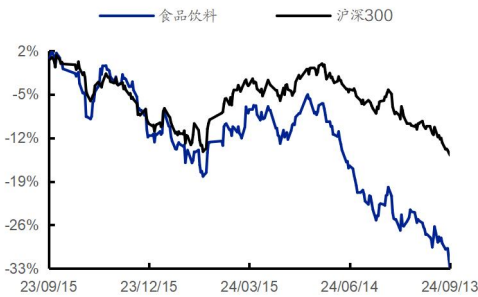


研究所：
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn
 联系人：景皓 S0350124030009
 jingh@ghzq.com.cn

淡季承压，需求分化孕育新机 ——食品饮料行业 2024 年半年报总结

最近一年走势



行业相对表现

表现	2024/09/13		
	1M	3M	12M
食品饮料	-10.6%	-18.9%	-33.8%
沪深 300	-5.3%	-10.4%	-15.5%

相关报告

- 《食品饮料行业周报：白酒业绩分化，关注中秋旺季需求（推荐）*食品饮料*刘浩铭，秦一方》——2024-08-26
- 《食品饮料行业周报：宏观数据略承压，茅台批价持续回升（推荐）*食品饮料*刘浩铭，秦一方》——2024-08-18
- 《食品饮料行业周报：多重因素促板块企稳反弹，性价比凸显（推荐）*食品饮料*刘浩铭，秦一方》——2024-08-11
- 《食品饮料行业周报：促进内需消费政策频出，关注板块反弹机会（推荐）*食品饮料*刘浩铭，秦一方》——2024-08-04
- 《食品饮料行业周报：茅台开启营销变革，大众品关注中报催化（推荐）*食品饮料*刘浩铭，秦一方》——2024-07-28

投资要点：

- **整体消费环境偏弱，食品饮料板块 Q2 同比增速有所回落。**2024H1 食品饮料板块收入/归母净利润分别同比+3.58%/+14.31%，其中 2024Q2 板块收入/归母净利润分别同比+0.06%/+12.06%，收入和利润同比增速环比均有所回落。白酒整体好于非白酒，2024Q2 白酒收入同比增速仍在 10% 以上，而非白酒板块同比增速下滑至-5.5%；利润端，白酒同比增速约为 12%，非白酒同比增速在剔除异常值后仅为 0.43%。
- **白酒：增长压力显现，关注结构性机会。**
 - (1) **整体增速同比回落，分化加剧。**2024H1 营收/归母净利润同比分别 +13.4%/+14.5%，2024Q2 营收/归母净利润同比分别 +11.1%/+12.1%，同比增速环比 Q1 均有所回落。商务宴请、礼赠等场景承压，而去年表现亮眼的宴席市场今年也相对平淡，行业的动销压力终于开始体现报表，收入利润普遍放缓。
 - (2) **收入端：高端酒稳健增长，回款端及现金流承压。**2024Q2 营收同比增速：高端酒 (+14.2%) > 区域次高端龙头 (+10.8%) > 区域酒企 (-8.6%) > 三四线次高端 (-11.1%)。淡季渠道回款意愿偏弱，合同负债表现弱于收入端，2024Q2 白酒板块整体合同负债环比分别 -5.7%。现金流端承压，销售收现同比增速普遍低于收入同比增速，龙头酒企经营稳健。
 - (3) **利润端：利润弹性收窄，费用投放加大。**2024Q2 高端白酒利润弹性相对稳健，区域次高端龙头利润同比增速环比下滑，下滑幅度：三四线次高端 (-50.7pct) > 次高端区域龙头 (-10.4pct) > 高端白酒 (-2.0pct) > 区域酒企 (+190.1pct)。2024Q2 毛利率/销售净利率同比 +1.1pct/+0.3pct。酒企加大营销费用投入，销售费用率普遍上行，2024Q2 板块整体销售费用率同比 +0.8pct，税金及附加费用率同比 +0.4pct，部分酒企通过费用或税费调节保障业绩增长。
 - (4) **提升分红彰显龙头担当，高股息构筑安全边际。**此次中报业绩期，贵州茅台和洋河股份推出分红规划，在上半年需求端整体承压的情况下，体现出龙头酒企积极回馈股东的担当和决心。按照 9 月 6 日收盘价计算，2023 年股息率超 3% 的白酒上市公司有：洋河股份 (6.2%)，舍得酒业 (5.1%)，泸州老窖 (4.9%)，口子窖 (4.2%)，五粮液 (4.0%)，贵州茅台 (3.6%)。

(5) 展望未来：预计下半年行业分化进一步加剧，关注中秋旺季表现和结构性机会。展望 2024Q3 及下半年业绩表现，我们认为行业分化将进一步加剧：高端酒同比增速回归平稳；区域次高端龙头中，经营扎实，有大本营市场的白酒公司业绩或将保持稳健增长态势，而没有基地市场，品牌和渠道能力较弱的白酒公司业绩或将出现下滑。长期来看，白酒行业仍具备穿越周期的韧性，随着宏观经济复苏，市场信心回升，白酒板块估值有望迎来修复。

- **啤酒及其他酒类：成本下行提振啤酒盈利能力，关注百润股份威士忌新品。**2024 年上半年啤酒行业整体承压，Q2 业绩同比增速环比下滑。但在结构优化+成本下行下，板块盈利能力持续提振，行业高端化趋势不改。其他酒类中，重点关注百润股份下半年威士忌新品催化。
- **大众品：淡季需求承压，费用投放部分对冲成本利好。**剔除非经常性损益的影响后，2024H1 大众品收入、归母净利润分别同比 -2.9%/-0.9%，受益于渠道扩张、产品创新及出行链景气，休闲食品及软饮料表现较优，其他板块需求有所承压。我们认为 2024H1 大众品消费展现出 5 大共性趋势：1) 消费降级趋势下白牌涌现，龙头上市企业或未能充分受益。2) 分场景来看，户外>居家>餐饮。3) 渠道分流仍在继续。4) 竞争加剧，费用投放部分对冲成本利好。5) 健康化、下沉市场消费、出海等方向仍有结构性机会。
- **拆分 2024H1 各板块收入及归母净利润同比增速：收入端**，休闲食品 (16.7%)>软饮料 (14.4%)>调味品 (5.8%)>烘焙 (-1.3%)>预制速冻 (-1.4%)>其他食品 (-5.9%)>卤制品 (-8.0%)>肉制品 (-8.1%)>乳制品 (-8.5%)。**利润端**，对调味品及乳制品板块异常值进行剔除后，预制速冻 (30.9%)>软饮料 (27.2%)>调味品 (13.1%)>肉制品 (13.0%)>烘焙 (11.2%)>休闲食品 (10.6%)>卤制品 (10.0%)>其他食品 (-19.1%)>乳制品 (-23.1%)。
- **分板块来看：**
 - 1) **休闲零食板块：**2024 年以来受益于零食量贩和抖音渠道红利以及品类红利，板块景气度高，积极把握红利的企业收入增长弹性依旧较高，推荐关注三只松鼠、盐津铺子、劲仔食品。
 - 2) **软饮料板块：**无糖茶、电解质水品类景气度高，东鹏饮料、农夫山泉、统一、康师傅在老品扩容和新品放量下，收入取得稳健增长。展望后续，终端能力强且具备持续扩品能力的企业经营具备韧性，建议关注东鹏饮料、统一企业中国、康师傅控股。
 - 3) **调味品及餐饮供应链：**2024H1 餐饮行业在高基数下同比增速趋缓，竞争加剧并向供应链传导。受行业 β 压制，2024Q2 公司收入同比增速普遍有所放缓，但部分调味品龙头如安琪酵母、海天味业仍具备 α 逻辑。
 - 4) **乳制品：**原奶供大于求，渠道结构变革，承压明显。展望后续，

奶价走弱下上游牧业压力尽显，随着供给的出清及需求的回暖，奶价供需平衡有望愈行愈近，倘若奶价后续止跌企稳，建议关注后龙头乳企伊利股份、蒙牛乳业的投资机会。

- **行业评级及投资策略：**中长期来看，白酒需求具有较强韧性，具备穿越周期的能力；大众品关注健康化、下沉市场消费、出海等结构性机会。我们维持食品饮料行业“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 餐饮渠道恢复低于预期；2) 宏观经济波动导致消费升级速度受阻；3) 行业政策变化导致竞争加剧；4) 原材料价格大幅上涨对企业利润端造成影响；5) 重点关注公司业绩或不及预期；6) 食品安全事件。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2024/9/13 股价	EPS (元/股)			PE			投资 评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600519.SH	贵州茅台	1,304	59.49	69.34	80.12	21.92	18.81	16.28	买入
600809.SH	山西汾酒	150	8.56	10.33	12.01	17.54	14.54	12.51	买入
000858.SZ	五粮液	109	7.78	8.69	9.62	14.03	12.57	11.35	买入
000568.SZ	泸州老窖	101	9.02	10.38	11.96	11.18	9.71	8.43	买入
000596.SZ	古井贡酒	142	8.68	11.12	13.69	16.38	12.79	10.39	买入
603369.SH	今世缘	36	2.52	3.14	3.86	14.15	11.33	9.22	买入
603589.SH	口子窖	35	2.87	3.38	3.96	12.11	10.28	8.78	买入
603919.SH	金徽酒	16	0.65	0.81	0.98	24.63	19.77	16.34	增持
002304.SZ	洋河股份	73	6.65	6.81	7.17	10.97	10.71	10.17	买入
600197.SH	伊力特	14	0.72	0.82	0.93	19.36	17.00	14.99	买入
600132.SH	重庆啤酒	52	2.76	2.92	3.14	18.95	17.93	16.66	增持
600600.SH	青岛啤酒	54	3.14	3.47	3.85	17.19	15.53	14.02	买入
002568.SZ	百润股份	16	0.78	0.82	1.01	20.72	19.71	16.00	买入
603288.SH	海天味业	36	1.01	1.12	1.22	35.50	32.01	29.39	增持
600298.SH	安琪酵母	32	1.46	1.59	1.81	22.13	20.32	17.85	买入
600872.SH	中炬高新	16	2.20	0.97	1.20	7.38	16.75	13.54	增持
600887.SH	伊利股份	22	1.64	2.01	1.95	13.15	10.73	11.06	买入
600419.SH	天润乳业	7	0.45	0.74	0.95	15.30	9.31	7.25	买入
605499.SH	东鹏饮料	224	5.10	6.70	8.40	43.95	33.45	26.68	买入
603345.SH	安井食品	69	5.04	5.88	6.65	13.68	11.72	10.37	买入
002557.SZ	洽洽食品	25	1.58	2.02	2.34	15.75	12.35	10.66	增持
002991.SZ	甘源食品	49	3.53	4.32	5.34	13.99	11.43	9.25	买入
603886.SH	元祖股份	12	1.15	1.36	1.55	10.05	8.50	7.46	增持
001215.SZ	千味央厨	22	1.58	1.52	1.89	13.90	14.45	11.62	买入
002847.SZ	盐津铺子	40	2.64	2.37	2.97	15.16	16.87	13.46	买入
002946.SZ	新乳业	9	0.50	0.62	0.76	18.64	15.03	12.26	增持
003000.SZ	劲仔食品	11	0.48	0.68	0.86	22.28	15.63	12.36	买入
300783.SZ	三只松鼠	16	0.55	1.00	1.39	28.84	15.86	11.41	买入
603711.SH	香飘飘	10	0.68	0.79	0.94	15.21	13.09	11.00	买入
603317.SH	天味食品	9	0.43	0.50	0.57	19.68	17.12	15.02	增持

资料来源: Wind, 国海证券研究所

内容目录

1、消费环境偏弱，板块分化加剧.....	8
2、白酒：增长压力显现，关注结构性机会.....	10
2.1、二季度业绩同比增速环比回落，内部分化加剧.....	10
2.2、收入端：高端酒稳健增长，回款端及现金流承压.....	12
2.3、利润端：利润弹性收窄，费用投放加大.....	14
2.4、提分红彰显龙头担当，高股息构筑安全边际.....	16
2.5、展望未来：预计下半年行业分化进一步加剧，关注中秋旺季表现和结构性机会.....	17
3、啤酒及其他酒类：成本下行提振啤酒盈利能力，关注百润股份威士忌新品.....	19
4、大众品：淡季需求承压，费用投放部分对冲成本利好.....	22
4.1、休闲食品：板块间分化，存在渠道或品类红利企业表现更优.....	25
4.2、软饮料：成本优化下毛利率改善，东鹏饮料领跑行业.....	29
4.3、调味品及餐饮供应链：Q2需求承压，期待旺季修复.....	32
4.4、乳制品：供需矛盾激化下，行业持续承压.....	38
5、行业评级及投资策略.....	41
6、风险提示.....	41

图表目录

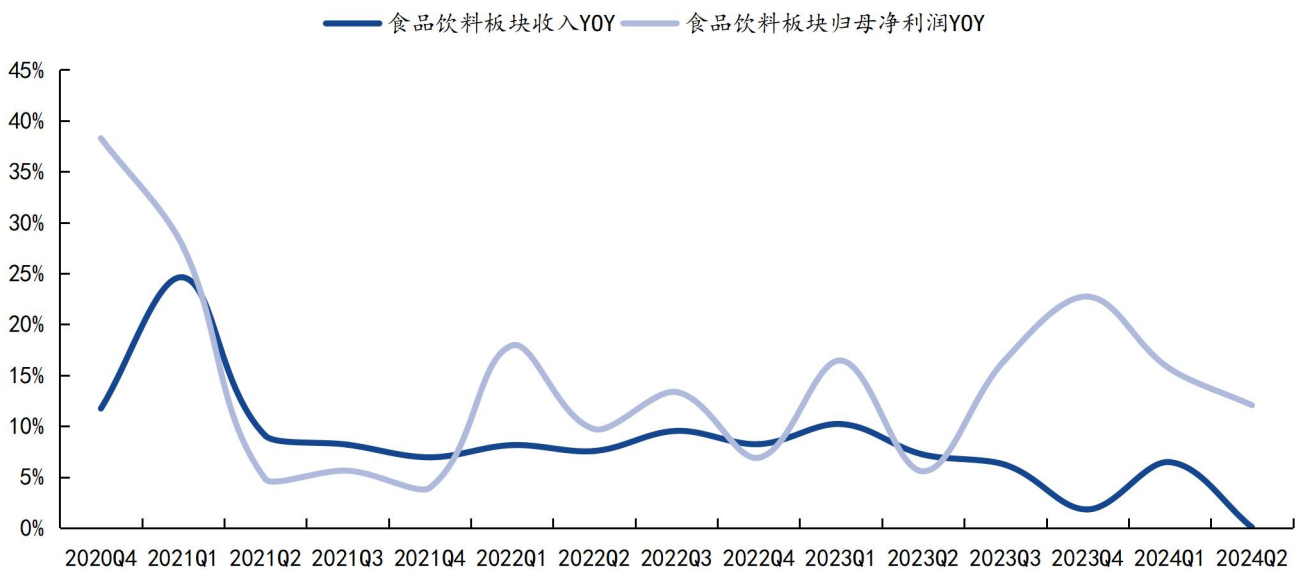
图 1: 食品饮料板块上市公司单季度收入、利润同比增速 (%)	8
图 2: 白酒和非白酒单季度收入同比增速	9
图 3: 白酒和非白酒单季度利润同比增速	9
图 4: 2024H1 节假日白酒消费量同比变化情况	11
图 5: 2024H1 白酒市场畅销产品价格段占比	11
图 6: 2013 年以来中国结婚登记人数整体呈现下滑趋势, 2024Q2 为 2008 年以来二季度最低	11
图 7: 2023 年白酒上市公司分红率排名	17
图 8: 2023 年白酒上市公司股息率排名	17
图 9: 飞天茅台批价走势 (单位: 元)	18
图 10: 普五 (八代) 批价走势 (单位: 元)	18
图 11: 2023 年以来大麦月进口平均单价持续走低	19
图 12: 2016 年以来铝价和玻璃指数走势	19
图 13: 零食量贩渠道市场规模及门店数	26
图 14: 抖音 GMV 及同比增速变化	26
图 15: 豆油期货收盘价 (元/吨) 及变动 (%)	28
图 16: 棕榈油期货结算价 (元/吨) 及变动 (%)	28
图 17: PET 切片现货价 (元/吨) 及变动 (%)	31
图 18: 白砂糖期货结算价 (元/吨) 及变动 (%)	31
图 19: 2023 年以来各月社零及餐饮收入同比增速	33
图 20: 2019-2024H1 我国餐饮企业注册量及吊销量	33
图 21: 2023 年及 2024H1 头部餐饮客单价持续下滑 (单位: 元)	33
图 22: 餐饮供应链走向专业化、精细化	34
图 23: 我国生鲜乳价格及变化	39
图 24: 我国牛奶零售价变化	39
图 25: 我国牛奶产量及变化	39
图 26: 我国乳制品产量及变化	39

表 1: 各酒企营收、归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)	10
表 2: 2020Q2 以来白酒上市公司单季度营收同比增速	13
表 3: 各酒企 2024Q2 末合同负债情况 (单位: 亿元)	13
表 4: 各酒企 2024Q2 及 2024H1 营收及现金流情况 (单位: 亿元)	14
表 5: 2020Q2 以来白酒上市公司单季度归母净利润同比增速	15
表 6: 各酒企利润率及费用率情况	16
表 7: 贵州茅台、洋河股份分红规划	17
表 8: 2024H1 啤酒营收、归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)	19
表 9: 啤酒利润率及费用率情况	20
表 10: 2024H1 其他酒类营收、归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)	20
表 11: 其他酒类利润率及费用率情况	21
表 12: 大众品子行业统计范围	22
表 13: 大众品板块收入&归母净利润同比增速	23
表 14: 大众品上游原材料价格走势变化	23
表 15: 大众品板块毛利率&毛销差情况	24
表 16: 2024 年 1-7 月部分休闲食品企业在抖音的销售额 (万元) 及同比增速	26
表 17: 2024H1 休闲食品收入业绩表现 (亿元) 【排序按照 2024Q2 收入同比增速由高到低】	27
表 18: 2024H1 休闲食品企业毛利率和销售费用率情况	28
表 19: 2024H1 休闲食品企业毛销差和归母净利率情况	29
表 20: 2024H1 软饮料收入业绩表现 (亿元)	30
表 21: 2024H1 软饮料企业毛利率和销售费用率情况	31
表 22: 2024H1 软饮料企业毛销差和归母净利率情况	32
表 23: 调味品各公司收入及业绩表现 (单位: 亿元)	35
表 24: 餐饮供应链各公司收入及业绩表现 (单位: 亿元)	36
表 25: 调味品各公司毛利率、销售费用率及其变化	37
表 26: 餐饮供应链各公司毛利率、销售费用率及其变化	38
表 27: 乳制品收入业绩表现 (亿元)	40
表 28: 乳制品企业毛销差变化	40

1、消费环境偏弱，板块分化加剧

整体消费环境偏弱，食品饮料板块 Q2 同比增速有所回落。2024H1 食品饮料板块收入/归母净利润分别同比+3.58%/+14.31%，其中 2024Q2 板块收入/归母净利润分别同比+0.06%/+12.06%，收入和利润同比增速环比均有所回落。白酒整体好于非白酒，2024Q2 白酒收入同比增速仍在 10%以上，而非白酒板块同比增速下滑至-5.5%；利润端，白酒同比增速约为 12%，非白酒同比增速在剔除异常值后仅为 0.43%。

图 1：食品饮料板块上市公司单季度收入、利润同比增速（%）

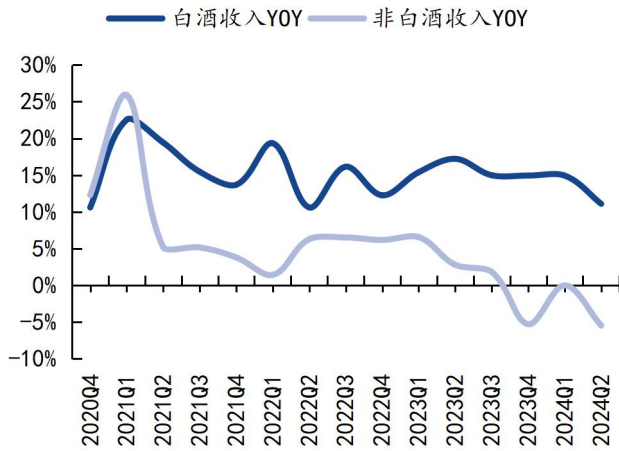


资料来源：Wind，国海证券研究所

白酒板块：二季度业绩同比增速回落，报表压力显现。2024H1/Q2 白酒板块整体营收同比分别+13.4%/+11.1%，归母净利润分别同比+14.5%/+12.1%。2024Q2 白酒板块整体营收/归母净利润同比增速环比 Q1 均有所回落(-3.8pct)。二季度是白酒消费淡季，今年春节后渠道动销反馈整体偏弱，商务需求和宴席场景有所承压。

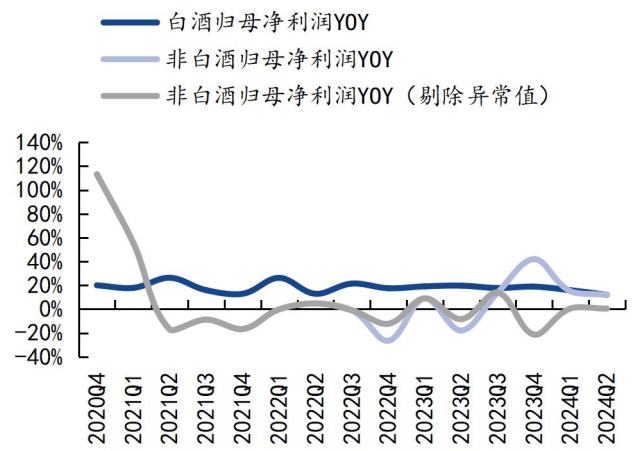
非白酒板块：乳制品拖累整体板块，利润表现好于收入。2024H1/Q2 板块整体收入分别同比-2.7%/-5.5%，归母净利润分别同比+13.82%/+12.08%，主要受到 2023Q2 中炬高新 17.47 亿元预计负债的冲回影响及 2024Q1 伊利股份转让煤矿子公司获得投资收益 25.79 亿元的影响，剔除后，板块归母净利润分别同比+0.49%/+0.43%，表现略好于收入。

图 2：白酒和非白酒单季度收入同比增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：白酒和非白酒单季度利润同比增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

备注：剔除异常值为剔除 2023Q2 中炬高新 17.47 亿元预计负债的冲回影响及 2024Q1 伊利股份转让煤矿子公司获得投资收益 25.79 亿元的影响

2、白酒：增长压力显现，关注结构性机会

2.1、二季度业绩同比增速环比回落，内部分化加剧

同比增速环比回落，报表开始承压。18家白酒上市公司2024H1营收/归母净利润同比分别+13.4%/+14.5%，2024Q2营收/归母净利润同比分别+11.1%/+12.1%，同比增速环比Q1均有所回落。具体来看，2024Q2营收同比增速：高端酒(+14.2%)>区域次高端龙头(+10.8%)>区域酒企(-8.6%)>三四线次高端(-11.1%)，其中区域酒企和区域次高端龙头同比增速环比降幅较为显著，其次为三四线次高端，高端酒相对稳定；2024Q2归母净利润同比增速：区域酒(+227.3%，低基数作用较大)>高端酒(+13.2%)>区域次高端龙头(+8.6%)>三四线次高端(-72.0%)。

表1：各酒企营收、归母净利润及同比增速（单位：亿元）

类型	公司名称	2024Q1				2024Q2				2024H1			
		营收	YoY	利润	YoY	营收	YoY	利润	YoY	营收	YoY	利润	YoY
高端白酒	贵州茅台	464.8	18%	240.7	16%	369.7	17%	176.3	16%	834.5	18%	417.0	16%
	五粮液	348.3	12%	140.5	12%	158.2	10%	50.1	12%	506.5	11%	190.6	12%
	泸州老窖	91.9	21%	45.7	23%	77.2	11%	34.5	2%	169.0	16%	80.3	13%
	合计	905.1	16%	426.8	15%	605.0	14%	261.0	13%	1510.0	15%	687.8	14%
区域次高端龙头	山西汾酒	153.4	21%	62.6	30%	74.1	17%	21.5	10%	227.5	20%	84.1	24%
	洋河股份	162.5	8%	60.6	5%	66.2	-3%	18.9	-10%	228.8	5%	79.5	1%
	古井贡酒	82.9	26%	20.7	32%	55.2	17%	15.1	25%	138.1	22%	35.7	29%
	今世缘	46.7	23%	15.3	22%	26.3	22%	9.3	17%	73.0	22%	24.6	20%
	迎驾贡酒	23.2	21%	9.1	30%	14.6	19%	4.7	28%	37.9	20%	13.8	30%
	口子窖	17.7	11%	5.9	10%	14.0	6%	3.6	15%	31.7	9%	9.5	12%
	合计	486.4	17%	174.2	19%	250.4	11%	73.0	9%	736.8	15%	247.2	16%
三四线次高端	舍得酒业	21.1	4%	5.5	-3%	11.7	-23%	0.4	-88%	32.7	-7%	5.9	-36%
	水井坊	9.3	9%	1.9	17%	7.9	17%	0.6	30%	17.2	13%	2.4	20%
	酒鬼酒	4.9	-49%	0.7	-76%	5.0	-13%	0.5	-61%	9.9	-36%	1.2	-71%
	合计	35.3	-8%	8.1	-21%	24.5	-11%	1.4	-72%	59.8	-9%	9.5	-38%
区域酒企	金徽酒	10.8	20%	2.2	22%	6.8	8%	0.7	2%	17.5	15%	2.9	16%
	老白干酒	11.3	13%	1.4	33%	13.4	9%	1.7	47%	24.7	11%	3.0	40%
	顺鑫农业	40.6	-1%	4.5	37%	16.3	-23%	-0.3	93%	56.9	-8%	4.2	622%
	金种子酒	4.2	-3%	0.2	143%	2.5	-26%	-0.1	-296%	6.7	-13%	0.1	129%
	伊力特	8.3	12%	1.6	7%	5.0	4%	0.4	39%	13.3	9%	2.0	12%
	天佑德酒	5.3	33%	1.1	40%	2.3	-12%	-0.3	-248%	7.6	15%	0.8	-18%
	合计	80.4	6%	10.9	37%	46.3	-9%	2.2	227%	126.7	0%	13.1	109%
白酒上市公司合计	1507.2	15%	620.1	16%	926.2	11%	337.6	12%	2433.4	13%	957.6	14%	

资料来源：Wind，国海证券研究所（注：利润指归母净利润）

春节后渠道动销反馈偏弱，大众消费价格带表现更优。据中国酒业协会发布的《2024中国白酒市场中期研究报告》，今年白酒市场在春节及节后平日/五一节假日期间均表现承压，分别有80%/73%左右的经销商和零售商反馈动销有所减少。分价格带看，2024H1市场动销最好的前三价格带分别为：300-500元、

100-300元、100元以下。在需求端承压的情况下，300-500元低线次高端以及大众消费价格带的表现相对更好。

图 4: 2024H1 节假日白酒消费量同比变化情况

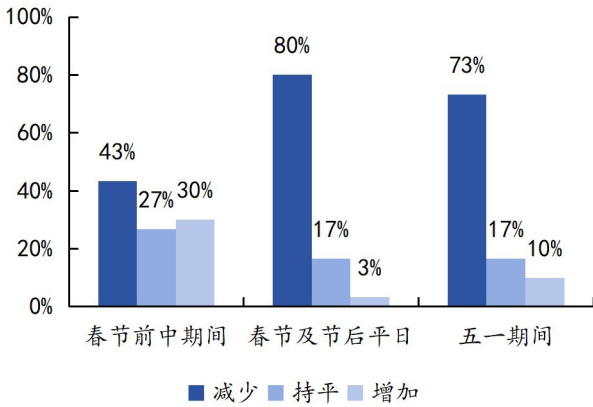
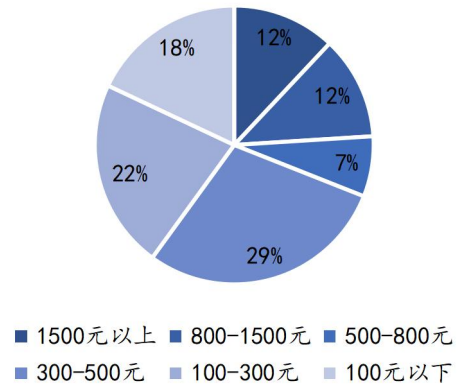


图 5: 2024H1 白酒市场畅销产品价格段占比

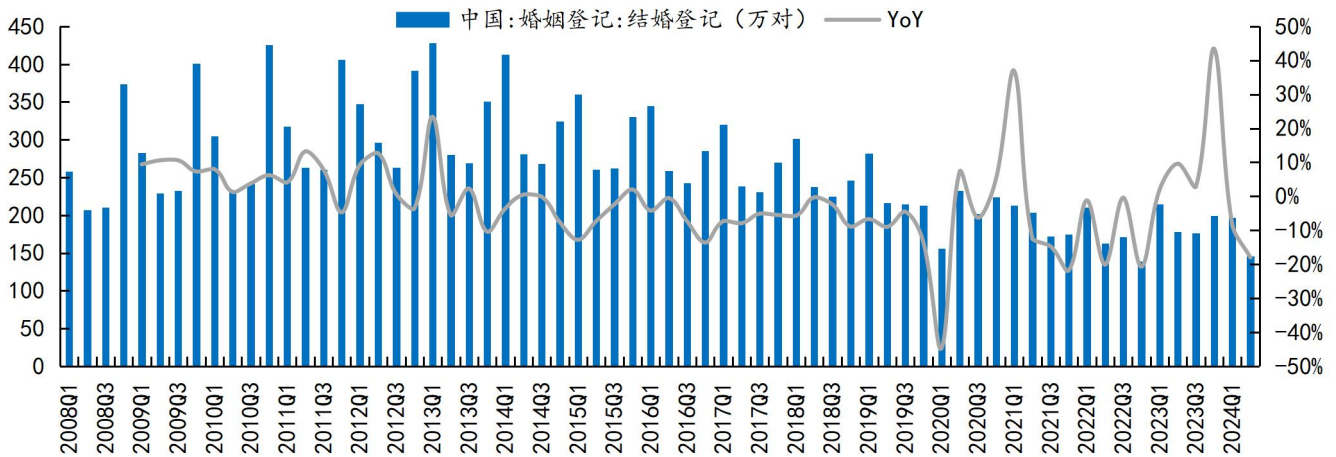


资料来源: 中国酒业协会, 微酒, 国海证券研究所

资料来源: 中国酒业协会, 微酒, 国海证券研究所

白酒淡季商务需求和宴席场景承压, Q2 整体动销压力加大。今年二季度行业进入淡季, 商务宴请、礼赠等场景承压, 而去年表现亮眼的宴席市场今年也相对平淡, 行业的动销压力终于开始体现报表, 收入利润同比增速普遍放缓。2023 年是疫情放开后第一年, 之前积累的宴席需求 (以婚宴为主) 在去年集中释放, 由此带动了白酒宴席消费场景快速恢复, 今年受需求端承压+去年同期高基数+“无春年”影响, 端午、五一期间部分地区反馈宴席用酒订单同比有所下滑。据民政部和 Wind 数据, 截至 2024Q2, 我国结婚人数总体呈现下降趋势, 2024Q1/Q2 结婚登记人数同比分别-8.3%/-18.0%, 婚宴用酒需求随之下滑。

图 6: 2013 年以来中国结婚登记人数整体呈现下滑趋势, 2024Q2 为 2008 年以来二季度最低



资料来源: Wind, 民政部, 国海证券研究所

2.2、收入端：高端酒稳健增长，回款端及现金流承压

增长模式差异导致各酒企二季度收入端表现显著分化：整体来看，2024Q2 白酒板块整体营收同比增速环比 Q1 普遍下滑，下滑幅度由低到高：高端白酒 (-1.6pct) <三四线次高端 (-3.2pct) <次高端区域龙头 (-6.0pct) <区域酒企 (-15.1pct)。具体来看，营收同比增速前五分别为今世缘 (+21.5%)，迎驾贡酒 (+19.0%)，山西汾酒 (+17.1%)，贵州茅台 (+17.0%)，古井贡酒 (+16.8%)，高端酒和次高端区域龙头具备较强增长韧性。

(1) 高端酒：整体维持稳健增长。高端酒礼赠需求相对刚性，一线名酒渠道话语权强，通过渠道管理降低业绩波动性，报表端受影响较小。贵州茅台继续兑现增长，2024 年上半年顺利实现“时间过半、任务过半”目标；五粮液积极调整去库存、调结构、稳价格，市场动销和库存趋于良性；泸州老窖二季度营收同比增速环比降低，系主动控货调库存为中秋旺季蓄力。

(2) 次高端区域龙头：拥有基地市场和稳定的动销需求，抗风险能力强，逆势仍保持较快增长。以山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘等为代表的区域次高端龙头二季度表现亮眼，2024Q2 整体收入同比增速为 10.8%。我们认为区域龙头酒企业绩表现较好主要有以下因素：**1) 区域次高端酒企产品价格带布局更具优势。**今年以来，企业年会、商务礼赠等场景受到宏观经济环境的影响，表现不及预期，但大众消费韧性强，100-300 元价位段表现较好，古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、口子窖等区域次高端酒企在该价格带均有主力产品布局，均可受益于大众消费红利。**2) 区域次高端龙头有基地市场，抗风险能力强。**苏酒、徽酒等区域龙头在核心市场品牌消费氛围浓厚，渠道话语权高，抗风险能力强。**3) 区域次高端龙头的增长模式具备长期性，历来的增长都是良性且持续兑现的。**从报表端可以看出，区域次高端龙头基本未通过过度压库存的方式实现表观增长，外部环境的影响也基本都反馈在报表当中，各公司二季度的业绩表现是良性并持续兑现的，并不存在较大的波动。

(3) 三四线次高端：整体表现落后于其他白酒上市公司，核心在于其增长模式面临压力，部分较早开始调整的公司较早走出困境。我们此前强调，三线次高端品牌低基数红利消失后，铺货外延式增长缺乏终端实际动销的支撑，增长可持续性有限。当前三线次高端招商铺货进入尾声，品牌缺乏基地市场，在消费者认知、渠道下沉及营销团队建设相对较弱的背景下，业绩同比增速回落属于正常现象。其中不乏较早开始调整较早走出困境的公司，例如水井坊 2024Q2 营收同比增速环比回升至 16.6%，公司在继续做大臻酿八号的同时，进一步关注 300 元以下价格带，并将推出更多 200 元价格带的水井系列产品，主动调整产品结构以顺应消费趋势。

表 2: 2020Q2 以来白酒上市公司单季度营收同比增速

类型	证券名称	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2	趋势图
高端白酒	贵州茅台	9%	7%	12%	11%	11%	10%	14%	18%	16%	15%	17%	19%	20%	13%	20%	18%	17%	
	五粮液	10%	18%	14%	20%	18%	11%	11%	13%	10%	12%	10%	13%	5%	17%	14%	12%	10%	
	泸州老窖	6%	14%	16%	41%	6%	21%	29%	26%	24%	22%	16%	21%	30%	25%	9%	21%	11%	
	合计	9%	11%	13%	17%	13%	11%	15%	17%	15%	15%	15%	17%	17%	16%	17%	16%	14%	
次高端区域龙头	山西汾酒	19%	26%	31%	77%	73%	48%	-25%	44%	0%	33%	50%	20%	32%	14%	27%	21%	17%	
	洋河股份	-19%	8%	8%	14%	21%	17%	56%	24%	17%	18%	6%	16%	16%	11%	-22%	8%	-3%	
	古井贡酒	-4%	15%	0%	26%	29%	21%	43%	28%	30%	22%	25%	25%	27%	23%	9%	26%	17%	
	今世缘	4%	21%	22%	35%	27%	16%	16%	25%	14%	26%	28%	27%	31%	28%	27%	23%	22%	
	迎驾贡酒	-17%	12%	8%	49%	57%	27%	14%	37%	2%	24%	16%	22%	29%	22%	19%	21%	19%	
	口子窖	-25%	7%	10%	51%	35%	24%	6%	12%	-8%	6%	-2%	21%	34%	5%	10%	11%	6%	
合计	-7%	14%	14%	33%	38%	26%	14%	30%	12%	23%	22%	20%	25%	15%	9%	17%	11%		
三四线次高端	舍得酒业	19%	18%	17%	154%	119%	65%	45%	83%	-16%	31%	6%	7%	32%	8%	28%	4%	-23%	
	水井坊	-90%	19%	19%	70%	691%	39%	14%	14%	10%	7%	-25%	-40%	2%	21%	51%	9%	17%	
	酒鬼酒	13%	56%	28%	190%	97%	129%	11%	86%	5%	2%	-27%	-43%	-32%	-37%	22%	-49%	-13%	
合计	-33%	24%	21%	120%	150%	63%	24%	57%	-4%	14%	-13%	-23%	4%	3%	34%	-8%	-11%		
区域酒企	金徽酒	23%	14%	30%	48%	26%	11%	-35%	39%	12%	-9%	1%	27%	21%	48%	17%	20%	8%	
	老白干酒	-9%	16%	-9%	0%	22%	11%	14%	20%	25%	28%	-5%	10%	10%	13%	18%	13%	9%	
	顺鑫农业	9%	10%	-19%	-1%	-7%	-17%	5%	-29%	-30%	7%	-21%	5%	-19%	0%	-31%	-1%	-23%	
	金种子酒	-1%	36%	70%	52%	16%	3%	8%	17%	3%	-19%	-8%	25%	31%	43%	7%	-3%	-26%	
	伊力特	52%	-36%	-19%	255%	-24%	19%	-26%	15%	5%	-60%	-33%	19%	-6%	144%	86%	12%	4%	
	天佑德酒	-14%	-32%	-49%	87%	32%	32%	2%	11%	-14%	-23%	-14%	-6%	53%	44%	42%	33%	-12%	
合计	10%	4%	-13%	11%	-2%	-4%	-1%	-13%	-14%	2%	-16%	9%	-2%	16%	-2%	6%	-9%		
白酒上市公司合计	4%	11%	11%	23%	19%	15%	14%	19%	11%	16%	12%	15%	17%	15%	15%	15%	15%	11%	

资料来源: Wind, 国海证券研究所

合同负债环比下滑, 淡季渠道回款意愿偏弱。2024Q2 白酒板块整体合同负债环比-5.7%, 环比增速排序: 高端白酒 (+19.8%) > 三四线次高端 (-8.0%) > 区域酒企 (-24.2%) > 次高端区域龙头 (-25.7%), 我们认为主要系淡季经销商回款意愿较弱所致。具体来看, 高端白酒表现稳定, 贵州茅台、五粮液合同负债同环比均保持增长, 其中五粮液同/环比分别+123.6%/+61.6%, 预计系普五产品回款意愿较强, 营销活动引领下五粮春等浓香产品回款有所提升。其他合同负债 Q2 环比保持正增长的酒企有: 山西汾酒 (+2.5%), 酒鬼酒 (+9.6%)。

表 3: 各酒企 2024Q2 末合同负债情况 (单位: 亿元)

类型	公司名称	2024Q2						
		营收	YoY	合同负债	同比		环比	
					比率	金额	比率	金额
高端白酒	贵州茅台	369.7	17.0%	99.9	36.3%	26.6	4.9%	4.7
	五粮液	158.2	10.1%	81.6	123.6%	45.1	61.6%	31.1
	泸州老窖	77.2	10.5%	23.4	21.1%	4.1	-7.6%	-1.9
	合计	605.0	14.2%	204.9	58.6%	75.8	19.8%	33.9
次高端区域龙头	山西汾酒	74.1	17.1%	57.3	-0.4%	-0.2	2.5%	1.4
	洋河股份	66.2	-3.0%	39.4	-26.0%	-13.8	-32.3%	-18.8
	古井贡酒	55.2	16.8%	22.2	-26.7%	-8.1	-52.0%	-24.0
	今世缘	26.3	21.5%	6.3	-44.4%	-5.0	-35.5%	-3.5
	迎驾贡酒	14.6	19.0%	4.6	-8.6%	-0.4	-10.3%	-0.5
	口子窖	14.0	5.9%	3.2	-56.4%	-4.1	-15.5%	-0.6
合计	250.4	10.8%	132.9	-19.2%	-31.7	-25.7%	-45.9	
三四线次高端	舍得酒业	11.7	-22.7%	1.6	-68.1%	-3.5	-30.9%	-0.7
	水井坊	7.9	16.6%	10.7	-1.4%	-0.1	-6.9%	-0.8
	酒鬼酒	5.0	-13.3%	2.6	-42.5%	-1.9	9.6%	0.2
合计	24.5	-11.1%	14.9	-27.0%	-5.5	-8.0%	-1.3	
区域酒企	金徽酒	6.8	7.7%	4.8	9.3%	0.4	-23.5%	-1.5
	老白干酒	13.4	9.0%	18.6	-0.5%	-0.1	-21.2%	-5.0
	顺鑫农业	16.3	-23.3%	5.8	-70.2%	-13.6	-31.3%	-2.6
	金种子酒	2.5	-26.2%	0.6	-31.4%	-0.3	-44.0%	-0.5
	伊力特	5.0	3.6%	0.6	10.7%	0.1	-32.7%	-0.3
	天佑德酒	2.3	-11.8%	0.7	23.2%	0.1	-3.0%	0.0
合计	46.3	-8.6%	31.2	-30.1%	-13.4	-24.2%	-9.9	
白酒上市公司合计	926.2	11.1%	383.9	7.0%	25.2	-5.7%	-23.3	

资料来源: Wind, 国海证券研究所

淡季现金流承压，销售收现同比增速普遍低于收入同比增速，龙头酒企业经营状况良好。2024Q2 白酒板块整体销售收现/经营性现金流净额同比分别+21.6%/+29.6%，其中：**1) 高端白酒**：整体销售收现/经营性现金流净额同比分别+36.6%/+42.3%。贵州茅台稳健增长；五粮液在普五提价叠加红包政策刺激下表现突出，销售收现/经营性现金流净额同比分别+93.4%/+619.6%。**2) 次高端区域龙头**：整体销售收现/经营性现金流净额同比分别-0.9%/-102.0%，剔除洋河股份影响后同比分别+2.5%/-18.5%。**3) 三四线次高端及区域酒企**：现金流普遍下滑。整体来看，除贵州茅台、五粮液等龙头酒企外，大部分酒企销售收现同比增速普遍低于营收同比增速，我们预计主要系酒企采取了一系列让利经销商的举措，包括允许打款使用承兑汇票、阶段性降低打款比例等，以缓解经销商的现金流压力，从而造成自身现金流短期承压。由于酒企业经营具有显著的季节性，春节+中秋旺季的终端动销占全年销量占比较高，所以我们认为季度间现金流等指标的波动无需过度担忧，更应以年度为区间观察指标变化。

表 4: 各酒企 2024Q2 及 2024H1 营收及现金流情况 (单位: 亿元)

类型	公司名称	2024Q2						2024H1					
		营收 (亿元)	YoY	销售收现 (亿元)	YoY	经营性现 金流净额 (亿元)	YoY	营收 (亿元)	YoY	销售收现 (亿元)	YoY	经营性现 金流净额 (亿元)	YoY
高端白酒	贵州茅台	369.7	17%	408.4	23%	274.3	9%	834.5	18%	870.9	26%	366.2	21%
	五粮液	158.2	10%	278.8	93%	129.1	620%	506.5	11%	496.5	15%	134.3	19%
	泸州老窖	77.2	11%	95.2	0%	38.7	-7%	169.0	16%	201.6	15%	82.3	46%
	合计	605.0	14%	782.4	37%	442.1	42%	1,510.0	15%	1,569.0	21%	582.7	23%
次高端区域龙头	山西汾酒	74.1	17%	73.9	-6%	8.9	-50%	227.5	20%	216.0	22%	79.3	52%
	洋河股份	66.2	-3%	49.1	-12%	-28.1	-147%	228.8	5%	178.1	12%	20.4	671%
	古井贡酒	55.2	17%	58.8	13%	15.6	-6%	138.1	22%	142.5	10%	40.1	-15%
	今世缘	26.3	22%	25.0	7%	2.4	348%	73.0	22%	62.3	8%	12.5	56%
	迎驾贡酒	14.6	19%	15.6	13%	-0.4	82%	37.9	20%	38.8	16%	5.8	100%
	口子窖	14.0	6%	13.9	-4%	1.1	-59%	31.7	9%	28.0	5%	0.0	-87%
合计	250.4	11%	236.2	-1%	-0.5	-102%	736.8	15%	665.5	14%	158.2	40%	
三四线次高端	舍得酒业	11.7	-23%	15.2	-14%	-1.3	-131%	32.7	-7%	34.4	-14%	-0.2	-103%
	水井坊	7.9	17%	7.7	-6%	-1.9	-749%	17.2	13%	16.9	0%	-2.9	-2321%
	酒鬼酒	5.0	-13%	5.2	-13%	0.6	168%	9.9	-36%	8.4	-38%	-2.1	-351%
	合计	24.5	-11%	28.0	-12%	-2.6	-174%	59.8	-9%	59.7	-15%	-5.2	-171%
区域酒企	金徽酒	6.8	8%	6.4	-13%	0.0	-98%	17.5	15%	18.8	13%	3.5	-2%
	老白干酒	13.4	9%	11.3	0%	-1.9	-121%	24.7	11%	31.2	10%	2.2	32%
	顺鑫农业	16.3	-23%	14.0	-31%	-5.7	8%	56.9	-8%	42.1	-3%	-10.2	54%
	金种子酒	2.5	-26%	2.2	-47%	-0.9	-663%	6.7	-13%	6.6	-24%	-1.9	-1412%
	伊力特	5.0	4%	3.0	-26%	-1.7	-126%	13.3	9%	10.8	-4%	-0.1	-109%
	天佑德酒	2.3	-12%	2.5	-13%	-1.2	-2290%	7.6	15%	8.3	12%	0.2	-65%
合计	46.3	-9%	39.5	-22%	-11.3	-68%	126.7	0%	117.7	2%	-6.3	57%	
白酒上市公司合计		926.2	11%	1,086.2	22%	427.7	30%	2,433.4	13%	2,411.9	17%	729.4	26%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.3、利润端：利润弹性收窄，费用投放加大

从利润端来看，高端白酒利润弹性相对稳健，2024Q2 区域次高端龙头利润同比增速环比下滑。整体来看，2024Q2 白酒板块整体归母净利润同比增速环比 Q1 普遍下滑，下滑幅度：三四线次高端 (-50.7pct) > 次高端区域龙头 (-10.4pct) > 高端白酒 (-2.0pct) > 区域酒企 (+190.1pct)。高端酒和区域次高端龙头有核心

根据地市场，需求稳定，以上两类企业抗风险能力均较强。三线次高端面临增长模式压力，区域酒企也在普遍恢复中。具体来看，2024Q2 归母净利润同比增速前五分别为顺鑫农业（93.2%，主要系猪肉业务利润提升），老白干酒（46.7%），伊力特（38.9%），水井坊（29.6%），迎驾贡酒（28.0%）。

表 5：2020Q2 以来白酒上市公司单季度归母净利润同比增速

类型	证券名称	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2	趋势图
高端白酒	贵州茅台	9%	7%	20%	7%	13%	12%	18%	24%	17%	16%	21%	21%	21%	16%	19%	16%	16%	
	五粮液	10%	15%	11%	21%	23%	12%	12%	16%	10%	18%	11%	16%	5%	19%	10%	12%	12%	
	泸州老窖	23%	53%	41%	27%	36%	28%	41%	33%	29%	31%	28%	29%	27%	29%	25%	23%	2%	
	合计	11%	17%	11%	12%	18%	13%	17%	14%	18%	22%	17%	18%	19%	20%	18%	15%	13%	
次高端区域龙头	山西汾酒	22%	69%	155%	78%	258%	56%	-30%	70%	-4%	57%	127%	30%	50%	27%	2%	30%	10%	
	洋河股份	-10%	14%	25%	-3%	29%	-13%	0%	29%	6%	40%	4%	16%	10%	7%	-161%	5%	-10%	
	古井贡酒	-17%	4%	-11%	28%	45%	15%	4%	35%	45%	19%	58%	43%	48%	47%	49%	32%	25%	
	今世缘	2%	33%	54%	39%	21%	24%	30%	24%	16%	27%	28%	25%	29%	26%	19%	22%	17%	
	迎驾贡酒	9%	28%	28%	58%	122%	86%	0%	49%	3%	14%	20%	27%	59%	39%	26%	30%	28%	
	口子窖	-31%	-6%	-3%	73%	10%	23%	40%	16%	-5%	0%	-40%	10%	23%	8%	7%	10%	15%	
合计	-8%	-4%	-8%	20%	32%	22%	61%	16%	3%	40%	8%	35%	29%	24%	31%	19%	9%		
三四线次高端	舍得酒业	62%	25%	32%	1031%	215%	60%	2%	76%	-30%	56%	76%	7%	15%	3%	-2%	-3%	-88%	
	水井坊	-173%	33%	23%	120%	52%	56%	-13%	-14%	117%	10%	-19%	-56%	509%	20%	53%	17%	30%	
	酒鬼酒	6%	419%	39%	179%	174%	43%	8%	94%	-19%	21%	-56%	-42%	-38%	-78%	-10%	-76%	-61%	
	合计	-52%	-20%	-52%	55%	30%	215%	359%	54%	-2%	43%	-20%	22%	12%	-27%	1%	-21%	-72%	
区域酒企	金徽酒	142%	40%	60%	99%	16%	44%	-53%	43%	-35%	-97%	-19%	10%	54%	885%	-15%	22%	2%	
	老白干酒	-33%	50%	-40%	-15%	32%	8%	76%	374%	42%	37%	25%	-62%	19%	18%	42%	33%	47%	
	顺鑫农业	-11%	-790%	-109%	6%	-48%	10%	-1894%	-72%	-163%	88%	-160%	214%	-536%	-1607%	100%	37%	93%	
	金种子酒	31%	-27%	231%	-86%	-74%	8%	-113%	74%	13%	-73%	-132%	-228%	108%	104%	125%	143%	-296%	
	伊力特	163%	-44%	-3%	1476%	-42%	-3%	-67%	-18%	-75%	-79%	-44%	37%	40%	364%	331%	7%	39%	
	天佑德酒	-8%	-676%	-691%	1630%	112%	135%	56%	53%	-368%	-97%	-11%	-30%	292%	2693%	33%	40%	-248%	
合计	27%	-47%	27%	-92%	24%	54%	-28%	504%	-109%	6%	-83%	-4%	-1008%	8%	-464%	37%	227%		
白酒上市公司合计	6%	9%	6%	13%	20%	18%	26%	16%	13%	26%	13%	21%	18%	19%	20%	16%	12%		

资料来源：Wind，国海证券研究所

毛利率小幅增加，产品结构不断优化。整体来看，2024Q2 白酒板块毛利率同比 +1.1pct，同比变化排名：区域酒企（+8.5pct，主要系顺鑫农业猪肉业务毛利率大幅改善）>高端白酒（+0.6pct）>次高端区域龙头（-0.2pct）>三四线次高端（-5.0pct）。我们认为产品结构变化是毛利率变动的核心因素，今年二季度商务宴请、大众宴席等场景有所承压，500-800 元高线次高端受到一定影响，100-300 元大众消费价位表现较好。受此影响，产品结构完善且具备稳定基地市场的区域次高端龙头 Q2 毛利率同比表现均相对稳健，如口子窖（+4.5pct）、古井贡酒（+2.7pct）、迎驾贡酒（+0.6pct）、今世缘（+0.2pct）等；舍得酒业、酒鬼酒等由于产品结构主要定位于次高端，其结构端均有不同程度承压，毛利率同比下滑。

淡季加大费用投放力度，销售费用率普遍提升。2024Q2 白酒上市公司整体销售费用率同比略增 0.8pct，同比变化排名：三四线次高端（+5.8pct）>区域酒企（+2.8pct）>高端白酒（+0.9pct）>次高端区域龙头（+0.6pct）。具体来看，销售费用率同比提升幅度较大的酒企有：金种子酒（+15.9pct），舍得酒业（+11.8pct），天佑德酒（+7.3pct），酒鬼酒（+5.7pct），伊力特（+5.0pct），口子窖（+3.9pct）。我们预计主要系淡季酒企加大营销费用投入，包括对渠道及消费者的直接费用投入，例如扫码红包、反向激励等举措。

税金及附加费用率同比略增，短期波动属于正常现象。2024Q2 白酒上市公司整体税金及附加费用率同比 +0.4pct，同比变化排名：高端白酒（+0.9pct）>三四线次高端（+0.7pct）>区域酒企（-0.3pct）>次高端区域龙头（-0.6pct）。具体

来看,税金及附加费用率提升较大的酒企有:金种子(+2.8pct)、酒鬼酒(+2.7pct)、泸州老窖(+2.2pct)、古井贡酒(+1.5pct)、伊力特(+0.9pct)。该项费用主要与消费税有关,由于白酒消费税主要在生产环节征收,预计随着部分酒企生产节奏季节性调整或产能扩张逐渐释放,消费税也相应增加。白酒从生产到销售需要一定时间,我们认为酒企增加优质基酒产能也是为未来产品结构升级奠定基础,短期税金及附加比率出现波动属于正常情况。

整体销售净利率略提升,内部分化加剧。2024Q2白酒板块整体销售净利率同比+0.3pct,同比变化排名:区域酒企(+8.2pct,主要系顺鑫农业猪肉业务毛利率大幅改善)>高端白酒(-0.6pct)≈次高端区域龙头(-0.6pct)>三四线次高端(-12.8pct)。酒企内部出现分化,部分企业通过费用或税费调节保障业绩增长,销售净利率同比均有改善,如老白干酒(+3.2pct)、迎驾贡酒(+2.2pct)、口子窖(+2.1pct)、水井坊(+0.7pct)等。

表 6: 各酒企利润率及费用率情况

类型	公司名称	2024Q2								2024H1							
		销售净利率	YoY (pct)	毛利率	YoY (pct)	销售费用率	YoY (pct)	税金及附加费用率	YoY (pct)	销售净利率	YoY (pct)	毛利率	YoY (pct)	销售费用率	YoY (pct)	税金及附加费用率	YoY (pct)
高端白酒	贵州茅台	51%	-0.7	91%	-0.1	4%	0.7	17%	0.8	53%	-1.0	92%	0.0	3%	0.6	16%	1.2
	五粮液	33%	0.2	75%	1.7	17%	2.0	15%	0.4	39%	0.0	77%	0.6	11%	1.1	14%	-0.1
	泸州老窖	45%	-3.7	89%	0.2	12%	0.7	12%	2.2	48%	-1.2	89%	0.2	10%	-0.4	12%	1.2
	合计	44%	-0.5	86%	0.6	9%	0.9	16%	0.9	46%	-0.3	87%	0.4	6%	0.6	15%	0.8
次高端区域龙头	山西汾酒	29%	-1.8	75%	-2.7	12%	0.5	20%	-0.4	37%	1.3	77%	0.4	9%	-0.2	15%	-0.9
	洋河股份	29%	-2.1	74%	-1.4	19%	1.8	12%	-2.6	35%	-1.3	75%	-0.8	11%	1.1	15%	-0.5
	古井贡酒	28%	1.8	80%	2.7	25%	0.3	15%	1.5	27%	1.5	80%	1.5	26%	-0.8	15%	1.0
	今世缘	35%	-1.4	73%	0.2	12%	-0.9	10%	0.2	34%	-0.6	74%	-0.7	13%	-1.4	14%	0.5
	迎驾贡酒	32%	2.2	71%	0.6	10%	-2.0	16%	-0.6	37%	2.5	74%	2.6	8%	-0.6	15%	-0.4
	口子窖	26%	2.1	75%	4.5	19%	3.9	16%	-2.5	30%	0.9	76%	2.0	15%	1.4	15%	-1.4
合计	29%	-0.6	76%	-0.2	17%	0.6	15%	-0.6	34%	0.3	77%	0.3	14%	0.2	15%	-0.3	
三四线次高端	舍得酒业	4%	-19.7	61%	-11.0	27%	11.8	16%	0.2	18%	-8.0	69%	-6.2	20%	2.6	15%	0.2
	水井坊	7%	0.7	82%	0.0	32%	-8.9	16%	0.4	14%	0.8	81%	-1.5	34%	-2.2	14%	-0.9
	酒鬼酒	10%	-11.6	76%	-2.2	35%	5.7	20%	2.7	12%	-15.2	73%	-6.8	35%	7.3	20%	3.3
	合计	6%	-12.8	71%	-5.0	30%	5.8	17%	0.7	16%	-7.5	73%	-4.9	26%	2.4	16%	0.3
区域酒企	金徽酒	11%	-0.5	65%	2.6	21%	-0.5	15%	-0.5	17%	0.1	65%	1.4	19%	-0.2	15%	-0.2
	老白干酒	13%	3.2	68%	-0.1	30%	-4.7	16%	-0.3	12%	2.6	66%	-1.3	27%	-4.0	16%	0.6
	顺鑫农业	-2%	17.7	34%	12.6	15%	3.1	10%	-1.9	7%	8.8	36%	4.1	8%	-1.4	10%	-0.7
	金种子酒	-3%	-3.7	42%	7.9	23%	15.9	16%	2.8	2%	6.6	43%	13.4	19%	5.8	16%	3.3
	伊力特	8%	2.3	48%	6.1	18%	5.0	15%	0.9	15%	0.4	51%	2.7	11%	1.8	15%	1.3
	天佑德酒	-12%	-18.7	51%	-10.6	36%	7.3	13%	-1.4	11%	-3.7	59%	-3.5	21%	1.1	14%	-0.7
合计	5%	8.1	51%	8.5	22%	2.8	13%	-0.3	10%	5.4	49%	4.1	15%	-0.3	13%	0.3	
白酒上市公司整体	37%	0.3	81%	1.2	12%	0.8	16%	0.4	40%	0.3	81%	0.7	10%	0.3	15%	0.4	

资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.4、提分红彰显龙头担当, 高股息构筑安全边际

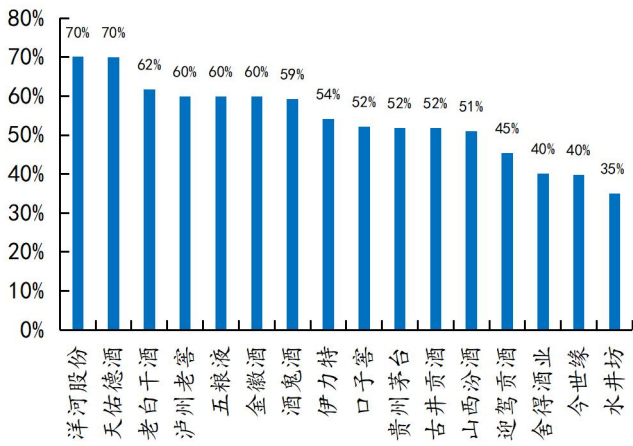
此次中报业绩期,贵州茅台和洋河股份推出分红规划,在上半年需求端整体承压的情况下,体现出龙头酒企积极回馈股东的担当和决心。按照9月6日收盘价计算,2023年股息率超3%的白酒上市公司有:洋河股份(6.2%),舍得酒业(5.1%),泸州老窖(4.9%),口子窖(4.2%),五粮液(4.0%),贵州茅台(3.6%)。长期来看,我们认为酒企有望继续通过高分红高股息构筑板块安全边际。

表 7: 贵州茅台、洋河股份分红规划

公告时间	公司名称	分红规划内容
2024/08/08	贵州茅台	2024-2026 年, 公司拟定每年度分配的现金红利总额不低于当年实现归属于上市公司股东的净利润的 75%, 每年度的现金分红分两次 (年度和中期分红) 实施。
2024/08/29	洋河股份	2024-2026 年, 公司拟定每年度的现金分红总额不低于当年实现归属于上市公司股东净利润的 70% 且不低于人民币 70 亿元 (含税), 对应公告当日 (8 月 29 日) 收盘价股息率已超 6%。

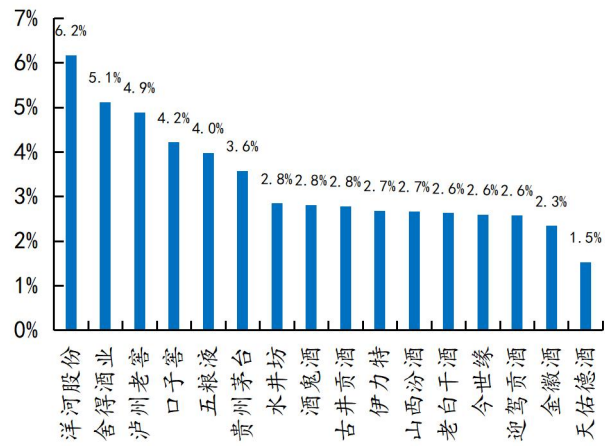
资料来源: 各公司公告, 国海证券研究所

图 7: 2023 年白酒上市公司分红率排名



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 8: 2023 年白酒上市公司股息率排名



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (股价数据截至 2024 年 9 月 6 日收盘)

2.5、展望未来: 预计下半年行业分化进一步加剧, 关注中秋旺季表现和结构性机会

展望 2024Q3 及下半年业绩表现, 我们认为行业分化将进一步加剧: 1) 预计高端酒同比增速回归稳健, 贵州茅台保持稳增; 五粮液品牌力突出, 在控量保价策略下品牌价值持续回归, 我们继续看好公司稳健增长; 泸州老窖预计短期调整完成后, 长期经营趋势仍然向好; 2) 区域次高端龙头中, 我们认为经营扎实, 有大本营市场的白酒公司业绩将保持稳健增长态势, 而没有基地市场, 品牌和渠道能力较弱的白酒公司业绩或将出现下滑。古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、口子窖等预计将继续维持高增, 山西汾酒 Q2 中高价酒类增速放缓, 我们分析主要系 Q2 青花 20 控货所致, Q3 或有望重新放量, 业绩同比增速有望环比回升; 3) 三四线次高端酒企中, 较早开始调整的酒企业绩有望继续回暖, 如水井坊等, 而其他酒企今年业绩预计将继续承压。

当前临近中秋旺季，茅台和五粮液批价或将成为市场的核心关注点。今年618活动期间受到电商平台补贴影响，飞天茅台批价一度下行，6月底随着补贴活动结束，批价逐渐企稳回升。我们认为目前市场对白酒板块的担忧主要源于宏观需求层面，因此短期业绩和批价走势不能完全打消市场的疑虑，随着宏观经济复苏，白酒板块估值有望迎来修复。

图 9：飞天茅台批价走势（单位：元）

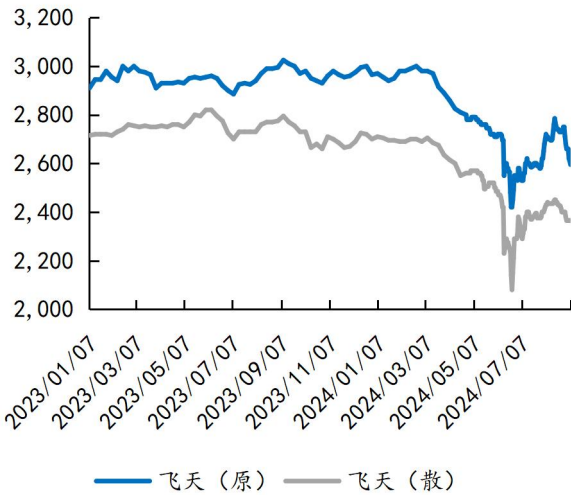
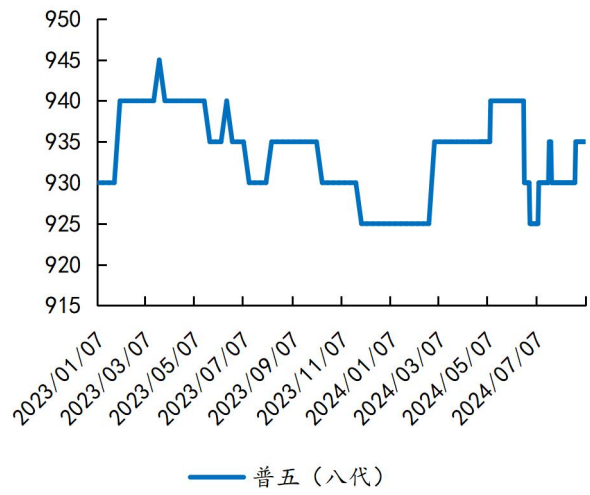


图 10：普五（八代）批价走势（单位：元）



资料来源：今日酒价，国海证券研究所（注：数据截至 2024 年 9 月 6 日）

资料来源：百荣酒价，国海证券研究所（注：数据截至 2024 年 9 月 6 日）

3、啤酒及其他酒类：成本下行提振啤酒盈利能力，关注百润股份威士忌新品

2024年上半年啤酒行业整体承压，Q2业绩同比增速环比下滑。据国家统计局数据，2024年1-6月，中国规模以上企业累计啤酒产量1908.8万千升，同比增长0.1%，产量端略承压。2024年上半年A股啤酒上市公司共实现营收403.1亿元，同比-1.3%；实现归母净利润58.3亿元，同比+12.3%，盈利水平持续提升。2024Q2啤酒板块分别实现营收/归母净利润210.3和35.5亿元，同比分别-1.9%/+11.0%，同比增速环比Q1均有所下滑，主要受啤酒消费场景复苏乏力以及降雨等极端天气扰动，叠加去年同期高基数影响。燕京啤酒、珠江啤酒等表现较为亮眼。

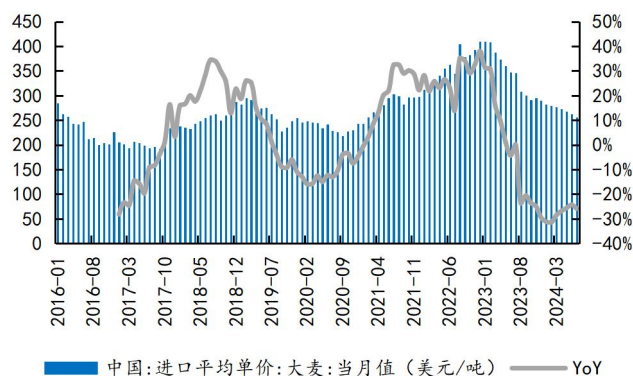
表 8：2024H1 啤酒营收、归母净利润及同比增速（单位：亿元）

类型	公司名称	2024Q1				2024Q2				2024H1			
		营收	YoY	利润	YoY	营收	YoY	利润	YoY	营收	YoY	利润	YoY
啤酒	青岛啤酒	101.5	-5%	16.0	10%	99.2	-9%	20.4	4%	200.7	-7%	36.4	6%
	重庆啤酒	42.9	7%	4.5	17%	45.7	2%	4.5	-6%	88.6	4%	9.0	4%
	珠江啤酒	11.1	7%	1.2	39%	18.8	8%	3.8	36%	29.9	8%	5.0	37%
	惠泉啤酒	1.4	3%	0.1	469%	2.1	-1%	0.3	24%	3.5	0%	0.3	42%
	燕京啤酒	35.9	2%	1.0	59%	44.6	9%	6.6	46%	80.5	6%	7.6	48%
	合计	192.8	-1%	22.8	14%	210.3	-2%	35.5	11%	403.1	-1%	58.3	12%

资料来源：Wind，国海证券研究所（注：利润指归母净利润）

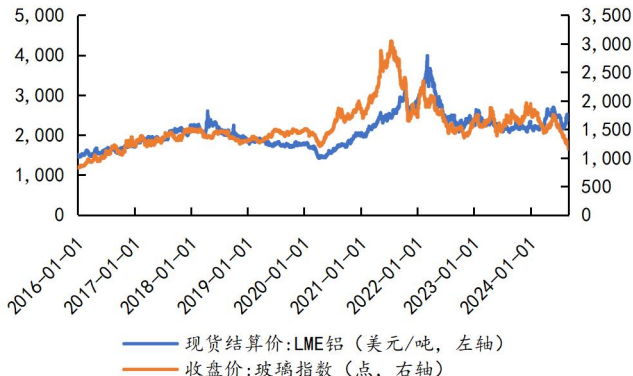
结构优化+成本下行提振板块盈利表现，行业高端化趋势不改。2022年底行业主要原材料成本陆续达到阶段性高点，2023年起持续回落。2023年8月澳麦“双反”政策取消后，大麦月进口平均单价同比降幅进一步扩大至20%以上，2024年2月同比降幅达到31.5%。玻璃指数也出现回落趋势，成本端压力整体缓解。2024Q2啤酒板块毛利率整体同比+2.3pct至46.5%；销售净利率同比+2.0pct至16.9%。2024H1啤酒板块毛利率同比+2.2pct至44.1%，销售净利率同比+1.8pct至14.5%。2024Q2整体销售费用率同比略增0.7pct，我们预计旺季加大营销费用投入所致。

图 11：2023 年以来大麦月进口平均单价持续走低



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 12：2016 年以来铝价和玻璃指数走势



资料来源：Wind，国海证券研究所

表 9：啤酒利润率及费用率情况

类型	公司名称	2024Q2						2024H1					
		销售净利率	YoY (pct)	毛利率	YoY (pct)	销售费用率	YoY (pct)	销售净利率	YoY (pct)	毛利率	YoY (pct)	销售费用率	YoY (pct)
啤酒	青岛啤酒	20.6%	2.5	42.8%	2.7	8.7%	0.4	18.1%	2.3	41.6%	10.8	10.8%	-0.3
	重庆啤酒	9.8%	-0.8	50.5%	-1.0	17.2%	1.3	10.2%	0.0	49.2%	15.2	15.2%	0.7
	珠江啤酒	20.2%	4.1	53.1%	4.9	13.1%	-0.3	16.7%	3.5	49.0%	14.4	14.4%	0.3
	惠泉啤酒	12.8%	2.6	35.6%	1.5	6.7%	2.3	9.1%	2.6	33.6%	7.7	7.7%	1.4
	燕京啤酒	14.7%	3.7	48.3%	2.7	10.0%	0.6	9.4%	2.7	43.4%	10.9	10.9%	0.1
	合计	16.9%	2.0	46.5%	2.3	11.2%	0.7	14.5%	1.8	44.1%	2.2	12.0%	0.1

资料来源：Wind，国海证券研究所

其他酒类中，重点关注百润股份下半年威士忌新品催化。百润股份由于 2023Q2 强爽高热度持续，渠道备货积极性高导致预调酒基数较高，公司 2024Q2 报表端表现略有承压。但我们认为在宏观需求偏弱，今年华东和华南降雨偏多，以及高基数压力下公司经营维持稳健实属不易。公司预调酒基本盘稳固，强爽消费黏性持续提升；微醺从独饮场景拓展至聚饮、佐餐场景；清爽 500mL 大罐与微醺区隔明显，高性价比符合当前需求。2024H2 公司预计将推出威士忌产品，经过多年培育和打磨，威士忌品牌味州的知名度和影响力不断扩大，产品按计划推出后有望为预调酒贡献更多增量。

表 10：2024H1 其他酒类营收、归母净利润及同比增速（单位：亿元）

类型	公司名称	2024Q1				2024Q2				2024H1			
		营收	YoY	利润	YoY	营收	YoY	利润	YoY	营收	YoY	利润	YoY
其他酒类	百润股份	8.0	6%	1.7	-10%	8.3	-7%	2.3	-7%	16.3	-1%	4.0	-8%
	金枫酒业	1.6	42%	0.0	-98%	0.8	-11%	-0.2	-18%	2.4	18%	-0.2	-113%
	青海春天	0.8	50%	-0.3	6%	0.5	5%	-0.3	-51%	1.4	29%	-0.6	-18%
	兰州黄河	0.5	-27%	0.0	71%	0.6	4%	-0.1	-136%	1.2	-13%	-0.1	-147%
	海南椰岛	0.5	-29%	-0.1	48%	0.7	62%	0.1	132%	1.2	3%	0.0	109%
	古越龙山	5.7	11%	0.6	5%	3.2	17%	0.3	5%	8.9	13%	0.9	5%
	会稽山	4.4	18%	0.9	16%	3.0	18%	0.0	-60%	7.4	18%	0.9	16%
	威龙股份	1.4	115%	0.2	204%	0.8	-26%	-0.1	-293%	2.2	24%	0.1	172%
	张裕 A	8.1	-28%	1.6	-43%	7.1	-15%	0.6	-28%	15.2	-23%	2.2	-39%
	中葡股份	0.4	-55%	0.0	-91%	0.3	-23%	-0.1	-10%	0.7	-45%	0.0	-180%
	莫高股份	0.8	56%	0.0	122%	0.8	129%	-0.1	-9%	1.6	86%	-0.1	28%
	合计	32.2	-2%	4.7	-31%	26.2	-3%	2.6	-16%	58.4	-2%	7.3	-26%

资料来源：Wind，国海证券研究所（注：利润指归母净利润）

表 11: 其他酒类利润率及费用率情况

类型	公司名称	2024Q2						2024H1					
		销售净利率	YoY (pct)	毛利率	YoY (pct)	销售费用率	YoY (pct)	销售净利率	YoY (pct)	毛利率	YoY (pct)	销售费用率	YoY (pct)
其他酒类	百润股份	28.2%	0.0	71.8%	5.5	19.5%	-0.1	24.7%	-1.9	70.1%	4.2	24.4%	4.3
	金枫酒业	-22.5%	-5.6	38.2%	5.5	34.3%	7.9	-6.6%	-65.0	39.6%	4.2	24.8%	-2.0
	青海春天	-61.2%	-18.4	28.7%	-35.4	54.6%	-22.4	-43.3%	3.8	44.3%	-20.4	60.4%	-22.7
	兰州黄河	-12.0%	-46.9	16.5%	-9.0	27.8%	6.1	-7.1%	-20.4	13.8%	-6.0	22.4%	6.1
	海南椰岛	18.0%	108.8	46.5%	25.5	6.4%	-29.5	3.8%	48.0	39.1%	13.8	7.4%	-16.4
	古越龙山	10.2%	-1.1	38.1%	-0.5	14.8%	0.6	10.7%	-0.8	37.1%	-0.2	13.3%	0.4
	会稽山	-0.5%	-0.1	44.8%	6.1	24.4%	5.1	12.3%	-0.3	50.0%	5.4	19.0%	6.5
	威龙股份	-10.7%	-14.8	48.2%	-2.1	32.3%	3.3	4.3%	11.6	52.9%	5.0	23.6%	-8.7
	张裕A	8.7%	-1.6	62.8%	3.3	34.7%	5.0	14.5%	-4.0	60.9%	1.8	25.7%	2.7
	中葡股份	-20.6%	-6.3	48.8%	-5.8	27.9%	-9.3	-7.5%	-12.5	55.0%	-1.5	22.6%	-1.9
	莫高股份	-12.5%	13.8	10.7%	-49.0	8.2%	-28.1	-5.7%	9.1	20.8%	-22.0	12.4%	-17.2
	合计	9.7%	-1.6	55.3%	0.3	24.8%	0.2	12.4%	-4.0	54.3%	0.6	22.5%	1.2

资料来源: Wind, 国海证券研究所

4、大众品：淡季需求承压，费用投放部分对冲成本利好

2024H1 大众品板块整体收入、归母净利润分别同比-2.9%/+15.8%，其中 2024Q2 收入、归母净利润分别同比-6.1%/+13.4%。考虑到 2023Q2 中炬高新由于诉讼案件计提非经常性损失导致归母净利润减少 14.43 亿元；2024Q1 伊利股份由于转让煤矿子公司产生投资收益 25.79 亿元，我们剔除和还原相关影响后，2024H1 和 2024Q2 大众品归母净利润同比增速分别为-0.9%/-2.4%。

拆分 2024H1 各板块收入同比增速：休闲食品（16.7%）>软饮料（14.4%）>调味品（5.8%）>烘焙（-1.3%）>预制速冻（-1.4%）>其他食品（-5.9%）>卤制品（-8.0%）>肉制品（-8.1%）>乳制品（-8.5%）。休闲食品一方面由于春节错期，部分产品具备礼赠属性，2024Q1 实现高增；另一方面受益于渠道扩张和产品创新，上半年同比增速领跑大众品板块。2023 年以来出行链表现较优，带动软饮料需求扩张，同时板块部分产品具备健康消费逻辑，如无糖茶、电解质水、功能性饮料等。调味品中部分具备 α 逻辑的龙头企业如安琪酵母和海天味业带动板块整体实现增长，其他板块受消费需求疲弱影响收入端有所承压。

表 12：大众品子行业统计范围

板块	上市公司
肉制品	双汇发展、龙大美食、金字火腿、华统股份、得利斯、上海梅林
卤制品	绝味食品、紫燕食品、煌上煌
调味品	海天味业、安琪酵母、涪陵榨菜、中炬高新、千禾味业、天味食品、恒顺醋业、加加食品、仲景食品、日辰股份、佳隆股份、莲花健康、安记食品、宝立食品
乳制品	伊利股份、光明乳业、新乳业、三元股份、妙可蓝多、贝因美、一鸣食品、天润乳业、燕塘乳业、熊猫乳品、麦趣尔、西部牧业、均瑶健康、庄园牧场
烘焙	立高食品、桃李面包、南侨食品、海融科技、元祖股份
休闲食品	洽洽食品、三只松鼠、良品铺子、盐津铺子、甘源食品、有友食品、劲仔食品、西麦食品、青岛食品、黑芝麻、桂发祥、好想你、来伊份
预制速冻	安井食品、千味央厨、国联水产、三全食品、广州酒家、巴比食品、味知香、海欣食品、盖世食品、克明食品、双塔食品、惠发食品
软饮料	东鹏饮料、养元饮品、维维股份、承德露露、李子园、香飘飘、泉阳泉、欢乐家
其他食品	汤臣倍健、金禾实业、百龙创园、华康股份、华宝股份、爱普股份、佳禾食品、仙乐健康、祖名股份、品渥食品、交大昂立、金达威、梅花生物、科拓生物、嘉必优

资料来源：Wind，国海证券研究所

表 13: 大众品板块收入&归母净利润同比增速

板块	营业收入			归母净利润		
	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1
肉制品	-8.65%	-7.60%	-8.14%	-22.27%	110.82%	12.98%
卤制品	-7.86%	-8.11%	-7.99%	15.20%	5.97%	9.97%
调味品	7.31%	4.77%	5.85%	10.90%	16.05%	13.07%
乳制品	-3.52%	-13.53%	-8.51%	-8.04%	-41.18%	-23.08%
烘焙	1.79%	-4.02%	-1.31%	22.27%	3.54%	11.24%
休闲食品	27.99%	2.73%	16.71%	19.98%	-12.18%	10.60%
预制速冻	0.39%	-3.39%	-1.44%	18.38%	55.30%	30.88%
软饮料	14.40%	14.37%	14.38%	26.93%	27.56%	27.17%
其他食品	-5.81%	-6.01%	-5.91%	-18.74%	-19.70%	-19.13%

资料来源: Wind, 各公司公告, 国海证券研究所

注: 2023Q2 中炬高新由于诉讼案件计提非经常性损失导致归母净利润减少 14.43 亿元; 2024Q1 伊利股份由于转让煤矿子公司产生投资收益 25.79 亿元。表格中归母净利润同比增速列示数据对上述影响进行了剔除。

对调味品及乳制品板块异常值进行剔除后, 2024H1 各板块归母净利润同比增速: 预制速冻 (30.9%) > 软饮料 (27.2%) > 调味品 (13.1%) > 肉制品 (13.0%) > 烘焙 (11.2%) > 休闲食品 (10.6%) > 卤制品 (10.0%) > 其他食品 (-19.1%) > 乳制品 (-23.1%)。2024Q2 多数大众品板块延续 2024Q1 趋势, 利润同比增速快于收入, 其中除“其他食品”外各板块毛利率均有提升, 我们认为主要受益于两方面因素: 1) 成本压力趋缓, 2024H1 玉米、黄豆、牛肉、面粉、PET、瓦楞纸等主要原材料价格同比持续回落, 原材料成本占比较大的板块如预制速冻等充分受益; 2) 渠道及产品结构优化, 一方面渠道走向多元, 渠道效率随之提升, 促销费用较高的大卖场等传统渠道占比下降; 另一方面部分板块仍存在结构性升级机会, 如 0 添加调味品、无糖茶和电解质水等。

但从毛销差角度来看, 2024H1 大部分板块毛销差同比改善幅度弱于毛利率改善幅度, 虽从 2023 年起企业多聚焦费率优化进行利润端管控, 但 2024H1 消费仍有承压, 企业在份额压力下加大费用投放力度, 打出促销、广宣组合拳, 销售费用率多有所提升, 后续费用投放政策值得关注。

表 14: 大众品上游原材料价格走势变化

【国海食品饮料】大众品上游原材料价格走势跟踪 (同比增速, %)																				
	包材				乳制品				啤酒				调味品				休闲食品&速冻食品			
	铝	玻璃	PET	PTA	瓦楞纸	生鲜乳	玉米	豆粕	进口大麦	小麦	黄豆	白砂糖	糖蜜	猪肉	鸡肉	牛肉	白鲑鱼	豆粕	棕榈油	面粉
2024-07	3.49%	-20.18%	-2.06%	-4.24%	-0.30%	-14.13%	-22.08%	-27.27%	-24.34%	-20.80%	-8.09%	-7.72%		20.90%			11.95%	-27.27%	3.96%	-3.82%
2024-06	12.56%	0.78%	-1.25%	3.08%	-0.30%	-13.72%	-14.96%	-10.17%	-11.90%	-9.13%	-7.70%			27.96%			12.94%	-10.17%	3.99%	-3.36%
2024-05	19.54%	21.09%	-0.96%	11.74%	-3.17%	-13.25%	-24.87%	3.43%	-25.63%	14.18%	-6.92%	-11.02%		17.65%	-2.18%	-11.94%	8.47%	3.43%	21.81%	-3.84%
2024-04	11.74%	-12.02%	-7.34%	5.94%	12.18%	-12.05%	-23.63%	12.80%	-26.86%	4.81%	-3.34%	-12.32%		3.05%	-2.09%	-7.43%	12.09%	-2.80%	8.01%	-4.00%
2024-03	4.72%	-7.73%	-2.53%	1.09%	12.18%	-12.03%	-33.08%	7.23%	-28.55%	-19.07%	-11.73%	0.96%		1.89%	-2.16%	-6.06%	10.28%	-7.23%	6.25%	-2.84%
2024-02	1.95%	7.69%	-3.48%	6.46%	-9.07%	-11.17%	-31.85%	-19.97%	-31.47%	-18.32%	-19.43%	5.72%		-2.91%	-2.22%	-13.81%	-3.78%	-19.97%	-9.46%	-1.96%
2024-01	0.48%	13.19%	-4.11%	3.71%	-11.76%	-11.00%	-34.06%	-23.35%	-31.17%	-21.81%	-14.14%	10.18%		-6.40%	-4.03%	-11.89%	-5.67%	-23.35%	-9.93%	-1.96%
2023-12	4.48%	20.92%	0.14%	3.93%	-9.21%	-11.38%	-29.27%	-14.57%	-29.50%	-19.07%	-3.27%	9.38%		-22.30%	-4.69%	-18.37%	-2.77%	-14.57%	-8.12%	-0.66%
2023-11	-1.41%	28.24%	-3.32%	10.04%	15.09%	-10.68%	-27.62%	9.61%	-24.91%	-24.83%	-9.62%	21.98%		37.26%	-4.10%	-23.77%	-8.67%	-9.61%	-14.39%	-0.45%
2023-10	7.86%	19.55%	-5.56%	17.36%	15.09%	-10.14%	-30.77%	4.74%	-23.64%	36.95%	-12.88%	23.17%		40.86%	-4.82%	-26.68%	0.98%	-4.74%	-10.44%	-2.39%
2023-09	6.62%	11.94%	13.48%	16.21%	16.27%	-9.90%	-29.63%	2.51%	-20.61%	-41.24%	-15.99%	27.66%		30.81%	-3.80%	-28.29%	-0.31%	-2.51%	3.93%	4.39%
2023-08	3.22%	21.74%	-18.53%	10.82%	-20.52%	-8.96%	-28.67%	6.18%	-23.68%	-27.60%	-9.85%	25.65%		-23.71%	-3.13%	-26.29%	7.16%	9.18%	-6.73%	2.53%
2023-07	-1.71%	13.33%	-18.11%	1.87%	21.23%	-8.76%	-17.26%	6.64%	0.06%	-17.58%	-18.00%	15.66%	-6.94%	-28.90%	-2.09%	-22.56%	-6.94%	6.64%	-11.62%	3.97%
2023-06	-6.35%	-8.10%	-22.81%	-4.63%	22.35%	-8.01%	-20.17%	-3.91%	4.32%	-26.36%	-14.16%	15.20%	-5.56%	-21.49%	0.16%	-18.15%	-9.05%	-3.91%	-22.88%	4.21%
2023-05	-13.67%	-19.95%	-20.24%	-20.97%	19.11%	7.23%	-21.17%	-19.78%	1.32%	-45.36%	-20.51%	12.98%	-2.86%	-9.19%	0.47%	-19.34%	-9.33%	-19.78%	-45.77%	2.55%
2023-04	-11.43%	-4.75%	-5.95%	-10.79%	10.02%	-6.47%	-28.09%	-14.14%	9.74%	-39.97%	-21.97%	19.72%	1.16%	-0.61%	1.66%	-18.69%	-11.67%	-14.14%	-43.68%	5.88%
2023-03	-17.83%	-25.69%	-10.71%	-3.32%	10.02%	4.32%	-11.79%	-13.05%	15.77%	-31.19%	-14.46%	11.19%	7.58%	10.03%	2.04%	-19.44%	-11.56%	-13.05%	-33.49%	8.79%
2023-02	-18.36%	-20.24%	-6.50%	-0.85%	14.03%	-4.95%	-8.76%	12.25%	30.86%	-24.46%	-7.70%	4.44%	14.85%	13.11%	2.92%	-13.73%	-5.13%	-2.25%	-26.34%	12.78%
2023-01	-12.60%	27.25%	-6.34%	4.16%	12.92%	4.22%	8.59%	15.63%	31.22%	0.00%	-11.69%	2.77%	13.83%	2.58%	3.22%	-14.41%	-10.18%	15.63%	-19.11%	11.11%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 15: 大众品板块毛利率&毛销差情况

板块	毛利率					毛销差				
	2024Q1	2024Q2	Q2 同比 (pct)	2024H1	H1 同比 (pct)	2024Q1	2024Q2	2024Q2 同比	2024H1	2024H1 同比
肉制品	14.35%	13.33%	2.22	13.85%	1.55	11.13%	10.39%	2.20	10.77%	1.37
卤制品	28.69%	29.56%	6.26	29.15%	5.65	20.45%	20.35%	4.49	16.79%	5.25
调味品	34.76%	32.53%	1.10	33.78%	1.05	27.18%	24.18%	-0.15	26.10%	0.35
乳制品	32.23%	30.49%	0.47	32.73%	1.25	15.03%	12.13%	-0.90	14.98%	0.17
烘焙	31.46%	32.46%	1.37	31.98%	1.53	16.96%	18.17%	1.27	17.59%	0.23
休闲食品	30.52%	28.98%	0.39	31.24%	-0.36	14.03%	10.67%	-1.31	14.04%	1.67
预制速冻	23.99%	20.74%	2.15	22.45%	2.63	16.13%	14.05%	1.93	15.15%	2.21
软饮料	39.61%	41.50%	4.76	40.43%	1.94	26.14%	24.85%	2.90	25.58%	0.26
其他食品	31.34%	29.15%	-0.04	17.65%	1.49	22.85%	18.78%	-0.43	8.24%	-0.74

资料来源: Wind, 国海证券研究所

我们认为 2024H1 大众品消费展现出 5 大共性趋势:

1) **消费降级趋势下白牌涌现, 龙头上市企业或未能充分受益。** 消费者越来越注重实际需求, 甚至拿下源头厂、源头货、源头价的平替成为许多年轻人追求的目标。据央广网数据, 57.2%的消费者表示在产品质量和功能差异不大的情况下, 愿意选择大牌平替商品。在这种情况下白牌崛起, 而上市公司多为行业头部企业, 一方面生产经营更规范、产品品质更高, 产生部分刚性成本; 另一方面具备一定的品牌溢价, 因此在消费降级趋势下受益程度或低于白牌。

2) **分场景来看, 户外>居家>餐饮。** 虽消费复苏较弱但居民外出意愿有所增强, 户外产品的表现优于居家产品。以康师傅为例, 2024H1 方便面业务中桶面表现明显优于袋面, 收入同比增速分别为 6.3%/ -7.2%。我们认为这一趋势利好具备户外场景逻辑, 且客单价较低并具备一定刚需属性的产品, 如低价饮料(康师傅、统一、哇哈哈)。2024H1 餐饮竞争进一步加剧, 并向上传导至餐饮供应链, 板块整体压力较大。

3) **渠道分流仍在继续,** 具体表现为: 1) 零食量贩店拦截线下客流, 商超等传统渠道下滑, 并且我们认为这一影响逐渐扩散到其他非休闲食品板块, 如乳制品、肉制品、速冻面米制品等; 2) 线上各大电商平台价格竞争激烈, 性价比突出的抖音、拼多多等渠道表现更好, 并对其他渠道产生冲击。

4) **利润端, 竞争加剧, 费用投放部分对冲成本利好。** 2024H1 除猪肉外大宗原材料成本普遍下降, 但我们认为成本下降需辩证看待, 当前消费整体偏弱, 许多子板块需求同比增速放缓, 成本端利好释放的同时行业整体降价空间扩大, 企业在份额压力下销售费用率普遍呈提升趋势。

5) **需求端仍有结构性机会:** 1) 疫后消费者对健康的重视程度更甚, 食品消费的健康化趋势延续。 2024H1 劲仔食品的禽类制品(主要为鹤鹑蛋)收入同比+51%; 盐津铺子的休闲魔芋收入同比+39%; 卫龙蔬菜制品收入同比+57%; 2) 下沉市场比高线城市展现出更强的消费活力。 以长三角为例, 2024H1 上海和三

个省会城市杭州、南京、合肥社零同比增速较低，尤其是上海同比下降 2.3%，杭州、南京、合肥均未超过全国平均水平 3.7%，而下沉市场整体表现更好，绍兴、衢州、嘉兴、丽水等城市社零同比增速超过 8%。3) 出海释放利好。安琪酵母及仙乐健康受海外业务提振表现较好，2024H1 安琪酵母及仙乐健康收入分别同比增长 6.9%/28.9%。其中安琪酵母 2024Q2 海外业务营收同比+19%；仙乐健康 2024H1 欧洲/美洲/海外其他地区营收分别同比+14%/65%/186%。

4.1、休闲食品：板块间分化，存在渠道或品类红利的企业表现更优

2024H1 休闲食品板块同比增速为+16.71%，其中 Q1 为+27.99%，Q2 为+2.73%，Q2 为休闲食品淡季，在消费淡旺季分化明显的背景下，Q2 收入增速环比回落，板块间企业表现分化，其中 Q2 收入表现偏弱的企业受到去库存、渠道流量变迁等影响，而依旧保持较高增速的企业往往存在渠道或品类的红利，具体来看：

1) **渠道红利：抖音和零食量贩渠道发展较快。**根据艾媒咨询，2023 年我国零食集合店市场规模达 809 亿元，预计 2024 年将突破千亿元规模。据新经销数据，零食量贩门店数量由 2022 年的 8000 家增长至 2023 年的 2.2-2.5 万家，而截至 2024 年 6 月，头部品牌鸣鸣很忙已经突破一万家门店，年底有望突破 1.3 万家。据萝卜投研数据显示，2023 年阿里和京东的休闲食品 GMV 略有下滑，而抖音的休闲食品 GMV 同比增长约 45%；2024 年上半年抖音加速增长，休闲食品 GMV 同比增长达 75%。两大高增渠道皆注重产品性价比，及时调整价格和渠道策略，从而适配渠道的企业收入增长更快，比如三只松鼠在高端性价比战略下 2024H1 抖音收入体量领跑行业；盐津铺子在全渠道战略下，深度绑定零食量贩龙头零食很忙，以及积极推进抖音渠道，2024Q2 收入增长稳健。

2) **品类红利：鹌鹑蛋和魔芋零食赛道景气度高。**今年以来，具备健康属性的零食颇受欢迎，如鹌鹑蛋和魔芋零食。具体来看，2024H1 劲仔食品的禽类制品（主要为鹌鹑蛋）收入同比+51%；盐津铺子的休闲魔芋收入同比+39%，蛋类零食收入同比+151%，蒟蒻果冻布丁收入同比+44%；卫龙蔬菜制品（主要为魔芋爽）收入同比+57%；三只松鼠将抖音定位为新品类发动机，通过持续扩充品类实现收入增长。

图 13: 零食量贩渠道市场规模及门店数

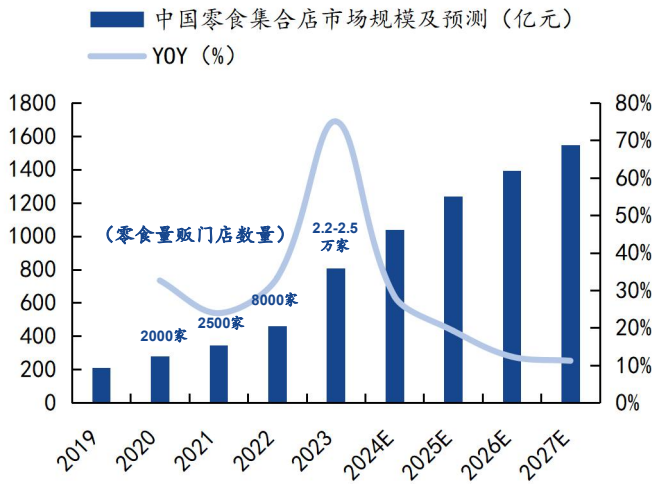
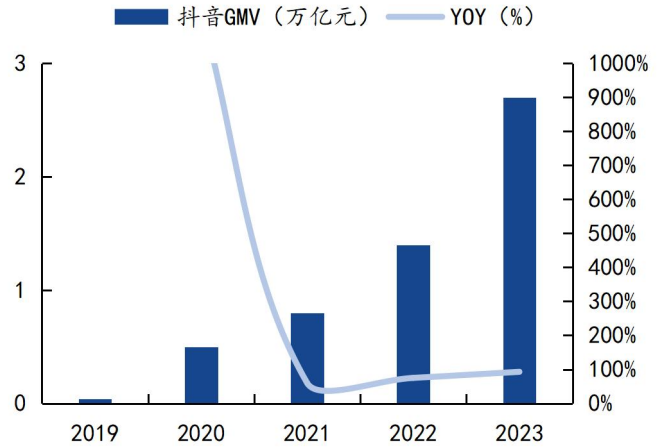


图 14: 抖音 GMV 及同比增速变化



资料来源: 艾媒咨询, 新经销, 中国副食流通协会营销总监专委会, 国海证券研究所

资料来源: 36氪, 自象限, 国海证券研究所

表 16: 2024 年 1-7 月部分休闲食品企业在抖音的销售额 (万元) 及同比增速

单位: 万元	2024 年 1 月	2024 年 2 月	2024 年 3 月	2024 年 4 月	2024 年 5 月	2024 年 6 月	2024 年 7 月
零食/坚果/特产	858471	190469	267237	271544	316128	265840	285346
YOY	220.71%	37.61%	40.64%	48.40%	28.78%	25.39%	15.96%
三只松鼠	99907	4154	6782	8902	11723	9148	14248
YOY	340.05%	1071.57%	1319.08%	776.95%	149.99%	77.15%	105.26%
盐津铺子	17175	2530	4663	6301	6959	4611	6483
YOY	341.57%	74.20%	101.77%	140.70%	120.76%	49.64%	35.15%
良品铺子	16910	1876	2260	2967	3521	3071	3254
YOY	119.81%	116.46%	197.89%	226.60%	65.15%	99.88%	22.67%
洽洽食品	3212	549	222	362	581	291	487
YOY	260.93%	214.10%	-43.10%	-32.31%	4.22%	-37.22%	-48.85%

资料来源: 萝卜投研, 国海证券研究所

表 17: 2024H1 休闲食品收入业绩表现 (亿元) 【排序按照 2024Q2 收入同比增速由高到低】

个股	2024H1				2024Q1				2024Q2			
	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY
三只松鼠	50.75	75.39%	2.90	88.57%	36.46	91.83%	3.08	60.80%	14.29	43.93%	-0.19	51.21%
西麦食品	9.73	38.83%	0.67	1.84%	5.66	46.07%	0.45	14.59%	4.08	29.89%	0.22	-17.36%
盐津铺子	24.59	29.84%	3.19	30.01%	12.23	37.00%	1.60	43.11%	12.36	23.44%	1.60	19.11%
劲仔食品	11.30	22.17%	1.43	72.41%	5.40	23.58%	0.74	87.73%	5.90	20.90%	0.70	58.74%
好想你	8.16	16.44%	-0.36	-98.73%	4.94	19.05%	0.13	2.63%	3.23	12.66%	-0.49	-60.07%
青岛食品	2.62	3.92%	0.60	12.52%	1.32	0.73%	0.29	6.60%	1.30	7.36%	0.31	18.54%
甘源食品	10.42	26.14%	1.67	39.26%	5.86	49.75%	0.91	65.50%	4.56	4.90%	0.75	16.79%
有友食品	5.30	10.26%	0.76	-5.22%	2.75	17.96%	0.43	-8.77%	2.54	2.98%	0.33	-0.10%
桂发祥	2.68	2.87%	0.23	-43.39%	1.60	12.44%	0.19	-26.78%	1.08	-8.72%	0.04	-72.45%
良品铺子	38.86	-2.52%	0.24	-87.38%	24.51	2.79%	0.62	-57.98%	14.35	-10.43%	-0.39	-195.02%
黑芝麻	9.73	-20.51%	0.11	-36.88%	4.59	-25.70%	0.03	-69.12%	5.14	-15.21%	0.08	10.53%
来伊份	17.92	-15.05%	0.15	-72.56%	10.61	-12.47%	0.61	-13.90%	7.31	-18.52%	-0.46	-175.58%
洽洽食品	28.98	7.92%	3.37	25.92%	18.22	36.39%	2.40	35.15%	10.77	-20.25%	0.96	7.58%
卫龙美味	29.83	25.93%	6.21	38.95%								

资料来源: Wind, 国海证券研究所 (备注: 利润指的是归母净利润)

企业间毛利率有升有降, 受到多重因素影响: 1) **原材料价格的影响**, Q2 除了棕榈油外, 白砂糖、面粉、黄豆油、葵花籽、鹌鹑蛋等价格下行, 预计全板块企业普遍受益, 其中洽洽食品受益于葵花籽价格的回落, 劲仔食品受益于鳀鱼、鹌鹑蛋价格的回落; 2) **渠道结构的影响**, 如零食量贩渠道的特征为低价格低费率, 抖音的特征为低客单价高费率, 导致这些渠道占比提升的企业毛利率走低, 比如盐津铺子; 3) **收入规模的影响**, 企业收入增长往往能带来规模效应的释放, 三只松鼠和劲仔食品受益; 4) **供应链能力的影响**, 比如三只松鼠在“一品一链”供应链规划, 不断优化对全链路提质增效, 形成价值溢出。

销售费用率普遍上涨, 企业间盈利能力有升有降。从板块来看, 除了三只松鼠、西麦食品及好想你外, 其他企业在 2024Q2 的销售费用率同比皆有提升, 我们认为主要有以下几个原因: 1) Q2 为零食消费淡季, 企业收入体量不及 Q1, 但仍需保持较为稳定的营销费用投入, 从而实现稳定动销, 并为旺季预热; 2) 目前消费环境偏弱, 行业竞争较为激烈, 因此行业整体费效比预计走低; 3) 部分企业出于品牌战略需求, 品牌费用投入加大, 比如盐津铺子和劲仔食品。

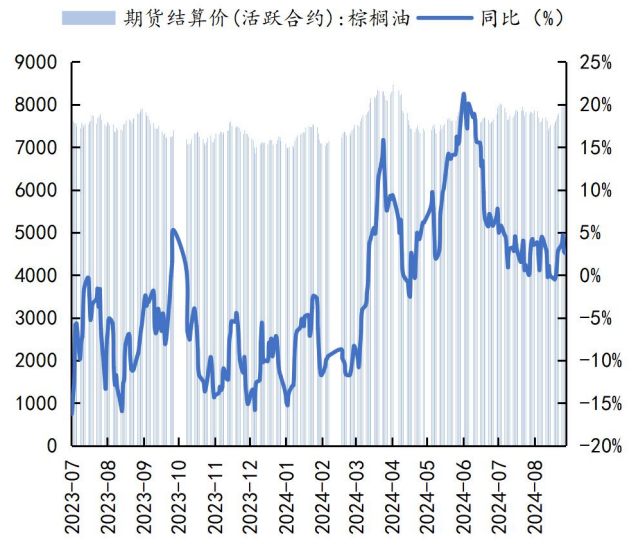
从毛销差的角度, 2024Q2 仅三只松鼠、洽洽食品、劲仔食品、青岛食品、黑芝麻实现了毛销差的扩展, 其他个股毛销差均有所回落, 反映了以上企业在竞争激烈的环境下, 较好地进行了费用的把控。

图 15: 豆油期货收盘价 (元/吨) 及变动 (%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 16: 棕榈油期货结算价 (元/吨) 及变动 (%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 18: 2024H1 休闲食品企业毛利率和销售费用率情况

个股	毛利率			毛利率变动 (pct)			销售费用率			销售费用率变动 (pct)		
	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2
三只松鼠	25.85%	27.40%	21.90%	0.88	-0.87	3.24	17.62%	16.26%	21.10%	0.39	1.08	-0.06
西麦食品	42.51%	43.71%	40.86%	-0.28	1.28	-2.38	29.32%	30.17%	28.15%	2.14	4.07	-0.36
盐津铺子	32.53%	32.10%	32.96%	-2.81	-2.47	-3.08	13.27%	13.00%	13.53%	0.71	-0.77	2.05
劲仔食品	30.40%	30.02%	30.76%	4.14	4.04	4.25	12.58%	13.12%	12.09%	1.45	1.24	1.62
好想你	24.74%	29.39%	17.62%	0.85	2.68	-2.18	22.74%	21.85%	24.10%	0.66	2.08	-1.33
青岛食品	37.56%	34.70%	40.46%	3.54	-0.25	7.43	4.59%	3.31%	5.88%	1.32	0.23	2.42
甘源食品	34.94%	35.39%	34.36%	-0.66	-0.95	-0.57	13.29%	13.10%	13.55%	0.60	-0.57	1.73
有友食品	30.84%	31.43%	30.20%	-1.91	-2.41	-1.52	11.93%	11.76%	12.11%	1.76	2.37	1.21
桂发祥	45.31%	45.59%	44.89%	-0.18	1.07	-1.78	27.68%	25.37%	31.12%	4.66	4.31	5.74
良品铺子	26.39%	26.43%	26.32%	-2.56	-2.74	-2.30	19.62%	17.44%	23.33%	1.21	0.44	2.84
黑芝麻	21.19%	20.32%	21.97%	2.12	1.35	2.79	8.31%	7.61%	8.93%	0.42	0.10	0.66
来伊份	41.28%	41.51%	40.94%	-1.20	-1.64	-0.62	28.20%	25.40%	32.26%	1.56	0.53	3.24
洽洽食品	28.41%	30.43%	24.98%	3.89	1.92	4.42	11.49%	12.35%	10.04%	1.90	1.68	1.52
卫龙美味	49.76%			2.23%			15.94%			0.44%		

资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 19: 2024H1 休闲食品企业毛销差和归母净利率情况

个股	毛销差			毛销差变动 (pct)			归母净利率			归母净利率变动 (pct)		
	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2
三只松鼠	8.22%	11.14%	0.79%	0.49	-1.95	3.29	5.71%	8.46%	-1.30%	0.40	-1.63	2.54
西麦食品	13.19%	13.54%	12.71%	-2.42	-2.79	-2.02	6.84%	7.96%	5.28%	-2.48	-2.19	-3.02
盐津铺子	19.26%	19.10%	19.42%	-3.52	-1.70	-5.13	12.99%	13.05%	12.93%	0.02	0.56	-0.47
劲仔食品	17.82%	16.89%	18.67%	2.70	2.79	2.63	12.69%	13.63%	11.83%	3.70	4.66	2.82
好想你	2.00%	7.54%	-6.47%	0.20	0.60	-0.85	-4.44%	2.55%	-15.14%	-1.84	-0.41	-4.48
青岛食品	32.98%	31.40%	34.58%	2.21	-0.48	5.01	22.90%	21.73%	24.08%	1.75	1.20	2.27
甘源食品	21.65%	22.29%	20.82%	-1.26	-0.38	-2.3	15.98%	15.58%	16.49%	1.51	1.48	1.68
有友食品	18.91%	19.67%	18.09%	-3.67	-4.78	-2.73	14.38%	15.74%	12.91%	-2.35	-4.61	-0.40
桂发祥	17.63%	20.22%	13.78%	-4.84	-3.24	-7.52	8.48%	11.66%	3.74%	-6.93	-6.24	-8.65
良品铺子	6.77%	8.98%	2.99%	-3.77	-3.17	-5.14	0.61%	2.55%	-2.69%	-4.13	-3.69	-5.22
黑芝麻	12.88%	12.71%	13.04%	1.70	1.25	2.13	1.13%	0.70%	1.51%	-0.29	-0.98	0.35
来伊份	13.08%	16.11%	8.68%	-2.76	-2.17	-3.86	0.83%	5.78%	-6.34%	-1.74	-0.10	-4.47
洽洽食品	16.92%	18.09%	14.95%	1.99	0.24	2.90	11.62%	13.20%	8.95%	1.66	-0.12	2.31
卫龙美味	33.82%			1.79			20.82%			1.95		

资料来源: Wind, 国海证券研究所

展望后续: 渠道端, 我们预计 2024 年抖音和零食量贩渠道红利仍存, 积极把握这些渠道的企业收入增长弹性依旧较高。品类端, 零食品类众多, 产品之间可替代性强, 拥有持续扩品类和培育大单品能力的企业收入增长动力更强, 未来天花板更高, 比如三只松鼠。盈利方面, 除了棕榈油外, 其他主要原材料成本价格仍在低位波动, 预计对板块整体毛利影响不大, 但目前消费环境依旧偏弱, 预计企业在销售费用投放上依旧较大。我们维持推荐同时具有渠道和品类红利的公司三只松鼠、劲仔食品、盐津铺子等。

4.2、软饮料: 成本优化下毛利率改善, 东鹏饮料领跑行业

老品扩容和新品放量下, 东鹏饮料驱动行业收入增长。2024H1 软饮料板块 (不含港股, 下同) 同比增速为+14.38%, 其中 Q1 为+14.40%, Q2 为+14.37%, 板块同比增速较高, 拆分来看, 增长动力主要来源于东鹏饮料, 2024Q2 东鹏饮料收入同比+47.88%, 叠加其本身收入体量较大, 对整体行业影响权重较大, 实际上 2024Q2 除了东鹏饮料和承德露露外, 其他企业收入同比下滑。具体来看, 2024H1 东鹏饮料收入高增主要受益于新品的放量和老品的拓展: 1) 老品持续拓展, 东鹏特饮实现营收 68.55 亿元, 同比+33.5%, 贡献了收入的 87.19%, 主要得益于人群扩充及区域拓展, 消费人群从体力劳动者或运输类司机扩充到互联网、广告、教培等白领群体; 区域从三、四线城市扩充到一、二线城市。2) 新

品快速放量，东鹏补水啦实现营收 4.76 亿元，同比+281.1%，公司积极把握电解质水行业的发展红利，通过有效的品牌宣传、精准的产品定位以及高质价比，产品仅上市一年多便迅速在市场上占据一席之地。其他饮料营收 5.3 亿元，同比+172.2%，公司咖啡饮料“东鹏大咖”、茶饮料“鹏友上茶”等新品皆有不错的表现。

行业龙头农夫山泉、统一、康师傅，2024H1 营收皆实现稳健增长。2024H1 康师傅控股的饮品业务营收 270.65 亿元，同比+1.73%；农夫山泉整体营收 232.13 亿元，同比+8.66%；统一企业中国的饮料业务营收 100.23 亿元，同比+8.27%，这些企业积极对老品进行更新迭代，并先后切入无糖茶赛道，收入取得稳健增长。饮料高度依赖于线下渠道，龙头企业在行业深耕多年，具备强大的网点精细化管理能力，渠道优势明显，在竞争加剧环境下，更容易脱颖而出。

表 20：2024H1 软饮料收入业绩表现（亿元）

个股	2024H1				2024Q1				2024Q2			
	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY
东鹏饮料	78.73	44.19%	17.31	56.17%	34.82	39.80%	6.64	33.51%	43.91	47.88%	10.67	74.62%
承德露露	16.34	9.39%	2.94	-6.80%	12.27	7.53%	2.46	3.04%	4.07	15.39%	0.47	-37.81%
欢乐家	9.45	3.64%	0.82	-36.44%	5.51	6.61%	0.82	-3.74%	3.94	-0.24%	0.00	-99.17%
李子园	6.79	-3.08%	0.95	-29.29%	3.34	-3.17%	0.57	-3.79%	3.45	-2.99%	0.38	-49.33%
香飘飘	11.79	0.75%	-0.30	33.02%	7.25	6.76%	0.25	331.26%	4.54	-7.54%	-0.55	-9.67%
泉阳泉	6.00	-5.49%	0.21	-43.02%	2.33	5.97%	-0.06	73.06%	3.67	-11.55%	0.26	-54.04%
养元饮品	29.42	-2.02%	10.30	12.97%	23.16	3.91%	8.79	19.96%	6.26	-19.09%	1.51	-15.71%
维维股份	17.43	-13.21%	1.51	145.08%	11.09	0.83%	1.27	251.48%	6.35	-30.20%	0.24	-5.56%
农夫山泉	232.13	8.66%	62.40	8.04%								
统一企业中国	156.40	3.46%	9.66	10.16%								
康师傅控股	415.50	-0.15%	18.85	15.12%								

资料来源：Wind，国海证券研究所（备注：利润指的是归母净利润）

原材料价格下行带来毛利率优化，竞争加剧下费用率提升。今年以来，行业主要原材料价格皆同比下滑，如 PET 价格、白砂糖价格等，行业多数企业的毛利率提升。费用率上，由于饮料行业竞争加剧，货架陈列及冰柜资源紧张，大部分企业 2024Q2 销售费用率提升幅度较大，仅东鹏饮料（收入增长的规模效应）、香飘飘（业务调整）有所下滑。体现在盈利能力上，多数企业毛利率优化幅度不及销售费用率提升幅度，毛销差走低，归母净利率下滑。

从毛销差角度，我们发现具有较强综合能力的大型软饮料公司如康师傅控股、统一企业中国、东鹏饮料在 2024H1 均实现了毛销差的扩张（Q1 公司毛销差走弱主要系费用前置），东鹏饮料其毛销差的扩展幅度高于毛利率的改善幅度，反映了其收入快速增长背景下，规模优势进一步强化。农夫山泉主要系上半年饮用水业务受舆论影响较大，仍处于调整期，使得其毛销差有所恶化。

图 17: PET 切片现货价 (元/吨) 及变动 (%)

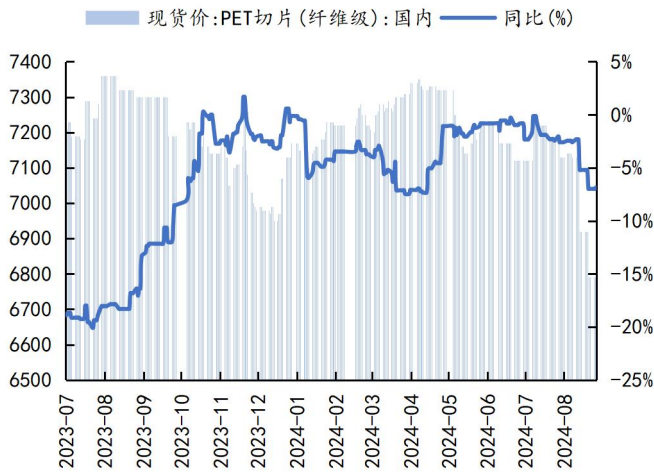
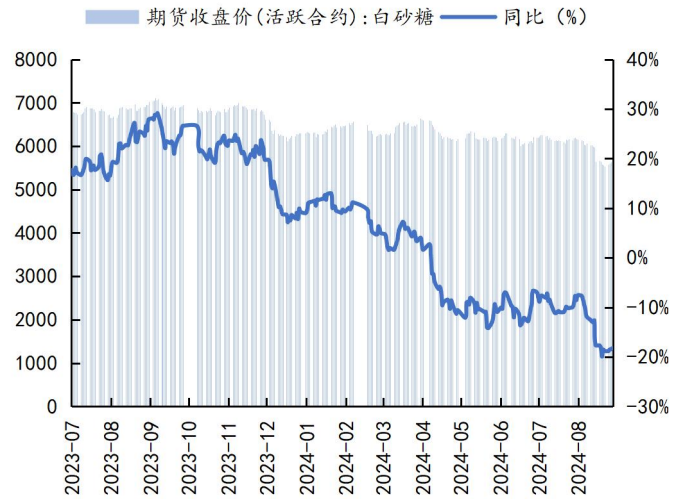


图 18: 白砂糖期货结算价 (元/吨) 及变动 (%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 21: 2024H1 软饮料企业毛利率和销售费用率情况

个股	毛利率			毛利率变动 (pct)			销售费用率			销售费用率变动 (pct)		
	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2
东鹏饮料	44.60%	42.77%	46.05%	1.50	-0.76	3.30	15.56%	17.11%	14.33%	-0.25	1.43	-1.59
承德露露	41.80%	43.71%	36.03%	-3.41	-3.94	-1.30	16.70%	15.98%	18.86%	0.94	-2.00	10.31
欢乐家	35.85%	38.70%	31.87%	-1.38	1.84	-5.84	16.29%	12.95%	20.97%	5.11	3.87	7.03
李子园	38.26%	38.19%	38.33%	1.52	1.57	1.48	14.75%	10.78%	18.60%	5.04	-0.92	10.81
香飘飘	30.58%	33.64%	25.71%	2.69	2.62	2.13	28.47%	24.01%	35.58%	-2.74	-2.81	-1.68
泉阳泉	35.34%	27.80%	40.13%	-2.92	-15.27	4.41	14.93%	16.67%	13.83%	0.89	-13.18	8.15
养元饮品	46.99%	47.17%	46.29%	1.85	0.23	6.38	10.81%	7.26%	23.94%	0.21	-1.23	7.28
维维股份	20.98%	16.60%	28.64%	2.51	0.47	7.33	6.72%	5.67%	8.55%	0.27	-0.23	1.44
农夫山泉	58.78%			-1.38			21.42%			-0.56		
统一企业中国	33.84%			2.73			22.96%			0.55		
康师傅控股	32.62%			2.15			22.01%			0.33		

资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 22: 2024H1 软饮料企业毛销差和归母净利率情况

个股	毛销差			毛销差变动 (pct)			归母净利率			归母净利率变动 (pct)		
	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2
东鹏饮料	29.04%	25.66%	31.73%	1.75	-2.19	4.89	21.98%	19.07%	24.29%	1.69	-0.90	3.72
承德露露	25.10%	27.73%	17.17%	-4.36	-1.93	-11.61	17.96%	20.08%	11.59%	-3.12	-0.87	-9.91
欢乐家	19.56%	25.75%	10.90%	-6.49	-2.04	-12.87	8.72%	14.90%	0.09%	-5.50	-1.60	-11.15
李子园	23.51%	27.41%	19.73%	-3.51	2.49	-9.33	14.00%	17.03%	11.06%	-5.19	-0.11	-10.12
香飘飘	2.11%	9.62%	-9.87%	5.43	5.43	3.81	-2.50%	3.48%	-12.04%	1.26	2.62	-1.89
泉阳泉	20.41%	11.13%	26.30%	-3.81	-2.09	-3.74	3.44%	-2.43%	7.17%	-2.27	7.13	-6.63
养元饮品	36.18%	39.92%	22.35%	1.64	1.47	-0.91	35.00%	37.95%	24.09%	4.64	5.08	0.97
维维股份	14.27%	10.93%	20.09%	2.23	0.69	5.89	8.65%	11.43%	3.79%	5.58	8.15	0.99
农夫山泉	37.36%			-0.82			26.88%			-0.15		
统一企业中国	10.88%			2.18			6.17%			0.38		
康师傅控股	10.61%			1.82			4.54%			0.60		

资料来源: Wind, 国海证券研究所

展望后续: 我们认为, 收入端, 具有强大终端能力及新品放量逻辑的企业预计会保持较为稳健的增长。利润端, 原材料成本预计后续仍低位波动, 毛利率受益; 费用投放上, 我们预计网点陈列资源及冰柜资源争夺依旧较为激烈, 叠加部分企业新品推广所需的营销费用, 费用率仍存在上行风险。我们建议关注东鹏饮料、统一企业中国、康师傅控股等。

4.3、调味品及餐饮供应链: Q2 需求承压, 期待旺季修复

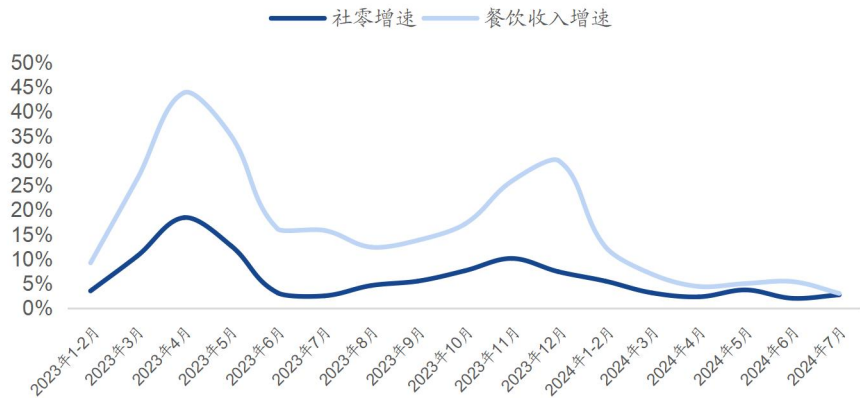
餐饮在高基数压力下同比增速放缓。 2023 年防疫政策优化后至 2024 年 7 月, 餐饮收入同比增速持续高于社零, 且具备供应链优势的连锁大 B 展现出更强韧性, 餐饮行业呈现结构性景气。进入 2024 年后, 由于消费需求继续走弱, 且餐饮面临更高基数压力, 行业同比增速持续回调, 2024 年 7 月餐饮收入同比增速已与社零基本持平, 约为 3%。从区域来看, 高线城市压力更大。

行业竞争加剧, 闭店率提升, 客单价进一步下滑。 外部环境承压背景下市场竞争进一步加剧, 一方面餐饮企业加速淘汰和出清, 闭店率提升; 另一方面企业价格内卷, 多数连锁推出丰富的性价比套餐, 客单价整体有所下滑。据红餐产业研究院及餐企老板内参数据, 2024H1 我国餐饮企业注册量为 134.65 万家, 吊销量达 105.61 万家, 2023 及 2022 年餐饮企业吊销量分别为 141.95/60.04 万家。2024H1 凑凑、太二、呷哺呷哺、奈雪的茶等连锁大 B 客单价较 2023 年全年均有进一步下滑。

高线城市表现较弱, 消费向节日集中。 2022 年以来人口整体从一线城市向各省份回流, 高线城市餐饮消费或面临更大压力。据各地统计局数据, 2024H1 北京

限额以上餐饮企业营收 492.1 亿元，同比-2.9%；利润总额为 1.8 亿元，同比大幅下滑 88.8%，利润率仅为 0.37%。2024H1 上海限额以上住宿和餐饮业营收 752.9 亿元，同比-2.6%，营业利润为-7.7 亿元，与 2023 年全年相比，行业由盈利转为亏损。从收入的时间分布来看，2024Q1 受益于春节期间的年会、宴席、返乡、旅游等的繁荣，餐饮表现优于预期，但春节后明显转淡，我们认为餐饮消费呈现出“旺季更旺，淡季更淡”的节日集中趋势。

图 19：2023 年以来各月社零及餐饮收入同比增速



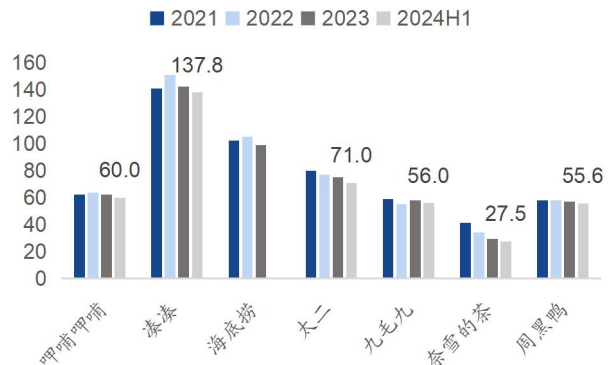
资料来源：国家统计局，国海证券研究所

图 20：2019-2024H1 我国餐饮企业注册量及吊销量



资料来源：红餐产业研究院，36 氪，餐企老板内参，国海证券研究所

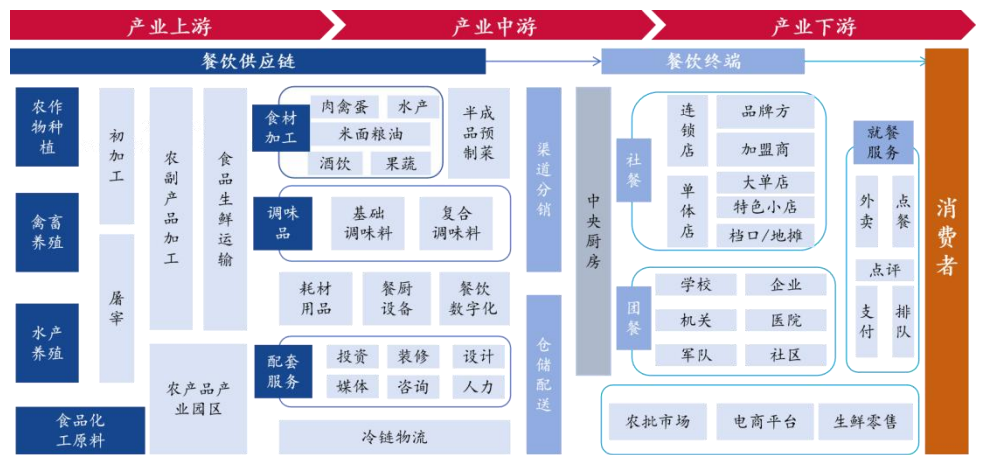
图 21：2023 年及 2024H1 头部餐饮客单价持续下滑 (单位：元)



资料来源：各公司公告，国海证券研究所

餐饮业需求大而分散，经营难度升级，产业链走向专业化、精细化。从消费者端来看，一方面，消费者乐于追求潮流，需求多元且变化较快，餐企需持续创新。同时消费者对出餐速度及服务体验等也有较高要求；而另一方面，疫后消费者对价格更加敏感，餐企盈利能力面临风险。随着餐饮步入微利时代，餐企越来越注重构建产业生态闭环。当前许多连锁餐饮更加专注于前端开店及管理，而在后端寻求与专业供应链企业开展合作。餐饮产业链环节复杂，参与者众多。随着行业规模扩大及竞争加剧，供应链各方通过专业化分工各司其职，力求打磨核心业务，提升服务餐饮企业的能力，产业链愈加专业化、标准化、精细化。

图 22: 餐饮供应链走向专业化、精细化



资料来源: 红餐网, 国海证券研究所

受行业β压制, Q2收入同比增速普遍有所放缓。 (1)分场景来看,我们认为虽消费需求疲弱,但居民仍有较强的外出意愿,预计调味品、速冻食品、休闲肉制品等在C端表现平淡;(2)B端一方面由于餐企承压导致需求增长略显乏力,另一方大B向上游分散供应链,导致多数企业面临份额竞争;(3)今年春节时间较晚,我们认为部分产品Q2或仍处于渠道库存消化阶段。板块内公司Q2收入及利润同比增速环比普遍有所放缓。

部分龙头企业仍具备α逻辑:

安琪酵母: 出海引领,成本改善, Q2业绩回暖。 安琪酵母作为板块内为数不多具有出海逻辑的公司,2024Q2海外延续高增趋势,海外营收同比+19%达14.54亿元,叠加国内需求回暖,二季度收入及归母净利润同比增速较一季度明显改善。从利润端来看,虽然今年仍是公司转固大年,但受益于糖蜜等成本边际改善及毛利较低的制糖业务占比下降,公司2024Q2毛利率同比+0.3pct,在费用端有效控制下扣非归母净利润同比增速环比转正。

海天味业: 改革红利释放,企业企稳向上。 2023Q2公司处于库存去化期,具备一定的低基数效应,但我们认为排除该影响后公司仍在行业内表现优异。公司持续优化渠道结构,线下基本盘通过多项改革措施同比增速回升,经销商数量重回增长;线上加强布局,巩固品牌优势;B端加强对大B的定制化、个性化服务,春节后餐饮承压环境下酱油/蚝油仍实现平稳增长,最终2024Q2公司在库存回归良性的基础上全品类实现增长。受益于成本下降、渠道效率及生产效率提升,2024Q2公司毛利率及归母净利率分别同比+1.6/0.7pct,调味品龙头业绩逐渐企稳,回归良性增长。

表 23: 调味品各公司收入及业绩表现 (单位: 亿元)

个股	2024H1				2024Q1				2024Q2			
	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY
海天味业	141.56	9.18%	34.53	11.52%	76.94	10%	19.19	12%	64.62	8%	15.34	11%
安琪酵母	71.75	6.87%	6.91	3.36%	34.83	3%	3.19	-9%	36.92	11%	3.72	18%
涪陵榨菜	13.06	-2.32%	4.48	-4.74%	7.49	-2%	2.72	4%	5.57	-3%	1.77	-16%
中炬高新	26.18	-1.35%	3.50	124.24%	14.85	9%	2.39	60%	11.34	-12%	1.11	107%
千禾味业	15.89	3.78%	2.51	-2.38%	8.95	9%	1.55	7%	6.94	-3%	0.96	-14%
天味食品	14.68	2.95%	2.47	18.79%	8.53	11%	1.76	37%	6.14	-7%	0.71	-11%
恒顺醋业	10.04	-11.83%	0.94	-24.16%	4.60	-25%	0.55	-24%	5.44	3%	0.38	-24%
加加食品	7.89	-7.65%	-0.29	-848.84%	4.87	12%	0.07	-49%	3.02	-28%	-0.36	-298%
仲景食品	5.38	16.98%	1.00	11.93%	2.74	23%	0.51	30%	2.64	12%	0.49	-2%
日辰股份	1.87	15.16%	0.29	20.68%	0.92	15%	0.13	21%	0.96	16%	0.16	20%
佳隆股份	1.19	-18.88%	0.08	85.80%	0.55	-20%	0.02	227%	0.64	-18%	0.06	4%
莲花健康	12.22	25.46%	1.01	101.03%	5.76	26%	0.49	135%	6.45	25%	0.52	77%
安记食品	2.85	-4.61%	0.09	-57.87%	1.40	-3%	0.07	-49%	1.45	-6%	0.02	-73%
宝立食品	12.73	12.89%	1.08	-34.60%	6.24	16%	0.61	-20%	6.49	10%	0.48	-47%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

注: 利润为归母净利润

表 24: 餐饮供应链各公司收入及业绩表现 (单位: 亿元)

个股	2024H1				2024Q1				2024Q2				
	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	
预 制 速 冻	安井食品	75.44	9.42%	8.03	9.17%	37.55	18%	4.38	21%	37.89	2%	3.64	-3%
	千味央厨	8.92	4.87%	0.59	6.14%	4.63	8%	0.35	14%	4.29	2%	0.25	-3%
	国联水产	20.22	-25.02%	0.18	109.41%	10.43	-26%	0.04	-66%	9.79	-24%	0.14	107%
	三全食品	36.65	-4.91%	3.33	-23.75%	22.54	-5%	2.30	-18%	14.12	-5%	1.03	-34%
	广州酒家	19.12	10.29%	0.58	-26.98%	10.12	10%	0.71	2%	9.00	11%	-0.12	-214%
	巴比食品	7.64	3.56%	1.11	36.04%	3.54	11%	0.40	-3%	4.10	-2%	0.72	76%
	味知香	3.27	-21.53%	0.42	-43.37%	1.66	-18%	0.19	-47%	1.61	-25%	0.23	-40%
	海欣食品	7.15	-2.60%	-0.13	-1172.09%	4.59	14%	0.10	-25%	2.56	-23%	-0.23	-83%
	盖世食品	2.42	7.39%	0.19	108.39%	1.06	10%	0.08	251%	1.36	5%	0.12	-17%
	克明食品	23.98	-10.46%	1.03	824.52%	12.97	-11%	0.49	40%	11.01	-10%	0.54	328%
	双塔食品	9.86	-3.32%	0.54	178.79%	4.35	-17%	0.42	169%	5.51	11%	0.12	258%
惠发食品	8.93	5.72%	-0.16	46.22%	4.22	8%	-0.04	75%	4.72	3%	-0.12	12%	
烘 焙	立高食品	17.81	8.88%	1.35	25.03%	9.16	15%	0.77	54%	8.65	3%	0.59	0%
	桃李面包	30.21	-5.79%	2.90	-0.60%	14.00	-5%	1.15	-17%	16.21	-6%	1.75	14%
	南侨食品	15.66	0.26%	1.28	37.58%	7.75	4%	0.77	97%	7.91	-4%	0.52	-5%
	海融科技	5.18	9.45%	0.69	42.94%	2.54	6%	0.36	53%	2.64	13%	0.33	33%
	元祖股份	9.60	-10.52%	0.33	-31.23%	4.21	-6%	-0.08	5%	5.39	-14%	0.41	-27%
肉 制 品	双汇发展	276.72	-9.34%	22.96	-19.05%	143.08	-9%	12.72	-15%	133.64	-10%	10.25	-24%
	龙大美食	50.44	-25.01%	0.58	109.31%	25.23	-27%	0.30	43%	25.21	-22%	0.28	104%
	金字火腿	1.99	12.71%	0.31	14.65%	1.33	11%	0.24	13%	0.66	17%	0.07	19%
	华统股份	41.65	1.14%	-1.19	66.59%	19.96	1%	-1.57	-50%	21.69	2%	0.38	115%
	得利斯	13.81	-10.50%	0.14	-44.81%	7.84	-1%	0.13	-39%	5.98	-21%	0.01	-80%
	上海梅林	116.02	1.68%	2.53	-24.17%	56.74	-1%	0.99	-50%	59.27	5%	1.54	15%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

注: 利润为归母净利润

受益于大豆、牛肉、面粉、包材等主要原材料成本利好, 2024Q2 调味品及餐饮供应链板块大多数公司延续毛利率提升趋势, 但由于需求偏弱及竞争加剧, 各公司销售费用投放力度普遍有所增加。但当前多数企业费用投放仍保持良性, 毛销差仍有提升。

表 25: 调味品各公司毛利率、销售费用率及其变化

个股	毛利率			毛利率同比变动 (pct)			销售费用率			销售费用率同比变动(pct)		
	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2
海天味业	36.9%	37.3%	36.3%	1.0	0.4	1.6	6.0%	5.5%	6.6%	0.6	0.3	1.0
安琪酵母	24.3%	24.7%	23.9%	-0.3	-0.7	0.3	5.2%	4.8%	5.5%	0.1	-0.4	0.6
涪陵榨菜	50.9%	52.1%	49.2%	-2.2	-4.2	0.4	12.2%	12.2%	12.1%	-2.0	-5.6	2.7
中炬高新	36.6%	37.0%	36.2%	4.7	5.6	3.6	10.8%	7.7%	14.8%	2.3	-0.9	6.4
千禾味业	35.6%	36.0%	35.2%	-2.7	-3.1	-2.3	13.6%	11.8%	16.0%	1.1	0.1	2.5
天味食品	39.6%	44.1%	33.3%	3.3	3.4	2.2	14.4%	17.0%	10.7%	1.1	2.2	-0.7
恒顺醋业	36.5%	41.4%	32.5%	0.8	6.3	-4.0	16.6%	17.0%	16.3%	2.5	4.6	0.1
加加食品	25.0%	24.5%	25.9%	5.5	1.0	10.6	16.0%	14.1%	19.1%	6.0	3.8	9.3
仲景食品	43.8%	44.5%	43.0%	3.1	4.4	1.9	16.0%	16.8%	15.3%	2.6	4.8	0.6
日辰股份	38.2%	38.3%	38.1%	-1.5	-0.4	-2.5	7.5%	8.1%	7.0%	-0.4	0.5	-1.2
佳隆股份	29.1%	26.0%	31.7%	4.5	5.8	3.3	3.2%	1.2%	4.9%	1.2	0.3	1.9
莲花健康	23.3%	24.5%	22.3%	7.0	8.7	5.4	5.9%	7.0%	4.9%	0.8	1.7	0.0
安记食品	14.6%	15.8%	13.4%	-2.2	-2.0	-2.5	4.7%	4.4%	5.1%	0.3	-0.3	0.8
宝立食品	32.1%	32.0%	32.1%	-2.7	-3.1	-2.4	15.0%	14.9%	15.1%	-0.5	-1.2	0.3

资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 26: 餐饮供应链各公司毛利率、销售费用率及其变化

个股	毛利率			毛利率同比变动 (pct)			销售费用率			销售费用率同比变动 (pct)			
	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2	
预 制 速 冻	安井食品	23.9%	26.6%	21.3%	1.8	1.8	1.4	6.1%	7.5%	4.8%	0.1	0.1	-0.1
	千味央厨	25.2%	25.4%	25.0%	2.0	1.5	2.4	5.5%	5.9%	5.1%	0.7	0.8	0.5
	国联水产	13.6%	16.2%	10.8%	3.1	5.9	0.0	4.3%	5.2%	3.3%	0.2	1.6	-1.5
	三全食品	25.9%	26.6%	24.9%	-1.7	-1.7	-1.8	12.5%	12.2%	13.0%	0.9	-0.4	3.0
	广州酒家	25.9%	29.8%	21.4%	-3.2	-2.6	-3.9	10.7%	9.8%	11.8%	-0.4	-0.4	-0.4
	巴比食品	26.2%	25.9%	26.4%	0.6	1.7	-0.3	4.7%	5.0%	4.4%	-1.3	-2.3	-0.7
	味知香	24.9%	25.0%	24.7%	-1.3	-1.2	-1.3	5.2%	6.0%	4.3%	0.9	1.7	0.0
	海欣食品	17.9%	19.2%	15.6%	-0.6	-1.6	-0.2	10.9%	9.5%	13.4%	0.3	-0.4	2.0
	盖世食品	17.8%	18.1%	17.6%	-0.8	2.3	-3.2	2.8%	3.9%	2.0%	-0.7	0.3	-1.5
	克明食品	18.4%	17.2%	19.7%	6.2	4.0	8.9	5.7%	5.5%	6.0%	0.4	0.7	-0.1
	双塔食品	23.1%	23.4%	22.8%	24.0	28.3	19.5	3.4%	3.3%	3.4%	0.5	0.8	0.1
	惠发食品	17.0%	17.1%	16.9%	1.7	3.0	0.6	6.9%	6.7%	7.1%	-1.0	-1.3	-0.8
烘 焙	立高食品	32.6%	32.6%	32.6%	-0.3	0.6	-1.1	12.1%	12.1%	12.0%	0.1	0.2	0.0
	桃李面包	24.2%	23.1%	25.1%	0.7	-0.8	2.0	7.9%	8.2%	7.7%	-0.3	-0.1	-0.4
	南侨食品	26.2%	27.0%	25.5%	4.4	7.1	1.9	8.3%	7.7%	8.9%	0.4	0.4	0.4
	海融科技	37.7%	38.0%	37.4%	3.2	3.7	2.7	13.9%	13.6%	14.2%	-1.0	0.2	-2.3
	元祖股份	61.8%	61.1%	62.3%	3.5	2.7	4.1	49.2%	53.8%	45.7%	4.3	2.8	5.1
肉 制 品	双汇发展	18.3%	19.4%	17.1%	1.0	2.1	-0.2	3.3%	3.4%	3.3%	0.2	0.3	0.2
	龙大美食	5.0%	6.1%	3.8%	5.9	1.4	10.8	1.1%	1.4%	0.9%	0.0	0.2	-0.3
	金字火腿	25.2%	29.0%	17.7%	-1.0	-1.1	-0.4	8.0%	7.6%	8.7%	0.3	0.2	0.5
	华统股份	3.5%	0.0%	6.6%	4.7	-0.7	9.7	1.1%	1.2%	1.0%	0.0	0.1	-0.1
	得利斯	10.0%	10.4%	9.5%	1.0	-1.6	3.5	3.8%	3.5%	4.1%	0.5	-0.1	1.2
	上海梅林	10.5%	10.0%	11.0%	-0.6	-2.0	0.7	3.8%	4.2%	3.5%	-0.1	0.2	-0.5

资料来源: Wind, 国海证券研究所

展望后续, 2024 年大 B 在高基数压力下增速预计趋缓; 由于餐饮消费更加集中于节日, 小 B 日常经营波动较大, 淡季或向上游传导, 影响供应链价盘。当前餐饮行业经营难度升级, 且需求庞大、分散, 一方面使餐饮供应链的重要性进一步凸显, 另一方面各环节走向专业化、标准化、精细化。展望后续经营节奏, 板块即将迎来中秋、国庆消费潮; 同时 2025 年春节较早, 渠道备货节奏或对下半年业绩有提振作用。建议关注具备出海逻辑的安琪酵母; 处于改革期, 经营质量逐渐改善的海天味业、中炬高新; 即将迎来冬天消费旺季的安井食品、三全食品、天味食品。

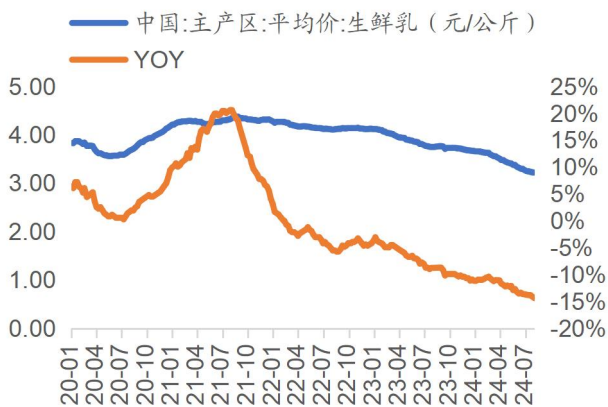
4.4、乳制品: 供需矛盾激化下, 行业持续承压

原奶价格持续下跌，供需矛盾继续激化。根据农村农业部数据，2024H1 我国生鲜乳均价为 3.49 元/公斤，同比-11.8%，从 2022 年 12 月以来，我国生鲜乳价格呈现持续下跌趋势，连续下跌时间已经超过两年半，反映了当前我国乳制品行业供给 > 需求的矛盾。

1) 供给：2020 年-2023 年，伴随着上游的牧场奶牛存栏量的扩产，我国每年的牛奶产量增长都在 7% 上下，根据国家统计局数据，2024H1 我国牛奶产量同比 +3.4%，增幅有所缩窄。

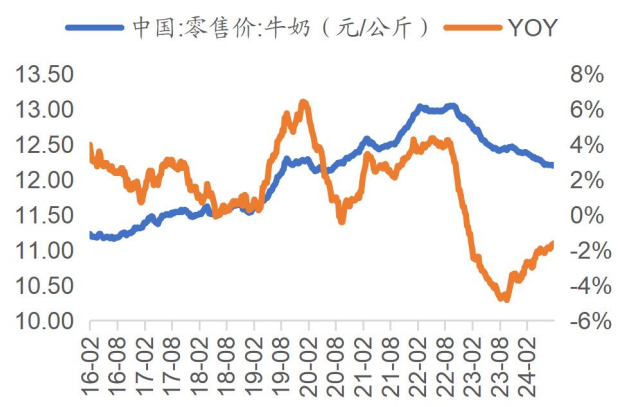
2) 需求：根据尼尔森数据显示，2021、2022、2023 年，我国乳制品全渠道收入同比 +7.9%、下滑 6.5%、下滑 2.4%。以行业龙头伊利股份、蒙牛乳业为例，乳品需求的不振持续至今年上半年，2024H1 伊利股份液态奶营收同比 -13.05%，其中 Q1/Q2 分别 -6.81%/-19.61%；2024H1 蒙牛乳业液态奶板块营收 -12.92%，或一定程度上反映了当前乳企面临的压力，我们认为导致上半年收入下滑较大的原因有：宏观需求偏弱，渠道结构变革（新兴渠道对传统 KA、BC 渠道的分流），品类（如奶茶等）之间的替代，以及上游供给过剩导致促销力度增加等原因。

图 23：我国生鲜乳价格及变化



资料来源：Wind，农村农业部，国海证券研究所

图 24：我国牛奶零售价变化



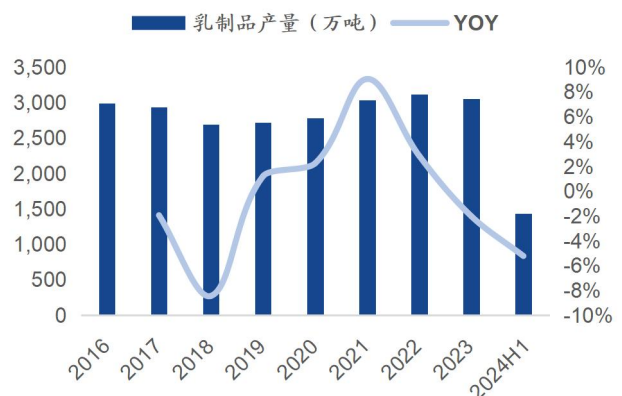
资料来源：Wind，商务部，国海证券研究所

图 25：我国牛奶产量及变化



资料来源：iFind，国家统计局，国海证券研究所

图 26：我国乳制品产量及变化



资料来源：iFind，国家统计局，国海证券研究所

2024 年上半年龙头乳企普遍收入利润承压，区域乳企利润端受益。根据国家统计局数据显示，2023 年以来我国乳制品产量接连下滑，而上游牛奶产量仍在增加，反映供给和需求的矛盾还未缓解。当前的供需矛盾也反映在报表端，2024 年上半年乳制品企业普遍收入利润皆有承压，伊利股份利润的增长主要系约 26 亿元投资收益贡献；新乳业作为地方性乳企，对上游奶源的控制程度相对于龙头偏弱，奶价下行期，2024H1 毛利率受益，归母净利率同比+1.06pct，带动利润表现优异。

表 27：乳制品收入业绩表现（亿元）

个股	2024H1				2024Q1				2024Q2			
	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY
伊利股份	596.96	-9.53%	75.31	19.44%	324.63	-2.60%	59.23	63.84%	272.33	-16.60%	16.08	-40.21%
光明乳业	127.14	-10.08%	2.80	-17.03%	64.17	-9.25%	1.72	-8.07%	62.97	-10.92%	1.08	-28.19%
新乳业	53.64	1.25%	2.96	25.26%	26.14	3.66%	0.90	46.93%	27.51	-0.94%	2.07	17.72%
妙可蓝多	19.23	-6.93%	0.77	168.77%	9.50	-7.14%	0.41	70.63%	9.73	-6.74%	0.35	712.90%
天润乳业	14.43	3.89%	-0.28	-122.18%	6.41	1.47%	0.05	-91.74%	8.03	5.90%	-0.32	-145.82%
燕塘乳业	8.53	-11.45%	0.56	-42.77%	3.79	-11.55%	0.16	-42.91%	4.74	-11.36%	0.40	-42.71%
蒙牛乳业	447.91	-12.74%	24.46	-19.03%								

资料来源：Wind，国海证券研究所（备注：利润指的是归母净利润）

从毛销差的角度，我们看到 2024H1 蒙牛乳业、光明乳业、新乳业、妙可蓝多毛销差皆有走阔，其中蒙牛乳业、新乳业主要系成本红利下毛利率提升幅度大于行业承压背景下销售费率的提升幅度。2024H1 伊利股份、天润乳业毛销差皆有承压，伊利股份在下游承压的背景下，加大了销售费率的投放，给渠道更多的支持，调整终端新鲜度，这一调整在 2024Q2 尤其明显，导致上半年毛销差仍有小幅回落。

表 28：乳制品企业毛销差变化

个股	毛销差 (%)						同比变动 (pct)		
	2024H1	2024Q1	2024Q2	2023H1	2023Q1	2023Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2
伊利股份	15.37%	17.34%	13.03%	15.60%	16.71%	14.48%	-0.23	0.64	-1.45
光明乳业	8.14%	8.12%	8.17%	7.96%	8.18%	7.74%	0.19	-0.06	0.43
新乳业	13.11%	12.30%	13.88%	12.31%	11.57%	12.99%	0.80	0.73	0.89
妙可蓝多	11.86%	10.69%	13.01%	7.36%	8.44%	6.29%	4.51	2.25	6.72
天润乳业	11.33%	10.72%	11.81%	15.20%	14.48%	15.80%	-3.87	-3.76	-3.99
燕塘乳业	14.52%	11.66%	16.82%	17.51%	15.12%	19.43%	-2.99	-3.46	-2.61
蒙牛乳业	11.95%			11.31%			0.64		

资料来源：Wind，国海证券研究所

关注后续奶价企稳回升后龙头乳企投资机会。展望后续，伴随下半年中秋国庆双节，及明年春节备货，我们预计乳制品需求端有所好转，且龙头乳企在上半年积极进行新鲜度的调整，下半年有望轻装上阵，预计收入利润环比上半年有明显改善。从供给的角度看，由于奶价持续走弱，上游牧业压力尽显，根据奶业协会的数据，今年上半年上游牛群存栏数持续降低。我们预计随着供给的出清及需求的

回暖，奶价供需平衡有望愈行愈近，假如奶价后续止跌企稳，建议关注龙头乳企伊利股份、蒙牛乳业的投资机会。

5、行业评级及投资策略

中长期来看，白酒需求具有较强韧性，具备穿越周期的能力；大众品关注健康化、下沉市场消费、出海等结构性机会。我们维持食品饮料行业“推荐”评级。

6、风险提示

- 1) **餐饮渠道恢复低于预期：**2024 年大 B 端面临高基数及竞争加剧风险，小 B 在大 B 挤压的背景下，复苏进度仍需观察。
- 2) **宏观经济波动导致消费升级速度受阻：**消费既是拉动经济增长的重要动能，又是经济增长的结果。消费规模和质量受到居民收入和收入预期的影响，宏观经济波动或影响居民收入、收入预期及储蓄意愿，从而影响消费。
- 3) **行业政策变化导致竞争加剧：**行业较多子板块如白酒、啤酒、速冻食品、乳制品等与消费场景关联较大，行业政策变化或带来消费场景变化，从而影响行业格局。
- 4) **原材料价格大幅上涨对企业利润端造成影响：**食品饮料企业原材料多涉及农副产品、包材等多个项目，若原材料价格剧烈波动，将通过成本对企业利润端造成影响。
- 5) **重点关注公司业绩或不及预期：**企业经营受到宏观环境、行业政策、竞争格局、消费偏好、企业经营战略等多方面影响，业绩具有不确定性。
- 6) **食品安全事件：**人民日益增长的美好生活需要对加强食品安全提出了更高要求，食品安全事件往往通过舆论对企业经营造成较大影响。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2024/9/13 股价	EPS (元/股)			PE			投资 评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600519.SH	贵州茅台	1,304	59.49	69.34	80.12	21.92	18.81	16.28	买入
600809.SH	山西汾酒	150	8.56	10.33	12.01	17.54	14.54	12.51	买入
000858.SZ	五粮液	109	7.78	8.69	9.62	14.03	12.57	11.35	买入
000568.SZ	泸州老窖	101	9.02	10.38	11.96	11.18	9.71	8.43	买入
000596.SZ	古井贡酒	142	8.68	11.12	13.69	16.38	12.79	10.39	买入
603369.SH	今世缘	36	2.52	3.14	3.86	14.15	11.33	9.22	买入
603589.SH	口子窖	35	2.87	3.38	3.96	12.11	10.28	8.78	买入
603919.SH	金徽酒	16	0.65	0.81	0.98	24.63	19.77	16.34	增持
002304.SZ	洋河股份	73	6.65	6.81	7.17	10.97	10.71	10.17	买入
600197.SH	伊力特	14	0.72	0.82	0.93	19.36	17.00	14.99	买入
600132.SH	重庆啤酒	52	2.76	2.92	3.14	18.95	17.93	16.66	增持
600600.SH	青岛啤酒	54	3.14	3.47	3.85	17.19	15.53	14.02	买入
002568.SZ	百润股份	16	0.78	0.82	1.01	20.72	19.71	16.00	买入
603288.SH	海天味业	36	1.01	1.12	1.22	35.50	32.01	29.39	增持
600298.SH	安琪酵母	32	1.46	1.59	1.81	22.13	20.32	17.85	买入
600872.SH	中炬高新	16	2.20	0.97	1.20	7.38	16.75	13.54	增持
600887.SH	伊利股份	22	1.64	2.01	1.95	13.15	10.73	11.06	买入
600419.SH	天润乳业	7	0.45	0.74	0.95	15.30	9.31	7.25	买入
605499.SH	东鹏饮料	224	5.10	6.70	8.40	43.95	33.45	26.68	买入
603345.SH	安井食品	69	5.04	5.88	6.65	13.68	11.72	10.37	买入
002557.SZ	洽洽食品	25	1.58	2.02	2.34	15.75	12.35	10.66	增持
002991.SZ	甘源食品	49	3.53	4.32	5.34	13.99	11.43	9.25	买入
603886.SH	元祖股份	12	1.15	1.36	1.55	10.05	8.50	7.46	增持
001215.SZ	千味央厨	22	1.58	1.52	1.89	13.90	14.45	11.62	买入
002847.SZ	盐津铺子	40	2.64	2.37	2.97	15.16	16.87	13.46	买入
002946.SZ	新乳业	9	0.50	0.62	0.76	18.64	15.03	12.26	增持
003000.SZ	劲仔食品	11	0.48	0.68	0.86	22.28	15.63	12.36	买入
300783.SZ	三只松鼠	16	0.55	1.00	1.39	28.84	15.86	11.41	买入
603711.SH	香飘飘	10	0.68	0.79	0.94	15.21	13.09	11.00	买入
603317.SH	天味食品	9	0.43	0.50	0.57	19.68	17.12	15.02	增持

资料来源: Wind, 国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。