据农村农业部数据，6月20日生鲜乳价格3.29元/公斤，环比持平，同比-13.6%，结合历史数据，目前生鲜乳价格呈现单边下行趋势，但从①当前生鲜乳价格低于2015-2018年四次历史底部价格，我们认为价格下行空间十分有限；②本轮生鲜乳价格连续20个月下行，从大周期价格下行时长角度已经接近底部；③根据行业公斤奶售价与国家奶牛产业技术体系检测的公斤奶生产成本测算23年行业成乳牛单头毛利仅为个位数，我们判断进入24年中小牧场更加难以维持生产经营。供给端加速出清，倒逼产量自24年3月开始连续3个月同比中高个位数下滑，结合下半年旺季需求修复逻辑，供需有望逐渐迎来平衡。
- **板块投资逻辑：**春节后下游需求持续较淡，市场对于供给消化影响Q2收入业绩甚至全年目标达成存在恐慌性悲观预期。本轮情绪面悲观预期释放后，建议关注当前乳业业绩&信心底部布局时机，推荐关注伊利、蒙牛、新乳业、飞鹤、妙可、澳优等公司。
- **市场担忧：**
  - 需求持续疲软拉长供给出清时间，修复拐点晚于市场预期；
  - 报表端减值风险加大；
  - 悲观预期全年收入业绩下滑，影响高分红红利品种属性。



数据来源：农村农业部，华西证券研究所整理

## 2.3.1 伊利股份：红利风格代表性标的，持有属性突出

- **公司逻辑：**
  - ① 乳业双寡头竞争格局中的龙一企业，23年股利支付率73.3%，股息率4.7%左右，红利风格代表性标的。
  - ② 积极开拓海外市场，根据公司年报东南亚、中东及北非等国家乳品消费规模不断扩大，公司海外业务盈利能力持续提升。
  - ③ 高效供应链管理模式下，净利率水平行业内领先，展望长期销售和管理费用率有继续下行空间，盈利能力持续提升。
- **投资建议：**高股息标的切合当前市场投资的红利风格，股价已经下跌至前低位置，我们认为抗风险能力相对较强，持有属性突出。维持盈利预测24-26年收入分别1300/1339/1379亿元，EPS分别1.99/1.89/1.99元，2024年7月4日收盘价25.61元对应24年PE13倍，维持“买入”评级
- **风险提示：**原奶成本压力；经济下行导致需求减弱；行业竞争加剧；食品安全问题等。

| 财务摘要       | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 123,171 | 126,179 | 130,009 | 133,876 | 137,934 |
| YoY (%)    | 11.4%   | 2.4%    | 3.0%    | 3.0%    | 3.0%    |
| 归母净利润（百万元） | 9,431   | 10,429  | 12,692  | 12,052  | 12,685  |
| YoY (%)    | 8.3%    | 10.6%   | 21.7%   | -5.0%   | 5.3%    |
| 毛利率 (%)    | 32.3%   | 32.6%   | 32.7%   | 33.0%   | 33.2%   |
| 每股收益（元）    | 1.48    | 1.64    | 1.99    | 1.89    | 1.99    |
| ROE        | 18.8%   | 19.5%   | 22.5%   | 21.2%   | 22.5%   |
| 市盈率        | 17      | 16      | 13      | 14      | 13      |

## 2.3.2 蒙牛乳业：悲观预期有望释放，关注当前低估值投资机会

### • 公司逻辑：

- ① 估值和业绩今年有望底部。
- ② 20-22年固定资产投资的相对高峰期已过，23年起CAPEX会逐步下降，自由现金流增加后有望逐年提升分红（23年股利支付率提升至40%）。
- ③ 供应链管理和组织效能存在提升空间，我们认为剔除短期上游供给过剩导致的以消化库存为导向的促销费用提升影响，长期品牌费用投放有望聚焦，展望长期销售和管理费用率有继续下行空间，盈利能力持续提升。

- **投资建议：**由于春节后需求持续平淡，且乳品企业有消化上游供给的压力，加之3月公司管理层更换，我们下调全年盈利预测。同时，我们认为应当关注预期调整和上半年的悲观情绪释放后，对下半年需求向好期待的逻辑下，当前低估值的投资机会。24-26年收入由1020/1063/1105亿元下调至967/1028/1079亿元，归母净利由54/60/67亿元下调至47/56/70亿元，EPS由1.38/1.54/1.70元下调至1.21/1.43/1.77元，2024年7月4日收盘价14.64元人民币（港元汇率0.9129）24年对应PE估值11倍，维持买入评级

- **风险提示：**新生儿人口数量持续下降风险；食品安全风险；原奶价格变动风险；行业内竞争激烈带来的风险等

| 财务摘要       | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E   | 2026E   |
|------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 92,593 | 98,624 | 96,680 | 102,804 | 107,883 |
| YoY (%)    | 5.05%  | 6.51%  | -1.97% | 6.33%   | 4.94%   |
| 归母净利润（百万元） | 5,303  | 4,809  | 4,748  | 5,644   | 6,963   |
| YoY (%)    | 5.52%  | -9.31% | -1.28% | 18.88%  | 23.37%  |
| 毛利率 (%)    | 35.30% | 37.15% | 38.55% | 39.00%  | 39.00%  |
| 每股收益（元）    | 1.34   | 1.22   | 1.21   | 1.43    | 1.77    |
| ROE        | 0.13   | 0.11   | 0.10   | 0.11    | 0.13    |
| 市盈率        | 24     | 16     | 11     | 9       | 7       |

## 2.4 调味品：基础调味品稳中有进，复调小B增量可期

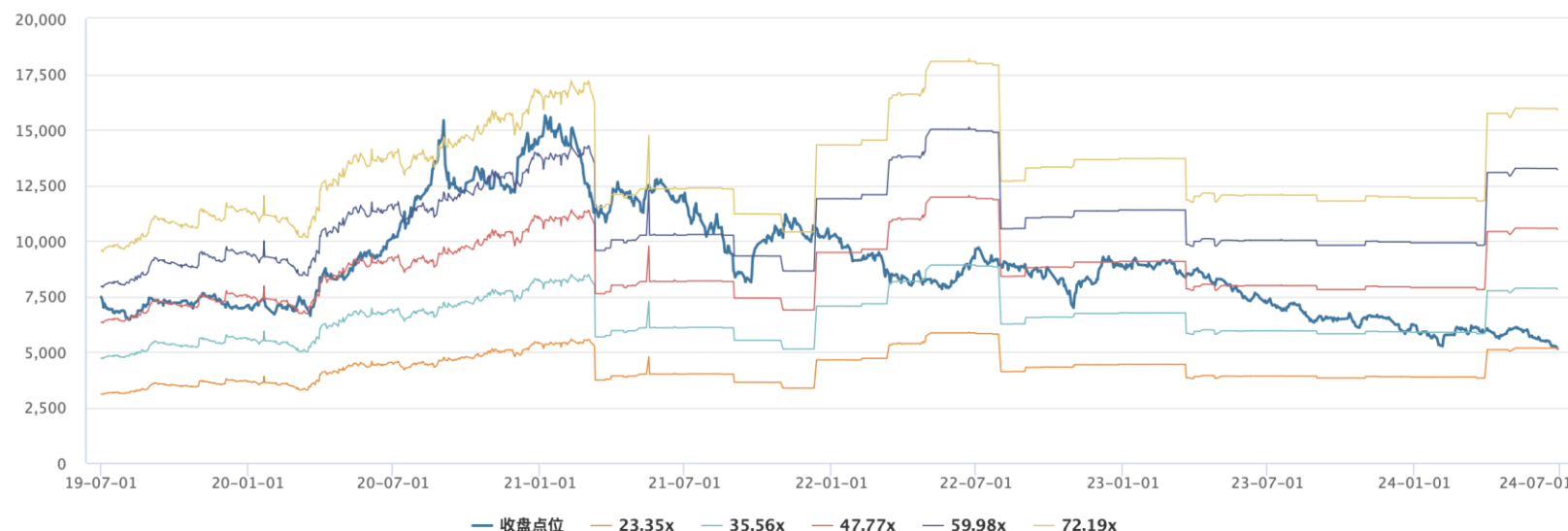
### ➤ 当前在什么位置：

- 当前调味品估值处于近五年最低位。2023年调味品整体表现较为平淡，复苏不及预期，2024年上半年延续平淡趋势，行业估值进一步下杀，目前调味品行业估值23.35X PE (TTM)，较2024年年初回落38%，五年维度来看处于20%分位以下的行业最低位，目前估值具备一定的安全垫。
- 机构持仓相对低位。2023年以来公募基金调味品行业持仓一直处于相对低位。

### ➤ 市场的担忧：

- 需求未能如期恢复。
- 行业增速放缓。
- 核心标的改革效果不及预期。

调味品行业估值处历史低位

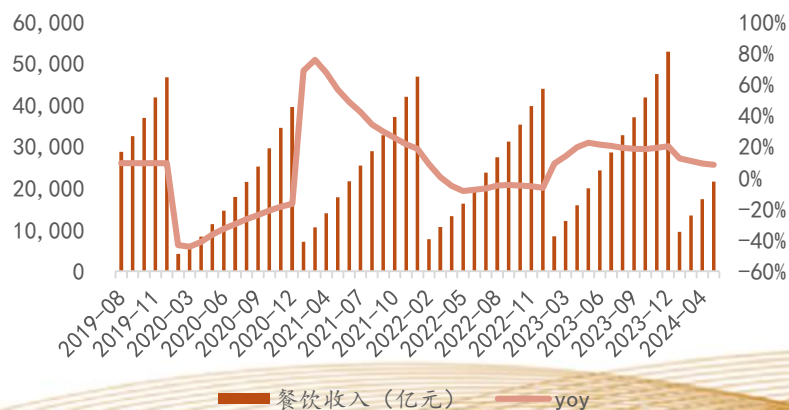


## 2.4.1 基础调味品：需求平稳，重视个股改革机遇

➤ 下半年经营好转是主线，看好景气度回升：

- **餐饮增长**：1-5月餐饮行业整体增长8.4%，餐饮增长的韧性较强，有望延续恢复性增长趋势，带动调味品需求增加。
- **零添加&高鲜产品增速高，升级趋势延续**：受益于前期消费者教育，24年零添加的认可度和需求量仍有望进一步提升，同时高鲜品类继续维持高热度，行业结构升级趋势延续。
- **进入库存去化周期**：我们认为高库存压力已过，随着动销好转，库存有望持续去化。
- **多元化布局**：各企业积极探索成长性更佳的行业新赛道，积极在蚝油、复调、料酒等领域布局，丰富产品矩阵，提升抗风险能力。
- **成本红利延续**：核心原材料大豆、食用油、pet、瓦楞纸等价格持续下行，白糖价格上行，考虑酿造和采购周期，综合原材料成本下行趋势明确，H2有望延续成本下行趋势，增长弹性可期。
- **海天、中炬调整基本到位，为长期发展蓄力**：海天前期调整有效落地，24年开始进入新的五年发展周期；中炬组织、渠道调整到位，下半年开始全力布局业务发展。

餐饮行业规模&增速



黄豆价格下行（元/吨）



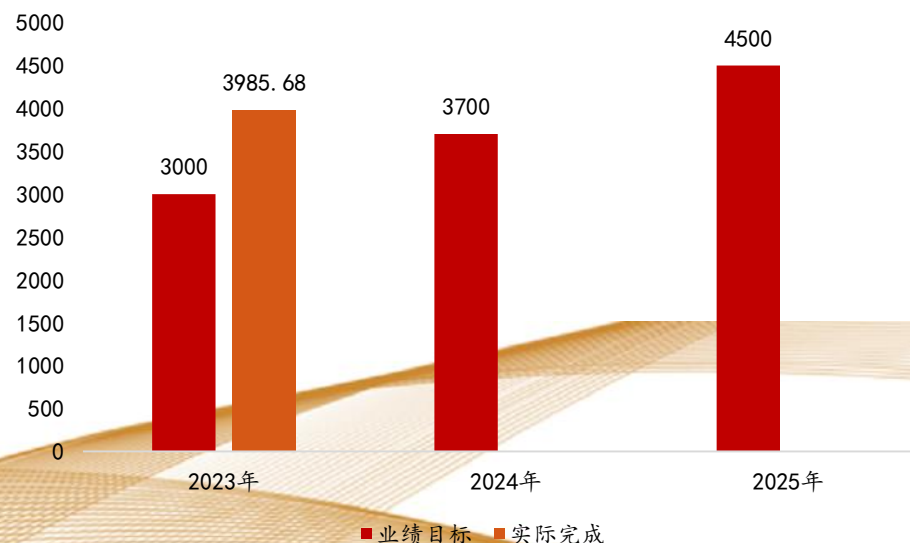
## 2.4.2 复合调味品：新品持续驱动，关注中小B渠道布局

- **淡季缺乏数据催化，小龙虾料表现值得期待。**从经营节奏上来看，Q2为复合调味品销售淡季，我们预计中报经营数据端或缺少催化。从细分品类来看，小龙虾料Q2销售旺盛，受益于今年小龙虾上市早、价格低等因素，我们预计小龙虾料有望实现较好销售增长。
- **新品持续驱动，关注中小B渠道布局。**产品端来看，头部企业通过新食材、新口味、无添加等手段进行产品创新，以新SKU驱动丰富产品矩阵；渠道端则重视B端（特别是中小B端）拓展，其中天味食品并购线上中小B渠道细分龙头食萃较为典型。我们认为中小B渠道渗透率有待提升，其创造增量值得关注。
- **关注行业龙头投资机会。**我们认为复调行业处在行业份额头部集中的阶段，推荐关注行业龙头标的，包括具备高股息投资机会的颐海国际、并购食萃协同效应初显的天味食品。

图 颐海国际近期推出新品“雷山酸汤锅”推广活动



图 食萃2023-2025年净利润规划及实现情况（单位：万元）



资料来源：海底捞、公司公告、华西证券研究所

## 2.4.3 中炬高新：改革兑现，再造一个厨邦

- **组织调整到位，再造一个厨邦：**公司控股股东和管理层调整基本到位，进入国企新阶段，股权激励落地，人员稳定性和积极性将进一步提升，未来进一步聚焦调味品，长期规划再造一个厨邦，增长可期。
- **新战略顺利推进，管理效率提升可期：**公司新阶段推进业务流程再造、开展供应链及绩效优化，重点在营销管理改革上进行突破，推进治理结构改善。产品端，聚焦大单品厨邦酱油，推出新品减盐酱油，产品结构持续优化；渠道端，积极开拓餐饮渠道，提升餐饮渠道占比；区域端，开发北方弱势市场，提升公司区域覆盖面，随着一系列新举措落地，公司调味品业务有望持续增长，管理效率提升可期。
- **盈利预测：**我们维持公司24-26年营业收入分别为58.07/68.52/80.21亿元；24-26年EPS分别为1.01/1.28/1.58元；对应2024年7月5日21.42元的估值分别为21/17/14倍，维持买入评级。
- **风险提示：**市场开拓不及预期、行业竞争加剧

| 财务摘要       | 2022A   | 2023A  | 2024E  | 2025E | 2026E |
|------------|---------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 5,341   | 5,139  | 5,807  | 6,852 | 8,021 |
| YoY（%）     | 4.4%    | -3.8%  | 13.0%  | 18.0% | 17.1% |
| 归母净利润（百万元） | -592    | 1,697  | 793    | 1,004 | 1,245 |
| YoY（%）     | -179.8% | 386.5% | -53.3% | 26.6% | 24.0% |
| 毛利率（%）     | 31.7%   | 32.7%  | 34.7%  | 35.1% | 35.8% |
| 每股收益（元）    | -0.77   | 2.20   | 1.01   | 1.28  | 1.58  |
| ROE        | -19.7%  | 36.1%  | 14.7%  | 15.7% | 16.3% |
| 市盈率        | -27.88  | 9.73   | 21.21  | 16.75 | 13.51 |

## 2.4.4 颐海国际：关注高股息投资机会

- **经营逐步复苏，新品反响较好。**根据国家统计局数据，1-5月份餐饮行业服务零售额同比+8.4%，复苏势头良好，我们预计公司有望受益于此，经营端逐步复苏。此外，公司推出法式蒜蓉小龙虾、雷山酸汤锅等人气新品，反响较好。
- **现金充裕+分红率提升，关注高股息机会。**根据公司2023年年报，公司整体资产负债率为16%，账面现金及现金等价物23.09亿元，占资产总额三分之一以上，现金十分充裕。此外，公司前期投资产能已基本投产，根据2023年年报披露未来重大投资计划，我们预计无较大规模资本开支。公司2023年将派息率提升至90%，我们认为应关注其高股息投资机会。
- **盈利预测及投资建议：**维持24-26年营业收入70.26/78.66/86.58亿元的预测，维持24-26年EPS分别为0.93/1.02/1.13元的预测，对应7月1日收盘价13.1元/股，PE分别为13/12/11倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**消费复苏不及预期，原材料价格波动，行业竞争加剧等。

表 颐海国际盈利预测情况

| 财务摘要       | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 6147.01 | 6147.57 | 7026.18 | 7865.68 | 8657.87 |
| YoY (%)    | 3.44%   | 0.01%   | 14.29%  | 11.95%  | 10.07%  |
| 归母净利润(百万元) | 741.99  | 852.70  | 960.01  | 1062.31 | 1173.36 |
| YoY (%)    | -3.16%  | 14.92%  | 12.58%  | 10.66%  | 10.45%  |
| 毛利率 (%)    | 30.16%  | 31.58%  | 32.03%  | 32.28%  | 32.28%  |
| 每股收益 (元)   | 0.76    | 0.88    | 0.93    | 1.02    | 1.13    |
| ROE        | 0.17    | 0.18    | 0.19    | 0.17    | 0.16    |
| 市盈率        | 33.54   | 13.04   | 13.01   | 11.76   | 10.65   |

## 2.5 休闲食品：零食高景气延续，重视弹性标的

### ➤ 当前在什么位置：

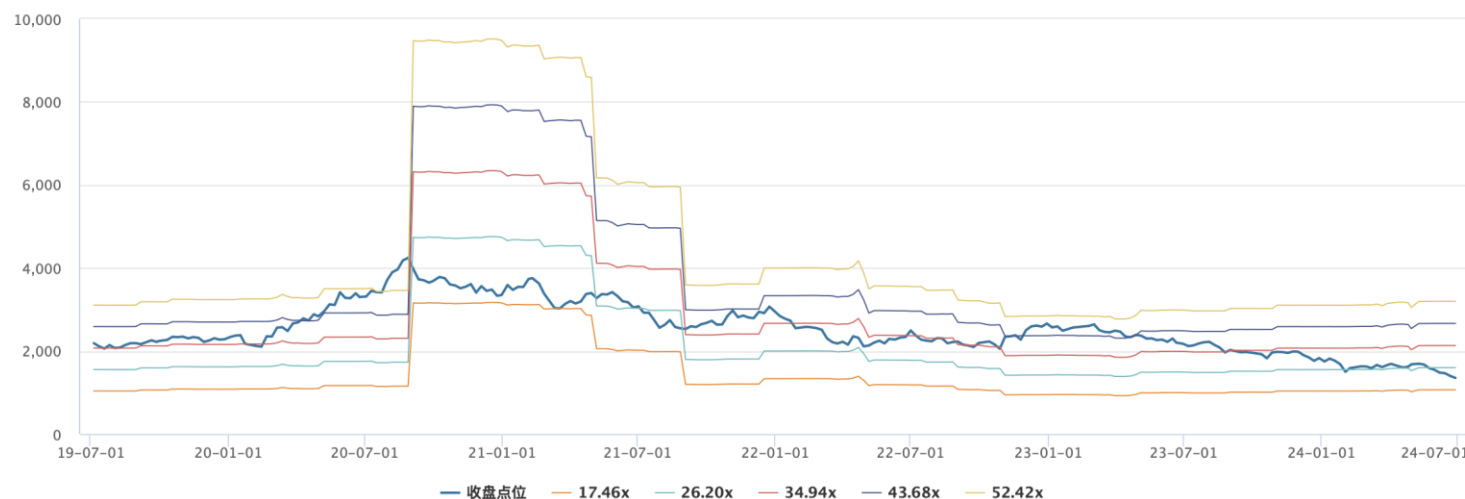
- 当前休闲食品估值处于**历史偏下位置**。一方面核心标的业绩提升，消化了估值压力，另一方面行业随着市场回调，估值整体回调，估值相对偏低。当前休闲食品指数估值22.16X PE(TTM)，仅较2023年年初回落28%，五年维度来看处于**20%分位偏下位置**。

### ➤ 机构持仓比例偏低。

休闲食品行业估值处历史中等分位

### ➤ 市场的担忧：

- 零食企业增长降速。
- 量贩渠道竞争加剧，倒逼上游企业降价。
- 需求恢复不及预期。

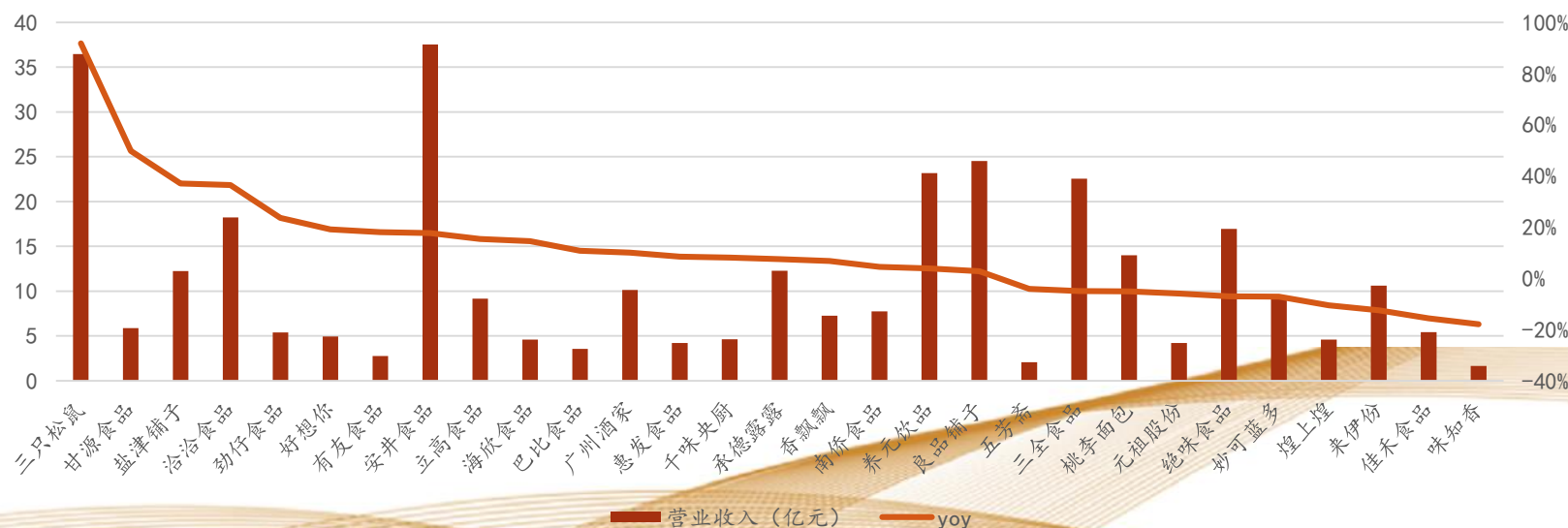


## 2.5.1 休闲食品：零食高景气，餐饮供应+卤制品短期承压

➤ 上半年零食延续高景气，餐饮供应链增长降速，卤味继续承压。

- **零食高景气兑现，延续业绩高增趋势：**24年零食量贩继续跑马圈地，兴趣电商蓬勃发展，传统渠道变革，推动零食板块持续高景气，多家公司延续高增趋势。
- **餐饮供应链因餐饮降速而承压：**24年餐饮虽然延续增长趋势，1-5月累计同增8.4%，但增长环比降速明显，倒逼餐饮供应链行业竞争加剧，增长承压。其中大B因高基数+竞争加剧表现更弱，小B需求稳步恢复。
- **卤制品弱复苏，同店待恢复：**24年卤制品继续承压，我们认为受消费力偏弱影响，核心标的同店较疫情前仍有较大差距，同店待恢复。

各公司24Q1收入情况



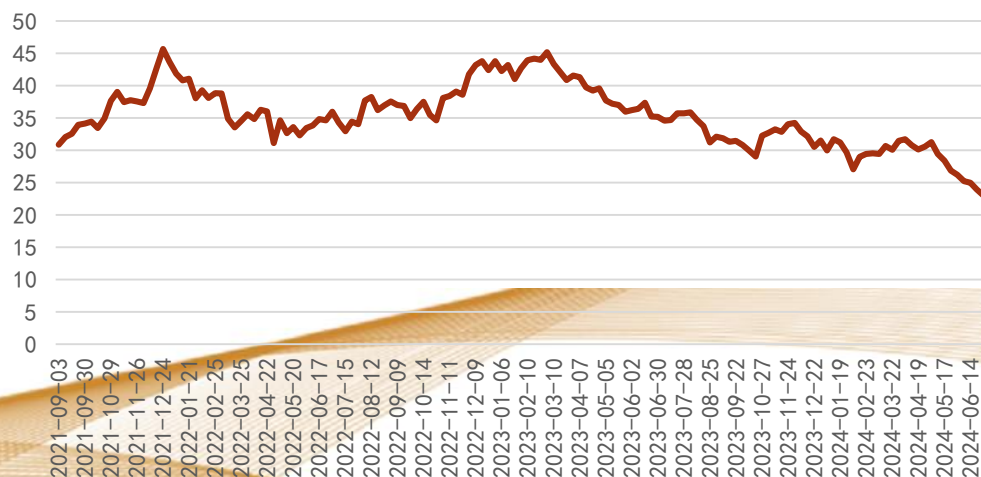
## 2.5.2 零食：景气度延续，板块成长性较优

- **量贩继续跑马圈地+抖音加速放量，新渠道红利可期：**24年零食量贩继续高歌猛进，鸣鸣很忙集团门店破万家，好想来门店破6000家，头部品牌继续跑马圈地，量贩渠道渗透率进一步提升，渠道成长性远高于零食行业和消费大盘，延续较高的行业景气度和红利。松鼠、盐津、卫龙等在抖音渠道均实现快速增长，成为公司和行业重要的增量，新渠道增量可期。
- **继续看好零食板块，估值底部重点推荐：**我们认为零食仍是24年业绩弹性大且确定性高的板块，一方面渠道变革大背景下给予拥抱变化的公司机遇，拥有适应渠道变化的大单品的公司更能抓住本轮渠道调整的机遇，另一方面成本改善和经营效率提升有望带来利润超预期。估值端来看，盐津、劲仔跌至年内20倍以内，洽洽跌至年内15倍以内，核心标的均跌至历史相对底部，估值抬升性价比进一步提升。
- **标的推荐：**首推盐津，多品类、全渠道战略下业绩确定性高，量贩、抖音、山姆、盒马等新渠道增量可期；劲仔大单品逻辑延续，继续重点推荐。

鸣鸣很忙集团门店破万家



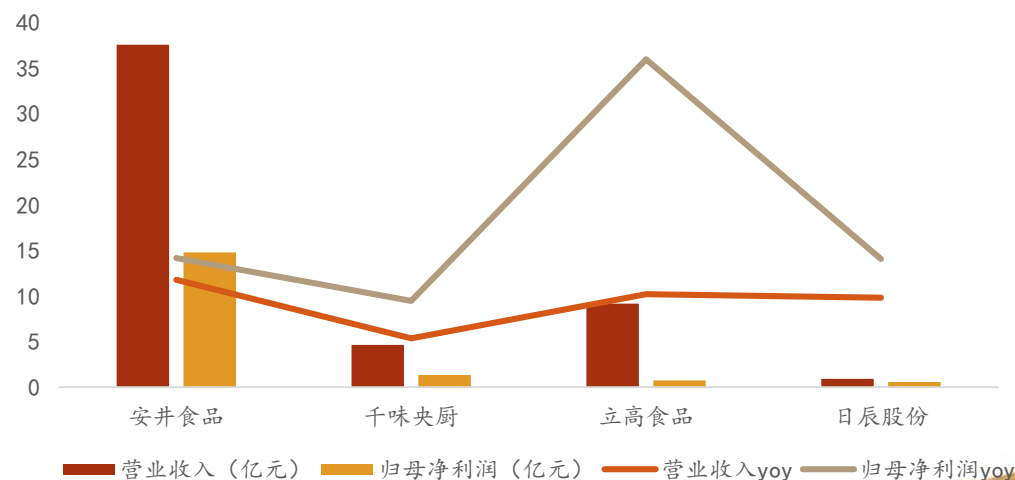
零食行业估值处近三年低位



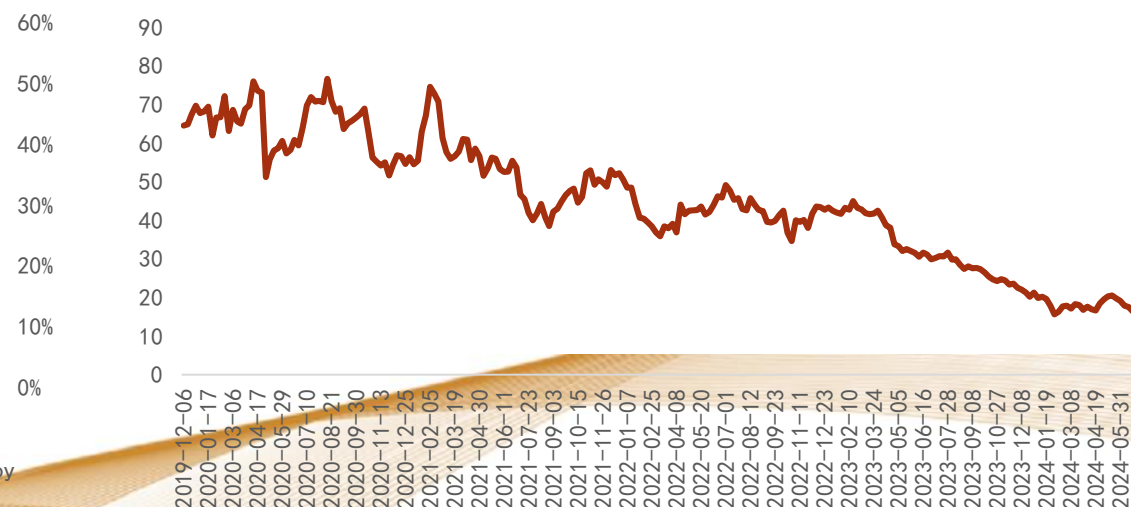
## 2.5.3 餐饮供应链：高基数下增长承压，关注超跌反弹机会

- 高基数下短期承压，关注超跌反弹机会：**24年餐饮供应链标的表现偏弱，一方面餐饮需求相对偏弱，餐饮主掌握话语权，行业竞争加剧；另一方面去年较高的基数也使得核心标的短期增长承压，但各家公司也在积极寻求突破，寻求增量。安井重点布局区域爆品，发挥规模效应，打造大单品火山石烤肠，同时积极布局预制菜行业，实现平稳增长。千味大B开拓区域连锁餐饮，小B快速增长，大客户影响进一步减弱。市场担忧基本面，核心标的回落较多，但市场担忧基本在股价中均有所反映，安井、千味跌至上市以来估值底部区域，建议关注超跌反弹机会。
- 标的推荐：**首推安井，速冻龙头企业，推进属地化转型。

核心标的Q1业绩



近五年速冻行业指数PE-TTM情况



## 2.5.4 盐津铺子：多品类+全渠道+全规格，紧抓行业红利快速成长

- **供应链优势强化，聚焦七大核心品类：**公司推进供应链转型升级，大力发展智能制造，整合上游延伸打造全产业链，持续提升生产制造效率。产品端，公司持续聚焦辣卤零食、深海零食、休闲烘焙、薯类零食、蒟蒻果冻布丁、蛋类零食以及果干坚果七大核心品类，升级产品力，全规格、全渠道布局，打造了大魔王魔芋爽、蛋皇鹌鹑蛋、薯片等大单品。
- **紧抓渠道变革红利，全渠道发展加速成长：**公司紧抓渠道发展机遇，在零食渠道多轮变革中及时反映，顺应渠道发展大趋势，在保持KA、AB类超市优势外，重点发展电商、零食量贩店、CVS、校园店等渠道，实现全渠道覆盖。公司积极布局近两年快速发展的零食量贩，与零食很忙、赵一鸣、零食有鸣深度合作；同时在抖音平台与主播种草引流，品牌影响力和渠道势能持续增强；新渠道持续突破，“蛋皇”进入山姆会员店，盐津铺子鱼豆腐、魔芋素毛肚进入盒马渠道。
- **盈利预测及估值：**参考最新投资者问答，我们调整公司收入24-26年52.30/64.75/78.74亿元的预测至52.97/63.80/76.55亿元，下调24-26年EPS 2.48/3.18/3.98元的预测至2.46/3.09/3.82元，对应2024年7月5日的收盘价42.23元/股，PE分别为17/14/11倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，渠道扩张不及预期，食品安全问题

| 财务摘要       | 2022A  | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 2,894  | 4,115 | 5,297 | 6,380 | 7,655 |
| YoY (%)    | 26.8%  | 42.2% | 28.7% | 20.4% | 20.0% |
| 归母净利润（百万元） | 301    | 506   | 676   | 848   | 1,047 |
| YoY (%)    | 100.0% | 67.8% | 33.6% | 25.5% | 23.5% |
| 毛利率 (%)    | 34.7%  | 33.5% | 33.3% | 33.1% | 33.5% |
| 每股收益（元）    | 1.59   | 2.64  | 2.46  | 3.09  | 3.82  |
| ROE        | 26.6%  | 35.0% | 31.8% | 28.5% | 26.1% |
| 市盈率        | 26.56  | 16.00 | 17.15 | 13.66 | 11.06 |

## 2.5.5 劲仔食品：大单品快速放量，渠道持续完善

- **鹤鹑蛋快速放量，目标成为10亿大单品：**23年大单品鹤鹑蛋快速起量，规模超3亿元。24年新产能投产后有望带来月销量的快速爬坡，鹤鹑蛋目前以KA、BC超的散称渠道为主，流通、量贩等渠道仍较大开发的空間，公司规划未来鹤鹑蛋将至少是10亿元体量级的大单品。
- **多渠道发力，持续完善渠道结构：**公司21年开始推进渠道战略升级，从以小包装和流通渠道为主的渠道格局升级为KA、BC、散称、CVS、零食量贩和线上等多渠道布局，特别是借助大包装产品实现渠道扩张和品牌形象升级，多渠道成长潜力被进一步打开。
- **小鱼增长升级+成本弹性带来业绩增量：**小鱼作为公司第一大单品，与劲仔品牌深度绑定，有望随着小鱼市场规模提升而提升；一方面公司重点推广深海鳀鱼，推动小鱼的产品升级。成本端今年鳀鱼集中采购价格下降，鱼制品毛利率有望持续改善；鹤鹑蛋随着产能增加，毛利率有望提升。
- **盈利预测：**参考最新投资者问答，我们下调公司24-26年营业收入27.16/33.62/40.35亿元的预测至26.68/32.19/38.63亿元，下调24-26年EPS 0.65/0.84/1.03元的预测至0.64/0.81/0.99元，对应2024年7月5日12.51元/股收盘价，PE分别为20/16/13倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**鹤鹑蛋推广不及预期，行业竞争加剧。

| 财务摘要       | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 1,462 | 2,065 | 2,668 | 3,219 | 3,863 |
| YoY（%）     | 31.6% | 41.3% | 29.2% | 20.7% | 20.0% |
| 归母净利润（百万元） | 125   | 210   | 289   | 363   | 445   |
| YoY（%）     | 46.7% | 68.2% | 37.7% | 25.9% | 22.5% |
| 毛利率（%）     | 25.6% | 28.2% | 29.0% | 29.3% | 29.6% |
| 每股收益（元）    | 0.31  | 0.48  | 0.64  | 0.81  | 0.99  |
| ROE        | 12.9% | 16.0% | 18.3% | 18.7% | 18.7% |
| 市盈率        | 40.33 | 26.22 | 19.55 | 15.53 | 12.68 |

## 2.5.6 安井食品：属地化战略落地，估值底部反弹可期

- **全面推进属地化转型，收割区域市场：**参考投资者问答，公司将“销地产”“产地研”战略升级为属地化转型，研发适销对路的区域化爆品，挖掘属地化大单品发展机会，借助公司品牌、渠道优势收购区域市场，为公司发展补充动能。
- **冻品全渠道发力，持续打造爆品：**公司在积极推动渠道下沉、向低线市场延伸拓展的同时，深挖渠道潜力，“全面拥抱大B（特通客户）、全面拥抱新零售”。新老市场、线上线下共同发力，不断提升市场占有率。产品端升级锁鲜装、打造火山石烤肠、牛羊肉等新爆品，积极寻求业务增量。
- **盈利预测：**我们维持公司24-26年收入161.52/182.52/202.96亿元的预测；维持24-26年EPS 5.89/6.86/7.85元的预测；对应2024年7月5日73.01元的收盘价，PE分别为12/11/9倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**市场拓展不及预期，行业竞争加剧。

| 财务摘要       | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 12,183 | 14,045 | 16,152 | 18,252 | 20,296 |
| YoY (%)    | 31.4%  | 15.3%  | 15.0%  | 13.0%  | 11.2%  |
| 归母净利润（百万元） | 1,101  | 1,478  | 1,729  | 2,013  | 2,304  |
| YoY (%)    | 61.4%  | 34.2%  | 17.0%  | 16.4%  | 14.4%  |
| 毛利率 (%)    | 22.0%  | 23.2%  | 23.5%  | 23.6%  | 23.8%  |
| 每股收益（元）    | 3.89   | 5.04   | 5.89   | 6.86   | 7.85   |
| ROE        | 9.4%   | 11.7%  | 12.0%  | 12.3%  | 12.3%  |
| 市盈率        | 18.77  | 14.49  | 12.39  | 10.64  | 9.30   |

## 2.6 饮料：坚定看好板块龙头+全年目标确定性标的

- **当前在什么位置：**软饮料（申万）PE23.38倍，3/5/10年历史分位分别29.14%/48.63%/32.88%，处于历史中下水平。
- **为什么看好：**根据24年5月社零数据，饮料类消费在节假日出行热潮和国内旅游火热的题材下表现相对突出。我们认为需求导向下，必选饮料板块在疫情恢复以来在国内旅游热度下持续修复态势；渠道导向下，饮料低单价高周转的渠道运营模式，因渠道利润相对稳定并且现金流风险较小更受青睐，因此饮料板块表现在食饮整体中相对较好。
- **板块投资逻辑：**饮料龙头标的具备的单品推广能力+品牌在消费者心智占领能力+渠道完善的布局能力加深了龙头品牌口碑护城河。当下市场风格风险偏好较低，更加坚定看好大市值+高分红+全年确定性较强的龙头标的，如东鹏饮料等。
- **市场担忧：**饮料板块投资逻辑相对比较清晰，当前主要分为收入业绩增长稳定的高分红标的和品类龙头版图扩张且确定性较强的成长标的，无论哪种投资逻辑都集中在“龙头”中，因此在整体经济和消费板块贝塔属性较弱的背景下，当前龙头的估值分位已经处于合理水平，市场担忧受到资金面和板块风格流动的影响。

2024年5月份社会消费品零售总额主要数据

| 指 标             | 5月          |             | 1—5月        |             |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                 | 绝对量<br>(亿元) | 同比增长<br>(%) | 绝对量<br>(亿元) | 同比增长<br>(%) |
| 社会消费品零售总额       | 39211       | 3.7         | 195237      | 4.1         |
| 其中：除汽车以外的消费品零售额 | 35336       | 4.7         | 176707      | 4.4         |
| 其中：限额以上单位消费品零售额 | 14988       | 3.4         | 73858       | 4.0         |
| 其中：实物商品网上零售额    | -           | -           | 48280       | 11.5        |
| 按经营地分           |             |             |             |             |
| 城镇              | 34111       | 3.7         | 169418      | 4.0         |
| 乡村              | 5100        | 4.1         | 25819       | 4.7         |
| 按消费类型分          |             |             |             |             |
| 餐饮收入            | 4274        | 5.0         | 21634       | 8.4         |
| 其中：限额以上单位餐饮收入   | 1215        | 2.5         | 5858        | 5.9         |
| 商品零售            | 34937       | 3.6         | 173603      | 3.5         |
| 其中：限额以上单位商品零售   | 13773       | 3.5         | 68000       | 3.9         |
| 粮油、食品类          | 1615        | 9.3         | 8499        | 9.3         |
| <b>饮料类</b>      | <b>256</b>  | <b>6.5</b>  | <b>1260</b> | <b>6.5</b>  |
| 烟酒类             | 422         | 7.7         | 2550        | 11.0        |
| 服装、鞋帽、针纺织品类     | 1148        | 4.4         | 5856        | 2.0         |
| 化妆品类            | 406         | 18.7        | 1763        | 5.4         |
| 金银珠宝类           | 240         | -11.0       | 1458        | 0.9         |
| 日用品类            | 669         | 7.7         | 3197        | 2.7         |
| 体育、娱乐用品类        | 118         | 20.2        | 525         | 15.2        |
| 家用电器和音像器材类      | 743         | 12.9        | 3421        | 7.0         |
| 中西药品类           | 577         | 4.3         | 2914        | 4.4         |
| 文化办公用品类         | 294         | 4.3         | 1422        | -5.0        |
| 家具类             | 123         | 4.8         | 570         | 3.0         |
| 通讯器材类           | 610         | 16.6        | 2856        | 13.9        |
| 石油及制品类          | 2009        | 5.1         | 9937        | 4.0         |
| 汽车类             | 3875        | -4.4        | 18530       | 0.2         |
| 建筑及装潢材料类        | 124         | -4.5        | 631         | -0.4        |

注：

- 1.此表数据均为未扣除价格因素的名义增速。
- 2.此表中部分数据因四舍五入，存在总计与分项合计不等的情况。

## 2.6.1 东鹏饮料：主业维持稳定，积极培育第二增长曲线

### • 公司逻辑：

- ① 根据欧睿数据，19-23年中国功能饮料行业复合增速10%，是软饮料行业中增速最快的子赛道之一。同时，根据尼尔森数据，能量饮料销量份额第一、销售额份额第二（根据年报中尼尔森数据）龙头地位稳固。高增长行业 $\beta$ +龙头网点数量增加份额提升 $\alpha$ 主业有望维持稳定增长。
- ② 第二增长曲线布局能量饮料品类扩张，如电解质水、茶饮料和咖啡等，我们认为消费场景和消费人群的双重扩张，也是对品牌形象从“提神醒脑”到“提供能量”的延伸和转变。
- ③ 产能扩张未来运输成本有望下降+其他饮料规模效应贡献毛利率提升+未来销售管理费用率有望稳定，中长期展望净利率持续提升。
- **投资建议：**能量饮料龙头+功能属性品类成长属性，渠道和品牌延伸空间均可展望，我们认为24Q2有望延续高增长势头，关注公司第二曲线新品上市后的渠道反馈，以及公司渠道下沉+数字化布局进程。上调盈利预测，24-26年收入由141/172/207亿元上调至143/176/212亿元，归母净利由26/33/40亿元上调至27/33/41亿元，EPS由6.52/8.14/10.06元上调至6.63/8.35/10.28元，2024年7月4日收盘价204.45元对应24年PE31倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

| 财务摘要       | 2022A | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 8,505 | 11,263 | 14,324 | 17,559 | 21,174 |
| YoY (%)    | 21.9% | 32.4%  | 27.2%  | 22.6%  | 20.6%  |
| 归母净利润（百万元） | 1,441 | 2,040  | 2,654  | 3,340  | 4,114  |
| YoY (%)    | 20.8% | 41.6%  | 30.1%  | 25.8%  | 23.2%  |
| 毛利率 (%)    | 42.3% | 43.1%  | 43.1%  | 43.3%  | 43.3%  |
| 每股收益（元）    | 3.60  | 5.10   | 6.63   | 8.35   | 10.28  |
| ROE        | 28.4% | 32.3%  | 33.4%  | 33.2%  | 32.5%  |
| 市盈率        | 57    | 40     | 31     | 24     | 20     |

## 2.6.2 香飘飘：即饮铺货高预期，双轮渠道战略落地

- **即饮蓄势待发，未来两年有望规模翻倍：**公司上一轮果汁茶放量积累了即饮渠道运作经验，新周期储备了丰富的产品、渠道和管理人员，有望进入新一轮快速放量期。
- **冲泡稳健增长，布局泛冲泡领域：**冲泡是公司的基本盘，形成较强的品牌和渠道壁垒，未来两到三年预计仍有双位数增长，机会来自于渠道下沉+精细化运作+外部环境好转。正在试销升级产品如鲜和如咖等一系列泛冲泡产品，持续在泛冲泡领域产品创新。
- **盈利预测：**维持公司24-26年营业收入42.96/49.40/55.82亿元的预测，24-26年EPS 0.86/1.09/1.32元，对应2024年7月5日13.20元的收盘价PE估值分别为15/12/10倍，维持买入评级。
- **风险提示：**市场开拓不及预期、行业竞争加剧

| 财务摘要       | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 3,128 | 3,625 | 4,296 | 4,940 | 5,582 |
| YoY（%）     | -9.8% | 15.9% | 18.5% | 15.0% | 13.0% |
| 归母净利润（百万元） | 214   | 280   | 354   | 448   | 544   |
| YoY（%）     | -3.9% | 31.0% | 26.4% | 26.3% | 21.4% |
| 毛利率（%）     | 33.8% | 37.5% | 38.0% | 38.3% | 38.7% |
| 每股收益（元）    | 0.52  | 0.68  | 0.86  | 1.09  | 1.32  |
| ROE        | 6.9%  | 8.4%  | 9.6%  | 10.8% | 11.6% |
| 市盈率        | 25.38 | 19.41 | 15.30 | 12.11 | 9.97  |

目录  
contents

## 03 风险提示

## 风险提示

- (1) **消费复苏不及预期：**当前消费复苏态势仍有待观察，或存在不及预期风险；
- (2) **行业竞争加剧：**消费品行业市场化程度较高，市场参与者之间竞争激烈，或存在竞争加剧超预期风险；
- (3) **原材料成本波动：**部分原材料价格受贸易政策、货币政策、外汇市场及农产品价格等多方面因素影响，或存在波动超预期风险。

**分析师承诺：** 作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

| 公司评级标准                         | 投资评级 | 说明                             |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%    |
|                                | 增持   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间   |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                | 减持   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间    |
|                                | 卖出   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%    |
| 行业评级标准                         |      |                                |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐   | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                | 回避   | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%  |

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

# 免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。