

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: xiongwx@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

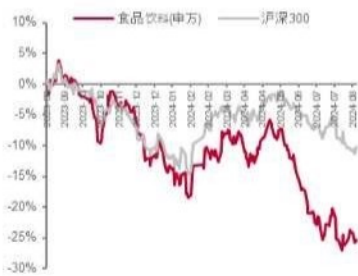
执业证书编号：S0740523070003

Email: yansy@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	123
行业总市值(亿元)	43,005.99
行业流通市值(亿元)	19,013.86

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	1431.20	49.93	59.49	69.48	79.08	28.6	24.06	20.60	18.10	1.45	买入
五粮液	125.01	6.88	7.78	8.79	9.84	18.1	16.07	14.22	12.70	1.27	买入
燕京啤酒	9.80	0.12	0.23	0.33	0.45	81.6	42.61	29.70	21.78	0.77	买入
山西汾酒	183.80	6.65	8.56	10.68	13.01	27.6	21.47	17.21	14.13	0.86	买入
安井食品	75.90	3.75	5.04	5.86	7.07	20.2	15.06	12.95	10.74	0.64	买入

备注：股价为2024年8月16日收盘价。

投资要点

- **白酒：中秋检验业绩支撑，分红提升预期上行。**距白酒传统旺季中秋节还有一个半月，经销商节前打款和终端备货将陆续进行，今年的中秋国庆和明年春节将是检验白酒基本面是否触底的重要节点，建议紧密观察。另一方面，茅台董事会拟定了《2024—2026年度现金分红回报规划》，即2024—2026年度公司每年度分配的现金红利总额不低于当年实现归属于上市公司股东的净利润的75%，预计其他酒企也有望逐步跟进，提升白酒板块分红水平。在板块基本面触底（动销、批价、库存）得到确认后，龙头公司股息率的吸引力将更加凸显。
- **高端酒旺季前有望维持批价稳定。**根据云上酒趣，整箱飞天本周批价分别上涨50元至2750元，普五和高度国窖环周价格保持稳定。我们预计随着厂家增长预期更加理性、渠道管理经验愈加成熟，旺季前高端酒批价有望保持稳健。
- **今世缘：营收符合预期，后百亿势能延续。**公司发布2024年半年度报告，2024年H1公司实现营业收入73.05亿元，同增22.35%，实现归母净利润24.61亿元，同增20.08%，实现扣非归母净利润24.46亿元，同增19.23%；单二季度实现营业收入26.34亿元，同增21.52%，实现归母净利润9.29亿元，同增16.86%，实现扣非归母净利润9.21亿元，同增14.79%。**1) 产品结构上，百元以上增长强势。**其中300元以上的特A+类产品实现营业收入46.54亿元，同增21.91%，实现销售占比64.13%，同减0.17pcts；100-300元价格带特A类产品实现营业收入22.16亿元，同增26.05%，实现销售占比30.53%，同增0.93pcts；**2) 省内实现稳定增长，省外有望贡献更多增量。**从区域的角度来看，公司上半年省内实现营业收入66.58亿元，同增21.10%，其中苏中、盐城、苏南、淮安大区实现较快增长，苏中大区实现销售收入11.19亿元，同增32.91%，南京市场实现营业收入19.05亿元，在高基数下仍实现同比16.62%增长。省外市场增速较快，2024年H1省外市场实现营业收入5.99亿元，同增36.39%。**3) 二季度毛利率重回上行通道。**从利润率的角度来看，公司上半年实现销售毛利率73.79%，同减0.68pcts，单二季度实现销售毛利率73.02%，同增0.15pcts。
- **迎驾贡酒：增长符合预期，盈利能力持续增强。**迎驾贡酒发布2024年半年报，1H24实现营收37.85亿元，同比+20.44%，实现归母净利润13.79亿元，同比+29.59%。**1) 业绩符合预期，2Q24稳健增长。**公司2Q24实现营收14.61亿元，

同比+19.04%，归母净利润 4.66 亿元，同比+27.96%，符合市场预期。综合考虑半年度回款来看，2024 末合同负债环比 1Q24 末下降 0.53 亿元，1H24 末合同负债略低于 1H23 末合同负债；1H24 期间营业收入+△合同负债同增 17.63%，1H24 期间销售收现同增 16.48%，稍低于收入增速；2) 毛利率稳中有升，费用率持续优化。1H24 毛利率同比提升 2.63pct 至 73.57%，归母净利率同比提升 2.57pct 至 36.42%；2Q24 毛利率同比提升 0.58pct 至 71.15%，归母净利率同比提升 2.22pct 至 31.88%，盈利能力明显提升。预计毛利率主要由结构升级拉动，2Q24 中高档白酒收入同增 24.95%，普通白酒收入同增 6.5%，与 1Q24 趋势类似，洞藏为主体的高结构产品增长较快。费用率方面，2024 年销售费用率为 10.00%，同比降低 1.99pct；2024 年管理费用率为 4.60%，同比降低 1.05pct。

- **重庆啤酒：短期经营承压，盈利能力下滑。**2024H1 公司实现收入 88.61 亿元，同比增长 4.18%；实现归母净利润 9.01 亿元，同比增长 4.19%；实现扣非后归母净利润 8.88 亿元，同比增长 3.91%。其中 2024Q2 实现收入 45.68 亿元，同比增长 1.54%；实现归母净利润 4.49 亿元，同比增长-5.99%；实现扣非后归母净利润 4.42 亿元，同比增长-6.58%。**(1) 销量平稳增长，均价同比下降。**2024Q2 公司啤酒收入为 44.46 亿元，同比增长 0.86%。啤酒销量为 91.70 万千升，同比增长 1.53%。均价为 4848 元/千升，同比下降 0.66%。分档次看，公司二季度高档、主流、经济分别实现收入 26.92、16.54、1.00 亿元，同比分别增长-1.90%、+5.12%、+10.65%，高档增长最慢主要系需求疲软影响。分地区看，西北区、中区、南区分别实现收入 13.92、17.48、13.06 亿元，同比分别增长 0.05%、-1.16%、4.62%，中区下滑主要受天气因素影响。二季度公司吨酒成本同比上升 2.06%至 2468 元/千升。**(2) 毛利率同比下降，费用率短期上升。**2024Q2 公司毛利率同比下降 0.99 个 pct 至 50.45%。二季度销售、管理、研发、财务费用率同比分别+1.26、-0.27、-0.06、+0.19 个 pct 至 17.20%、2.95%、0.15%、-0.17%。综合来看，2024Q2 公司扣非后归母净利率同比下降 0.84 个 pct 至 9.67%。
- **仙乐健康：国内持续深耕，全球化稳步推进。**(1) 国内市场方面。公司在中国区持续做深做透高价值客户，深度洞察客户需求，实施契合客户活动主题的联合营销推广方案，加大力度抢夺市场存量单品，升级打造爆款产品能力，2024 年上半年立项 100+新项目，精准产品提案 160+，落地 IPD 产品 37 个，打造乳液钙等市场爆品；加强行业 BD 力量，开展重点行业洞察及新业务拓展，提升整体营销作战能力。通过药店增量单品和新品持续扩大存量大客户的钱包份额，实现 3 家头部大客户合作升级；与重点连锁客户启动慢病关联和功能性食品的创新营销解决方案的探索，打造药店业务增长的第二曲线；持续拓展现代渠道零售商客户，陆续与多家头部会员店/母婴店/美妆店等建立品类战略合作意向，通过 IP 营销赋能提升客户产品合作的深度和广度；围绕人群/渠道定制品类和跨境业务，深化头部平台品牌的自有品牌产品矩阵；推动与头部直播机构的深度合作，提升电商平台的市场份额。(2) 海外市场方面。美洲区继续巩固和拓展头部客户业务，支持和陪伴头部客户拓展新市场；推动中美销售整合，实现部分头部客户交叉销售；通过交叉销售和直接销售开拓软糖业务；下沉个人护理品业务独立运营，探索个人护理品业务和营养健康食品业务的协同路

径。欧洲区深挖头部客户需求，增加合作品种，着力推广软糖等新剂型，扩大头部客户的口袋份额；加大东欧、南欧市场拓展力度，快速赢得新客户；持续推广植物基产品，推出植物基软糖 BloomDays™，在英国首次实现植物基产品销售。亚太区继续扩大澳洲头部客户的合作，增加合作品类，提升销售份额；巩固和提升现有东南亚客户的合作，完善东南亚销售团队，打造市场与销售协同的营销组织；积极开展面对亚太市场的推广活动，提高公司在亚太地区的曝光度和知名度。（3）研发创新上，2024年上半年公司取得2项保健食品注册证书和20项保健食品备案凭证，推出新品435个。建立并发布E立方仿生增效技术平台，自主研发荔枝元、橘轻元、Peptivator®胶原小分子肽等创新原料。取得25项发明专利（其中，中国15项、日本3项、澳大利亚5项、加拿大2项），获批广东省专利预审服务工作站；高含量油脂凝胶技术、肠溶软胶囊通过广东省食品行业协会科技成果评价，评定为国际先进水平；积极参与国内外行业建设。（4）供应链与数字化上，启动并持续推进订单交期缩短项目；乳液钙创新产品实现量产，无淀粉软糖线建成，全剂型产品全球供应能力持续提升；加强全球质量标准协同，启动中美跨境产品检验提效项目，梳理产品标准制定原则，整合国内外检验资源，缩短检验周期；整合全球采购资源，强化品类战略，推动集团化采购；实现德国工厂、Best Formulations工厂与集团能效升级标准对标，在物料降本、人员提效、节能降耗等方面取得进展。加快研发数据资产数字化建设，重点提升专利和功效地图的在线化率。

- **休闲零食行业：解码小零食的大单品之路。**（1）现状：“大行业、小公司”是中国零食行业显著特征。行业千亿规模，风味零食占比高增速快；格局高度分散，大单品更为稀缺。（2）讨论大单品的必要性和可能性：1、必要性：①渠道与库存管理。②费效比。③品牌心智。2、可能性：①消费者愿意为情绪价值支付溢价。②低ASP降低消费门槛并拓宽消费场景。③多元渠道提升消费者覆盖面与触达度。（3）复盘奥利奥的“逆袭”：策略：1、产品设计：大众化命名和现代化设计。2、渠道建设：起步更早，积累更深。3、品牌营销：定位清晰（奥利奥=童趣），把握电视广告红利。历史背景：1、美国经济从大萧条走向大通胀。2、二战时期女性地位提升以及二战后“婴儿潮”。3、二战后美国郊区化推动中产阶级的扩大。（4）展望易形成大单品的品类：消费者端：“满足感”强而“饱腹感”弱。1、低水平重复动作和高热量高脂高糖的食物触发机制脑内“奖赏机制”。2、低“热量密度”使递减的边际效益曲线斜率更加平缓。生产者端：既有“广谱性”又有“记忆点”。1、新品种和新技术发展提升农作物亩产和种植面积降低品类消费门槛。2、“味觉记忆”的形成使产品获得持续生命力。看好行业投资价值，期待中式零食大单品突围。2个方向值得关注：
（1）品类快速发展的中式辣卤零食龙头，推荐盐津铺子、劲仔食品；（2）品类经过历史验证的坚果零食龙头，推荐洽洽食品，关注三只松鼠、甘源食品。
- **卫龙美味：蔬菜制品表现亮眼，盈利能力改善。**公司发布2024年半年报业绩，24H1实现收入29.39亿元，同比+26.3%；实现归母净利润6.21亿元，同比+38.9%。蔬菜制品收入增长亮眼，超越调味面制品成为公司第一大品类。分产品来看：24H1调味面制品/蔬菜制品/豆制品及其他产品实现收入

13.5/14.6/1.2 亿元，同比+5.0%/+56.6%/+17.5%，①调味面制品收入实现增长主要系全渠道建设的推进；②蔬菜制品收入实现快速增长，超越调味面制品成为公司第一大品类，主要系公司持续迭代产品、扩大产品产能、加强全渠道和品牌建设。分渠道来看：24H1 线下/线上渠道实现收入 25.9/3.5 亿元，同比+25.4%/+33.2%。线上增速更快主要系公司紧跟线上流量变迁趋势，加大主流社交媒体投入。24H1 公司毛利率为 49.8%同比+2.3pcts，毛利率的提升主要得益于产能利用率的提升和部分原材料价格的下降。24H1 销售费用率为 16.2%，同比+0.4pcts，主要系员工福利费用和广告费用的增加。24H1 管理费用率为 8.2%，同比-1.2pcts，主要系收入增长较快摊薄管理费用率。

- **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。