



# 食品饮料行业研究

**买入（维持评级）**
**行业周报**  
 证券研究报告

**食品饮料组**
**分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）** liuchengqian@gjzq.com.cn  
**分析师：叶韬（执业 S1130524040003）** yetao@gjzq.com.cn

**分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）** chenyujun@gjzq.com.cn

## 分化的中报仍不乏结构性亮点，关注底部布局机会

### 投资建议：

**白酒板块：**市场对酒企二季报预期本身较谨慎且理性，实际兑现中分化多在于回款及利润。目前市场对白酒标的的 EPS 已密集下修，临近双节旺销期、近期密集开启渠道回款及终端备货，建议持续关注实际动销反馈，预计旺季走量优于价盘，结构性亮点仍可期。当下不乏龙头酒企 24E PE 在 10-15X 区间，具备配置性价比，推荐高端酒、山西汾酒及区域内强势标的，关注顺周期反转逻辑下次高端的赔率优势。

**收入端：**低预期下实际兑现度仍平稳、回款分化大。24Q2 白酒板块实现营收 918 亿元，同比+11.2%；高端/次高端/区域酒及其他分别实现营收 597/99/223 亿元，同比+14.4%/+8.5%/+4.4%。从回款角度看，△合同负债+Q2 营收的狭义回款指标仅贵州茅台、五粮液增速高于营收增速，酒厂淡季以控货梳理价盘为主、普遍未施以较丰厚渠道政策催促回款，渠道在动销氛围转淡时也未有较强回款情绪。结合全年合同返利兑付及渠道缩减品牌时的顺次考量，我们预计动销占优的品牌今年回款完成度仍会较高，压力点或在年末，持续关注各酒企返利兑付情况。从酒企驱动营收增长的量价逻辑来看，板块上半年仍以销量增长为主要边际贡献。

**利润端：**板块弹性收窄、内部分化更明显。24Q2 板块利润呈现微弱的弹性、延续 Q1 特征（24Q2 板块实现归母净利润 338 亿元，同比+12.1%，高于同期营收增速；归母净利率为 36.4%，同比+0.3pct），但分化愈加明显（高端酒、次高端酒、区域酒及其他归母净利率同比分别-0.4pct、-3.9pct、+2.5pct），#部分酒企利润兑现低于市场预期；当缺乏收入增长支撑时、相对固定的费用开支使得利润端出现超幅下滑。

**拆分归母净利率的影响因素：**1) 24Q2 板块整体毛销差为 69.1%，同比+0.4pct；高端酒、次高端酒、区域酒及其他同比分别-0.3pct、-4.2pct、+2.1pct。目前酒企普遍采用费用直投 C 端的营销模式，尽量在维持消费端成交价相对稳定的同时通过红包等形式提高产品性价比认知，经历过上轮下行周期后酒企的费投思路也更理性。2) 24Q2 板块整体管理费用率为 5.2%，同比-0.5pct；营业税金及附加占比为 15.6%，同比+0.4pct。

**大众品：**各子板块 24H1 收入端普遍承压，主要系终端需求疲软、市场竞争加剧、消费升级受阻所致，尤其餐饮链上游（速冻、调味品、啤酒）量价表现均有承压。但部分板块亦存在亮点，如小零食和软饮料龙头凭借新渠道和新产品仍延续业绩高速增长趋势。从利润来看，随着原材料成本下行叠加产能利用率提升，多数企业利润端表现优于收入端。透过中报我们观察到以下 3 点特征：1) 注重性价比、健康化的消费趋势仍在延续，主打同质低价/同价升级两种方式的企业获得较好的增长，如具备性价比的零食专营店持续渗透下沉，带动盐津、劲仔等零食企业 Q2 收入超 20% 增长。东鹏持续加大冰冻化陈列及品牌投入，能量饮料受众面拓宽，补水啦具备健康属性，Q2 收入近 50% 增长。2) 下游餐饮端降本增效压力较大，餐饮链相关企业以价换量实现收入增长，但同时毛利率受损。3) 部分行业需求趋于饱和，导致行业内卷加剧，如乳制品、软饮料龙头旺季加大促销力度，以求市场份额企稳，但对净利率造成扰动。我们预计后续行业需求温和复苏，成本走势相对平稳，叠加低基数红利后业绩有望改善。建议关注 1) 具备强势供应链或渠道议价权的龙头，短期价格竞争预计对利润率影响可控，中长期市占率有望稳步提升。2) H2 存在潜在事件催化，关注酵母新榨季成本改善及百润烈酒新品上市反响。

### 风险提示

宏观经济恢复不及预期、区域市场竞争风险、食品安全问题风险。



## 内容目录

一、周观点：分化的中报兑现，仍不乏结构性亮点.....	3
二、本周行情回顾.....	3
三、食品饮料行业数据更新.....	5
四、公司公告与事件汇总.....	7
4.1 公司公告精选.....	7
4.2 行业要闻.....	7
4.3 近期上市公司重要事项.....	8
五、风险提示.....	8

## 图表目录

图表 1： 本周行情.....	3
图表 2： 周度申万一级行业涨跌幅.....	4
图表 3： 当周食品饮料子板块涨跌幅.....	4
图表 4： 申万食品饮料指数行情.....	4
图表 5： 周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10.....	4
图表 6： 非标茅台及茅台 1935 批价走势（元/瓶）.....	5
图表 7： i 茅台上市至今单品投放量情况（瓶）.....	5
图表 8： 白酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	6
图表 9： 高端酒批价走势（元/瓶）.....	6
图表 10： 国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）.....	6
图表 11： 中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）.....	6
图表 12： 啤酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	7
图表 13： 啤酒进口数量（万千升）与均价（美元/千升）.....	7
图表 14： 近期上市公司重要事项.....	8



## 一、周观点：分化的中报兑现，仍不乏结构性亮点

### ● 白酒板块

市场对酒企二季报预期本身较谨慎且理性，实际兑现中分化多在于回款及利润。目前市场对白酒标的的 EPS 已密集下修，临近双节旺销期、近期密集开启渠道回款及终端备货，建议持续关注实际动销反馈，预计旺季走量优于价盘，结构性亮点仍可期。当下不乏龙头酒企 24E PE 在 10-15X 区间，具备配置性价比，推荐高端酒（茅五泸）、山西汾酒及区域内强势标的，关注顺周期反转逻辑下次高端的赔率优势。

收入端：低预期下实际兑现度仍平稳、回款分化大。24Q2 白酒板块实现营收 918 亿元，同比+11.2%；高端/次高端/区域酒及其他分别实现营收 597/99/223 亿元，同比+14.4%/+8.5%/+4.4%。从回款角度看，△合同负债+Q2 营收的狭义回款指标仅贵州茅台、五粮液增速高于营收增速，酒厂淡季以控货梳理价盘为主、普遍未施以较丰厚渠道政策催促回款，渠道在动销氛围转淡时也未有较强回款情绪。结合全年合同返利兑付及渠道缩减品牌时的顺次考量，我们预计动销占优的品牌今年回款完成度仍会较高，压力点或在年末，持续关注各酒企返利兑付情况。从酒企驱动营收增长的量价逻辑来看，板块上半年仍以销量增长为主要边际贡献。

利润端：板块弹性收窄、内部分化更明显。24Q2 板块利润呈现微弱的弹性、延续 Q1 特征（24Q2 板块实现归母净利 338 亿元，同比+12.1%，高于同期营收增速；归母净利率为 36.4%，同比+0.3pct），但分化愈加明显（高端酒、次高端酒、区域酒及其他归母净利率同比分别-0.4pct、-3.9pct、+2.5pct），#部分酒企利润兑现低于市场预期；当缺乏收入增长支撑时、相对固定的费用开支使得利润端出现超幅下滑。

拆分归母净利率的影响因素：1) 24Q2 板块整体毛销差为 69.1%，同比+0.4pct；高端酒、次高端酒、区域酒及其他同比分别-0.3pct、-4.2pct、+2.1pct。目前酒企普遍采用费用直投 C 端的营销模式，尽量在维持消费端成交价相对稳定的同时通过红包等形式提高产品性价比认知，经历过上轮下行周期后酒企的费投思路也更理性。2) 24Q2 板块整体管理费率为 5.2%，同比-0.5pct；营业税金及附加占比为 15.6%，同比+0.4pct。

### ● 大众品板块

大众品各子板块 24H1 收入端普遍承压，主要系终端需求疲软、市场竞争加剧、消费升级受阻所致，尤其餐饮链上游（速冻、调味品、啤酒）量价表现均有承压。但部分板块亦存在亮点，如小零食和软饮料龙头凭借新渠道和新产品仍延续业绩高速增长趋势。从利润来看，随着原材料成本下行叠加产能利用率提升，多数企业利润端表现优于收入端。

透过中报我们观察到以下 3 点特征：1) 注重性价比、健康化的消费趋势仍在延续，主打同质低价/同价升级两种方式的企业获得较好的增长，如具备性价比的零食专营店持续渗透下沉，带动盐津、劲仔等零食企业 Q2 收入超 20% 增长。东鹏持续加大冰冻化陈列及品牌投入，能量饮料受众面拓宽，补水啦具备健康属性，Q2 收入近 50% 增长。2) 下游餐饮端降本增效压力较大，餐饮链相关企业以价换量实现收入增长，但同时毛利率受损。3) 部分行业需求趋于饱和，导致行业内卷加剧，如乳制品、软饮料龙头旺季加大促销力度，以求市场份额企稳，但对净利率造成扰动。

我们预计后续行业需求温和复苏，成本走势相对平稳，叠加低基数红利后业绩有望改善。建议关注 1) 具备强势供应链或渠道议价权的龙头，短期价格竞争预计对利润率影响可控，中长期市占率有望稳步提升，推荐盐津、劲仔、东鹏。2) H2 存在潜在事件催化，关注酵母新榨季成本改善及百润烈酒新品上市反响。

## 二、本周行情回顾

本周（2024.8.26~2024.8.30）食品饮料（申万）指数收于 15727 点（+1.62%），沪深 300 指数收于 3321 点（-0.17%），上证综指收于 2842 点（-0.43%），深证综指收于 1544 点（+2.52%），创业板指收于 1580 点（+2.17%）。

图表1：本周行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	24 年至今涨跌幅
申万食品饮料指数	15727	1.62%	-19.46%
沪深 300	3321	-0.17%	-3.20%
上证综指	2842	-0.43%	-4.46%

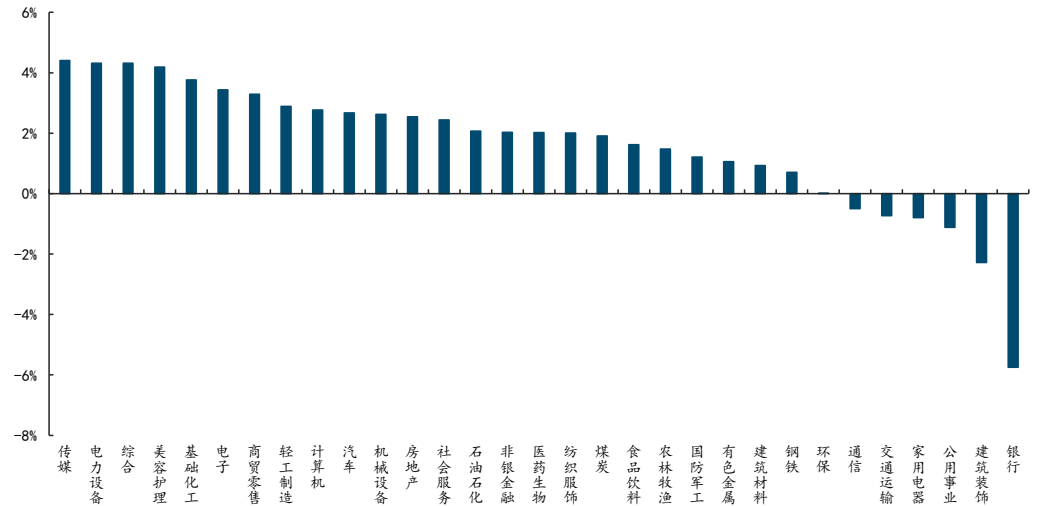


指数	周度收盘价	本周涨跌幅	24 年至今涨跌幅
深证综指	1544	2.52%	-15.98%
创业板指	1580	2.17%	-16.44%

来源: Ifind, 国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看, 周度涨跌幅前三的行业为传媒(+4.41%)、电力设备(+4.32%)、综合(+4.32%)。

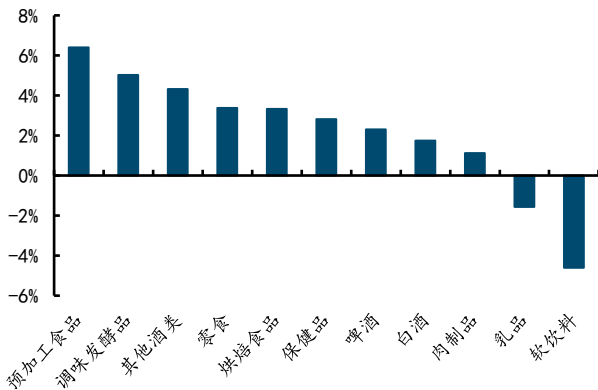
图表2: 周度申万一级行业涨跌幅



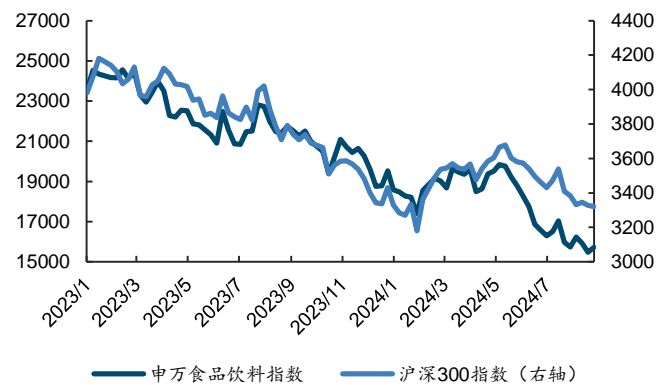
来源: Ifind, 国金证券研究所

从食品饮料子板块来看, 涨跌幅前三的板块为预加工食品(+6.41%)、调味发酵品(+5.02%)、其他酒类(+4.33%)。

图表3: 当周食品饮料子板块涨跌幅



图表4: 申万食品饮料指数行情



来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所

从个股表现来看, 周度涨幅居前的为: 莫高股份(+31.94%)、ST 加加(+13.66%)、五芳斋(+13.39%)、巴比食品(+13.26%)、新乳业(+11.96%)等; 跌幅居前的为: 养元饮品(-12.04%)、西麦食品(-6.66%)、承德露露(-6.19%)、ST 西发(-4.79%)、欢乐家(-3.88%)等。

图表5: 周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10

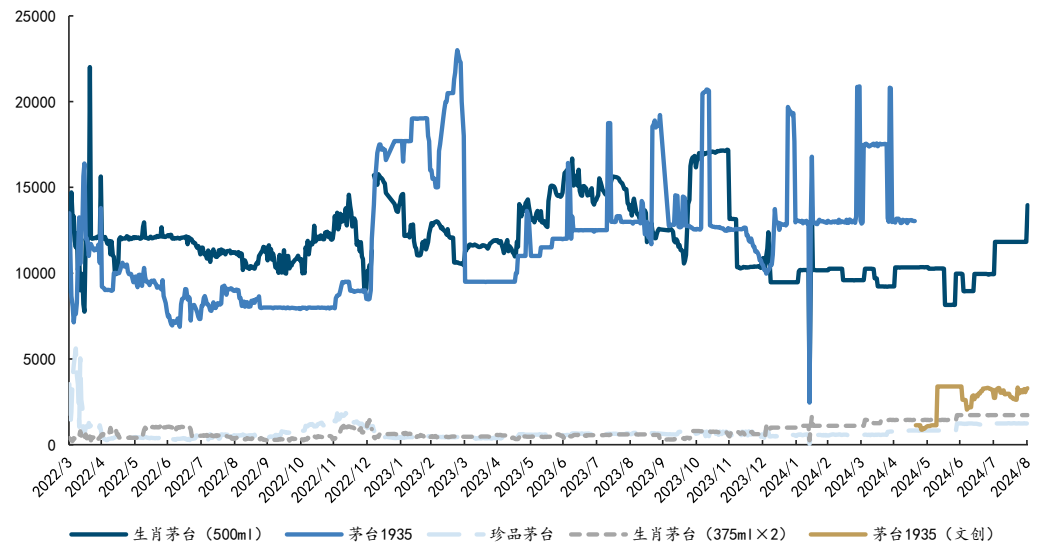
涨跌幅前十名	涨幅 (%)	涨跌幅后十名	跌幅 (%)
莫高股份	31.94	养元饮品	-12.04
ST 加加	13.66	西麦食品	-6.66
五芳斋	13.39	承德露露	-6.19



涨跌幅前十名	涨幅 (%)	涨跌幅后十名	跌幅 (%)
巴比食品	13.26	ST 西发	-4.79
新乳业	11.96	欢乐家	-3.88
甘源食品	10.19	东鹏饮料	-3.12
品渥食品	9.99	龙大美食	-2.89
光明肉业	9.45	伊利股份	-2.41
西部牧业	9.00	洽洽食品	-2.08
青岛食品	8.13	顺鑫农业	-2.05

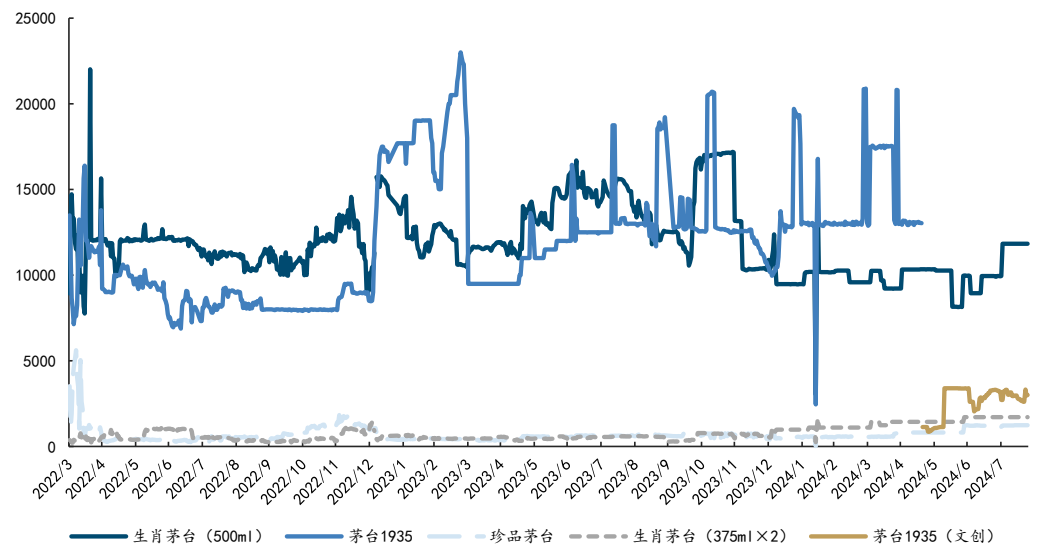
来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 周涨跌幅不考虑新股上市首日涨跌幅)

图表6: 非标茅台及茅台 1935 批价走势 (元/瓶)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 24 年 8 月 31 日)

图表7: i 茅台上市至今单品投放量情况 (瓶)



来源: i 茅台, 国金证券研究所 (注: 数据截至 24 年 8 月 31 日)

### 三、食品饮料行业数据更新

#### ■ 白酒板块

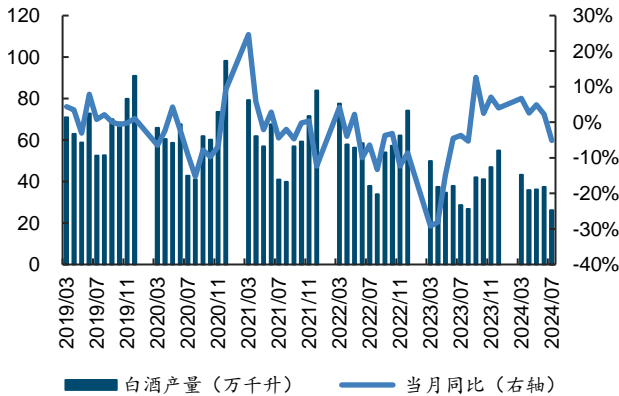
2024 年 7 月, 全国白酒产量 26.10 万千升, 同比-5.10%。



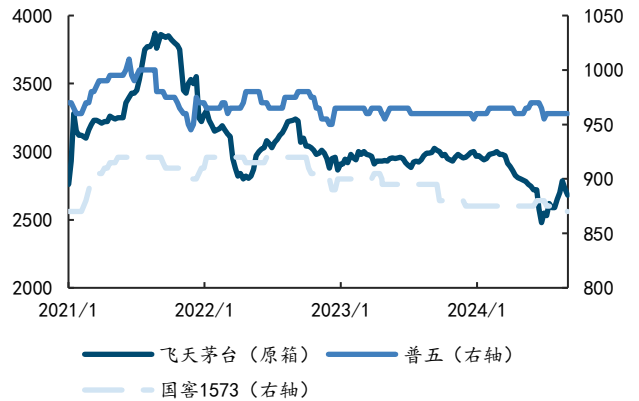


据今日酒价，8月31日，飞天茅台整箱批价2680元（环周-50元），散瓶批价2380元（环周-45元），普五批价960元（环周持平），高度国窖1573批价870元（环周持平）。

图表8：白酒月度产量（万千升）及同比（%）



图表9：高端酒批价走势（元/瓶）



来源：I find, 国金证券研究所（注：数据更新至24年7月）

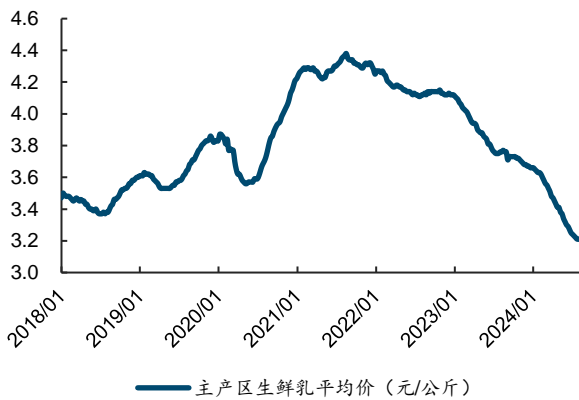
来源：今日酒价, 国金证券研究所（注：数据更新至24年8月31日）

■ 乳制品板块

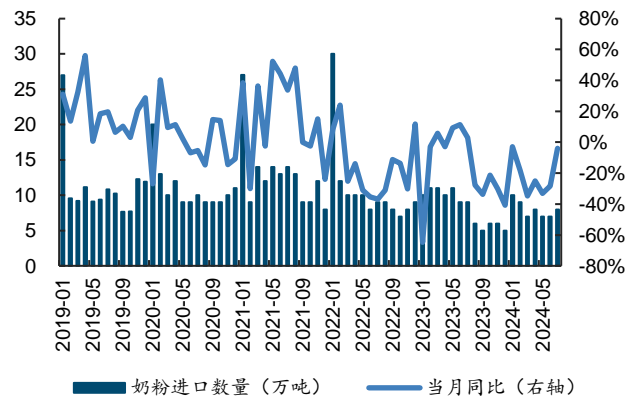
2024年8月23日，我国生鲜乳主产区平均价为3.20元/公斤，同比-15.1%，环比-0.30%。

2024年1~7月，我国累计进口奶粉56.0万吨，累计同比-21.3%；累计进口金额为37.82亿美元，累计同比-22.8%。其中，单7月进口奶粉8.0万吨，同比-3.90%；进口金额6.27亿元，同比+32.4%。

图表10：国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）



图表11：中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）



来源：I find, 国金证券研究所（注：数据更新至24年8月23日）

来源：I find, 国金证券研究所（注：数据更新至24年7月）

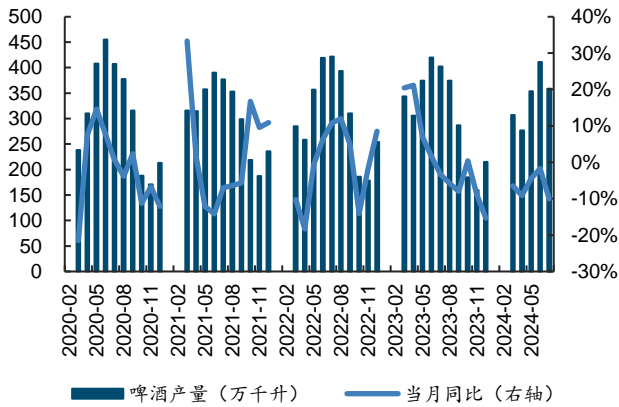
■ 啤酒板块

2024年7月，我国啤酒产量为358.6万千升，同比-10.0%。

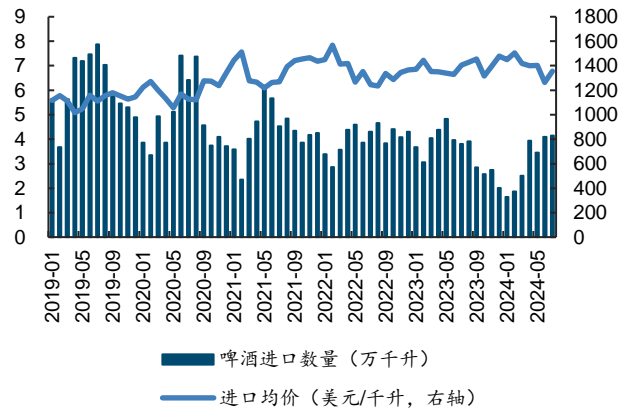
2024年1~7月，我国累计进口啤酒数量为21.64万千升，同比-22.0%；进口金额2.99亿美元，同比-21.2%。其中，单7月进口数量4.14万千升，同比+8.9%；进口金额0.56亿美元，同比+5.10%。



图表12: 啤酒月度产量(万千升)及同比(%)



图表13: 啤酒进口数量(万千升)与均价(美元/千升)



来源: Ifind, 国金证券研究所(注: 数据更新至24年7月)

来源: Ifind, 国金证券研究所(注: 数据更新至24年7月)

## 四、公司公告与事件汇总

### 4.1 公司公告精选

【顺鑫农业】8月26日, 公司发布2024年半年度报告。2024H1 公司实现营业收入56.87亿元, 同比减少8.45%; 实现归母净利润4.23亿元, 同比增长621.87%。

【承德露露】8月27日, 公司发布2024年半年度报告。2024H1 公司实现营业收入16.34亿元, 同比增长9.39%; 实现归母净利润2.94亿元, 同比减少6.80%。

【山西汾酒】8月27日, 公司发布2024年半年度报告。2024H1 公司实现营业收入227.46亿元, 同比增长19.65%; 实现归母净利润84.10亿元, 同比增长24.27%。

【口子窖】8月28日, 公司发布2024年半年度报告。2024H1 公司实现营业收入31.66亿元, 同比增长8.72%; 实现归母净利润9.49亿元, 同比增长11.91%。

【洽洽食品】8月28日, 公司发布2024年半年度报告。2024H1 公司实现营业收入28.98亿元, 同比增长7.92%; 实现归母净利润3.37亿元, 同比增长25.92%。

【三全食品】8月28日, 公司发布2024年半年度报告。2024H1 公司实现营业收入36.65亿元, 同比减少4.91%; 实现归母净利润3.33亿元, 同比减少23.75%。

【五粮液】8月28日, 公司发布2024年半年度报告。2024H1 公司实现营业收入506.48亿元, 同比增长11.30%; 实现归母净利润190.57亿元, 同比增长11.86%。

【泸州老窖】8月30日, 公司发布2024年半年度报告。2024H1 公司实现营业收入169.05亿元, 同比增长15.84%; 实现归母净利润80.28亿元, 同比增长13.22%。

【东鹏饮料】8月30日, 公司发布2024年半年度报告。2024H1 公司实现营业收入78.73亿元, 同比增长44.19%; 实现归母净利润17.31亿元, 同比增长56.17%。

### 4.2 行业要闻

7月份, 贵州省规模以上工业增加值比上年同月增长6.9%, 其中, 酒、饮料和精制茶制造业增长5.3%; 7月份, 全省居民消费价格比上年同月上涨0.6%, 涨幅比上月扩大0.5个百分点, 环比上涨0.5%。分类别看, 食品烟酒价格与上年同月持平。(微酒)

1-7月, 全国规模以上工业企业实现利润总额40991.7亿元, 同比增长3.6%。其中, 酒、饮料和精制茶制造业营收9340.8亿元, 同比增长3.3%; 利润总额1810.4亿元, 同比增长14.6%。(酒说)

《吕梁市白酒产业高质量发展2024—2025年行动计划》提出了明确目标: 到2025年底, 全市白酒产能达到60万千升, 产量达到50万千升, 白酒及链上配套产业营业收入突破700亿元; 到2030年底, 白酒产能达到80万千升, 产量达到60万千升, 白酒及链上配套产业营业收入突破1000亿元, 建成世界级清香型白酒核心产区。(糖酒快讯)



### 4.3 近期上市公司重要事项

图表14：近期上市公司重要事项

日期	公司	事项
9月2日	熊猫乳品	2024年第三次临时股东大会
9月3日	皇氏集团	2024年第二次临时股东大会
9月4日	有友食品	2024年第一次临时股东大会
9月5日	安井美食	2024年第二次临时股东大会
9月5日	龙大美食	2024年第一次临时股东大会
9月6日	百润股份	2024年第一次临时股东大会
9月6日	日辰股份	2024年第一次临时股东大会
9月10日	天润乳业	2024年第二次临时股东大会
9月10日	五芳斋	2024年第二次临时股东大会
9月11日	贝因美	2024年第二次临时股东大会
9月12日	青岛食品	2024年第一次临时股东大会
9月12日	麦趣尔	2024年第二次临时股东大会
9月12日	千味央厨	2024年第二次临时股东大会
9月13日	劲仔食品	2024年第一次临时股东大会
9月13日	盖世食品	2024年第二次临时股东大会
9月13日	均瑶健康	2024年第一次临时股东大会
9月13日	欢乐家	2024年第二次临时股东大会
9月13日	威龙股份	2024年第二次临时股东大会
9月13日	克明食品	2024年第四次临时股东大会
9月18日	巴比食品	2024年第三次临时股东大会
9月18日	春雪食品	2024年第一次临时股东大会
9月18日	宝立食品	2024年第二次临时股东大会
9月18日	燕塘乳业	2024年第三次临时股东大会
9月18日	东鹏饮料	2024年第三次临时股东大会
9月18日	维维股份	2024年第二次临时股东大会
9月18日	绝味食品	2024年第二次临时股东大会
9月19日	金字火腿	2024年第一次临时股东大会
9月19日	佳隆股份	2024年第四次临时股东大会
9月19日	莲花控股	2024年第四次临时股东大会
9月19日	海天味业	2024年第一次临时股东大会
9月30日	一鸣食品	2024年第二次临时股东大会

来源：Ifind，国金证券研究所

## 五、风险提示

- 宏观经济恢复不及预期——经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏；
- 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策；
- 食品安全问题风险——食品安全问题会对所处行业声誉等造成影响。





**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究