

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email：fanjs@zts.com.cn

分析师：赵襄彭

执业证书编号：S0740524010001

E-mail：zhaoxp@zts.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email：xiongxiw@zts.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email：hect@zts.com.cn

分析师：晏诗雨

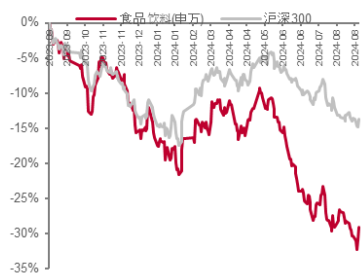
执业证书编号：S0740523070003

Email：yansy@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	123
行业总市值(亿元)	42,675.81
行业流通市值(亿元)	18,795.01

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价(元)	EPS				PE				PEG	评级
		2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E		
贵州茅台	1443.19	49.93	59.49	69.48	79.08	28.9	24.26	20.77	18.25	1.46	买入
五粮液	123.03	6.88	7.78	8.79	9.84	17.8	15.81	14.00	12.50	1.25	买入
燕京啤酒	9.69	0.12	0.23	0.33	0.45	80.7	42.13	29.36	21.53	0.76	买入
山西汾酒	176.83	6.65	8.56	10.33	11.71	26.5	20.66	17.12	15.10	1.00	买入
安井食品	76.30	3.75	5.04	5.86	7.07	20.3	15.14	13.02	10.79	0.64	买入

备注：股价为2024年8月30日收盘价。

投资要点

- 五粮液：增长符合预期，需求保持稳健。**公司发布2024年半年报，1H24实现营业总收入506.48亿元，同增11.30%；实现归母净利润190.57亿元，同增11.86%。1) 增长符合预期，回款质量较高。公司2024实现营业总收入158.15亿元，同比+10.08%；实现归母净利润50.12亿元，同比+11.50%。符合市场预期。2Q24营业收入+△合同负债回款同比+51.64%，销售收现同比+93.41%；综合上半年回款来看，1H24营业收入+△合同负债回款同比+41.24%，销售收现同比+15.32%，均高于同期收入增速，反映上半年回款质量较高。2) 盈利能力稳中有升。2Q24实现毛利率75.01%，同比+1.74pct，归母净利率31.69%，同比+0.41pct。1H24实现毛利率77.36%，同比+0.58pct，归母净利率37.63%，同比+0.19pct。产品结构方面，1H24五粮液产品收入同增11.45%，其他酒产品收入同增17.77%，其他系列酒增长相对较快；1H24五粮液产品毛利率同比-0.11pct至86.69%，其他酒产品毛利率同比+1.58pct至62.23%，其他系列酒毛利率提升明显。费用率方面，2Q24销售费用率为17.34%，同比+1.97pct；管理费用率为4.74%，同比-0.26pct。
- 山西汾酒：利润相对承压，增长韧性仍足。**山西汾酒发布2024年半年报，1H24实现营业总收入227.46亿元，同增19.65%；实现归母净利润84.10亿元，同增24.27%。1) 利润低于预期，半年回款与收入增长匹配。汾酒2024实现营业总收入74.08亿元，同比+17.06%；实现归母净利润21.47亿元，同比+10.23%，收入基本符合预期，利润低于预期。综合考虑1H24的回款来看，连续两个季度累计收现同增21.96%，累计营业收入+△合同负债同增20.12%，与收入增速较为匹配。2) 2024毛利率承压，费用率稳定。1H24毛利率同比+0.39pct至76.69%，其中2024单季度毛利率同比-2.70pct至75.09%；1H24归母净利率同比+1.38pct至36.97%，其中2024单季度归母净利率同比-1.80pct至28.99%，期间费用率保持稳定。首先看毛利率，1H24中高价酒类实现营收164.27亿元，同比+17.38%；其他酒类实现营收62.33亿元，同比+27.36%；其中2024中高价酒类实现营收45.67亿元，同比+1.51%；其他酒类实现营收27.96亿元，同比+58.33%。费用率方面，2024销售费用率为11.53%，同比+0.47pct；2024管理费用率为4.69%，受益于规模效应同比-0.56pct。3) 省外增长更快，清香全国化逻辑持续。1H24末经销商数量较2023年末增加256家，在行业弱势环境

下持续全国化招商更凸显汾酒独特清香龙头+老名酒品牌逻辑。1H24 省内实现营收 83.94 亿元，同比+11.36%；省外实现营收 142.66 亿元，同比+25.68%。2Q24 省内实现营收 27.97 亿元，同比+11.20%；省外实现营收 45.66 亿元，同比+21.78%。清香型目前较浓香、酱香仍偏小众，具有较强的扩容潜力。

- **颐海国际：第三方收入回暖，销售费用上升拖累盈利。**公司 2024H1 实现主营业务收入 29.27 亿元，同比增长 11.9%；实现归母净利润 3.08 亿元，同比下滑 13.8%。中期分红每股 0.2825 元，股利支付率为 89%。一、关联方收入回暖，高性价比产品推出致单价下行。2024H1 第三方火锅调料实现收入 8.60 亿元，同比增长 5.6%（量+15.6%，价-8.6%），中式复合调味料实现收入 4.30 亿元，同比增长 24.1%（量+27.9%，价-3.0%），方便速食实现收入 6.23 亿元，同比增长 14.5%（量+18.8%，价-3.6%）。第三方中式复合调味料增长强劲，主要系：（1）小龙虾调味料新品上市；（2）B 端客户定制调味料增长，上半年其他餐饮及食品公司销售收入同比翻倍增长至 0.67 亿元。三大品类第三方单价均出现下滑，主要系公司顺应外部环境推出高性价比产品。2024H1 关联方火锅调料实现收入 8.87 亿元，同比增长 5.7%（量+25.3%，价-15.7%），收入增长系海底捞门店客流量恢复。二、关联方拖累毛利率，销售费用率大幅提升。2024H1 公司毛利率同比下降 0.5 个 pct 至 30.0%。其中关联方火锅调料毛利率同比下降 3.6 个 pct 至 14.7%，主要系价格大幅下降；第三方火锅调料、中式复调、方便速食毛利率分别提升 0.4、1.6、2.7 个 pct。上半年公司销售、管理费用率同比分别+2.9、-0.6 个 pct 至 12.0%、4.8%。销售费用率大幅上升主要系：（1）上半年广告费从去年同期的 0.35 亿元增加至 0.83 亿元；（2）运费从去年同期的 0.77 亿元增加至 1.01 亿元。非经常性方面，上半年政府补助从去年同期的 0.43 减少至 0.27 亿元，汇兑损益从去年同期的 0.29 减少至-0.18 亿元。综合来看，上半年公司归母净利率同比下降 3.1 个 pct 至 10.5%。三、公司积极迎合高性价比的消费趋势，第三方业务实现良性增长，同时加速开拓电商、第三方 B 端、海外等渠道。关联方由于海底捞的经营压力，盈利能力承压。
- **青岛啤酒：Q2 量价承压，成本红利加速释放。**2024H1 公司实现收入 200.68 亿元，同比增长-7.06%；实现归母净利润 36.42 亿元，同比增长 6.31%；实现扣非后归母净利润 34.27 亿元，同比增长 6.15%。其中 2024Q2 实现收入 99.18 亿元，同比增长-8.89%；实现归母净利润 20.44 亿元，同比增长 3.55%；实现扣非后归母净利润 19.14 亿元，同比增长 1.87%。一、销量承压明显，吨成本大幅下降。2024Q2 公司啤酒销量为 244.6 万千升，同比下降 8.02%，主要系：（1）需求端表现疲软；（2）去年同期销量基数较高。二季度公司吨酒营收同比下降 0.94%至 4055 元/千升，主要系产品结构表现不佳。二季度主品牌销量下滑 8.71%，占比下降 0.4 个 pct，其他品牌下滑 7.25%。主品牌中，中高端产品销量下滑 5.55%，类经典销量下滑 16.16%。2024Q2 吨酒成本同比下降 5.42%至 2320 元/千升，主要系原材料价格同比回落。二、毛利率提升显著，其他收益增长贡献利润增量。2024Q2 公司毛利率同比提升 2.71 个 pct 至 42.79%，主要受益于成本下降。二季度销售、管理、财务费用率同比分别+0.42、+0.16、-0.40 个 pct 至 8.75%、3.24%、-1.51%。此外，二季度其他收益/收入同比上升 1.13

个 pct 至 1.93%，主要系政府补助增加。综合来看，2024Q2 公司归母净利率同比提升 2.47 个 pct 至 20.61%，扣非后归母净利率同比提升 2.04 个 pct 至 19.29%。三、公司产品结构持续升级，青岛啤酒精品原浆、水晶纯生产品创新运作模式，推进新鲜直送，满足消费者“新鲜”“快速”的消费体验，上半年销量持续增长，产品已覆盖全国 27 个省市地区。同时上半年公司研发上市了“尼卡希白啤、全麦奥古特 A6 和奥古特 A3、无醇白啤”等高端新产品。

- **涪陵榨菜：费用率上升拖累利润，期待成本红利释放。**2024H1 公司实现收入 13.06 亿元，同比增长-2.32%；实现归母净利润 4.48 亿元，同比增长-4.74%；实现扣非后归母净利润 4.25 亿元，同比增长-1.62%。其中 2024Q2 实现收入 5.57 亿元，同比增长-3.37%；实现归母净利润 1.77 亿元，同比增长-15.58%；实现扣非后归母净利润 1.66 亿元，同比增长-11.85%。一、榨菜收入平稳，萝卜下滑明显。上半年公司榨菜收入为 11.18 亿元，同比增长 0.49%；其中销量增长 3%，均价下降 2.9%。萝卜收入为 0.24 亿元，同比增长-39.42%（量-53%，价+29.8%）。泡菜收入为 1.29 亿元，同比增长-6.24%（量+17%，价-19.6%）。其他收入为 0.33 亿元，同比增长-25.94%（量+18%，价-37.2%）。分地区看，上半年华南、华东、华中、华北、中原、西北、西南、东北分别实现收入 3.63、2.10、1.65、1.48、1.20、1.01、1.17、0.54 亿元，同比分别增长 9.12%、-10.01%、-4.55%、3.21%、-10.71%、-16.37%、-9.00%、12.71%。上半年公司经销商净减少 424 家至 2815 家，公司对布局不合理、渠道冲突的经销商进行优化清理。二、成本红利开始显现，销售费用和其他收益拖累 Q2 利润。公司主要原材料青菜头及榨菜半成品价格同比 2023 年分别下降约 32%和 26%，2024 年收购的低价青菜头腌制后陆续于 5 月、6 月投用。受益于原材料价格下行，2024Q2 公司毛利率同比提升 0.38 个 pct 至 49.18%。Q3 开始随着低价原材料大量投入使用，成本红利有望加速释放。2024Q2 公司销售、管理费用率同比分别+2.74、+0.56 个 pct 至 12.09%、3.95%。此外，2024Q2 公司投资收益同比减少 0.20 亿元，占收入比下降 3.46 个 pct。综合来看，2024Q2 公司归母净利率同比下降 4.58 个 pct 至 31.68%。三、公司需求逐步企稳，期待后续需求好转收入回暖。同时公司榨菜酱新品、餐饮渠道等发展有望贡献增量。下半年随着低价原材料投入使用，推动利润弹性加速释放。

- **千味央厨：需求承压，静待改善。**公司发布 2024 年半年报。24H1，公司实现营业总收入 8.92 亿元，同比+4.87%；归母净利润 0.59 亿元，同比+6.14%；扣非归母净利润 0.59 亿元，同比+11.29%。2024，公司实现营业总收入 4.29 亿元，同比+1.65%；实现归母净利润 0.25 亿元，同比-3.36%；扣非归母净利润 0.25 亿元，同比+7.77%。菜肴制品增长亮眼，直营客户增长稳健。分产品看，24H1，公司菜肴类及其他/烘焙类/油炸类/蒸煮类产品分别实现营收 1.33/1.70/3.74/2.11 亿元，分别同比+18.99%/-8.34%/-4.26%/+32.40%。油炸类产品同比呈下降趋势，主要是油炸类产品在核心客户的增速变缓，且核心单品芝麻球现有市场占有率较高，核心单品销量受制于市场竞争加剧；烘焙类产品增幅下降明显，主要是公司主力烘焙产品在核心大客户的份额降低，订单份额相比去年减少所致。蒸煮类产品增幅较快是因为公司以象形包为代表的产品

受益于团餐市场快速发展，产品在团餐渠道渗透率有所提升。公司菜肴类产品增幅较快主要因为公司 B 端预制菜贡献的增量，公司一方面针对核心大客户提供部分定制预制菜产品，另一方面向经销商渠道提供部分适合团餐、宴席场景的预制菜产品。分渠道看，24H1，经销/直营渠道分别同比+1.77%/+8.54%。2024 年上半年公司着重增加对腰部直营客户的开发力度，24 年上半年末，公司大客户数量为 178 家，同比+21.09%。24H1，公司提高了经销商渠道建设力度。首先，公司增加了销售及市场的人员数量。其次，加大对战略产品的推广力度。第三，着力支持经销商发展壮大，一方面与经销商形成厂商联合项目制共同体；另一方面，公司人员带领经销商业务团队开发二批和终端网络。规模效应逐步体现，盈利能力有所提升。2Q24，公司毛利率为 24.95%，同比+2.43pcts，预计主要系供应链管理效率提升。2Q24，公司销售/管理/研发/财务费用率为 5.13%/10.47%/1.28%/-0.18%，同比+0.48/+1.65/+0.24/-0.45pcts，费用投放有所加大。综上，2Q24，公司净利率为 5.83%，同比-0.33pcts，环比-1.73pct，盈利能力依旧承压。

- **劲仔食品：新品持续放量，成本红利延续。**公司发布 2024 年半年报。2024H1，公司实现营业收入 11.30 亿元（同增 22.17%），归母净利润 1.43 亿元（同增 72.41%），扣非净利润 1.22 亿元（同增 70.31%）。单 Q2，公司实现营业收入 5.90 亿元（同增 20.90%），归母净利润 0.70 亿元（同增 58.74%），扣非净利润 0.64 亿元（同增 64.28%）。收入端，鱼制品稳健增长，禽类制品表现亮眼。分产品看，2024 年上半年，公司鱼制品/禽类制品/豆制品/蔬菜制品/其他产品分别实现营业收入 7.03/2.58/1.11/0.38/0.08 亿元，分别同比增长 16.64%/51.10%/9.53%/15.61%/98.33%。分地区看，2024 年上半年，公司华东/华中/西南/华南/华北/西北/东北/境外/线上分别实现营业收入 2.90/1.43/1.41/1.29/1.18/0.74/0.26/0.09/1.99 亿元，分别同比增长 42.15%/18.48%/25.95%/23.64%/18.88%/35.23%/21.45%/324.13%/-3.28%。成本红利延续，盈利能力修复。2024H1，公司受益于成本红利，整体净利率提升明显。2Q24，公司毛利率同比+4.25pct 至 30.76%，销售/管理/研发/财务费用率同比+1.62/-0.31/+0.05/+0.03pct 至 12.09%/3.41%/2.04%/-0.51%，归母净利率同比+2.85pct 至 11.86%。
- **洽洽食品：收入增速承压，费用投放加大。**公司发布 2024 年半年报。2024 年上半年，公司实现收入 28.98 亿元，同比+7.92%；归母净利润 3.37 亿元，同比+25.92%；扣非归母净利润 2.83 亿元，同比+41.80%。单 Q2，公司实现收入 10.77 亿元，同比-20.25%；归母净利润 0.96 亿元，同比+7.58%；扣非归母净利润 0.61 亿元，同比+7.14%。收入端：葵花子增速承压，坚果增长相对稳健。分产品看，24 H1，葵花子/坚果类/其他产品/其他业务分别实现营收 18.54 亿/6.60 亿/3.53 亿/0.31 亿，同比+3.01%/+23.90%/+10.43%/-6.81%，占比 63.98%/22.79%/12.17%/1.06%。分地区看，24H1，东方区/南方区/北方区/电商/海外分别实现营收 8.70 亿/8.63 亿/5.27 亿/3.61 亿/2.46 亿，同比+21.88%/-0.70%/+3.27%/+11.58%/+4.54%，占比 30.02%/29.78%/18.20%/12.47%/8.47%。利润端：成本红利逐步体现，费用投放有所加大。2Q24，公司毛利率为 24.98%，

同比+4.42pcts，其中，葵瓜子毛利率 28.60%，yoy+4.50pcts；坚果类毛利率 28.72%，yoy+1.85pcts，预计主要系成本红利逐步体现。2Q24，公司销售/管理/研发/财务费用率为 10.04%/7.67%/1.32%/-2.22%，同比+1.52/+2.03/+0.47/-1.46pcts，费用投放有所加大。综上，2Q24，公司净利率为 8.91%，同比+2.25pcts，环比-4.26pct，盈利能力依旧承压。

- **味知香：经营承压，静待改善。**公司发布 2024 年半年报。2024 年上半年，公司实现收入 3.27 亿元，同比-21.53%；归母净利润 0.42 亿元，同比-43.37%；扣非归母净利润 0.41 亿元，同比-43.10%。单 Q2，公司实现收入 1.61 亿元，同比-24.94%；归母净利润 0.23 亿元，同比-40.12%；扣非归母净利润 0.23 亿元，同比-40.12%。需求弱复苏，收入端仍有压力。分产品看，2024 年上半年，牛肉类/家禽类/猪肉类/羊肉类/水产鱼类/水产虾类/其他类产品营收分别为 1.26/0.56/0.26/0.04/0.47/0.42/0.22 亿元，分别同比-26.26%/-14.82%/-8.58%/-52.35%/-25.41%/-21.47%/+7.89%，高货值的产品销售显著承压。分渠道看，2024 年上半年，加盟店/经销店/商场/批发/直销及其他/电商营收分别为 1.76/0.44/0.15/0.84/0.04/0.01 亿元，分别同比 -20.60%/-17.46%/+6.50%/-25.57%/-54.01%/27.05%。招商方面，24H1，公司净开加盟店/经销店/商超客户/批发客户-45/18/11/24 家至 1778/746/94/559 家。费用投放加大，盈利能力承压。2Q24，公司毛利率为 24.70%，同比-1.33pcts，预计主要系产品结构调整与市场竞争加剧。2Q24，公司销售/管理/研发/财务费用率为 4.27%/6.50%/0.46%/-2.19%，同比+0.01/+3.03/+0.01/-0.85pcts，预计主要系费用投放有所加大以及折旧摊销增加影响。综上，2Q24，公司净利率为 14.29%，同比-3.85pcts，环比+2.84pct，盈利能力依旧承压。
- **消费复苏可期，积极买入食品饮料。**产业层面经历了 2-3 年的调整，问题出清，今年低预期的背景下，商家积极去库存，白酒和大众品动销有望迎来拐点；随着预期的修复以及政策的加码，我们认为食品饮料具备较好的投资价值。
- **白酒重点推荐：贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、今世缘、五粮液、迎驾贡酒等；**
- **大众品重点推荐：燕京啤酒、安井食品、青岛啤酒、重庆啤酒、天味食品、劲仔食品、千禾味业、伊利股份、颐海国际、中炬高新、海天味业等。关注绝味食品、洽洽食品、安琪酵母等公司成本改善带来的机会。**
- **风险提示：**全球以及国内疫情扩散风险、外资大幅流出风险、政策风险、渠道调研样本偏差风险、研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。