

场环境下韧性突出。飞天茅台近期批价已经企稳反弹，五粮液控货基础下核心市场华东表现稳健，高端酒仍然以极强的品牌力保持稳健运营，预计 Q1 高端酒及地产龙头业绩仍然具有较好表现。

3、大众品需求整体稳健，部分成本原材料价格稳中有降，包括大豆、油脂、糖蜜等等，企业端毛利率有望持续改善。休闲零食、饮料行业保持高景气度，新渠道为行业内公司带来重要增量机会。啤酒、常温液奶需求稳定且处于结构性升级阶段。重点推荐高景气板块标的东鹏饮料、盐津铺子、甘源食品，高股息伊利股份以及具有结构升级潜能的青岛啤酒、华润啤酒。同时建议关注具有拓新品或改革预期的调味品及餐饮链标的。

#### ◆ 【白酒】白酒配置机会凸显·金徽酒业绩表现亮眼

金徽酒业绩表现亮眼，茅台批价企稳反弹。本周金徽酒发布Q1业绩，收入、利润同比分别增长20%、22%，合同负债亦呈现稳定增长；产品结构上看，300元以上产品同比增长超过85%，消费升级趋势良好。公司凭借优异的市场掌控力实现增长表明地产酒发展机会仍然明显。另外，本周飞天茅台批价企稳反弹，高端白酒仍然具有优异的自我调节能力及市场平衡度。

白酒配置机会凸显，坚定龙头酒企价值。近期在茅台批价波动的冲击下白酒板块回调明显，Q1金徽酒已经展现出较好的业绩韧性及增长健康度，茅台批价也企稳反弹。3月社零数据在高基数下仍然实现较好增长，酒企估值仍处于近五年较低位置，配置机会凸显。优质品牌动销率明显占优，亦可通过渠道扩张继续提高市占率，全年成长性仍然较好。

重点推荐品牌优势突出的贵州茅台，泸州老窖，五粮液及动销表现优秀的地产酒龙头山西汾酒，古井贡酒，今世缘等，同时建议关注次高端酒企珍酒李渡、舍得酒业、酒鬼酒等。

#### ◆ 【啤酒】：龙头具备配置价值·股息率有望提升

24年3月全国啤酒产量同比下滑6.5%。由于去年同期高温及经销商备货节奏因素，24Q2仍面临一定压力，行业需求仍处于修复阶段。当前市场风险偏好有所回落，股息率成为检验安全边际的重要指标。啤酒行业处于资本开支末期，良好的回款账期和稳定的经营现金流使啤酒企业具有提升分红的能力，青啤等国企对于股东投资回报的重视度在逐步提升。各啤酒厂商纷纷聚焦纯生这一具有中国特色的高端产品。纯生在国内消费者心智中具有高端属性，终端价格在10元左右，其低度清爽口感尤其受到南方地区消费者的欢迎。华润、青岛在纯生系列中具有较强品牌优势，有望顺应当下市场消费需求。喜力、重庆、乐堡、U8等强势品牌也加大了区域渗透和全国化趋势，进一步帮助企业完成8-10元价格带的卡位布局，吨价方面仍维持个位数增长态势。成本方面受益于酿酒原料采购价格回落，预计24年吨成本降幅在1-2个百分点。啤酒竞争格局稳健，龙头经过调整后已经具备配置价值。基本面角度维持华润啤酒、青岛啤酒并列第一判断，同时建议关注燕京啤酒。

#### ◆ 【乳制品】：成本维持低位·渠道费用投放有所加大

年初至今原奶及海外大包粉持续低位运行，有利于降低乳企毛利率压力。当前需求端仍处于恢复通道中，部分常温液奶、流通大单品折扣力度环比有所上行，双寡头竞争格局下全年费用投放仍然趋紧，内生利润率提升是伊利、蒙牛重要的全年目标之一。随着消费环境逐步恢复，液奶需求侧预计全年有望实现中个位数增长。产品结构方面金典、安慕希、特仑苏、纯甄等高端产品增速略快于平均。当下市场风格更偏向于经营风险低、现金流充沛、股息率高的标的。伊利股份符合上述特征，当前股息率接近4%配置价值值得关注。受出生率影响婴配粉行业竞争压力加大，成人奶粉市场正在加速扩大，企业加码银发经济投入。伊利、蒙牛动态PE(2024)处于过去十年估值底部区间。相比上一轮周期，龙头市占率和市场地位进一步巩固。

◆ **【调味品&速冻】：Q1 业绩逐渐兑现·关注基本面稳健标的**

本周部分企业一季报披露，表现明显分化。桃李面包、安琪酵母 Q1 增长存在压力，收入分别为-5.15%及 2.52%。仲景食品 Q1 表现较为亮眼，收入同比实现 22.78%的增长，主要得益于品类拓展叠加渠道渗透。从消费基本面来看，今年消费仍旧延续弱复苏趋势，压制了企业的增长预期，但部分企业仍能通过新品+下沉渠道等方式逆市扩张。在当前时点，市场关注 Q1 财报表现，本周部分标的呈现明显回调，也与今年餐饮维持大力度折扣，市场对于餐饮相关产业链标的的业绩存在担忧引起，对于标的选择更为慎重，期待有超预期的标的。考虑到市场回调较多，而目前大部分标的已经达到较低估值水平，建议优先布局具备业绩安全性+后续持续释放增长弹性的标的，包括：1) 消费需求恢复是当前市场关注重点，餐饮消费场景最为受益，近期各类消费数据也验证了大家此前预期，预计相关产业链企业动销有望持续改善，建议关注餐饮链相关企业千味央厨、安井食品、立高食品、宝立食品等；2) 复调行业基本面稳健，成长性相对较强，且分红率相对较高，建议关注天味食品、颐海国际。3) 有较强的改革预期，潜在动能有望释放，如中炬高新等。4) 渠道铺货较快，产品契合健康化发展方向，如千禾味业等。

◆ **【软饮料&休闲食品】三只松鼠一季报超预期·零食板块继续高景气度**

三只松鼠一季度实现营收 36.46 亿元、同比+91.83%，归母净利 3.08 亿元、同比+60.80%，扣非净利 2.63 亿元、同比+92.84%，超出市场预期。结合劲仔食品、盐津铺子一季报预告，我们此前判断Q1 多数零食类上市公司均保持高增得到验证。抖音渠道的爆款打造和流量推送，让三只松鼠和盐津铺子的线上业务都获得了快速增长，公司自身的供应链改造也提升了盈利能力。零食板块内的公司抓住渠道机遇，同时推出新品类占据新渠道增量收入，去年爆发的鹌鹑蛋产品给不少公司带来的良好增长，板块内高成长标的继续享有配置价值，推荐盐津铺子、甘源食品、劲仔食品，以及成本改善的洽洽食品，关注战略调整良品铺子、三只松鼠。

近期东鹏饮料与浙江天草生物科技股份有限公司、安徽农业大学茶树生物学与资源利用国家重点实验室达成合作，将共建茶叶深加工及饮品开发联合研究中心，将会覆盖茶叶原料风味特性、加工工艺、贮存风味和香味变化、茶产品研发及应用等方面。4月1日，农夫山泉宣布推出东方树叶“2024年春季限定特级龙井新茶”，这也是该口味的第3季回归。行业内龙头公司对茶饮行业继续加深布局，2024年我们预计茶饮行业进一步扩容。东鹏饮料公司多元化战略坚定推进，无糖茶、VIVI 鸡尾酒有望复制补水啦的路径，为公司营收增长注入新动力。饮料行业延续高景气度，我们维持推荐饮料板块内的东鹏饮料、农夫山泉。

◆ **重点推荐：**贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、金徽酒、舍得酒业和珍酒李渡等。食品股继续看好：安井食品、千味央厨、宝立食品、天味食品、颐海国际、中炬高新、千禾味业、蒙牛乳业、新乳业、洽洽食品、绝味食品、东鹏饮料、青岛啤酒、重庆啤酒、华润啤酒、燕京啤酒。

◆ **风险提示：**需求复苏不及预期，近 2 年受宏观环境等因素影响经济增长有所降速，国民收入增长亦受到影响，未来中短期居民收入增速恢复节奏和消费力的提升节奏可能不及预期；食品安全风险，近年来食品安全问题始终是消费者的关注热点，产业链企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险；成本波动风险，近年来食品饮料上游大宗商品价格波动幅度有所加大，高端白酒作为高毛利品类受原材料价格波动影响较小，但是低档酒和调味品等成本占比较高的品类盈利水平可能受原材料价格波动影响相对较大。

## 目录

一、近期跟踪.....	6
1.1 东鹏饮料：2023 完美收官，2024 年开门红高增可期.....	6
1.2 燕京啤酒：组织改革卓有成效，23 年业绩超预期.....	7
1.3 香飘飘：盈利能力改善，旺季即饮有望加速.....	9
1.4 桃李面包：需求延续弱复苏，经营表现仍承压.....	10
二、成本指标变化：铝合金、棕榈油环比下降.....	12
三、本周市场回顾.....	15
3.1 板块整体表现：大盘上涨，食品饮料板块表现弱于大盘.....	15
3.2 按子行业划分：乳品涨幅最大，其他酒类跌幅最大.....	15
3.3 按市值划分：300 亿以上板块表现最优.....	16
3.4 沪股通、深股通标的持股变化.....	17
四、近期报告汇总.....	21
1. 东鹏饮料：2023 完美收官，2024 年开门红高增可期.....	21
2. 燕京啤酒：组织改革卓有成效，23 年业绩超预期.....	21
3. 香飘飘：盈利能力改善，旺季即饮有望加速.....	21
4. 桃李面包：需求延续弱复苏，经营表现仍承压.....	21
五、本周行业要闻和重要公司公告.....	22
5.1 行业要闻.....	22
5.2 重要公司公告.....	23
六、下周公司股东大会安排.....	25

## 图表目录

图表 1：糖蜜现货价（元/吨）.....	12
图表 2：大麦市场价（美元/吨）.....	12
图表 3：生鲜乳价格（元/公斤）.....	13
图表 4：白鲢鱼价格（元/公斤）.....	13
图表 5：大豆市场价（元/吨）.....	13
图表 6：白条鸡批发价（元/公斤）.....	13
图表 7：猪肉价格（元/公斤）.....	13
图表 8：白砂糖零售价（元/公斤）.....	13
图表 9：铝合金价格（元/吨）.....	14
图表 10：瓦楞纸出厂价（元/吨）.....	14
图表 11：浮法平板玻璃市场价（元/吨）.....	14
图表 12：棕榈油均价（元/吨）.....	14
图表 13：主要鸭副市场价格（元/公斤）.....	14

图表 14: 主要鸭副市场价格同比 .....	14
图表 15: 以 2013 年 1 月 1 日为基期, 食品饮料板块指数与上证综指走势对比(日变化) .....	15
图表 16: 申万各子行业一周涨跌幅排名 .....	15
图表 17: 一周各子板块涨跌幅排名 (%) .....	16
图表 18: 一周各子板块市场表现 .....	16
图表 19: 市值划分板块一周涨跌幅 .....	17
图表 20: 按市值划分板块年初以来涨跌幅 .....	17
图表 21: 本周食品饮料沪深股通前十大活跃个股情况 .....	17
图表 22: 食品饮料行业沪深股通持股比例 (截至 04.19) .....	17
图表 23: 下周安排 .....	25

## 一、近期跟踪

### 1.1 东鹏饮料：2023 完美收官，2024 年开门红高增可期

#### 核心观点

公司陆续推出椰汁、鸡尾酒、茶饮料等多款新品，上新补水啦和无糖茶的口味，均以高性价比优势切入市场，表现亮眼。公司制定了以能量饮料为第一发展曲线，以电解质饮料、咖啡饮料为第二发展曲线，以茶饮料、常温油柑汁等产品为战术和孵化产品的发展战略，逐渐从单一品类向多品类综合饮料集团发展。公司已对 PET 等原材料进行锁价，23Q4 白砂糖价格环比回落，随着新品规模效应不断释放，公司 2024 年开门红高增可期，盈利能力有望继续提升。

#### 事件

##### 公司发布 2023 年年报

公司 2023 年营收 112.63 亿元，同比增长 32.4%，营收+合同负债变动合计 122.43 亿元，同比增长 37.7%；归母净利润 20.4 亿元同比增长 41.6%；扣非归母净利润 18.7 亿元，同比增长 38.3%。

单 Q4 看，营业收入为 26.22 亿元，同比增长 40.88%，营收+合同负债变动合计 33.13 亿元，同增 54.49%。归母净利润为 3.84 亿元同比增长 39.7%；扣非归母净利润为 3.68 亿元，同比增长 27.7%。

#### 简评

##### 东鹏特饮破百亿·第二曲线显现

2023 年公司持续推进全国化战略，深耕细化渠道网点，不断加强渠道运营能力，与公司保持稳定合作的经销商数量从 2779 家增加至 2981 家，覆盖全国 100%地级市，活跃终端网点增长至 34 多万家（22 年末为超 300 万家）。

分产品来看，23 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%，23Q4 东鹏特饮实现营收 23.42，同比+31.55%。补水啦及大咖合计收入约 5.75 亿，占比 5.11%。据尼尔森 IQ 公开发布的数据，202 年，东鹏特饮 500ml 瓶装饮料，按销售金额排名成为中国市场饮料单品 SKU 第三位。东鹏特饮在中国能量饮料市场中销售量占比由2022 年末的36.70%提升至43.02%，排名保持第一；销售额占比由2022 年末的26.62% 提升至 30.94%，排名稳居第二。

分区域看，两广区域持续稳健增长，全国化持续放量。23 年广东/华东/华中/广西/西南/华北分别实现营收 37.61/15.16/14.0/9.83/11.15/10.10 亿元，同比+12.14%/48.41%/32.84%/9.82%/64.71%/64.83%，其中 23Q4 分别实现营收 8.22/3.14/2.82/2.15/2.98/1.91 亿元，同比+20.5%/65.3%/16.5%/9.5%/66.6%/8.2%。

##### 原材料成本下行·盈利能力提升

公司 23 年毛利率 43.07%，同比提升 0.75pcts，其中 23Q4 毛利率 44.9%，同比提升 0.52pcts。虽然白糖采购价有所提升，但受益于PET、纸箱等其他原材料采购价格下降幅度较大，公司毛利率整体提升。公司 23 年销售管理费用率分别为 17.36%/3.27%，分别同比提升 0.32pcts/0.27pcts，主要系销售费用中的宣传推广费用、管理费用中的职工薪酬、会议费等有所提升，整体费用率可控。随着公司新品产销量不断爬坡，规模效应逐步释

放，费用投放效率有望持续优化。公司已对 PET 等原材料价格进行锁价，23 年 9 月以来白砂糖价格环比持续下行，公司 2024 年盈利能力有望继续提升。

### “能量+”矩阵进一步完善·新品类成长可期

公司加快品类布局，推出椰汁、鸡尾酒、茶饮料等多款新品，持续扩产产品矩阵，市场反馈良好。公司制定以能量饮料为第一发展曲线，以电解质饮料、咖啡饮料等为第二发展曲线，以茶饮料、常温油柑汁等产品为战术和孵化产品的发展战略，打造以“能量+”为主的多元化产品矩阵，通过孵化新品，不断扩大产品竞争边界，积极培育第二曲线产品，公司在推出乌龙上茶后，2024 年将陆续推出普洱上茶、茉莉上茶等多种口味选择，逐渐从单一品类向多品类综合饮料集团发展，我们看好公司电解质饮料、无糖茶等新品类逐步成长为大单品，成为平台化饮料企业。

**盈利预测与投资建议：**国内能量饮料竞争格局激烈变革，东鹏通过全国化不断提升市占率，我们看好公司大单品东鹏特饮持续放量。公司仍在全国化稳步拓展过程中，同时不断拓展第二成长曲线，极高的性价比与差异化成为市场开拓的有力抓手。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 143.66/178.09/213.71 亿元，同比增长 28%/24%/20%，净利润分别为 27.0/34.05/40.82 亿元，同比增长 32%/26%/20%，对应 PE 分别为 27/22/18 倍，公司为饮料板块高成长标的，维持“买入”评级。

**风险提示：**1. 功能饮料行业竞争加剧：红牛诉讼案若有新的进展，胜者一方可能会加大广告和市场投入，加剧市场竞争。其他品牌若为了提高市占率，也可能会加大对消费者的争夺。2. 对单一产品过于依赖：公司营收依赖功能饮料产品，其他饮料类产品营收占比较小，若功能饮料市场饱和，则会对公司整体增速产生重大影响。3. 新增产能投放进度低于预期：公司产能充足保障了生产供应销售，若产能投放较慢导致产能不足，则会影响公司销售节奏。4. 省外扩张低于预期：省外市场在公司营收中占比逐步提升，华东、西南、华中市场增长迅速，若省外市场对公司产品接受度不高则会影响公司全国化的进展。

## 1.2 燕京啤酒：组织改革卓有成效，23 年业绩超预期

### 核心观点

成本端，铝材、瓦楞纸、玻璃价格等包材价格同比回落，澳麦双反取消，公司利润弹性逐步释放，2024 年大麦成本端有望进一步改善。公司 U8 大单品延续放量增长，改革持续推进，带动公司盈利能力持续提升。公司持续推进大单品发展战略，持续推进九大变革，强化卓越管理体系建设、市场建设、供应链建设、数字化信息化建设等重点工作，不断强化总部职能，同时通过定岗定编优化用工模式，提升人均效率，市场活力不断增强。目前看公司高端化进程以及产能优化方面仍有显著的提升空间。随着公司大单品战略及改革的持续推进，盈利水平及经营效率改善有望进一步释放盈利弹性。

### 事件

#### 公司发布 2023 年年度报告

公司 2023 年实现营业收入 142.13 亿元，同比增长 7.66%，归母净利润 6.45 亿元，同比增长 83.01%。

公司 2023 年 Q4 实现营业收入 17.97 亿元，同比降低 4.41%，归母净利润-3.11 亿元，去年同期亏损 3.58 亿。

简评

### 销量增长超越行业·U8 高速增长

2023 年公司啤酒销量 394.24 万吨，同比增长 4.57%，吨价（以啤酒收入计算）3322 元，同比增长 2.8%，其中 Q4 公司啤酒销量 51.2 万吨，同比降低 2.39%，吨价（以总收入计算）3514 元，同比降低 2.1%。

分产品看，公司 2023 年中高档产品营收 86.79 亿元，同比增长 13.32%，占收入 66.26%，同比提升 3.4pcts。普通档产品营收 44.20 亿元，同比降低 2.33%。23H2 中高档产品营收 41.0 亿元，同比增长 13.9%，普通档营收 19.4 亿元，同比降低 9.3%。燕京 U8 销量同比增长超 36%。

子公司方面，子公司桂林漓泉2023 年营收40.65 亿元，同比增长6.25%，净利润6.92 亿元，同比增长28.38%，净利率 17.02%，同比提升 2.92pcts，23H2 漓泉营收 20.3 亿元，同比降低 2.7%，净利润 3.8 亿元，同比增长 23.9%，净利率 18.8，同比提升 4.0pcts。子公司惠泉啤酒 2023 年营收和净利润分别为 6.14/0.49 亿元，分别同比增长 0.04%/21.85%，净利率 7.98%，同比提升 1.48pcts，亦实现利润率提升。

### 降本增效持续推进·盈利提升空间显著

公司 2023 年员工数量为 21405 人，同比下降 9.7%，其中生产人员 9295 人，同比下降 16.2%，而公司人均薪酬 12.99 万元，同比提升 11.3%，人员优化降本增效持续推进。2023 年公司新增辞退福利 1.38 亿元同比增长 159%，其中 23H2 新增辞退福利 5194 万元，同比增长 136%，员工优化仍将持续。2023 年公司毛利率 37.63%，同比提升 0.19pcts。2023 年销售/管理费用率分别为 11.08%/11.4%，分别同比-1.29/+0.7pct，管理费用率提升主要系职工薪酬增长，预计为短期一次性费用。公司 2023 年归母净利润率为 4.54%，同比提升 1.87pcts，扣非归母净利润率为 3.52%，同比提升 1.46pcts。

### 积极推进大单品战略·2024 年高增可期

公司强调战略大单品在全集团战略的核心地位，在稳固 U8 核心战略地位的基础上，着力稳固塔基产品，加快提高中高档产品占比，公司陆续推出燕京鲜啤 2022、燕京 U8plus、燕京 S12 皮尔森、燕京狮王精酿系列，以及近年的区域产品漓泉 1998、惠泉一麦等，有望组成全国大单品、全国特色单品、区域大单品区域特色单品产品矩阵，将持续带动公司整体产品结构优化、促进市场结构升级、实现经销网络升级。2024 年燕京啤酒将紧紧围绕高质量发展的主题，以变革为主线，以创新为驱动，以强大品牌、夯实渠道培育客户、深耕市场、精实运营为发展路径，扎实推进各项战略举措和重点保障任务，实现公司有质量、高质量、可持续性的发展。

**盈利预测：**预计 2024-2026 年收入分别为 156.39、169.92、181.77 亿元，同比增长 10.04%、8.65%、6.97%，预计归母净利润9.14、11.44、13.81 亿元，同比增长41.79%、25.15%、20.72%，对应 EPS 分别0.32、0.41、0.49 元，对应 PE 估值 29.9、23.9、19.8 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示：

- 1、竞争加剧风险：目前国内啤酒市场集中度不断提升，竞品不断增加可能会导致国内中高端产品市场竞争进一步加剧，导致广告、促销等市场费用持续增长，影响企业盈利水平。
- 2、原材料价格波动风险：啤酒原料、包材等原材料占啤酒生产成本的大部分，原材料价格上涨会明显降低企业盈利水平。若未来包材或大麦等原材料价格出现超预期上涨，可能会使得企业盈利不及预期。
- 3、改革进度低于预期：公司国企改革有望解决产能冗余和人员冗余问题，提升企业经营效率和盈利水平如果改革进程较慢，企业盈利提升或低于预期。

4、违规风险：2024 年 2 月，公司因信批不合规问题收到北京证监局警示函，若后续出现相关问题，可能对公司经营产生影响。

### 1.3 香飘飘：盈利能力改善，旺季即饮有望加速

#### 核心观点

公司加快即饮新品的推广和培育，培育第二成长曲线，推进“二次创业”，围绕 Meco 果汁茶、兰芳园冻柠茶两款核心产品，大力推进团队和渠道建设，果汁茶恢复增长，冻柠茶正式上市首年实现税前销售收入超 2 亿元，市场潜力得到充分验证。全年来看冲泡业务随外部市场环境改善，稳健增长；即饮产品动销有望提速，为公司带来新业务增量，随着铺货网点增加，公司即饮业务有望进一步增长。

#### 事件

##### 公司发布 2023 年年报和 2024 年一季度报告

公司 2023 年实现总营收 36.25 亿元，同增 15.9%，其中单 Q4 营收 16.47 亿元，同增 3.06%；公司 2024 年第一季度营收 7.25 亿元同增 6.76%。

公司 2023 年实现归母净利润 2.8 亿元，同比增长 31.04%，扣非归母净利润 2.31 亿元，同比增长 32.76%，其中单 Q4 归母净利润 2.77 亿元，同比下滑 4.2%，扣非归母净利润 2.71 亿元，同比下滑 2.37%；公司 2024 年第一季度归母净利润 0.25 亿元，同比上升 331.26%，扣非归母净利润 0.2 亿元，同期 23Q1 亏损 700 万元

#### 简评

##### 双轮驱动增长·冲泡表现平稳

分业务看，公司 2023 全年冲泡类/即饮类营收分别为 26.86/9.0 亿元，分别同比+9.37%和+41.16%，单 Q4 冲泡类/即饮类营收为 14.76/1.58 亿元，分别同比-1.12%/59.86%；2024 年 Q1 公司冲泡类/即饮类实现营收 4.85/2.33 亿元，分别同比+5.46%/+10.12%。23Q4 冲泡业务受基数影响略有下滑，全年看符合市场预期，Q1 冲泡业务受 3 月库存调整等因素影响，表现平稳

分渠道看，公司 2023 年经销商 / 电商 / 出口 / 直营分别为 32.6/2.5/0.2/0.6 亿元，同比增长 15.6%/7.0%/16.8%/119.3%，2024 年 Q1 公司经销商/电商/出口/直营的营收分别实现 6.14/0.7/0.05/0.29 亿元，同比+6.56%/-9.52%/9.94%/117.66%。截止 2023 年末，公司共有经销商 1531 家，较年初净增加 199 家，

截止 2024 年 Q1，公司共有经销商 1611 家，报告期内净增 80 家，伴随即饮业务的开拓，公司即饮专职经销商数量大幅提高。

##### 毛利率提升·即饮费用投放增加

成本端，受益于植脂末、包材等原材料采购成本下降和公司提价效果显现，2023 全年公司毛利率同比提升 3.73pcts 至 37.53%，单 Q4 同比提升 3.15pcts 至 43.89%；2024 年第一季度公司毛利率同比提升 2.62pcts 至 33.64%。费用端，2023 全年公司销售费用率同比+5.8pcts 至 23.73%，主要系增加广告费及市场推广费支出、组建即饮销售团队增加人力支出，公司组建独立的即饮销售团队，专注运营即饮业务板块，通过引进 600 多名专业销售人才，最终搭建起了专业化的即饮销售团队；2024 年第一季度公司销售费用率同比-2.81pcts 至



24.01%。2023 全年公司管理费用率同比下滑1.08pcts 至6.28%，单Q4 管理费用率同比上升0.04pcts 至3.88%；2024 年第一季度公司管理费用率同比下滑 0.33pcts 至 7.65%。公司 2023 全年实现归母净利率 7.73%，同比上升 0.89pcts，单Q4 实现归母净利率 16.81%，同比下滑 1.27pcts，2024 年第一季度公司实现归母净利率 3.48%，同比上升 2.62pcts。未来即饮业务规模提升有望带动公司利润率持续改善。

### 即饮团队优化·持续推进管理改革

公司自 2023 年初开始组织即饮销售团队，公司加大资源投入力度，招募 600 多名饮料销售专业人才，与公司原团队组建了一支千人规模的独立即饮业务销售团队，23 年 4 月底开始初步独立运作，经过近一年的调整与磨合，团队凝聚力和人员稳定性均持续提升。新任总裁杨总在消费品行业积累多年，管理经验丰富，有望带动公司经营管理效率进一步提升，公司持续推进管理改革，2024 年成效有望进一步展现。

**盈利预测：**根据公司经营情况，我们预计 2024-2026 年公司实现收入 42.61、48.42、53.70 亿元，实现归母净利润 3.46、4.43、5.25 亿元，对应 PE 为 20、16、13。

**风险提示：**1) **原材料价格上涨风险：**若包材、植脂末原材料价格出现超预期上涨将对公司盈利造成较大压力2) **行业竞争加剧：**饮料行业品牌众多，且行业巨头具备强渠道和复制竞品的能力，若行业内出现竞争加剧的情况，将对公司经营造成不利影响；3) **新品表现不及预期：**公司新品前期需要投入很多费用，若公司新品的市场表现不及预期，将对公司业绩端的后续增长造成影响；4) **消费者偏好变化：**公司经典产品冲泡奶茶已经具有多年历史，但年轻消费群体口味变化多样，若消费者偏好出现巨大变化，则对公司业务出现重大冲击。

## 1.4 桃李面包：需求延续弱复苏·经营表现仍承压

### 核心观点

一季度市场需求整体延续去年以来的弱复苏趋势，其中 1 月在春节出行消费带动下，预计公司销售表现相对较好，而 2-3 月受春节错期等因素影响，经营表现较弱。分区域来看，西南地区经营表现相对靠前，销售同比实现增长，而其余区域销售均有所下滑盈利方面，公司 24Q1 毛利率为 23.10%，同比下降 0.83pcts，预计主要与新产能爬坡阶段相关费用摊销较多、面粉原料价格仍处高位等因素有关，致使公司单季盈利表现仍有承压。后续若需求端能够逐步复苏，公司经营效率有望进一步改善，折旧等成本端压力减轻，带动业绩表现回暖。

### 事件

公司公布 2024 年一季度报告：

报告期内·公司实现营业收入 14.00 亿元·同比下降 5.15%；归母净利润 1.15 亿元·同比下降 16.95%；扣非后归母净利润 1.0 亿元·同比下降 16.54%。

### 简评

#### 市场需求改善缓慢·单季营收同比下滑

一季度市场需求整体延续去年以来的弱复苏趋势，其中 1 月在春节出行消费带动下，预计公司销售表现相对较好，而 2-3 月受春节错期等因素影响，经营表现较弱。分区域来看，西南地区（占比 12.75%）经营表现相对靠前，销售同比增长3.40%，而其余区域销售均有所下滑。具体地，公司 24Q1 销售占比较高的东北（占比37.15%）

/华东（占比 32.69%）/华北地区（占比 23.35%）对应营收同比下滑 13.86%/3.69%/4.62%；其余区域方面，华南（占比 7.67%）/西北（占比 6.96%）/华中地区（占比 3.37%）对应销售同比下滑 10.11%/2.84%/1.65%。经销商数量方面，截至 24Q1 末公司共拥有经销商 982 家，较 23 年末净减少 3 家，基本保持稳定。

### 毛利率同比下降·盈利表现仍承压

公司 24Q1 毛利率为 23.10%，同比下降 0.83pcts，预计主要与新产能爬坡阶段相关费用摊销较多、面粉原料价格仍处高位等因素有关。费用方面，公司 24Q1 销售/管理/研发/财务费率同比变动分别为-0.12/+0.21/+0.05/+0.26pcts，费率整体相对稳定，其中财务费率较高主要系当期利息支出增加所致，最终使得公司 24Q1

归母净利率同比下降 1.17pcts 至 8.23%，毛利率同比下滑致使公司盈利能力仍有所承压。

### 坚定全国化布局·关注需求改善进展

公司致力于全国市场布局，在东北、华北等成熟市场加强销售渠道细化和下沉，并针对华东、华南两大潜力市场加强开拓，有序推进各地产能项目建设，不断提升市场服务能力。短期受市场需求缓慢恢复、下游需求日益多元、零售渠道碎片化等外部环境影响，公司经营面临一定压力，但公司也在积极适应变化，加强新品研发，丰富渠道合作模式，加强产销数字化建设，依托多地产能布局优势，巩固和提升市占率。若后续需求端能够逐步复苏，公司经营效率有望进一步改善，折旧等成本端压力减轻，带动业绩表现回暖。

### 盈利预测：

我们预计 2024-2026 年公司实现收入 73.62、79.49、85.07 亿元，实现归母净利润 6.33、7.19、7.94 亿元，对应 EPS 为 0.40、0.45、0.50 元/股。

### 风险提示：

1) 市场拓展不及预期的风险：公司早期在东北、华东、西南等地市场开拓效果较好，后续在开拓华南等行业竞争更加激烈的市场时，存在更强的市场渗透阻力，若公司无法寻求有效的应对手段，将对公司的长期增长空间判断造成不利影响。2) 原材料成本上涨风险：尽管油脂等价格在 22 年下半年开始逐渐企稳回落，但由于油脂等原料大宗属性强，其价格波动更加难以预测，若后续原料价格出现进一步上行，将对公司业绩表现造成压力。3) 产品竞争力下降风险：烘焙行业产品品类多，迭代快，公司不断加强新产品的开发和推广，以适应当前消费习惯和消费潮流的变化趋势。若后续无法及时跟进消费者需求变化，将对公司的业务增长造成不利影响。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/045312303104011203>