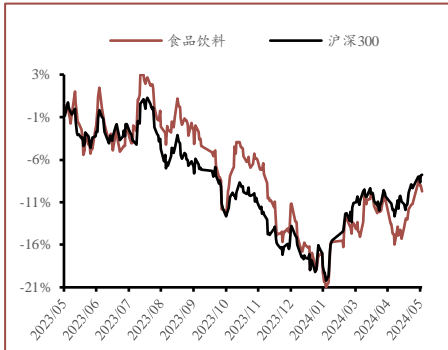


投资评级:看好(维持)

最近 12 月市场表现



分析师 吴文德

SAC 证书编号: S0160523090004  
wuw01@ctsec.com

分析师 李茵琦

SAC 证书编号: S0160523020001  
liyq03@ctsec.com

分析师 赵婕

SAC 证书编号: S0160523100002  
zhaojie@ctsec.com

分析师 任金星

SAC 证书编号: S0160524010001  
renjx@ctsec.com

#### 相关报告

1. 《24Q1 食品饮料基金持仓分析》  
2024-04-25

2. 《食品饮料 2024 年一季报前瞻》  
2024-03-26

3. 《否极泰来, 星辰大海——复合调味品行业报告》  
2024-03-13

## 行业韧性存, 政策预期起, 顺周期为先

### 核心观点

- ❖ **板块整体呈渐进式复苏态势, 报表韧性较强, 龙头红利特征持续加强。** 2023 年食品饮料行业营收同比增长 6.42%; 实现归母净利润同比增长 16.85%。其中白酒、软饮料实现更好收入增长, 肉制品下滑较明显; 利润端调味品、乳品、白酒、啤酒均有良好利润改善。24Q1 食饮板块营收同比+6.69%, 归母净利润同比+16.45%。白酒动销回暖程度超预期, 软饮料收入增速领先, 各板块盈利能力得到不同程度改善。从 2023 年和 24Q1 来看, 收入环比增速, 高基数下韧性凸显; 利润方面随着成本的改善, 弹性逐步释放。此外, 2023 年食品饮料板块现金分红率的平均数为 47.8%, 较 22 年提升 11.4pcts, 提升趋势明显, 龙头公司 ROE 和现金流优质, 股息率逐步提升至 3%+, 红利价值凸显, 且未来增速预期有双位数左右, 配置价值持续提升。
- ❖ **投资建议: 政策预期再起, 重视顺周期方向。** 近期政策和外部资金环境正逐步向着宽松积极的方向演绎, 随着财报季的落地, 食品饮料板块的配置性价值已经被重新定义, 板块边际配置价值正在持续提升我们认为二季度应该加大食品饮料行业的配置, 以顺周期方向为先, 一是配置性价值强的白酒板块, 二是预期较低的餐饮链(餐供和啤酒), 三是自下而上的标的选择(东鹏饮料、香飘飘、中炬高新、三只松鼠)。
- ❖ **白酒板块: 24Q1 头部酒企实现稳健开门红预期强, 24Q2 淡季批价是重点关注要素。** 估值角度来看, 白酒企业仍处于阶段性估值低点, 配置性价比凸显。后续 24Q2 来看, 批价或可维持稳步提升态势, 在总需求偏弱的背景下, 白酒抗风险能力较强, 配置价值强, 是顺周期下的首选板块。建议关注自身业绩稳定性强的贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘; 以及估值具有性价比的五粮液、泸州老窖。
- ❖ **大众品板块: 关注低预期的餐饮链, 同时自下而上精选个股。** 随着经济预期的持续抬升, 餐饮需求有望回暖, 带动产业链收入提速。1) 餐饮供应链直接受益, 量的逻辑有望持续强化, 当前股价已经隐含了下游价格战、压价等预期, 随着收入提升, 有望持续修复, 推荐安井食品、千味央厨, 关注立高食品、宝立食品、日辰股份; 2) 啤酒间接受益, 主要是餐饮场景恢复带动吨价提升, 行业β有望强化, 重点关注青岛啤酒(5月金股)和燕京啤酒, 关注重庆啤酒。3) 除餐饮链外, 自下而上, 维持饮料(东鹏饮料、香飘飘)、中炬高新、三只松鼠的推荐。
- ❖ **风险提示: 原材料成本波动、行业竞争加剧、食品安全问题。**

## 内容目录

1	行业总览：板块整体呈渐进式复苏态势，龙头红利特征持续加强.....	5
1.1	行业修复回暖，板块节奏有所分化.....	5
1.2	24Q1 板块持仓比例及超配比例环比上升.....	6
1.3	分红率持续提升，部分行业现金流充沛.....	9
2	白酒：强者恒强，分化延续.....	10
2.1	收入端：高端酒保持稳健，次高端承压分化，地产酒景气延续.....	10
2.1.1	高端酒：韧性凸显，目标稳健.....	15
2.1.2	次高端白酒：延续承压分化，汾酒一枝独秀.....	16
2.1.3	地产酒：苏皖景气延续，不乏亮眼个股.....	17
2.2	利润端：费控持续优化，盈利能力有所分化.....	18
2.2.1	毛销差：整体平稳，徽酒表现较优.....	19
2.2.2	管理费率：费控优化持续凸显.....	20
2.2.3	利润增速：利润分化加剧，地产酒整体表现突出.....	20
3	啤酒：24Q1 基数影响量增乏力，高端化节奏持续推进，成本有所改善.....	22
4	软饮料：板块边际变化积极，旺季可期.....	25
5	调味品：基础调味品 Q1 环比改善，复合调味品 B 端优于 C 端.....	28
5.1	基础调味品：餐饮需求复苏确定，边际改善有望更进一步.....	29
5.2	复合调味品：行业格局优化改善，小 B 端业绩弹性可期待.....	30
6	速冻食品：2024Q1 边际好转，头部公司盈利能力稳定.....	33
7	休闲食品：渠道风口+公司内部提升，预计 2024 年仍是高增赛道.....	36
8	投资建议：政策预期再起，重视顺周期方向.....	39

## 图表目录

图 1.	食品饮料营收变动情况（亿元）.....	5
图 2.	食品饮料归母净利润变动情况（亿元）.....	5
图 3.	食品饮料单季度营收变动情况（亿元）.....	6
图 4.	食品饮料单季度归母净利润变动情况（亿元）.....	6
图 5.	各子板块营收变动情况.....	6
图 6.	各子板块归母净利润变动情况.....	6

图 7. 食品饮料板块 24Q1 基金重仓持仓比例仍居各行业第一.....	7
图 8. 食品饮料板块基金持仓变化.....	7
图 9. 白酒板块基金持仓变化.....	8
图 10. 大众品板块基金持仓变化.....	8
图 11. 白酒子版块单季收入增速(%).....	12
图 12. 白酒子版块季度累计收入增速(%).....	12
图 13. 白酒行业收入增速、订单额增速及收现增速对比.....	13
图 14. 高端酒收入增速、订单额增速及收现增速对比.....	13
图 15. 次高端酒收入增速、订单额增速及收现增速对比.....	13
图 16. 地产酒收入增速、订单额增速及收现增速对比.....	13
图 17. 2023 年白酒个股毛销差变动(pct).....	19
图 18. 24Q1 白酒个股毛销差变动(pct).....	19
图 19. 啤酒行业单季营收变动情况.....	22
图 20. 啤酒行业单季归母净利润变动情况.....	22
图 21. 啤酒行业主要公司吨价变化情况 (元/吨).....	22
图 22. 啤酒行业主要公司毛利率变化情况 (%).....	22
图 23. 进口大麦价格变化.....	23
图 24. 啤酒主要公司经营指标对比.....	25
图 25. 软饮料行业单季营收变动情况.....	26
图 26. 软饮料行业单季归母净利润变动情况.....	26
图 27. CS 调味品行业营收变动情况.....	28
图 28. CS 调味品行业归母净利润变动情况.....	28
图 29. 速冻食品板块营收变动情况.....	33
图 30. 速冻食品板块归母净利润变动情况.....	33
图 31. 主要速冻食品公司 2022-2024Q1 营收增速 (%).....	34
图 32. 主要速冻食品公司 2022-2024Q1 净利率 (%).....	34
图 33. 休闲食品板块营收变动情况.....	36
图 34. 休闲食品板块归母净利润变动情况.....	36
图 35. 主要休闲食品公司 2022-2024Q1 营收增速 (%).....	36
图 36. 主要休闲食品公司 2022-2024Q1 净利率 (%).....	36
表 1. 分子板块基金重仓持仓比例.....	8
表 2. 分子板块基金重仓超配比例.....	8

表 3. 食品饮料板块公司分红率及股息率持续提升.....	9
表 4. 2023 年食品饮料板块 ROE 触底回升 (%) .....	10
表 5. 2023 年乳制品、速冻食品期末现金及现金等价物/期末市值表现突出.....	10
表 6. 白酒板块公司 2019-2023 收入及归母净利润增速情况 .....	11
表 7. 白酒板块公司 2023Q1-2024Q1 单季收入及归母净利润增速情况 .....	12
表 8. 白酒子板块单季收入增速情况.....	14
表 9. 白酒子板块单季度收现增速情况.....	14
表 10. 高端酒公司点评.....	15
表 11. 次高端酒公司点评.....	16
表 12. 地产酒公司点评.....	18
表 13. 白酒子板块单季收入增速情况 (%) .....	18
表 14. 白酒子板块单季毛利率同比变动情况 (pct) .....	19
表 15. 白酒子板块单季销售费用率同比变动情况 (pct) .....	19
表 16. 白酒子板块单季毛销差同比变动情况 (pct) .....	20
表 17. 白酒子板块单季管理用率同比变动 (pct) .....	20
表 18. 白酒子板块归母净利增速情况 (%) .....	20
表 19. 白酒子板块扣非归母净利增速情况 (%) .....	20
表 20. 白酒子板块扣非净利增速-收入增速(pct) .....	21
表 21. 白酒上市公司 23Q4&24Q1 业绩概览 .....	21
表 22. 主要软饮料公司财务情况.....	28
表 23. 基础调味品主要公司经营指标对比.....	30
表 24. 复合调味品主要公司经营指标对比.....	33
表 25. 速冻食品主要公司毛利率和净利率 (%) .....	35
表 26. 休闲食品板块主要公司毛利率和净利率 (%) .....	38

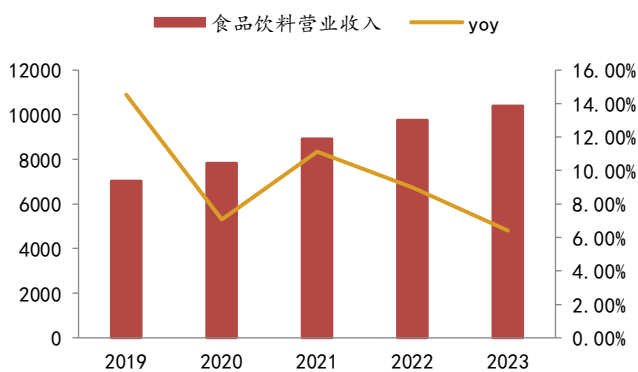
# 1 行业总览：板块整体呈渐进式复苏态势，龙头红利特征持续加强

## 1.1 行业修复回暖，板块节奏有所分化

2023年，白酒、软饮料收入增幅领先，调味品、乳品利润改善显著。2023年食品饮料行业实现营收10396亿元，同比增长6.42%；实现归母净利润2048亿元，同比增长16.85%。分板块看，2023年白酒/啤酒/软饮料/肉制品/调味发酵品/乳品/食品综合分别实现营业收入4093/695/341/1125/613/1902/1482亿元，同比+15.52%/+6.16%/+14.82%/-7.23%/+0.49%/+1.03%/+2.95%，其中白酒、软饮料实现更好收入增长，肉制品下滑较明显；实现归母净利润1550/68/48/32/92/126/120亿元，同比+18.84%/+16.94%/+8.35%/-50.95%/+29.26%/+20.79%/+11.59%，调味品、乳品、白酒、啤酒均有良好利润改善。

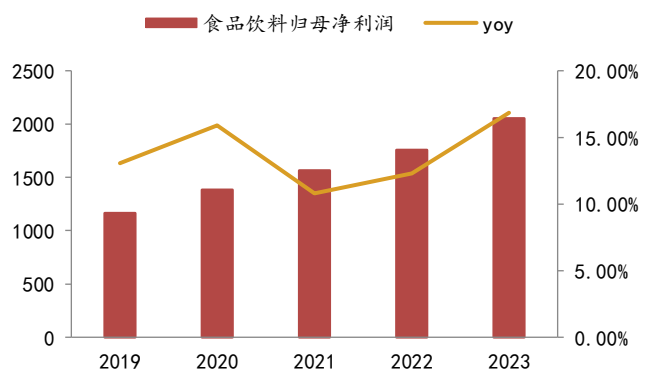
24Q1白酒软饮料收入增速领先，各板块盈利能力得到不同程度改善。24Q1行业实现营收3,150亿元，同比+6.69%；实现归母净利润815亿元，同比+16.45%。分板块来看，2024Q1白酒/啤酒/软饮料/肉制品/调味发酵品/乳品/食品综合分别实现营业收入1502/194/104/264/172/479/396亿元，同比+14.87%/-0.78%/+13.16%/-9.03%/+6.79%/-3.95%/+7.24%，收入端来看，白酒、软饮料仍延续2023年增长趋势，调味品表现亦较好；实现归母净利润619/23/21/13/29/63/40亿元，同比+15.81%/+16.27%/+26.68%/-22.75%/+20.44%/+56.13%/+1.94%，乳品盈利能力改善显著，软饮料趋势强，调味品盈利能力伴随收入增长实现更好表现。

图1.食品饮料营收变动情况（亿元）



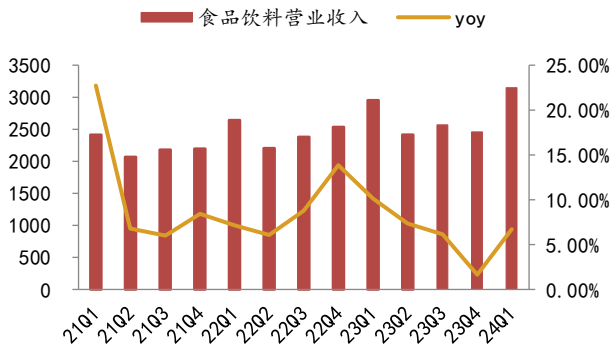
数据来源：Wind，财通证券研究所

图2.食品饮料归母净利润变动情况（亿元）



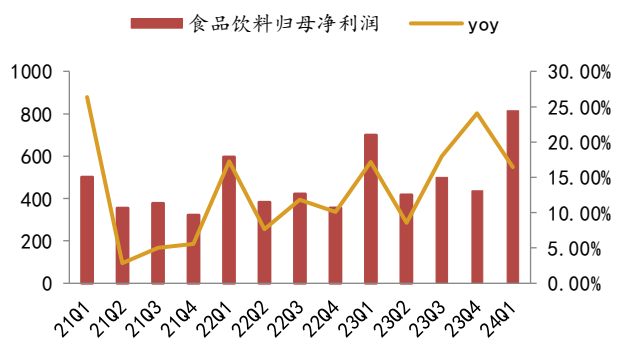
数据来源：Wind，财通证券研究所

图3.食品饮料单季度营收变动情况(亿元)



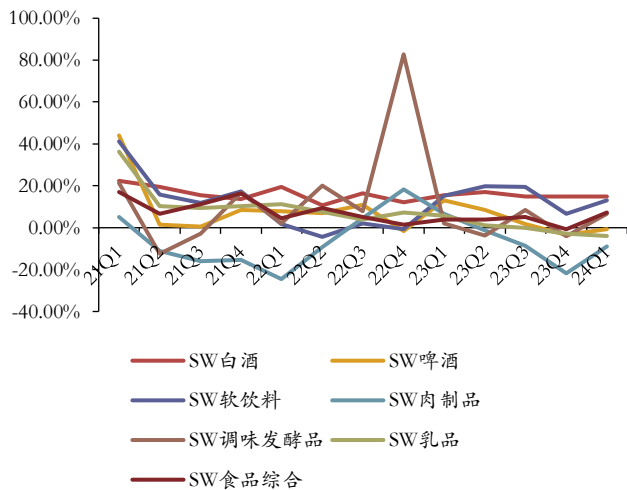
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图4.食品饮料单季度归母净利润变动情况(亿元)



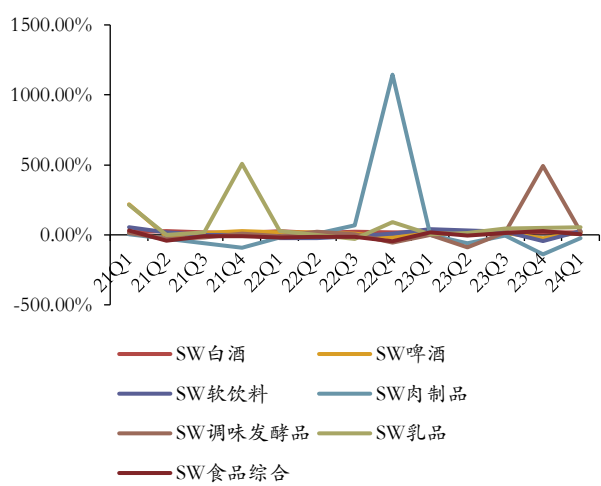
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图5.各子板块营收变动情况



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图6.各子板块归母净利润变动情况

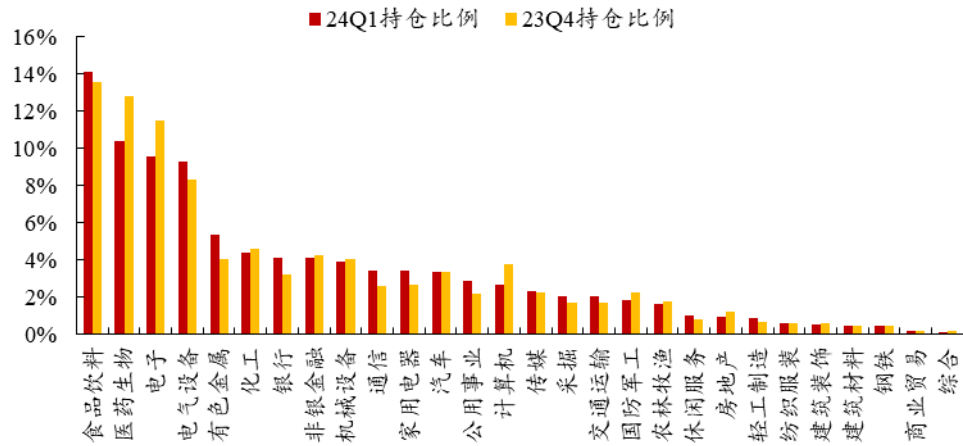


数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 1.2 24Q1 板块持仓比例及超配比例环比上升

24Q1 食品饮料板块迎来增配,基金重仓股持仓比例环比23Q4上升0.49pct。24Q1季末基金食品饮料板块重仓持股比例为14.14% (食品饮料重仓持股市值/基金重仓持股总市值),较23Q4上升0.49pct。23Q1-24Q1公募基金食品饮料重仓比例分别为15.60%、12.90%、14.00%、13.65%、14.14%。横向对比看,板块重仓比例仍居行业第一。

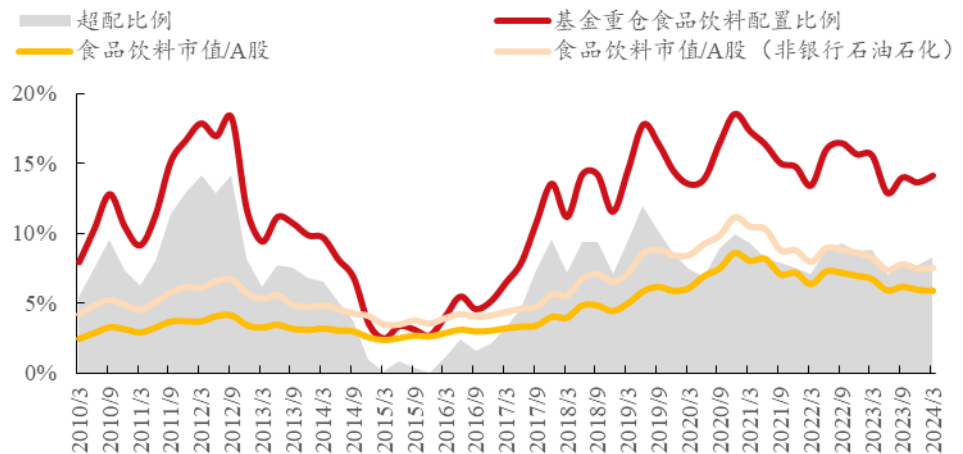
图7.食品饮料板块 24Q1 基金重仓持仓比例仍居各行业第一



注：行业分类采用 SW 一级行业  
数据来源：Wind、财通证券研究所

**24Q1 食品饮料板块超配增加，基金重仓股超配比例环比 23Q4 上升 0.55pct。**24Q1 季末食品饮料市值占 A 股比重为 5.91%（剔除银行石油石化市值比重为 7.53%），食品饮料板块继续处于超配状态，超配 8.22pct，超配比例环比上升 0.55pct。24Q1 边际增仓较为显著，24Q1 消费需求在市场普遍悲观预期下韧性凸显，其中白酒作为食饮核心板块在元春旺季动销表现好于预期，食品饮料在市场预期修复中重新获得市场增配。

图8.食品饮料板块基金持仓变化



数据来源：Wind、财通证券研究所

**24Q1 白酒边际增仓，大众品持仓环比微降。**24Q1 白酒持仓比例环比上升 0.63pct 至 12.54%，23Q1-24Q1 季末白酒持仓比例分别为 13.20%、10.76%、12.27%、11.91%、12.54%。24Q1 大众品持仓比例为 1.6%，环比微降 0.14pct，其中啤酒略有增仓，其余子板块持仓比例环比持平或微降。

表1.分子板块基金重仓持仓比例

	24Q1 环比	24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2
食品饮料	0.49 pct	14.14%	13.65%	14.00%	12.90%	15.60%	15.67%	16.47%	16.00%
白酒	0.63 pct	12.54%	11.91%	12.27%	10.76%	13.20%	13.14%	13.92%	13.62%
大众品	-0.14 pct	1.60%	1.74%	1.74%	2.14%	2.40%	2.53%	2.55%	2.38%
啤酒	0.06 pct	0.43%	0.37%	0.52%	0.69%	0.89%	0.79%	0.90%	0.67%
饮料乳品	0.00 pct	0.59%	0.59%	0.51%	0.62%	0.60%	0.72%	0.84%	0.93%
食品加工	-0.10 pct	0.24%	0.34%	0.29%	0.36%	0.35%	0.35%	0.36%	0.33%
休闲食品	-0.01 pct	0.14%	0.15%	0.14%	0.14%	0.17%	0.21%	0.15%	0.11%
调味发酵品	-0.03 pct	0.15%	0.18%	0.17%	0.19%	0.21%	0.27%	0.20%	0.24%

数据来源: Wind、财通证券研究所

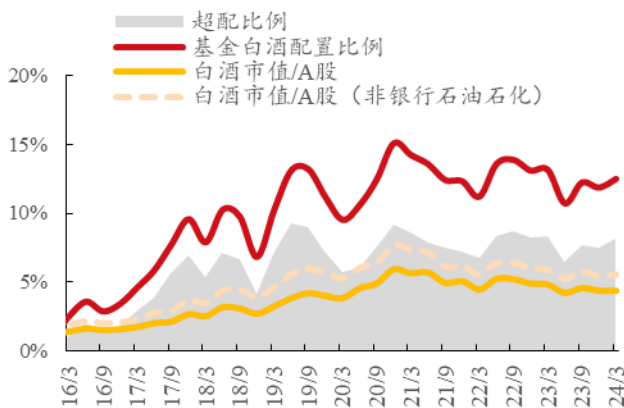
白酒基金超配比例环比上升,大众品超配比例微降。从超配比例来看,白酒24Q1超配比例环比上升0.63pct至8.15%,23Q1-24Q1季末白酒超配比例分别为8.34%、6.51%、7.67%、7.51%、8.51%;大众品24Q1超配比例环比下降0.08pct至0.08%,其中子板块有所分化,啤酒、饮料乳品处于超配状态,啤酒板块超配比例环比上升0.05pct至0.27%,饮料乳品超配比例环比持平,食品加工由超配变为低配状态。

表2.分子板块基金重仓超配比例

	24Q1 环比	24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2
食品饮料	0.55 pct	8.22%	7.67%	7.80%	6.95%	8.84%	8.68%	9.26%	8.70%
白酒	0.63 pct	8.15%	7.51%	7.67%	6.51%	8.34%	8.22%	8.68%	8.36%
大众品	-0.08 pct	0.08%	0.16%	0.13%	0.45%	0.50%	0.46%	0.58%	0.34%
啤酒	0.05 pct	0.27%	0.22%	0.34%	0.50%	0.66%	0.57%	0.68%	0.46%
饮料乳品	0.00 pct	0.13%	0.14%	0.06%	0.17%	0.14%	0.20%	0.34%	0.39%
食品加工	-0.08 pct	-0.04%	0.04%	-0.01%	0.07%	0.04%	0.01%	0.04%	0.01%
休闲食品	0.01 pct	-0.03%	-0.03%	-0.05%	-0.06%	-0.06%	-0.05%	-0.06%	-0.11%
调味发酵品	-0.02 pct	-0.25%	-0.23%	-0.23%	-0.26%	-0.35%	-0.35%	-0.44%	-0.43%

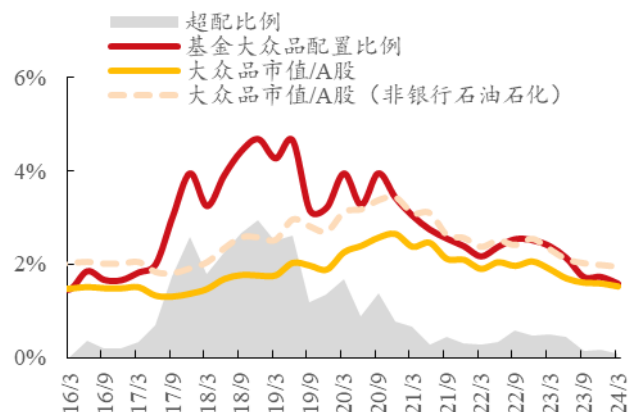
数据来源: Wind、财通证券研究所

图9.白酒板块基金持仓变化



数据来源: Wind、财通证券研究所

图10.大众品板块基金持仓变化



数据来源: Wind、财通证券研究所

### 1.3 分红率持续提升，部分行业现金流充沛

**分红率持续提升趋势明确。**2023 年食品饮料板块现金分红率的平均数为 47.8%，提升的趋势明显。其中速冻食品、非乳饮料、调味品分红率相对较高。**股息率:**2023 年食品饮料板块股息率平均数为 1.7，休闲食品、速冻食品、非乳饮料、白酒股息率相对占优。我们预计一方面企业分红意愿显著提升，同时估值回落助推股息率提升。

表3.食品饮料板块公司分红率及股息率持续提升

二级行业	分红比例(%)						股息率(%)					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2018	2019	2020	2021	2022	2023
白酒	39.5	35.3	35.7	37.0	41.1	<b>43.1</b>	1.0	1.1	1.1	1.3	1.6	<b>1.9</b>
啤酒	39.6	36.1	21.9	36.3	41.0	<b>40.6</b>	0.5	0.6	0.4	0.9	1.1	<b>1.4</b>
其他酒	23.2	20.1	22.8	20.5	23.0	<b>24.5</b>	0.7	0.7	0.9	0.8	0.6	<b>0.9</b>
调味品	55.2	38.3	39.0	33.5	30.5	<b>47.1</b>	1.8	1.4	1.2	1.0	1.3	<b>1.5</b>
其他食品	18.2	5.9	29.6	33.9	28.4	<b>34.0</b>	1.2	1.1	2.0	1.6	1.1	<b>1.4</b>
肉制品	21.2	36.0	34.8	33.9	35.7	<b>24.5</b>	1.1	1.1	2.0	1.2	1.6	<b>1.0</b>
速冻食品	20.7	22.0	33.9	30.0	28.3	<b>55.5</b>	0.5	0.5	1.5	1.6	1.8	<b>2.3</b>
休闲食品	35.3	44.1	33.5	46.0	48.2	<b>42.3</b>	1.3	2.2	2.6	2.1	2.1	<b>2.5</b>
非乳饮料	29.7	21.5	34.8	40.7	48.7	<b>54.7</b>	2.5	1.6	1.8	1.6	1.8	<b>2.3</b>
乳制品	15.1	17.0	28.4	25.8	26.2	<b>33.9</b>	0.5	0.7	1.2	1.1	1.0	<b>1.3</b>
食品饮料	<b>30.4</b>	<b>31.5</b>	<b>31.5</b>	<b>34.9</b>	<b>36.4</b>	<b>47.8</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>

数据来源: Wind, 财通证券研究所

从经营能力及现金流角度看，经营能力整体反弹，自由现金流相对充沛。2023 年食品饮料企业 ROE 达 21.5%，同比提升 1.7pct。其中白酒其他酒、乳制品、调味品及白酒同比改善较优。现金流角度来看，“现金及现金等价物/市值”指标亦有所提升，其中乳制品、速冻食品、休闲食品及非乳饮料现金流表现较优。

表4.2023 年食品饮料板块 ROE 触底回升 (%)

行业	2019	2020	2021	2022	2023
白酒	26.8	25.9	26.1	27.5	<b>29.3</b>
啤酒	6.8	9.0	11.0	11.5	<b>12.7</b>
非乳饮料	18.8	14.3	17.5	14.6	<b>14.7</b>
调味品	24.7	25.6	18.5	14.2	<b>16.6</b>
乳制品	15.7	12.8	14.9	12.4	<b>14.7</b>
其他酒	5.7	4.0	3.7	0.5	<b>5.4</b>
肉制品	22.0	23.9	12.1	16.4	<b>7.6</b>
其他食品	6.0	15.7	12.8	7.0	<b>8.7</b>
休闲食品	12.9	18.4	11.8	7.6	<b>9.3</b>
速冻食品	10.1	20.1	13.9	13.4	<b>11.6</b>
食品饮料	<b>20.5</b>	<b>21.2</b>	<b>20.1</b>	<b>19.8</b>	<b>21.5</b>

数据来源: Wind, 财通证券研究所

表5.2023 年乳制品、速冻食品期末现金及现金等价物/期末市值表现突出

行业	2019	2020	2021	2022	2023
白酒	8.5%	5.1%	6.5%	7.8%	<b>9.4%</b>
啤酒	17.7%	9.3%	6.8%	7.4%	<b>8.8%</b>
非乳饮料	10.1%	9.3%	5.0%	7.2%	<b>10.3%</b>
调味品	4.4%	2.4%	3.1%	2.8%	<b>6.0%</b>
乳制品	7.0%	5.7%	11.1%	14.1%	<b>21.7%</b>
其他酒	6.5%	3.8%	6.1%	7.2%	<b>8.9%</b>
肉制品	5.8%	7.5%	9.3%	9.3%	<b>6.9%</b>
其他食品	6.3%	4.9%	5.4%	8.8%	<b>7.8%</b>
休闲食品	5.6%	4.6%	5.3%	7.6%	<b>10.8%</b>
速冻食品	4.7%	2.8%	4.9%	7.7%	<b>16.5%</b>
食品饮料	<b>8.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>6.4%</b>	<b>7.7%</b>	<b>9.8%</b>

数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 2 白酒: 强者恒强, 分化延续

### 2.1 收入端: 高端酒保持稳健, 次高端承压分化, 地产酒景气延续

2023 年白酒板块弱复苏, 龙头酒企稳健增长。2023 年白酒板块营业收入同比增长 16.39%, 归母净利润同比增长 18.48%。在居民消费需求承压环境下, 2023 年行业收入增速较 2022 年小幅回落, 但整体增长趋势仍然稳健。

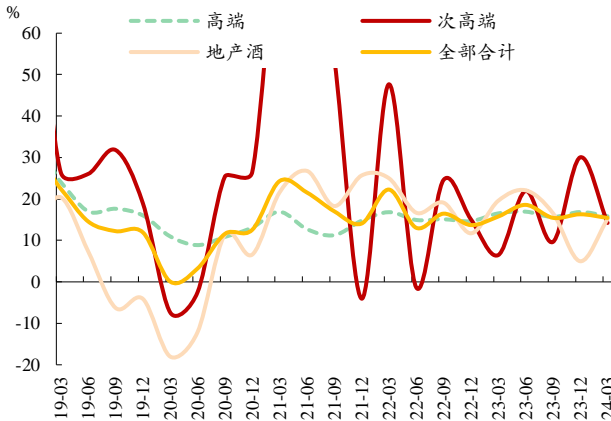
表6.白酒板块公司 2019-2023 收入及归母净利润增速情况

证券简称	收入同比增速					归母净利润同比增速				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
<b>白酒合计</b>	<b>15.6%</b>	<b>6.5%</b>	<b>19.3%</b>	<b>16.8%</b>	<b>16.4%</b>	<b>17.6%</b>	<b>12.6%</b>	<b>18.2%</b>	<b>21.1%</b>	<b>18.5%</b>
<b>高端</b>	<b>18.8%</b>	<b>11.1%</b>	<b>14.2%</b>	<b>15.4%</b>	<b>16.5%</b>	<b>21.5%</b>	<b>14.9%</b>	<b>15.3%</b>	<b>19.1%</b>	<b>18.5%</b>
贵州茅台	15.1%	10.3%	11.7%	16.5%	18.0%	17.1%	13.3%	12.3%	19.6%	19.2%
五粮液	25.2%	14.4%	15.5%	11.7%	12.6%	30.0%	14.7%	17.2%	14.2%	13.2%
泸州老窖	21.2%	5.3%	24.0%	21.7%	20.3%	33.2%	29.4%	32.5%	30.3%	27.8%
<b>次高端</b>	<b>25.5%</b>	<b>9.9%</b>	<b>53.2%</b>	<b>24.3%</b>	<b>14.1%</b>	<b>36.8%</b>	<b>36.7%</b>	<b>77.2%</b>	<b>39.2%</b>	<b>16.4%</b>
山西汾酒	26.6%	17.8%	42.8%	31.3%	21.8%	32.2%	58.8%	72.6%	52.4%	28.9%
水井坊	25.5%	-15.1%	54.1%	0.9%	6.0%	42.6%	-11.5%	64.0%	1.4%	4.4%
舍得酒业	19.8%	2.0%	83.8%	21.9%	16.9%	48.6%	14.4%	114.3%	35.3%	5.1%
酒鬼酒	27.4%	20.8%	87.0%	18.6%	-30.1%	34.5%	64.1%	81.7%	17.4%	-47.8%
<b>地产酒</b>	<b>6.4%</b>	<b>-6.1%</b>	<b>22.6%</b>	<b>19.1%</b>	<b>16.6%</b>	<b>2.8%</b>	<b>-3.4%</b>	<b>13.7%</b>	<b>23.0%</b>	<b>18.1%</b>
洋河股份	-4.3%	-8.8%	20.1%	18.8%	10.0%	-9.0%	1.3%	0.3%	24.9%	6.8%
古井贡酒	19.9%	-1.2%	28.9%	25.9%	21.2%	23.7%	-11.6%	23.9%	36.8%	46.0%
老白干酒	12.5%	-10.7%	11.9%	15.5%	13.0%	15.4%	-22.7%	24.5%	81.8%	-5.9%
今世缘	30.3%	5.1%	25.1%	23.1%	28.0%	26.7%	7.5%	29.5%	23.3%	25.3%
迎驾贡酒	8.3%	-8.6%	32.6%	20.3%	22.1%	19.5%	2.5%	45.0%	23.4%	34.2%
口子窖	9.4%	-14.1%	25.4%	2.1%	16.1%	12.2%	-25.8%	35.4%	-10.2%	11.0%
金徽酒	11.8%	5.9%	3.3%	12.5%	26.6%	4.6%	22.4%	-2.0%	-13.7%	17.3%
<b>其他</b>	<b>-6.6%</b>	<b>-19.4%</b>	<b>16.6%</b>	<b>-9.9%</b>	<b>29.6%</b>	<b>-56.3%</b>	<b>6.4%</b>	<b>-29.3%</b>	<b>-74.4%</b>	<b>660.3%</b>
金种子酒	-30.5%	13.5%	16.7%	-2.1%	23.9%	-300.7%	-133.9%	-339.8%	12.4%	-88.2%
伊力特	8.4%	-21.7%	7.5%	-16.2%	37.5%	4.4%	-23.5%	-8.5%	-47.1%	105.4%
天佑德酒	-7.0%	-39.1%	38.0%	-7.0%	23.5%	-66.4%	-418.7%	-154.9%	19.0%	19.0%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

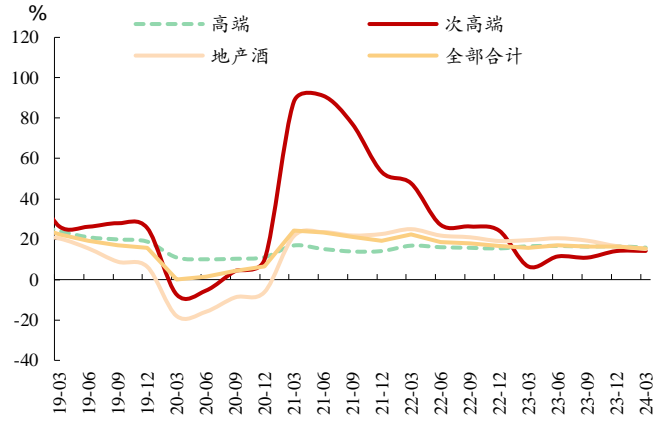
分季度看, 2023 年以来酒企收入增长中枢基本持稳, 其中高端、地产酒企展现较好增长韧性, 全国化次高端酒企增长中枢较 2022 年回落。23Q1~24Q1 白酒板块单季度收入同比增速分别为 15.77%、18.58%、15.45%、16.31%、15.43%。其中高端酒企收入增长保持平稳, 地产酒 23Q4 增速回落但整体势能犹在, 而全国化次高端酒企由于商务场景需求承压以及渠道调整, 除 23Q2 低基数因素外整体增速较 2022 年明显回落。

图11.白酒子版块单季收入增速(%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图12.白酒子版块季度累计收入增速(%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

表7.白酒板块公司 2023Q1-2024Q1 单季收入及归母净利润增速情况

证券简称	收入同比增速					归母净利润同比增速				
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
<b>白酒合计</b>	<b>15.8%</b>	<b>18.6%</b>	<b>15.5%</b>	<b>16.3%</b>	<b>15.4%</b>	<b>18.7%</b>	<b>21.0%</b>	<b>18.4%</b>	<b>16.2%</b>	<b>15.7%</b>
<b>高端</b>	16.5%	16.9%	15.7%	16.9%	15.8%	19.7%	18.4%	18.0%	17.5%	15.2%
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%	18.5%	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%
<b>次高端</b>	<b>6.5%</b>	<b>21.9%</b>	<b>9.6%</b>	<b>30.1%</b>	<b>14.2%</b>	<b>14.1%</b>	<b>36.0%</b>	<b>15.2%</b>	<b>5.1%</b>	<b>20.9%</b>
山西汾酒	20.4%	31.8%	13.6%	27.4%	20.9%	29.9%	49.6%	27.1%	2.0%	30.0%
水井坊	-39.7%	2.2%	21.5%	51.3%	9.4%	-56.0%	508.9%	19.6%	53.2%	16.8%
舍得酒业	7.3%	32.1%	7.9%	27.6%	4.2%	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%
<b>地产酒</b>	<b>19.6%</b>	<b>22.1%</b>	<b>16.6%</b>	<b>5.0%</b>	<b>15.2%</b>	<b>18.2%</b>	<b>25.0%</b>	<b>19.7%</b>	<b>2.6%</b>	<b>13.9%</b>
洋河股份	15.5%	16.1%	11.0%	-21.5%	8.0%	15.7%	9.9%	7.5%	-161.3%	5.0%
古井贡酒	24.8%	26.8%	23.4%	8.9%	25.9%	42.9%	47.5%	46.8%	49.2%	31.6%
老白干酒	10.4%	10.0%	12.9%	17.9%	12.7%	-61.5%	18.5%	17.9%	42.2%	33.0%
今世缘	27.3%	30.6%	28.0%	26.7%	22.8%	25.2%	29.1%	26.4%	18.8%	22.1%
迎驾贡酒	21.6%	28.6%	21.9%	18.8%	21.3%	27.2%	59.0%	39.5%	26.0%	30.4%
口子窖	21.3%	34.0%	4.7%	10.4%	11.1%	10.4%	22.8%	8.4%	6.9%	10.0%
金徽酒	26.6%	21.0%	47.8%	17.3%	20.4%	10.4%	53.7%	884.8%	-15.4%	21.6%
<b>其他</b>	<b>12.7%</b>	<b>15.1%</b>	<b>73.5%</b>	<b>42.9%</b>	<b>13.3%</b>	<b>-10.2%</b>	<b>255.4%</b>	<b>194.3%</b>	<b>313.2%</b>	<b>54.5%</b>
金种子酒	25.5%	30.5%	43.3%	6.8%	-3.0%	228.1%	-107.9%	-103.7%	-124.9%	-142.9%
伊力特	18.5%	-5.6%	143.9%	85.7%	12.4%	37.0%	39.8%	363.8%	331.2%	7.1%
天佑德酒	-6.2%	53.0%	43.8%	42.0%	32.8%	-29.6%	-291.8%	2693.1%	-33.1%	40.4%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

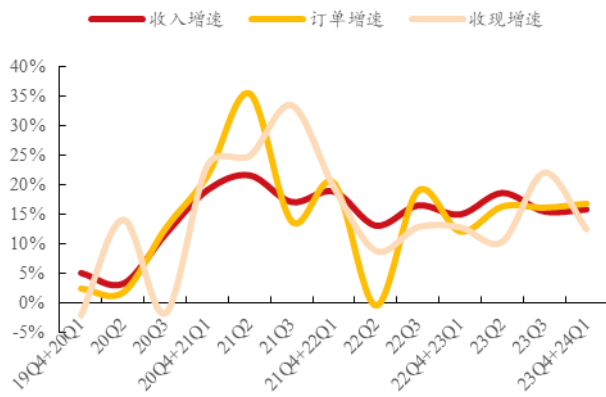
现金流表现看, 收现分化加剧, 季度间波动加大。22Q4+23Q1、23Q2、23Q3、23Q4+24Q1 白酒板块收现同比增速分别为 12.9%、10.4%、22.1%、12.5%, 订单额(收入+ $\Delta$ 预收)同比增速分别为 12.4%、16.8%、16.5%、16.9%。

1) 高端酒茅台稳健，五泸降速。23Q4+24Q1 茅五泸订单额分别增长 22.4%/9.2%/13.4%，收现分别+22.7%/-1.8%/+7.4%，茅台收现端维持稳健增长，五泸则相较于 23Q3 环比降速，其中五粮液主因采用票据回款增加。

2) 次高端分化加剧。汾酒、水井坊 23Q4+24Q1 订单同比增长 29.3%、31.0%；舍得、酒鬼酒同比-1.2%/-24.9%。汾酒维持亮眼表现，水井坊高增主因低基数因素，整体来看，次高端仍处于调整阶段。

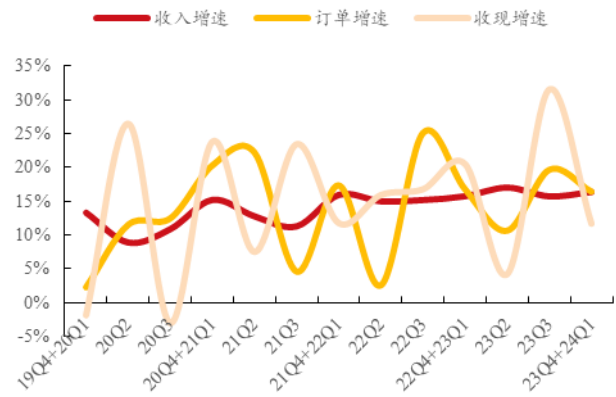
3) 地产酒景气延续。23Q4+24Q1 古井、今世缘、迎驾订单额分别同比增长 20.6%/22.8%/17.7%。

图13.白酒行业收入增速、订单额增速及收现增速对比



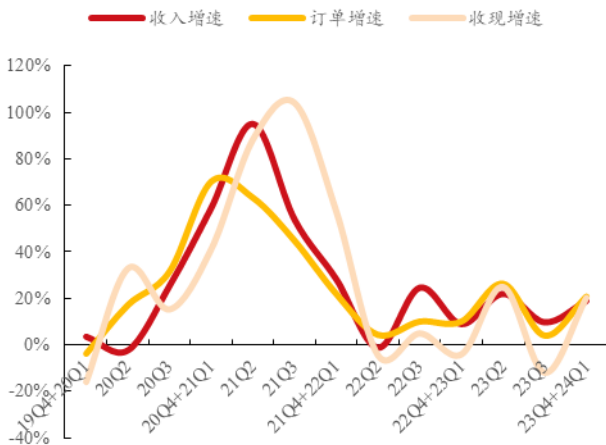
数据来源：Wind，财通证券研究所

图14.高端酒收入增速、订单额增速及收现增速对比



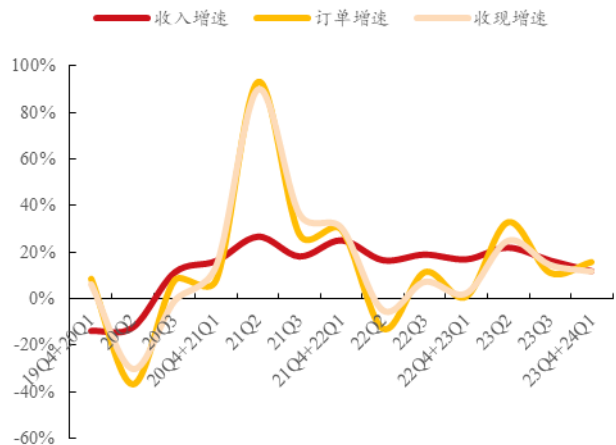
数据来源：Wind，财通证券研究所

图15.次高端酒收入增速、订单额增速及收现增速对比



数据来源：Wind，财通证券研究所

图16.地产酒收入增速、订单额增速及收现增速对比



数据来源：Wind，财通证券研究所

表8.白酒子板块单季收入增速情况

简称	收入增速						订单额(收入+△预收)增速					
	22Q2	22Q3	22Q4+23Q1	23Q2	23Q3	23Q4+24Q1	22Q2	22Q3	22Q4+23Q1	23Q2	23Q3	23Q4+24Q1
全行业	13.0%	16.5%	14.9%	18.6%	15.5%	15.8%	-0.6%	19.2%	12.4%	16.8%	16.5%	16.9%
<b>高端</b>	<b>14.9%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.7%</b>	<b>16.9%</b>	<b>15.7%</b>	<b>16.3%</b>	<b>2.3%</b>	<b>25.5%</b>	<b>17.2%</b>	<b>11.15%</b>	<b>20.22%</b>	<b>16.5%</b>
贵州茅台	15.9%	15.2%	17.6%	20.4%	13.1%	18.9%	3.7%	24.6%	14.5%	11.84%	19.05%	22.4%
五粮液	10.0%	12.2%	12.0%	5.1%	17.0%	12.7%	-13.3%	38.0%	20.8%	4.49%	10.78%	9.2%
泸州老窖	24.1%	22.3%	18.4%	30.5%	25.4%	14.9%	46.9%	2.7%	18.4%	21.49%	54.24%	13.4%
<b>次高端</b>	<b>-1.3%</b>	<b>24.6%</b>	<b>8.9%</b>	<b>21.9%</b>	<b>9.6%</b>	<b>18.9%</b>	<b>4.2%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>26.26%</b>	<b>3.92%</b>	<b>20.7%</b>
山西汾酒	0.4%	32.5%	26.5%	31.8%	13.6%	22.5%	12.7%	17.4%	21.8%	37.16%	6.89%	29.3%
水井坊	10.4%	7.0%	-33.1%	2.2%	21.5%	30.9%	32.1%	-0.1%	-31.4%	12.55%	15.48%	31.0%
舍得酒业	-16.3%	30.9%	6.6%	32.1%	7.9%	13.9%	-8.4%	-10.4%	39.8%	3.16%	0.85%	-1.2%
酒鬼酒	5.3%	2.5%	-37.9%	-32.0%	-36.7%	-22.8%	-33.6%	28.4%	-40.7%	-9.81%	-45.2%	-24.9%
<b>地产酒</b>	<b>16.7%</b>	<b>19.1%</b>	<b>17.1%</b>	<b>22.1%</b>	<b>16.6%</b>	<b>12.0%</b>	<b>-12.7%</b>	<b>11.6%</b>	<b>1.1%</b>	<b>33.07%</b>	<b>11.38%</b>	<b>15.9%</b>
洋河股份	17.1%	18.4%	13.6%	16.1%	11.0%	2.3%	-8.8%	6.0%	-11.3%	28.56%	9.76%	11.0%
古井贡酒	29.5%	21.6%	24.8%	26.8%	23.4%	19.5%	-21.8%	11.5%	11.3%	22.05%	20.36%	20.6%
老白干酒	24.6%	27.9%	1.6%	10.0%	12.9%	15.5%	-17.0%	8.2%	-2.9%	20.02%	3.44%	18.7%
今世缘	14.0%	26.1%	27.4%	30.6%	28.0%	23.8%	-5.0%	31.3%	14.0%	39.82%	15.77%	22.8%
迎驾贡酒	1.8%	24.5%	18.7%	28.6%	21.9%	20.2%	-6.6%	29.6%	18.3%	42.40%	18.43%	17.7%
口子窖	-7.9%	5.7%	9.3%	34.0%	4.7%	10.8%	-15.9%	11.9%	12.9%	59.50%	-18.1%	8.3%
金徽酒	12.2%	-9.1%	16.6%	21.0%	47.8%	19.4%	-10.9%	-7.2%	8.2%	57.30%	50.78%	20.6%
<b>其他</b>	<b>0.2%</b>	<b>-38.8%</b>	<b>-1.8%</b>	<b>15.1%</b>	<b>73.5%</b>	<b>23.9%</b>	<b>-10.8%</b>	<b>-33.7%</b>	<b>1.3%</b>	<b>7.83%</b>	<b>78.20%</b>	<b>21.2%</b>
金种子酒	2.6%	-18.6%	7.3%	30.5%	43.3%	1.5%	3.7%	-7.8%	25.1%	-4.95%	39.58%	-5.7%
伊力特	4.7%	-60.0%	-3.8%	-5.6%	143.9%	34.4%	-16.0%	-58.5%	-8.9%	-2.15%	156.0%	38.7%
天佑德酒	-13.6%	-23.2%	-9.0%	53.0%	43.8%	35.8%	-15.1%	-21.4%	-6.1%	55.68%	58.73%	29.5%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

表9.白酒子板块单季度收现增速情况

简称	收现增速						收现比					
	22Q2	22Q3	22Q4+23Q1	23Q2	23Q3	23Q4+24Q1	22Q2	22Q3	22Q4+23Q1	23Q2	23Q3	23Q4+24Q1
全行业	8.8%	12.9%	12.9%	10.4%	22.1%	12.5%	1.15	1.13	1.63	1.07	1.20	1.05
<b>高端</b>	<b>16.0%</b>	<b>16.8%</b>	<b>20.6%</b>	<b>4.2%</b>	<b>31.6%</b>	<b>11.7%</b>	<b>0.79</b>	<b>1.21</b>	<b>1.10</b>	<b>1.08</b>	<b>1.29</b>	<b>1.05</b>
贵州茅台	6.1%	19.6%	12.7%	12.3%	21.0%	22.7%	1.13	1.15	1.04	1.05	1.23	1.08
五粮液	17.8%	10.8%	43.7%	-18.6%	35.1%	-1.8%	1.29	1.21	1.24	1.00	1.40	1.09
泸州老窖	72.2%	20.1%	-8.2%	25.7%	90.4%	7.4%	1.42	0.90	0.89	1.37	1.37	0.83
<b>次高端</b>	<b>-4.7%</b>	<b>4.8%</b>	<b>-4.3%</b>	<b>24.9%</b>	<b>-12.2%</b>	<b>20.1%</b>	<b>0.84</b>	<b>1.19</b>	<b>0.97</b>	<b>1.22</b>	<b>0.90</b>	<b>0.98</b>
山西汾酒	-7.1%	5.1%	6.4%	35.5%	-15.9%	25.1%	1.21	1.14	0.96	1.25	0.85	0.98
水井坊	36.8%	0.3%	-30.1%	9.4%	15.1%	29.5%	1.13	1.19	1.12	1.21	1.13	1.11
舍得酒业	-3.7%	1.6%	-3.3%	36.0%	-16.6%	12.8%	1.14	1.10	0.98	1.18	0.85	0.97
酒鬼酒	-12.0%	21.8%	-43.2%	-40.3%	-33.3%	-33.7%	1.18	0.92	0.88	1.03	0.97	0.76
<b>地产酒</b>	<b>-4.9%</b>	<b>7.3%</b>	<b>2.4%</b>	<b>25.0%</b>	<b>14.7%</b>	<b>11.8%</b>	<b>0.85</b>	<b>0.96</b>	<b>1.09</b>	<b>0.98</b>	<b>1.10</b>	<b>1.08</b>
洋河股份	-8.5%	7.7%	-10.7%	13.8%	11.6%	13.0%	0.83	1.14	1.05	0.82	1.15	1.16
古井贡酒	7.0%	-10.1%	13.5%	19.3%	26.8%	6.3%	1.17	0.92	1.05	1.10	0.94	0.94
老白干酒	-20.4%	-0.1%	-5.7%	24.9%	12.8%	23.7%	0.81	1.14	1.15	0.93	1.14	1.23
今世缘	-7.7%	52.7%	12.5%	32.6%	4.3%	19.6%	1.06	1.60	1.12	1.07	1.30	1.08

迎驾贡酒	-8.7%	29.6%	26.1%	42.5%	18.5%	11.4%	1.02	1.15	1.21	1.13	1.11	1.12
口子窖	2.4%	-13.2%	20.7%	48.9%	20.3%	-1.0%	0.99	0.80	1.06	1.10	0.91	0.95
金徽酒	-24.6%	-16.5%	16.7%	93.1%	30.1%	13.8%	0.73	1.24	1.29	1.16	1.09	1.23
其他	3.5%	18.4%	-16.7%	12.8%	52.1%	7.0%	1.02	1.06	1.08	1.04	1.21	0.93
金种子酒	150.3%	163.9%	-15.3%	52.1%	4.3%	-47.8%	1.07	1.85	1.09	1.25	1.35	0.56
伊力特	-16.5%	-26.2%	-25.4%	-21.6%	156.9%	35.6%	1.02	1.02	1.05	0.85	1.07	1.06
天佑德酒	-12.9%	-20.5%	0.6%	48.9%	54.0%	31.0%	1.14	1.17	1.13	1.11	1.25	1.09

数据来源: Wind, 财通证券研究所

### 2.1.1 高端酒: 韧性凸显, 目标稳健

高端酒企 2023 年顺利收官凸显业绩韧性, 24Q1 开门红如期兑现。2023 年茅台、五粮液、老窖营收分别同增 19%、13%、20%, 归母净利润分别同增 19%、13%、28%, 2023 年白酒需求承压环境下, 高端酒韧性凸显。2024Q1 茅台、五粮液、老窖营收分别同增 18%、12%、21%, 归母净利润分别同增 16%、12%、23%, 其中茅台 24Q1 收入增速较 2023 年同期基本持平, 五粮液 24Q1 收入增速略有回落。三家公司均指定了稳健的 2024 年收入增长目标, 彰显了龙头酒企的经营信心。

表10. 高端酒公司点评

公司	点评
贵州茅台	<p><b>稳取赴长程, 冲刺十四五。</b>2023 年实现营收 1477 亿元, 同比增长 19%; 实现归母净利润 747 亿元, 同比增长 19.2%。2024Q1 实现营收/归母净利 457.8/240.7 亿元, 同比+18.1%/+15.7%。分产品看: 公司已构成千、百、十亿级大单品格局。1) 茅台酒 1266 亿元, 同比+17.4%, 量价分别贡献 11.1%/5.7% 增长。量的方面, 考虑到普飞配额弹性不大, 量增或更多来源于非标产品。价的方面, 直销占比提升进一步拉升吨价, 同时普飞提价拉动 Q4 单季增速 (Q4 单季茅台酒营收同比+17.6%); 2) 系列酒 206 亿元, 同比+29.4%, 量价分别贡献 2.9%/25.7% 增长。其中 1935 突破 110 亿元, 实现翻倍增长, 对系列酒吨价有明显拉动, 王子酒超 40 亿元, 汉酱、贵州大曲、赖茅均超 10 亿元。分渠道看: 全年直销收入 672 亿元, 同比+36.2%, 直销占比同比大幅提升 5.8pct 至 45.7%, 主要由 i 茅台贡献, 其他直销占比基本持平。i 茅台实现营收 224 亿元, 同比大增 88.3%, 营销数字化进程明显加速。我们预计 2024 年 15% 目标有望从容兑现, 且仍有弹性空间: 1) 量的方面, 直销、非标产品仍有灵活增量空间, 系列酒势能有延续; 2) 价的方面: 普飞提价护航业绩稳增, 直销比例提升亦可持续拉升吨价; 3) 营销/渠道方面: i 茅台、巽风等数字化营销体系支撑直销放量, 渠道端在“终端为王”理念下不断深化终端触达, 渠道生态建设有望形成长久赋能。</p>
五粮液	<p><b>开门红顺利兑现, 目标稳健信心充足。</b>2023 年营收/归母净利润 832.7/302.1 亿元, 同比+12.6%/+13.2%。24Q1 营收/归母净利润 348.3/140.5 亿元, 同比+11.9%/12%。2023 年顺利收官, 主品与系列酒双轮驱动。分产品看, 2023 年五粮液/系列酒收入 628/136 亿元, 同比+13.5%/+11.6%。五粮液产品量/价分别同比+18%/-3.8%, 普五增长整体稳健, 低度扫码动销起势引吨价略降; 系列酒量/价分别同比+27.6%/-12.6%, 五粮浓香产品放量高增, 吨价下降或主因大众价位增长更优拉低产品结构。24Q1 单季增速好于预期, 回款节奏顺利, 元春动销稳健, 韧性凸显。节后发力普五控货挺价与窜货整治, 渠道库存低位, 批价坚挺。公司 2024 年维持双位数的收入增长目标, 在减量控货、短期业绩预期分歧环境下为市场注入强心剂。我们认为普五“价先”之余, 量增仍可通过产品、渠道多元发力实现, 伴随营销改革深化, 中长期强势有望逐步形成。看好公司短期内业绩稳健性与中长期量价关系优化下的增长确定性。</p>
泸州老窖	<p><b>开门红表现亮眼, 高质量发展可期。</b>2023 年实现营收/归母净利 302.3/132.5 亿元, 同比+20.3%/+27.8%。24Q1 营收/归母净利 91.9/45.7 亿元, 同比+20.7%/+23.2%。2023 顺利收官, 中高档酒/其他酒收入为 268.4/32.4 亿元, 同比+21.3%/+22.9%。中高档酒量/价分别增长 1.2%/19.8%, 其中国窖 1573 增长稳健或好于整体, 拉动吨价提升; 中档系列酒先慢后快, 整体平稳。低档酒量/价增长 19.6%/2.7%, 头曲、黑盖受益大众消费红利, 经历调整后增长强势。23Q4 发起“挖井工程”, 精耕西南、华北基地市场, 推动渠道下沉和终端扩容, 渠道覆盖面及质量持续改善。2024 年元旦春节以来, 公司回款发</p>

货节奏顺利，动销及渠道库存良性，批价维持稳定。国窖五码体系下扫码率稳健提升，开瓶氛围浓厚。良好的基本面态势下，24Q1 延续高增态势，实现亮眼开门红。公司定调 2024 年收入增长目标  $\geq 15\%$ ，延续上年水平，预计可从容兑现。2024 年是公司十四五攻坚关键之年，渠道端基地市场深耕下沉，薄弱市场逐渐补强，终端扩容，广度/深度均有望带动增量；产品端有望全品系发力：国窖推动开瓶提升，提供稳健支撑；中档酒产品矩阵不断完善，势能渐起；低档酒伴随渠道下沉及大众消费红利高增可期。

数据来源：Wind、各公司公告、财通证券研究所

### 2.1.2 次高端白酒：延续承压分化，汾酒一枝独秀

次高端酒企承压态势延续，分化仍存。2023 年次高端上市酒企汾酒/舍得/水井坊/酒鬼酒收入分别同比 +22%/+17%/+6%/-30%，归母净利润分别同比 +29%/+5%/+4%/-48%。24Q1 汾酒/舍得/水井坊/酒鬼酒收入分别同比 +21%/+9%/+4%/-49%。其中汾酒一枝独秀，报表兑现较强，且在高端化进程中利润弹性放大。其余次高端酒企仍处于承压调整阶段，且根据恢复进程及调整力度不同出现明显分化，舍得、水井在次高端单品承压之余，由大众产品补齐增长，从而延续增势；酒鬼酒调整力度较大，收入利润均明显下滑。

表 11. 次高端酒公司点评

公司	点评
山西汾酒	<b>Q1 再次验证处于强势能期，全年业绩确定性较强。</b> 2023 年实现营收 319.28 亿元，同比+21.80%；实现归母净利润 104.38 亿元，同比+28.93%。2024Q1 实现营收 153.38 亿元，同比+20.94%；实现归母净利润 62.62 亿元，同比+29.95%。青花系列持续放量。2023 年公司中高价酒/其他酒实现收入 232.03 亿元/85.40 亿元，同比+22.56%/+20.15%；2024Q1 中高价酒类/其他酒类分别实现收入 118.60/34.36 亿元，分别同比+24.90%/+9.88%。2023 年青花系列占比达到 46%。2024Q1 公司在高基数下依旧实现亮眼增长：一方面核心大单品持续放量；此外 2024Q1 销售现金流 142 亿元，同比+44.6%，2024Q1 末合同负债 55.9 亿元，同比增长 34%，经营质量优秀。另一方面省外市场持续突破，2023 年长江以南核心市场同比增长超过 30%。我们认为反映出公司的核心单品和重点市场渠道建设都有良好的增长势能，全年业绩确定性较高。
舍得酒业	<b>收入持稳，产品区域聚焦发力。</b> 2023 年实现营收 70.8 亿元，同比+16.9%，实现归母净利润 17.7 亿元，同比+5.1%。2024Q1 实现营收 21.1 亿元，同比+4.1%；实现归母净利润 5.5 亿元，同比-3.4%。2023 年酒类收入 65.6 亿元，同比增长 16%，其中 Q4 同增 28%。分产品看，中高档酒收入同比+16%，Q4 单季增速有所补齐（+33.8%），销量同比+27.9%，全年吨价同比-9.3%，判断量增价减主要源于：舍之道受益宴席回补增长较快占比提升，次高端核心单品品味增势平稳，高端产品有所承压。普通酒收入同比+16.1%，沱牌系列伴随招商增长势头较强，T68 表现较好。分区域看，四川省内/省外同比增长 16.8%/15.6%，省内外增速均衡。省外重点城市会战持续发力，Q4 省外增速较高（+36.8%）。24Q1 酒类收入 19.6 亿元，同比+3%。分产品看，24Q1 中高档酒/普通酒收入分别同比+3.3%/+0.8%，中高价位有所承压，品味舍得由于 24Q1 主动控货稳价略有下滑，大众价位的舍之道、T68 仍有较好表现，产品结构弱化。分区域看，24Q1 四川省内/省外收入分别同比+12.2%/-0.1%。省外增长暂时放缓，省内基地市场表现稳健。2024 年公司在产品端聚焦大单品：品味舍得积极应对调整，经过稳价去库后有望在下半年发力；舍之道承接大众消费红利，做强宴席场景；沱牌 T68 定位高线光瓶理顺渠道打法，差异化竞争，巩固放量潜力。市场端聚焦省内基地深耕与省外点状拓展：省内开展组织裂变集中资源做强基地市场，省外持续发力首府攻坚以点带面。面对次高端调整公司应对积极，同时践行长期主义，在文化营销、高端站位、潜力市场打造等方面长远布局谋求破局，静待公司业绩稳健兑现。
水井坊	<b>经营逐步向善，稳态回归可期。</b> 2023 年营收/归母净利 49.5/12.7 亿元，同比+6%/+4.4%。24Q1 营收/归母净利 9.3/1.9 亿元，同比+9.4%/+16.8%。2023 年 Q4 增势回归，中低价位增长更优。分季度节奏

来看，经历 23H1 库存调整，23H2 渠道压力减轻增势向好，23Q4 实现 51%高增。分产品看，2023 年高档/中档酒收入 46.7/2.0 亿元，同比+3.7%/+64.1%。1) 高档酒量/价分别同比-1%/+4.7%，两大单品中，井台由于渠道调整仍有承压，臻酿八号受益大众消费红利与渠道深耕扩容实现双位数增长，年中提价对吨价有拉升。2) 中档酒量增同比达 71.4%，小体量基础上天号陈显著放量，年内成立的天号陈专职团队形成支持。24Q1 降级趋势延续，费投显著发力。24Q1 高档/中档酒收入 8.0/0.7 亿元，同比-0.6%/+62.4%。其中中低价位的八号、天号陈仍是主要增长点。经历 2023 年调整，当前公司渠道良性向好，24Q2 作为公司 F24 财年末回款节奏或将提速，叠加低基数效应，24Q2 单季增速有望表现亮眼，后续新财年轻装上阵，经营节奏将更加从容。2024 年公司目标实现收入/净利双增，伴随臻酿八号百强城市发力、渠道网点扩容、BC 联动拉动销，有望加速回归增长稳态，目标兑现确定性较强。

数据来源：Wind、各公司公告、财通证券研究所

### 2.1.3 地产酒：苏皖景气延续，不乏亮眼个股

2024 年以来徽酒景气持续兑现、苏酒竞争有所加剧。2023 年地产酒上市公司整体营收、归母净利增速分别为 16.60%、18.05%。受益区域经济修复相对景气，大部分各地产酒企 2023 年势能有所延续，安徽、甘肃等区域白酒销售量价齐升。2023Q1 地产酒整体收入、归母净利增速分别为 15.15%、13.87%。一方面 2023 年春节返乡消费脉冲造成一定高基数，此外伴随消费复苏进入稳态，地产酒企表现略有分化。其中，徽酒受益省内消费升级及区域景气，势能延续好于预期，同时销售费率边际持续改善。

表12.地产酒公司点评

公司	点评
洋河股份	2023年公司实现营收331.26亿元，同比增长10.0%；实现归母净利润100.16亿元，同比增长6.8%。24Q1实现营收、归母净利润162.55、60.55亿元，分别同比增长8.0%、5.0%。公司在年报中表示2024年营收目标力争同比增长5-10%，我们认为伴随公司管理调整逐步落地，目标完成确定性较强。品牌端，1)公司继2024年春糖推出手工班新品后持续打造绵柔年份酒概念，有望凭借市场领先的基酒产量及储能推动产品站位进一步升级；2)侧重运作蓝色经典周年产品弥补省外海、天价格空位；3)顺应次高端消费趋势，充分释放M3+势能，稳定M6+价盘及渠道健康。渠道端，公司费用投入维持较高水平，积极投入省内市场竞争，同时数字化营销系统持续完善，推动渠道健康发展。
古井贡酒	2023年实现营收202.5亿元，同比增长21.2%；实现归母净利润45.89亿元，同比增长46.0%。24Q1实现营收、归母净利82.9、20.7亿元，分别同比增长25.9%、31.6%。公司2024年计划实现营业收入244.5亿元，较上年增长20.7%；2024年计划实现利润总额79.5亿元，较上年增长25.6%。公司坚定“全国化、次高端”的发展战略，同时对利润增长提出了较高要求。我们认为公司产品矩阵完善，充分受益于省内消费升级趋势。同时省外市场产品、模式、价盘逐步理顺，全国化进程稳步推进。利润端，在规模优势进一步凸显的背景下，渠道精细化运作有望持续推动利润率提升。
今世缘	2023年公司实现营收101.00亿元，同比增长28.05%；实现归母净利润31.36亿元，同比增长25.30%。24Q1实现营收、归母净利润46.71、15.33亿元，分别同比增长22.82%、22.12%。25年挑战150亿，国缘势能仍值期待。公司锚定“2025年挑战营收150亿”的既定战略目标，2024年经营目标为总营收122亿元左右，净利润37亿元左右。省内持续推进“精耕攀顶”，捅破发展“天花板”；省外继续坚持“攻城拔寨”，启动“再造江苏”工程。考虑公司产品布局定位准确、渠道运作能力强、品牌忠诚度高，并有望通过股权激励进一步释放组织动能，预计十四五将充分把握省内次高端扩容机遇，省外周边市场渠道拓展空间亦可乐观。
迎驾贡酒	2023年实现营收67.2亿元，同比增长22.1%；实现归母净利润22.88亿元，同比增长34.2%。23Q4分别实现营收、归母净利19.2、6.3亿元，分别同比增长18.8%、6.3%。24Q1分别实现营收、归母净利23.2、9.1亿元，分别同比增长21.3%、30.4%。持续发掘省内势能，聚焦产品升级建设。市场端，除基地市场六安、合肥区域持续深耕外，公司持续加强皖南皖北布局。同时立足江苏，推动洞藏省外样板市场逐步扩张。产品端，公司注重产品升级建设，1则推动重点市场洞9放量，2则通过增加品鉴店等多种方式推动洞16、洞20布局，提升品牌站位。渠道端，一方面进一步聚焦核心终端打造，另一方面推动数字化变革，进一步提升渠道精细化管理。

数据来源：Wind、各公司公告、财通证券研究所

表13.白酒子板块单季收入增速情况(%)

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
高端合计	16.53	16.95	15.66	16.86	15.84
次高端合计	6.47	21.93	9.64	30.06	14.22
地产酒合计	19.57	22.10	16.58	4.98	15.15
其他合计	12.73	15.08	73.45	42.89	13.29
全部合计	15.77	18.58	15.45	16.31	15.43

数据来源：Wind，财通证券研究所

## 2.2 利润端：费控持续优化，盈利能力有所分化

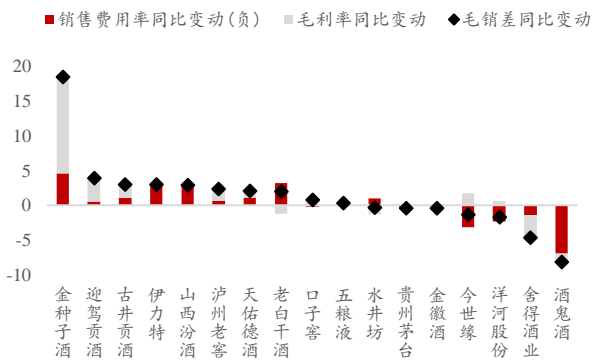
2023年/24Q1我们统计的17家白酒上市公司中，净利润增速快于营收增速的分别有7/9家，白酒企业盈利能力阶段性承压。我们预计一方面，由于大众消费景气推动产品结构有所改变，另一方面各公司加大销售费用投放积极抢占市场所致。我们认为短期来看，白酒企业费用端或将承压，长期来看头部酒企有望凭借品牌、

渠道以及价格带优势占位实现逐步趋稳。

### 2.2.1 毛销差：整体平稳，徽酒表现较优

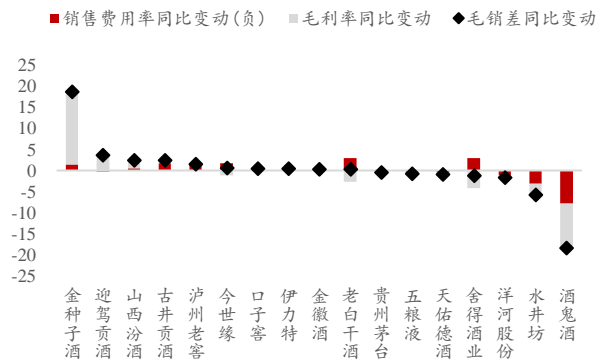
23Q4/24Q1 白酒企业毛销差同比-0.05pct/0.13pct，整体表现相对平稳，，但行业承压背景下酒企营销竞争加大，盈利能力分化明显。①24Q1 高端酒毛销差同比-0.17pct，其中茅五销售费用率提升带动毛销差略有下滑。②24Q1 次高端毛销差同比+0.52pct，主因汾酒毛销差提升带动，其余酒企毛销差同比下滑，次高端商务需求短期有所缓解推动。③24Q1 地产酒毛销差同比-0.33pct，23H2 以来表现略有下滑，同比下滑主要受洋河拖累。地产酒内部看，徽酒表现好于苏酒，古井、迎驾毛销差同比提升较多，主因安徽省内大众消费较为活跃、龙头酒企核心单品错位竞争，酒企营销投入压力相对温和。

图17.2023 年白酒个股毛销差变动(pct)



数据来源：Wind，财通证券研究所

图18.24Q1 白酒个股毛销差变动(pct)



数据来源：Wind，财通证券研究所

表14.白酒子板块单季毛利率同比变动情况 (pct)

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
高端合计	0.38	0.10	-0.02	1.30	0.22
次高端合计	-0.32	-1.08	-2.86	1.00	0.43
地产酒合计	-0.13	4.65	1.54	-0.60	-0.05
其他合计	-4.29	2.82	15.33	11.17	5.60
<b>全部合计</b>	<b>0.15</b>	<b>0.91</b>	<b>-0.02</b>	<b>1.05</b>	<b>0.28</b>

数据来源：Wind，财通证券研究所

表15.白酒子板块单季销售费用率同比变动情况 (pct)

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
高端合计	-0.27	-0.59	0.40	1.18	0.40
次高端合计	-3.20	-4.39	-3.38	4.03	-1.11
地产酒合计	0.17	2.48	1.77	1.13	0.27
其他合计	-0.18	-4.15	-7.48	-5.82	-0.39
<b>全部合计</b>	<b>-0.59</b>	<b>-0.29</b>	<b>0.16</b>	<b>1.11</b>	<b>0.15</b>

数据来源：Wind，财通证券研究所

表16.白酒子板块单季毛销差同比变动情况 (pct)

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
高端合计	0.65	0.69	-0.42	0.12	-0.17
次高端合计	2.88	3.31	0.52	-3.03	1.54
地产酒合计	-0.30	2.17	-0.24	-1.73	-0.33
其他合计	-4.11	6.97	22.81	16.99	5.99
<b>全部合计</b>	<b>0.74</b>	<b>1.20</b>	<b>-0.18</b>	<b>-0.05</b>	<b>0.13</b>

数据来源: Wind, 财通证券研究所

### 2.2.2 管理费率: 费控优化持续凸显

管理费率方面, 酒企费控成效进一步显现, 2023 年/24Q1 白酒企业管理费用率分别同比-0.42pct、-0.53pct。2023 年酒企经营承压, 管理费用(主要是薪酬项)同比增幅相对较小, 管理费率延续优化趋势。

表17.白酒子板块单季管理用率同比变动 (pct)

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
高端合计	-0.76	-0.11	-0.70	-0.24	-0.59
次高端合计	-0.46	-0.05	-0.73	-2.12	-0.15
地产酒合计	-0.25	-1.12	-0.30	0.10	-0.62
其他合计	-0.61	0.01	-3.01	-4.08	0.09
<b>全部合计</b>	<b>-0.58</b>	<b>-0.32</b>	<b>-0.61</b>	<b>-0.42</b>	<b>-0.53</b>

数据来源: Wind, 财通证券研究所

### 2.2.3 利润增速: 利润分化加剧, 地产酒整体表现突出

净利润角度来看, 24Q1 高端酒及地产酒增速相对稳健。我们认为, 在行业承压背景下, 高端酒业绩韧性突出, 次高端酒在消费升级放缓趋势下承压较多, 地产酒则主要受益产品结构更为多元, 本地市场大众消费实现较好支撑。

表18.白酒子板块归母净利增速情况 (%)

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
高端合计	19.73	18.36	17.97	17.48	15.21
次高端合计	14.13	35.99	15.19	5.14	20.93
地产酒合计	18.21	25.02	19.69	2.56	13.87
<b>全部合计</b>	<b>-10.22</b>	<b>255.39</b>	<b>194.28</b>	<b>313.19</b>	<b>54.50</b>

数据来源: Wind, 财通证券研究所

表19.白酒子板块扣非归母净利增速情况 (%)

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
高端合计	19.30	18.47	17.59	17.56	15.49
次高端合计	14.30	36.04	15.52	5.84	20.58
地产酒合计	20.84	29.91	21.21	-7.81	15.26
<b>全部合计</b>	<b>-7.16</b>	<b>203.23</b>	<b>158.81</b>	<b>214.59</b>	<b>54.85</b>

数据来源: Wind, 财通证券研究所

表20.白酒子板块扣非净利增速-收入增速(pct)

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
高端合计	2.77	1.52	1.93	0.70	-0.35
次高端合计	7.83	14.10	5.88	-24.21	6.36
地产酒合计	1.27	7.81	4.63	-12.79	0.10
全部合计	-19.89	188.15	85.36	171.70	41.56

数据来源: Wind, 财通证券研究所

表21.白酒上市公司 23Q4&amp;24Q1 业绩概览

证券简称	24Q1				23Q4			
	营业收入 (亿元)	YOY(%)	归母净利 (亿元)	YOY(%)	营业收入 (亿元)	YOY(%)	归母净利 (亿元)	YOY(%)
贵州茅台	457.76	18.1%	240.65	15.7%	444.25	20.3%	218.58	19.3%
五粮液	348.33	11.9%	140.45	12.0%	207.36	14.0%	73.78	10.1%
泸州老窖	91.88	20.7%	45.74	23.2%	82.91	9.1%	26.80	24.8%
山西汾酒	153.38	20.9%	62.62	30.0%	51.84	27.4%	10.07	2.0%
水井坊	9.33	9.4%	1.86	16.8%	13.65	51.3%	2.46	53.2%
舍得酒业	21.05	4.1%	5.50	-3.4%	18.36	27.6%	4.76	-1.9%
酒鬼酒	4.94	-48.8%	0.73	-75.6%	6.87	21.7%	0.69	-10.1%
洋河股份	162.55	8.0%	60.55	5.0%	28.43	-21.5%	-1.88	-161.3%
古井贡酒	82.86	25.9%	20.66	31.6%	43.01	8.9%	7.77	49.2%
老白干酒	11.30	12.7%	1.36	33.0%	14.12	17.9%	2.48	42.2%
今世缘	46.71	22.8%	15.33	22.1%	17.35	26.8%	5.00	18.8%
迎驾贡酒	23.25	21.3%	9.13	30.4%	19.16	18.8%	6.33	26.0%
口子窖	17.68	11.1%	5.89	10.0%	15.16	10.4%	3.73	6.9%
金徽酒	10.76	20.4%	2.21	21.6%	5.29	17.3%	0.56	-15.4%
金种子酒	4.19	-3.0%	0.18	142.9%	3.96	6.8%	0.13	124.9%
伊力特	8.31	12.4%	1.59	7.1%	5.88	85.7%	1.11	332.5%
天佑德酒	5.26	32.8%	1.08	40.4%	2.69	42.0%	-0.16	31.6%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

### 3 啤酒：24Q1 基数影响量增乏力，高端化节奏持续推进，成本有所改善

2023 年销量增长呈前高后低趋势，大单品带动吨价持续上行。啤酒板块 2023 年销量端增长普遍呈现前高后低趋势，23Q3 旺季受雨水天气影响扰动，旺季较弱影响全年表现。结构端来看，消费力恢复弱于预期影响下，超高端产品有所影响，但主流及次高端价格带具备较强韧性，各公司大单品培育成效不断体现，带动吨价上行，高端化推进。

24Q1 啤酒行业普遍量增基数压力较大，结构升级仍在持续推进。24Q1 整体来看啤酒行业淡季销售表现偏弱，在去年高基数压力下，各家量增乏力，青岛啤酒销量有所下滑，珠江啤酒量增微增持平，重庆啤酒基数较平量增较好。啤酒板块整体在量增基数压力下承压，但结构端仍在兑现高端化逻辑，中高端及以上产品增速领跑，带动吨价持续上行，结构优化仍在持续推进。

图19.啤酒行业单季营收变动情况

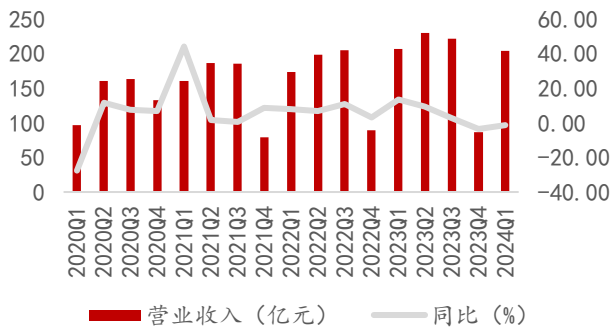
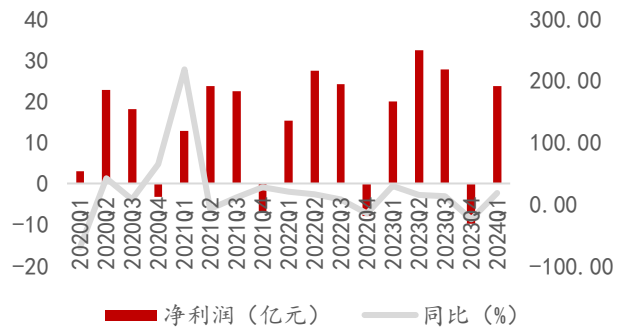


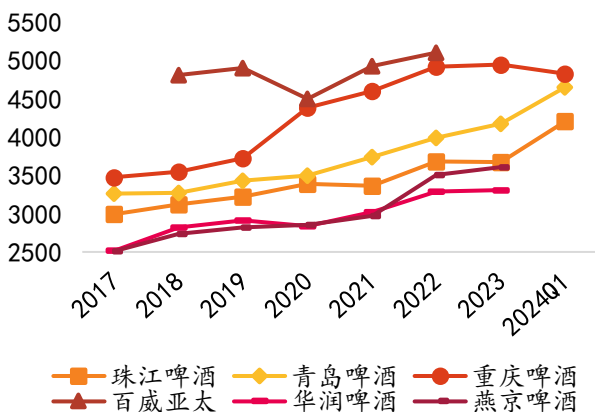
图20.啤酒行业单季归母净利润变动情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

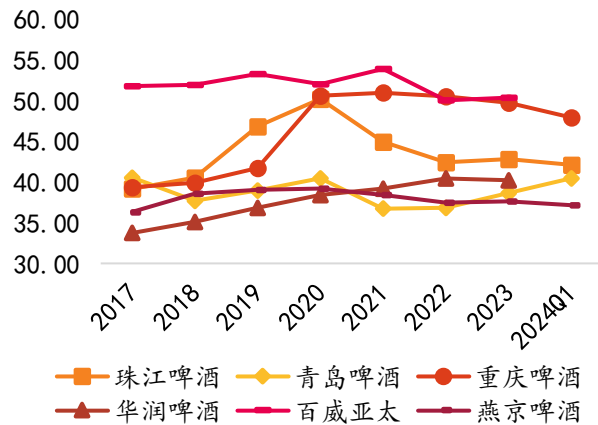
数据来源：Wind，财通证券研究所

图21.啤酒行业主要公司吨价变化情况（元/吨）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图22.啤酒行业主要公司毛利率变化情况（%）



数据来源：Wind，财通证券研究所

成本端主要原材料成本持续回落，盈利能力有望持续改善。受益澳麦关税政策放开，进口大麦成本改善显著，2024年3月进口大麦价格277美元/吨，环比下降

1.2%，同比下降 28.6%，改善显著。包材方面，2024 年 4 月铝期货价格 20341 元/吨，同比上升 8.7%，但玻璃价格 1536 元/吨，同比下滑 15%，瓦楞纸价格 2723 元/吨，同比下滑 4.8%。原材料成本带来的毛利率改善在 24Q1 各啤酒公司报表端已得到体现，全年有望持续受益。

图23.进口大麦价格变化



数据来源：Wind，财通证券研究所

- ◇ **青岛啤酒**：公司 23/23Q4 分别实现营收 339.37/29.58 亿元，同比+5.49%/ -3.37%；实现归母净利润 42.68/-6.40 亿元，同比+15.02%/增亏（同期-5.56 亿元）。收入端，销量有所承压，中高端产品仍带动结构升级。23/23Q4 公司实现销量 800.7/71.3 万千升，同比-0.8%/-10.2%；实现吨价 4172.1/4149.3 元/吨，同比提高+6.3%/+7.6%，吨价持续提升。23/23Q4 青岛主品牌实现销量 456/47 万千升，同比+2.7%/-3.5%；23/23Q4 中高端以上产品实现销量 324/33.8 万千升，同比+10.5%/-21.8%。利润端，23Q4 亏损加大，四季度亏损增多，主要系销量下滑规模效应弱化及四季度企业年金提高成本。24Q1 公司实现营收 101.5 亿元，同比-5.2%；实现归母净利润 15.97 亿元，同比+10.1%；实现扣非归母净利润 15.13 亿元，同比+12.1%。收入端，24Q1 公司累计实现销量 218.4 万千升，同比-7.58%；实现吨价 4647.44 元/吨，同比+2.58%。24Q1 青岛主品牌实现销量 132.2 万千升，同比-5.64%；24Q1 中高端以上产品实现销量 96 万千升，同比-2.44%。公司销量下滑主要系去年同期基数较高所致，但结构仍在持续改善，主品牌及中高端以上产品保持更好韧性。利润端，成本改善、结构优化及费用控制，盈利能力持续提升。
- ◇ **重庆啤酒**：2023/2023Q4 公司分别实现营业收入 148.15/17.86 亿元，同比 +5.53%/-3.76%；实现归母净利润 13.37/-0.07 亿元，同比+5.78%/转负（去年同期为 0.81 亿元）。收入端，主流销量领跑，高端略有承压，有望逐步改善。

销量来看，2023/2023Q4 公司累计实现销量 299.75/34.58 万千升，同比+4.93%/4.76%。结构来看，2023/2023Q4 公司实现吨价 4942.40/5165.28 元/吨，同比提高+0.57%/-8.13%。分拆产品结构来看，2023 年高档/主流/经济实现营收 88.55/52.97/28.96 亿元，同比+5.18%/5.64%/10.06%。利润端，毛利率略有下滑，费用率有效控制。24Q1 公司实现营业收入 42.93 亿元，同比+7.16%；实现归母净利润 4.52 亿元，同比+16.78%；实现扣非归母净利润 4.46 亿元，同比+16.91%。收入端，高档增速领跑，乐堡嘉士伯贡献量增。销量来看，24Q1 公司实现啤酒销量 86.68 万千升，同比+5.25%，销量增长较好。结构来看，24Q1 公司实现吨价 4819.83 元/吨，同比提高+1.28%。分拆产品结构来看，24Q1 高档/主流/经济分别实现营收 25.72/15.20/0.86 亿元，同比+8.28%/3.57%/12.39%。利润端，毛利率改善显著，盈利能力持续上行。

◇ **燕京啤酒：**公司 23/23Q4 分别实现营业收入 142.13/17.97 亿元，同比+7.66%/-4.42%；实现归母净利润 6.45/-3.11 亿元，同比+83.02%/去年同期-3.21 亿元。利润表现亮眼。收入端，大单品表现亮眼，中高端占比持续提升。销量端，23/23Q4 公司累计实现销量 394.24/51.15 万千升，同比+4.57%/-2.39%。全年来看，大单品成效显著，U8 销量同比增长超 36%。结构端，23/23Q4 公司实现吨价 3605.13/3512.92 元/吨，同比提高+2.95%/-2.09%。分拆产品结构来看，2023 年中高档/普通分别实现营收 86.79/44.20 亿元，同比+13.32%/-2.33%，在营收中占比 66.26%/33.74%，中高档表现更优，带领结构升级。利润端，治理改革成效显现，盈利能力显著提升。23/23Q4 公司实现毛利率 37.63%/-6.57%，同比+0.19/-10.78pcts；实现净利率 6.01%/-16.76%，同比+1.85/-2.56pcts。公司盈利能力提升显著，治理改革成效持续释放，在产销分离、运营效率提升、弱势企业治理、低效资产盘活等推进下，费用率显著优化，净利率大幅提升。

图24.啤酒主要公司经营指标对比

项目	单位	2020	2021	2022	2023Q1	2023Q2	2023H1	2023Q3	2023Q4	2023H2	2023	2024Q1	
青岛啤酒	收入	亿元	277.6	301.7	321.7	107.1	108.9	215.9	93.9	29.6	123.4	339.4	101.5
	yoy		-0.8%	8.7%	6.6%	16.3%	8.2%	12.0%	-4.6%	-3.4%	-4.3%	5.5%	-5.2%
	毛利率		35.3%	36.7%	36.8%	38.3%	40.1%	39.2%	40.9%	27.5%	38.7%	38.7%	40.4%
	净利率		8.4%	10.8%	11.8%	13.8%	18.1%	15.9%	16.2%	-22.0%	7.0%	12.8%	15.7%
	销量	万千升	782.2	793.0	807.0	236.3	266.0	502.3	227.1	71.3	298.4	800.7	218.4
	yoy		-2.8%	1.4%	1.8%	11.0%	2.7%	6.4%	-11.3%	-10.2%	-10.9%	-0.8%	-7.6%
	吨价		3496.1	3741.8	3986.6	4530.8	4092.4	4298.6	4133.0	4149.3	4137.0	4172.1	4647.4
	yoy		1.9%	7.0%	4.8%	4.8%	5.4%	5.3%	7.5%	7.6%	7.4%	6.3%	2.6%
	产能利用率			57.6%	57.3%							66.1%	
	重庆啤酒	收入	亿元	109.4	131.2	140.4	40.1	45.0	85.1	45.2	17.9	63.1	148.2
yoy			7.1%	19.9%	7.0%	4.5%	9.6%	7.2%	6.5%	-3.8%	3.4%	5.5%	7.1%
毛利率			50.6%	50.9%	50.5%	45.2%	51.5%	48.5%	50.5%	48.8%	49.1%	49.8%	47.9%
净利率			16.0%	18.3%	18.4%	19.3%	10.6%	10.2%	10.6%	0.2%	15.4%	18.3%	20.9%
销量		万千升	242.4	278.9	285.7	82.4	90.3	172.7	92.5	34.6	127.1	299.8	86.7
yoy			3.3%	15.1%	2.4%	3.7%	5.7%	4.8%	5.3%	4.8%	5.2%	4.9%	5.3%
吨价			4384.2	4601.4	4914.6	4863.8	4981.4	4925.3	4891.2	5164.8	4965.7	4942.5	4819.8
yoy			3.7%	5.0%	4.5%	0.8%	3.7%	2.3%	1.1%	-8.1%	-1.7%	0.6%	1.3%
产能利用率				95.5%	97.5%								
华润啤酒		收入	亿元	324.7	343.9	364.3			228.9			150.6	389.3
	yoy		-3.9%	5.9%	5.9%			6.5%			5.7%	10.4%	
	毛利率		38.4%	39.2%	40.4%			46.0%			33.9%	40.2%	
	净利率		6.5%	13.4%	11.9%			19.5%			3.3%	13.2%	
	销量	万千升	1110.0	1105.6	1109.6			657.1			458.0	1115.0	
	yoy		-2.6%	-0.4%	0.4%			4.4%			-4.6%	0.5%	
	吨价		2833.2	3019.8	3283.0			3632.8			3050.4	3306.0	
	yoy		-2.4%	6.6%	5.5%			6.4%			2.8%	4.0%	
	产能利用率			0.6	0.6								
	燕京啤酒	收入	亿元	109.3	119.6	132.0	35.3	41.0	44.6	47.9	18.0	65.9	142.1
yoy			-4.7%	9.5%	10.4%	13.7%	7.7%	7.3%	8.5%	-4.4%	4.7%	7.7%	1.8%
毛利率			39.2%	38.4%	37.4%	36.8%	45.7%	41.6%	48.0%	-6.6%	37.6%	37.6%	37.2%
净利率			2.6%	2.5%	4.2%	2.6%	11.0%	6.7%	9.2%	-16.8%	3.7%	6.0%	3.6%
销量		万千升	353.5	362.1	377.0	96.3	132.7	229.0	114.1	51.2	165.2	394.2	
yoy			-7.3%	2.4%	4.1%	12.8%	2.2%	6.4%	4.3%	-2.4%	2.1%	4.6%	
吨价			2851.3	3089.8	3501.7	3661.3	3089.0	3329.7	4199.3	3512.9	3987.0	3605.1	
yoy			1.2%	8.4%	6.0%	0.8%	5.3%	3.7%	4.1%	-2.1%	2.5%	3.0%	
产能利用率				40.2%	41.9%							71.2%	
珠江啤酒		收入	亿元	42.5	45.4	49.3	10.4	17.4	27.7	17.8	8.3	26.1	53.8
	yoy		0.1%	6.8%	8.6%	18.8%	11.4%	14.0%	5.9%	1.2%	4.4%	9.1%	7.1%
	毛利率		50.2%	45.0%	42.4%	40.8%	48.3%	45.5%	45.7%	27.7%	42.8%	42.8%	42.1%
	净利率		13.8%	13.8%	12.3%	8.9%	16.9%	13.2%	15.6%	-2.4%	10.2%	11.6%	11.4%
	销量	万千升	119.9	127.6	133.9	26.2	42.5	68.7	46.2	25.3	71.5	140.3	26.4
	yoy		-4.7%	6.4%	4.9%	11.5%	4.6%	7.1%	1.4%	4.0%	2.4%	4.8%	0.8%
	吨价		3386.1	3361.6	3681.8	3954.6	4090.6	4038.7	3853.6	3275.2	3646.2	3670.4	4201.2
	yoy		5.2%	-0.7%	3.6%	6.5%	6.4%	6.4%	4.4%	-2.7%	1.9%	3.8%	6.2%

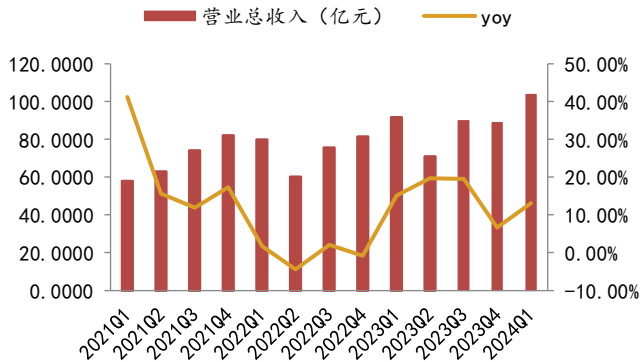
数据来源：各公司财报，财通证券研究所

## 4 软饮料：板块边际变化积极，旺季可期

2023 全年消费场景复苏拉动收入改善，新增量体现，成本端持续改善。2023 年全年来看，收入端，软饮料行业受益于人口流动带来的消费场景复苏，行业整体向暖向好。利润端成本整体处于下行态势，为各公司带来毛利率改善贡献。且各公司积极寻找新增量，如东鹏饮料第二曲线补水啦趋势强劲、香飘飘即饮冻柠茶等新品起势、百润股份强爽放量、欢乐家尝试椰子水厚椰乳等，软饮料边际变化持续体现。

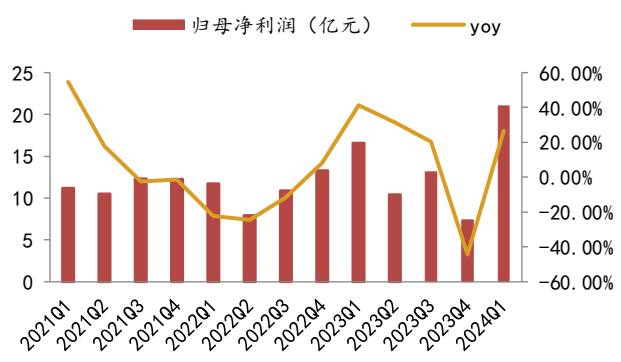
24Q1 来看，软饮料板块预期持续兑现，整体节奏稳健，旺季可期。一则，春节反馈整体较为积极，春节返乡人流大，消费氛围表现良好，如东鹏饮料 24Q1 持续高增，欢乐家椰汁受益春节场景，香飘飘冲泡业务稳健增长；二则，进入三月后，各公司在陈列签约、冰冻化投放等方面渠道工作逐步展开，备战旺季。各公司节奏稳健推进，我们预计，各公司新品、新业务有望在旺季贡献更多增量，趋势加快，24Q2-Q3 旺季增长有望加速体现。

图25.软饮料行业单季营收变动情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

图26.软饮料行业单季归母净利润变动情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

◇ **东鹏饮料**：公司 23/23Q4 公司分别实现营业收入 112.6/26.22 亿元，同比 +32.42%/40.88%；实现归母净利润 20.40/3.84 亿元，同比+41.60%/39.69%；实现扣非归母净利润 18.70/ 3.68 亿元，同比+38.29%/27.72%。收入端能量饮料全国化推进，第二曲线成效显著。分产品来看，2023 东鹏特饮/其他饮料分别实现营收 103.36/9.14 亿元，同比+26.48%/186.65%。利润端，毛利率改善主要系原材料价格下降，其中白砂糖采购价同比提升，但 PET、纸箱等价格同比下降较多。公司整体费用率控制良好，规模效应下净利率改善。24Q1 公司实现营业收入 34.82 亿元，同比+39.80%。收入端，能量饮料开门红，补水啦势头强劲。分拆产品结构来看，24Q1 东鹏特饮/其他饮料分别实现营收 31.01/3.77 亿元，同比+30.11%/+257.01%。24Q1 补水啦及大咖实现营收 2.41 亿元，占比 6.92%（2023 年全年 5.11%，环比提升 1.81pcts）。利润端，公司净利率有所下滑主要系，一则，新品毛利率略低占比提升有所影响，二则，单季度费用投入较高，旺季前进行冰柜、陈列等渠道费用投入。

◇ **香飘飘**：公司发布 2023 年报，23/23Q4 公司实现营业收入 36.25/16.47 亿元，同比+15.90%/3.06%；实现归母净利润 2.80/2.77 亿元，同比+31.04%/-4.20%。收入端，冲泡基本盘稳健增长，即饮产品+渠道工作加速推进。单四季度冲泡略有下滑主要系 1) 同期基数较高，2) 春节相关活动力度大，以商业折扣形式冲抵。利润端，成本改善拉升毛利率，冲泡净利率稳步提升。分板块看，冲泡板块盈利能力提升，净利率预计增长，即饮板块亏损，伴随销售规模增

加有望改善。24Q1 实现总营收 7.25 亿元，同比+6.76%，归母净利润 0.25 亿元，同比+331.26%。收入端冲泡货折+库存调节有所影响，整体节奏稳健符合公司预期。即饮板块维持良好增长，逐渐步入夏日旺季，有望加速。利润端，24Q1 盈利能力改善显著，主要系一方面成本下行带来毛利率提升，另一方面费用率有所下降，主因 23Q1 疫情缓和费用投入较多，今年费用更多以货折形式体现，后端费用缩减。原材料成本有望继续下行，带动 2024 年毛利率改善。

- ◇ **百润股份：**公司 2023 年实现总营收 32.64 亿元，同比+25.85%；归母净利润 8.09 亿元，同比+55.28%。全年来看收入维持增长，强爽跃升为公司第一大单品势头良好，单四季度收入放缓主要系强爽去年同期快速走红基数较高。此外，微醺得益于场景复苏、包装换新、IP 合作等工作实现恢复；清爽进入零食量贩渠道寻找新增量，推出无糖等新口味，明确普适性场景。利润端单四季度公司利润略有承压，主要系一则同期基数较高，规模影响所致；二则公司销售费用投放力度加大，全年来看费用率良好控制同比下滑。公司 2024 年一季度实现总营收 8.02 亿元，同比+5.51%；实现归母净利润 1.69 亿元，同比-9.80%。收入端，高基数下维持正增，春节期间，强爽推出龙罐加强相关营销，清爽推动渠道铺货增长积极，358 产品矩阵持续打造，共同助力收入增长。利润端，费用投放加大，单季度盈利能力有所波动。
- ◇ **欢乐家：**23/23Q4 公司分别实现营收 19.23/6.17 亿元，同增 20.47%/15.58%；实现归母净利润 2.78/1.03 亿元，同增 36.85%/19.71%。收入端，椰汁及水果罐头共同发力，推动收入增长。公司 23Q4 椰汁增长良好，得益于进入春节备货期，且网点拓张及渠道下沉情况向好。黄桃罐头疫情热潮推动全年增长加速，23Q4 高基数压力下增速承压。此外，公司挖掘椰子水、厚椰乳等新兴业务，今年有望逐步放量。利润端，盈利能力改善主因：1) 包材辅料价格回落；2) 水果原料方面橘子增产，采购成本下降。3) 22Q2-3 对黄桃橘子罐头提价。24Q1 公司实现营业收入 5.51 亿元，同比+6.61%；实现归母净利润 0.82 亿元，同比-3.74%；实现扣非归母净利润 0.80 亿元，同比-5.14%。收入端，椰汁受益春节场景增长亮眼，新业务新渠道趋势积极。利润端，毛利率改善，终端开拓费用投放略有提升，公司销售费用率提升较多主要系公司在传统渠道加大了人员对终端市场的开拓和维护力度。
- ◇ **李子园：**公司 23/23Q4 分别实现营业收入 14.1/3.4 亿元，同比+0.6%/+0.2%；实现归母净利润 2.4/0.5 亿元，同比+7.2%/-27.3%。营收端，基地市场有所承压，2024 年股权激励下有望加速。分产品看，2023 年公司含乳饮料/其他实现营收 13.8/0.2 亿元，同比+1.6%/-39.8%，营收占比 98.3%/1.7%。2024 年，公司制定 18%收入增长激励目标，谋求渠道、产品新发展，有望边际向上改

善。利润端，单四季度利润承压，主要系补贴、营销等费用集中体现。24Q1 公司实现总营收 3.34 亿元，同比-3.17%；实现归母净利润 0.57 亿元，同比-3.79%。收入端，一季度有所下滑主要系去年同期基数较高，但整体基本符合全年节奏。伴随 2 月起复工复产，动销逐步改善库存下降。利润端，成本端带动毛利率改善持续体现，费用率有所提升主要系销售规模下降影响，净利率整体基本持平。

表22.主要软饮料公司财务情况

	2023			2024Q1						
	营收 (亿元)	yoy (%)	归母净利润 (亿元)	yoy (%)	净利率 (%)	营收 (亿元)	yoy (%)	归母净利润 (亿元)	yoy (%)	净利率 (%)
东鹏饮料	112.63	32.42	20.40	41.60	18.11	34.82	39.80	6.64	33.51	19.07
香飘飘	36.25	15.90	2.80	31.04	7.73	7.25	6.76	0.25	331.26	3.48
百润股份	32.64	25.85	8.09	55.28	24.80	8.02	5.51	1.69	-9.80	21.13
欢乐家	19.23	20.47	2.78	36.85	14.48	5.51	6.61	0.82	-3.74	14.90
李子园	14.12	0.60	2.37	7.20	16.78	3.34	-3.17	0.57	-3.79	17.03

数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 5 调味品：基础调味品 Q1 环比改善，复合调味品 B 端优于 C 端

调味品行业 2023 年整体逐步回暖,2024 年在低基数下有望延续。调味品板块 2023 年实现营收 495.11 亿元,同比+1.45%,实现归母净利润 97.36 亿元,同比+25.74%; 2024Q1 实现营收 30.24 亿元,同比+14.07%。渠道表现有所分化,基础调味品和复合调味品的餐饮 B 端表现均显著优于零售 C 端,主要因为下游餐饮行业持续修复,外出消费增加导致居家消费频次下降。从 BC 两端来看,行业内各企业不断挖掘自身能力,顺势而为,B 端企业顺应餐饮复苏趋势,依靠大 B 客户实现强劲增长;C 端因消费疲软导致有所承压,但各家仍积极通过新产品、新渠道、新区域创造增长动力。从 2024 年春节动销表现来看,调味品行业动销表现良好,消费需求有所回升。

图27.CS 调味品行业营收变动情况

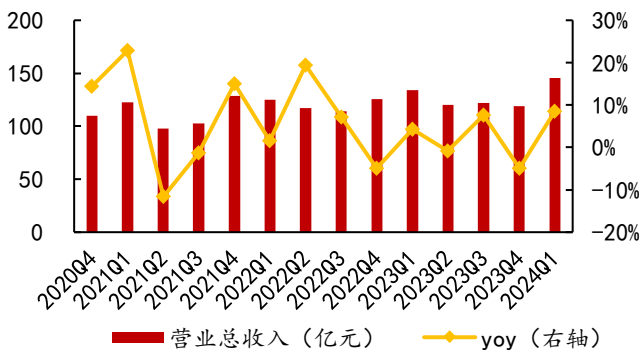
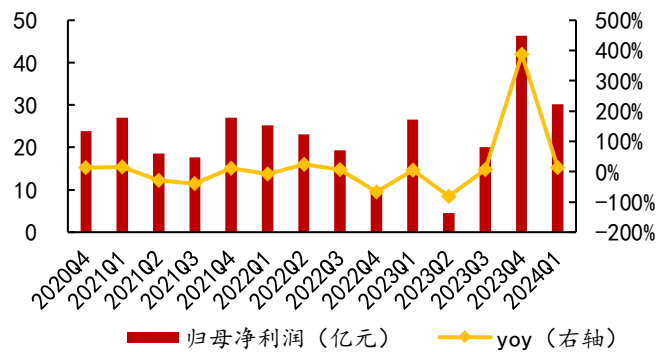


图28.CS 调味品行业归母净利润变动情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

数据来源：Wind，财通证券研究所

### 5.1 基础调味品：餐饮需求复苏确定，边际改善有望更进一步

**基础调味品 2023 年整体呈现弱复苏态势，边际改善或可持续。**1) 海天味业 2023 年整体承压，2024Q1 开门红顺利，核心品类呈现改善态势，后续随市场链及供应链的能力重构，未来表现仍有待观察；2) 中炬高新 2023 年主营有所承压，但随诉讼案和解，业绩扭亏为盈，同时出台股权激励和美味鲜百亿收入目标，深度绑定提振全司士气。2024Q1 利润表现超预期，奠定良好开端，后续随多项改革持续推进，重点提高产品覆盖率，公司业绩弹性较大；3) 千禾 2023 年业绩如期高增，以高性价比产品为抓手，丰富产品矩阵和价格带，2024 年公司将进一步加强全国化渠道建设，保证高速开商同时重视跟商，收入仍有望保持双位数增长。调味品行业目前正处于相对传统淡季，整体呈现趋稳发展的态势，随着餐饮恢复，渠道费用向终端动销环节倾斜，库存逐步梳理至良性水平。此外，基于 C 端零添加、健康化浪潮持续发酵，各公司顺势而为，积极丰富健康化产品矩阵，同时布局经销商渠道和下沉网点，且自身不断优化改革，我们静待改善释放。

◇ **中炬高新：开启蓄势之年，改革推进期待腾飞。**2023 年，公司实现营收 51.39 亿元，同比-3.78%，其中，2023Q4 营收 11.86 亿元，同比-14.37%。分品类看，鸡精鸡粉保持较高增速，得益于下游餐饮需求回暖；酱油有所承压，主因四季度组织架构改革影响所致。利润端，2023/2023Q4 毛利率为 32.71%/33.14%，同比+1.01pct/+1.49pct；毛利率有所提升，我们认为系 1) 调味品原材料采购单价下降；2) 产品结构优化。费用端，2023 年销售/管理/研发/财务费率同比+0.04/+1.28/+0.17/-0.04pct。销售费率提升主因营收有所承压，管理费率增加主因人员改革导致的费用支出增加。2024Q1 实现营收 14.85 亿元，同比+8.64%。分品类看，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品分别同比+13.44%/+16.83%/-5.54%/-0.31%。酱油恢复较好增长，我们认为系公司明确产品组合规划，资源集中下带来较好成效。利润端，2024Q1 毛利率为 36.98%，同比+5.57pct；净利率为 17.63%，同比+5.96pct。毛利率大幅改善主因原材料采购单价下降和采购模式调整。费用端，2024Q1 销售/管理/研发/财务费率同比-0.85/-0.04/-0.34/-0.04pct。销售费率下降系相关人员减少影响。展望 2024 年，成本改善持续推进，盈利有望呈现改善态势；但考虑到公司将加强渠道建设及产品推广，销售费率或有所提升。

◇ **千禾味业：2023 年营收如期高增，2024Q1 略有承压，渠道持续加速扩张下期期待提速。**2023 年，公司实现营收 32.07 亿元，同比+31.62%，其中，2023Q4 营收 8.95 亿元，同比+9.28%。分品类看，2023 年酱油/食醋分别实现营收 20.40/4.22 亿元，同比+34.85%/+11.75。酱油增速亮眼，主要得益于高性价比产品量增较高，在零添加产品系列中占比快速提升；食醋表现符合预期，得

益于品牌声量提升，以及产品普适性较高。利润端，2023/2023Q4 毛利率为 37.15%/35.40%，同比+0.59pct/-4.36pct；净利率为 16.54%/16.37%，同比+2.42/-1.37pct。2023 全年来看，毛利率略有提升，主因部分原材料采购成本有所下降导致；净利率改善明显主因规模扩大摊薄费用。费用端，销售费率下降系销售规模扩大，规模效应下有所摊薄；管理费率提升系限制性股权激励费用增加。2024Q1 营收 8.95 亿元，同比+9.28%。分品类看，酱油仍为业绩主要增长驱动力，2024 年开门红促销力度较大，2024Q1 在去年较高基数下仍实现较好增长。利润端，2024Q1 毛利率为 35.96%，同比-3.07pct；净利率为 17.32%，同比-0.42pct。毛利率和净利率均有所承压，虽然整体原材料成本呈现稳步下降，但我们预计开门红促销或有一定影响。费用端，2024Q1 销售/管理/研发/财务费率同比+0.12/-0.91/-0.24/-1.10pct，费用率控制较好，整体呈下降趋势。

**表23.基础调味品主要公司经营指标对比**

公司	项目	单位	2022年	2023年	2022年H1	2023年H1	2023年Q1	2023年Q2	2023年Q3	2023年Q4	2024年Q1	
海天味业	营业收入	亿元	256.1 (2.42%)	245.59 (-4.10%)	135.32(9.73%)	129.66(-4.19%)	69.81 (-3.17%)	59.85 (-5.34%)	56.85 (2.20%)	59.09 (-9.30%)	76.94 (10.21%)	
	净利润	亿元	61.98 (-7.09%)	56.27 (-9.21%)	33.93(1.21%)	30.96(-8.76%)	17.16 (-6.20%)	13.81 (11.74%)	12.32 (-3.24%)	12.98 (-15.20%)	19.19 (11.85%)	
	毛利率	%	35.68	34.74	36.63	35.91	36.93	34.73	34.54	32.34	37.31	
	净利率	%	24.22	22.97	25.08	23.94	24.69	23.06	21.73	22.06	25.06	
	主要产品收入	亿元	208.62 (-2.45%)	193.16 (-7.41%)								
	主要产品销量	万吨	366.53 (-6.76%)	344.29 (-6.07%)								
	单价	万元/吨	0.57 (4.63%)	0.56 (-1.43%)								
	存货	亿元	23.92	26.19	19.91	18.18	20.59	18.18	21.04	26.19	19.99	
存货周转天数	天	50.47	56.27	44.26	45.60	45.48	45.60	50.45	56.27	43.09		
千禾味业	营业收入	亿元	24.36 (26.55%)	32.07 (31.62%)	10.15(14.56%)	15.31(50.89%)	8.19 (69.81%)	7.12 (33.76%)	8.00 (48.45%)	8.75 (-0.82%)	8.95 (9.28%)	
	净利润	亿元	3.44 (55.35%)	5.30 (54.22%)	1.19(80.56%)	2.57(115.94%)	1.45 (162.94%)	1.11 (75.12%)	1.31 (90.43%)	1.43 (-8.47%)	1.55 (6.66%)	
	毛利率	%	36.56	37.15	35.37	38.29	39.03	37.43	36.87	35.40	35.96	
	净利率	%	14.12	16.54	11.71	16.76	17.74	15.64	16.30	16.37	17.32	
	主要产品收入	亿元	18.91 (25.78%)	24.63 (30.23%)								
	主要产品销量	万吨	44.74 (25.26%)	57.42 (28.33%)								
	单价	万元/吨	0.42 (0.42%)	0.43 (1.48%)								
	存货	亿元	5.95	7.49	5.66	6.54	6.75	6.54	6.93	7.49	6.98	
存货周转天数	天	137.48	120.02	157.96	119.02	114.52	119.02	119.98	120.02	113.62		
中炬高新	营业收入	亿元	53.41 (4.41%)	51.39 (-3.78%)	26.52(14.52%)	26.54(0.08%)	13.67 (1.46%)	12.88 (-1.36%)	12.99 (-0.38%)	11.86 (-14.37%)	14.85 (8.64%)	
	净利润	亿元	-5.92 (-179.82%)	16.97 (386.53%)	3.13(11.91%)	-14.43(-560.78%)	1.50 (-5.33)	15.93 (-1129.44%)	1.70 (61.35%)	29.69 (393.72%)	2.39 (59.70%)	
	毛利率	%	31.70	32.71	31.99	31.95	31.41	32.53	33.86	33.14	36.98	
	净利率	%	-10.38	33.80	12.58	-53.51	11.67	-122.68	14.04	250.80	17.63	
	主要产品收入	亿元	48.88 (7.08%)	48.66 (-0.46%)								
	主要产品销量	万吨	69.56 (4.29%)	69.83 (0.40%)								
	单价	万元/吨	0.70 (2.67%)	0.70 (-0.85%)								
	存货	亿元	16.70	16.18	16.26	15.92	16.44	15.92	15.88	16.18	15.46	
存货周转天数	天	165.17	171.13	164.85	162.53	159.07	162.53	165.02	171.13	152.18		

数据来源：Wind，财通证券研究所

注：营收的单位为亿元，括号中数值为对应的同比增速。

## 5.2 复合调味品：行业格局优化改善，小 B 端业绩弹性可期待

复合调味品行业景气度持续攀升，B 端加速恢复，C 端仍有承压。我们认为复调现迎来调整后新起点，一方面餐饮大盘稳健复苏，居民外出消费增长，助力 B 端高增长，另一方面终端需求疲态增加不确定性，部分公司 C 端承压。公司层面，新起点处再起航，头部企业迎来调整契机，重新规划组织架构、产品、渠道、产能及目标。各公司在整合存量业务方面持续精进，同时向空白领域布局补齐发展短板：1) 是精耕渠道，各公司以全渠道布局为导向，持续调整优化补齐短板，积极通过投入新媒体、深耕下沉渠道等方式提高渗透率；2) 是积极推新，需求多样性增加提升对企业服务响应能力要求，稳定的推新速度与好的新品质量为公司贡献增量；3) 是持续拓客，部分公司通过覆盖、挖掘多领域客户获得新增长点。营

收方面，复调头部企业均有所提升，受益于餐饮渠道复苏，日辰、宝立 B 端增速可观，天味并表食萃，线上小 B 迎来高增长。利润方面，受产品结构调整等因素影响，日辰、宝立、天味毛利率呈不同方向波动。在经历 2023 年的闭店潮后，2024 年中小餐饮逐步改善，对复合调味品的需求趋向平稳，带来稳定增量，我们预计今年小 B 端或迎来较大业绩贡献。

- ◇ **宝立食品：B 端稳健，C 端承压，公司大 B 业务竞争力持续强化。** 2023 年，公司实现营收 23.69 亿元，同比+16.31%，其中 2023Q4 实现营收 6.10 亿元，同比+8.61%。分品类看，2023 年复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料分别同比+29.32%/1.39%/8.28%。复调增速较高，主因 1) 疫后居民外出消费增长，2) 公司在大客户的新品 SKU 数量不断提升。轻烹有所承压，主因消费疲软。分渠道看，大 B 端仍稳健增长，扣除空刻营收 8.66 亿元，大 B 端预计实现较高增长。利润端，2023/2023Q4 毛利率为 33.14%/30.95%，同比-1.43/-4.41pct；净利率为 13.14%/10.88%，同比+1.82/-0.55pct。毛利率有所下滑，主要系 1) 相对低毛利 B 端业务占比提升；2) 复调产品结构调整致毛利率下滑 3.71pcts。费用端，各项费用均有所改善，或与规模效应有关，保障盈利稳定。2024Q1 实现营收 6.24 亿元，同比+15.72%。分品类看，复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料分别同比+27.7%/+5.8%/+0.6%。复调维持较好增长，主因春节错位，以及客户数量的增长和深耕。利润端，2024Q1 毛利率为 32.04%，同比-3.05pct；净利率为 10.75%，同比-3.79pct。毛利率有所下滑主要系 BC 端结构调整及产品结构调整，同时空刻促销毛利率亦有所下滑。费用端，2024Q1 销售/管理/研发/财务费率同比-1.24/-0.14/-0.26/+0.08pct，费用率控制较好，整体呈下降趋势。
- ◇ **天味食品：主业稳健食萃高增。利润变现亮眼，员工持股彰显信心。** 2023 年公司实现营收 31.49 亿元，同比+17.02%，其中 2023Q4 实现营收 9.15 亿元，同比+16.95%。分产品看，2023 年火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料分别同比+1.97%/+28.58%/+47.73%。火锅调料相对承压与终端消费需求疲软和公司重视程度有关；中式菜品调料增速较高，一方面是食萃并表，另一方面也与新品贡献有关；香肠腊肉调料表现亮眼，我们认为与公司加强该产品的全国化，以及猪价相对较低刺激需求有关。分渠道看，经销商方面，公司零售事业部整体表现稳定，同时持续推进优商扶商计划。电商新零售渠道方面，零售事业部和新零售事业部联动精耕线上业务带来高增长。食萃方面，2023 年实现营收（含税）2 亿元，净利润 3863.36 万元，顺利完成了业绩承诺，食萃并表为公司补齐短板，贡献线上渠道高增。利润端，2023/2023Q4 毛利率为 37.88%/40.30%，同比 +3.66/6.32pct；净利率为 14.78%/15.95%，同比 +2.13/3.55pct。毛利率的改善与原材料成本下降、产品结构改善以及促销费用

减少有关。费用端，公司通过优商扶商政策提升费效，且后续费用投放的精准度也将持续提升。此外，公司发布员工持股计划，以2023年营收为基数，2024/2025年收入增长不低于10%/26.5%。此次员工持续计划绑定了核心员工，覆盖范围较广，且价格为6.53元/股，具备较强的吸引力。2024Q1实现营收8.53亿元，同比+11.34%。分产品看，2024Q1火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料/其他产品分别同比+1.18%/+17.75%/+21.79%/+11.51%。其中，火锅底料有所承压，主要系大红袍销量不及预期；香肠腊肉调料保持高增主要得益于公司提前进行渠道布局，同时加大了该品类在新媒体领域的投入；中式复调呈现较好增长，主因并入部分食萃产品，且3月小龙虾铺货进展良好。利润端，公司2024Q1毛利率为44.05%，同比+3.43pct；销售/管理/研发/财务费率同比+2.18/-0.83/-0.06/+0.07pct；净利率为20.90%，同比+4.22pct。毛利率持续改善主因1)销售规模增加的同时原材料综合成本下降，2)产品结构改善（高毛利的冬调等产品占比提升）。此外，基于公司生产运营效率有所提升，且投资收益较同期增加较多，公司盈利能力大幅改善。

- ◇ **日辰股份：业务逐季修复，利润弹性可期。**公司2023年实现营收3.59亿元，同比+16.49%。其中，2023Q4实现营收0.94亿元，同比+24.11%。分业务看，2023年酱汁类调味料/粉体类调味料/食品添加剂分别同比+16.34%/+18.28%/-26.94%。粉体类、酱汁类均呈现较快增长态势，主要系餐饮渠道持续复苏态势，以及公司不断推新所致。分渠道看，一方面下游餐饮大盘的需求回暖带动公司合作的餐饮大客户的业绩持续修复，保证公司存量业务的稳健发展；另一方面，公司积极开拓新客户，积极抢占下游市场，并在食品加工业务渠道首次拓展知名休闲零食类客户。利润端，2023/2023Q4毛利率为38.77%/37.61%，同比-0.61pct/-0.46pct；净利率为15.70%/15.86%，同比-0.85/+3.15pct。毛利率有所下滑主因：1)收入结构有所变化；2)疫情期间大宗商品有所涨价，压缩利润空间；3)运费会计处理的会计政策影响。费用端，2023年销售费率略有上升主要系C端品牌投放提升所致；管理费下降主要系收入规模增长对费用的摊薄。2024Q1实现营收0.92亿元，同比+14.73%。分业务看，酱汁类保持较好业绩表现，主要得益于餐饮逐渐回暖，叠加新品上市带来较好增量贡献。分渠道来看，餐饮渠道稳健增长，西快大客户处于持续增长态势。食品加工渠道维持高增，主要系下游餐饮恢复间接带动食品加工客户需求提升。利润端，2024Q1毛利率为38.28%，同比-0.43pct；净利率为14.06%，同比+0.73pct。毛利率下滑系产品结构变化，大客户低毛利产品占比提升所致。成本端，整体相对持平稳，后续预计呈稳中有降态势。费用端，2024Q1管理费率同比-1.67pct主因2022-2023年股权激励计提的费用充回2024年。

表24.复合调味品主要公司经营指标对比

公司	项目	单位	2022年	2023年	2022年H1	2023年H1	2023年Q1	2023年Q2	2023年Q3	2023年Q4	2024年Q1	
天味食品	营业收入	亿元	26.91 (32.84%)	31.49 (17.02%)	12.14 (19.44%)	14.26 (17.42%)	7.66 (21.79%)	6.59 (12.72%)	8.08 (16.39%)	9.15 (16.95%)	8.53 (11.34%)	
	净利润	亿元	3.42 (85.11%)	4.57 (33.65%)	1.66 (119.61%)	2.08 (25.09%)	1.28 (27.74%)	0.8 (21.03%)	1.13 (44.06%)	1.36 (39.90%)	1.76 (37.20%)	
	毛利率	%	34.22	37.88	35.26	36.23	40.62	31.13	38.06	40.30	44.05	
	净利率	%	12.66	14.78	13.65	14.57	16.68	12.11	13.86	15.95	20.90	
	主要产品收入		26.89 (32.88%)	31.45 (16.95%)								
	主要产品销量	万吨	11.75 (23.67%)	12.93 (10.06%)								
	单价	万元/吨	2.29 (7.45%)	2.43 (6.26%)								
	存货	亿元	1.47	1.59	0.99	1.17	1.62	1.17	1.57	1.59	1.79	
	存货周转天数	天	25.90	28.15	23.72	26.09	30.54	26.09	29.11	28.15	31.93	
	日辰股份	营业收入	亿元	3.09 (-8.84%)	3.59 (16.49%)	1.45 (-0.36%)	1.63 (12.30%)	0.80 (7.21%)	0.83 (17.71%)	1.03 (16.86%)	0.94 (24.11%)	0.92 (14.73%)
净利润		亿元	0.51 (-37.19%)	0.56 (10.52%)	0.26 (-24.86%)	0.24 (-6.79%)	0.11 (-21.54%)	0.13 (9.99%)	0.18 (11.57%)	0.15 (54.90%)	0.13 (21.06%)	
毛利率		%	39.38	38.76	39.25	39.64	38.71	40.55	38.42	37.62	38.28	
净利率		%	16.55	15.70	17.62	14.63	13.33	15.88	17.24	15.86	14.06	
主要产品收入			3.08 (8.84%)	3.58 (16.22%)								
主要产品销量		万吨	1.86 (-12.34%)	2.31 (24.48%)								
单价		万元/吨	1.66 (4.00%)	1.55 (-6.64%)								
存货		亿元	0.33	0.32	0.32	0.37	0.36	0.37	0.35	0.32	0.36	
存货周转天数		天	61.11	53.03	64.44	64.18	63.32	64.18	56.58	53.03	53.86	
宝立食品		营业收入	亿元	20.37 (29.10%)	23.69 (16.31%)	9.11 (26.07%)	11.28 (23.86%)	5.39 (27.20%)	5.89 (20.94%)	6.31 (11.80%)	6.10 (8.61%)	6.24 (15.72%)
	净利润	亿元	2.15 (16.15%)	3.01 (39.78%)	0.93 (-3.86%)	1.66 (78.85%)	0.76 (82.37%)	0.90 (75.95%)	0.75 (23.68%)	0.60 (-2.98%)	0.61 (-20.36%)	
	毛利率	%	34.57	33.14	34.09	34.77	35.09	34.47	32.34	30.95	32.04	
	净利率	%	11.32	13.14	11.14	14.98	14.54	15.39	12.03	10.88	10.75	
	主要产品收入		20.26 (32.94%)	23.11 (14.04%)								
	主要产品销量	万吨	9.68 (6.14%)	12.28 (26.81%)								
	单价	万元/吨	2.09 (25.25%)	1.88 (-10.07%)								
	存货	亿元	2.20	2.67	1.90	2.11	2.22	2.11	2.36	2.67	2.52	
	存货周转天数	天	54.52	55.31	56.01	52.73	56.76	52.73	52.98	55.31	55.00	

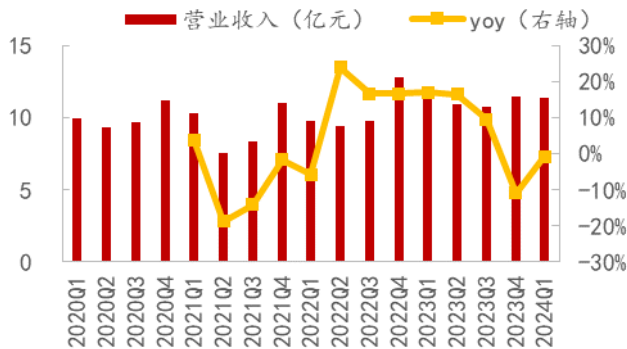
数据来源: Wind, 财通证券研究所

注: 营收的单位为亿元, 括号中数值为对应的同比增速。

## 6 速冻食品: 2024Q1 边际好转, 头部公司盈利能力稳定

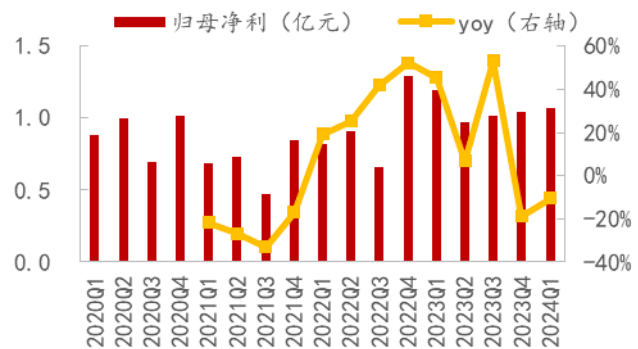
2023Q4 速冻食品行业总体有所承压, 我们预计与气候、春节错位的因素有关, 进入 2024Q1 有一定好转。从利润率角度来看, 行业整体 2023Q4 有一定价格竞争, 进入 2024Q1 旺季价格情况有所好转, 此外旺季规模效应下对费用端有所利好。

图29.速冻食品板块营收变动情况



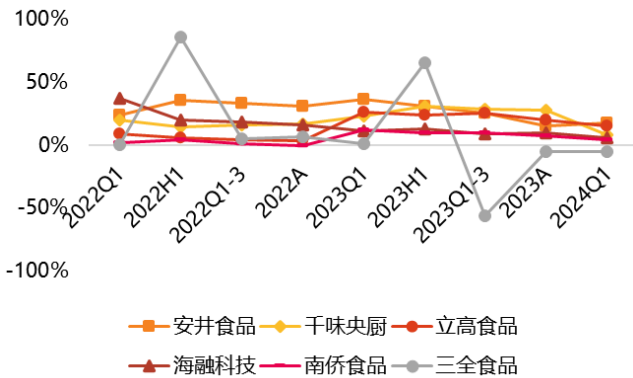
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图30.速冻食品板块归母净利润变动情况



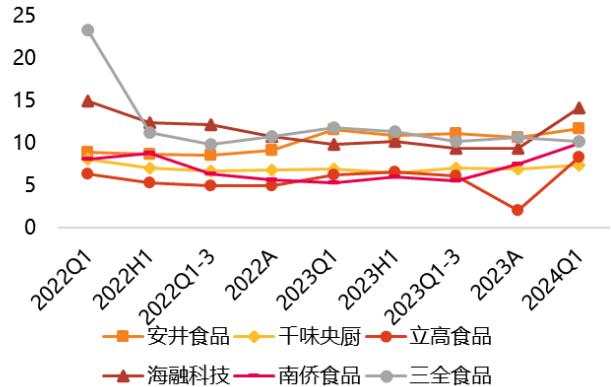
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图31.主要速冻食品公司 2022-2024Q1 营收增速 (%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图32.主要速冻食品公司 2022-2024Q1 净利率 (%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

- ◇ **安井食品:** 2023 年实现营收 140.45 亿元, 同比+15.29%; 归母净利润 14.78 亿元, 同比+34.24%; 2023Q4 实现营收 37.74 亿元, 同比-6.27%; 归母净利润 3.56 亿元, 同比-13.41%; 2024Q1 实现营收 37.55 亿, 同比+17.67%; 归母净利润 4.38 亿, 同比+21.25%。2023 年速冻面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别实现营收 25.45/26.27/44.09/39.27 亿元, 同比+5.40%/+10.22%/+11.76%/+29.84%。2024Q1 速冻面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别实现营收 6.38/7.85/12.73/9.55 亿元, 同比+4.42%/27.73%/31.48%/12.27%。
- ◇ **千味央厨:** 2023 年公司实现营收 19.0 亿元, 同比增加 27.7%; 归母净利润 1.3 亿元, 同比增加 31.4%。2023Q4 实现营收 5.7 亿元, 同比增加 25.0%; 归母净利润 0.4 亿元, 同比增加 24.1%。2024Q1 实现营收 4.6 亿元, 同比增加 8.0%; 归母净利润 0.3 亿元, 同比增加 14.2%。2023 年公司油炸/烘焙/蒸煮/菜肴及其他分别实现营收 8.7/3.6/3.7/3.0 亿元, 同比+24.2%/29.2%/26.4%/38.6%。部分新品表现亮眼, 烧麦类/年年有鱼/春卷类实现营收 1867/4672/5996 万元, 同比+158.0%/94.1%/76.3%。经销/直营分别实现营收 11.2/7.8 亿元, 同比+15.7%/49.9%, 其中前三大客户分别实现营收 4.0/1.3/0.7 亿元, 同比+68.5%/59.5%/43.1%。
- ◇ **立高食品:** 2023 年实现营收 34.99 亿元, 同比+20.22%; 归母净利润 0.73 亿元, 同比-49.21%。2023Q4 实现营收 9.17 亿元, 同比+6.67%; 归母净利润-0.85 亿元, 同比-297.22%。2024Q1 实现营收 9.16 亿元, 同比+15.31%; 归母净利润 0.77 亿元, 同比+53.96%。2023 年冷冻烘焙/奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原材料分别为 22.11/6.54/1.87/2.33/1.87 亿元, 同比+23.93%/+27.65%/-8.45%/+18.12%/-8.75%。分渠道来看, 2023 年流通渠道/商超渠道/餐饮及新零售渠道占比分别约为 55%/30%/15%, 同比持平/约 50%/翻两倍增长; 2024Q1

占比分别约为 51%/31%/17%，同比增长接近 25%/下降高单位数/增长超过 50%。2024Q1 盈利情况明显好转，2024Q1 实现毛利率 32.6%，同比+0.6pct；得益于原材料端集中采购带来的规模效应。2024Q1 销售/管理/研发费率同比 +0.2/-0.7/-0.1pct，管理费用率下降预计与股权激励费用减少有关。实现净利率 8.3%，同比+2.0pct。

**表25.速冻食品主要公司毛利率和净利率 (%)**

公司名称	指标	2021Q1	2021H1	2021Q1-3	2021A	2022Q1	2022H1	2022Q1-3	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1
安井食品	毛利率	26.49	24.05	21.98	22.12	24.20	21.86	21.06	21.96	24.71	22.10	22.06	23.21	26.55
	净利率	9.22	8.93	8.14	7.41	8.96	8.72	8.54	9.17	11.62	10.88	11.10	10.69	11.75
千味央厨	毛利率	22.15	21.52	21.84	22.36	22.56	22.47	22.71	23.41	23.95	23.24	22.94	23.70	25.45
	净利率	6.75	6.30	6.26	6.85	8.10	6.99	6.70	6.78	6.97	6.48	7.02	6.97	7.44
立高食品	毛利率	36.49	35.90	35.08	34.90	33.09	31.14	31.48	31.77	32.03	32.89	32.52	31.39	32.59
	净利率	12.65	10.93	10.07	10.05	6.36	5.32	4.89	4.93	6.26	6.57	6.08	2.02	8.30
海融科技	毛利率	53.26	47.21	45.75	43.66	36.31	34.48	33.72	32.98	34.34	34.51	34.35	35.07	38.04
	净利率	10.46	14.79	17.15	15.05	14.98	12.40	12.13	10.75	9.79	10.24	9.34	9.38	14.15
南侨食品	毛利率	38.80	37.29	34.81	31.12	26.20	25.87	23.19	21.73	19.93	21.86	22.51	23.76	27.00
	净利率	15.10	14.37	13.34	12.85	8.04	8.81	6.39	5.61	5.25	5.98	5.47	7.54	9.89
三全食品	毛利率	28.65	26.83	26.12	27.17	31.03	29.88	28.56	28.07	28.28	27.66	26.77	25.84	26.60
	净利率	23.31	7.63	7.58	9.22	23.31	11.28	9.86	10.78	11.78	11.34	10.20	10.62	10.19

数据来源：Wind，财通证券研究所

结合 2023Q4 和 2024Q1 来看，行业整体具备一定压力。但我们发现头部公司的盈利能力依旧表现亮眼，其中安井食品 2024Q1 主业净利率创新高，千味央厨 2024Q1 也实现了亮眼的净利率，立高食品由于成本回落和公司改革效果释放，2024Q1 净利率显著改善。我们认为市场对于速冻板块收入端承压的情况已经有所反应，目前预期已经比较中性谨慎，头部公司在盈利端仍有韧性，此外安井食品提升分红率、千味央厨发布回购预案等，都显示出公司对提升资本市场回报的重视。**重点推荐千味和安井、立高。**

- ◇ **安井食品：**2024Q1 实现开放红，目前原材料处于低位，下半年可能肉类会有一定上涨，但整体可控制，费用率预计保持平稳，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 158.01/176.90/195.23 亿元，同比+12.50%/11.95%/10.36%；归母净利润分别为 16.54/18.76/20.86 亿元，同比+11.91%/13.40%/11.20%，
- ◇ **千味央厨：**小 B 端我们预计仍是维稳，尤其公司有相对优势团餐渠道在当前环境下仍有不错的正增长，公司持续推进核心经销商建设。大 B 确定存在不确定性，公司大方向是在保持自身价格、利润底线的下，通过积极上新、拓展区域连锁客户等实现增长。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 21.9/26.2/29.8 亿元，同比+15.24%/19.60%/13.67%；归母净利润分别为 1.8/2.2/2.5 亿元，同比+34.21%/22.19%/13.76%。

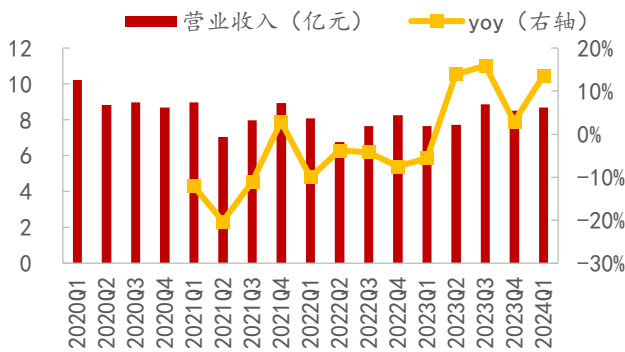
◇ **立高食品**：公司改善趋势显著，我们预计利润率的改善有一定确定性，公司在费用管控上的效果在 2024Q1 已经有所体现，后续可能还有提升空间。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 40.19/46.55/52.13 亿元，同比 +14.86%/15.83%/11.97%；归母净利分别为 3.03/3.66/4.66 亿元，同比 +315.31%/20.72%/27.27%，

## 7 休闲食品：渠道风口+公司内部提升，预计 2024 年仍是高增赛道

2023 年来看，盐津、甘源、劲仔表现亮眼，其中盐津和甘源在电商、零食量贩渠道的增量较为可观，劲仔大包装产品依旧保持不俗增速，新品鹌鹑蛋的驱动力逐步显现。2024Q1 松鼠表现最为突出，得益于公司性价比战略的成功。

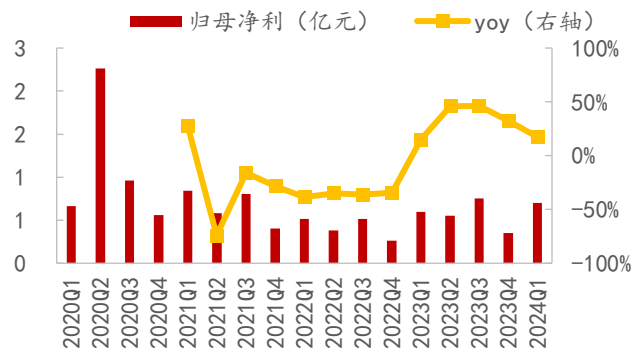
从利润率来看，大部分公司从 2023 年下半年以来净利率都逐步提升，2024Q1 这一趋势也得到延续，其中除了盐津以外，大部分公司利润率提升都来自于成本端的改善。

图33.休闲食品板块营收变动情况



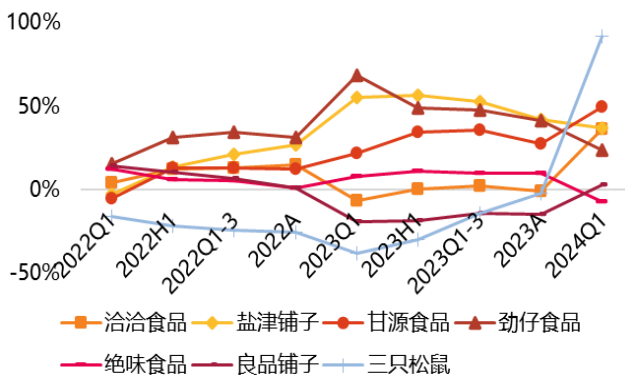
数据来源：Wind，财通证券研究所

图34.休闲食品板块归母净利润变动情况



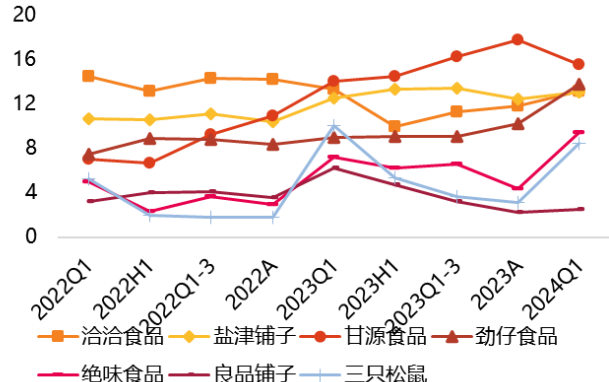
数据来源：Wind，财通证券研究所

图35.主要休闲食品公司 2022-2024Q1 营收增速 (%)



数据来源：Wind，财通证券研究所

图36.主要休闲食品公司 2022-2024Q1 净利率 (%)



数据来源：Wind，财通证券研究所

- ◇ **盐津铺子**：2023 年实现营收 41.15 亿元，同比+42.22%；归母净利润 5.06 亿元，同比+67.76%。2023Q4 实现营收 11.1 亿元，同比+20.22%；归母净利润 1.10 亿元，同比+32.64%。2024Q1 公司实现营业总收入 12.23 亿元，同比增长 37.00%；归母净利润 1.60 亿元，同比增长 43.10%。**产品端**：辣卤零食营收 14.82 亿元、同比+56.71%，其中魔芋营收 4.76 亿元、同比+84.95%；休闲烘焙营收 6.27 亿元、同比+12.75%；深海零食营收 6.19 亿元、同比+10.65%；薯类零食营收 3.6 亿元、同比+29.98%；蛋类零食营收 3.19 亿元、同比+594.52%；果干坚果营收 2.67 亿元、同比+37.19%；蒟蒻果冻布丁营收 2.17 亿元、同比+125.67%；其他营收 2.25 亿元、同比+2.73%。**渠道端**：直营渠道营收 3.34 亿元、同比-10.03%；经销和其他渠道营收 29.52 亿元、同比+40.35%；电商渠道营收 8.28 亿元、同比+98.04%。**公司持续聚焦核心品类，供应链不断优化，升级数字化和智造制造能力，产品力稳步提升；精耕全渠道战略。未来还将聚焦品牌建设，打造产品矩阵，推动高质量发展。**
- ◇ **甘源食品**：2023 年实现收入 18.5 亿元，同比增长 27.36%；实现归母净利润 3.29 亿元，同比增长 107.82%。2023Q4 实现收入 5.34 亿元，同比增长 10.85%；实现归母净利润 1.15 亿元，同比增长 66.99%。2024Q1 实现收入 5.86 亿元，同比增长 49.75%；实现归母净利润 0.92 亿元，同比增长 65.30%。**分产品**：综合果仁/青豆/瓜子仁/蚕豆/其他收入同比增长 32%/26%/18%/11%/43%，新品口味性坚果、薯片、米饼有亮眼表现。**分渠道**：经销/电商收入同比增长 28%/+29%。**2024 年展望**：1) 收入端看点：传统渠道新的适配已经逐步铺货、在 Q1 有体现出成果，抖音在搭建团队中，海外持续推进。2) 费用端预计稳中有降，棕榈油成本有抬升，目前看情况锁价。
- ◇ **劲仔食品**：2023 预计实现营业收入 20.65 亿元，同比+41.26%；归母净利润 2.09 亿元，同比+68.17%；2023Q4 预计实现营业收入 5.72 亿元，同比+26.51%；归母净利润 0.76 亿元，同比+122.61%。公司 2024Q1 实现营收 5.4 亿元，同比+23.58%；实现归母净利润 0.74 亿元，同比+87.73%。**分品类**：鱼制品/豆制品/禽肉制品（包含鹌鹑蛋）/蔬菜制品（主要是魔芋）分别实现营收 12.91/2.17/4.52/0.72 亿元，分别同比增长 25.87%/18.68%/147.56%/88.24%，其中鹌鹑蛋销售额突破 3 亿元。**分渠道**：线下/线上实现营收 16.49/4.16 亿元，分别同比增长 43.00%/34.76%。**2024 年继续稳扎稳打**：一方面大包装产品持续增加终端布局，提升在现代渠道的品牌露出，另一方面鹌鹑蛋继续稳扎稳打，在原材料掌控、产能布局、渠道管理、品牌建设上预计会有进一步强化。
- ◇ **洽洽食品**：2023 年实现营收 68.1 亿元，同比-1.1%；归母净利润 8.0 亿元，同比-17.8%。2023Q4 实现营收 23.3 亿元，同比-6.9%；归母净利润 3.0 亿元，同比-15.1%。2024Q1 实现营业收入 18.22 亿元，同比+36.39%；归母净利润

2.4 亿元，同比+35.15%。**分产品：**葵花子/坚果类/其他产品分别实现营收 42.7 亿元/17.5 亿元/7.2 亿元，分别同比-5.4%/+8.0%/+1.5%。**分地区：**南方区/北方区/东方区/电商/海外分别实现营收 21.8 亿元/13.9 亿元/19.4 亿元/7.2 亿元/5.2 亿元，分别同比-1.3%/-5.9%/-0.7%/-1.3%/+7.7%。2024Q1 收入超预期，预计主要系坚果实现高增。公司毛利率持续改善，得益于葵花籽成本回落。

◇ **绝味食品：**2023 年实现营业收入 72.61 亿元，同比+9.64%；归母净利润 3.44 亿元，同比+46.63%。2023Q4 实现营业收入 16.30 亿元，同比+8.45%；归母净利润-0.45 亿元，同比减少 0.58 亿元。2024Q1 实现营收 16.95 亿元，同比-7.04%，归母净利润 1.65 亿元，同比+20.02%。2023 年鲜货类产品/包装产品/加盟商管理/其他主营业务分别实现收入 57.7 亿元/2.8 亿元/0.8 亿元/9.7 亿元，同比+6.1%/32.8%/11.4%/33.8%。公司门店数量同比净增加 874 家至 15950 家。从门店类型来看，2023 年公司社区及沿街/商超综合体/其他类型门店数量分别为 73%/19%/8%（2022 年同期分别为 71%/20%/9%）。

表 26. 休闲食品板块主要公司毛利率和净利率（%）

公司名称	指标	2021Q1	2021H1	2021Q1-3	2021A	2022Q1	2022H1	2022Q1-3	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1
洽洽食品	毛利率	30.68	30.53	31.15	31.96	30.86	29.29	30.47	31.96	28.52	24.52	25.43	26.75	30.43
	净利率	14.32	13.79	15.34	15.53	14.51	13.14	14.32	14.21	13.33	9.97	11.30	11.80	13.21
盐津铺子	毛利率	44.02	40.51	39.80	35.71	38.59	37.50	36.35	34.72	34.57	35.34	34.45	33.54	32.10
	净利率	14.17	4.92	4.97	6.77	10.67	10.64	11.09	10.43	12.56	13.36	13.43	12.47	13.06
甘源食品	毛利率	39.22	37.16	34.55	35.10	34.85	32.10	33.95	34.26	36.35	35.60	36.32	36.24	35.39
	净利率	12.18	6.81	9.03	11.87	7.03	6.69	9.24	10.91	14.10	14.47	16.30	17.81	15.58
劲仔食品	毛利率	27.66	27.08	26.51	26.83	26.56	27.59	26.04	25.62	25.98	26.26	26.47	28.17	30.02
	净利率	9.48	8.70	8.48	7.55	7.46	8.90	8.78	8.35	9.00	9.08	9.05	10.27	13.80
绝味食品	毛利率	34.49	34.61	33.55	31.68	30.31	28.02	26.47	25.57	24.30	23.31	24.15	24.77	30.03
	净利率	15.42	15.62	19.58	14.77	4.99	2.36	3.65	2.93	7.22	6.20	6.57	4.37	9.40
良品铺子	毛利率	31.16	31.90	29.51	26.77	26.30	27.47	28.17	27.57	29.16	28.95	28.54	27.75	26.43
	净利率	3.98	4.38	4.84	3.03	3.22	3.99	4.10	3.54	6.23	4.75	3.18	2.23	2.54
三只松鼠	毛利率	31.39	31.13	30.71	29.38	29.56	27.86	27.55	26.74	28.27	24.97	24.74	23.33	27.40
	净利率	8.58	6.69	6.26	4.21	5.23	2.00	1.75	1.77	10.09	5.31	3.70	3.09	8.46

数据来源：Wind，财通证券研究所

2024Q1 大部分零食公司都有亮眼表现，其中有量贩零食的红利、春节礼盒场景的助力、抖音渠道的红利等等。整体来看，我们认为零食赛道 2024 年仍处于有渠道风口的阶段，量贩零食和抖音渠道都有较强的增长确定性。除此之外，各家零食公司也不断在提升自身的内功，比如盐津在不断完善供应链能力、同时注重提升品牌力，甘源不断完善渠道建设，松鼠实现了供应链效率优化的转型等等。**展望 2024 年，我们认为结合渠道红利，叠加各家公司自身的效率优化和能力提升，预计零食赛道仍会是增速较快的赛道。推荐劲仔食品、盐津铺子、甘源食品。**

- ◇ **劲仔食品：**预计鹌鹑蛋新产能逐步释放，会进一步拓展空白渠道。我们预计公司 2024-2026 年营收为 26.23/32.42/37.61 亿元，分别同比增长 27.02%/23.59%/16.00%；归母净利为 3.05/3.74/4.48 亿元，分别同比增长 45.71%/22.55%/19.63%，
- ◇ **甘源食品：**公司渠道组织价格逐步理顺，2024 年开始逐步导入新品。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 23.48/28.28/32.95 亿元，同比增长 27.10%/20.44%/16.51%；实现归母净利润 4.07/4.92/5.72 亿元，同比增长 23.78%/20.90%/16.16%。
- ◇ **盐津铺子：**经营性净利率往 3-5 年展望还有提升空间；公司再次强调产品力领先的战略、核心通过原材料+生产端优化达到总成本领先，中长期维度公司的成长驱动力已经从渠道过渡到品类扩张。我们预计公司 2024-2026 年营收为 51.35/61.99/72.33 亿元，同比+24.78%/20.73%/16.68%；归母净利为 6.45/8.54/10.86 亿元，同比+27.61%/32.34%/27.08%。

## 8 投资建议：政策预期再起，重视顺周期方向

近期随着 4 月政治局会议的召开、多地地产政策的调整、美联储降息预期的提升，我们认为政策和外部资金环境正逐步向着宽松积极的方向演绎。随着财报季的落地，食品饮料板块的配置性价值已经被重新定义，一方面是来自业绩的稳定性，核心公司基本都能实现双位数增长，另一方面是分红率的提升，龙头公司当前估值水位下已经具备 3%左右的股息率，且行业现金流优质，ROE 有望随分红持续提升，板块边际配置价值正在持续提升。叠加政策预期的强化，我们认为二季度应该加大食品饮料行业的配置，以顺周期方向为先，一是配置性价值强的白酒板块，二是预期较低的餐饮链（餐供和啤酒），三是自下而上的标的选择（东鹏、香飘飘、中炬高新、松鼠）。

- ◇ **白酒板块：**24Q1 头部酒企实现稳健开门红预期强，24Q2 淡季批价是重点关注要素。估值角度来看，白酒企业仍处于阶段性估值低点，配置性价比凸显。后续 24Q2 来看，批价或可维持稳步提升态势，在总需求偏弱的背景下，白酒抗风险能力较强，配置价值强，是顺周期下的首选板块。建议关注自身业绩稳定性强的茅台、汾酒、古井、迎驾、今世缘；以及估值具有性价比的五粮液、老窖。
- ◇ **大众品板块：**关注低预期的餐饮链，同时自下而上精选个股。从去年四季度至今，餐饮链整体的表现较为疲软，主因外部需求环境弱，大部分公司估值都已经回落到了 20x 以内，市场预期较低。后续随着经济预期的持续抬升，餐饮需求有望回暖，带动产业链收入提速。1) 直接受益的是餐饮供应链，量

的逻辑有望持续强化，当前股价已经隐含了下游价格战、压价等预期，随着收入提升，有望持续修复，推荐安井、千味，关注立高、宝立、日辰；**2) 间接受益的是啤酒**，主要是餐饮场景恢复带动吨价提升，行业β有望强化，重点关注青啤（5月金股）和燕京，关注重啤。3) 除餐饮链外，自下而上，维持饮料（东鹏、香飘飘）、中炬高新、松鼠的推荐。

## 信息披露

### ● 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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。