

食品饮料行业 2024 年半年度业绩总结

第二季度需求压力增大，利润端表现优于收入端

优于大市

核心观点

食品饮料板块：2024 年第二季度板块收入转为小幅负增长，板块利润维持双位数增长。2024 年以来食品饮料板块股价跑输沪深 300 指数，软饮料板块表现较优。2024 年上半年（以下简称“2024H1”）食品饮料板块收入同比增长 3.7%，归母净利润同比增长 14.0%。2024 年第二季度（以下简称“2024Q2”）食品饮料板块收入端转为小幅负增长（-0.2%），利润端增速（10.6%）优于收入端，但环比有所放缓。

白酒：需求压力传导至报表端，酒企主动调整释放渠道风险。白酒板块 2024H1/2024Q2 收入同比增长 13.1%/10.6%，归母净利润同比增长 14.3%/11.8%，依然兑现稳定的业绩增长。第二季度销售收现有所承压，合计现金回款同比增长 20.7%，剔除茅台、五粮液后现金回款同比减少 5.6%，反应渠道压力已逐步传导至上市公司报表端。盈利能力方面，产品结构压力影响毛利率提升速度，高端及区域酒保持毛利率上行趋势，板块整体净利率阶段性承压，个股分化加剧。

大众品：业绩表现分化，成本红利释放。需求端，2024 年初春节旺季消费需求较为旺盛，节后需求转弱，多数子板块 2024Q2 收入增速放缓。利润端，大众品企业普遍享受成本红利，部分子板块产品结构升级进一步助推毛利率提升，此外，部分企业积极采取控费或精细化管理措施提升经营效率，大众品板块整体利润表现优于收入表现。1) 啤酒：消费复苏乏力板块收入承压，成本下行助盈利能力改善；2) 饮料：需求相对有韧性，细分品类景气分化；3) 乳制品：需求疲弱，成本红利释放，产业链供需压力在报表体现；4) 休闲零食：业绩表现分化，新兴渠道成长性突出；5) 餐饮供应链：收入增速放缓，弱复苏环境下 B 端、C 端皆承压。

投资建议：1) 白酒：需求复苏不确定性背景下，紧握“高确定性”投资主线，也建议关注估值性价比凸显的红利资产标的。结合需求存量背景和挤压式竞争特点，持续推荐五粮液、贵州茅台、迎驾贡酒、口子窖等。2) 大众品：关注需求边际改善，优选业绩确定性强的标的，综合考虑分红率提升以及长期成长能力。啤酒板块推荐燕京啤酒；休闲食品板块推荐盐津铺子、洽洽食品；餐饮供应链板块推荐安井食品、关注中炬高新；关注能量饮料、茶饮料及乳制品赛道龙头。

风险提示：需求恢复不及预期，竞争加剧，成本上涨超预期，食品安全问题。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
000858	五粮液	优于大市	116.00	450,305	8.74	9.79	13.3	11.9
600519	贵州茅台	优于大市	1380.00	1,733,553	69.78	80.94	19.8	17.0
603198	迎驾贡酒	优于大市	49.95	39,960	3.62	4.48	13.8	11.1
603589	口子窖	优于大市	35.87	21,522	3.31	3.75	10.8	9.6
000729	燕京啤酒	优于大市	9.31	26,241	0.33	0.43	27.9	21.5
002847	盐津铺子	优于大市	40.64	11,151	2.46	3.18	16.5	12.8
002557	洽洽食品	优于大市	25.70	13,030	2.09	2.44	12.3	10.5
603345	安井食品	优于大市	71.5	20,968	5.81	6.75	12.3	10.6
600872	中炬高新	优于大市	17.08	13,377	1.00	1.26	17.0	13.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

食品饮料

优于大市 · 维持

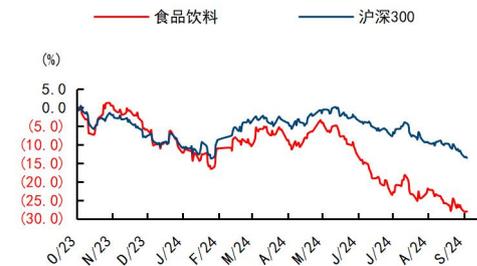
证券分析师：张向伟 证券分析师：杨苑
021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn
S0980523090001 S0980523090003

证券分析师：柴苏苏 联系人：张未艾
021-61761064 021-61761031

chaisusu@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980524080003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《食品饮料周报（24 年第 37 周）-板块中报业绩延续分化，持续关注渠道动销》——2024-09-09
《食品饮料周报（24 年第 34 周）-消费需求仍处于弱复苏阶段，持续关注中报业绩催化》——2024-08-19
《食品饮料周报（24 年第 32 周）-茅台披露中报业绩，提振市场信心》——2024-08-12
《食品饮料行业 8 月月度策略：估值视角向稳定性切换，白酒龙头仍是扩内需稀缺资产》——2024-08-12
《白酒消费税专题报告：《决定》明确推进征收环节后移，白酒渠道秩序有望提升》——2024-08-08

内容目录

1 食品饮料板块：软饮料子板块股价表现最优，食品饮料行业第二季度收入承压	5
1.1 板块股价表现：2024 年上半年跑输大盘，软饮料子板块表现最优	5
1.2 板块业绩表现：二季度收入同比增速转负，利润增长放缓	6
2 白酒：需求压力传导至报表端，酒企主动调整释放渠道风险	8
2.1 业绩回顾：第二季度板块整体稳健增长，销售收现有所承压	8
2.2 透过报表总结特点：挤压竞争特点明显，收入及净利润增速趋势放缓	9
2.3 营业收入：增速边际放缓，具有价位或区域基本盘的公司展现较强韧性	11
2.4 预收及现金流：淡季合同负债下降，渠道资金流向龙头	13
2.5 盈利能力及费用：整体净利率阶段性承压，个股分化加剧	15
2.6 重视长期发展质量与股东回报	19
3 大众品：业绩表现分化，成本红利释放	21
3.2 饮料：需求相对有韧性，细分品类景气分化	24
3.3 乳制品：需求疲弱，成本红利释放，产业链供需压力在报表体现	27
3.5 餐饮供应链：收入增速放缓，弱复苏环境下 B 端、C 端皆承压	31
4 投资建议	35
风险提示	37

图表目录

图 1: 2024 上半年申万行业板块涨跌幅排名 (2024 年 1 月 1 日至 2024 年 9 月 6 日)	5
图 2: 2024 上半年食品饮料板块涨跌幅排名 (2024 年 1 月 1 日至 2024 年 9 月 6 日)	5
图 3: 申万各行业板块 2024Q2 收入增速排名	6
图 4: 申万各行业板块 2024Q2 利润增速排名	6
图 5: 食品饮料板块 2024Q2 收入增速排名	6
图 6: 食品饮料板块 2024Q2 利润增速排名	6
图 7: 食品饮料板块 2020Q1-2024Q2 收入及增速	7
图 8: 食品饮料板块 2020Q1-2024Q2 利润及增速	7
图 9: 2017Q1 至今白酒板块收入及净利润增速	8
图 10: 2017Q1 至今白酒板块现金回款及增速	8
图 11: 分价格带销售量同比增速	9
图 12: 分价格带吨价同比增速	9
图 13: 2024Q2 白酒上市公司回款压力普遍较大	10
图 14: 2024H1 重点酒企净营运资本同比增加	10
图 15: 白酒板块净利率较高	11
图 16: 各公司促销费用情况	11
图 17: 2023Q3-2024Q2 高端白酒单季度收入增速	12
图 18: 2023Q3-2024Q2 次高端白酒单季度收入增速	12
图 19: 2023Q3-2024Q2 区域白酒单季度收入增速	13
图 20: 2023Q3-2024Q2 区域白酒单季度收入增速	13
图 21: 2023Q3-2024Q2 高端酒单季度归母净利润增速	17
图 22: 2023Q3-2024Q2 次高端酒单季度归母净利润增速	17
图 23: 2023Q3-2024Q2 区域白酒单季度归母净利润增速	19
图 24: 2023Q3-2024Q2 区域白酒单季度归母净利润增速	19
图 25: 2019 年至 2024 年 7 月社零 yoy 变化	21
图 26: 2019 年至 2024 年 7 月餐饮收入 yoy 变化	21
图 31: 软饮料板块单季度收入变化	24
图 32: 对比其他消费品, 疫后软饮料需求韧性凸显	24
图 33: 软饮主要原材料市价及增速	26
图 34: 生鲜乳价格已经到达历史较低水平	27
图 35: 乳制品板块单季度收入变化	27
图 36: 重点乳制品公司 24H1 液奶收入增速普遍回落	27
图 37: 生鲜乳价格及饲料加权成本基本走势一致	28
图 38: 休闲零食板块收入及 yoy (2019Q1-2024Q2)	30
图 39: 休闲零食板块归母净利润及 yoy (2019Q1-2024Q2)	30
图 40: 休闲零食板块毛利率、净利率 (2019Q1-2024Q2)	30
图 41: 休闲零食板块期间费用率 (2019Q1-2024Q2)	30

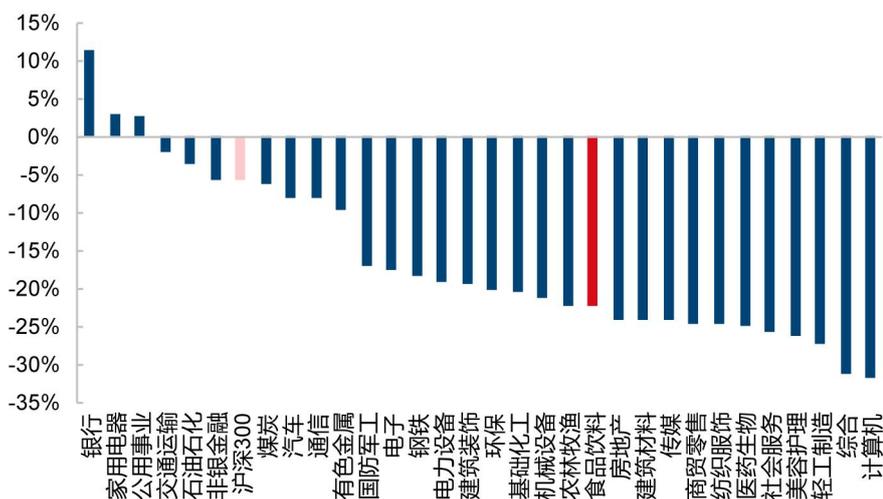
图 42: 调味品板块单季度收入变化	32
图 43: 速冻食品板块单季度收入变化	32
图 44: 餐饮市场表现疲弱	33
图 45: 餐饮门店情况	33
图 46: 部分大宗原材料年初以来月度平均价格变动	34
图 47: 餐饮供应链公司成本结构 (2023 年)	34
图 48: 调味品板块费用率变化	34
图 49: 速冻食品板块费用率变化	34
表 1: 食饮各细分板块 2022 年至 2024H1 收入增速 (单位: 十亿元)	7
表 2: 食饮各细分板块 2022 年至 2024H1 利润增速 (单位: 十亿元)	7
表 3: 2024H1 及 2024Q2 白酒上市公司收入、利润及同比增速	8
表 4: 各上市公司分产品收入增速情况	9
表 5: 2023Q3-2024Q2 白酒上市公司合同负债情况 (单位: 亿元)	13
表 6: 2023Q2-2024Q2 白酒上市公司单季度销售收现情况 (单位: 亿元)	14
表 7: 2023Q2-2024Q2 白酒上市公司单季度经营性现金流量净额情况 (单位: 亿元)	15
表 8: 2024H1 及历史第二季度白酒上市公司毛利率情况	15
表 9: 2024H1 及 2024Q2 白酒上市公司税金及附加率、销售费用率、管理费用率及归母净利率	16
表 10: 2022-2024E 白酒上市公司目标完成情况	19
表 11: 头部白酒上市公司现金分红情况	20
表 12: 啤酒板块公司量价拆分 (销量单位: 万千升; 销售均价单位: 元/千升)	22
表 13: 啤酒板块公司营业总收入及归母净利润 (单位: 亿元)	23
表 14: 啤酒板块公司毛利率及归母净利率	23
表 15: 啤酒板块公司销售费用率及管理费用率	24
表 16: 同一品类不同公司的增速, 品类逻辑弱化, 下半场企业势能更关键	25
表 17: 同一公司不同品类的增速, 聚焦资源到强势品类	25
表 18: 软饮料细分企业毛利率、费用率及净利率同比情况	26
表 19: 伊利蒙牛分品类增速 (百万元)	28
表 20: 乳企毛利率同比变动及销售费用率同比变动	29
表 21: 休闲零食公司营业总收入与归母净利润 (单位: 亿元)	30
表 22: 休闲零食公司毛利率与归母净利率	31
表 23: 休闲零食公司销售费用率及管理费用率	31
表 24: 2024H1 餐饮供应链板块公司收入一览	32
表 25: 餐饮供应链板块公司毛利率及变化	33
表 26: 餐饮供应链板块公司扣非归母净利润	35

1 食品饮料板块：软饮料子板块股价表现最优，食品饮料行业第二季度收入承压

1.1 板块股价表现：2024 年上半年跑输大盘，软饮料子板块表现最优

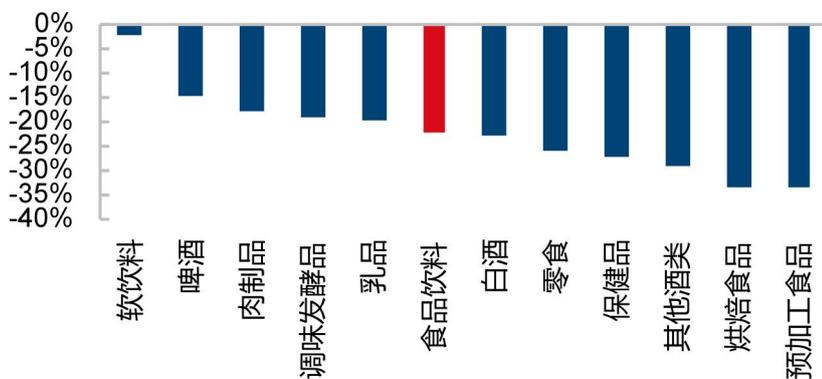
2024 年初以来食品饮料板块股价跑输沪深 300 指数 16.48pcts，软饮料板块表现较优。2024 年 1 月 1 日至 2024 年 9 月 6 日 A 股食品饮料板块股价跌幅为 22.30%，跑输沪深 300 指数 16.48pcts。子板块中，软饮料/啤酒/肉制品/调味发酵品/乳品板块表现优于食品饮料板块整体，涨幅分别为-2.10%/-14.68%/-18.02%/-19.19%/-19.53%，白酒/零食/保健品/烘焙食品/预加工食品涨幅表现弱于食品饮料行业整体。

图1：2024 上半年申万行业板块涨跌幅排名（2024 年 1 月 1 日至 2024 年 9 月 6 日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：2024 上半年食饮细分板块涨跌幅排名（2024 年 1 月 1 日至 2024 年 9 月 6 日）

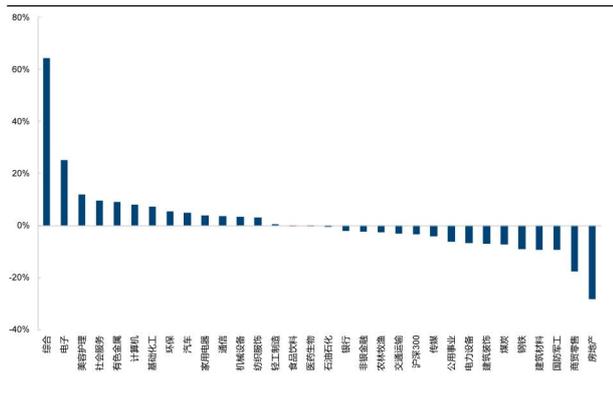


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.2 板块业绩表现：二季度收入同比增速转负，利润增长放缓

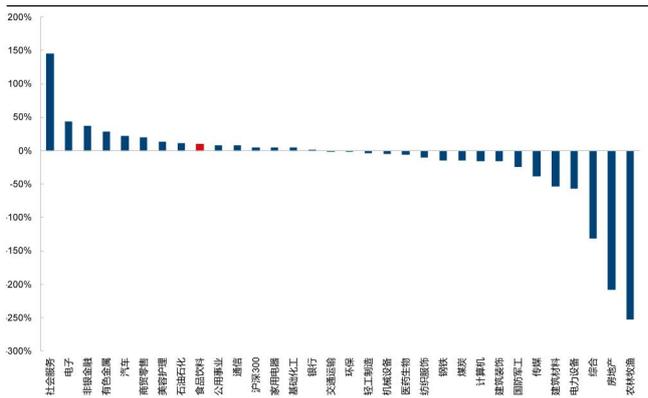
2024Q2 食品饮料板块收入增速转负，利润增速有所放缓，细分子行业利润增速分化较大，白酒表现稳健。2024Q2 食品饮料板块收入同比增速转负，利润同比增速略有放缓，2024H1/2024Q2 板块收入同比增长 3.7%/-0.2%，净利润同比增长 14.0%/10.6%。子板块经营有所分化：1) 白酒板块表现稳健，2024H1/2024Q2 板块收入同比增长 13.1%/10.6%，净利润同比增长 14.3%/11.8%。2) 2024H1 大众品板块收入同比增速相对较快的子板块包括零食、软饮料、调味发酵品，同比增速分别为 16.2%/14.4%/6.1%，乳品、肉制品、保健品等板块相对承压，增速分别为-8.7%/-8.2%/-4.7%；2024Q2 大众品板块收入同比增速相对较快的子板块包括软饮料、调味发酵品、零食，同比增速分别为 14.4%/4.7%/1.8%，乳品、预加工食品、肉制品等板块相对承压，分别同比下降-13.6%/-9.7%/-5.0%。3) 2024H1 大众品板块归母净利润同比增速较快的子板块包括调味发酵品、软饮料、啤酒、零食，增速分别为 56.3%/27.2%/12.8%/12.8%，保健品与其他酒类等板块相对承压，归母净利润分别下降-34.3%/-22.0%。2024Q2 大众品板块归母净利润同比增速较快的子板块包括调味发酵品、肉制品、软饮料，增速分别为 239.1%/81.5%/27.6%，保健品、乳品等板块相对承压，利润增速分别为 -48.7%/-43.6%。

图3：申万各行业板块 2024Q2 收入增速排名



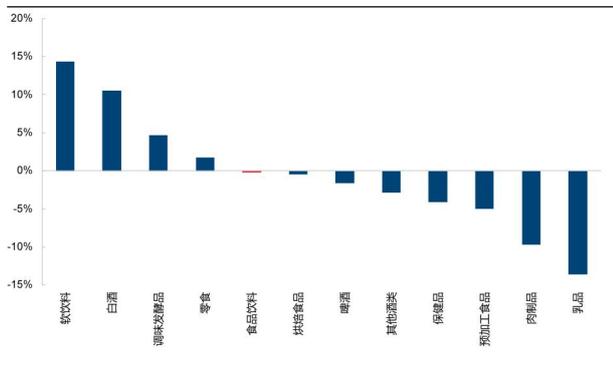
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：申万各行业板块 2024Q2 利润增速排名



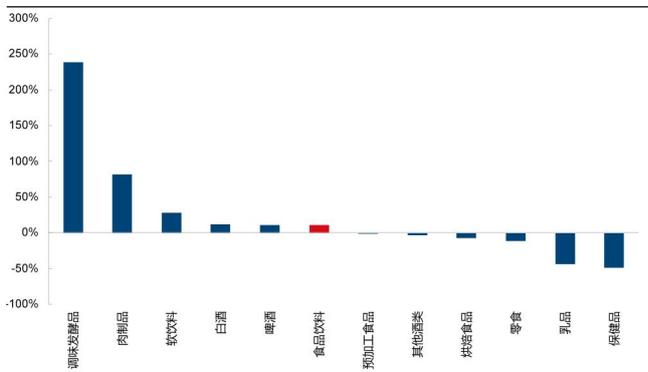
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：食品饮料板块 2024Q2 收入增速排名



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，注：食饮子板块按照申万行业分类（2021）标准进行划分

图6：食品饮料板块 2024Q2 利润增速排名



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，注：食饮子板块按照申万行业分类（2021）标准进行划分

图7: 食品饮料板块 2020Q1-2024Q2 收入及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 食品饮料板块 2020Q1-2024Q2 利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 食品饮料各细分板块 2022 年至 2024H1 收入增速 (单位: 十亿元)

子板块	2022		2023		2024H1		2024Q1		2024Q2	
	收入	yoy	收入	yoy	收入	yoy	收入	yoy	收入	yoy
食品饮料	957	6.2%	1,034	8.1%	554	3.7%	313	7.0%	241	-0.2%
白酒	356	15.4%	412	15.6%	244	13.1%	151	14.7%	93	10.6%
啤酒	65	7.3%	70	6.2%	41	-1.2%	19	-0.8%	21	-1.6%
其他酒类	11	-9.5%	12	11.1%	6	-2.6%	3	-2.4%	3	-2.9%
肉制品	117	-4.2%	111	-5.3%	51	-8.2%	26	-6.7%	25	-9.7%
软饮料	29	-0.4%	32	13.1%	18	14.4%	10	14.4%	8	14.4%
乳品	197	8.8%	200	1.7%	95	-8.7%	50	-3.9%	45	-13.6%
调味发酵品	61	-21.3%	63	2.2%	34	6.1%	18	7.3%	16	4.7%
烘焙食品	21	-13.5%	23	10.6%	11	3.1%	5	6.8%	5	-0.4%
预加工食品	32	26.8%	40	26.0%	20	-1.4%	10	2.5%	10	-5.0%
零食	39	7.7%	39	0.2%	21	16.2%	13	27.9%	8	1.8%
保健品	15	9.8%	18	19.9%	9	-4.7%	5	-5.2%	5	-4.1%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表2: 食品饮料各细分板块 2022 年至 2024H1 利润增速 (单位: 十亿元)

子板块	2022		2023		2024H1		2024Q1		2024Q2	
	净利润	yoy	净利润	yoy	净利润	yoy	净利润	yoy	净利润	yoy
食品饮料	174.9	11.2%	205.9	17.7%	128.3	14.0%	81.3	16.0%	47.0	10.6%
白酒	130.5	20.4%	155.1	18.9%	95.7	14.3%	62.0	15.7%	33.7	11.8%
啤酒	5.9	12.7%	6.8	16.9%	5.8	12.8%	2.3	16.3%	3.6	10.7%
其他酒类	0.2	-81.5%	1.7	731.2%	0.8	-22.0%	0.5	-30.0%	0.3	-3.1%
肉制品	6.4	44.6%	3.4	-47.3%	2.6	9.9%	1.3	-21.4%	1.3	81.5%
软饮料	4.3	-11.6%	4.7	9.0%	3.4	27.2%	2.1	26.9%	1.3	27.6%
乳品	10.5	-0.7%	13.0	23.7%	8.5	8.5%	6.4	54.8%	2.1	-43.6%
调味发酵品	9.0	-28.5%	11.0	21.5%	5.9	56.3%	3.3	10.9%	2.5	239.1%
烘焙食品	1.9	-22.4%	2.0	5.8%	0.8	1.8%	0.4	11.5%	0.4	-7.3%
预加工食品	2.6	43.5%	2.8	10.1%	1.7	1.5%	0.7	4.0%	0.9	-0.4%
零食	2.0	-16.0%	2.4	23.6%	1.3	12.8%	1.1	22.0%	0.3	-11.6%
保健品	1.3	-49.8%	2.3	78.6%	1.2	-34.3%	0.9	-25.4%	0.4	-48.7%

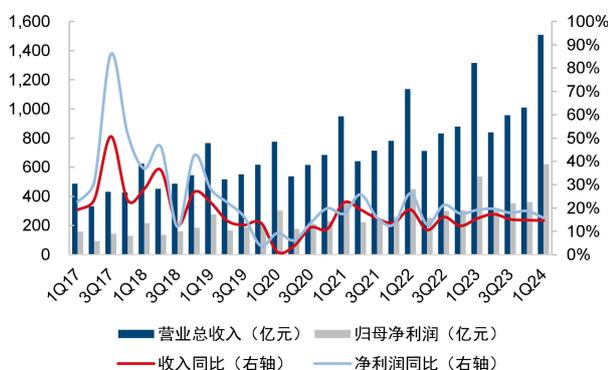
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2 白酒：需求压力传导至报表端，酒企主动调整释放渠道风险

2.1 业绩回顾：第二季度板块整体稳健增长，销售收现有所承压

2024Q2 整体收入、净利润实现稳健增长，现金回款反应经营压力。2024H1 白酒板块（SW 白酒 III）实现营业总收入 2435.9 亿元，同比增长 13.1%；归母净利润 956.8 亿元，同比增长 14.3%。其中，2024Q2 板块营业总收入 927.3 亿元，同比增长 10.6%；归母净利润 337.0 亿元，同比增长 11.8%；净利率 39.3%，同比提升 0.4pcts。2024Q2 合计现金回款同比增长 20.7%，剔除茅台、五粮液后现金回款同比减少 5.6%，反应渠道压力已逐步传导至上市公司报表端。

图9：2017Q1 至今白酒板块收入及净利润增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；注：板块使用 SW 白酒 III，除正文涉及公司外另外包括古井贡 B、皇台酒业、天佑德酒、岩石股份、顺鑫农业

图10：2017Q1 至今白酒板块现金回款及增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；注：板块使用 SW 白酒 III，除正文涉及公司外另外包括古井贡 B、皇台酒业、天佑德酒、岩石股份、顺鑫农业

表3：2024H1 及 2024Q2 白酒上市公司收入、利润及同比增速

	证券代码	证券简称	2024H1			2024Q2						
			营业总收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy	营业总收入 (亿元)	yoy	收入+Δ预收 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy
全国化 高端	600519.SH	贵州茅台	834.51	17.6%	416.96	15.9%	369.66	17.0%	374.36	22.3%	176.30	16.1%
	000858.SZ	五粮液	506.48	11.3%	190.57	11.9%	158.15	10.1%	189.25	51.6%	50.12	11.5%
	000568.SZ	泸州老窖	169.05	15.8%	80.28	13.2%	77.16	10.5%	75.23	4.6%	34.54	2.2%
全国化 次高端	600809.SH	山西汾酒	227.46	19.6%	84.10	24.3%	74.08	17.1%	75.50	-4.5%	21.47	10.2%
	600779.SH	水井坊	17.19	12.6%	2.42	19.5%	7.85	16.6%	7.06	-7.3%	0.56	29.6%
	600702.SH	舍得酒业	32.71	-7.3%	5.91	-35.7%	11.65	-22.6%	10.93	-10.4%	0.41	-88.4%
	000799.SZ	酒鬼酒	9.94	-35.5%	1.21	-71.3%	5.00	-13.3%	5.23	-20.5%	0.48	-60.9%
	002304.SZ	洋河股份	228.76	4.6%	79.47	1.1%	66.21	-3.0%	47.43	-8.3%	18.92	-9.7%
区域酒企	000596.SZ	古井贡酒	138.06	22.1%	35.73	28.5%	55.19	16.8%	31.21	3.8%	15.07	24.6%
	603369.SH	今世缘	73.05	22.3%	24.61	20.1%	26.34	21.5%	22.88	6.3%	9.29	16.9%
	603198.SH	迎驾贡酒	37.85	20.4%	13.79	29.6%	14.61	19.0%	14.08	14.4%	4.66	28.0%
	603589.SH	口子窖	31.66	8.7%	9.49	11.9%	13.99	5.9%	13.41	-16.3%	3.59	15.1%
	600559.SH	老白干酒	24.70	10.7%	3.04	40.3%	13.40	9.0%	8.38	-6.0%	1.68	46.7%
	600197.SH	伊力特	13.30	8.9%	1.98	12.1%	4.98	3.6%	4.68	1.7%	0.39	38.9%
	600199.SH	金种子酒	6.67	-13.2%	0.11	129.3%	2.47	-26.2%	1.98	-22.6%	-0.07	-295.6%
	603919.SH	金徽酒	17.54	15.2%	2.95	16.0%	6.78	7.7%	5.30	-17.7%	0.74	1.9%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；其中洋河股份业绩为扣非归母净利润

2.2 透过报表总结特点：挤压竞争特点明显，收入及净利润增速趋势放缓

特点一：消费降频和降级现象共存，高端白酒向下挤压。分价格带量价拆分看，根据报表端披露销量数据的公司计算，2024H1 高端/中高端/中低端销售量同比+15.0%/-9.0%/+4.4%，吨价同比-3.3%/+31.3%/+7.8%，毛利率同比-0.14/-0.01/+1.88pcts；今年存量竞争的特点较去年进一步显著，各价格带向次级价位挤压、小酒企生存空间进一步压缩，“量在价先”的特点传导至高端价位，大众主流消费价格带销量下滑。具体个股表现看，茅台系列酒高增、主品靠飞天放量拉动增长，五粮液系列酒大单品表现良好、主品中1618&39度领增，老窖增速换挡至泸系特曲；次高端阶段性聚焦大众价位的投放，如水井坊·臻酿8号、舍得·舍之道、酒鬼酒·红坛，沱牌、湘泉等中低端酒增长提速；区域龙头产品结构升级趋势延续但速度放缓，古井·古8/7、迎驾·洞9在100-200元价位放量，古20、洞16增速边际下降，单品渠道利润相比去年同期有所收窄。

图11：分价格带销售量同比增速

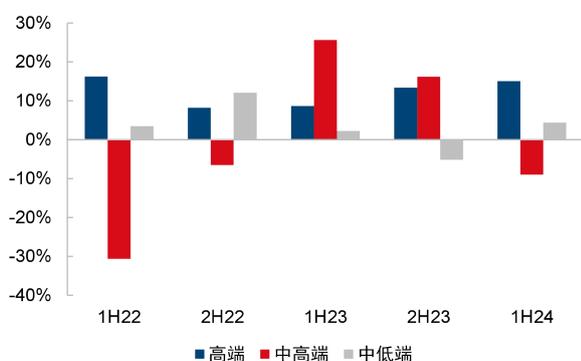
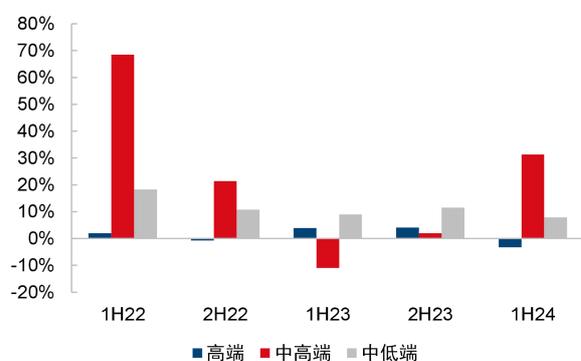


图12：分价格带吨价同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算；注：针对报表披露销量的公司做进一步细分处理，高端包括五粮液主品、老窖国窖（假设）、酒鬼内参，中高端包括五粮液系列酒、老窖除国窖外中高档、酒鬼酒系列、古井年份原浆，中低端包括老窖其他、酒鬼湘泉及其他、古井其他系列

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算；注：针对报表披露销量的公司做进一步细分处理，高端包括五粮液主品、老窖国窖（假设）、酒鬼内参，中高端包括五粮液系列酒、老窖除国窖外中高档、酒鬼酒系列、古井年份原浆，中低端包括老窖其他、酒鬼湘泉及其他、古井其他系列

表4：各上市公司分产品收入增速情况

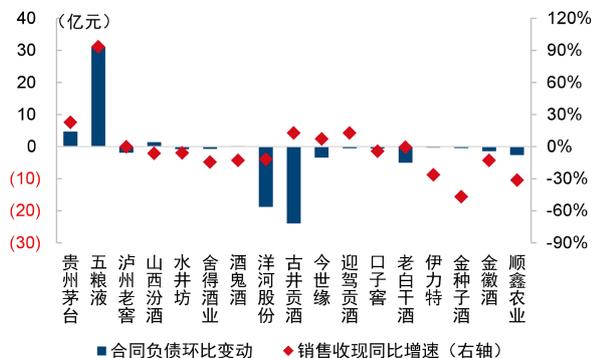
板块	证券简称	细分产品	分季度收入增速				分半年度收入增速				
			23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	23H1	23H2	24H1
高端	贵州茅台	茅台酒	16.85%	21.09%	14.55%	17.60%	17.75%	12.92%			
		系列酒	46.28%	21.32%	11.69%	48.19%	18.39%	42.52%			
	五粮液	五粮液							10.03%	18.25%	11.45%
		其他酒							2.65%	21.84%	17.77%
泸州老窖	中高档酒类							25.24%	17.78%	17.12%	
	其他酒类							29.23%	17.74%	6.86%	
山西汾酒	中高价酒类					24.9%	1.5%				
	其他酒类					9.9%	58.3%				
水井坊	高档酒	-41.04%	0.61%	19.56%	46.17%	-0.58%	14.70%				
	中档酒	10.78%	102.91%	74.27%	97.81%	62.38%	-43.61%				
次高端	舍得酒业	中高档酒类	6.05%	30.67%	3.59%	33.75%	3.31%	-19.33%			
		低档酒	13.21%	34.39%	20.69%	-1.72%	0.85%	-47.34%			
酒鬼酒	内参系列	内参系列							-31.67%	-46.47%	-60.85%
		酒鬼系列							-42.46%	0.16%	-30.11%
		湘泉系列							-76.69%	-47.76%	36.33%
		其他系列							-17.15%	40.49%	-17.51%

板块	证券简称	细分产品	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	23H1	23H2	24H1
	洋河股份	中高档酒类							17.60%	-5.38%	4.78%
		普通酒							3.80%	61.69%	5.16%
	古井贡酒	年份原浆							30.67%	23.21%	23.12%
		古井贡酒							23.26%	-7.00%	11.47%
		黄鹤楼及其他							1.63%	0.12%	26.58%
区域酒企	今世缘	特 A+类	25.01%	26.53%	24.48%	24.61%	22.39%	21.07%			
		特 A 类	34.15%	41.79%	39.89%	34.92%	26.49%	25.30%			
		A 类	32.35%	20.62%	27.23%	21.82%	16.35%	10.04%			
	迎驾贡酒	中高档白酒	22.30%	39.57%	29.61%	26.13%	24.27%	24.95%			
		普通白酒	20.04%	12.46%	5.26%	1.61%	11.90%	6.50%			
	口子窖	高档白酒	21.81%	36.45%	5.80%	9.12%	10.57%	3.48%			
中档白酒		8.36%	-40.75%	-22.00%	-33.17%	-12.22%	4.01%				
低档白酒		-19.91%	45.82%	-24.88%	16.81%	85.57%	16.62%				
老干白酒	100 元以上	-45.59%	68.92%	9.39%	11.42%	-34.31%	37.96%				
	100 元以下	15.42%	2.04%	49.72%	-27.18%	1.72%	1.63%				

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

特点二：渠道压力传导至上市公司报表端，酒企回款表现普遍承压。截至 2024Q2 末，除茅台五粮液外，主要上市公司合同负债环比 Q1 末环比均体现出较大压力，反应行业需求压力自去年逐步传导至终端及经销商后，今年已在报表端体现。茅台五粮液品牌韧性较强，茅台 6 月部分大商提前开始 Q3 回款，五粮液提价后上半年经营节奏较快，现金流质量较好。从 OWC（净营运资本）变动看，历史趋势上升表明渠道压力扩大，2022-2024H1 重点酒企营运资本变动持续为正值，短期白酒行业需求及经销商现金流仍面临较大压力，酒企继续加库存能力或逐步消减。

图 13: 2024Q2 白酒上市公司回款压力普遍较大



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 14: 2024H1 重点酒企净营运资本同比增加

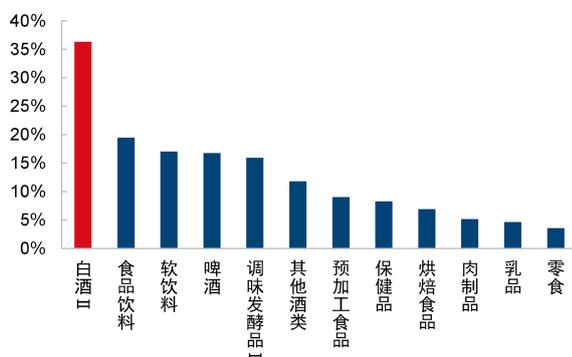


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：重点酒企包括茅台、五粮液、老窖、汾酒、洋河、古井、今世缘、口子窖、舍得、酒鬼酒、金种子，其中茅台 2019 年拆出资金还原后计算

特点三：高利润空间支撑下，酒企销售费用投入仍然“内卷”。存量竞争环境下争夺份额“不进则退”，2024H1 主要酒企仍维持较高的费用投入以维持市场份额，广宣及促销费同比增速基本上快于收入端增速（水井坊费用投放风格偏向品牌端、老白干去年以来聚焦控费改革）。相较于去年，今年酒企除了延续扫码红包的方式促进终端开瓶外，逐步增加对渠道和经销商的补贴，维持销售链条各环节的合理利润以维护厂商关系。销售费用率的表现分化在于公司自身管理能力的强弱，渠道管理精细化程度较高的公司费率较为稳健，如老窖数字化工程、古井网格化管理能力提升费效比；收入压力下费用投放刚性的公司销售费率提升较多，如舍得、酒鬼酒、洋河。但白酒板块整体毛利率和净利率水平较高，账上现金流充足，

具备“内卷”费用战的能力，对抗本轮消费长周期调整的能力较强。

图15: 白酒板块净利率较高



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 各公司促销费用情况

百万元	1H22	1H23	YoY	1H24	YoY	报表披露具体指标
贵州茅台	1,360	1,576	15.9%	2,334	48.1%	广告宣传及市场拓展费用
五粮液	2,485	2,613	5.2%	3,441	31.7%	促销费
泸州老窖	142	486	241.4%	771	58.5%	促销费
水井坊	527	414	-21.5%	396	-4.2%	广告费及促销费
酒鬼酒		156		256	63.8%	广告及市场服务费
洋河股份	878	1,535	74.9%	1,836	19.6%	广告促销费
古井贡酒	1,057	1,334	26.2%	1,685	26.4%	综合促销费
老白干酒		232		169	-26.9%	促销费
今世缘	140	308	120.5%	312	1.2%	促销费
口子窖	134	189	41.3%	222	17.2%	促销及业务费

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

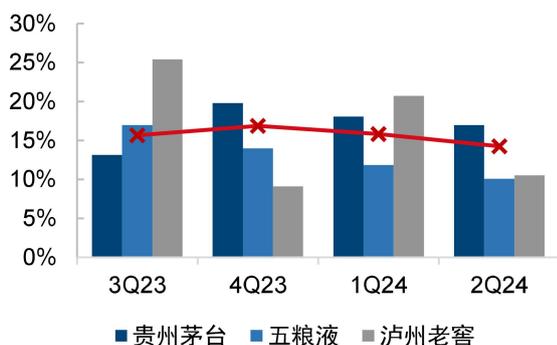
2.3 营业收入: 增速边际放缓, 具有价位或区域基本盘的公司展现较强韧性

总体看, 2024Q2 白酒上市公司收入增速边际放缓, 但仍实现双位数稳健增长, 高端酒延续较强韧性, 次高端内部分化加剧, 区域酒增长速度亦开始收敛。24Q2 主流 A 股上市酒企收入增速 11.3%, 环比 Q1 的 14.9% 进一步放缓, 我们认为原因系 1) 第二季度为白酒传统销售淡季, 宏观经济压力下消费需求进一步走弱; 2) 23Q2 宴席场景补偿性需求拉动大众消费需求, 板块基数较高; 3) 渠道库存相比去年同期普遍增加 0.5-1 个月, 酒企主动调控节奏, 换取旺季动销空间。

- ◆ **全国性高端白酒: 茅五品牌韧性进一步凸显, 老窖 Q2 边际降速。** 2024Q2 高端酒实现营业总收入 605.0 亿元, 同比+14.2%。**1) 贵州茅台:** 24Q2 营收 369.7 亿元, 同比+17.0%, 其中茅台酒/系列酒收入分别同比+12.9%/+42.5%, 主品中飞天系产品放量较多, 系列酒大单品 1935、王子等实现高增; 分渠道看, 批发渠道贡献主要增长, 直销渠道占比边际下降但“i”茅台仍实现 10.6% 的同比增长。**2) 五粮液:** 24Q2 营收 158.15 亿元, 同比+10.1%, 上半年主品牌/系列酒收入分别同比+11.45%/+17.77%, 主品牌吨价同比-0.56%, 主因普五合理控量、1618+39 增速较快下结构有所下探, 系列酒吨价同比+54.68%, 五粮春/醇在低线市场快速收割份额。**3) 泸州老窖:** 24Q2 营收 77.16 亿元, 同比+10.5%, 上半年中高档酒/其他酒收入分别同比+17.12%/+6.86%, 国窖受益于前期“挖井计划”增长扎实, 泸系特曲增速高于平均致结构下探, 分区域看西南、华北基地市场优势进一步夯实。
- ◆ **全国性次高端酒企: 强分化趋势延续, 汾酒主动控制青花系列增速。** 2024Q2 全国性次高端酒实现营业总收入 98.6 亿元, 同比+8.5%, 内部分化趋势加剧。**1) 山西汾酒:** 24Q2 营收 74.08 亿元, 同比+17.1%, 其中中高价酒类/其他酒类收入分别同比+1.5%/+58.3%, 腰部及以下产品贡献主要增速, Q1 旺季后青花系列库存较高, Q2 公司主动控速去库存、维护价盘稳定, 换取 Q3 旺季增长空间, 全年看青花仍是主导增长产品。**2) 水井坊:** 24Q2 营收 7.85 亿元, 同比+16.6%, 24H1 高档/中档酒收入分别同比+6.13%/12.78%, 去年公司库存去化较好, 经销商打款积极性略好于竞品, 臻酿 8 号贡献主要收入增长, 天号陈低基数下增速较快。**3) 舍得酒业:** 24Q2 营收 11.65 亿元, 同比-22.6%, 其中中高

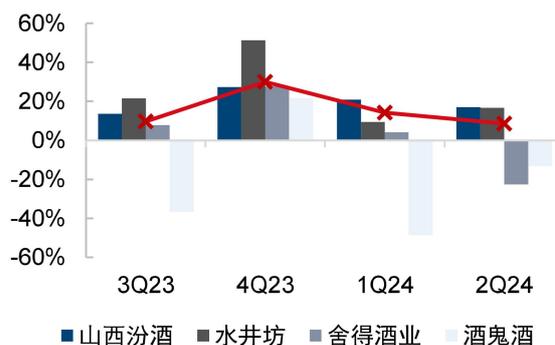
档酒/低档酒收入分别同比-19.33%/-47.34%，主动释放渠道风险，Q2 淡季商务场景恢复不及预期，大单品品味舍得下滑较多，舍之道、沱牌 T68 围绕宴席、自饮场景开展动销，表现较好。**4) 酒鬼酒**：24Q2 营收 5.00 亿元，同比-13.3%，下滑幅度同环比均有收窄，24H1 内参/酒鬼/湘泉系列收入分别同比-60.85%/-30.11%/+36.33%，公司营销转型初显成效，大众价位产品动销较好，省内宴席场次、开瓶率均有增加。

图17: 2023Q3-2024Q2 高端白酒单季度收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；红线为平均增速

图18: 2023Q3-2024Q2 次高端白酒单季度收入增速

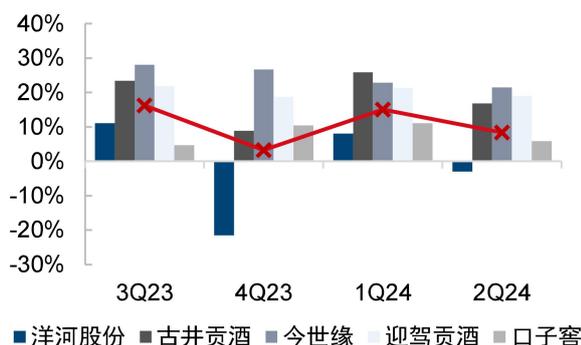


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；红线为平均增速

- ◆ **区域型次高端酒企：洋河主动步入调整，其他区域龙头动能持续。**2024Q2 区域型次高端酒企实现营业总收入 176.3 亿元，同比+8.4%，剔除洋河股份后同比+16.6%，增速仍然领先其他价位带，但边际明显降速。**1) 洋河股份**：24Q2 营收 66.21 亿元，同比-3.0%，24H1 中高档酒/普通酒收入分别同比+4.78%/+5.16%，行业需求压力下结构升级趋势放缓，低价位产品需求韧性较好，主品量增集中在 Q1 旺季、Q2 主动调整，着眼于营销转型、渠道建设和年份酒战略布局。**2) 今世缘**：24Q2 营收 26.3 亿元，同比+21.5%，其中特 A+/特 A/A 类产品收入分别同比+21.1%/+25.3%/+10.0%，国缘品牌势能持续释放，淡雅、单开增速领先凸显 100 元价位需求韧性，四开、对开增速环比收敛仍有稳健增长；当前经营节奏略快于去年，全年 122 亿元收入目标达成士气充足。徽酒虽产品价位升级节奏放缓，但仍是白酒板块成长能力领先的细分赛道。**3) 古井贡酒**：24Q2 营收 55.19 亿元，同比+16.8%，24H1 年份原浆同比+23.12%，销量/吨价分别同比+16.64%/+5.56%，延续高质量增长势能，主导增长产品从古 5+古 8 转向古 8+古 16 已经验证，夯实省内份额优势。**4) 迎驾贡酒**：24Q2 营收 14.61 亿元，同比+19.0%，其中中高档/普通白酒收入分别同比+25.0%/+6.5%，洞藏系列收入占比预计超过 50%，洞 9 接棒增长，洞 6 全省范围内增势延续；洞藏系列整体仍处于品牌势能向上阶段，合肥、六安区域自点率持续提升，仍有吃份额的逻辑。**5) 口子窖**：24Q2 营收 13.99 亿元，同比+5.9%，其中高档/中档/低档白酒收入分别同比+3.48%/+4.01%/+16.62%，口子 5 年&6 年增长韧性较好，新品高举高打运作下，200 元兼 8 铺货及动销速度较好，改革步入向上通道。
- ◆ **区域中低档酒：收入增长表现分化，老白干酒本部势能向上。**2024Q2 区域中低档酒企实现营业总收入 27.6 亿元，同比+3.3%，4 家公司在过去 1-2 年主动改革谋求发展，不同区域的竞争格局下，今年收入增速分化较大。**1) 金种子酒**：24Q2 营收 2.5 亿元，同比-26.25%，下滑主要系药业销售业务停止，公司聚焦白酒主业发展，短期投入渠道+产品转型。**2) 金徽酒**：24Q2 营收 6.78 亿元，同比+7.7%，其中 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品收入同比

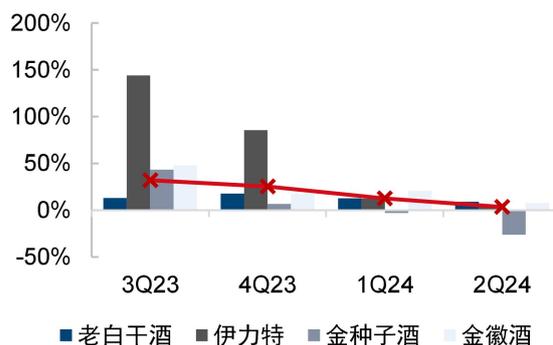
+7.1%/+2.7%/+13.3%，产品结构下移主因淡季公司以自然动销为主，金徽三星、四星等自饮产品增长较好；当前库存去化至较低水位，Q3旺季仍有补库增长动能。**3)老白干酒**：24Q2营收13.40亿元，同比+9.0%，24H1本部收入同比+19.10%，省内竞争格局改善，老白干酒结构升级趋势明显，带动Q2百元以上产品收入同比+37.96%；武陵酒增速高基数下边际放缓，系公司对高端产品控速以维持渠道良性。**4)伊力特**：24Q2营收4.98亿元，同比+3.6%，其中高档/中档/低档酒收入分别同比+1.0%/+24.3%/+8.5%，疆外成立四川品牌运营公司，团队积极性向好，Q2收入同比+31.1%；上半年新品打样工作仍在推进，疆内全面梳理培训销售团队，预计下半年改革成效将逐步在报表端体现。

图19: 2023Q3-2024Q2 区域白酒单季度收入增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理; 红线为平均增速

图20: 2023Q3-2024Q2 区域白酒单季度收入增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理; 红线为平均增速

2.4 预收及现金流: 淡季合同负债下降, 渠道资金流向龙头

除茅五外主流企业现金流表现承压, 预收蓄水能力边际转弱。2024Q2A 股白酒主要上市公司经营性现金流量净额同比+29.9%, 销售收现同比+21.7%, 剔除茅五后分别同比-58.2%/-4.0%; 存量竞争中茅台五粮液品牌力抢占渠道资金的能力进一步放大, 其余酒企现金流表现较差主因淡季渠道回款意愿降低、公司让渡渠道利益为经销商纾压(采取票据政策、补贴渠道费用等)。截至Q2末板块合同负债383.25亿元, 环比Q1末减少23.27亿元, 春节旺季酒企在手订单至高位, 伴随逐步发货叠加淡季消化库存, 24Q2蓄水能力边际转弱, 为中秋国庆动销蓄能。

表5: 2023Q3-2024Q2 白酒上市公司合同负债情况(单位: 亿元)

	证券代码	证券简称	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	同比增速	环比变动	环比增速
全国化 高端	600519.SH	贵州茅台	113.95	141.26	95.23	99.93	36.3%	4.70	4.9%
	000858.SZ	五粮液	39.49	68.64	50.47	81.58	123.6%	31.10	61.6%
	000568.SZ	泸州老窖	29.62	26.73	25.35	23.42	21.1%	(1.93)	-7.6%
全国化 次高端	600809.SH	山西汾酒	51.72	70.29	55.90	57.32	-0.4%	1.42	2.5%
	600779.SH	水井坊	11.21	12.20	11.51	10.71	-1.4%	(0.80)	-6.9%
	600702.SH	舍得酒业	3.26	2.77	2.35	1.62	-68.1%	(0.73)	-30.9%
	000799.SZ	酒鬼酒	2.51	2.85	2.35	2.57	-42.5%	0.23	9.6%
区域酒企	002304.SZ	洋河股份	55.16	111.05	58.15	39.38	-26.0%	(18.78)	-32.3%
	000596.SZ	古井贡酒	33.15	14.01	46.17	22.18	-26.7%	(23.99)	-52.0%
	603369.SH	今世缘	13.11	24.00	9.73	6.27	-44.4%	(3.46)	-35.5%
	603198.SH	迎驾贡酒	5.06	7.33	5.15	4.62	-8.6%	(0.53)	-10.3%
	603589.SH	口子窖	3.83	3.97	3.75	3.17	-56.4%	(0.58)	-15.5%
	600559.SH	老白干酒	20.26	15.21	23.64	18.62	-0.5%	(5.01)	-21.2%
	600197.SH	伊力特	0.37	0.73	0.92	0.62	10.7%	(0.30)	-32.7%

600199.SH	金种子酒	0.98	1.08	1.11	0.62	-31.4%	(0.49)	-44.0%
603919.SH	金徽酒	4.32	5.75	6.31	4.83	9.3%	(1.48)	-23.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- ◆ **高端酒：茅台五粮液现金流质量较好，老窖蓄水能力边际减弱。**贵州茅台 24Q2 末合同负债环比增加 4.70 亿元，24Q2 销售收现同比+22.6%，6 月部分大商提前展开 Q3 打款任务，验证厂家对渠道话语权毋庸置疑。五粮液 24Q2 末合同负债环比增加 31.10 亿元，判断系 6 月底公司兑付费用前普五回款任务较快推进、同时淡季控制普五发货节奏所致，24Q2 销售收现同比+93.4%，主因 1) 春节期间公司给予大商承兑汇票到期填仓；2) Q2 销售占比较高的 1618 和 39 度以现金回款为主。泸州老窖 24Q2 末合同负债环比减少 1.93 亿元，24Q2 销售收现同比-0.2%，淡季公司主动控货、促进开瓶动销工作，适当放松渠道压力。
- ◆ **全国性次高端酒企：渠道压力较大，汾酒降速与青花控货有关。**山西汾酒 24Q2 末合同负债环比增加 1.42 亿元，24Q2 销售收现同比-6.3%，回款能力转弱与青花系列主动控速有关，淡季公司自然动销、回款，经营质量仍好。水井坊 24Q2 末合同负债环比减少 0.80 亿元/24Q2 销售收现同比-5.9%，舍得 24Q2 末合同负债环比减少 0.73 亿元/24Q2 销售收现同比-14.4%，酒鬼酒 24Q2 末合同负债环比增加 0.23 亿元/24Q2 销售收现同比-12.9%，二季度商务场景延续弱景气度，大众宴席降频降价现象明显，全国性次高端酒企渠道抗风险能力相对较弱，现金流压力较大，其中酒鬼酒营销转型初显成效，低基数下回款改善。
- ◆ **区域酒企：淡季回款压力为行业共识，古井、迎驾、今世缘销售收现仍有稳健增长。**洋河股份 24Q2 末合同负债环比减少 18.78 亿元/24Q2 销售收现同比-12.0%，今世缘 24Q2 末合同负债环比减少 3.46 亿元/24Q2 销售收现同比+7.1%，淡季市场动销压力较大，洋河主动调整为渠道纾压，今世缘给予经销商资金政策抢占份额。古井贡酒 24Q2 末合同负债环比减少 23.99 亿元/24Q2 销售收现同比+12.8%，迎驾贡酒 24Q2 末合同负债环比减少 0.53 亿元/24Q2 销售收现同比+12.7%，口子窖 24Q2 末合同负债环比减少 0.58 亿元/24Q2 销售收现同比-4.4%，去年高基数下 24Q2 安徽省内宴席场次双位数下滑，叠加经销商资金压力，徽酒龙头回款压力逐步显现，古井阶段性加大红包力度、迎驾受益于洞藏品牌势能销售收现落地稳健增长，口子窖增加新品渠道激励，预计下半年回款加速。

表6：2023Q2-2024Q2 白酒上市公司单季度销售收现情况（单位：亿元）

	证券代码	证券简称	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	同比增速
全国化 高端	600519.SH	贵州茅台	333.09	421.81	524.46	462.57	408.36	22.6%
	000858.SZ	五粮液	144.15	237.67	385.32	217.69	278.79	93.4%
	000568.SZ	泸州老窖	95.42	100.60	39.45	106.41	95.21	-0.2%
全国化 次高端	600809.SH	山西汾酒	78.89	65.46	58.79	142.02	73.93	-6.3%
	600779.SH	水井坊	8.13	23.27	16.18	9.30	7.65	-5.9%
	600702.SH	舍得酒业	17.77	14.59	18.88	19.17	15.20	-14.4%
	000799.SZ	酒鬼酒	5.95	5.80	5.77	3.18	5.18	-12.9%
区域酒企	002304.SZ	洋河股份	55.73	96.52	93.12	129.06	49.06	-12.0%
	000596.SZ	古井贡酒	52.12	43.82	34.47	83.67	58.79	12.8%
	603369.SH	今世缘	23.29	31.20	31.84	37.30	24.96	7.1%
	603198.SH	迎驾贡酒	13.81	18.50	24.49	23.19	15.56	12.7%
	603589.SH	口子窖	14.58	14.01	17.17	14.02	13.94	-4.4%
	600559.SH	老白干酒	11.37	18.44	11.43	19.87	11.32	-0.5%
	600197.SH	伊力特	4.09	4.53	7.30	7.77	3.01	-26.5%
	600199.SH	金种子酒	4.19	4.12	0.17	4.39	2.23	-46.9%
	603919.SH	金徽酒	7.33	5.41	7.32	12.38	6.39	-12.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表7: 2023Q2-2024Q2 白酒上市公司单季度经营性现金流量净额情况 (单位: 亿元)

	证券代码	证券简称	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	同比增速
全国化 高端	600519.SH	贵州茅台	251.42	196.15	165.91	91.87	274.34	9%
	000858.SZ	五粮液	17.94	110.59	193.54	5.16	129.12	620%
	000568.SZ	泸州老窖	41.39	34.05	15.96	43.59	38.66	-7%
全国化 次高端	600809.SH	山西汾酒	17.75	20.96	-0.78	70.41	8.89	-50%
	600779.SH	水井坊	0.30	13.42	3.78	-1.02	-1.92	-749%
	600702.SH	舍得酒业	4.12	-0.59	1.35	1.08	-1.29	-131%
	000799.SZ	酒鬼酒	-0.83	-0.26	-0.06	-2.65	0.56	转正
区域酒企	002304.SZ	洋河股份	-11.38	40.78	17.87	48.50	-28.07	上年为负
	000596.SZ	古井贡酒	16.49	9.92	-12.23	24.54	15.56	-6%
	603369.SH	今世缘	-0.99	11.83	8.19	10.02	2.45	转正
	603198.SH	迎驾贡酒	-1.97	7.56	11.49	6.20	-0.36	上年为负
	603589.SH	口子窖	2.61	3.87	4.94	-1.04	1.08	-59%
	600559.SH	老白干酒	-0.85	6.60	-0.34	4.10	-1.87	上年为负
	600197.SH	伊力特	-0.77	0.42	0.93	1.60	-1.74	上年为负
	600199.SH	金种子酒	-0.11	1.28	-0.26	-1.05	-0.86	上年为负
	603919.SH	金徽酒	1.19	-1.08	2.05	3.43	0.03	-98%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2.5 盈利能力及费用: 整体净利率阶段性承压, 个股分化加剧

毛利率: 产品结构压力影响毛利率提升速度, 高端及区域酒保持上行趋势。2024Q2 白酒 A 股主要上市公司毛利率 80.3%/同比+0.21pct, 整体实现小幅上升。分价位看, 高端酒 24Q2 毛利率 86.3%/同比+0.59pct, 虽产品结构有所下探, 成本端改善驱动整体上行。全国型次高端酒 24Q2 毛利率 74.0%/同比-3.13pct, 下降较多主因产品结构下移拖累, 部分货折计入成本冲减收入。区域型次高端酒企 24Q2 毛利率 75.6%/同比+0.75pct, 徽酒消费升级趋势优于苏酒, 古井仍掌握省内定价权。区域中低档酒 24Q2 毛利率 61.5%/同比+3.57pct, 改革驱动毛利率弹性释放。

表8: 2024H1 及历史第二季度白酒上市公司毛利率情况

	证券代码	证券简称	1H24	同比变化	2Q22	2Q23	2Q24	同比变化
全国化 高端	600519.SH	贵州茅台	91.76%	-0.04pct	91.78%	90.80%	90.68%	-0.11pct
	000858.SZ	五粮液	77.36%	0.58pct	73.92%	73.27%	75.01%	1.74pct
	000568.SZ	泸州老窖	88.57%	0.22pct	85.32%	88.63%	88.81%	0.17pct
全国化 次高端	600809.SH	山西汾酒	76.69%	0.39pct	78.40%	77.79%	75.09%	-2.7pct
	600779.SH	水井坊	80.96%	-1.5pct	84.60%	81.56%	81.55%	-0.02pct
	600702.SH	舍得酒业	69.44%	-6.16pct	73.79%	71.88%	60.93%	-10.96pct
	000799.SZ	酒鬼酒	73.35%	-6.8pct	77.80%	77.82%	75.59%	-2.23pct
区域酒企	002304.SZ	洋河股份	75.35%	-0.77pct	66.51%	75.08%	73.67%	-1.4pct
	000596.SZ	古井贡酒	80.41%	1.53pct	77.01%	77.78%	80.50%	2.72pct
	603369.SH	今世缘	73.79%	-0.68pct	69.20%	72.87%	73.02%	0.15pct
	603198.SH	迎驾贡酒	73.57%	2.63pct	63.16%	70.56%	71.15%	0.58pct
	603589.SH	口子窖	75.84%	1.98pct	72.06%	70.52%	75.04%	4.52pct
	600559.SH	老白干酒	65.84%	-1.33pct	66.55%	68.60%	68.48%	-0.12pct
	600197.SH	伊力特	50.52%	2.75pct	40.44%	42.10%	48.23%	6.13pct
	600199.SH	金种子酒	43.48%	13.38pct	31.43%	33.79%	41.70%	7.91pct
	603919.SH	金徽酒	65.12%	1.36pct	58.77%	62.05%	64.67%	2.63pct
	整体		80.95%	0.76pct	78.8%	80.1%	80.3%	0.21pct

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

营业税金率：整体有所增加，受缴税节奏影响小幅波动。2024H1 白酒板块营业税金率 15.0%/同比+0.4pct，24Q2 营业税金率 15.6%/同比+0.5pct。分价位看，24Q2 年高端/次高端/区域白酒营业税金率分别为 15.7%/18.9%/13.7%，同比+0.9/+0.1/-0.7pct，季度间波动系生产和销售节奏不同导致税费支付存在波动，高端酒税率提升较多主因 1) 茅台提价后消费税基影响；2) 老窖生产排期波动导致消费税缴纳较多。

销售费用率：整体上升，淡季酒企维持高水平费用投放以稳固份额。24H1 白酒板块销售费用率 9.5%/同比+0.4pct，24Q2 销售费用率 11.8%/同比+0.8pct，淡季需求走弱，酒企费用投放力度维持在较高水平，除常态化扫码红包投入和宴席场景政策外，厂家边际提升渠道补贴力度，同时通过演唱会冠名等活动提升品牌影响力。分价位看，24Q2 高端/次高端/区域白酒销售费用率分别为 8.5%/16.2%/19.7%，同比+0.9/+1.1/+0.8 pct，高端酒加强品牌和终端建设，次高端舍得、酒鬼酒收入下滑但费投刚性，区域酒销售费用率表现分化，迎驾、今世缘、老白干控费效果较好。

管理费用率：整体持平略降，高端酒管理效率仍有提升。24H1 白酒板块管理费用率 4.2%/同比-0.5pct，24Q2 管理费用率 5.1%/同比-0.5pct。分价格带看，24Q2 高端/次高端/区域酒企管理费用率分别为 4.5%/6.6%/6.0%，同比-0.7pct/持平/持平，高端酒积极运用数字化工具，营销管理效率持续提升。

净利率：白酒主业整体微降，酒企分化明显。24H1 主要白酒上市公司净利率 40.2%/同比-0.1pct，24Q2 净利率 37.3%/同比-0.4pct（与前文差异主因本段论述对象剔除顺鑫农业，剥离房地产业务后净利率回升明显）。分价格带看，24Q2 高端/次高端/区域酒企净利率分别为 43.1%/23.2%/26.6%，同比-0.4/-3.9/+0.2pct，高端酒微降主要受到税率扰动，次高端受结构和毛利率拖累，区域酒分化明显，徽酒龙头净利率表现相对稳健。

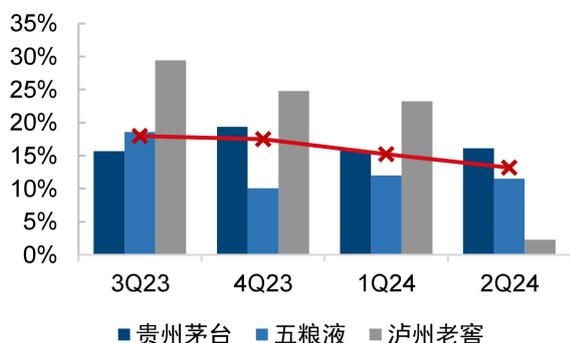
表9：2024H1 及 2024Q2 白酒上市公司税金及附加率、销售费用率、管理费用率及归母净利率

证券简称	24H1				24Q2												
	税金及附加率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy	净利率	yoy	税金及附加率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy	净利率	yoy	
全国化高端	贵州茅台	16.2%	1.2pcts	3.1%	0.6pcts	4.6%	-0.8pcts	50.0%	-0.7pcts	17.0%	0.8pcts	4.0%	0.7pcts	4.8%	-1pcts	47.7%	-0.4pcts
	五粮液	14.2%	-0.1pcts	10.6%	1.1pcts	3.4%	-0.4pcts	37.6%	0.2pcts	14.6%	0.4pcts	17.3%	2pcts	4.3%	-0.3pcts	31.7%	0.4pcts
	泸州老窖	12.1%	1.2pcts	9.6%	-0.4pcts	3.0%	-0.7pcts	47.5%	-1.1pcts	11.7%	2.2pcts	11.8%	0.7pcts	3.6%	-0.6pcts	44.8%	-3.6pcts
全国化次高端	山西汾酒	15.4%	-0.9pcts	8.8%	-0.2pcts	2.7%	-0.3pcts	37.0%	1.4pcts	19.7%	-0.4pcts	11.5%	0.5pcts	4.3%	-0.6pcts	29.0%	-1.8pcts
	水井坊	14.5%	-0.9pcts	33.8%	-2.2pcts	14.3%	1.1pcts	14.1%	0.8pcts	15.5%	0.4pcts	32.2%	-8.9pcts	20.0%	3pcts	7.1%	0.7pcts
	舍得酒业	14.9%	0.2pcts	20.1%	2.6pcts	9.4%	0.8pcts	18.1%	-8pcts	16.0%	0.2pcts	27.0%	11.8pcts	12.1%	2.8pcts	3.5%	-19.7pcts
区域酒企	酒鬼酒	19.5%	3.3pcts	34.7%	7.3pcts	7.9%	3.1pcts	12.2%	-15.2pcts	19.9%	2.7pcts	35.5%	5.7pcts	7.8%	1pcts	9.5%	-11.6pcts
	洋河股份	14.9%	-0.5pcts	11.4%	1.1pcts	4.1%	-0.5pcts	34.7%	-1.2pcts	12.3%	-2.6pcts	18.5%	1.8pcts	7.2%	0.7pcts	28.6%	-2.1pcts
	古井贡酒	15.2%	1pcts	26.2%	-0.8pcts	4.9%	-0.3pcts	25.9%	1.3pcts	15.4%	1.5pcts	24.6%	0.3pcts	5.0%	0.2pcts	27.3%	1.7pcts
	今世缘	13.5%	0.5pcts	13.5%	-1.4pcts	2.8%	0.1pcts	33.7%	-0.6pcts	10.0%	0.2pcts	12.2%	-0.9pcts	3.9%	0.1pcts	35.3%	-1.4pcts
	迎驾贡酒	14.7%	-0.4pcts	8.0%	-0.6pcts	2.8%	-0.4pcts	36.4%	2.6pcts	15.6%	-0.6pcts	10.0%	-2pcts	3.4%	-0.6pcts	31.9%	2.2pcts
	口子窖	14.7%	-1.4pcts	15.0%	1.4pcts	6.2%	0.2pcts	30.0%	0.9pcts	15.5%	-2.5pcts	18.8%	3.9pcts	7.2%	0.3pcts	25.7%	2.1pcts
	老白干酒	16.3%	0.6pcts	26.8%	-4pcts	7.6%	-1.9pcts	12.3%	2.6pcts	15.8%	-0.3pcts	30.1%	-4.7pcts	6.9%	-1.1pcts	12.6%	3.2pcts
伊力特	15.0%	1.3pcts	10.9%	1.8pcts	3.0%	-0.5pcts	14.9%	0.4pcts	15.1%	0.9pcts	17.9%	5pcts	3.5%	-0.7pcts	7.8%	2pcts	
金种子酒	15.9%	3.3pcts	19.2%	5.8pcts	7.3%	-1.3pcts	1.7%	6.6pcts	15.7%	2.8pcts	22.6%	15.9pcts	7.7%	-4.5pcts	-2.6%	-3.6pcts	
金徽酒	14.6%	-0.2pcts	19.2%	-0.2pcts	9.7%	0.7pcts	16.8%	0.1pcts	15.1%	-0.5pcts	21.0%	-0.5pcts	12.5%	1.1pcts	10.9%	-0.6pcts	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

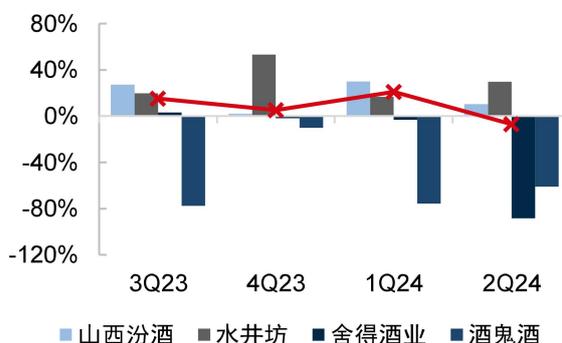
- ◆ **高端酒：盈利能力阶段性承压，茅台、老窖受税金率波动影响较大。**24Q2 高端酒实现归母净利润 261.0 亿元，同比+13.2%，略慢于收入端增速。**1) 贵州茅台：**24Q2 归母净利润 176.30 亿元，同比+16.1%，毛利率/税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比-0.11/+0.8/+0.7/-1pct，净利率同比-0.4pct，税金率主要受到消费税税基扰动影响，销售费率端加强市场及广宣投入。**2) 五粮液：**24Q2 归母净利润 50.12 亿元，同比+11.5%，毛利率/税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比+1.74/+0.4/+2.0/-0.3pct，净利率同比+0.4pct，包材等成本端优化及系列酒大单品战略下毛利率改善明显，费用端聚焦消费者红包投放和品牌建设。**3) 泸州老窖：**24Q2 归母净利润 34.54 亿元，同比+2.2%，毛利率/税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比+0.17/+2.2/+0.7/-0.6pct，净利率同比-3.6pct，盈利能力阶段性下滑主要受到税金率波动影响，主因 24Q2 生产排期增加致消费税同比+30%，预计全年税金率仍维持在合理水平。
- ◆ **全国性次高端酒企：盈利能力承压明显，受到产品结构下探和费用投放刚性的两端压制。**24Q2 全国性次高端白酒实现归母净利润 22.9 亿元，同比-7.0%，承压明显。**1) 山西汾酒：**24Q2 归母净利润 21.47 亿元，同比+10.2%，毛利率/税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比-2.7/-0.4/+0.5/-0.6pct，净利率同比-1.8pct，淡季青花系列主动控货致结构下移较多，拖累阶段性净利率表现，汾享礼遇模式跑通后费效比提升趋势确定性强，预计 Q3 旺季青花增速回暖下盈利能力随之恢复。**2) 水井坊：**24Q2 归母净利润 0.56 亿元，同比+29.6%，毛利率/税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比-0.02/+0.4/-8.9/+3pct，净利率同比+0.7pct，散酒销售拉低整体毛利率水平，公司费投向来倾斜于品牌端，渠道投入维持理性，单 Q2 费用率收缩较多也受到春糖投入错期影响。**3) 舍得酒业：**24Q2 归母净利润 0.41 亿元，同比-88.4%，毛利率/税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比-11.2/+0.2/+11.8/+2.8pct，净利率同比-19.7pct，淡季品味舍得延续控货挺价，结构下行及货折投入拖累毛利率表现，销售费用投入维持高位，系公司协助经销商全力提升动销，提升销售人员薪酬促进市场积极性。**4) 酒鬼酒：**24Q2 归母净利润 0.48 亿元，同比-60.9%，毛利率/税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比-2.2/+2.7/+5.7/+1.0pct，净利率同比-11pct，商务弱复苏背景下次高端及以上产品表现延续承压，红坛、湘泉等大众价位产品动销较好压制产品结构，费用投放也呈现刚性。

图21：2023Q3-2024Q2 高端酒单季度归母净利润增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；红线为平均增速

图22：2023Q3-2024Q2 次高端酒单季度归母净利润增速



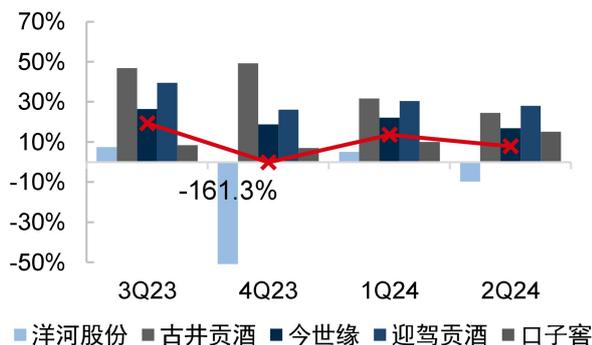
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；红线为平均增速

- ◆ **区域型次高端酒企：盈利能力表现分化，产品势能主导毛销差改善，调整或新品投放期公司加大销售费用。**24Q2 区域型次高端白酒实现归母净利润 51.5 亿元，同比+7.9%，剔除洋河股份后同比+21.6%，区域龙头净利率提升趋势优于

板块整体。1) **洋河股份**：24Q2 归母净利润 18.92 亿元，同比-9.7%，毛利率/税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比-1.4/-2.6/+1.8/+0.7pct，净利率同比-2.1pct，淡季公司主动调整，减轻主品压力，加大宴席场景政策力度促进动销，毛销差下行较多。2) **今世缘**：24Q2 归母净利润 9.3 亿元，同比+16.9%，毛利率/税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比+0.15/+0.2/-0.9/+0.1pct，净利率同比-1.4pct，受益于国缘品牌势能释放，毛销差改善较好，净利率承压主因本期理财产品收益扰动，公允价值变动收益减少 0.35 亿元。3) **古井贡酒**：24Q2 归母净利润 15.07 亿元，同比+24.6%，毛利率/税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比+2.72/+1.5/+0.3/+0.2pct，净利率同比+1.7pct，古 8+16 高增带动毛利率提升，淡季扫码红包力度有所加大，公司精益化管理提效熨平费率波动，全年净利率提升趋势确定。4) **迎驾贡酒**：24Q2 归母净利润 4.66 亿元，同比+28.0%，毛利率/税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比+0.58/-0.6/-2.0/-0.6pct，净利率同比+2.2pct，销售费用下降较多主因 1) 淡季应对竞争公司在流通渠道费投上仍保持理性，现金帐兑付克制；2) 内部费用审批机制趋严；3) 部分费用放在 Q3 旺季确认所致，侧面印证公司产品势能向上，对渠道仍有较高议价权；后续洞藏仍可以通过产品多元化+渠道加密方式平滑费投对价盘的冲击，费效比弹性较大。5) **口子窖**：24Q2 归母净利润 3.59 亿元，同比+15.1%，毛利率/税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比+4.52/-2.5/+3.90/+0.3pct，净利率同比+2.1pct，去年低基数下 24Q2 毛利率恢复至较正常水平，新品投放市场公司阶段性加大渠道激励，综合毛销差仍呈扩大趋势。

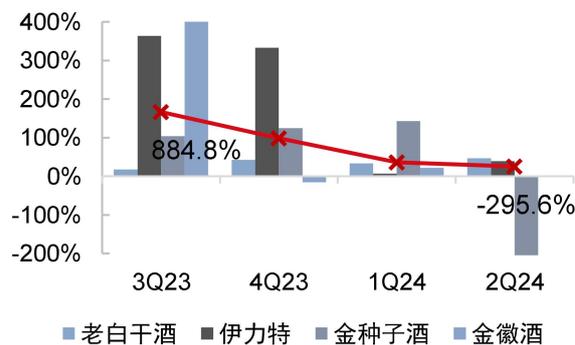
- ◆ **区域型中低档酒：老白干、伊力特改革成效逐步显现，净利率弹性释放。** 24Q2 区域型中低档白酒实现归母净利润 2.7 亿元，同比+25.6%，改革驱动净利率弹性释放。1) **金种子酒**：24Q2 归母净利润-0.07 亿元，同比-295.6%，毛利率/税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比+7.91/+2.8/+15.9/-4.5pct，净利率同比-3.6pct，毛利率大幅改善受益于聚焦主业和产品结构升级，公司仍在改革转型期，市场费用投入和品牌建设力度上高举高打。2) **金徽酒**：24Q2 归母净利润 0.74 亿元，同比+1.9%，毛利率/税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比+2.63/-0.5/-0.5/+1.1pct，净利率同比-0.6pct，毛利率提升主因淡季公司促销活动减少成本端改善、部分产品提价贡献，对外捐赠节奏差异及所得税率波动压制净利率，一次性影响排除后预计下半年盈利能力恢复。3) **老白干酒**：24Q2 归母净利润 1.68 亿元，同比+46.7%，毛利率/税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比-0.12/-0.3/-4.7/-1.1pct，净利率同比+3.2pct，公司控费成效显著，今年精细化投入单经销商费用支持，预计后续费效比提升趋势延续。4) **伊力特**：24Q2 归母净利润 0.39 亿元，同比+38.9%，毛利率/税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比+6.13/+0.9/+5.0/-0.7pct，净利率同比+2.0pct，公司在新品投入期加大产品包装、市场投放、渠道及团队配成费用，但结构上行推动毛利率改善较多，整体毛销差仍呈扩大趋势。

图23: 2023Q3-2024Q2 区域白酒单季度归母净利润增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理; 红线为平均增速

图24: 2023Q3-2024Q2 区域白酒单季度归母净利润增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理; 红线为平均增速

2.6 重视长期发展质量与股东回报

酒企重视短期增速与长期发展质量间的平衡, 预计全年超额完成经营任务的概率不大。根据各家酒企年初制定的全年经营目标来看, 部分酒企 24H1 收入增速慢于全年目标, 如汾酒、洋河、舍得等; 根据 2023 年半年度收入占比看, 部分酒企下半年任务量较重, 如茅台、迎驾、水井坊等; 结合中秋渠道备货情况看, 高基数下各消费场景需求复苏预计平淡, 酒企动销仍有压力。我们认为当前行业需求并未确认明显拐点, 酒企积极主动调整、改革、聚焦消费者工作, 供给端积极信号逐步增加: 如茅台年中会议强调挖掘新兴 C 端需求、五粮液对普五控量挺价决心坚定、老窖积极推动数字化营销工程, 区域龙头洋河、古井先于主流价格带培育高端酒、打开次高端发展空间。

表10: 2022-2024E 白酒上市公司目标完成情况

上市公司	2022A					2023A					2024E	
	报表目标	销售目标	实际完成	完成情况	股价涨幅	报表目标	销售目标	实际完成	完成情况	股价涨幅	报表目标	预计完成
贵州茅台	15%		17%	完成	-14%	15%		18%	超额完成	3%	15%	15%
五粮液	双位数		12%	完成	-18%	双位数		13%	完成	-21%	双位数	11%
泸州老窖	15%	国窖 200 亿	22%	超额完成	-10%	15%		20%	完成	-19%	15%	15%
山西汾酒	25%		31%	完成	-9%	20%		22%	完成	-18%	20%	20%
洋河股份	15%		19%	完成	-1%	20%		10%	未完成	-30%	5-10%	低个位数增长
水井坊	15%		1%	未完成	-29%	15%		6%	未完成	-30%	正增长	/
酒鬼酒		20%	19%	基本完成	-35%		15-20%	-39%	未完成	-46%	恢复正增长	下滑
舍得酒业		40%	22%	未完成	-30%		30%	17%	未完成	-39%	正增长	下滑
古井贡酒	15%		24%	超额完成	10%	22%		21%	基本完成	-12%	20.72%	21%
今世缘	17%		23%	完成	-5%	26.7%		28%	完成	-3%	收入 122 亿	21%
迎驾贡酒			20%		-8%			22%	完成	8%	20%	21%
口子窖			2%		-16%		15%	16%	基本完成	-19%	13%	12%
金徽酒			12%		-30%			27%		-17%	收入 30 亿	18%
老白干酒	12%		16%	完成	-1%		11%	13%	完成	-17%		/
伊力特			-17%		-8%			38%		-10%	收入 28 亿	/
金种子酒			-2%		58%	稳步增长		24%		-31%		/

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

资本市场“好学生”, 酒企重视投资者回报, 板块估值性价比凸显。从分红能力看, 白酒板块基本渡过高额资本开支阶段, 账上现金流充足。从分红意愿看, 需求弱复苏背景下, 资本市场逐步消化板块增长中枢下修预期, 头部酒企重视股东

回报，积极提升现金分红规划，强化市场信心，如茅台提升 2024-2026 年常态化分红率至 75%、每年度进行年度和中期 2 次分红；洋河股份发布“双 70”，承诺 2024-26 年现金分红率不低于 70%且分红总额不低于 70 亿元（含税）；其他头部酒企分红指引积极。当前板块整体估值回调至历史低位，红利资产性价比凸显。

表11：头部白酒上市公司现金分红情况

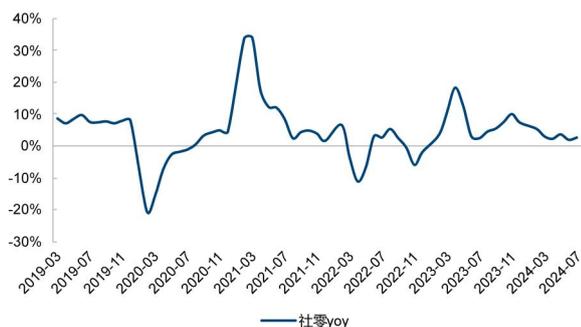
股票简称	公司简称	现金分红率		股息率		现金分红规划
		2022A	2023A	2022A	2023A	
600519.SH	贵州茅台	95.8%	84.0%	2.8%	2.9%	发布现金分红回报规划，2024-2026 年公司每年度现金分红总额不低于当年归母净利润的 75% ，每年度进行年度和中期 2 次分红
000858.SZ	五粮液	55.0%	60.0%	2.1%	3.3%	分红率稳步提升
000568.SZ	泸州老窖	60.0%	60.0%	1.9%	3.0%	《章程》中规定，每年以现金或股票方式分红比例不低于当年实现可供分配利润的 50%，其中以现金方式分配的利润不少于当年实现可分配利润的 30%；2024 年分红率稳步提升
600809.SH	山西汾酒	50.0%	51.1%	1.2%	1.9%	分红率稳步提升
002304.SZ	洋河股份	60.1%	70.1%	2.3%	4.2%	发布现金分红回报规划，2024-2026 年每年度现金分红率不低于 70% 且分红总额不低于 70 亿元（含税）

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：2022、2023 年股息率对应当年年底股价

3 大众品：业绩表现分化，成本红利释放

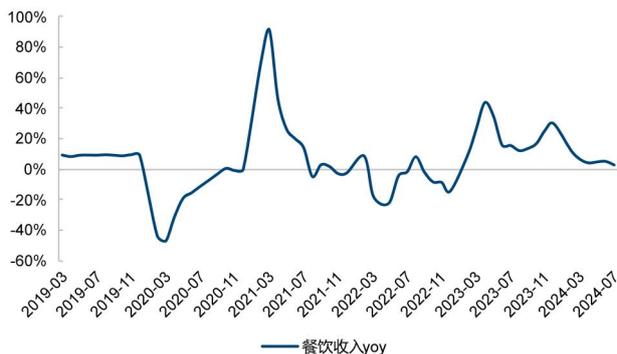
2024Q2 需求普遍承压，受益于成本下行、效率改善，利润端表现相对更优。需求端，2024 年初春节旺季消费需求较为旺盛，节后需求转弱，多数子板块 2024Q2 收入增速放缓。利润端，大众品企业普遍享受成本红利，部分子板块产品结构升级进一步助推毛利率提升，此外，部分企业积极采取控费或精细化管理措施提升经营效率，大众品板块整体利润表现优于收入表现。

图25：2019 年至 2024 年 7 月社零 yoy 变化



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

图26：2019 年至 2024 年 7 月餐饮收入 yoy 变化



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

3.1 啤酒：消费复苏乏力板块收入承压，成本下行助盈利能力改善

收入端：消费需求偏弱、不利天气、去年高基数等因素使得啤酒板块收入承压，2024Q2 经营压力有所增大。2024 年啤酒板块¹实现营业收入 404.23 亿元，同比下降 1.3%；其中 2024Q1 实现营业收入 193.32 亿元，同比下降 0.8%。2024Q2 啤酒板块实现营业收入 210.91 亿元，同比下降 1.9%。拆分量价来看：

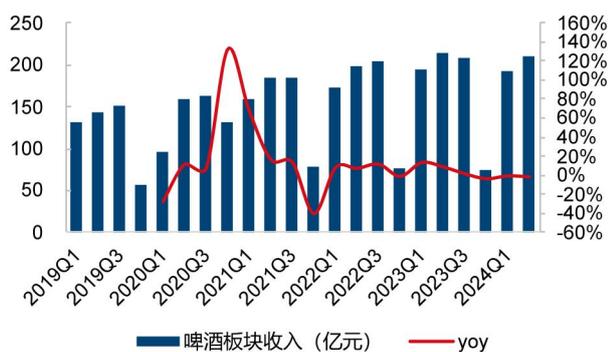
◆ **销量：2024 年上半年销量承压，非现饮渠道贡献提升。**2024 上半年啤酒行业产量同比增长 0.1%，啤酒板块销量同比下降 3.2%，主要系受需求偏弱、阴雨天气及去年高基数的拖累。其中百威亚太（中国区）/青岛啤酒上半年销量降幅居前，分别下降 8.5%/7.8%；重庆啤酒得益于基地市场旅游消费较旺叠加渠道持续拓展，上半年销量同比增长 3.3%，表现好于啤酒行业整体；珠江啤酒、燕京啤酒依靠其大单品放量体现出一定的增长韧性，销量同比增长 1.4%/0.6%。节奏上，2024Q1 啤酒行业受益于元旦春节假期返乡人流增多、消费场景有所复苏，2024Q2 需求走弱叠加不利天气的负面影响显现，销量压力有所增大。据国家统计局数据，2024Q2 全国规上企业啤酒产量同比下降 5.4%。分渠道看，现饮渠道受损较为明显，非现饮渠道贡献提升。上半年燕京啤酒电商渠道收入同比增长 26.6%；华润啤酒中高端产品在电商渠道销量同比增长约 60%；珠江啤酒商超渠道收入同比增长 36.7%，电商渠道收入同比增长 13.2%，均快于整体啤酒业务收入增速；百威亚太积极推动非现饮渠道的高端化，上半年非现饮渠道收入贡献增加。

◆ **销售均价：啤酒企业销售均价仍有提升，高端化节奏有所放缓。**2024 上半年

¹ 本章节中啤酒板块包含 6 家 A 股上市公司：青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒、兰州黄河。

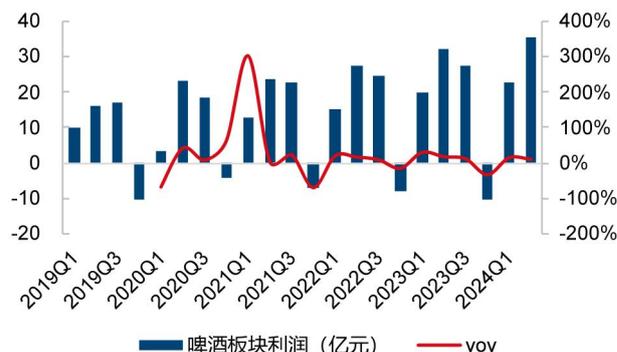
绝大啤酒企业销售均价提升，其中珠江啤酒/燕京啤酒销售均价增速领先，分别同比增长 6.7%/4.0%，主要系高档大单品放量有力带动均价提升。受现饮消费场景缺失、消费力偏弱等因素影响，2024Q2 高端化速度放缓，啤酒企业的销售均价同比增速普遍弱于 2024Q1。2024Q2 百威亚太（中国区）、青岛啤酒、重庆啤酒销售均价出现同比下滑，反映当前环境下，原产品结构较高的企业受到的冲击更大。

图27: 啤酒板块收入及 yoy (2019Q1-2024Q2)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图28: 啤酒板块净利润及 yoy (2019Q1-2024Q2)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表12: 啤酒板块公司量价拆分 (销量单位: 万千升; 销售均价单位: 元/千升)

证券简称	2024H1				2024Q1				2024Q2			
	销量	yoy	均价	yoy	销量	yoy	均价	yoy	销量	yoy	均价	yoy
青岛啤酒	463.0	-7.8%	4,334.4	0.8%	218.4	-7.5%	4,647.4	2.5%	244.6	-8.1%	4,054.9	-0.9%
重庆啤酒	178.4	3.3%	4,834.5	0.3%	86.7	5.2%	4,819.8	1.3%	91.7	1.5%	4,848.3	-0.7%
燕京啤酒	230.5	0.6%	3,205.2	4.0%	-	-	-	-	-	-	-	-
珠江啤酒	69.9	1.4%	4,116.3	6.7%	26.4	0.8%	4,201.2	6.2%	43.5	1.8%	4,319.5	6.2%
惠泉啤酒	11.9	0.2%	2,870.5	-0.1%	5.0	2.0%	2,794.0	0.9%	6.9	-1.1%	3,007.3	-0.2%
百威亚太 (整体)	465.7	-6.2%	5,201.3	2.0%	211.2	-4.8%	5,520.8	4.6%	254.6	-7.3%	4,915.8	-0.5%
百威亚太 (中国区)	-	-8.5%	-	-1.0%	-	-6.2%	-	3.7%	-	-10.3%	-	-5.4%
华润啤酒	634.8	-3.4%	3,554.8	2.0%	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

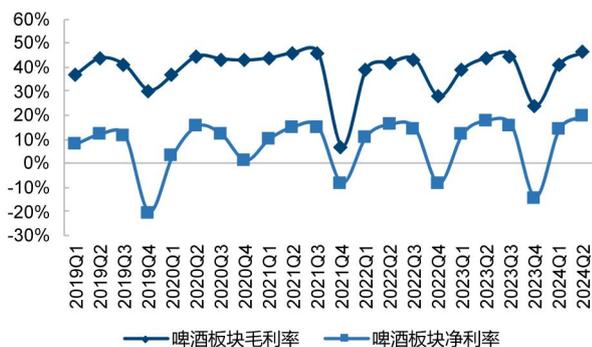
利润端: 板块利润延续双位数增长, 成本下行、费用管控促进盈利能力继续强化。 2024 上半年啤酒板块实现归母净利润 58.24 亿元, 同比增长 11.8%; 其中 2024Q1 啤酒板块实现归母净利润 22.77 亿元, 同比增长 14.6%。2024Q2 啤酒板块实现归母净利润 35.47 亿元, 同比增长 10.1%。利润端增长韧性强于收入端。

◆ **毛利率: 产品结构提升叠加成本下行助力毛利率提升。** 2024 年上半年啤酒板块毛利率为 44.0%, 同比增长 2.2pct, 主要系产品结构优化及成本下行所致。其中 2024Q1 啤酒板块毛利率 41.4%, 同比提升 2.0pct, 2024Q2 啤酒板块毛利率 46.4%, 同比提升 2.3pct。2024 年大麦采购均价回落显著, 玻璃、纸箱等包材价格仍有下降, 年初啤酒企业对铝材价格波动采取相应的锁价措施, 减少铝材市价波动对成本端的影响, 因此 2024 年上半年成本下行红利较为明显。此外, 部分酒企还受益于较为显著的产品结构升级、降本增效举措, 如燕京啤酒、

珠江啤酒，录得毛利率较大幅度改善。

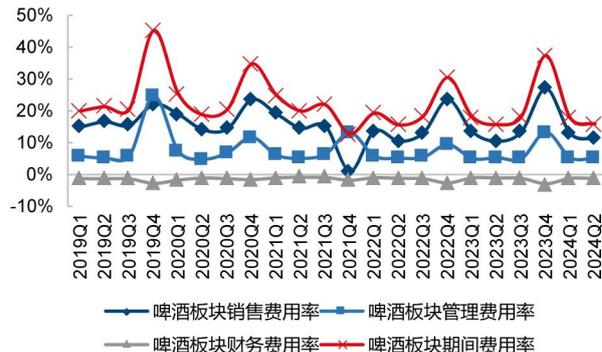
- ◆ **费用率：啤酒企业维持较强的费用管控能力，销售费用率及管理费用率同比变化小。**销售费用率方面，2024H1 啤酒板块销售费用率同比提升 0.1pct，其中 2024Q1 板块销售费用率同比下降 0.5pct，2024Q2 板块销售费用率同比提升 0.7pct，主要系重庆啤酒在进入销售旺季阶段适度增加销售费用投放。此外，港股华润啤酒 2024H1 销售费用率同比+1.2pct，主要系白酒业务销售费用增加所致。管理费用率方面，2024H1 啤酒板块管理费用率同比持平，其中 2024Q1 板块管理费用率同比提升 0.2pct，2024Q2 板块管理费用率同比-0.1pct，表明啤酒企业维持良好的费用管控能力。2024H1 啤酒板块研发费用率/财务费用率同比下降 0.1/0.2pct。
- ◆ **净利率：啤酒板块延续盈利能力强化趋势。**受益于产品结构升级、成本压力缓解，2024 上半年啤酒板块归母净利润率为 14.4%，同比提升 1.7pct。2024Q1 啤酒板块归母净利润率 11.8%，同比提升 1.6pct；2024Q2 啤酒板块归母净利润率 16.8%，同比提升 1.8pct。

图29：啤酒板块毛利率、净利率（2019Q3-2024Q2）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图30：啤酒板块期间费用率（2019Q3-2024Q2）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表13：啤酒板块公司营业总收入及归母净利润（单位：亿元）

证券简称	2024H1				2024Q1				2024Q2			
	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy
青岛啤酒	200.68	-7.1%	36.42	6.3%	101.50	-5.2%	15.97	10.1%	99.18	-8.9%	20.44	3.5%
重庆啤酒	88.61	4.2%	9.01	4.2%	42.93	7.2%	4.52	16.8%	45.68	1.5%	4.49	-6.0%
燕京啤酒	80.46	5.5%	7.58	47.5%	35.87	1.7%	1.03	58.9%	44.59	8.8%	6.56	45.9%
珠江啤酒	29.86	7.7%	5.00	36.5%	11.08	7.0%	1.21	39.4%	18.78	8.1%	3.79	35.6%
惠泉啤酒	3.48	0.3%	0.32	41.6%	1.41	2.9%	0.05	468.5%	2.07	-1.3%	0.26	23.6%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表14：啤酒板块公司毛利率及归母净利润率

证券简称	2024H1				2024Q1				2024Q2			
	毛利率	yoy	归母净利润率	yoy	毛利率	yoy	归母净利润率	yoy	毛利率	yoy	归母净利润率	yoy
青岛啤酒	41.6%	2.4pcts	18.1%	2.3pcts	40.4%	2.1pcts	15.7%	2.2pcts	42.8%	2.7pcts	20.6%	2.5pcts
重庆啤酒	49.2%	0.7pcts	10.2%	0.0pcts	47.9%	2.7pcts	10.5%	0.9pcts	50.5%	-1.0pcts	9.8%	-0.8pcts
燕京啤酒	43.4%	1.8pcts	9.4%	2.7pcts	37.2%	0.4pcts	2.9%	1.0pcts	48.3%	2.7pcts	14.7%	3.7pcts
珠江啤酒	49.0%	3.6pcts	16.7%	3.5pcts	42.1%	1.4pcts	10.9%	2.5pcts	53.1%	4.9pcts	20.2%	4.1pcts

惠泉啤酒 33.6% 2.5pcts 9.1% 2.6pcts 30.6% 4.2pcts 3.6% 3.0pcts 35.6% 1.5pcts 12.8% 2.6pcts

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表15: 啤酒板块公司销售费用率及管理费用率

证券简称	2024H1				2024Q1				2024Q2			
	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy
青岛啤酒	10.8%	-0.3pcts	3.5%	0.3pcts	12.8%	-1.0pcts	3.6%	0.5pcts	8.7%	0.4pcts	3.4%	0.2pcts
重庆啤酒	15.2%	0.7pcts	3.2%	-0.1pcts	13.1%	0.2pcts	3.2%	0.1pcts	17.2%	1.3pcts	3.1%	-0.3pcts
燕京啤酒	10.9%	0.1pcts	13.1%	-1.8pcts	11.9%	-0.6pcts	13.7%	-0.3pcts	10.0%	0.6pcts	12.6%	-3.0pcts
珠江啤酒	14.4%	0.3pcts	9.5%	-0.6pcts	16.6%	1.3pcts	11.1%	-0.7pcts	13.1%	-0.3pcts	8.5%	-0.5pcts
惠泉啤酒	7.7%	1.4pcts	11.0%	0.0pcts	9.1%	0.0pcts	12.2%	1.4pcts	6.7%	2.3pcts	10.1%	-0.9pcts

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

3.2 饮料：需求相对有韧性，细分品类景气分化

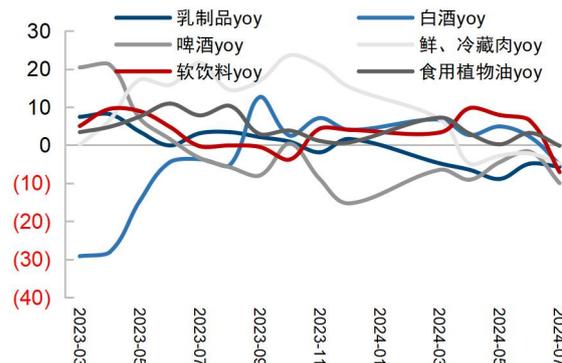
收入端：软饮料行业需求相对有韧性，受益于中低速增长阶段的“口红效应”，饮料需求韧性较其他板块凸显。细分品类如健康化的、上瘾性（功能性）的无糖茶、电解质水、能量饮料更景气，果汁/碳酸饮料增速放慢。24Q2 板块收入 76.20 亿，同比+14.37%。不同公司表现分化，行业呈现挤压式扩容：一是品类强品牌的企业依然享受景气成长，二是白热化竞争下企业倾向于收缩非核心品类倾向于收缩，东鹏 24Q2 收入+48%，康师傅/统一 24H1 茶饮料增长 13%/12%，农夫茶饮+60%。而中小饮料企业收入普遍降速。

图31: 软饮料板块单季度收入变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图32: 对比其他消费品，疫后软饮料需求韧性凸显



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表16: 同一品类不同公司的增速, 品类逻辑弱化, 下半场企业势能更关键

证券简称	成长性&盈利能力					
	2023H1 收入(百万元)	2024H1 收入(百万元)	收入同比增速	2023H1 毛利率	2024H1 毛利率	毛利率同比增幅
包装水						
水整体微增						
农夫山泉	10442	8531	-18.31%	36.41%	32.16%	-4.25%
康师傅	2678	2530	-5.53%	怡宝+9%, 娃哈哈高增, 其他受损		
碳酸饮料						
中国食品(可口可乐中国)	12456	11335	-9.00%	35.47%	34.56%	-0.91%
百事中国	10066	9745	-3.19%	碳酸品类整体下滑		
果汁						
农夫山泉	1686	2114	25.41%	29.51%	23.61%	-5.89%
中国食品(可口可乐中国)	1931	1661	-13.98%	国内水果便宜, 果汁整体消费下滑, 但进口的巴西橙高价, 拖累盈利; 农夫矩阵全, 果汁 C100、农夫果园 nfc; 统一是电解质水双位数带动		
康师傅	3782	3398	-10.15%			
统一	1655	1790	8.15%			
即饮茶						
康师傅	10080	11392	13.02%	其他中小杂牌含糖茶份额被挤压, 康师傅特渠含糖茶+无糖茶, 统一含糖+无糖茶		
统一	4157	4647	11.78%			
功能饮料						
东鹏饮料	5135	6856	33.49%	45.35%	47.40%	2.05%
农夫山泉	2458	2550	3.78%	40.13%	41.18%	1.05%
奶茶						
统一	3180	3284	3.27%	奶茶品类成长较弱		

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表17: 同一公司不同品类的增速, 聚焦资源到强势品类

证券简称	2023H1 收入(百万元)	2024H1 收入(百万元)	收入同比增速	2023H1 毛利率	2024H1 毛利率	毛利率同比增幅
农夫山泉	20462	22173	8.36%	57.53%	58.56%	1.03%
水	10442	8531	-18.31%	36.41%	32.16%	-4.25%
即饮茶	5286	8430	59.47%	43.13%	44.10%	0.97%
功能饮料	2458	2550	3.78%	40.13%	41.18%	1.05%
果汁	1686	2114	25.41%	29.51%	23.61%	-5.89%
其他产品	591	548	-7.25%	26.81%	28.94%	2.13%
康师傅	26606	27065	1.73%	32.70%	35.20%	2.50%
茶	10080	11392	13.02%			
水	2678	2530	-5.53%			
果汁	3782	3398	-10.15%			
碳酸及其他	10066	9745	-3.19%			
统一	9258	10024	8.27%	35.30%	38.00%	2.70%
即饮茶	4157	4647	11.78%			
奶茶	3180	3284	3.27%			
果汁	1655	1790	8.15%			
咖啡	266	303	13.83%			
东鹏	5455	7862	44.12%	43.10%	44.60%	-1.50%
能量饮料	5135	6855	33.49%	45.35%	47.40%	2.05%
其他饮料	320	1007	214.68%	17.25%	25.76%	8.51%
欢乐家	917	933	1.67%	37.23%	35.85%	-1.38%
椰子汁	406	452	11.38%	44.58%	43.48%	-1.10%
其他饮料	75	83	10.96%	35.34%	29.14%	-6.20%
罐头产品	418	380	-9.00%	30.19%	29.94%	-0.25%
其他产品	19	17	-7.72%	17.96%	19.52%	1.56%

承德露露	1494	1634	9.39%	45.21%	41.80%	-3.41%
植物蛋白饮料	1493	1633	9.37%	45.22%	41.80%	-3.42%
其他饮料	1	1	42.05%	22.21%	36.17%	13.96%
李子园	698	676	-3.14%	36.73%	38.26%	1.53%
含乳饮料	690	656	-4.87%	36.34%	38.78%	2.44%
复合蛋白饮料	2	3	86.96%	-5.47%	5.40%	10.87%
乳味风味饮料	4	2	-35.93%	6.85%	2.77%	-4.08%
其他饮料	3	15	361.99%	0.49%	3.42%	2.93%
香飘飘	1171	1179	0.75%	27.89%	30.58%	2.69%
冲泡类奶茶	627	614	-2.13%	44.68%		
快饮即饮类	527	547	3.83%	18.41%		
其他饮料	16	18	11.98%			

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

利润端：成本红利体现，费率主导业绩分化明显，龙头业绩快于收入。白砂糖自去年 Q3 起下行，PET 保持平稳，整体看饮料企业毛利率弹性较高，龙头东鹏 PET 锁价在去年低点，康师傅提价/统一减促均享受红利，农夫则因推出绿标水毛利率承压。但费率端的规模效应主导，饮料企业最终盈利分化明显。龙头规模效应下费率保持平稳略收缩，东鹏受益于特饮和补水啦规模效应及冰柜前置投放，单 Q2 净利率提升 3.7pcts，康师傅/统一则在提价&减促下盈利同比提升 0.7/02pcts，农夫绿标推出后加大费投与东方树叶盈利提升互相对冲，最终盈利平稳。而小企业竞争加剧费效比被动降低，养元/承德露露/李子园/欢乐家单 Q2 销售费率提升 7.3/10.3/10.8/7.0pcts，显著拖累盈利。

图33：软饮主要原材料市价及增速

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
白砂糖	5,965	6,879	6,987	6,755	6,421	6,384	6,099
yoy	3.90%	16.60%	24.00%	20.50%	7.60%	-7.20%	-12.70%
PET	7,258	7,232	7,071	6,865	7,055	7,034	6,986
yoy	-0.60%	-17.40%	-18.00%	-7.20%	-2.80%	-2.74%	-1.20%
PP	7,800	7,283	7,534	7,538	7,371	7,595	7,611
yoy	-8.90%	-15.90%	-6.40%	-3.80%	-5.50%	4.30%	1.00%
瓦楞纸	3,724	3,511	3,319	3,492	3,437	3,338	3,266
yoy	-15.00%	-17.70%	-18.70%	-13.80%	-7.70%	-4.90%	-1.60%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表18：软饮料细分企业毛利率、费用率及净利率同比情况

	毛利率 yoy				销售费用率 yoy				管理费用率 yoy				净利率 yoy			
	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
东鹏饮料	1.5%	0.5%	-0.8%	3.3%	1.3%	0.9%	1.4%	-1.6%	0.1%	1.2%	-0.3%	-0.7%	-0.3%	-0.1%	-0.9%	3.7%
养元饮品	2.8%	2.2%	0.2%	6.4%	-0.7%	1.3%	-1.2%	7.3%	-1.1%	0.6%	-0.1%	0.7%	2.0%	-15.6%	5.1%	1.0%
承德露露	-3.2%	-9.8%	-3.9%	-1.3%	-2.4%	-3.5%	-2.0%	10.3%	0.0%	-0.2%	-0.1%	1.3%	-0.4%	-4.0%	-0.9%	-9.9%
李子园	3.7%	-1.3%	1.6%	1.5%	0.8%	4.2%	-0.9%	10.8%	0.9%	0.3%	2.1%	1.8%	0.4%	-5.3%	-0.1%	-10.1%
欢乐家	6.3%	6.8%	1.8%	-5.8%	2.7%	5.3%	3.9%	7.0%	1.7%	1.1%	0.4%	0.3%	2.2%	0.6%	-1.6%	-11.2%
香飘飘	4.5%	3.2%	2.6%	2.1%	10.5%	6.8%	-2.8%	-1.7%	-2.6%	0.0%	-0.3%	1.2%	-2.2%	-1.3%	2.6%	-1.9%
统一企业中国	1.9%		2.7%		1.2%		0.0%		-0.1%		-0.2%		1.4%		0.2%	
农夫山泉	0.5%		-1.4%		-4.6%		-0.5%		-0.3%		-0.6%		5.0%		-0.1%	
康师傅控股	0.5%		2.7%		0.8%		0.1%		0.2%		0.2%		0.1%		0.7%	

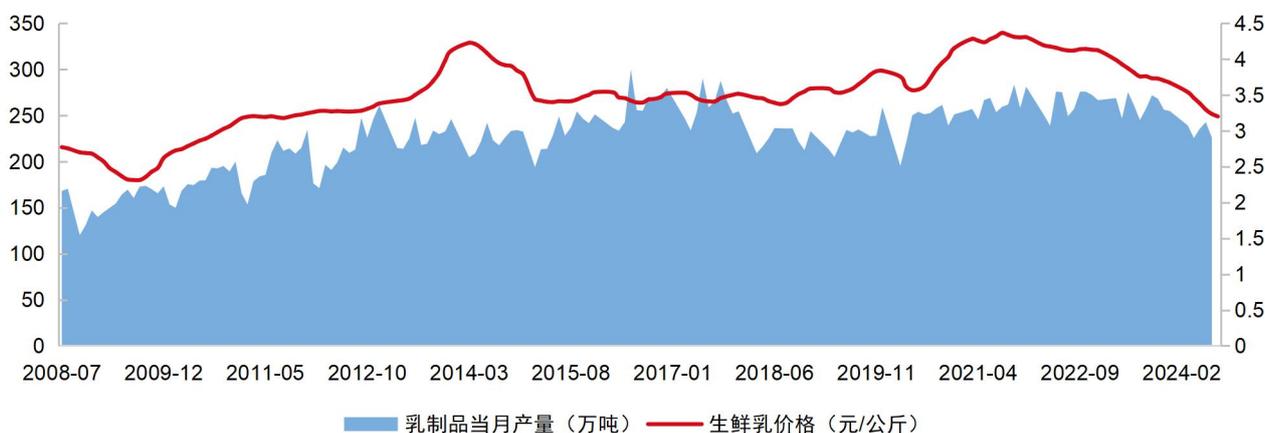
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.3 乳制品：需求疲弱，成本红利释放，产业链供需压力在报表体现

收入端：24年上半年乳制品收入承压，液奶买赠促销力度加大。受需求疲软、原奶供大于求导致行业竞争加剧、乳企主动调整库存等因素影响，2024年1-7月乳制品产量同比-3.4%。同时，龙头乳企主动调整液奶出货节奏、增加买赠管理新鲜度，24年上半年乳制品行业实现收入929.32亿元，同比-8.49%，其中24Q2实现收入439.45亿元，同比-13.37%。龙头乳企单二季度收入下滑接近双位数，基地型的新乳业、天润等24年上半年维持正增长，且低温需求相对有韧性。

除液奶外，奶粉奶酪均表现回暖，冰激凌受雨水天气影响承压。奶粉去年受新国标影响，中小品牌加速出货致行业乱序竞争，24H1以来竞争边际趋缓，同时需求企稳，主要奶粉企业收入均有正增长，伊利飞鹤进一步扩大份额；奶酪回暖则主要受益于餐饮端收入贡献，妙可、伊利餐饮端均实现双位数增长。冰激凌则因雨水天气影响，消费场景受限，伊利蒙牛24H1均有双位数下滑。

图34：生鲜乳价格已经到达历史较低水平



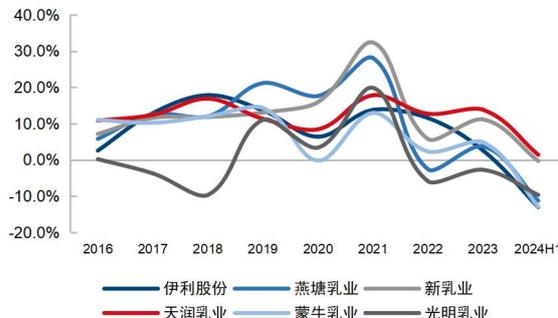
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图35：乳制品板块单季度收入变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

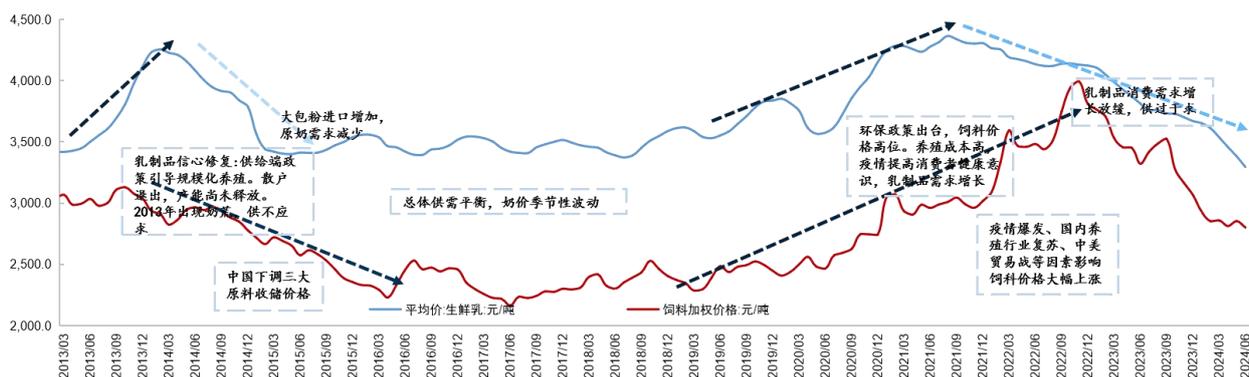
图36：重点乳制品公司24H1液奶收入增速普遍回落



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

利润端：乳企普遍享受成本红利，但费投及减值拖累整体盈利。本轮原奶周期在内外生冲击下调整时间更长，调整幅度亦更大，24年至今生鲜乳价格同比降低11%。一是上游养殖饲料成本明显下降，二是牛肉价格同比双位数下降，上游牧场在继续挤奶和杀牛倒奶之间决策。三是中大型牧场占比持续提升，叠加乳制品终端需求疲软，原奶价格处于阶段性底部，故报表端乳企毛利率普遍提升。但行业性加大买赠促销下费率提升，叠加大包粉减值准备等，致龙头乳企24Q2盈利承压。展望H2，考虑到Q3牧场需储备青储饲料，预计24Q4或是中小牧场退出拐点，我们预计原奶供需拐点在25H2。

图37: 生鲜乳价格及饲料加权成本基本走势一致



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表19: 伊利蒙牛分品类增速（百万元）

	2023H1	2024H1	YoY	2023H1	2024H1	YoY	2023H1	2024H1	YoY
蒙牛				占总收入比重			opm		
液态奶	41640	36262	-12.92%	81.46%	81.20%	-0.26%	6.77%	7.04%	0.27%
冰淇淋	4309	3371	-21.77%	8.43%	7.50%	-0.93%	16.62%	11.41%	-5.21%
奶粉	1894	1635	-13.67%	3.71%	3.70%	-0.01%	-7.12%	1.44%	8.55%
奶酪	2256	2114	-6.29%	4.41%	4.70%	0.29%	3.35%	5.61%	2.25%
其他	1019	1288	26.40%	1.99%	2.90%	0.91%	0.53%	7.43%	6.90%
合计	51119	44671	-12.61%	100.00%	100.00%	/	6.81%	7.11%	0.30%
伊利				占总收入比重			毛利率		
液态奶	42423.14	36887.29	-13.05%	64.09%	61.57%	-2.52%	30.06%	31.34%	1.28%
奶粉及奶制品	13521.25	14509.02	7.31%	20.43%	24.22%	3.79%	40.38%	43.16%	2.78%
冷饮	9157.55	7322.06	-20.04%	13.83%	12.22%	-1.61%	39.17%	37.20%	-1.97%
其他	321.03	406.4	26.59%	0.48%	0.68%	0.20%	1.45%	23.42%	21.97%
合计	65422.97	59124.77	-9.63%	100.00%	100.00%	/	32.52%	35.02%	2.50%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表20: 乳企毛利率同比变动及销售费用率同比变动

	毛利率同比变动						销售费用率同比变动					
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
伊利股份	-0.70%	-0.30%	0.30%	0.30%	2.00%	1.60%	-1.10%	-0.80%	-0.80%	-0.70%	1.40%	1.90%
蒙牛乳业	0.00%	1.80%	0.00%	1.80%	0.00%	1.90%	0.00%	1.30%	0.00%	1.40%	0.00%	1.20%
光明乳业	0.20%	1.00%	0.30%	1.00%	-0.30%	-0.30%	-1.50%	0.00%	0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.50%
新乳业	3.10%	2.80%	2.60%	2.80%	2.30%	1.30%	0.90%	1.30%	1.00%	1.70%	1.60%	0.50%
天润乳业	2.80%	2.40%	1.60%	1.20%	-3.60%	-3.30%	-0.60%	-0.20%	-0.30%	0.20%	0.10%	0.60%
燕塘乳业	0.70%	3.10%	3.20%	2.50%	-1.10%	-1.30%	-1.20%	-0.30%	-0.40%	-0.50%	2.40%	1.70%
妙可蓝多	-6.10%	-3.30%	-3.80%	-4.90%	0.40%	1.60%	-0.60%	2.30%	0.10%	-2.10%	-1.90%	-2.90%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

3.4 休闲零食：业绩表现分化，新兴渠道成长性突出

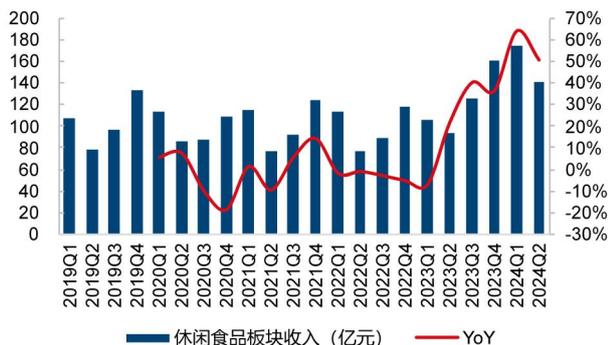
收入端：2024年上半年，休闲食品企业收入表现分化，主要系休闲食品企业的渠道结构差异所致，其中量贩零食、兴趣电商等新兴渠道成长性突出。2024Q2 板块收入有所回落。消费淡季与库存消化使得板块收入增速有所回落。2024H1 休闲食品板块²实现营业收入 315.17 亿元，同比增长 58.0%，主因板块内多数企业进入战略转型升级阶段，对当前消费环境及消费趋势更加适应，收入端成长性突出。分季度看，2024Q1 休闲食品板块实现营业收入 173.87 亿元，同比增加 64.3%，2024Q2 实现营业收入 141.29 亿元，同比增加 51.0%，第二季度收入增速环比下降，主要系消费需求走弱及春节旺季积累的库存形成拖累。但企业间分化仍然显著，我们认为主要系企业的渠道结构差异所致：

- ◆ **渠道型休闲食品企业：**构建某种或某几种特定类型渠道，销售的产品多由供应商提供。上半年量贩零食渠道的代表企业万辰集团以及抖音电商渠道的代表品牌三只松鼠实现营业收入同比增速 392.5%/75.4%，印证量贩零食、兴趣电商等新兴渠道契合当下消费者的零食购买需求，渠道红利仍在释放。
- ◆ **产品型休闲食品企业：**以自主生产为主，产品经由多类渠道实现最终销售。上半年产品型休闲食品企业表现分化，主因不同企业在量贩零食、新兴电商、O2O 等渠道的发展速度不同。其中卫龙美味、盐津铺子受益于量贩零食、电商渠道高增速带动，上半年营业收入同比+26.3%/+29.8%。

利润端：成本下行助力毛利率改善，多数企业盈利能力提升。2024H1 休闲食品板块实现归母净利润 13.46 亿元，同比增长 13.4%；其中 2024Q1 归母净利润 10.62 亿元，同比增长 15.7%。2024Q2 休闲食品板块实现归母净利润 2.84 亿元，同比增长 5.60%。上半年休闲食品企业普遍受益于原材料成本下行，部分企业还受益于供应链提效、规模效益放大，板块内多数企业盈利能力改善，利润增速快于收入增速。其中劲仔食品/洽洽食品/卫龙美味毛利率同比提升 4.1/3.9/2.2pct，带动归母净利率同比提升 3.7/1.7/1.9pct。良品铺子、来伊份仍处于调整期，盈利能力短期承压。因万辰集团在休闲食品板块内部收入占比进一步提升但其利润率水平较低，上半年休闲食品板块整体净利率水平同比下滑 1.7pct。

² 本章节中休闲食品板块包含 11 家 A 股上市公司：洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、好想你、有友食品、黑芝麻、三只松鼠、万辰集团、良品铺子、来伊份。

图38: 休闲零食板块收入及 yoy (2019Q1-2024Q2)



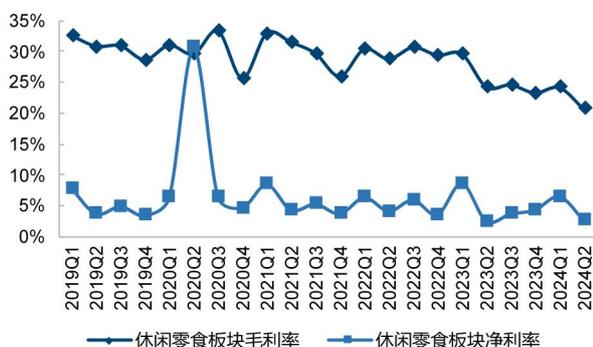
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图39: 休闲零食板块归母净利润及 yoy (2019Q1-2024Q2)



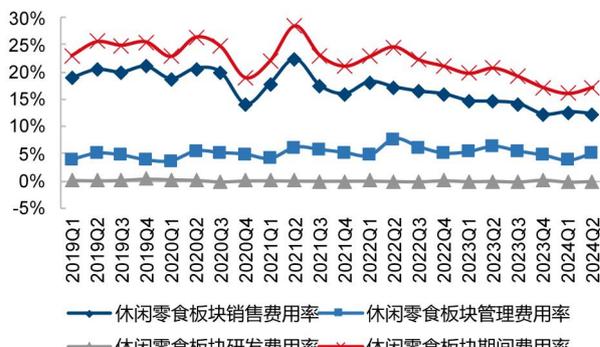
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图40: 休闲零食板块毛利率、净利率 (2019Q1-2024Q2)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图41: 休闲零食板块期间费用率 (2019Q1-2024Q2)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表21: 休闲零食公司营业总收入与归母净利润 (单位: 亿元)

证券简称	2024H1				2024Q1				2024Q2			
	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy
洽洽食品	28.98	7.9%	3.37	25.9%	18.22	36.4%	2.40	35.1%	10.77	-20.2%	0.96	7.6%
盐津铺子	24.59	29.8%	3.19	30.0%	12.23	37.0%	1.60	43.1%	12.36	23.4%	1.60	19.1%
甘源食品	10.42	26.1%	1.67	39.3%	5.86	49.8%	0.91	65.3%	4.56	4.9%	0.75	16.9%
劲仔食品	11.30	22.2%	1.43	72.4%	5.40	23.6%	0.74	87.7%	5.90	20.9%	0.70	58.7%
好想你	8.16	16.4%	-0.36	-98.7%	4.94	19.1%	0.13	2.6%	3.23	12.7%	-0.49	-60.1%
有友食品	5.30	10.3%	0.76	-5.2%	2.75	18.0%	0.43	-8.8%	2.54	3.0%	0.33	-0.1%
黑芝麻	9.73	-20.5%	0.11	-36.9%	4.59	-25.7%	0.03	-69.1%	5.14	-15.2%	0.08	10.5%
三只松鼠	50.75	75.4%	2.90	88.6%	36.46	91.8%	3.08	60.8%	14.29	43.9%	-0.19	51.2%
万辰集团	109.15	392.5%	0.01	116.8%	48.30	534.0%	0.06	-88.1%	60.85	318.3%	-0.05	90.9%
良品铺子	38.86	-2.5%	0.24	-87.4%	24.51	2.8%	0.62	-58.0%	14.35	-10.4%	-0.39	-195.0%
来伊份	17.92	-15.0%	0.15	-72.6%	10.61	-12.5%	0.61	-13.9%	7.31	-18.5%	-0.46	-175.6%
卫龙美味	29.39	26.3%	6.21	38.9%	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表22: 休闲零食公司毛利率与归母净利润率

证券简称	2024H1				2024Q1				2024Q2			
	毛利率	yoy	归母净利润率	yoy	毛利率	yoy	归母净利润率	yoy	毛利率	yoy	归母净利润率	yoy
洽洽食品	28.4%	3.9pcts	11.6%	1.7pcts	30.4%	1.9pcts	13.2%	-0.1pcts	25.0%	4.4pcts	8.9%	2.3pcts
盐津铺子	32.5%	-2.8pcts	13.0%	0.0pcts	32.1%	-2.5pcts	13.0%	0.6pcts	33.0%	-3.1pcts	12.9%	-0.5pcts
甘源食品	34.9%	-0.7pcts	16.0%	1.5pcts	35.4%	-1.0pcts	15.6%	1.5pcts	34.4%	-0.6pcts	16.5%	1.7pcts
劲仔食品	30.4%	4.1pcts	12.7%	3.7pcts	30.0%	4.0pcts	13.6%	4.7pcts	30.8%	4.3pcts	11.8%	2.8pcts
好想你	24.7%	0.9pcts	-4.4%	-1.8pcts	29.4%	2.7pcts	2.6%	-0.4pcts	17.6%	-2.2pcts	-15.1%	-4.5pcts
有友食品	30.8%	-1.9pcts	14.4%	-2.3pcts	31.4%	-2.4pcts	15.7%	-4.6pcts	30.2%	-1.5pcts	12.9%	-0.4pcts
黑芝麻	21.2%	2.1pcts	1.1%	-0.3pcts	20.3%	1.4pcts	0.7%	-1.0pcts	22.0%	2.8pcts	1.5%	0.4pcts
三只松鼠	25.8%	0.9pcts	5.7%	0.4pcts	27.4%	-0.9pcts	8.5%	-1.6pcts	21.9%	3.2pcts	-1.3%	2.5pcts
万辰集团	10.5%	1.4pcts	0.0%	0.3pcts	9.8%	-5.7pcts	0.1%	-6.8pcts	11.1%	5.4pcts	-0.1%	3.9pcts
良品铺子	26.4%	-2.6pcts	0.6%	-4.1pcts	26.4%	-2.7pcts	2.5%	-3.7pcts	26.3%	-2.3pcts	-2.7%	-5.2pcts
来伊份	41.3%	-1.2pcts	0.8%	-1.7pcts	41.5%	-1.6pcts	5.8%	-0.1pcts	40.9%	-0.6pcts	-6.3%	-4.5pcts
卫龙美味	49.8%	2.2pcts	21.1%	1.9pcts	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表23: 休闲零食公司销售费用率及管理费用率

证券简称	2024H1				2024Q1				2024Q2			
	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy
洽洽食品	11.5%	1.9pcts	6.3%	-0.3pcts	12.3%	1.7pcts	4.7%	-1.9pcts	10.0%	1.5pcts	9.0%	2.5pcts
盐津铺子	13.3%	0.7pcts	6.1%	-0.6pcts	13.0%	-0.8pcts	5.5%	-1.6pcts	13.5%	2.1pcts	6.6%	0.4pcts
甘源食品	13.3%	0.6pcts	5.0%	-0.6pcts	13.1%	-0.6pcts	4.5%	-0.9pcts	13.5%	1.7pcts	5.6%	-0.1pcts
劲仔食品	12.6%	1.4pcts	5.6%	0.0pcts	13.1%	1.2pcts	5.7%	0.2pcts	12.1%	1.6pcts	5.5%	-0.3pcts
好想你	22.7%	0.7pcts	9.1%	-1.0pcts	21.8%	2.1pcts	7.5%	-0.9pcts	24.1%	-1.3pcts	11.5%	-1.2pcts
有友食品	11.9%	1.8pcts	4.3%	-0.3pcts	11.8%	2.4pcts	3.9%	-0.7pcts	12.1%	1.2pcts	4.8%	0.0pcts
黑芝麻	8.3%	0.4pcts	7.1%	1.4pcts	7.6%	0.1pcts	7.0%	1.0pcts	8.9%	0.7pcts	7.3%	1.7pcts
三只松鼠	17.6%	0.4pcts	2.2%	-2.1pcts	16.3%	1.1pcts	1.5%	-2.0pcts	21.1%	-0.1pcts	4.0%	-1.9pcts
万辰集团	4.5%	-0.6pcts	3.3%	-2.4pcts	4.0%	-0.6pcts	3.0%	-1.0pcts	4.9%	-0.5pcts	3.4%	-3.0pcts
良品铺子	19.6%	1.2pcts	5.8%	0.0pcts	17.4%	0.4pcts	5.1%	-0.5pcts	23.3%	2.8pcts	7.1%	1.0pcts
来伊份	28.2%	1.6pcts	12.5%	-0.4pcts	25.4%	0.5pcts	10.8%	-0.7pcts	32.3%	3.2pcts	15.1%	0.2pcts
卫龙美味	16.2%	0.4pcts	8.2%	-1.2pcts	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

3.5 餐饮供应链: 收入增速放缓, 弱复苏环境下 B 端、C 端皆承压

淡季需求有所承压, 二季度收入增速放缓。2024Q2 餐饮供应链板块收入端增速同比、环比均明显放缓, 调味品收入 220.2 亿元, 同比增长 1.1%; 速冻食品收入 105.9 亿元, 同比下降 3.9%。除二季度属于调味品、冻品传统淡季影响外, 下游需求承压也是餐饮板块景气度边际下滑的原因之一。2024Q2 调味品龙头海天味业/中炬高新/涪陵榨菜收入分别+8.0%/-12.0%/-3.4%, 主因海天渠道库存在主动调整之下逐渐减轻, 中炬处于渠道调整阶段, 榨菜主力 KA 渠道承压。2024Q2 安井食品/千

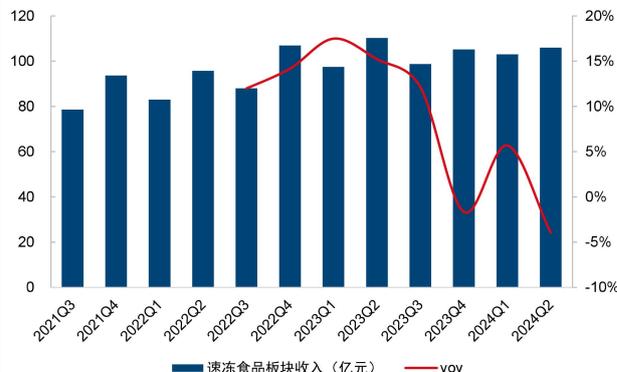
味央厨/巴比食品 2024Q2 收入分别同比+2.3%/+1.6%/-1.9%，其中安井小龙虾业务略有拖累，千味受制于餐饮需求疲软，巴比单店缺口仍存。

图42: 调味品板块单季度收入变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图43: 速冻食品板块单季度收入变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表24: 2024H1 餐饮供应链板块公司收入一览

证券简称	2024H1		2024Q1		2024Q2	
	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy
海天味业	141.56	9.2%	76.94	10.2%	64.62	8.0%
中炬高新	26.18	-1.4%	14.85	8.6%	11.34	-12.0%
恒顺醋业	10.04	-11.8%	4.60	-24.9%	5.44	3.4%
千禾味业	15.89	3.8%	8.95	9.3%	6.94	-2.5%
涪陵榨菜	13.06	-2.3%	7.49	-1.5%	5.57	-3.4%
安琪酵母	71.75	6.9%	34.83	2.5%	36.92	11.3%
天味食品	14.68	3.0%	8.53	11.3%	6.14	-6.8%
宝立食品	12.73	12.9%	6.24	15.7%	6.49	10.3%
日辰股份	1.87	15.2%	0.92	14.7%	0.96	15.6%
安井食品	75.44	9.4%	37.55	17.7%	37.89	2.3%
千味央厨	8.92	4.9%	4.63	8.0%	4.29	1.6%
三全食品	36.65	-4.9%	22.54	-5.0%	14.12	-4.7%
立高食品	17.81	8.9%	9.16	15.3%	8.65	2.8%
巴比食品	7.64	3.6%	3.54	10.7%	4.10	-1.9%
味知香	3.27	-21.5%	1.66	-17.9%	1.61	-24.9%

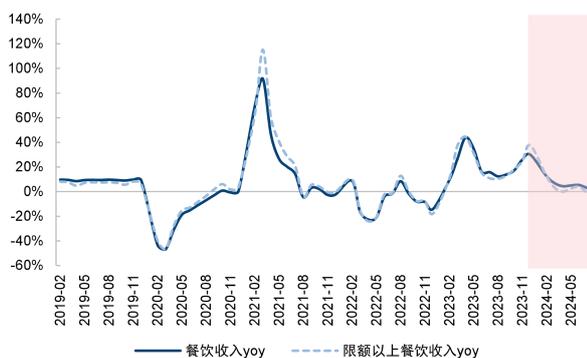
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

B 端餐饮存在压力, C 端消费力偏弱。 B 端由于餐饮环境压力, 增速出现放缓, 大 B 相对韧性更强, 根据窄门数据, 2023 年年初新开门店一年存活率约 53%。千味央厨/宝立食品以 B 端为主要销售渠道, 2024H1 直营 (直销) 渠道收入分别增长 8.5%/13.6%, 经销 (非直销) 收入分别增长 1.8%/8.9%。C 端则受到下游消费力偏弱和渠道结构影响, 但由于产品有一定刚需属性, C 端表现韧性更强。我们认为收入端出现放缓甚至承压原因为高基数、传统淡季、需求疲软。

- ◆ **2023H1 高基数叠加 2024Q2 为传统淡季:** 疫情防控政策调整后消费脉冲复苏, 2023H1 出现短期修复高峰, 叠加 2023Q2 五一、端午节令集中, 餐饮恢复态势良好。气温逐渐升高, 火锅底料、冻品等品类均步入相对淡季, 发货量较小。

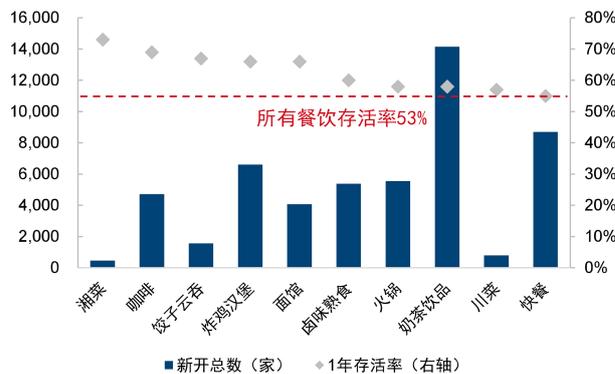
◆ 在外部环境压力下，量价均呈现下滑趋势：（1）量：B 端餐饮 2024Q2 增速趋缓，根据国家统计局数据，2024 年 4/5/6/7 月餐饮收入 4.4%/5.0%/5.4%/3.0%；C 端则由于消费力偏弱、商超渠道流量下滑亦有承压。（2）价：行业竞争有限加剧，B 端大型餐饮连锁供应商在市场化竞价机制下压力增大，C 端部分品类（速冻米面、酱油等）由于品类壁垒不高出现价格竞争。

图44: 餐饮市场表现疲弱



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图45: 餐饮门店情况



资料来源：窄门餐眼，国信证券经济研究所整理

2024H1 成本压力不大，叠加管控能力强化，毛利率有所受益。调味品和速冻食品原材料成本占比较高，2023 年各公司直接材料成本占比均超过 70%。2024 年以来多数原材料品类成本价格处于下行周期，根据 Wind，2024Q2 棕榈油/豆粕/猪肉/面粉/豆油/大豆/白糖价格同比+3.9%/-5.7%/+5.1%/-0.5%/-1.0%/-6.3%/-0.7%。另外，2021-2022 年大宗原材料价格快速上涨，行业内所有公司面临较大的成本管控挑战，龙头公司选择定期锁价合同、囤货等措施对冲成本压力，并且建立对于成本价格的监测机制，对于成本管控能力提升有所助益。

表25: 餐饮供应链板块公司毛利率及变化

证券简称	2023A	2024H1	2024Q1	yoy	2024Q2	yoy
海天味业	34.7%	36.9%	37.3%	0.4pcts	36.3%	1.6pcts
中炬高新	32.7%	36.6%	37.0%	5.6pcts	36.2%	3.6pcts
恒顺醋业	33.0%	36.5%	41.4%	6.3pcts	32.5%	-4.0pcts
千禾味业	37.1%	35.6%	36.0%	-3.1pcts	35.2%	-2.3pcts
涪陵榨菜	50.7%	50.9%	52.1%	-4.2pcts	49.2%	0.4pcts
安琪酵母	24.2%	24.3%	24.7%	-0.7pcts	23.9%	0.3pcts
天味食品	37.9%	39.6%	44.1%	3.4pcts	33.3%	2.2pcts
宝立食品	33.1%	32.1%	32.0%	-3.1pcts	32.1%	-2.4pcts
日辰股份	38.8%	38.2%	38.3%	-0.4pcts	38.1%	-2.5pcts
安井食品	23.2%	23.9%	26.6%	1.8pcts	21.3%	1.4pcts
千味央厨	23.7%	25.2%	25.4%	1.5pcts	25.0%	2.4pcts
三全食品	25.8%	25.9%	26.6%	-1.7pcts	24.9%	-1.8pcts
立高食品	31.4%	32.6%	32.6%	0.6pcts	32.6%	-1.1pcts
巴比食品	26.3%	26.2%	25.9%	1.7pcts	26.4%	-0.3pcts
味知香	26.4%	24.9%	25.0%	-1.2pcts	24.7%	-1.3pcts

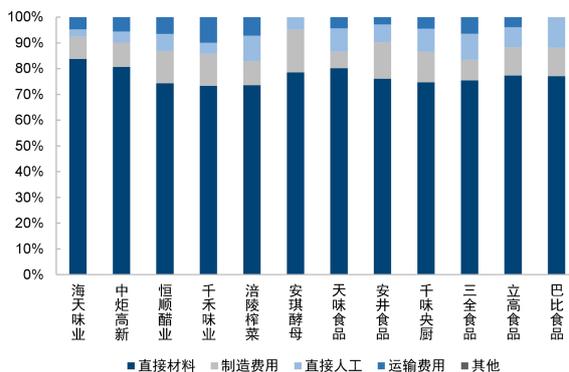
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图46: 部分大宗原材料年初以来月度平均价格变动

	棕榈油	白鲢鱼	豆粕	猪肉	面粉	豆油	大豆	白糖
1月	-6%	-5%	-16%	-18%	0%	-4%	-10%	16%
2月	-7%	-3%	-21%	-6%	0%	-4%	-12%	15%
3月	2%	5%	-17%	-6%	1%	-4%	-14%	10%
4月	5%	12%	-15%	1%	0%	-3%	-15%	3%
5月	6%	11%	-17%	4%	1%	-4%	-11%	-4%
6月	8%	10%	-14%	19%	0%	-3%	-8%	-7%
7月	2%	12%	-19%	24%	0%	-2%	-6%	-8%
8月	2%	9%	-28%	17%	-1%	-2%	-10%	-10%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图47: 餐饮供应链公司成本结构 (2023年)

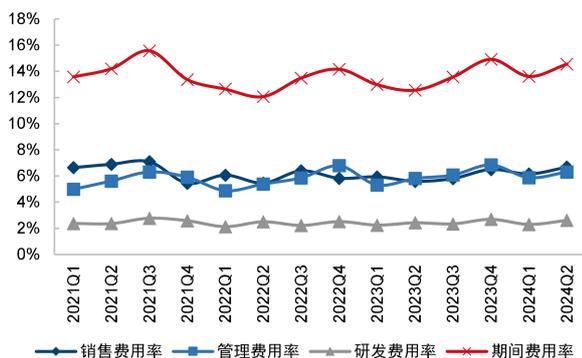


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

行业竞争有所加剧, 费率提升扰动净利率。2024Q2 调味品/速冻板块扣非归母净利润 30.3/8.9 亿元, 同比+3.9%/-10.9%, 扣非净利率分别为 13.8%/8.4%, 同比+0.3/-0.6pct。板块盈利能力主要受到费用率增加影响, 主因行业竞争加剧以及产能投放和股份支付增加。

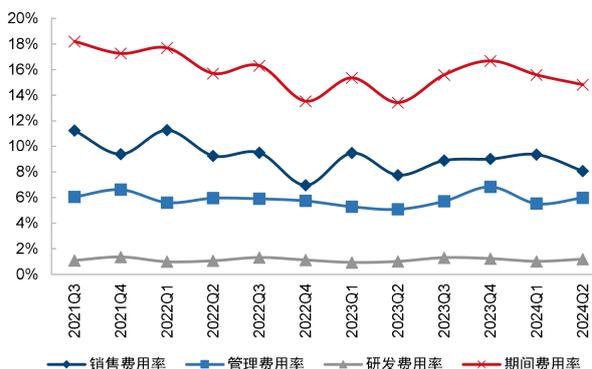
- ◆ **行业竞争加剧造成市场费用投放增加。**由于调味品和速冻行业竞争均有加剧, 餐饮供应链企业下游渠道市场费用投放有所增加, 造成行业销售费用率提升, 2024Q2 调味品/速冻食品板块销售费用率 6.7%/8.1%, 同比提升 1.1/0.3pct。
- ◆ **募投产能投放叠加股权激励, 管理费用率水平上升。**速冻食品行业前期募投资金建设工厂和产线, 今年有大量产能投入使用开始计提折旧摊销; 此外, 部分公司股权激励产生股份支付亦有影响, 因此行业整体管理费用率也有所提升。2024Q2 调味品/速冻食品板块管理费用率 6.3%/6.0%, 同比提升 0.5/0.9pct。

图48: 调味品板块费用率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图49: 速冻食品板块费用率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表26: 餐饮供应链板块公司扣非归母净利润

证券简称	2024H1		2024Q1		2024Q2	
	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy
海天味业	33.25	12.0%	18.60	13.3%	14.65	10.2%
中炬高新	3.39	14.5%	2.37	63.9%	1.03	-32.4%
恒顺醋业	0.81	-30.9%	0.45	-35.7%	0.36	-23.6%
千禾味业	2.46	-3.7%	1.52	4.7%	0.95	-14.7%
涪陵榨菜	4.25	-1.6%	2.59	6.3%	1.66	-11.9%
安琪酵母	5.96	-2.5%	2.95	-10.8%	3.01	7.3%
天味食品	2.10	17.7%	1.47	23.5%	0.63	6.1%
宝立食品	0.99	-10.9%	0.52	-7.0%	0.47	-14.8%
日辰股份	0.27	24.7%	0.12	24.6%	0.15	24.8%
安井食品	7.72	11.1%	4.20	21.6%	3.52	0.8%
千味央厨	0.59	11.3%	0.34	14.1%	0.25	7.8%
三全食品	2.69	-29.6%	1.97	-18.0%	0.71	-49.4%
立高食品	1.25	20.7%	0.68	40.3%	0.57	3.5%
巴比食品	0.88	31.4%	0.38	87.1%	0.50	7.4%
味知香	0.41	-43.1%	0.19	-46.4%	0.23	-40.1%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4 投资建议

PE 估值: 2024 年以来板块估值波动下行, 白酒板块当前市盈率低于 2011 年以来中枢水平, 大众品板块市盈率处于 2019 年以来较低水平。2024 年初至今白酒板块市盈率均值 21.9 倍, 低于 2011 年以来市盈率均值 (27.4 倍) 与 2019 年以来市盈率均值 (35.2 倍); 2024 年初至今白酒板块相对上证指数估值溢价均值为 65%, 低于 2011 年以来的估值溢价平均值 (159%) 与 2019 年以来的估值溢价平均值 (104%)。年初至今大众品板块市盈率均值 24.4 倍, 低于 2011 年以来市盈率均值 (35.3 倍) 与 2019 年以来市盈率均值 (37.1 倍); 年初至今大众品板块相对上证指数估值溢价均值为 85%, 低于 2011 年以来的估值溢价平均值 (168%) 与 2019 年以来的估值溢价平均值 (174%)。

图50: 2019 年至今白酒板块与上证综指 PE(TTM) 变化



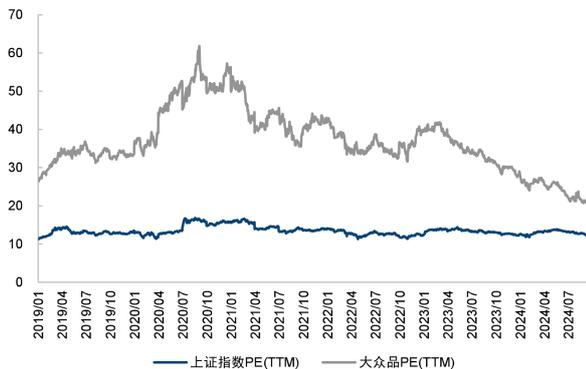
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图51: 2019 年至今白酒板块相对上证综指/PE(TTM) 倍数变化



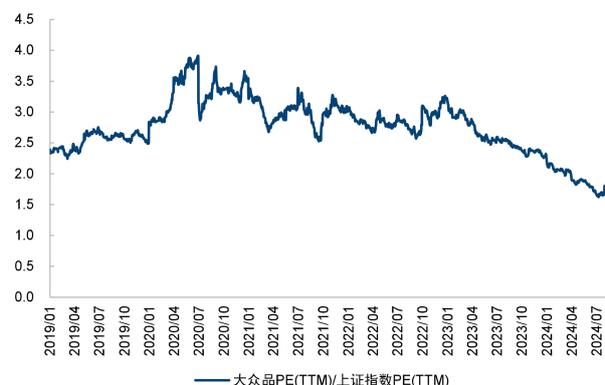
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图52: 2019 年至今大众品板块与上证综指 PE(TTM) 变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图53: 2019 年至今大众品板块相对上证综指 PE(TTM) 倍数变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议-白酒：需求复苏不确定性下，紧握“高确定性”投资主线，也建议关注估值性价比凸显的红利资产标的。整体看，中报反应酒企淡季经营压力，销售收现增速弱于收入端、净利率提升趋势边际放缓；展望 24H2 及明年外部经济及需求复苏不确定性仍然较强，渠道资金压力较大，未来业绩增长中枢下修在阶段性估值博弈中逐步得到消化，酒企供给端调控动作更加从容，淡季注重控货挺价、重视厂商关系维护，通过调整产品结构、营销模式改革、渠道精益化管理等换取长期发展空间，同时积极实施股东汇报、稳定市场信心。估值看，当前板块 PE(TTM) 在 17.6X，部分个股估值伴随增速预期下修已跌至历史低位，市场偏好确定性。结合需求存量背景和挤压式竞争特点，优选品牌力突出、具备较强话语权抢占渠道资金的**五粮液、贵州茅台**，五粮液产品思路清晰、动销优于行业、管理层面积积极补足短板，今年收入及净利润双位数增长确定性强；推荐产品势能持续释放、支撑增长确定性的**迎驾贡酒、今世缘**，以及基地市场造血能力强、费效比提升受益于管理精细化的**泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒**，建议关注改革成效逐步释放、估值性价比突出的**口子窖**。

投资建议-大众品：关注需求边际改善，优选业绩确定性强的标的。当前大众品板块主要受到需求偏弱的压制，后续关注需求边际改善，考虑到当前市场情绪悲观，大众品板块推荐思路：业绩确定性优先，再综合考虑分红率提升以及长期成长能力。1) 啤酒：高端化节奏放缓，当前区域型啤酒企业增长韧性相对更强，推荐大单品成长较快、内部改革红利持续释放的燕京啤酒；2) 饮料：龙头企业单品势能仍强，关注能量饮料、茶饮料赛道龙头；3) 乳制品：当前乳制品龙头估值较低具备安全边际，建议重点关注；4) 休闲零食：推荐全渠道拓展叠加打造品类品牌以增强业绩确定性的盐津铺子，推荐成本改善、估值低位的洽洽食品。5) 餐饮供应链：推荐经营韧性强劲的速冻龙头安井食品，调味品推荐关注改革进展与高成长标的中炬高新。

风险提示

1、需求恢复不及预期

疫情导致部分食品饮料消费场景缺失并影响居民消费力，疫情后消费需求得到修复，但不同板块需求修复程度表现分化，部分板块需求恢复可能不及预期。

2、市场竞争加剧

目前处于市场复苏阶段，厂商可能加大费用投放以抢占市场，可能存在阶段性压制盈利的风险。

3、成本上涨超出预期

国际形势、供需关系影响下大宗价格高位波动，部分行业原料、包材成本若进一步上涨可能侵蚀利润。

4、食品安全问题

消费者对健康和食品安全的关注度不断提升，若出现食品安全事件，会冲击消费者对产品品牌和品质的信心，对企业阶段性业绩形成负面影响。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032