

中报龙头韧性强，关注白酒旺季备货

——食品饮料中报总结&行业双周报（09.04-09.17）

评级：

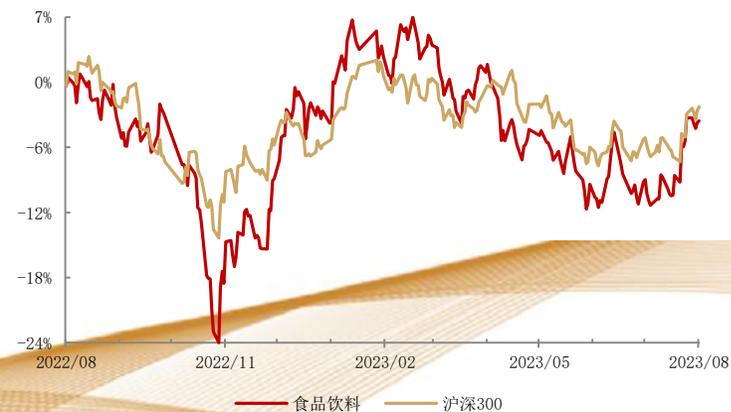
推荐

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：



请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- **分歧时期，自当岿然不动——坚持持有，顺周期逻辑终将兑现。** 中央政治局会议后，政策频出，国务院发布《恢复和扩大消费的措施》后，各部委/省份连续发布针对经济的各项政策。我们估计市场增量资金将逐步到来，顺周期食品板块有望震荡上涨，三四季度预计接力。当前投资建议继续持有或买入，重点为白酒板块，其次是食品的龙头中期布局。
- **子行业中报总结和推荐：**
 - **白酒：**上半年高端龙头收入增长稳定，次高端明显分化，大部分品牌全年目标无虞。高端龙头销售费用率下降明显，次高端基本维持投放，规模效应贡献管理费用率下降相对普遍。产品结构+成本阶段性变动可能导致毛利率分化，地方龙头产品结构升级更明显，毛利率+费用率共同作用，整体盈利能力基本稳定。我们认为行业进入旺季备货期，市场对旺季动销的悲观预期有望随着宏观经济政策的出台向上修复一定预期，但实际基本面预计仍然稳健和面临分化。因此我们推荐持有业绩确定性较高龙头标的，以便更好穿越中秋国庆，等待后期经济预期向上后驱动估值+业绩双击。推荐持有高端和次高端龙头及地产酒龙头，同时推荐关注具备一定 α 弹性的地产酒品种迎驾贡酒和金种子。
 - **啤酒：**上半年啤酒量价齐升，营收端稳健增长；利润强势增长，部分企业超预期，板块利润弹性得以逐步释放，一方面得益于产品结构提升与成本压力环比缓解，另一方面受益于龙头企业控费表现依然稳健。重点关注基本面稳健的青岛啤酒，推荐关注Q3业绩有望较好释放的重庆啤酒，关注基本面稳健的华润啤酒和具有独立改革 α 逻辑的标的燕京啤酒。
 - **乳制品：**上半年区域乳企表现突出，奶酪等赛道仍需要时间恢复；常温奶龙头毛销差表现亮眼，预计下半年成本红利延续+结构改善净利率持续提升。全年来看成本下降+结构恢复，基本面进入环比改善时期。推荐中期布局伊利、蒙牛和新乳业，关注妙可蓝多/飞鹤/澳优基本面恢复进展拐点，长期推荐持有。
 - **调味品：**上半年虽然调味品整体收入端恢复偏弱，Q2表现环比Q1有所走弱，但拆分来看，复调表现优于基础调味品，中小企业恢复快于龙头企业，抓住新需求、新产品的公司表现优。上半年主因收入疲软，成本改善分化和部分公司加大费用投放使得整体利润同比微降，复调和中小企业增速更快，基础调味品龙头企业利润端短期增长承压。首推中炬高新，现阶段估值和基本面预期仍在相对底部，建议紧抓布局机会。海天前期改革调整初见成效，库存边际好转，长期看好公司走出困境，强化领先优势，维持买入评级。千禾维持增持评级。

- **零食：**零食行业个股业绩在上半年表现出明显的两极分化，以传统优势渠道为主的良品、松鼠、洽洽和来伊份等体量较大的公司业绩均出现一定程度的下滑，而积极拥抱新渠道的盐津、劲仔、甘源等公司成长性较好，行业变革进程中优秀的公司加速突围。我们继续看好零食量贩渠道增量机遇，同时建议重视商超渠道消费复苏带给核心公司的增长机遇。首推万辰，公司量贩零食业务仍在快速发展，我们看好公司规模和业务快速提升，享受公司 α 和行业 β 红利，维持增持评级。盐津深度参与零食量贩业务，维持买入评级。
- **卤制品：**受益于消费场景放开，上半年卤制品行业整体平稳恢复，餐桌卤味和休闲卤味代表品牌均实现收入同比增长，成本走向虽然有差异，但净利率均实现同比增长，盈利能力整体改善。首推绝味，下半年经营端随着旺季来临和消费力恢复，我们看好公司单店营收持续恢复，叠加成本下行和费用收缩，预计净利率也将稳步恢复，利润弹性持续兑现。
- **餐饮供应链：**上半年餐饮如期恢复，餐饮供应链赛道景气度延续，各企业不断产品创新，提升客户粘性，带来业绩增量，其中安井和千味收入端增速超30%，立高也实现20%以上的收入增长，龙头企业在行业恢复中率先抓住成长机遇。利润率来看，三家核心公司的利润增速均有明显提升，安井和立高净利率提升幅度超过1pct，安井净利率达到历史高位，立高净利率逐季改善，千味扣除扣非因素影响，净利率基本持平。首推安井，速冻龙头企业，预制菜快速成长，下半年旺季有望延续业绩高增趋势。千味维持买入评级。立高维持增持评级。
- **风险提示：**宏观经济疲软、业绩不达预期、市场系统性风险

重点公司											
股票	股票	收盘价	投资	EPS (元)				P/E			
代码	名称	(元)	评级	2022A	2023E	2024E	2025E	TTM	2023E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	1781.99	买入	49.93	59.25	69.33	80.53	32	30	26	22
000858.SZ	五粮液	159.71	买入	6.88	7.79	8.89	10.11	22	21	18	16
600809.SH	山西汾酒	252.55	买入	6.65	8.61	10.8	13.33	31	29	23	19
600600.SH	青岛啤酒	89.35	买入	2.74	3.29	3.89	4.48	28	27	23	20
600132.SH	重庆啤酒	87.48	买入	2.61	3.15	3.73	4.33	30	28	23	20
000729.SZ	燕京啤酒	10.40	增持	0.13	0.21	0.31	0.41	57	50	34	25
600887.SH	伊利股份	26.13	买入	1.48	1.66	1.93	2.22	17	16	14	12
002946.SZ	新乳业	14.91	买入	0.42	0.58	0.74	0.92	32	26	20	16
603288.SH	海天味业	39.08	买入	1.34	1.16	1.34	1.53	37	34	29	26
600872.SH	中炬高新	34.66	买入	-0.77	0.58	1.05	1.24	-12	60	33	28
603027.SH	千禾味业	17.27	增持	0.36	0.5	0.64	0.77	37	35	27	22
300972.SZ	万辰生物	37.55	增持	0.31	0.4	1.5	2.59	143	94	25	14
002847.SZ	盐津铺子	71.95	买入	2.4	2.53	3.31	4.21	34	28	22	17
603517.SH	绝味食品	35.18	买入	0.38	1.13	1.71	2.11	59	31	21	17
603345.SH	安井食品	131.79	买入	3.89	5.05	6.38	7.92	28	26	21	17
001215.SZ	千味央厨	61.35	买入	1.2	1.71	2.27	2.9	47	36	27	21
300973.SZ	立高食品	66.77	增持	0.85	1.67	2.39	3.27	62	40	28	20

资料来源: wind、华西证券研究所

收盘价为9月15日最新收盘价

目录

- 1、 餐饮行业中报总结
- 2、 本周行情回顾
- 3、 统计数据更新
- 4、 重点公司公告与行业新闻
- 5、 未来两周重要事项提醒
- 6、 风险提示



01 食品饮料中报总结

2023H1 食品饮料板块业绩总览

- 受消费场景逐步复苏的影响，上半年收入稳健，利润表现良好
- 从收入看：随着消费场景逐步恢复，除零食外，白酒、啤酒、软饮料和烘焙食品双位数增长，分别为白酒+16.23%、软饮料+14.20%和烘焙食品+10.75%。
- 从归母净利润看：受原材料价格回落、消费场景复苏等推动，除调味发酵品（扣非归母净利润）龙头增长承压带动行业利润下滑外，其他板块的利润实现稳健增长，其中熟食增长最快。23H1利润同比增速前三的分别是：熟食+71.34%、软饮料+38.11%、啤酒+21.73%。
- 23Q2单季度看：熟食、软饮料、乳品、白酒和啤酒收入延续增长。

主要板块营业收入与归母净利润

单位：亿元， %	营业收入（合计）				归母净利润（合计）			
	23H1	YOY	23Q2	YOY	23H1	YOY	23Q2	YOY
白酒	2154.35	16.23	838.66	17.84	837.05	19.35	301.51	19.80
乳品	1041.43	3.59	520.57	2.21	78.58	10.10	36.93	21.32
啤酒	411.21	10.56	215.46	8.45	51.92	21.73	32.11	17.22
调味发酵品	318.98	3.37	151.82	-31.20	54.82	-0.74	24.93	-7.21
零食	177.26	-5.93	79.06	13.32	11.93	15.40	3.27	-3.23
软饮料	153.84	14.20	66.62	16.28	26.53	38.11	10.18	32.93
烘焙食品	104.25	10.75	53.85	-3.31	7.80	8.37	4.00	-1.48
熟食	65.90	7.07	35.00	52.96	5.04	71.34	2.86	440.9

资料来源：Wind，华西证券研究所

2023H1 食品饮料板块业绩总览

- 部分板块受益原材料价格回落，除调味发酵品类外，上半年净利率都有回升
- 从毛利率看：乳品、零食和熟食同比略有下滑，其他板块稳中有升。23H1毛利率同比增长的分别是：烘焙食品31.33% (+1.43pct)、软饮料38.49% (+1.36pct)、调味发酵品32.79% (+1.36pct)、啤酒41.82% (+1.02pct) 和白酒80.42% (+0.83pct)。
- 从净利率看：调味发酵品短期承压，净利率也出现下滑；其他板块受成本下行红利与需求复苏等变化影响，净利率有所提升。23H1净利率同比排名前三分别是：熟食7.40% (+3.77pct)、软饮料17.32% (+2.98pct) 和啤酒15.21% (+1.34pct)。
- 23Q2单季度看：受益于成本回落，除调味发酵品和零食板块净利率略有下滑外，各板块的盈利能力基本稳定。

主要板块的毛利率与净利率

单位：%， pct	毛利率（合计）				净利率（合计）			
	23H1	YOY	23Q2	YOY	23H1	YOY	23Q2	YOY
白酒	80.43	0.83	79.94	1.37	40.16	0.65	37.36	0.26
乳品	29.76	-0.16	29.48	0.12	7.68	0.40	7.26	1.04
啤酒	41.82	1.02	44.03	1.92	15.21	1.34	17.77	1.56
调味发酵品	32.79	1.36	31.42	0.42	17.23	-0.71	16.42	-1.48
零食	29.31	-1.53	27.67	-2.56	6.77	0.92	4.23	-0.60
软饮料	38.49	1.36	36.74	1.57	17.32	2.98	15.43	1.87
烘焙食品	31.33	1.43	31.16	1.66	7.63	0.90	7.55	0.29
熟食	23.5	-4.92	23.30	-2.88	7.40	3.77	7.96	6.00

资料来源：Wind，华西证券研究所

白酒板块收入：大部分品牌全年目标无虞，次高端中报表现明显分化

- 高端龙头收入增长稳定，次高端明显分化。我们认为高端酒刚性需求下收入增长更多源自真实动销，我们认为白酒整体产品结构仍在提升。次高端地产龙头表现相对较好，产品结构以及增长质量都相对更高。全国化次高端名酒与行业整体表现情况相仿，面临压力也相对更大。
- 整体面临一定压力，大部分品牌全年目标无虞。由于23Q2需求原因不同品牌回款情况存在较大波动，行业整体回款存在一定压力，这与经济表现情况相符，我们认为名酒的营销能力与回款号召能力都有明显优势，大部分品牌可以完成全年目标。

白酒板块的收入与负债情况（亿元）

	23H1营业收入	YOY	23Q2营业收入	YOY	23H1合同负债	YOY
贵州茅台	695.8	20.8%	308.2	21.7%	73.3	-24.1%
五粮液	455.1	10.4%	143.7	5.1%	36.5	94.5%
泸州老窖	145.9	25.1%	69.8	30.5%	19.3	-17.0%
山西汾酒	190.1	24.0%	63.3	31.8%	57.5	18.8%
水井坊	15.3	-26.4%	6.7	2.2%	10.9	26.7%
酒鬼酒	15.4	-39.2%	5.8	-32.0%	4.5	-19.5%
舍得酒业	35.3	16.6%	15.1	32.1%	5.1	17.7%
洋河股份	218.7	15.7%	68.3	16.1%	53.2	-32.7%
今世缘	59.7	28.5%	21.7	30.6%	11.3	11.0%
古井贡酒	113.1	25.6%	47.3	26.8%	30.3	-11.7%
口子窖	29.1	26.8%	13.2	34.0%	7.3	83.5%
迎驾贡酒	31.4	24.2%	12.3	28.6%	5.1	33.5%
金徽酒	15.2	24.2%	6.3	21.0%	4.4	52.6%
伊力特	12.2	7.7%	4.8	-5.6%	0.6	-35.5%
老白干酒	22.3	10.2%	12.3	10.0%	18.7	9.8%
顺鑫农业	62.1	-4.7%	21.2	-18.7%	19.4	0.6%
整体收入	2116.8	16.5%	819.9	17.5%	357.3	-5.2%

白酒板块费用率：高端销售费用率下降明显，次高端基本维持投放

- 高端龙头销售费用率下降明显，次高端基本维持投放。销售费用率分化的变化我们认为，1) 高端龙头企业广告投放和渠道费用基本上稳定，长期投放形成的品牌高度和产品流行性贡献费用率下降；2) 次高端在区域扩张仍然需要渠道推力，消费者认知仍然需要长期培育因此基本维持相对较高的费用率投放。
- 规模效应贡献管理费用率下降相对普遍。高端龙头企业管理费用率普遍下降主因规模效应贡献，次高端部分管理费用率提升我们认为，1) 为保证未来规模扩张而进行的人员扩招导致员工薪酬增加；2) 22Q2疫情影响管理费用率短期波动基数相对较低。

白酒板块的费用率情况

	23H1销售费用率	YOY	23H1管理费用率	YOY	23Q2销售费用率	YOY	23Q2管理费用率	YOY
贵州茅台	2.6%	0.0%	5.5%	-0.8%	3.3%	-0.5%	5.9%	0.0%
五粮液	9.5%	-0.7%	3.9%	-0.1%	15.4%	-0.6%	4.6%	-0.2%
泸州老窖	10.0%	-0.4%	3.7%	-1.0%	11.1%	1.0%	4.2%	-0.8%
山西汾酒	9.0%	-3.7%	3.0%	-0.3%	11.1%	-4.9%	4.9%	-0.1%
水井坊	36.0%	2.4%	13.2%	3.2%	41.1%	-2.2%	16.9%	-0.4%
酒鬼酒	27.4%	3.9%	4.8%	2.0%	29.7%	2.7%	6.8%	2.0%
舍得酒业	17.5%	0.1%	8.6%	-1.4%	15.2%	-0.4%	9.3%	0.2%
洋河股份	10.3%	2.5%	4.6%	-0.7%	16.8%	6.1%	6.5%	-1.7%
今世缘	14.9%	2.9%	2.7%	0.2%	13.1%	3.0%	3.9%	0.2%
古井贡酒	26.9%	-1.9%	5.2%	-1.0%	24.3%	-2.6%	4.7%	-1.7%
口子窖	13.7%	-1.2%	6.0%	0.4%	14.9%	0.0%	6.9%	-0.1%
迎驾贡酒	8.6%	-0.7%	3.2%	-0.6%	12.0%	0.1%	4.0%	-0.9%
金徽酒	19.4%	3.2%	9.0%	0.3%	21.5%	4.7%	11.5%	1.2%
伊力特	9.1%	0.5%	3.5%	0.5%	12.9%	2.6%	4.3%	0.6%
老白干酒	30.8%	-2.5%	9.5%	0.5%	34.9%	4.4%	8.0%	0.4%
顺鑫农业	9.5%	2.2%	6.3%	0.2%	11.4%	6.2%	7.3%	1.5%
整体费用率	9.2%	-0.4%	4.8%	-0.5%	11.2%	0.0%	5.6%	-0.3%

白酒板块盈利能力：产品结构+成本阶段性变动可能导致毛利率分化，地方龙头产品结构升级更明显

- 产品结构+成本阶段性变动可能导致毛利率分化，地方龙头产品结构升级更明显。我们认为整体来看毛利率变动与企业自身产品结构和生产节奏变化有关，次高端价格带普遍中高档表现相对较好因此部分企业毛利率波动明显（如水井坊天号陈、舍得舍之道等），地方龙头企业产品结构升级趋势相对更明显（苏酒和徽酒升级趋势更明显）。
- 毛利率+费用率共同作用，整体盈利能力基本稳定。整体来看行业盈利能力稳定，整体维持净利率提升趋势。从企业报表端来看，净利率变动趋势基本与毛利率相同。

白酒板块的盈利能力

	23H1毛利率	YOY	23H1净利率	YOY	23Q2毛利率	YOY	23Q2净利率	YOY
贵州茅台	91.8%	-0.3%	53.7%	-0.3%	90.8%	-1.0%	51.3%	-0.7%
五粮液	76.8%	-0.1%	39.1%	0.6%	73.3%	-0.6%	32.6%	-0.1%
泸州老窖	88.3%	2.4%	48.8%	1.0%	88.6%	3.3%	48.7%	-1.4%
山西汾酒	76.3%	0.4%	35.7%	2.8%	77.8%	-0.6%	31.0%	3.3%
水井坊	82.5%	-2.4%	13.3%	-4.5%	81.6%	-3.0%	6.4%	5.4%
酒鬼酒	80.1%	1.0%	27.4%	-0.9%	77.8%	0.0%	21.1%	-2.1%
舍得酒业	75.6%	-2.6%	26.1%	-1.8%	71.9%	-1.9%	23.3%	-3.8%
洋河股份	76.1%	2.2%	36.0%	-0.5%	75.1%	8.6%	30.7%	-1.8%
今世缘	74.5%	2.0%	34.3%	-0.5%	72.9%	3.7%	36.7%	-0.4%
古井贡酒	78.9%	1.4%	25.1%	3.2%	77.8%	0.8%	26.4%	3.8%
口子窖	73.9%	-1.6%	29.1%	-3.1%	70.5%	-1.5%	23.6%	-2.2%
迎驾贡酒	70.9%	2.7%	34.0%	3.0%	70.6%	7.4%	29.7%	5.6%
金徽酒	63.8%	0.6%	16.5%	-0.8%	62.0%	3.3%	11.2%	2.1%
伊力特	47.8%	1.5%	14.7%	2.8%	42.1%	1.7%	5.8%	0.8%
老白干酒	67.2%	-1.0%	9.7%	-8.2%	68.6%	2.0%	9.3%	0.7%
顺鑫农业	32.2%	1.2%	-1.4%	-1.8%	21.4%	-6.7%	-19.3%	-16.5%
整体盈利能力	80.7%	0.9%	40.5%	0.8%	78.8%	0.0%	37.8%	0.4%

啤酒：量价齐升，营收端稳健增长

- **啤酒板块营收端：量价齐升，营收端稳健增长。**啤酒板块23H1实现收入+10.56%；其中23Q2实现收入+8.45%。啤酒行业主要上市公司均实现营收增长，量价端出现齐升态势。我们认为一方面啤酒行业产销量仍在稳健增长阶段，另一方面消费升级带来的结构升级势头仍在延续。
- **重点公司：**
 - **华润啤酒：**公司23H1营收同比+13.6%。量价端，公司23H1啤酒销量+4.4%，吨价+4.4%。分地区来看，东区/中区/南区23H1分别同比+7.1%/+8.2%/+9.9%，均实现较为稳健增长。此外公司于去年收购的金沙酒业一月并表，报告期内贡献9.7亿元营收。
 - **青岛啤酒：**公司23H1营收同比+12%，其中23Q2营收同比+8.15%。量价端，公司23H1啤酒销量+6.4%，吨价+5.3%；其中23Q2啤酒销量+2.7%，吨价+5.4%。基地市场山东地区表现稳健，华东地区营收增速较快。
 - **重庆啤酒：**公司23H1营收同比+7.2%，其中23Q2营收同比+9.6%。量价端，公司23H1啤酒销量+4.8%，吨价+2.3%；其中23Q2啤酒销量+5.7%，吨价+3.7%。南区市场贡献营收增长较多，西北区市场环比出现改善势头。
 - **燕京啤酒：**公司23H1营收同比+10.4%，其中23Q2营收同比+7.6%。量价端，公司23H1啤酒销量+6.4%，吨价+2.9%；其中23Q2啤酒销量+2.3%，吨价+3.3%。华东、华南市场营收增速较快，均实现中高双位数增长。

啤酒板块的营业收入情况

单位：亿元，%	营业收入			
	23H1	YOY	23Q2	YOY
啤酒板块（合计）	411.2	+10.56	215.5	+8.45
华润啤酒	238.7	+13.6	-	-
青岛啤酒	215.9	+12	108.8	+8.15
重庆啤酒	85.05	+7.2	44.99	+9.6
燕京啤酒	76.25	+10.4	40.99	+7.6

啤酒：利润强势增长，部分企业超预期

- **啤酒板块利润端：利润强势增长，部分企业超预期。**啤酒板块23H1归母净利润+21.73%，其中23Q2实现+17.22%。利润端来看，啤酒板块实现强势增长，部分企业（如重庆啤酒）利润增长超预期。我们认为利润表现强势主因产品结构升级态势延续和成本压力环比改善。
- **重点公司：**
 - **华润啤酒：**公司23H1实现归属公司股东利润46.49亿元，同比+22.3%，公司利润表现符合预期。白酒业务实现EBIT0.71亿元（如将收购产生的无形资产摊销还原则为3.95亿元）。结构提升为公司提供较大利润增量，次高档及以上实现销量同比+26.4%，其中喜力品牌同比约+60%。
 - **青岛啤酒：**公司23H1实现归母净利润34.3亿元，同比+20.1%；其中23Q2实现归母净利润19.8亿元，同比+15.12%，公司利润表现符合预期。中高端以上产品增长较快，销量同比+15%，为公司提供较大利润增长。
 - **重庆啤酒：**公司23H1实现归母净利润8.65亿元，同比+18.9%；其中23Q2实现归母净利润4.78亿元，同比+23.5%，公司利润表现超预期。公司借助“6+6”组合，利用本土品牌强势地位向渠道导入嘉士伯、乐堡、1664等高端国际品牌，产品结构提升。
 - **燕京啤酒：**公司23H1实现归母净利润5.14亿元，同比+46.6%；其中23Q2实现归母净利润4.49亿元，同比+28.5%，公司利润表现符合之前预告。公司利润保持高增态势，改革红利仍在释放。

啤酒板块的归母净利润情况

单位：亿元，%	归母净利润			
	23H1	YOY	23Q2	YOY
啤酒板块（合计）	51.92	+21.7	32.11	+17.2
华润啤酒	46.49	+22.3	-	-
青岛啤酒	34.3	+20.1	19.8	+15.1
重庆啤酒	8.65	+18.9	4.78	+23.5
燕京啤酒	5.14	+46.6	4.49	+28.5

啤酒：结构提升+控费提效，利润弹性逐步释放

- 啤酒板块盈利能力端：结构提升+控费增效，利润弹性逐步释放。啤酒板块23H1/23Q2分别实现毛利率43.8%/45.7%，分别同比+1.6/+1.7pct，23H1/23Q2归母净利率分别为13.1%/13.2%，分别同比+1.3/+1.3pct。板块利润弹性得以逐步释放，一方面得益于产品结构提升与成本压力环比缓解，另一方面受益于龙头企业控费表现依然稳健。
- 重点公司：
 - 华润啤酒：公司23H1实现整体毛利率46.0%，同比+3.8pct，预计主因白酒业务拉动；仅考虑啤酒业务，23H1啤酒业务EBIT Margin为26.2%，同比+2.6pct。费用端来看，23H1销售费用率/行政及其他费用率分别同比+1.1pct/+0.2pct，预计主因消费场景恢复导致营销活动增加所致。23H1归母净利润率为19.5%，同比+1.4pct，盈利能力有所提升。
 - 青岛啤酒：公司23H1/23Q2毛利率分别为39.2%/40.1%，分别同比+1.11/+1.76pct。费用端，公司控费能力突出，23H1/23Q2整体费用率水平分别为13.2%/10.4%，分别同比-0.6pct/-0.1pct。23H1/23Q2归母净利润率分别为15.9%/18.1%，分别同比+1.07pct/+0.99pct，盈利能力提升。
 - 重庆啤酒：公司23H1/23Q2毛利率分别为48.5%/51.4%，分别同比-0.19pct/+1.85pct。费用端，23H1/23Q2整体费用率水平17.5%/18.4%，分别同比-0.9pct/-0.2pct，费用率水平稳中有降。23H1/23Q2归母净利润率分别为10.2%/10.6%，分别同比+1pct/+1.19pct，盈利能力提升。
 - 燕京啤酒：公司23H1/23Q2毛利率分别为41.6%/45.7%，分别同比+1.66pct/+1.41pct。费用端，23H1/23Q2整体费用率水平24.6%/23.9%，分别同比-0.4/+0.1pct。23H1/23Q2归母净利润率分别为6.7%/11%，分别同比+1.66/+1.78pct。盈利能力提升主因结构提升、成本压力缓解与费控水平提升。

啤酒板块的利润与费用率情况

单位：%，pct	毛利率				归母净利润率				整体费用率			
	23H1	YOY	23Q2	YOY	23H1	YOY	23Q2	YOY	23H1	YOY	23Q2	YOY
啤酒板块（平均）	43.8	+1.6	45.7	+1.7	13.1	+1.3	13.2	+1.3	19.6	-0.2	17.6	-0.1
华润啤酒	46.0	+3.8	-	-	19.5	+1.4	-	-	23	+1.3	-	-
青岛啤酒	39.2	+1.1	40.1	+1.8	15.9	+1.1	18.1	+1.0	13.2	-0.6	10.4	-0.1
重庆啤酒	48.5	-0.2	51.4	+1.9	10.2	+1.0	10.6	+1.2	17.5	-0.9	18.4	-0.2
燕京啤酒	41.6	+1.7	45.7	+1.4	6.7	+1.7	11	+1.8	24.6	-0.4	23.9	0.1

乳品板块收入：区域乳企表现突出，奶酪等赛道仍需要时间恢复

- 龙头增长稳定，区域乳企表现突出。上半年乳制品整体收入维持中个位数稳定增长，23Q2收入环比有一定回落主因淡季+春节旺季23Q1消费高峰影响，并且22Q2部分企业获得疫情期间保供资格，基数较高。
- 奶酪常温酸奶等休闲食品赛道需要时间恢复。上半年分品类来看我们认为以奶酪、常温酸为首的主要应用于休闲零食、佐餐等赛道的乳制品细分行业压力较大。我们看好下半年宏观经济和消费信心有望持续恢复，期待未来赛道需求的持续修复。

乳品板块的营业收入情况（亿元）

	23H1营业收入	YOY	23Q2营业收入	YOY
伊利股份	659.8	4.4%	326.5	1.1%
蒙牛乳业	511.2	7.1%		
光明乳业	141.4	-1.9%	70.7	-1.3%
妙可蓝多	20.7	-20.4%	10.4	-20.2%
贝因美	13.8	-1.7%	6.6	-6.4%
皇氏集团	18.2	37.8%	9.5	25.9%
天润乳业	13.9	12.6%	7.6	9.8%
新乳业	53.0	10.8%	27.8	12.7%
三元股份	42.6	-0.1%	20.9	-0.9%
均瑶健康	8.8	62.5%	4.3	47.9%
燕塘乳业	9.6	7.1%	5.3	4.3%
熊猫乳品	4.5	18.3%	2.3	25.7%
整体收入	1497.3	4.9%	491.9	1.5%

乳品板块费用率:持续销售费用投入, 新品研发小幅度增加

- **销售费用率**同比环比基本持平, 持续进行市场投入。行业整体销售费用率同比环比均基本持平, 我们认为宏观经济表现弱市场整体促销费用有所增加。分企业来看, 根据自身战略规划销售费用率表现各不相同, 龙头价格战明显有所缓解, 结构提升和渠道健康发展成为发展主线。
- **管理费用率**环比下滑, 行业持续进行新品研发以及消费者触达。行业整体管理费用率下滑主因规模效应, 乳制品行业发展进入成熟期, 企业管理费用率有望持续下降。新品研发持续进行, 研发费用率相对稳定, 龙头和区域乳企在自身品牌力夯实的同时, 不断进行品类创新尝试。

乳品板块费用率情况

	23H1销售费用率	YOY	23H1管理费用率	YOY	23H1研发费用率	YOY	23Q2销售费用率	YOY	23Q2管理费用率	YOY	23Q2研发费用率	YOY
伊利股份	17.6%	-0.8%	4.0%	0.2%	0.5%	0.0%	18.1%	-0.5%	3.8%	-0.5%	0.6%	0.0%
蒙牛乳业	27.2%	0.6%	4.3%	0.1%								
光明乳业	12.2%	0.0%	3.4%	0.6%	0.3%	0.1%	12.5%	1.5%	3.5%	0.7%	0.3%	0.1%
妙可蓝多	25.6%	2.3%	5.7%	-0.8%	1.1%	0.5%	27.0%	5.0%	5.7%	-0.5%	1.2%	0.4%
贝因美	29.6%	-0.1%	5.8%	-0.2%	0.5%	-0.3%	30.6%	1.2%	5.0%	-0.2%	0.4%	-0.5%
皇氏集团	8.6%	-1.5%	6.6%	1.3%	1.2%	-1.9%	8.4%	-0.6%	7.3%	2.6%	1.2%	-1.7%
天润乳业	5.4%	-0.2%	3.0%	0.1%	0.8%	0.6%	5.2%	0.1%	3.0%	0.4%	0.8%	0.6%
新乳业	15.7%	1.3%	4.3%	-0.9%	0.4%	0.0%	15.8%	1.7%	4.3%	-0.9%	0.4%	0.0%
三元股份	17.5%	0.9%	3.5%	-0.9%	1.7%	0.6%	16.6%	1.2%	3.2%	-1.0%	1.9%	0.1%
均瑶健康	11.1%	-4.2%	6.3%	-0.8%	1.1%	-0.7%	12.3%	-2.1%	6.9%	0.6%	1.3%	-0.2%
燕塘乳业	9.8%	-0.2%	4.4%	0.4%	0.8%	0.0%	9.3%	0.4%	4.1%	0.5%	0.8%	0.1%
熊猫乳品	5.0%	-1.7%	5.3%	-0.1%	2.0%	-0.1%	5.3%	-1.5%	5.9%	-0.5%	1.9%	-0.3%
整体费用率	20.2%	-0.1%	4.1%	0.1%	0.6%	0.1%	16.9%	0.0%	3.9%	-0.3%	0.6%	0.0%

乳品板块盈利能力：成本低位贡献毛利率上行，预计下半年成本红利延续+结构改善净利率持续提升

- 成本低位贡献毛利率上行，预计下半年成本红利延续。原奶供给与需求恢复较慢共同作用下成本低位贡献行业整体毛利率有相对较大提升。当前生产旺季奶价环比改善程度有限，我们预计下半年行业成本红利延续，尤其更多体现在区域乳企。
- 净利率环比明显改善，预期下半年结构改善持续。Q2毛利率多有改善+费用率控制作用下净利率环比明显改善，我们认为一方面产品结构环比改善，另一方面费用率环比小幅度下降产品实际成交价格提高，需求有所恢复。我们预计下半年行业有望维持利润改善趋势。

乳品板块的盈利能力

	23H1毛利率	YOY (pct)	23H1净利率	YOY (pct)	23H1归母净利率	YOY (pct)	23Q2毛利率	YOY (pct)	23H1净利率	YOY (pct)	23Q2归母净利率	YOY (pct)
伊利股份	33.2%	-0.3	9.6%	-0.1	9.6%	-0.1	32.5%	0	8.3%	0.1	8.2%	0.1
蒙牛乳业	38.4%	1.8	6.0%	-1.6	5.9%	-2						
光明乳业	20.1%	1	3.0%	0.4	2.4%	0.4	20.3%	1.9	2.5%	-0.1	2.1%	0.5
妙可蓝多	33.0%	-3.3	2.2%	-3.6	1.4%	-3.7	33.3%	-0.6	1.0%	-4.2	0.4%	-4.1
贝因美	43.8%	-0.1	3.7%	0.6	3.2%	0.1	44.4%	1.6	5.7%	2.4	4.9%	1.6
皇氏集团	18.4%	-2.3	12.1%	4.5	11.7%	4.4	19.5%	-3.1	22.8%	19.4	21.9%	19.3
天润乳业	20.6%	2.4	9.4%	0.4	9.1%	0.3	21.0%	2.1	9.7%	-1	9.3%	-1.2
新乳业	28.0%	2.8	4.6%	0.6	4.5%	0.5	28.8%	2.6	6.6%	0.6	6.3%	0.4
三元股份	24.2%	-2.6	4.3%	2.4	5.0%	2.9	24.4%	-2.8	8.2%	5.8	8.3%	5.9
均瑶健康	24.9%	-7.2	5.8%	-2.4	5.4%	-3	27.3%	-3.6	6.0%	-3.1	5.5%	-3.8
燕塘乳业	27.3%	3.1	10.1%	3.7	10.2%	3.8	28.8%	4.9	13.1%	5.7	13.1%	5.7
熊猫乳品	23.4%	2.7	10.4%	4.1	10.5%	4.5	25.8%	4.8	12.3%	5.9	12.1%	6.1
整体盈利能力	33.0%	0.6	7.3%	-0.4	7.2%	-0.5	29.8%	0.2	8.3%	0.1	8.2%	0

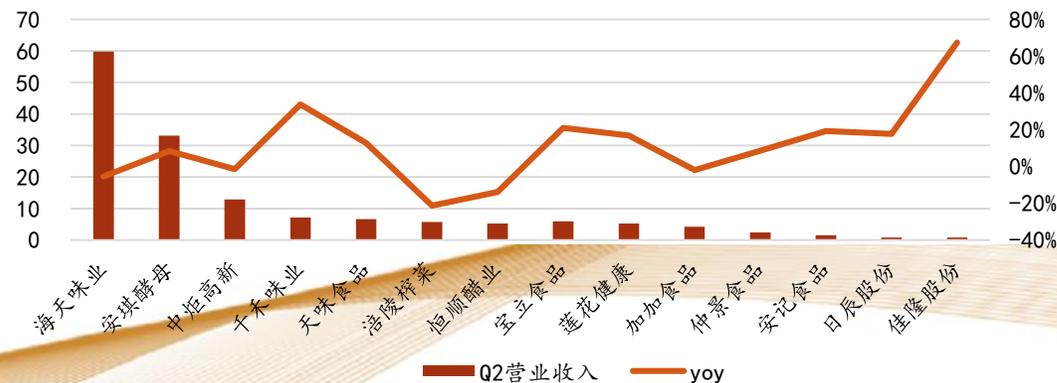
调味品：基础调味品复苏在途，复调受益餐饮回暖

- ▶ **收入端来看**，上半年调味品14家上市公司合计实现营业收入317.9亿元，同比+3.5%；Q2实现营业收入151.4亿元，同比+1.1%。虽然调味品整体收入端恢复偏弱，Q2表现环比Q1有所走弱，但拆分来看，复调表现优于基础调味品，中小企业恢复快于龙头企业，抓住新需求、新产品的公司表现优。
- **复调受餐饮恢复提振表现较好**：上半年海天、中炬、榨菜、恒顺等基础调味品公司收入均持平或下降，基础调味品整体表现偏弱，我们认为主要系家庭零售端需求恢复偏弱叠加渠道去库存压制短期增长。复调整体表现优于基础调味品，一方面C端需求增长、格局优化带动天味规模增长，另一方面餐饮复苏带动宝立、日辰等公司收入增长。
- **中小企业增速快于龙头企业**：对比来看，上半年收入体量在10亿以下的公司多数实现收入同比增长，规模较大的龙头海天等公司短期增长承压，我们认为主要系中小企业对外部环境变化反映更为直接，直接受益于消费场景恢复，而龙头企业仍会面临基数、库存、竞争等压力，市场反映有一定的缓冲期。
- **抓住新需求、新产品的公司表现亮眼**：上半年调味品中仍有表现亮眼的公司，一类是抓住零添加新需求的千禾，公司上半年收入高增51%，进一步提升渠道覆盖率和市场占有率；一类是拥有新产品、大单品增长较快的仲景，公司葱油酱上半年增速接近翻倍，成为上半年调味品赛道中表现亮眼的大单品。
- ▶ **展望下半年**，行业增速有望环比改善，一方面继续受益于餐饮渠道增长+家庭零售需求回暖，另一方面龙头公司随着外部压力逐步缓解，有望重回稳健增长，带动行业整体收入端恢复。

调味品H1营业收入对比（亿元）



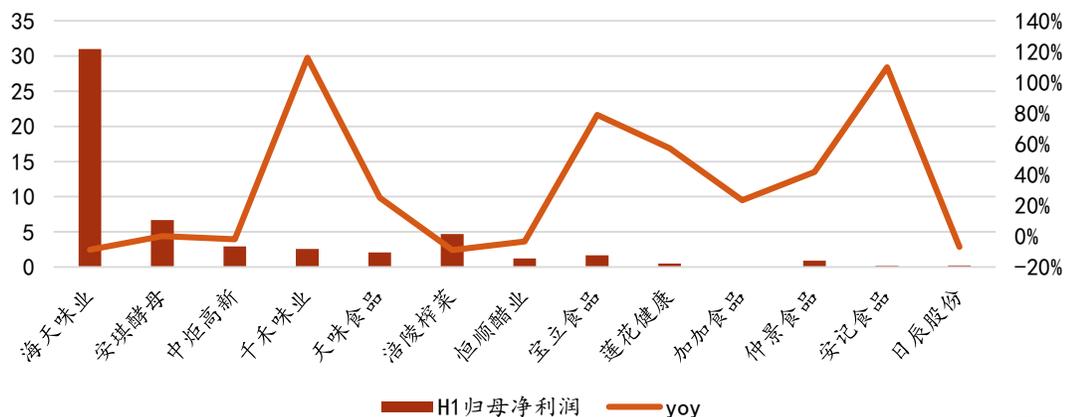
调味品Q2营业收入对比（亿元）



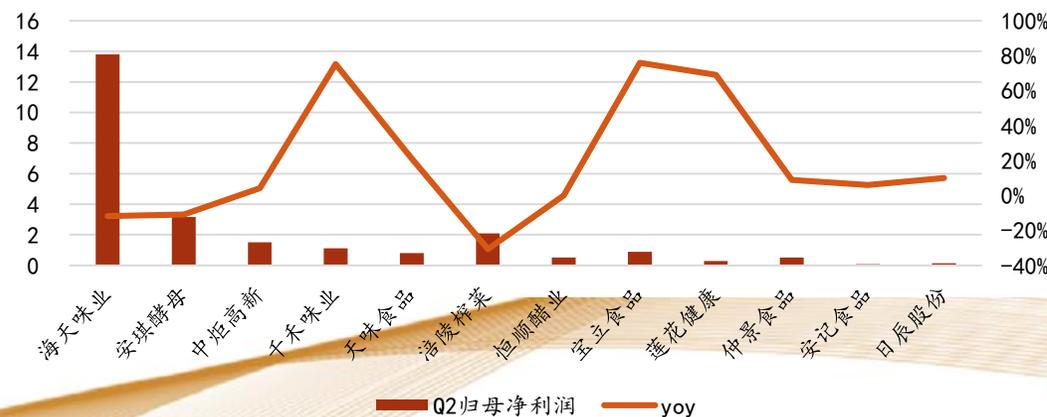
调味品：成本改善分化，基础调味品利润承压

- ▶ **利润端来看**，上半年调味品上市公司累计实现归母净利润54.8亿元，同比微降0.7%；Q2累计实现归母净利润24.9亿元，同比下降7.2%；上半年主因收入疲软，成本改善分化和部分公司加大费用投放使得整体利润同比微降。
- **成本改善分化，复调成本改善最为明显**：行业上半年整体实现毛利率32.8%，同比微降0.8pct，各公司成本改善程度区别较大，其中受油脂高位回落利好较为明显的天味、仲景毛利率有大幅提升，千禾受益于零添加占比提高，结构优化带动毛利率提升；海天、中炬、恒顺为代表的酱醋类基础调味品成本改善不明显，毛利率基本持平；而酵母、榨菜因糖蜜、青菜头等核心原材料价格大幅上涨，毛利率承压，降幅超过2.0pct。
- **费用率整体下行，行业经营稳健**：费用端来看，行业整体费用率变化不大，综合销售费用率同比微降0.14pct，细分来看，多数公司销售费用率同比下降，其中仲景、千禾、天味销售费用率下降超过1个点，海天、中炬销售费用率同比微增，行业整体经营稳健。
- **利润率同比微降，基础调味品利润端承压**：综合来看，行业利润率和毛利率走势基本一致，整体利润率同比微降。利润增速拆分来看，复调和中小企业增速更快，基础调味品龙头企业利润端短期增长承压。
- ▶ **标的推荐**：首推中炬高新，现阶段估值和基本面预期仍在相对底部，建议紧抓布局机会。海天前期改革调整初见成效，库存边际好转，长期看好公司走出困境，强化领先优势，维持买入评级。千禾二季度继续维持高增，零添加热度不减，股权激励为增长保驾护航，维持增持评级。

调味品H1归母净利润对比（亿元）



调味品Q2归母净利润对比（亿元）



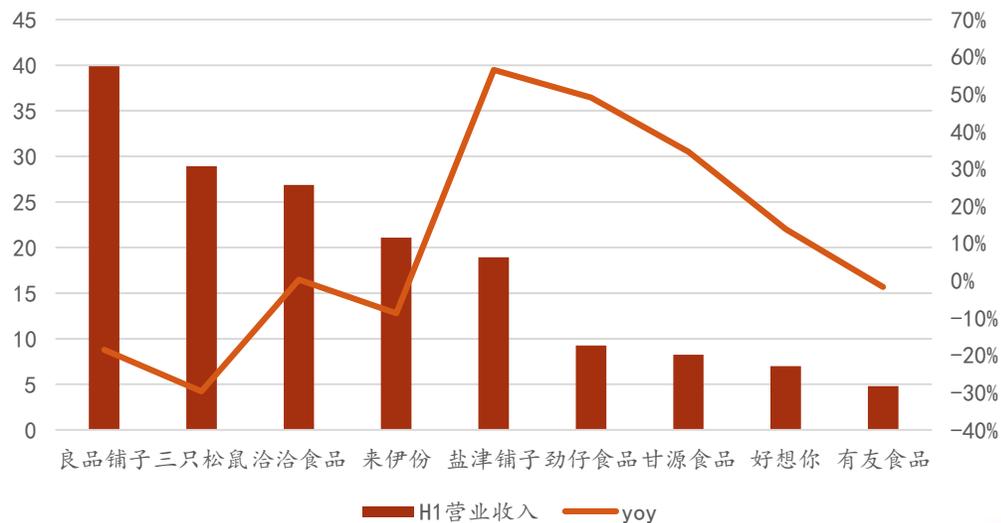
资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

零食：新老交替，新赛道新机会

- **业绩两极分化，行业格局生变：**零食行业个股业绩在上半年表现出明显的两极分化，以传统优势渠道为主的良品、松鼠、洽洽和来伊份等体量较大的公司业绩均出现一定程度的下滑，而积极拥抱新渠道的盐津、劲仔、甘源等公司成长性较好，行业变革进程中优秀的公司加速突围。
- **传统企业面临渠道困境，短期业绩承压；**近几年零食渠道产生巨大变革，核心的商超渠道人流量下降、电商流量结构变化，而零食量贩店、会员店成为增长主流，既为行业带来增量，又分流了一部分传统渠道流量，使得传统渠道规模较大的公司业绩短期承压，几家核心公司短期业绩表现一般。
- **积极转型突围，走出经营困境：**面临行业变化和自身困境，几家企业均积极调整转型，有望逐步走出经营困境，三只松鼠以“高端性价比”为导向，构建全渠道销售网络；良品铺子调整开店策略和店型，同时参与零食量贩布局；洽洽积极拥抱零食量贩和会员店机遇，品牌企业沉淀了较为深厚的行业经验，有望逐步顺势而为，实现恢复性增长。

零食营业收入对比（亿元）



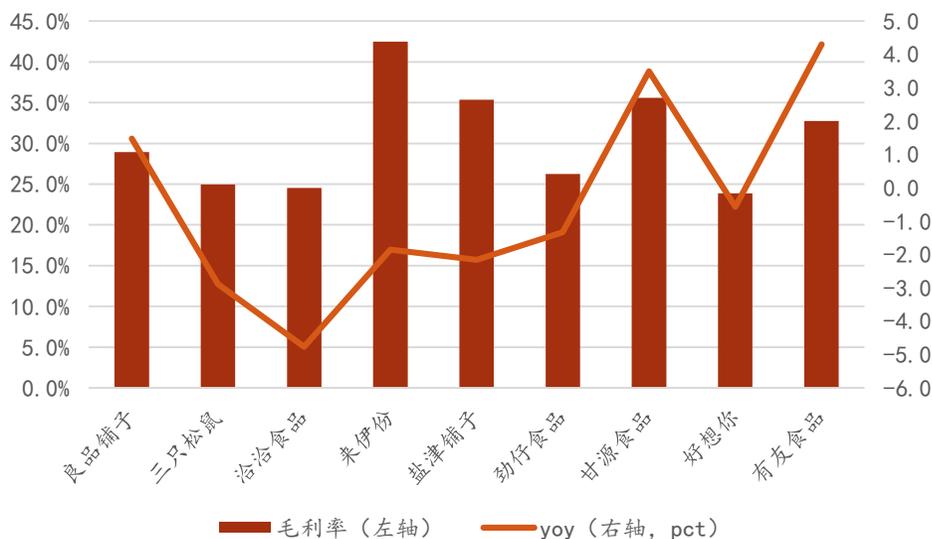
零食归母净利润对比（亿元）



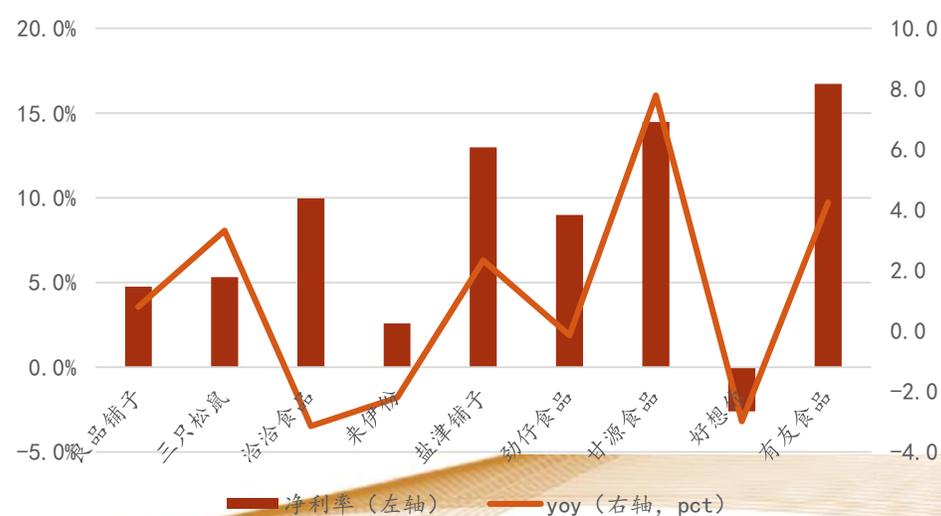
零食：新老交替，新赛道新机会

- 新渠道、新变革推动新零食成为上半年增长最亮眼的细分赛道：**随着中报披露结束，新零食赛道成为上半年表现最佳、成长性最好的细分赛道，其中万辰/盐津/劲仔/甘源上半年收入分别同比+1000%/+57%/+49%/+35%，核心公司收入端高增。零食板块收入逆势高增主要得益于新渠道零食量贩带给行业新变革，其中万辰以中游品牌为抓手，旗下门店数量近两千家，门店遍布多个省市；盐津、甘源等上游供应链企业积极拥抱行业机遇，加速规模扩张。
- 标的推荐：**我们继续看好零食量贩渠道增量机遇，同时建议重视商超渠道消费复苏带给核心公司的增长机遇。首推万辰，公司量贩零食业务仍在快速发展，我们看好公司规模和业务快速提升，享受公司 α 和行业 β 红利，维持增持评级。盐津深度参与零食量贩业务，中报超预期提振市场信心，维持买入评级。

零食营业毛利率对比



零食净利率对比



资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

卤制品：上半年平稳恢复，下半年改善可期

- **卤制品上半年平稳恢复，盈利能力整体改善：**受益于消费场景放开，上半年卤制品行业整体平稳恢复，餐桌卤味和休闲卤味代表品牌均实现收入同比增长，成本走向虽然有差异，但净利率均实现同比增长，盈利能力整体改善。
- **卤制品上半年平稳复苏，龙头加速开店抢占市场份额：**拆分来看，休闲卤味龙头企业收入恢复略优于餐桌卤味企业，其中周黑鸭和绝味收入分别同比+19.8%/+10.9%，煌上煌同比下降3%左右，拆分一二季度来看，煌上煌和绝味Q2表现均优于Q1，休闲卤味公司经营和销售逐季好转。绝味/煌上煌/周黑鸭上半年分别净增门店1086/600/277家，餐桌卤味代表品牌紫燕上半年净增门店442家，开店稳步推进，龙头加速开店跑马圈店，抢占市场份额。
- **休闲卤味成本端承压，费用改善推动利润高增：**成本端压力是影响休闲卤味行业上半年盈利能力的核心因素，使得几家休闲卤味公司毛利率均同比下降较多，但餐桌卤味的紫燕因牛肉等原材料价格回落使得毛利率同比提升4.0pct。费用端来看，受益于消费场景放开，卤味行业费用端明显改善，整体销售费用率下降较多。受收入端恢复+费用端下降，几家卤制品企业净利率均实现同比提升，行业整体盈利能力改善。
- **标的推荐：**首推绝味，下半年经营端随着旺季来临和消费力恢复，我们看好公司单店营收持续恢复，叠加成本下行和费用收缩，预计净利率也将稳步恢复，利润弹性持续兑现。

卤制品公司财务对比（亿元）

	H1营业收入	yoy	H1归母净利润	yoy	毛利率	yoy	净利率	yoy
绝味食品	37.00	10.9%	2.42	145.6%	23.3%	-4.7%	6.5%	3.6%
紫燕食品	17.43	6.5%	1.80	55.1%	21.1%	4.0%	10.3%	3.2%
煌上煌	11.47	-3.0%	0.83	3.3%	27.7%	-1.8%	7.2%	0.4%

资料来源：wind，华西证券研究所

餐饮供应链：景气度延续，龙头业绩更优

- **上半年紧抓行业复苏机遇，收入高增：**上半年餐饮恢复如期恢复，餐饮供应链赛道景气度延续，核心标的业绩稳健增长，其中服务大B的企业受益于大B门店扩张和产品更新，小B企业快速恢复带动服务小B客户的餐饮供应链需求提升，同时团餐、宴席等专业化场景对半成品的需求提升，各企业不断产品创新，提升客户粘性，带来业绩增量，其中安井和千味收入端增速超30%，立高也实现20%以上的收入增长，龙头企业在行业恢复中率先抓住成长机遇。
- **成本改善+费用下降，盈利能力持续提升：**成本端来看，几家企业的毛利率均同比提升，其中立高成本改善更为明显，主要得益于棕榈油等核心原材料价格下降，安井和千味同样受益于原材料价格下行，同时产品结构优化对毛利率改善亦有提振。费用端来看，立高、安井销售费用率明显优化，安井主要得益于公司延续控费策略，立高渠道融合后人效和规模效应有明显提升，千味费用率提升主要系增设华东仓储以及预制菜子公司费用投放增加。利润率来看，三家核心公司的利润增速均有明显提升，安井和立高净利率提升幅度超过1pct，安井净利率达到历史高位，立高净利率逐季改善，千味扣除扣非因素影响，净利率基本持平。
- **标的推荐：**首推安井，速冻龙头企业，预制菜快速成长，下半年旺季有望延续业绩高增趋势。千味维持买入评级。立高维持增持评级。

餐饮供应链公司财务对比（亿元）

	H1营业收入	yoy	H1归母净利润	yoy	毛利率	yoy	销售费用率	yoy	净利率	yoy
安井食品	68.94	30.70%	7.35	62.14%	22.10%	0.24%	6.1%	-1.7%	10.66%	2.07%
立高食品	16.36	23.61%	1.08	53.70%	32.89%	1.75%	11.9%	-0.4%	6.61%	1.29%
千味央厨	8.51	31.14%	0.56	22.19%	23.24%	0.77%	4.9%	1.7%	6.57%	-0.48%

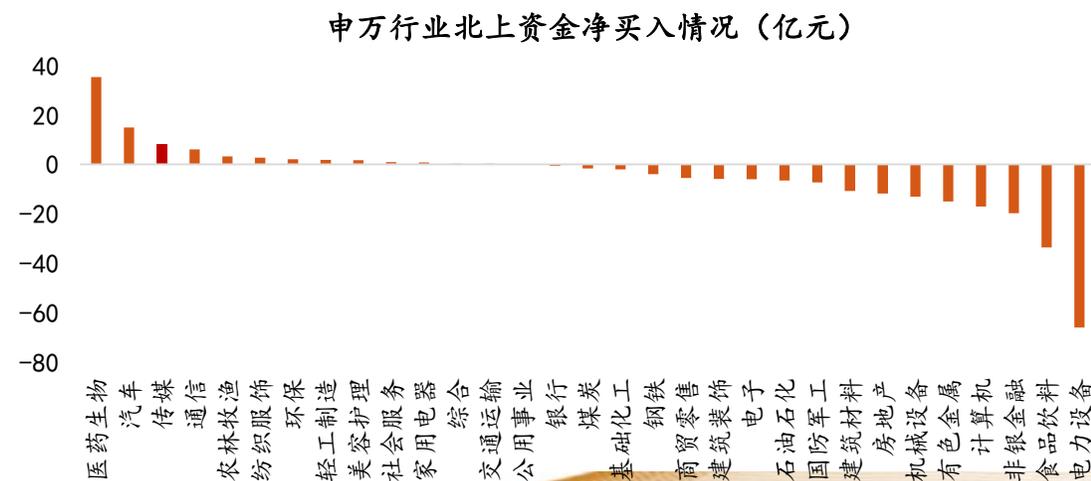
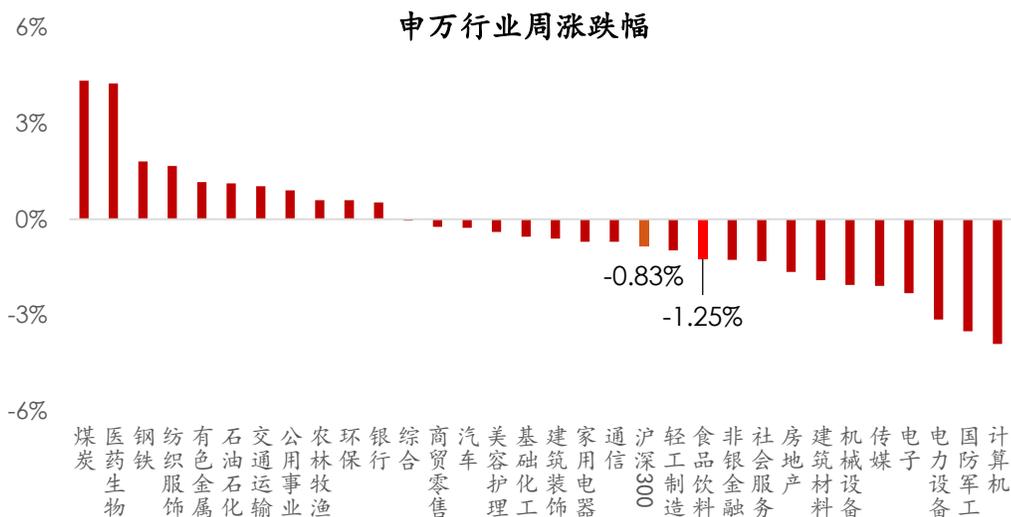
资料来源：wind，华西证券研究所



02 本周行情回顾

本周行情回顾

- 本周A股整体表现平淡，其中上证指数+0.03%，深证成指-1.34%，创业板指-2.29%；
- 从行业表现看，食品饮料行业本周表现偏弱，申万食品饮料指数-1.25%，排名21/31，我们认为这主要与政策方向性有关，目前食品饮料各板块基本面表现依然稳健，具有配置价值。
- 从北上资金表现来看，食品饮料行业本周北上资金流出，共计净买入-33.66亿元，在申万行业北上资金流入中排名30/31。

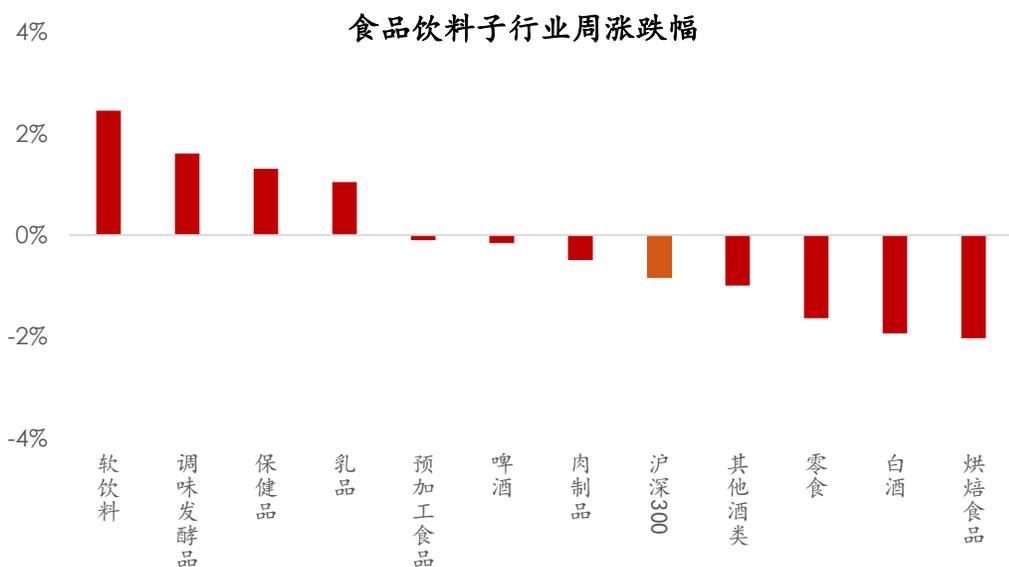


资料来源: Wind, 华西证券研究所

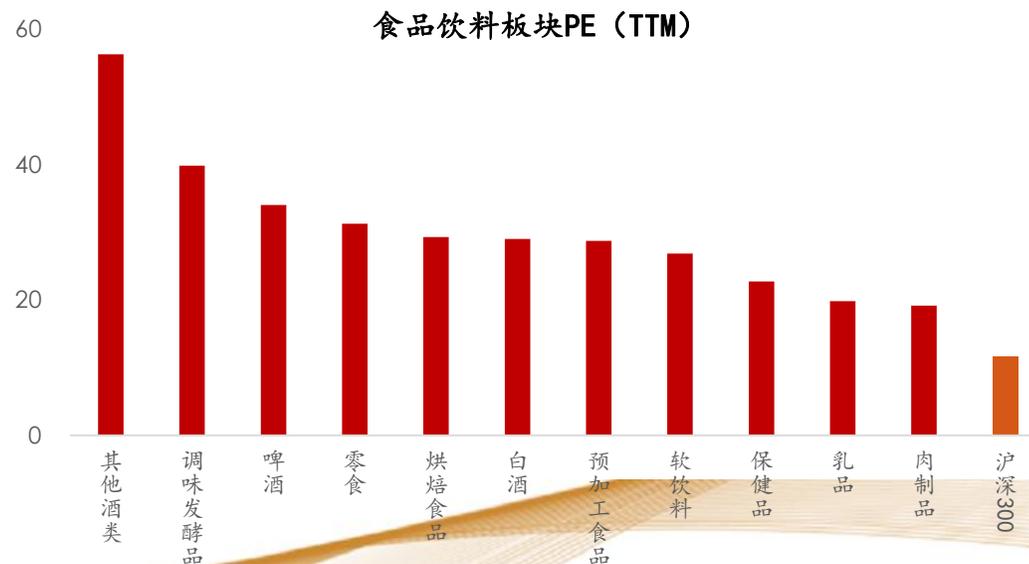
资料来源: Wind, 华西证券研究所

本周食品饮料各板块行情回顾

- 本周食品饮料各子板块涨跌不一，从高到低依次为：软饮料（+2.45%）、调味发酵品（+1.61%）、保健品（+1.31%）、乳品（+1.05%）、预加工食品（-0.10%）、啤酒（-0.16%）、肉制品（-0.49%）、其他酒类（-1.00%）、零食（-1.64%）、白酒（-1.94%）、烘焙食品（-2.03%）。
- 从估值水平来看，食品饮料各子板块由高到低分别为其他酒类（56x）、调味发酵品（40x）、啤酒（34x）、零食（31x）、烘焙食品（29x）、白酒（29x）、预加工食品（29x）、软饮料（27x）、保健品（23x）、乳品（20x）和肉制品（19x）。



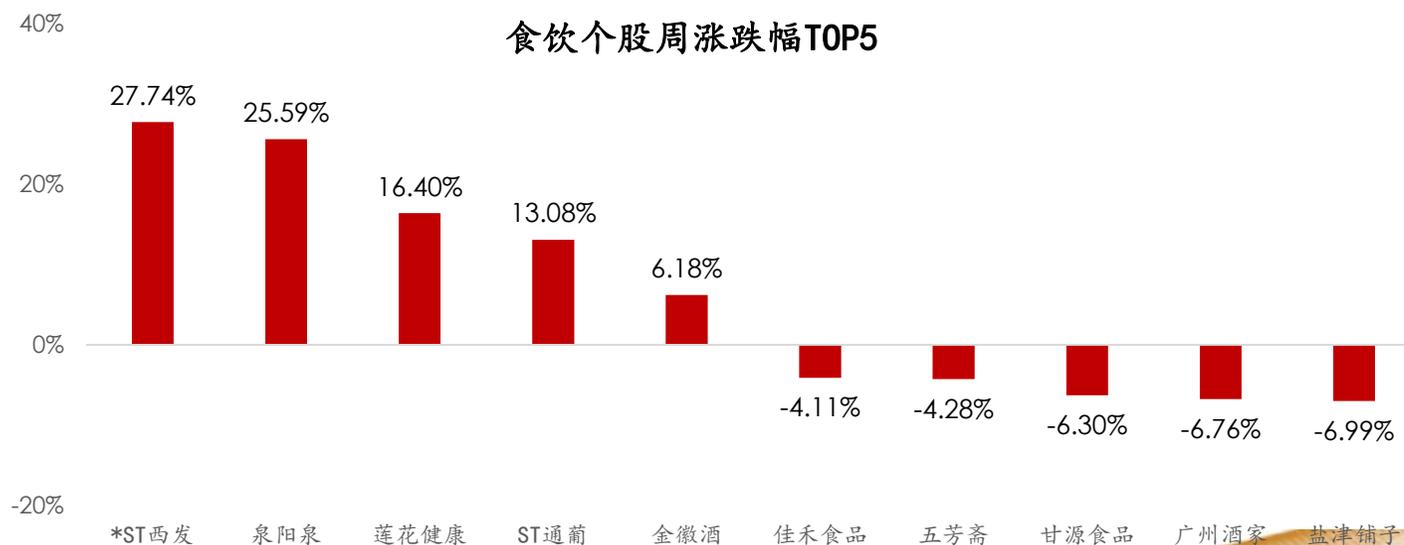
资料来源：Wind，华西证券研究所



资料来源：Wind，华西证券研究所

本周个股表现情况

- 本周涨幅前五个股：***ST西发**（18.64%）、**泉阳泉**（25.59%）、**莲花健康**（16.40%）、**ST通葡**（13.08%）、**金徽酒**（6.18%）。
- 本周跌幅前五个股：**佳禾食品**（-4.11%）、**五芳斋**（-4.28%）、**甘源食品**（-6.30%）、**广州酒家**（-6.76%）、**盐津铺子**（-6.99%）。



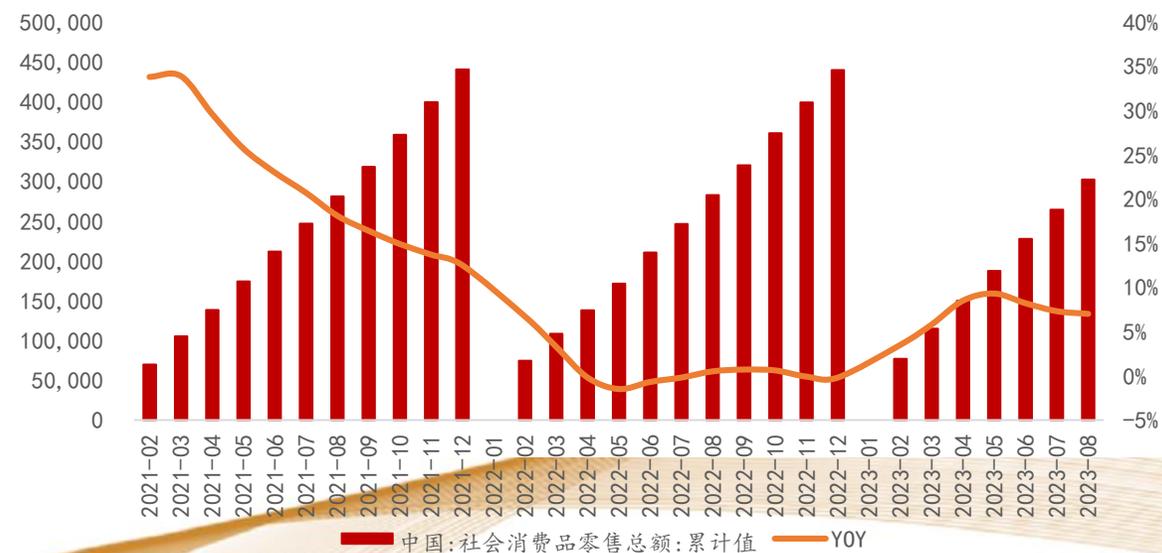
资料来源：Wind，华西证券研究所



03 统计数据更新

宏观数据：8月社零同比增长4.6%，餐饮高增12.40%

- **社零8月继续恢复，1-8月同增7.0%：**参考统计局数据，8月我国社零总额3.8万亿元，同比+4.6%；1-8月累计社零总额30.2万亿元，同比+7.0%。
- **餐饮持续高增，烟酒饮料增速高于均值：**按品类来看，8月餐饮收入4212亿元，同比+12.4%，持续高增；烟酒和饮料分别实现收入414和250亿元，分别同比4.3和0.8%，增速高于社零整体增速。



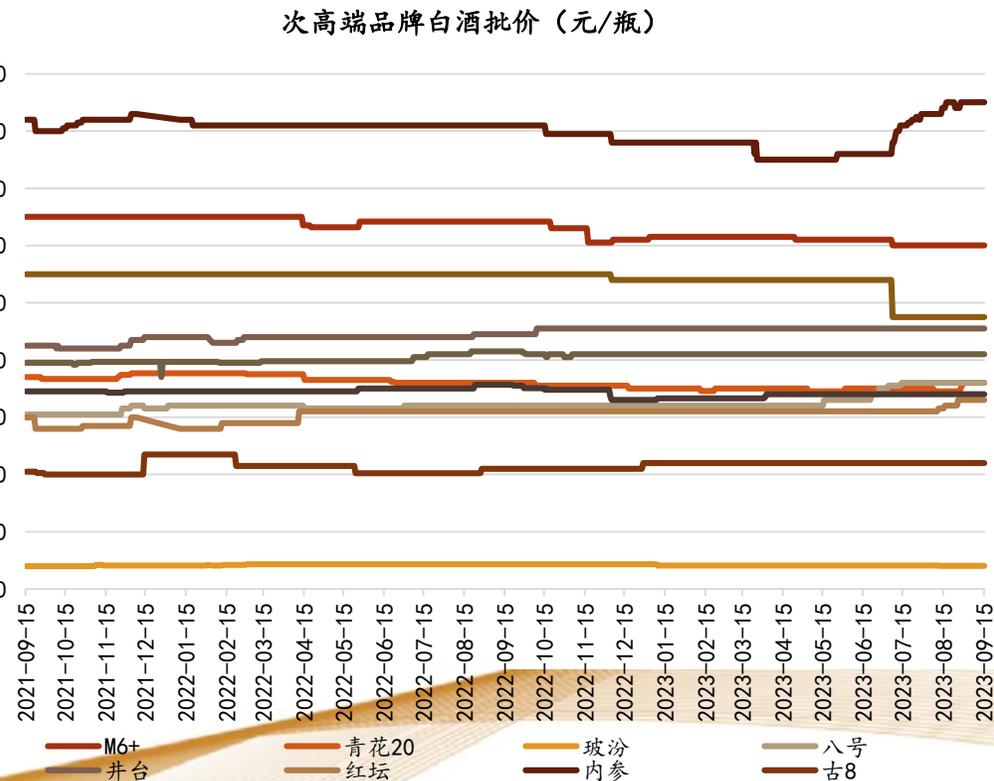
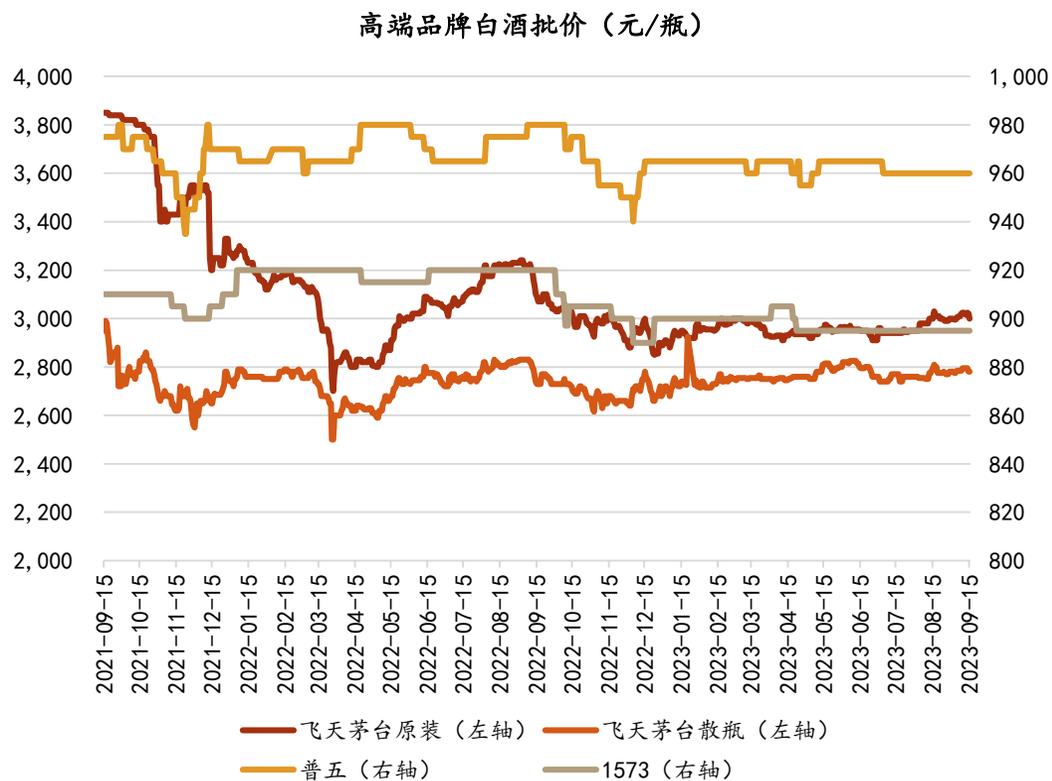
宏观数据：1-8月社零同比增长7.0%，餐饮高增19.4%

指标名称	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02
餐饮收入:当月值	4,212.00	4,277.00	4,371.00	4,070.00	3,751.50	3,707.10	
餐饮收入:当月同比	12.40%	15.80%	16.10%	35.10%	43.80%	26.30%	
餐饮收入:累计值	32,818.00	28,606.00	24,329.00	19,958.00	15,887.90	12,136.50	8,429.00
餐饮收入:累计同比	19.40%	20.50%	21.40%	22.60%	19.80%	13.90%	9.20%
商品零售:当月值	33,721.00	32,483.00	35,581.00	33,733.00	31,159.00	34,148.30	
商品零售:当月同比	3.70%	1.00%	1.70%	10.50%	15.90%	9.10%	
商品零售:累计值	269,463.00	235,742.00	203,259.00	167,678.00	133,945.00	102,786.00	68,638.00
商品零售:累计同比	5.60%	5.90%	6.80%	7.90%	7.30%	4.90%	0.029
粮油、食品类:当月值	1,493.00	1,431.00	1,631.00	1,438.00	1,394.70	1,607.70	
粮油、食品类:当月同比	4.50	0.06	0.05	-0.01	0.01	0.04	
粮油、食品类:累计值	12,082.00	10,595.00	9,161.00	7,531.00	6,250.90	5,071.90	3,493.00
粮油、食品类:累计同比	4.90	0.05	0.05	0.05	0.06	0.08	0.09
烟酒类:当月值	414	391	460	375	364.1	429.6	
烟酒类:当月同比	4.30%	7.20%	9.60%	8.60%	14.90%	9.00%	
烟酒类:累计值	3446	3035	2,641.00	2,179.00	1,830.20	1,526.70	1,109.00
烟酒类:累计同比	7.90%	8.40%	8.60%	8.30%	8.30%	6.80%	6.10%
饮料类:当月值	250.00	243.00	287	232	211.3	230.5	
饮料类:当月同比	0.80%	3.10%	3.60%	-0.70%	-3.40%	-5.10%	
饮料类:累计值	1,929.00	1,674.00	1,433.00	1,146.00	923.9	745	522
饮料类:累计同比	-2.23%	-2.60%	1.00%	0.40%	0.60%	1.80%	5.20%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

行业数据：白酒批价

- 近期白酒行业进入淡季整体批价相对稳定。飞天/普五/1573批价环比持平。今年行业龙头品牌表现出较强的调控能力，规模大单品批价表现均相对稳定。



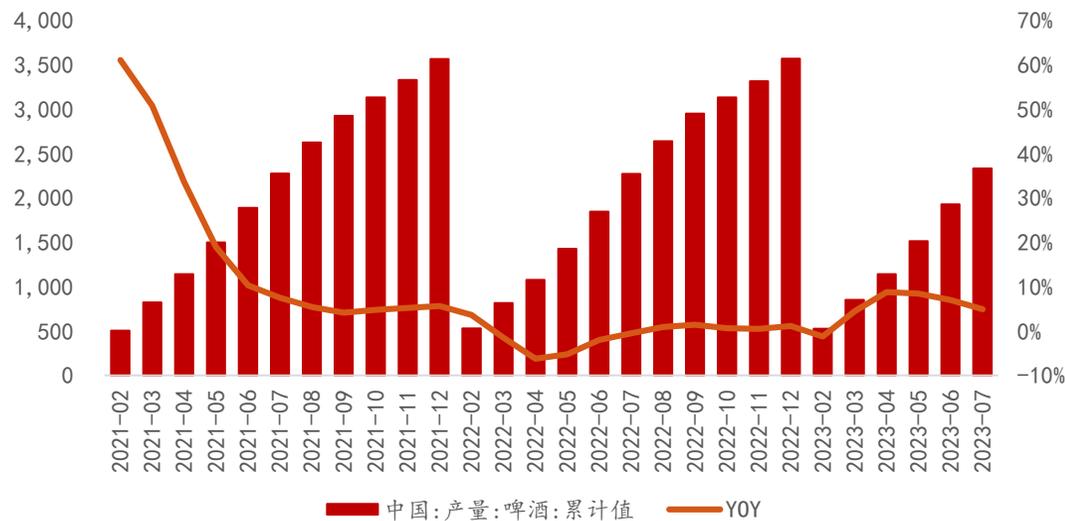
资料来源: Wind, 华西证券研究所

资料来源: Wind, 华西证券研究所

行业数据：啤酒产量1-7月同增4.9%，生鲜乳价格持续下行

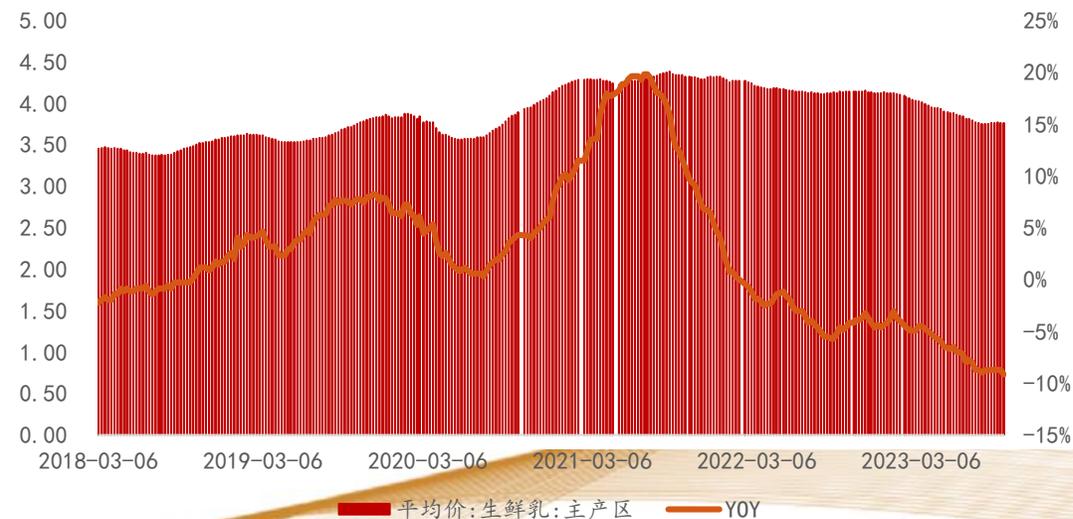
- 啤酒产量1-7月同增4.9%，增长势头较好：**1-7月我国规模以上啤酒企业产量达到2331.1万千升，同比+4.9%，其中7月产量增速有所放缓，规模以上啤酒企业产量402.4万千升，同比-3.4%。1-7月进口啤酒进出口同样表现亮眼，1-7月啤酒累计出口33.75万千升，同比+20.5%；1-7月啤酒累计进口27.74万千升，同比+2.9%。
- 生鲜乳价格持续下降：**22年以来生鲜乳价格持续下降，进入23年生鲜乳价格同比降幅增加，根据农村农业部9月6日数据，生鲜乳主产区均价3.76元/公斤，同比-9.2%，环比基本面持平，近一个月距离底部略有提升。

啤酒产量走势（千万升）



资料来源：Wind，华西证券研究所

生鲜乳价格走势（元/公斤）

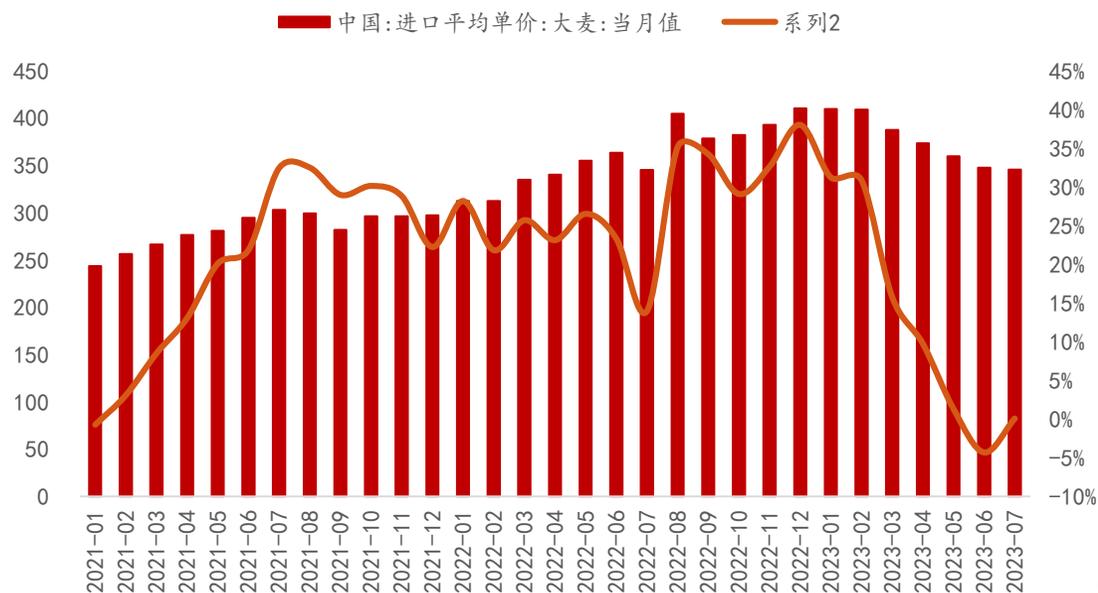


资料来源：Wind，华西证券研究所

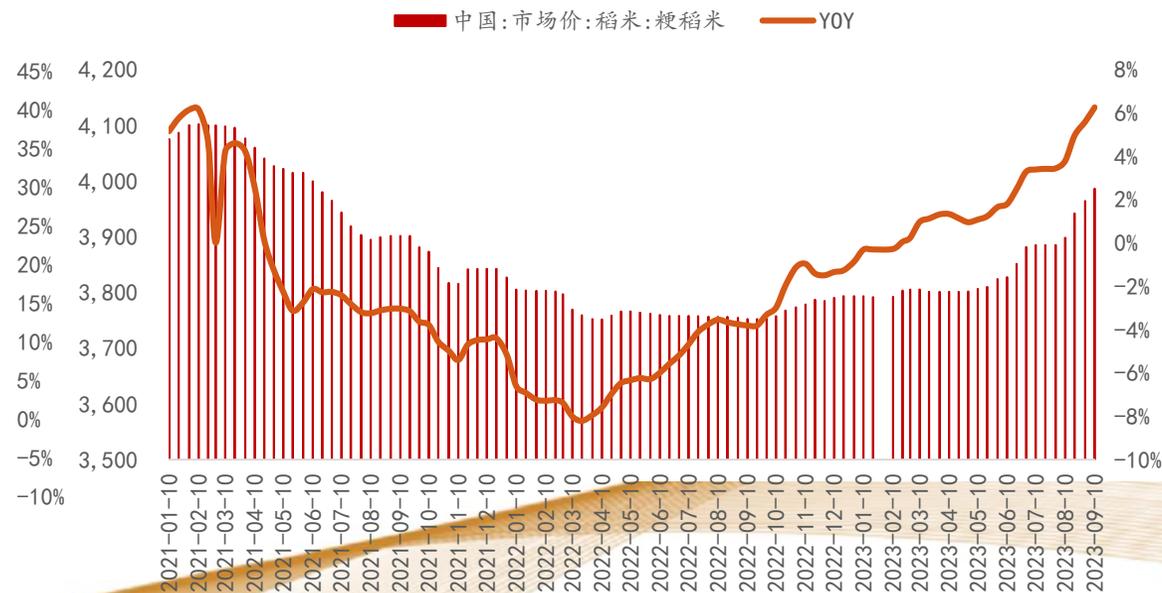
成本数据：多数原材料趋势性回落，成本端更为乐观

- 大麦价格趋势下行，明年啤酒成本下行弹性可期：**今年以来，进口大麦价格逐月环比下行，7月进口价格降至345美元/吨，延续今年以来的下降趋势，另外澳麦双反取消，如若延续下降趋势，将利好年底啤酒企业大麦采购，明年啤酒企业成本下行弹性可期。近期啤酒另一重要食品原料大米价格小幅上涨，但大米成本占比不高且上涨幅度有限，预计对啤酒成本端并无太大影响。

大麦价格走势（美元/吨）



大米价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

资料来源：Wind，华西证券研究所

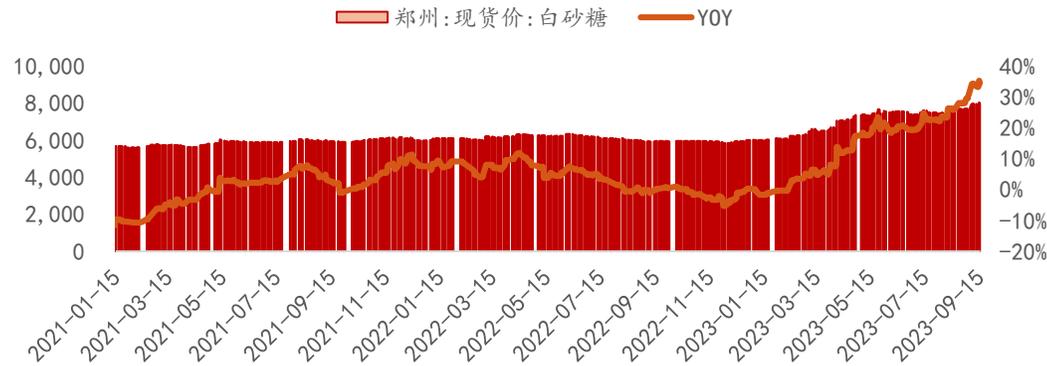
成本数据：多数原材料趋势性回落，成本端更为乐观

- 大豆价格下降幅度收窄，但仍同比下降超10%，利好酱油企业成本端。
- 白砂糖价格持续高位，同比增长26.1%，年初至今持续上涨。
- 生鲜乳价格持续下行，同比降幅达到9%。
- 大包粉价格回落较多，全脂奶粉和脱脂奶粉价格降幅均超过2%。

大豆价格走势（元/吨）



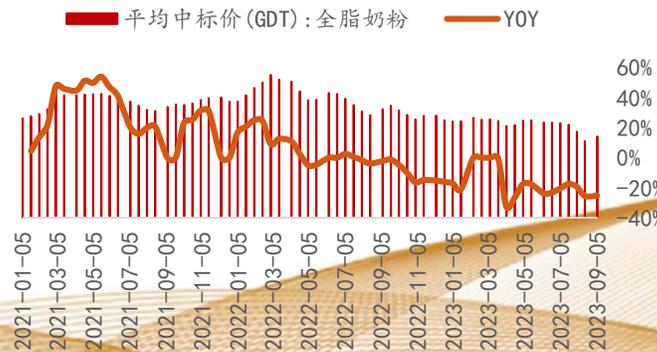
白砂糖价格走势（元/吨）



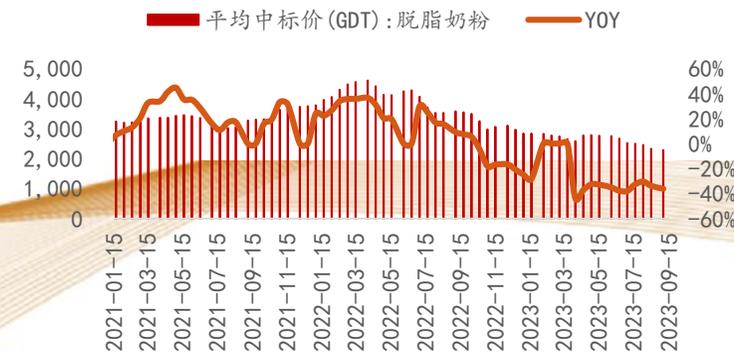
生鲜乳价格走势（元/公斤）



全脂奶粉价格走势（美元/吨）



脱脂奶粉价格走势（美元/吨）



成本数据：多数原材料趋势性回落，成本端更为乐观

- 棕榈油价格下降幅度收窄，但仍降幅超过20%，利好部分烘焙和零食企业。
- 面粉涨幅收窄，同比上涨4%，上游企业成本压力缓解。
- 糖蜜价格降幅扩大至7%，有望缓解酵母企业成本压力。
- 猪肉价格同比降幅超过20%，利好下游企业。

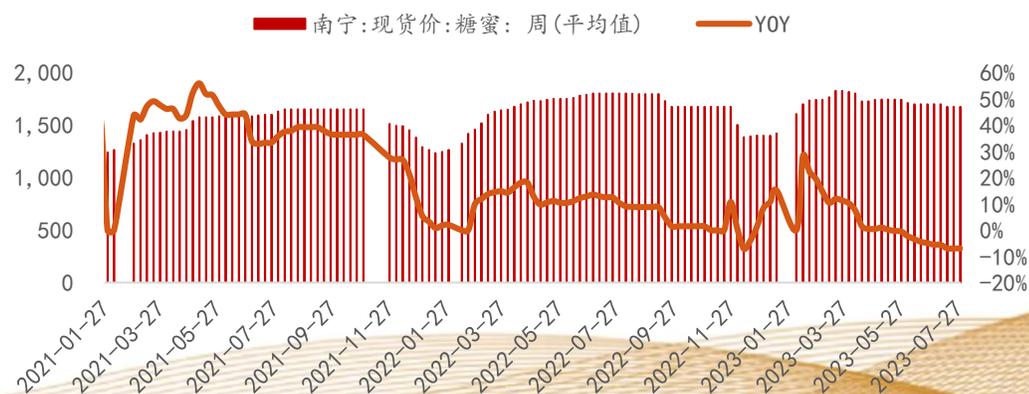
棕榈油价格走势（元/吨）



面粉价格走势（元/公斤）



糖蜜价格走势（元/吨）



猪肉价格走势（元/500克）



成本数据：多数原材料趋势性回落，成本端更为乐观

- 玻璃价格同比上涨20%，但环比变化不大，整体平稳。
- 易拉罐价格同比下降11%左右，年内稳中向下。
- 纸箱价格同比降幅超过20%，成本端持续下行。
- pet价格同比降幅超过15%，成本端持续下行。

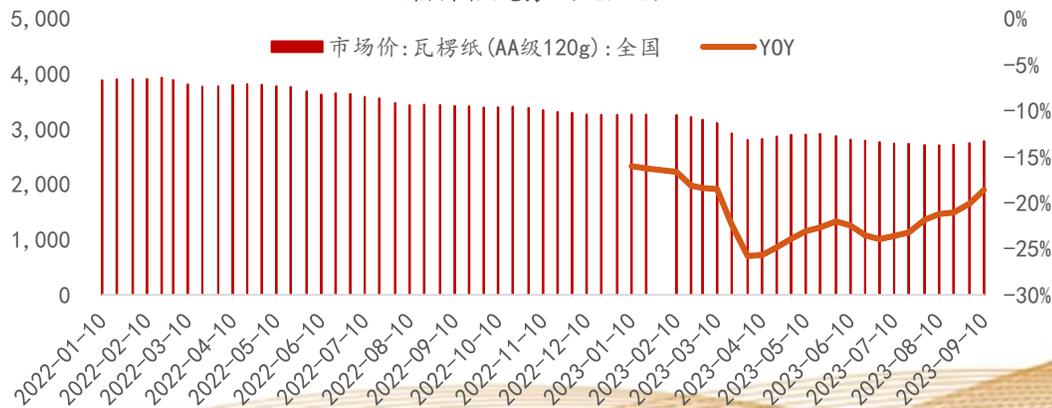
玻璃价格走势（元/吨）



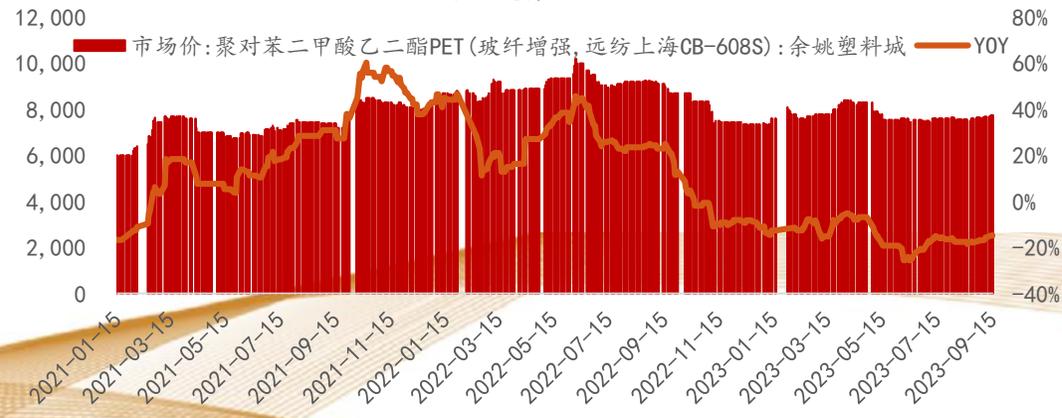
易拉罐价格走势（元/吨）



纸箱价格走势（元/吨）



PET价格走势（元/吨）





04 重点公司公告与行业新闻

重点公司公告

上市公司	子行业	公告时间	公告内容
顺鑫农业	白酒	9月16日	收购兼并, 权益变动: 同意通过在北京产权交易所挂牌的方式公开转让顺鑫佳宇100%的股权
伊力特	白酒	9月14日	人事变动: 公司八届二十四次董事会同意聘任费祎、赖良为公司副总经理。
洋河股份	白酒	9月12日	股本变动: 本持股计划的锁定期于2023年9月10日届满, 股份全部解锁, 共9,118,384股, 占公司目前总股本的0.61%
金徽酒	白酒	9月5日	收购兼并: 豫园股份与铁晟叁号协议转让公司股份事项已完成过户登记, 过户数量为25,363,000股, 占公司总股本的5%
燕京啤酒	啤酒	9月16日	人事变动: 张桂卿向公司董事会申请辞去第八届董事会独立董事、董事会审计委员会委员、董事会薪酬与考核委员会委员职务。
*ST西发	啤酒	9月9日	资金投向: 2023年7月24日, 经债权人申请, 西藏自治区拉萨市中级人民法院决定对西藏发展股份有限公司进行预重整。
泉阳泉	软饮料	9月16日	交易异动: 吉林泉阳泉股份有限公司股票于2023年9月13日、14日、15日连续三个交易日内收盘价格涨幅偏离值累计达到20%
安德利	软饮料	9月13日	股本变动: 本次股票上市流通总数204,012,840股, 其中A股为186,789,960股, H股为1,722,880股。
欢乐家	软饮料	9月13日	回购股权: 回购资金总额为不低于人民币5,000万元(含)、不超过人民币10,000万元(含), 回购价格不超过人民币15.00元/股
安德利	软饮料	9月8日	人事变动: 华英证券决定授权王亚卿先生接替杨惠荃女士担任公司的持续督导保荐代表人
欢乐家	软饮料	9月7日	利润分配: 以445,242,500股为基数, 向全体股东每10股派发现金红利0.5元(含税), 合计拟派发现金红利22,262,125元(含税)
熊猫乳品	乳品	9月15日	人事变动: 傅妙妙女士因个人原因辞去公司证券事务代表职务
品渥食品	乳品	9月13日	回购股权: 回购价格不超过34元/股, 回购股份数量不低于50万股且不超过100万股, 回购的资金总额不超过人民币3,400万元
品渥食品	乳品	9月12日	人事变动: 选举产生6名非独立董事、3名独立董事, 共同组成公司第三届董事会; 选举产生2名非职工代表监事
华统股份	肉制品	9月8日	增发发行: 浙江华统肉制品股份有限公司申请向特定对象发行A股股票事项处于深圳证券交易所审核环节
龙大美食	肉制品	9月5日	回购股权: 截至2023年8月31日, 累计已回购股份15,019,583股, 占比1.39%, 成交总金额129,924,245.80元
春雪食品	预加工食品	9月12日	回购股权: 同意公司使用自有资金不低于人民币1,500万元, 不超过人民币2,500万元(含), 回购价格不高于人民币16.00元/股
五芳斋	预加工食品	9月7日	回购股权: 不低于人民币6,000万元(含), 不超过人民币10,000万元(含); 回购股份的价格不超过人民币45.44元/股(含)

资料来源: Wind, 华西证券研究所

重点公司公告

上市公司	子行业	公告时间	公告内容
盖世食品	预加工食品	9月5日	回购股权：回购价格不超过8.34元/股本次拟回购资金总额不少于1,084万元，不超过2,127万元
仙乐健康	保健品	9月15日	回购股权：不超过人民币40.38元/股，回购资金总额不低于人民币3,000.00万元、不超过人民币4,000.00万元。
劲仔食品	零食	9月13日	股本变动：本次解除限售的首次公开发行前已发行股份数量为160,636,608.00股，占公司总股本的35.61%
劲仔食品	零食	9月13日	股本变动：本次解除限售的首次公开发行前已发行股份数量为160,636,608.00股，占公司总股本的35.61%
好想你	零食	9月11日	股权激励，股本变动：本次限制性股票授予登记完成数量:22万股；限制性股票授予价格:3.93元/股
劲仔食品	零食	9月8日	员工持股：本次员工持股计划的份额上限为315.88万份，本员工持股计划持有公司股份的上限为53万股
劲仔食品	零食	9月7日	股权激励：本次限制性股票预留授予登记数量为35万股，占授予日公司总股本的比例为0.0776%。
良品铺子	零食	9月6日	权益变动：良品铺子股份有限公司股东达永有限公司所持公司股份的比例由28.12%变动至27.05%
来伊份	零食	9月5日	回购股权：拟回购金额不低于3,500万元(含)且不超过人民币7,000万元(含)，回购价格不超过人民币20.00元/股
绝味食品	熟食	9月9日	回购股权：累计回购股份320,400股，占比0.0508%，成交价格为35.14-36.36元/股，已支付资金总额为11,498,250.00元
安井食品	调味发酵品	9月11日	权益变动：国力民生持有安井食品25%股份，章高路不再持有国力民生的股权，杭建英、陆秋文分别持有29.94%、25.15%股权
嘉必优	食品及饲料添加剂	9月14日	股份增减持：2023年9月14日起6个月内通过上海证券交易所交易系统以集中竞价方式增持公司股份，增持数量不低于187,000股
双塔食品	其他农产品加工	9月14日	权益变动：招远君兴农业发展中心及其一致行动人招远市金岭金矿合计持有公司股份比例由35.57%减少至34.38%
青岛食品	烘焙食品	9月14日	股本变动：本次解除限售股份的数量为66,962股，占公司总股本的0.0446%

资料来源：Wind，华西证券研究所

行业新闻

行业	新闻来源	新闻时间	新闻要点
白酒	北京商报	9月14日	唐庄7500吨白酒项目即将投产
白酒	小食代	9月14日	茅台官宣又有新联名要来了！9月13日晚间，贵州茅台官微发布一则微博文案：“贵州茅台×?9月16日，敬请期待~”
白酒	IT桔子	9月14日	国风白酒品牌完成种子轮融资
白酒	国际文传电讯社	9月13日	国际烈酒巨头Bacardi收购手工梅斯卡尔酒品牌ILEGALMezcal
白酒	华夏酒报	9月12日	河北邯郸丛台酒业股份有限公司投资建设的泸州蜀台酒庄中高端白酒一体化项目，预计今年年底可以部分投产
白酒	新浪财经	9月12日	首家白酒港股珍酒李渡市值突破411亿港元
白酒	新浪财经	9月11日	习水县2022年白酒销售达306.9亿
白酒	中国网科技	9月8日	喜马拉雅推出白酒SIVA营销模型，在四川省酒类流通协会与喜马拉雅、群邑集团举行战略合作签约仪式
白酒	和讯网	9月6日	香港五粮液(000858)大酒家开业典礼在中国香港铜锣湾举行
白酒	财联社	9月5日	据财联社消息，“酱香拿铁”销售超出预期，茅台表示其将成为常设产品，以后长期推出。
白酒	酒鬼酒	9月5日	酒鬼酒“馥郁香白酒传统酿造区”入选湖南首批工业遗产
白酒	北京商报讯	9月5日	北京商报记者从天猫塞尚厚乳店获悉，“白酒风味厚奶可能过段时间会有，在等消息”。
白酒	贵州日报	9月5日	第十二届酒博会将发放白酒消费券1375万元
白酒	新京报讯	9月4日	金沙酒业获“赤水河流域酱香白酒金沙产区”使用权
白酒	和讯网	9月4日	五粮液(000858)将在国家会议中心和首钢园区两大展区向全世界展示独一无二的“和美文化”
白酒	糖酒快讯	9月4日	茅台首款“酱香拿铁”于瑞幸咖啡全国1万+门店同步上市，定价38元/杯，活动价低至19元/杯。
非乳饮料	燃次元	9月15日	1L装冰红茶，成为“扁丝饮料”的代表
非乳饮料	再生PET新视界	9月14日	可口可乐公司发起了一项名为“MayIkabotePa”的消费者参与倡议，在菲律宾，更多的可口可乐产品将使用100%回收的PET瓶。

行业新闻

行业	新闻来源	新闻时间	新闻要点
非乳饮料 食品板		9月14日	元气森林持续加码能量饮料赛道，继外星人、大魔王后再推能量饮料新品——MAXX含气能量饮料。
非乳饮料 食品板		9月9日	国民茶饮品牌蜜雪冰城推出《雪王驾到》动画引起全民关注，截至9月8日，B站的播放量已突破500万。
非乳饮料 Foodaily		9月8日	今麦郎推出了电解质饮料新品：来电平衡™。
非乳饮料 饮料产业链之窗		9月7日	怡宝官宣推出“本优BonJourForêt”饮用天然矿泉水。
非乳饮料 食品饮料创新		9月5日	9月元气森林乳茶焕新上市，已在元气森林电商旗舰店和部分地区线下渠道同步销售，预计9月中下旬完成全国铺市
非乳饮料 海报新闻		9月4日	疯狂的椰水：从前的“边角料”价格暴涨4000%
乳品 欧睿信息咨询		9月13日	欧睿咨询：原味酸奶、婴儿食品增长10%，全球乳业走向乐观
乳品 中童观察		9月13日	澳优董事会主席颜卫彬辞职，任志坚接任
乳品 小食代		9月12日	达能想在中国“吃下”更多份额，今年还将陆续上市多个奶粉新品
乳品 消费最前线		9月11日	喜茶在官方微博宣布喜茶的“3.8源牧甄奶”持证上岗，同时提出“千万真奶补贴”使用了3.8源牧甄奶的烤黑糖波波牛乳茶
乳品 食品板		9月8日	伊利×国宝设计师推出减碳环保包装“动物足迹瓶”
肉制品 水母网		9月12日	喜旺获食品安全科学技术奖创新突破肉制品品质安全控制关键技术
调味品 华杰香料科技		9月15日	长谷川美国公司（T.HasegawaUSA）的番茄风味调节剂——番茄Boostract（TomatoBoostract）首次亮相。
休闲食品 食品板		9月14日	2023年8月，集团通过零食量贩渠道共销售37.18万箱产品，涵盖调味面制品、蔬菜制品及豆制品全品类产品，环比增长38.1%。
休闲食品 食品板		9月9日	在50余家营利双增的食品企业中，有近半者都在财报中强调，业绩增长源自渠道的突出贡献
休闲食品 前途科技		9月7日	零食品牌「SkinnyDipped」获1200万美元A轮融资
休闲食品 新京报讯		9月6日	卫龙“霸道熊猫”辣条上市，成立川味休闲零食全球化发展联盟
休闲食品 新京报讯		9月5日	涪陵榨菜表示：“榨菜酱从二季度开始铺市宣传，目前已完成约20万家终端售卖点的上架铺市工作



05 未来两周重要事项提醒

风险提示

- 宏观经济疲软——经济增长降速将显著影响整体消费情况；
- 业绩不达预期——目前消费仍在恢复期，存在业绩不达预期可能；
- 市场系统性风险等。

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

郭辉：10年白酒产业从业经验，前就任某公募基金消费研究员，现负责白酒板块研究，具备产业、卖方、买方多方面工作经历，对产业趋势与资本市场均有深刻洞察。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

- 华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。
- 本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。
- 在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。
- 本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。
- 所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。