



大众品中报业绩总结

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）

liuchengqian@gjzq.com.cn

chenyujun@gjzq.com.cn

行业需求集中承压，龙头业绩彰显韧性

投资逻辑

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。

具体细分子板块来看：

休闲食品：1) 零食：新兴渠道持续高增长，合作紧密的公司持续享受红利，对应 24H1 收入端均有 20% 以上的增长，但基数压力及淡季影响下，Q2 较 Q1 增速放缓。卫龙成为零食板块超预期标的，此前提价影响逐步消除，蔬菜制品实现超预期增长。2) 卤味连锁：门店数量和单店收入两个维度均具备增长压力，各家今年以收缩策略为主，由求数量向求质量转变。但从利润率角度看，行业呈现逐步修复态势，主要受益于禽肉类原材料成本下行。

调味品：1) 基础调味品：大盘受餐饮需求走弱、复调替代品增加而承压，海天去库存&渠道改革阶段性获得成效，在外部需求承压环境下依旧逆势增长。2) 复合调味品：T0 B 仍具备增长潜力，定制餐调企业跑出超额，以价换量稳住份额。T0 C 火锅底料市场逐步饱和，天味 Q2 收入显著承压，但中式菜品赛道、零添加等细分产品依旧具备增长机会。

速冻食品：24 年餐饮业持续承压，在外部冲击下中小餐饮店铺数量有所下滑，餐饮修复不及预期。另在高基数影响下 Q2 多家企业收入增速下滑至个位数。行业需求偏弱的背景下，企业之间竞争加剧，促销活动有所增加，但龙头企业凭借成本红利、产品结构优化、产品品类创新、渠道开拓等方式积极促进增长，盈利端依旧保持平稳。展望下半年，下游依旧处于弱复苏状态，但考虑到低基数以及刚需属性，行业有望实现平稳增长。

软饮料：从收入端来看，Q2 软饮消费大省雨水天气较多，行业旺季动销不及预期，但具备强渠道优势、产品性价比、第二曲线的东鹏仍表现亮眼。目前行业呈现传统品类价格竞争加剧、新兴品类爆发力强的特征，电解质水、无糖茶饮等类目仍维持高速增长。随着 PET、白糖等单价下行，板块毛利率具备明显改善，但因规模效应不佳影响最终利润率。

乳制品：今年受到春节错期影响以及下游需求偏弱的影响，24Q1 整体收入有所减少，进入 Q2 以来低需求状态持续延续，今年上半年乳制品整体收入承压，企业之间表现存在分化。展望下半年，预计行业依旧处于温和复苏的状态，在原奶价格持续维持低位的背景下，行业毛利率水平有望维持较高位置，而在去年前高后低的态势或使得企业下半年增速回暖。

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。

风险提示

宏观经济增速放缓、原材料价格上涨风险、区域市场竞争风险、食品安全问题风险



内容目录

一、休闲食品：零食延续高景气，卤味连锁持续承压.....	4
二、调味品：BC 表现存在分化，龙头业绩具备韧性.....	7
三、速冻食品：二季度需求承压，静待餐饮需求恢复.....	11
四、软饮料：天气影响旺季动销，新品具备结构性亮点.....	16
五、乳制品：上半年需求承压，分结构存在亮点.....	18
六、风险提示.....	22

图表目录

图表 1： 休闲食品板块标的 24H1/24Q2 营收和净利润对比.....	4
图表 2： 2024 年 6 月零食很忙门店数破 4500 家.....	4
图表 3： 24H1 盐津电商渠道维持高增（单位：亿元）.....	4
图表 4： 健康食材新品放量速度快（单位：亿元）.....	5
图表 5： 卫龙、洽洽大单品稳健增长（单位：亿元）.....	5
图表 6： 24H1 卤味连锁门店数量逐步收缩.....	5
图表 7： 24H1 周黑鸭仅交通枢纽门店数量实现增长.....	5
图表 8： 休闲食品板块标的 24H1/24Q2 毛利率和净利率对比.....	6
图表 9： 鸭副价格年初以来呈现下降趋势.....	6
图表 10： 鸭苗价格较高点明显回落.....	6
图表 11： 休闲食品板块标的 24H1/24Q2 销售、管理费率 and 毛销差对比.....	7
图表 12： 休闲食品板块 24-26 年重点标的盈利预测.....	7
图表 13： 海天酱油品类在 24H1 重启增长（单位：亿元）.....	8
图表 14： 社零累计餐饮收入 19-24 年 CAGR 在 Q2 降速.....	8
图表 15： 24 年限额以上餐饮收入增长更快.....	8
图表 16： 调味品板块标的 24H1/24Q2 营收和净利润对比.....	9
图表 17： 复合调味品 TOC 端近年来增速放缓.....	9
图表 18： 24H1 基础调味品核心原材料成本下行.....	10
图表 19： 24H1 复合调味品核心原材料成本下行.....	10
图表 20： 调味品板块标的 24H1/24Q2 毛利率和净利率对比.....	10
图表 21： 调味品板块标的 24H1/24Q2 销售、管理费率 and 毛销差对比.....	11
图表 22： 调味品重点公司 24-26 年重点标的盈利预测.....	11
图表 23： 速冻食品重点企业收入与增速情况.....	12
图表 24： 速冻食品重点企业归母净利润与增速情况.....	12
图表 25： 速冻食品公司单季度营收增速.....	13



图表 26: 速冻食品归母净利润单季度增速	13
图表 27: 速冻食品企业销售费用率与毛利率	14
图表 28: 速冻食品企业管理费用率与财务费用率	14
图表 29: 速冻食品企业毛销差与净利率	14
图表 30: 行业重点公司单季度净利率变化情况	15
图表 31: 猪肉价格 (元/公斤)	15
图表 32: 冻品鸡大胸价格 (元/吨)	15
图表 33: 小麦价格 (元/吨)	15
图表 34: 棕榈油现货价 (元/吨)	15
图表 35: 速冻食品重点公司估值表	16
图表 36: 软饮料板块标的 24H1/24Q2 营收和归母净利润对比	16
图表 37: 即饮茶行业于 2021 年重启增长	17
图表 38: 无糖茶、电解质水等新品类维持高增长	17
图表 39: 软饮料板块标的 24H1/24Q2 毛利率和净利率对比	17
图表 40: 24H1 软饮料行业原材料成本持续下行	18
图表 41: 24H1 统一和康师傅饮料净利率明显改善	18
图表 42: 软饮料板块标的 24H1/24Q2 销售、管理费用率和毛销差对比	18
图表 43: 软饮料板块重点公司 24-26 年盈利预测	18
图表 44: 乳制品行业收入	19
图表 45: 乳制品单季度行业收入	19
图表 46: 乳制品行业净利润	19
图表 47: 乳制品单季度行业净利润	19
图表 48: 乳制品重点企业收入与增速情况	19
图表 49: 乳制品重点企业归母净利润与增速情况	20
图表 50: 乳制品公司单季度营收增速	20
图表 51: 乳制品公司单季度归母净利润增速	20
图表 52: 乳制品公司销售费用率与毛利率	20
图表 53: 乳制品公司管理费用率与财务费用率	21
图表 54: 乳制品公司毛销差与销售净利率	21
图表 55: 原奶价格 (元/公斤)	21
图表 56: 乳制品重点公司估值表	21



一、休闲食品：零食延续高景气，卤味连锁持续承压

■ 收入端：零食 Q2 表现分化，卤味连锁持续收缩

1、休闲零食：新兴渠道持续高增长，合作紧密的公司如卫龙、盐津、甘源、劲仔持续享受红利，对应 24H1 收入端均有 20%以上的增长，但基数压力及淡季影响下，Q2 较 Q1 增速放缓。其中盐津和劲仔相对稳健，单季度收入均实现 20%+增长，主要系线上/线下渠道持续渗透扩张。甘源、洽洽则呈现较为明显的季度波动，Q1 年货节因素贡献较多，Q2 收入增速明显放缓，主要系产品送礼属性较强，传统商超渠道人流下降拖累。

卫龙成为零食板块超预期标的，此前提价影响逐步消除，面制品销量恢复增长，且蔬菜制品 24H1 维持 50%+高增长。系公司线下合作头部零食专营店、O2O、会员电商等新兴渠道，传统渠道单点卖力持续提升，助销辅销模式亦发挥成效。

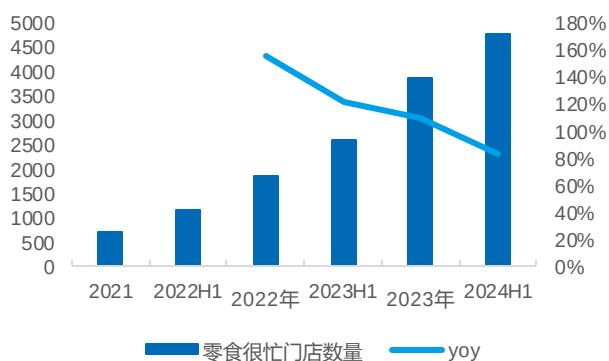
图表1：休闲食品板块标的 24H1/24Q2 营收和净利润对比

公司名称	营业收入(亿元, %)				归母净利润(亿元, %)			
	24H1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q2	YOY
盐津铺子	24.6	29.8%	12.4	23.4%	3.2	30.0%	1.6	19.1%
甘源食品	10.4	26.1%	4.6	4.9%	1.7	39.3%	0.8	16.8%
劲仔食品	11.3	22.2%	5.9	20.9%	1.4	72.4%	0.7	58.7%
洽洽食品	29.0	7.9%	10.8	-20.2%	3.4	25.9%	1.0	7.6%
卫龙	29.8	25.9%	/	/	6.2	38.9%	/	/
有友食品	5.3	10.3%	2.5	3.0%	0.8	-5.2%	0.3	-0.1%
良品铺子	38.9	-2.5%	14.3	-10.4%	0.2	-87.4%	-0.4	扭亏
三只松鼠	50.7	75.4%	14.3	43.9%	2.9	88.6%	-0.2	扭亏
万辰集团	109.2	392.5%	60.8	318.3%	0.0	扭亏	-0.1	扭亏
绝味食品	33.4	-9.7%	16.4	-12.3%	3.0	22.2%	1.3	25.1%
周黑鸭	12.7	-10.9%	/	/	0.3	-67.7%	/	/
煌上煌	10.6	-7.5%	6.0	-5.1%	0.6	-26.6%	0.3	-39.5%
紫燕食品	16.6	-4.6%	9.7	-2.0%	2.0	10.3%	1.4	6.8%

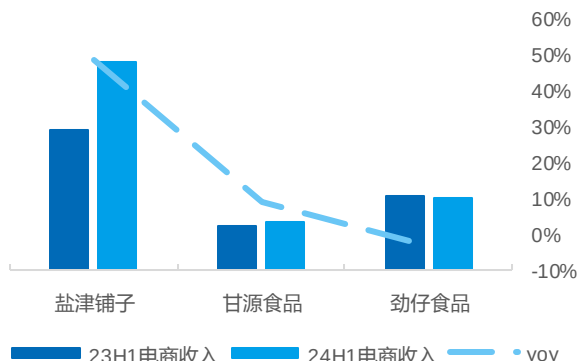
来源：Wind, 国金证券研究所(注：港股不披露季报故没有 Q2 财务数据拆解，下同)

从渠道表现来看，流量逐步向具备便利性、性价比、多元选择的渠道转移。1) 线上天猫大盘流量逐步下滑，抖音、拼多多、O2O 到家等持续瓜分线上流量。2) 线下商超人流持续下滑，部分流通渠道受损明显，但新兴会员商超、零食专营、CVS 等业态持续发力。如零食很忙 24 年 6 月门店数量超 4500 家，合并赵一鸣后集团门店突破万家。山姆会员店 22 年底约 40 家，23 年底开设至 47 家，注册会员数量以每年 25%的速度扩张。

图表2：2024 年 6 月零食很忙门店数破 4500 家



图表3：24H1 盐津电商渠道维持高增(单位：亿元)



来源：零食很忙公众号，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

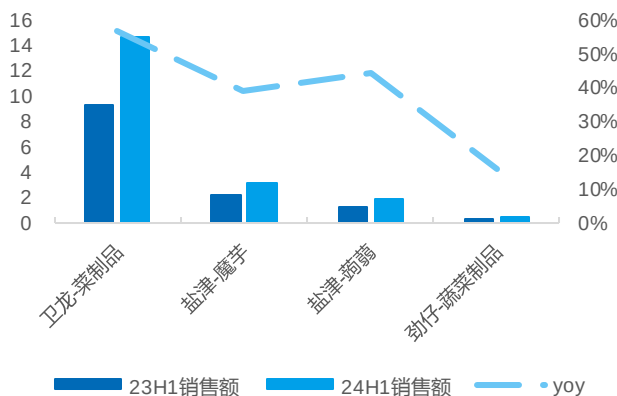


从产品表现来看，零食品类较多且竞争格局较为分散，各家主营产品错位竞争，但共同之处在于老品增长相对乏力、新品驱动力增强。1) 盐津、甘源品类较为丰富，如盐津魔芋跻身最大单品，甘源新品调味坚果起量较快。2) 劲仔、洽洽、卫龙更加依赖大单品，从上半年表现来看，第二曲线如洽洽坚果、卫龙菜制品、劲仔鹌鹑蛋增速更快。

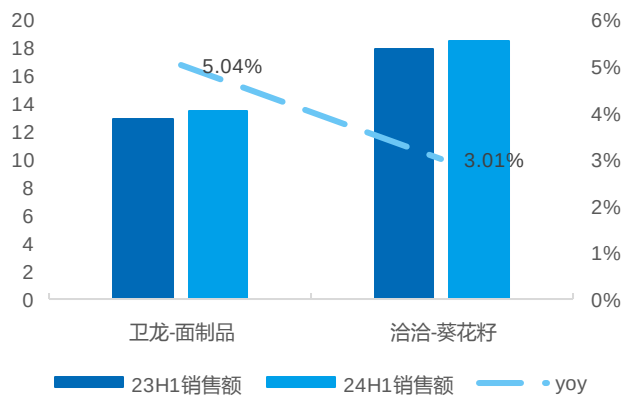
分公司来看，1) 盐津 24H1 经销/电商/直营 KA 渠道销售额分别为 17.70/5.80/1.08 亿元，同比+35.07%/+48.41%/-43.58%。电商渠道仍以爆品策略为核心，借助抖音快速放量。2) 甘源 24H1 经销/电商渠道收入分别同比+27.7%/9.1%。公司在夯实传统商超渠道基础上，积极合作会员商超、零食量贩、新媒体电商等渠道；线下主要系加大对盒马、麦德龙等会员店覆盖度，主推定制化风味产品。3) 24H1 劲仔线上渠道收入为 1.99 亿元，同比-3.28%，公司线上渠道增速不及预期，系公司主动优化价盘，调整经营策略，H2 有望在鹌鹑蛋上架后恢复增长。

魔芋、蒟蒻、鹌鹑蛋逐渐成为热门细分赛道，因其食材具备高蛋白、低卡路里、营养丰富等特征，满足消费者对于健康、减脂的需求。分公司来看，盐津 24H1 辣卤魔芋/蒟蒻/蛋类零食收入分别为 3.1/1.83/2.39 亿元，分别同比+38.9%/+44.0%/+150.5%。甘源 24H1 老三样/综合果仁及豆果系列分别实现营收 4.98/3.42 亿元，同比+14.49%/+48.5%。公司积极开发新口味&新规格的组合产品，上半年新品散装综合果仁和缤纷豆果取得不错成效。劲仔 24H1 禽制品收入 2.58 亿元，同比+51.1%，其中鹌鹑蛋持续实现环比高速增长。

图表4：健康食材新品放量速度快（单位：亿元）



图表5：卫龙、洽洽大单品稳健增长（单位：亿元）

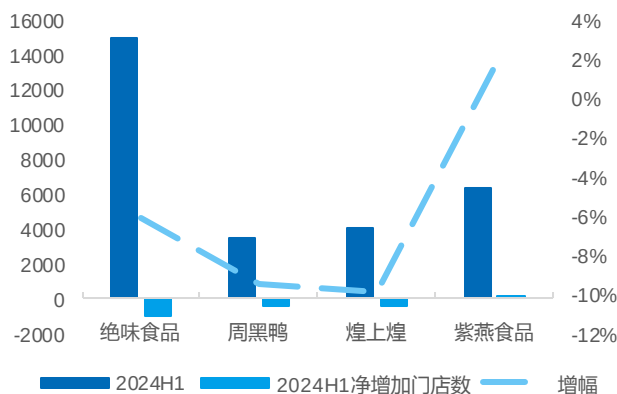


来源：各公司公告，国金证券研究所

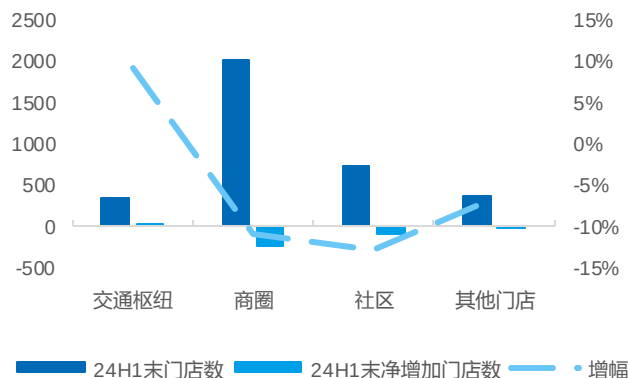
来源：各公司公告，国金证券研究所

2、卤味连锁：量价维度均具备压力，各家采取收缩策略。从 24H1 收入情况来看，绝味/周黑鸭/煌上煌/紫燕收入同比-10%/-11%/-8%/-5%。拆分门店数量和单店收入来看，24H1 连锁卤味业态由求数量向求质量转变，上半年较去年年底减少约 10%的门店，绝味/周黑鸭/煌上煌/紫燕分别较年底-981/-360/-445/+103 家门店，仅紫燕食品实现门店数扩张。从门店类别看，高势能门店具备相对优势，但仍未恢复至 19 年水平，以周黑鸭披露数据为例，24H1 交通枢纽门店数增长 9%以上。

图表6：24H1 卤味连锁门店数量逐步收缩



图表7：24H1 周黑鸭仅交通枢纽门店数量实现增长





来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：周黑鸭公司公告，国金证券研究所

■ 盈利端：成本压力减轻，费用投放加大

1、休闲零食：从成本端来看，受益于大宗商品如面粉、大豆油等价格明显回落，行业内公司 Q2 毛利率大多同比改善。但部分公司如盐津、甘源毛利率同比下滑 3%/1%，系渠道结构及产品结构变化所致，因零食量贩、电商等新渠道减少中间节点，实现出厂价及零售价优化。甘源则强化新品开发，加强豆果组合投放。

从费用端来看，24Q2 销售淡季行业需求转弱，零食企业普遍加大广告宣传、会展活动等费用投放，盐津/甘源/劲仔/洽洽销售费率分别同比+2.1/1.7/1.6/1.5pct。而管理费率 24Q2 大多呈现收缩态势，主要系各公司内部主动降本增效，以提前应对行业竞争加剧对利润带来的负面影响。

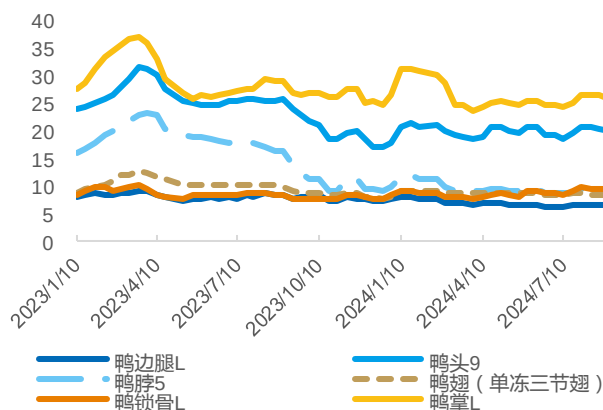
图表8：休闲食品板块标的 24H1/24Q2 毛利率和净利率对比

公司名称	毛利率(%)				净利率(%)			
	24H1	同比变动	24Q2	同比变动	24H1	同比变动	24Q2	同比变动
盐津铺子	32%	-2.8%	33%	-3.1%	13%	0.0%	13%	-0.5%
甘源食品	34%	-0.7%	34%	-0.6%	16%	1.5%	16%	1.7%
劲仔食品	30%	4.2%	31%	4.3%	13%	3.7%	12%	2.8%
洽洽食品	28%	3.9%	25%	4.4%	12%	1.7%	9%	2.3%
卫龙	50%	2.2%	/	/	21%	2.0%	/	/
有友食品	30%	-2.1%	30%	-1.5%	14%	-2.3%	13%	-0.4%
良品铺子	26%	-2.7%	26%	-2.3%	1%	-4.1%	-3%	-5.2%
三只松鼠	26%	1.1%	22%	3.2%	6%	0.4%	-1%	2.5%
万辰集团	10%	1.5%	11%	5.4%	0%	0.3%	0%	3.9%
绝味食品	30%	7.0%	31%	8.2%	9%	2.3%	8%	2.4%
周黑鸭	55%	2.9%	/	/	3%	-4.6%	/	/
煌上煌	32%	4.6%	30%	3.4%	6%	-1.5%	5%	-2.6%
紫燕食品	24%	3.6%	28%	4.6%	12%	1.6%	15%	1.2%

来源：Wind，国金证券研究所

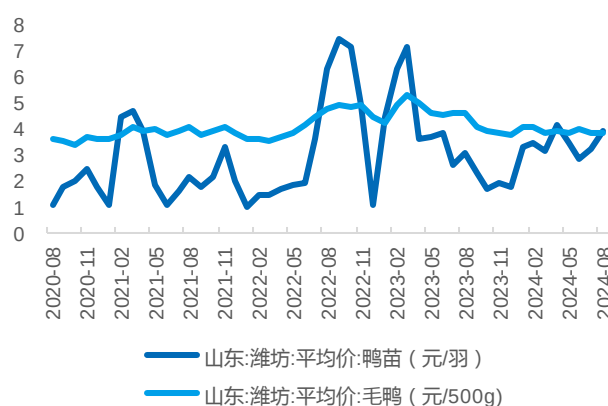
2、卤味连锁：从成本端来看，鸭副价格自 23 年以来呈震荡下行趋势，23 年年初餐饮需求恢复，而同期上游投苗量和屠宰量均在低位，供需错配导致成本激增，3 月达到最高点，5-6 月逐步回落。今年卤味连锁在成本端最为受益，因鸭副、牛肉等成本降幅较大，绝味/周黑鸭/煌上煌 24H1 毛利率分别同比+7%/+3%/+5%。预计 H2 仍可延续原材料价格同比下行趋势，利润弹性持续释放。

图表9：鸭副价格年初以来呈现下降趋势



来源：水禽行情网，国金证券研究所

图表10：鸭苗价格较高点明显回落



来源：Wind，国金证券研究所

从费用端来看，今年主线为精简门店、降本增效，各家管理费率同步回落，销售费用持平或小幅增长。其中 24H1 周黑鸭销售费用同比增加 7%主要系自营门店租金、销售人员薪酬增加。绝味 24H1 销售费率同比增加 1.8pct，主要系广告宣传费用增加。



图表11：休闲食品板块标的 24H1/24Q2 销售、管理费率及毛销差对比

公司名称	销售费率(%)				毛销差(%)				管理费率(%)			
	24H1	同比变动	24Q2	同比变动	24H1	同比变动	24Q2	同比变动	24H1	同比变动	23Q2	同比变动
盐津铺子	13%	0.7%	14%	2.1%	19%	-3.5%	19%	-5.1%	5%	0.3%	5%	0.7%
甘源食品	13%	0.6%	14%	1.7%	21%	-1.3%	21%	-2.3%	4%	-0.6%	4%	-0.3%
劲仔食品	13%	1.4%	12%	1.6%	17%	2.8%	19%	2.6%	4%	-0.2%	3%	-0.3%
洽洽食品	12%	1.9%	10%	1.5%	16%	1.9%	15%	2.9%	5%	-0.2%	8%	2.0%
卫龙	16%	0.4%	/	/	34%	1.8%	/	/	8%	-1.1%	/	/
有友食品	12%	1.8%	12%	1.2%	18%	-3.9%	18%	-2.7%	4%	-0.4%	4%	-0.2%
良品铺子	20%	1.2%	23%	2.8%	6%	-3.9%	3%	-5.1%	6%	0.4%	7%	1.4%
三只松鼠	18%	0.3%	21%	-0.1%	8%	0.7%	1%	3.3%	2%	-2.0%	4%	-1.7%
万辰集团	5%	-0.6%	5%	-0.5%	6%	2.1%	6%	5.9%	3%	-2.4%	3%	-3.0%
绝味食品	9%	1.8%	10%	2.6%	21%	5.4%	21%	5.6%	7%	0.1%	7%	0.2%
周黑鸭	40%	6.5%	/	/	15%	-3.6%	/	/	9%	-1.8%	/	/
煌上煌	14%	2.9%	14%	3.2%	18%	1.8%	16%	0.3%	8%	2.0%	8%	2.1%

来源：Wind, 国金证券研究所

■ 盈利预测及投资建议

回顾 24H1，小零食生产商业绩多数表现亮眼，下游品牌商如三只松鼠、万辰集团的净利率得到改善，而卤味连锁板块需求因客单价下滑呈现较大的修复压力。卤味需求短期难以出现明显改善，零食景气度预计伴随着渠道扩张仍可持续，但市场对于零食企业 Q2 收入增速放缓，销售费率增加亦有担忧。

我们认为短期供给增加导致的竞争加剧为必然趋势，新渠道的出现为白牌提供发展机会，因原材料降价让渡的利润空间转化为价格战竞争为白牌竞争的必要手段。但具备供应链优势&品牌优势的企业有望通过“加量不加价”、“子品牌让利”等措施积极应对，实现终端价盘和渠道利润的稳定，同时利润率波动幅度可控，长期品质优秀且合理价格的产品会在市场大浪淘沙中生存下来，推荐盐津铺子、劲仔食品。

图表12：休闲食品板块 24-26 年重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入（亿元）			YOY			归母净利润（亿元）			YOY			PE		
		24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
休闲零食	盐津铺子	52	66	81	27%	27%	22%	7	8	10	29%	27%	22%	16	13	10
	劲仔食品	25	31	37	22%	21%	20%	3	4	4	36%	28%	23%	18	14	11
	甘源食品	22	26	30	18%	20%	15%	4	4	5	7%	23%	18%	14	11	10
	洽洽食品	74	82	90	9%	10%	10%	9	11	12	15%	16%	11%	14	12	11
	卫龙	59	68	76	21%	15%	13%	11	13	15	28%	16%	13%	15	13	12
连锁卤味	绝味食品	78	85	92	7%	9%	9%	7	9	10	111%	20%	14%	11	9	8
	紫燕食品	38	42	46	7%	10%	10%	4	4	5	15%	13%	12%	16	14	13

来源：Wind, 国金证券研究所（注：股价截至 8 月 30 日，卫龙 PE 采取港币汇率为 1 HKD=0.92CNY 计算）

二、调味品：BC 表现存在分化，龙头业绩具备韧性

■ 收入端：基调持续承压，复调较为稳健

1、基础调味品：行业需求依旧承压，龙头实现逆势增长

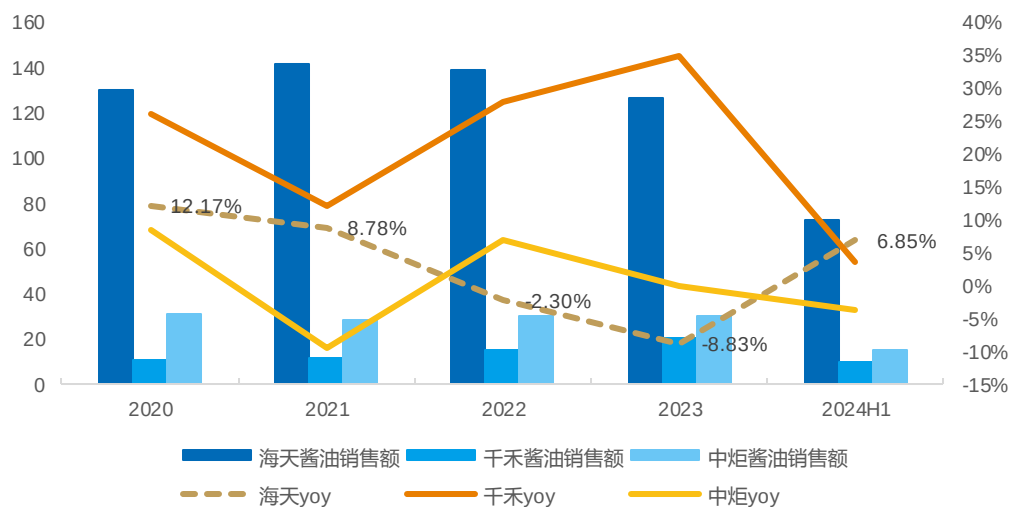
从收入端来看，24Q2 海天/中炬/千禾收入增速分别为 8%/-12%/-3%，从大体上看 Q2 行业需求持续承压，我们认为原因在于，1) Q2 餐饮仍表现疲软，从增速表现来看环比 Q1 下滑。若剔除基数看社零餐饮 19-24 年复合增速，进入 Q2 淡季后增速明显切档。2) 餐饮端存在降本增效压力，预制菜、复合调味品使用比例提升，对于提升出餐效率，实现口味标准化有重要作用。另外大众连锁餐饮仍呈现复苏态势，中高端餐饮需求明显承压、小餐饮



门店竞争加剧，二者均呈现收缩态势。3) 对于C端而言，零添加健康化风潮延续，但市场竞争进一步加剧，导致平价零添加产品占比提升，吨价升级速度放缓。

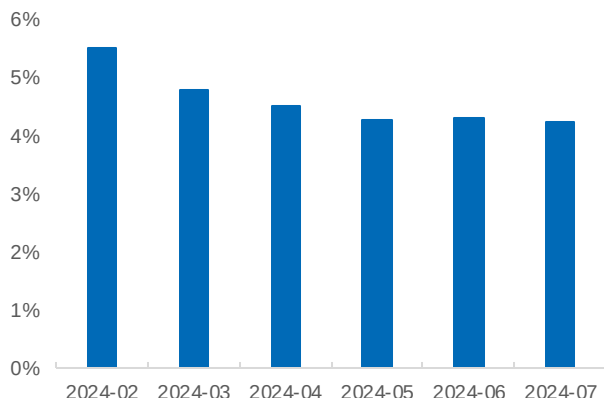
从龙头差异化的业绩表现来看，我们认为海天能够实现逆势增长系：1) 库存控制得当：海天通过23年变革顺利减轻渠道库存压力，并通过转化部分一批商为二批商有效降低了经销商资金周转压力。年后经销商仍以合理库存运作，且压力释放后积极性得到提升。2) 市场增量挖掘：海天的渠道结构中BC占比更为均衡，改革思路更为灵活。23年公司深刻反思内部产品和渠道存在的问题，今年强化对于餐饮客户柔性定制需求的响应，同时加大力度挖掘C端碎片化渠道，实现B/C两方面的增量。3) 产品矩阵差异：海天产品矩阵更加丰富，Q2从产品拆分来看，酱油和耗油增速较低，但调味酱、其他产品仍实现双位数增长。而千禾和中炬主要依赖优势大单品酱油，但目前酱油市场逐步趋于饱和，市场竞争加剧背景下，持续提升市占率难度较大。

图表13：海天酱油品类在24H1重启增长（单位：亿元）



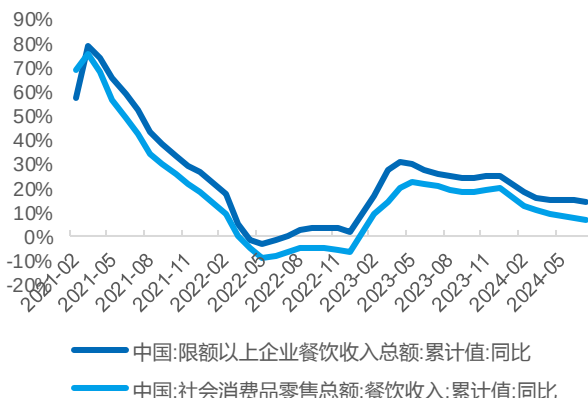
来源：各公司公告，国金证券研究所

图表14：社零累计餐饮收入19-24年CAGR在Q2降速



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表15：24年限额以上餐饮收入增长更快



来源：国家统计局，国金证券研究所

除酱油外，其他基础调味品需求亦有压力，主要针对C端的醋和榨菜24H1收入分别下滑12%/2%。酵母受益于海外业务扩张及衍生品业务增量具备个位数增长。总的来看，C端市场逐步趋于饱和，即便基数压力不大，今年企业出货端来看依旧承压。我们认为主要系终端消费决策更加理性，减少非必要的囤货，增加对于大包装的计划性购买。另外企业向下沉市场的渗透短期亦存在阻力，系调味品动销回转较慢，小商经营意愿偏弱。



图表16：调味品板块标的 24H1/24Q2 营收和净利润对比

公司名称	营业收入(亿元, %)				归母净利润(亿元, %)			
	24H1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q2	YOY
海天味业	141.6	9.2%	64.6	8.0%	34.5	11.5%	15.3	11.1%
中炬高新	26.2	-1.4%	11.3	-12.0%	3.5	扭亏	1.1	扭亏
千禾味业	15.9	3.8%	6.9	-2.5%	2.5	-2.4%	1.0	-14.2%
天味食品	14.7	3.0%	6.1	-6.8%	2.5	18.8%	0.7	-10.9%
宝立食品	12.7	12.9%	6.5	10.3%	1.1	-34.6%	0.5	-46.7%
颐海国际	29.3	11.8%	/	/	3.1	-13.8%	/	/
日辰股份	1.9	15.2%	1.0	15.6%	0.3	20.7%	0.2	20.4%
恒顺醋业	10.0	-11.8%	5.4	3.4%	0.9	-24.2%	0.4	-24.1%
安琪酵母	71.7	6.9%	36.9	11.3%	6.9	3.4%	3.7	17.7%
涪陵榨菜	13.1	-2.3%	5.6	-3.4%	4.5	-4.7%	1.8	-15.6%

来源：Wind, 国金证券研究所

2、复合调味品：定制餐调需求依旧稳健，但存在以价换量现象

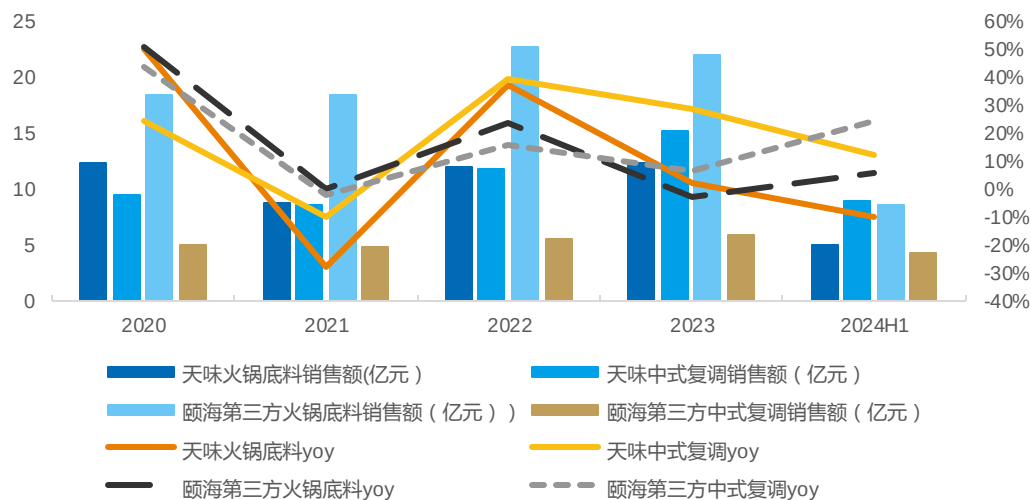
颐海国际/宝立食品/日辰股份的餐饮渠道 24H1 均实现双位数增长，但从利润端表现来看，三家企业的毛利率均有不同程度受损。具体来看，颐海国际 24H1 关联方/第三方/其他餐饮客户收入分别为 9.89/18.67/0.67 亿元，同比+11.5%/+10.3%/+100.7%。24H1 年公司毛利率为 29.98%，同比-0.54pct，毛利率下滑主要系公司主动优化全品类单价、关联方客户降本增效传导压力、及产品结构变动。

宝立食品 24Q2 复合调味品实现营收 3.01 亿元，同比+10.01%，高基数下仍具备稳健增长（23Q2 同比+51.3%），系下游西式快餐连锁客户门店持续扩张，性价比消费趋势下具备韧性。24Q2 毛利率为 32.1%，同比-2.37pct。毛利率小幅下滑系下游餐饮市场竞争加剧，价格战压力部分传导至上游，冲抵成本端利好。

日辰股份 24H1 餐饮/食品加工分别实现收入 0.91/0.64 亿元，分别同比+26.23%/+7.24%。餐饮渠道高增系公司在老客户体内推新品、及不断拓展优质新客户。食品加工客户最终流向餐饮端，H1 亦能实现稳健的增长。

主营 TO C 的天味食品 Q2 火锅底料淡季下，面临较大的增长压力，但其去年并购的食萃（专注互联网小 B 运营）的业务部分仍实现双位数增长，具体来看其 24Q2 线下/线上分别实现营收 4.92/1.22 亿元，同比-15.32%/+57.37%。

图表17：复合调味品 TOC 端近年来增速放缓



来源：各公司公告，国金证券研究所



■ 盈利端：成本红利释放，规模效应亦有扰动

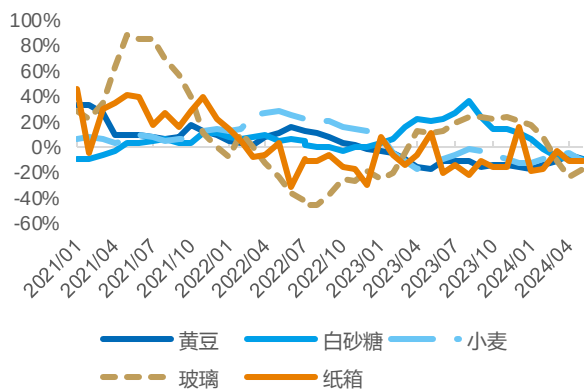
1、基础调味品：自 23 年初各项原材料价格逐步回落（除白糖仍有小幅上涨压力），但酿造周期因素导致毛利率延迟反馈，24H1 报表端全面享受原材料下行红利。24H1 海天/中炬/千禾/恒顺毛利率分别为 36%/36%/35%/36%，分别同比+1pct/+5pct/-3pct/+1pct。

我们认为千禾毛利率下行主要系其产品结构变动&规模效应削弱所致，因去年同期零添加产品正处于快速渗透扩张阶段，高端产品占比提升。但今年以来零添加市场竞争加剧，平价零添加产品占比提升致吨价有一定压力。另公司 Q2 收入下滑亦削弱了规模效应。

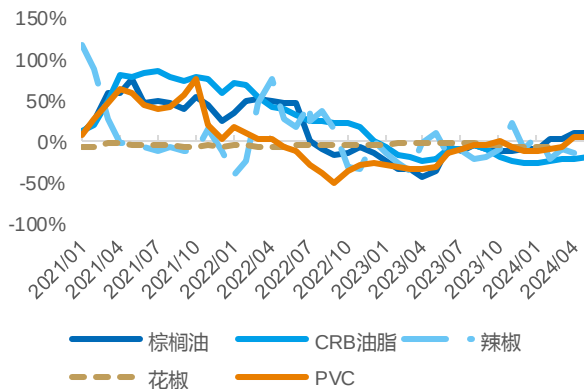
对于部分特定公司而言，单一原材料占比高且价格变动弹性较大，同时也受规模效应影响。如榨菜/酵母原材料青菜头/糖蜜价格今年呈现下降趋势，24H1 毛利率分别为 50%/24%，分别同比-2%/0%。原材料价格改善并未带来毛利率提升，我们认为主要系原材料价格变动幅度不及预期、核心产品收入下滑所致。

从费率角度看，基础调味品偏存量市场竞争较为激烈，叠加收入端承压规模效应缩减，因此销售/管理费率普遍有提升，其中 24Q2 海天/中炬/千禾/恒顺的销售费率分别同比+1.0/+6.4/+2.5/+0.1pct；管理费率分别同比+0.1/+1.5/-0.8/0.2pct。各家销售费用增长主要系广告支出、终端促销等活动增加。但从毛销差角度来看，基础调味品企业基本维持稳定。

图表18：24H1 基础调味品核心原材料成本下行



图表19：24H1 复合调味品核心原材料成本下行



来源：Wind, 国金证券研究所

来源：Wind, 国金证券研究所

图表20：调味品板块标的 24H1/24Q2 毛利率和净利率对比

公司名称	毛利率(%)				净利率(%)			
	24H1	同比变动	24Q2	同比变动	24H1	同比变动	24Q2	同比变动
海天味业	36%	1.0%	36%	1.6%	24%	0.5%	24%	0.7%
中炬高新	36%	4.8%	36%	3.6%	13%	/	10%	/
千禾味业	35%	-2.5%	35%	-2.3%	16%	-1.0%	14%	-1.9%
天味食品	39%	3.3%	33%	2.2%	17%	2.2%	12%	-0.5%
宝立食品	32%	-2.7%	32%	-2.4%	9%	-6.2%	7%	-7.9%
颐海国际	30%	-0.5%	/	/	11%	-3.1%	/	/
日辰股份	37%	-1.4%	38%	-2.5%	15%	0.7%	17%	0.7%
恒顺醋业	36%	0.7%	32%	-4.0%	9%	-1.5%	7%	-2.6%
安琪酵母	24%	-0.3%	24%	0.3%	10%	-0.3%	10%	0.5%
涪陵榨菜	50%	-2.2%	49%	0.4%	34%	-0.9%	32%	-4.6%

来源：Wind, 国金证券研究所（注：中炬高新 24H1 扭亏）

2、复合调味品：复调企业因客户结构不同，毛利率表现存在分化。从原材料端看，油脂、辣椒、花椒单价总体来看呈现平稳下降趋势。但 TO B 占比较高的颐海/宝立/日辰 24H1 毛利率下行，主要系下游餐饮客户降本增效传导。TO C 占比较高的天味食品 24H1 毛利率为 39%，同比+3pct，主要系原材料成本下降及内部产品结构变动（去年同期并购的食萃盈利能力强）。



从费率角度看，复调企业部分小企业出清、行业竞争格局改善后，T0C 龙头为应对市场竞争压力，亦加大费用投放，其中 24H1 天味/颐海销售费率分别+1/+3pct。而针对 B 端市场的日辰/宝立 24H1 销售费率分别-0.4/-0.5pct，积极寻求内部降本增效对冲下游餐饮客户传导降价的压力。

图表21：调味品板块标的 24H1/24Q2 销售、管理费率 and 毛销差对比

公司名称	销售费率(%)				毛销差(%)				管理费率(%)			
	24H1	同比变动	24Q2	同比变动	24H1	同比变动	24Q2	同比变动	24H1	同比变动	24Q2	同比变动
海天味业	6%	0.6%	7%	1.0%	30%	0.3%	30%	0.6%	2%	0.1%	2%	0.1%
中炬高新	11%	2.3%	15%	6.4%	25%	2.5%	21%	-2.8%	7%	0.6%	8%	1.5%
千禾味业	14%	1.1%	16%	2.5%	21%	-3.6%	19%	-4.8%	3%	-0.9%	3%	-0.8%
天味食品	15%	1.1%	11%	-0.7%	24%	2.2%	23%	2.9%	6%	-1.2%	7%	-1.4%
宝立食品	15%	-0.5%	15%	0.3%	16%	-2.3%	17%	-2.6%	2%	-0.8%	2%	-1.4%
颐海国际	12%	2.9%	/	/	18%	-3.4%	/	/	5%	-0.6%	/	/
日辰股份	8%	-0.4%	7%	-1.2%	30%	-1.0%	31%	-1.3%	9%	-1.6%	8%	-1.5%
恒顺醋业	17%	2.5%	16%	0.1%	19%	-1.8%	16%	-4.1%	5%	0.9%	5%	0.2%
安琪酵母	5%	0.1%	5%	0.6%	19%	-0.4%	18%	-0.3%	3%	0.0%	3%	-0.3%
涪陵榨菜	12%	-2.0%	12%	2.7%	38%	-0.2%	37%	-2.4%	3%	-0.1%	4%	0.6%

来源：Wind, 国金证券研究所

■ 盈利预测与投资建议

基础调味品：龙头 Q2 持续稳健复苏，从品牌、渠道角度具备先发优势，预计仍可实现挤压式增长，实现市占率逐步提升，建议关注海天味业、安琪酵母。海天去库存&渠道改革阶段性获得成效，在外部需求承压环境下依旧逆势增长，预计 H2 仍能在低基数红利下延续收入和利润改善态势。中炬 Q2 需求端压力较大，主要系内部改革进入深水区，组织架构扁平化放权后效果有待观察；新增啤酒经销商处于培育阶段，期待 Q4 释放潜在动能。千禾高基数下增长压力较大，但我们仍看好公司差异化的产品开发策略，渠道高激励驱动下全国化扩张仍有机会。安琪酵母采购新榨季即将到来，根据糖料种植面积预计成本端有双位数下降的可能性，同时海外业务维持双位数稳健增长，建议关注成本改善。

复合调味品：随着预制菜工业客户、餐饮客户对于定制餐调需求逐步增加，T0 B 端依旧存在高增长潜力。但从下游客户压价看，毛利率预计年内依旧承压。T0 C 逐步进入增长瓶颈期，尤其是火锅底料品类增速逐步放缓。但中式菜品调料、零添加产品仍具备结构性增长机会，且 C 端产品毛利率预计较为稳定，建议关注龙头企业颐海国际、天味食品。

图表22：调味品重点公司 24-26 年重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入 (亿元)			YOY			归母净利 (亿元)			YOY			PE		
		24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
基础调味品	海天味业	275	307	341	12%	11%	11%	63	69	76	11%	10%	11%	33	30	27
	中炬高新	56	63	74	8%	14%	17%	7	9	10	-57%	20%	18%	19	16	13
	千禾味业	34	38	42	6%	10%	11%	6	6	7	6%	11%	11%	25	22	20
	安琪酵母	154	174	196	13%	13%	12%	14	17	20	9%	21%	18%	20	16	14
复合调味品	天味食品	35	39	43	10%	12%	11%	5	6	7	15%	14%	12%	21	18	16
	宝立食品	27	30	34	13%	13%	13%	2	3	3	-24%	12%	11%	20	18	16

来源：Wind, 国金证券研究所（注：股价截至 8 月 30 日）

三、速冻食品：二季度需求承压，静待餐饮需求恢复

二季度下游需求承压，行业整体增速出现放缓。受宏观因素的影响，2024 年餐饮业持续承压，在外部冲击下中小餐饮店铺数量有所下滑；2024 年 1-7 月份我国餐饮收入同比增长 7%，低于去年同期的增长 20.5%，餐饮修复不及预期。速冻食品行业需求受餐饮业的影响持续承压，2023 年下半年以来行业增速已经出现放缓，高基数影响下今年 Q2 多家企业收入增速下滑至个位数。



行业需求偏弱的背景下，企业之间竞争有所加剧，行业促销活动有所增加，整体在销售费用端投入有所增加；同时大B客户对成本要求增加，大B业务端竞争也有所加剧。龙头企业凭借成本红利、产品结构优化、产品品类创新、渠道开拓等方式积极促进增长，盈利端依旧保持平稳。展望下半年，虽然下游消费依旧处于弱复苏状态，但是考虑到去年下半年的低基数以及速冻食品偏刚需的属性，预计行业依旧有望实现平稳增长。

图表23：速冻食品重点企业收入与增速情况

公司名称	营收（亿元）				营收 YOY			
	23H1	23Q2	24H1	24Q2	23H1	23Q2	24H1	24Q2
安井食品	68.94	37.04	75.44	37.89	30.70%	26.14%	9.42%	2.31%
三全食品	38.55	14.82	36.65	14.12	0.89%	0.26%	-4.91%	-4.74%
千味央厨	8.51	4.22	8.92	4.29	31.14%	40.36%	4.87%	1.65%
立高食品	16.36	8.42	17.81	8.65	23.61%	21.26%	8.88%	2.80%
海欣食品	7.34	3.33	7.15	2.56	6.27%	6.61%	-2.60%	-23.14%
惠发食品	8.45	4.56	8.93	4.72	22.96%	21.68%	5.72%	3.43%

来源：Wind，国金证券研究所

图表24：速冻食品重点企业归母净利润与增速情况

公司名称	归母净利润（亿元）				归母净利润 YOY			
	23H1	23Q2	24H1	24Q2	23H1	23Q2	24H1	24Q2
安井食品	7.35	3.74	8.03	3.64	62.14%	50.00%	9.17%	-2.51%
三全食品	4.37	1.58	3.33	1.03	1.32%	-7.45%	-23.75%	-34.36%
千味央厨	0.56	0.26	0.59	0.25	22.18%	50.29%	6.14%	-3.36%
立高食品	1.08	0.58	1.35	0.59	53.70%	92.04%	25.03%	0.30%
海欣食品	0.01	-0.13	-0.13	-0.23	-94.27%	-973.73%	-1172.09%	-83.11%
惠发食品	-0.31	-0.14	-0.16	-0.12	44.29%	-43.84%	46.22%	-11.67%

来源：Wind，国金证券研究所

从营收角度来看：2024H1 除三全食品与海欣食品外，其余企业收入端增速虽然较去年同期下滑，依旧保持中高个位数增长，行业总量依旧处于稳中有增的状态。分季度数据来看，受春节错期、销售产品结构、销售策略的影响，多数企业 24Q1 实现稳健增长，二季度受消费淡季与餐饮需求疲软的影响，收入增速出现明显下滑，多家企业仅实现低个位数增长。

从利润角度看，24H1 惠发食品与立高食品利润增速较为突出，安井食品与千味央厨利润端实现稳健增长，海欣食品则由盈转亏。分季度数据来看，24Q2 行业整体承压较为严重，除立高食品外其余企业表现归母净利润均出现不同程度的下滑，其中安井食品与千味央厨表现相对稳健，下滑仅有低个位数。

1、安井食品：2024H1 实现营业收入 75.44 亿元，同比+9.42%；24Q2 实现营收 37.89 亿元，同比+2.31%，公司主业上半年依旧实现稳健增长，主业收入增速优于公司整体。公司主业方面受益于优秀的渠道建设与产品扩展，在行业需求偏弱的背景下依旧实现较好增长，上半年小龙虾等水产类产品价格下滑压制子公司表现，公司新宏业与新柳伍 24H1 分别实现收入 9.37/6.87 亿元，分别同比-26.8%/-9.7%，水产类下滑对整体业绩有所拖累。

利润端来看，24H1 实现归母净利润 8.03 亿元，同比+9.17%，实现毛利率 23.9%，同比+1.81pct；24Q2 实现归母净利润 3.64 亿元，同比-2.51%，实现毛利率 21.29%，同比+1.44pct。公司 24H1 利润端相对稳定，主要系上游原材料价格下行、主业高毛利产品占比持续提升、规模效应的持续显现。费用端来看，虽然整体费用水平略有提升而影响净利率下滑，但是公司整体费用率变化幅度不大，毛利率的提升有望带动净利率维持较高水平。

公司渠道方面优势明显，一方面在传统流通渠道积极挖掘下沉市场，另一方面通过新品积极开拓新零售和大B客户；此外在低需求背景下公司积极求变，通过扩展小吃车等销售方式促进增长。展望下半年，在冻品旺季与低基数背景下，公司凭借新品的持续放量以及新渠道的扩张，有望实现稳定增长。中长期来看，公司通过高端化与渠道下沉带动主业量利齐升逻辑；此外公司预制菜、调理制品等板块依旧拥有较好增长势头，第二成长曲线势能逐渐形成，公司有望借助原有渠道通过多点布局实现优秀成长。



2、千味央厨：2024H1 实现营业收入 8.92 亿元，同比+4.87%；24Q2 实现营收 4.29 亿元，同比+1.65%，公司 24H1 在需求偏弱、市场竞争激烈的背景下加大腰部直营客户开发力度，在大客户竞争加剧的背景下实现稳健增长。利润端来看，24H1 实现归母净利润 0.59 亿元，同比+11.29%；24Q2 实现归母净利润 0.25 亿元，同比-3.36%，单二季度利润下滑存在非经常性损益的影响，扣非归母净利润仍有 7.77% 的增长。公司小 B 经销商渠道建设顺利推进，24H1 经销商数量同比+33.49%；公司持续深耕大客户和细分渠道，在第一大客户同比收入下滑的情况下，直营业务依旧实现同比增长 8.54%。

公司作为餐饮供应链的优秀企业，在 24H1 餐饮需求恢复不及预期的背景下增长有所承压，尤其是中小餐饮的闭店使得小 B 业务增长明显放缓，大 B 端核心客户则因为竞争加剧份额有所下降。短期来看，公司小 B 经销客户培养顺利，核心渠道商开拓稳步推进，在下半年旺季低基数下，小 B 业务有望稳中有进。大 B 端核心客户份额调整的影响已经充分反映在上半年的业绩中，公司预计下半年会积极竞争大 B 业务份额，随着新品在核心客户的上新和份额的回升，前期收入存在回补的可能性。

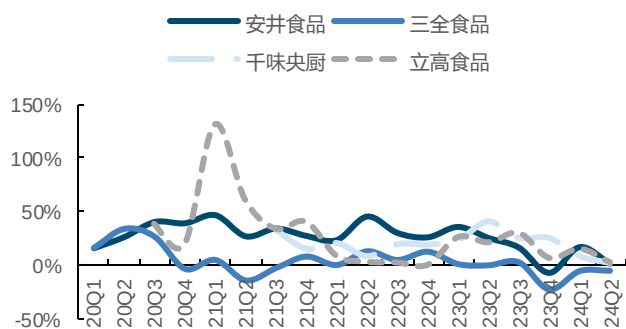
中长期来看，公司凭借优秀的服务能力可以持续挖掘现有大客户潜力以及积极开拓新连锁餐饮客户，而餐饮连锁化率仍在稳步提升中，公司作为优秀的餐饮供应链企业有望长期受益；小 B 端公司经销商体系建设逐步加强，随着产品线的丰富与渠道的持续深耕，公司有望实现双轮驱动促进增长。

3、三全食品：2024H1 实现营业收入 36.65 亿元，同比-4.91%；24Q2 实现营收 14.12 亿元，同比-4.74%。公司速冻面米制品受渠道与高基数影响而有所下滑，速冻调制食品延续增长势头，公司整体经营较为稳健。利润端来看，24H1 实现归母净利润 3.33 亿元，同比-23.75%；24Q2 实现归母净利润 1.03 亿元，同比-34.36%，公司利润下滑主要系速冻米面行业短期竞争较为激烈，同时公司新产品推广过程中阶段性促销力度加大，同时公司出于谨慎性考虑减值计提部分设备。

短期来看：公司传统品类依旧存在下滑压力，在外部竞争较为激烈的背景下预计整体业绩依旧承压。但是公司积极开拓大 B 客户以及电商渠道的投入初见成效，24H1 餐饮渠道同比+8.1%，电商渠道同比+60.1%。中长期来看，公司作为 C 端速冻食品龙头企业，在品牌力、终端渠道、产品营销等方面存在优势。

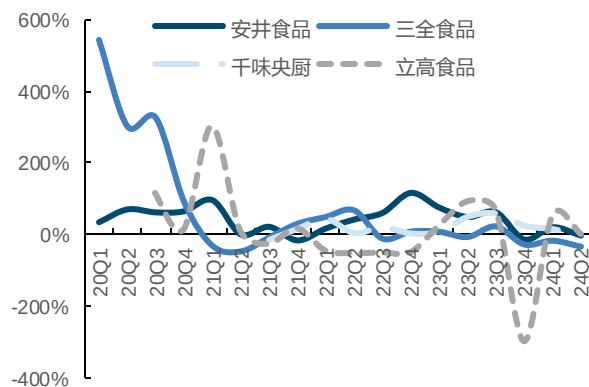
公司在行业存在压力的背景下持续优化产品体系且加强内控，不单单在米面类持续推出新品，同时加大在牛羊肉、速冻调理制品的推广。推广初期预计公司增长端依旧承压，而增加的推广费用对利润端也有一定的压力，随着改革和推广的持续进行，公司新成长级有望成功打造，我们看好公司积极变革带来长期增长动能的释放。

图表25：速冻食品公司单季度营收增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表26：速冻食品归母净利润单季度增速



来源：Wind，国金证券研究所

4、立高食品：2024H1 实现营业收入 17.81 亿元，同比+8.88%；24Q2 实现营收 8.65 亿元，同比+2.8%，公司冷冻烘焙业务基本持平，奶油业务收入强劲增长 82.6%，其余品类则承压明显。利润端来看，24H1 实现归母净利润 1.35 亿元，同比+25.03%；24Q2 实现归母净利润 0.59 亿元，同比+2.8%；受非经常性损益及新品生产相关的资产减值损失计提等因素影响，公司利润端增速放缓。在消费需求偏弱的背景下，公司增长端的确承受一定的压力，公司缩减 SKU，集中资源打造大单品，重点开拓大客户缓解冷冻烘焙品类承压困境。

短期来看，公司受益于原材料价格下行与奶油产能持续释放，公司收入与毛利方面有望维持较好表现，同时公司积极切入餐饮渠道，通过切入大客户体系实现新增量。中长期看，冷冻烘焙板块中长期仍有较大成长空间，短时需求影响不改中长期成长空间。公司管理改革持续进行，随着各部门改革成效的逐步体现，公司产品结构、产能利用率与经营效率有



望持续优化，看好公司渠道多元化布局，盈利能力持续好转。

从费用和盈利能力角度看：毛利率方面上半年受益于原材料价格的下行，安井食品、千味央厨与惠发食品毛利率均有小幅的提升，三全食品毛利率下滑主要系行业竞争激烈短期增加折扣所致，立高食品毛利率下滑主要系产品结构调整以及海外进口原材料价格上升影响。

从销售费用率来看，24H1 速冻米面类产品占比较高的企业销售费率同比增幅领先，单 Q2 来看三全食品销售费用率同比+3.04pct，反映出速冻米面行业竞争激烈度明显增加；海欣食品在收入端出现下滑后费用投放在 Q2 也出现明显提升。千味央厨整体销售费用率有所增加主要系开拓小 B 客户增加费用投放所致，整体来看行业费用投放相对比较克制，但是部分企业毛利与费用率的增加也说明行业竞争激烈程度有所增加。

从管理费用率与财务费用率角度来看，立高食品股份支付费用的减少以及管理端的优化驱动费用率有所下降；安井食品、海欣食品与千味央厨的管理费用率有所增加，主要系员工薪酬等因素的扰动。净利率来看，海欣食品与三全食品净利率出现较大幅度的下滑，海欣食品净利率的下滑主要系费用率的提升，三全食品主要系毛利与销售费用率的提升；其余企业净利率水平基本保持平稳，仅出现小幅波动。

图表27：速冻食品企业销售费用率与毛利率

公司名称	销售费用率				毛利率			
	24H1	同比	24Q2	同比	24H1	同比	24Q2	同比
安井食品	6.14%	0.09%	4.85%	-0.09%	23.91%	1.81%	21.29%	1.44%
三全食品	12.54%	0.93%	13.04%	3.04%	25.94%	-1.73%	24.87%	-1.80%
千味央厨	5.52%	0.66%	5.13%	0.48%	25.21%	1.97%	24.95%	2.43%
立高食品	12.06%	0.13%	12.02%	0.05%	32.60%	-0.29%	32.61%	-1.09%
海欣食品	10.87%	0.32%	13.39%	2.04%	17.91%	-0.62%	15.61%	-0.21%
惠发食品	6.95%	-1.03%	7.13%	-0.76%	17.00%	1.70%	16.91%	0.57%

来源：Wind，国金证券研究所

图表28：速冻食品企业管理费用率与财务费用率

公司名称	管理费用率				财务费用率			
	24H1	同比	24Q2	同比	24H1	同比	24Q2	同比
安井食品	3.80%	0.75%	3.89%	1.16%	-0.65%	0.13%	-0.81%	-0.03%
三全食品	3.10%	0.00%	4.53%	0.20%	-0.07%	0.07%	0.01%	0.15%
千味央厨	10.54%	1.29%	11.75%	1.89%	-0.16%	-0.41%	-0.18%	-0.43%
立高食品	10.86%	-0.88%	11.64%	-0.81%	0.21%	0.03%	0.22%	0.05%
海欣食品	7.87%	1.53%	11.44%	4.38%	0.46%	0.05%	0.81%	0.40%
惠发食品	9.38%	-0.07%	9.01%	-0.01%	1.11%	-0.05%	0.72%	-0.44%

来源：Wind，国金证券研究所

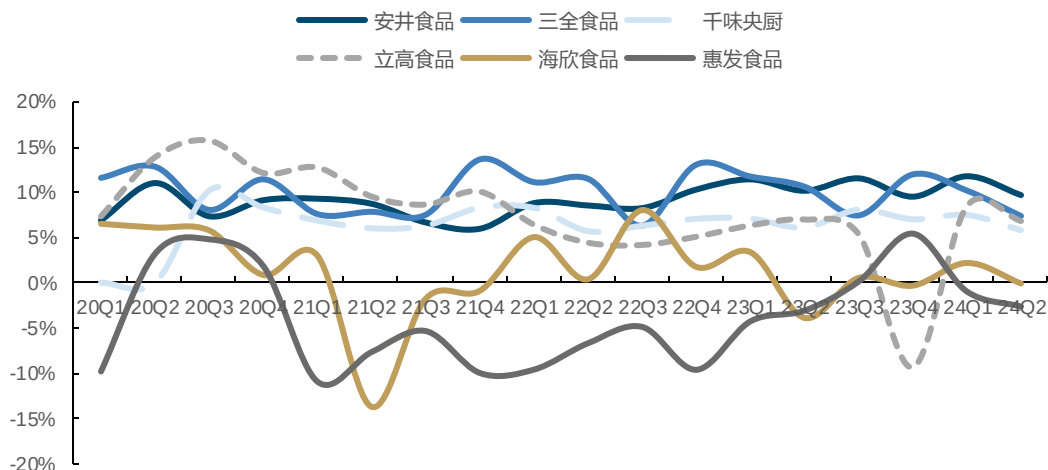
图表29：速冻食品企业毛销差与净利率

公司名称	毛销差				销售净利率			
	24H1	同比	24Q2	同比	24H1	同比	24Q2	同比
安井食品	17.77%	1.72%	16.44%	1.52%	10.82%	-0.07%	9.90%	-0.35%
三全食品	13.39%	-2.66%	11.83%	-4.84%	9.09%	-2.25%	7.33%	-3.30%
千味央厨	19.69%	1.31%	19.82%	1.96%	6.59%	0.11%	5.67%	-0.30%
立高食品	20.54%	-0.42%	20.59%	-1.15%	7.50%	0.93%	6.65%	-0.21%
海欣食品	7.03%	-0.94%	2.22%	-2.25%	-1.73%	-1.91%	-9.09%	-5.46%
惠发食品	10.05%	2.74%	9.78%	1.33%	-1.64%	1.85%	-2.09%	0.69%

来源：Wind，国金证券研究所



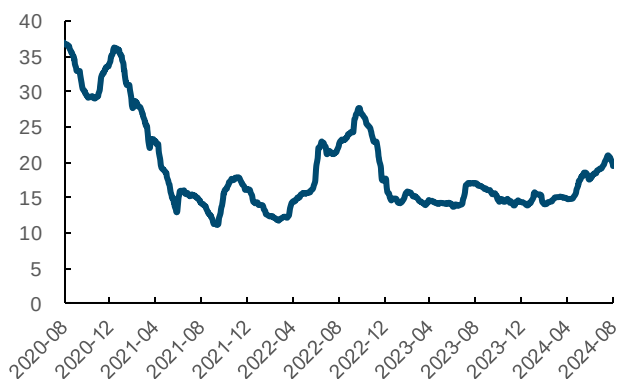
图表30：行业重点公司单季度净利率变化情况



来源：Wind，国金证券研究所

从原材料成本角度来看，受益于粮食供给宽松影响，小麦价格预计有望持续维持在较低位置，油脂类产品在大豆供给偏宽松的背景下，预计难有明显上涨，米面类制品成本预计较为宽松。从肉类原料来看，生猪价格自今年4月份以来持续上涨，预计旺季仍有小幅上行空间，而禽类产品在供给较为充足的背景下或上涨幅度有限，整体来看成本端较为平稳。

图表31：猪肉价格（元/公斤）



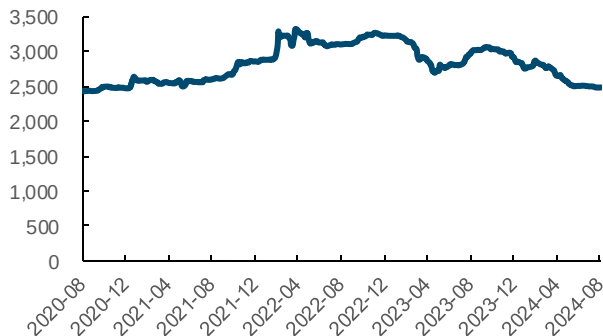
图表32：冻品鸡大胸价格（元/吨）



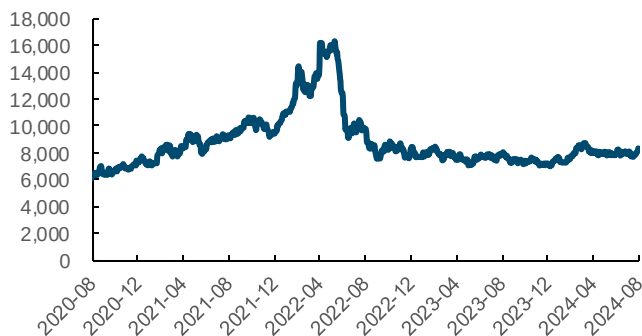
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表33：小麦价格（元/吨）



图表34：棕榈油现货价（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所



投资建议

上半年需求端的持续承压使得行业增速有所放缓,虽然下半年需求端的好转依旧呈现较慢态势,但是去年下半年的低基数效应下或使得企业同比增速有所好转。分渠道来看,大B端随着连锁化率的持续提升依旧维持稳健增长,虽然下游客户对成本严控的背景下利润端或有扰动,但是整体增长趋势有望延续;小B业务上半年受餐饮闭店影响较大,目前闭店情况逐步好转,随着下半年需求的回暖,预计小B端环比态势好转。建议关注增长较为稳健,产品结构持续优化的安井食品;大B渠道竞争力强,大客户影响逐步减弱且小B逐步优化的千味央厨等。

图表35: 速冻食品重点公司估值表

公司名称	收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE		
	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E
安井食品	140.5	158.1	176.7	196.6	14.8	16.4	18.4	20.4	13.63	12.18	10.96
千味央厨	19.0	21.0	23.4	26.4	1.3	1.5	1.8	2.0	16.14	14.11	12.17
立高食品	35.0	38.5	42.9	47.3	0.7	2.6	3.1	3.5	15.66	13.16	11.78
三全食品	70.6	72.4	75.8	80.3	7.5	7.3	7.9	8.7	12.59	11.64	10.63

来源: Wind, 国金证券研究所 (三全食品盈利预测采用 Wind 一致性预期, 时间截至 2024/8/30)

四、软饮料：天气影响旺季动销，新品具备结构性亮点

收入端：传统品类淡季销售承压，性价比消费&健康化趋势延续

从收入端来看, Q2 软饮消费大省雨水天气较多, 行业旺季动销不及预期, 但主打性价比+第二曲线的东鹏仍表现亮眼。行业呈现传统品类价格竞争加剧、新兴品类爆发力强的特征。以农夫为代表的龙头针对绿瓶水进行促销, 行业瓶装水价格竞争加剧。随着老品类行至成熟期, 消费者对于口味汰换、健康减脂的需求催生了一批新品类, 无糖茶、电解质水、椰子水等品类相继爆发, 驱动相关企业收入稳健增长。具体而言, 24H1 百润股份/李子园/香飘飘/养元饮品收入增速分别为-7%/-3%/-8%/-19%, 主要系核心品类老化增长承压所致。

东鹏成为软饮料板块独树一帜的存在, 24H1/Q2 收入增速分别为 44%/48%, Q2 进一步提速的原因主要系, 1) 传统品类能量饮料具备性价比优势, 随着品牌力和渠道力双向巩固, 消费受众覆盖度和重体力人群饮用频次增加。24Q2 东鹏特饮收入 37.54 亿元, 同比+36.4%。2) 电解质水“补水啦”通过复用特饮渠道, 拓展新的饮用场景(学校、户外)呈现爆发性增长, 24H1 营收 4.86 亿元, 同比增加 289.1%, 全年突破 10 亿元可期。3) 公司持续强化终端网点建设, 23 年末/24H1 网点数量分别为 340/360 万家, 投放冰柜数量亦实现增长。

随着大众健康意识提升, 软饮料低糖/无糖化趋势逐步明确, 无糖茶品类实现快速增长。据欧睿数据显示, 茶饮料自 2021 年开始恢复增长态势, 并呈现加速增长态势, 2021-2023 年增速分别为 4.7%/7.7%/10%。对应到农夫山泉/康师傅/统一企业中国 24H1 茶饮料规模分别为 84.3/113.9/46.5 亿元, 增速分别为 59%/13%/12%, 其中无糖茶为增长核心驱动力。

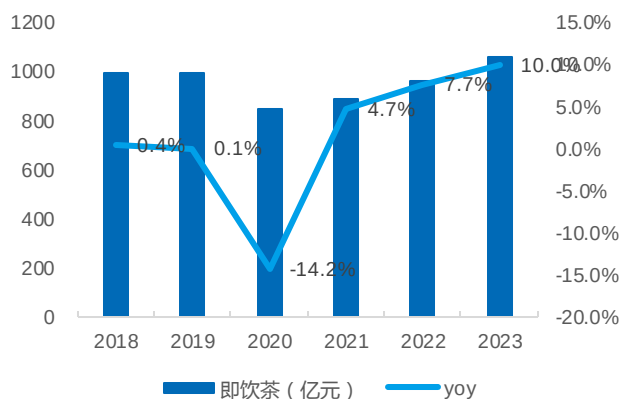
图表36: 软饮料板块标的 24H1/24Q2 营收和归母净利润对比

公司名称	营业收入(亿元, %)				归母净利润(亿元, %)			
	24H1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q2	YOY
百润股份	16.3	-1%	8.3	-7%	4.0	-8%	2.3	-7%
东鹏饮料	78.7	44%	43.9	48%	17.3	56%	10.7	75%
李子园	6.8	-3%	3.5	-3%	1.0	-29%	0.4	-49%
香飘飘	11.8	1%	4.5	-8%	-0.3	减亏	-0.5	减亏
承德露露	16.3	9%	4.1	15%	2.9	-7%	0.5	-38%
养元饮品	29.4	-2%	6.3	-19%	10.3	13%	1.5	-16%
农夫山泉	232.1	9%	/	/	62.4	8%	/	/
康师傅控股	415.5	0%	/	/	18.9	15%	/	/
统一企业中国	156.4	3%	/	/	9.7	10%	/	/

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 港股不披露季度数据, 康师傅和统一因饮料业务占比较高故放在软饮料板块进行分析)

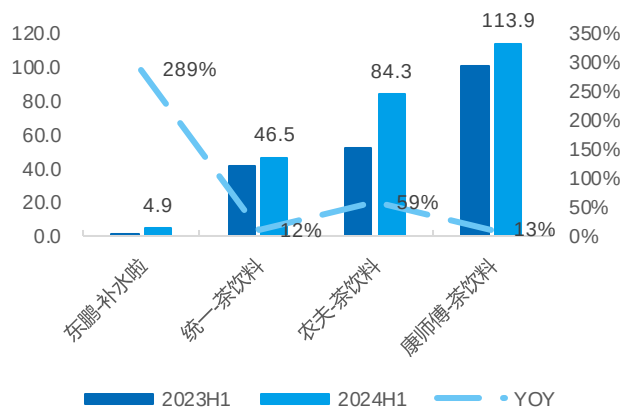


图表37：即饮茶行业于2021年重启增长



来源：欧睿，国金证券研究所

图表38：无糖茶、电解质水等新品类维持高增长



来源：各公司公告，国金证券研究所

■ 盈利端：原材料成本下行，毛利率呈现明显改善

从成本端来看，随着占比较大的PET/白糖/纸箱等原材料价格持续下行，板块个股毛利率明显改善，24Q2 百润/东鹏/李子园/香飘飘毛利率分别+5.5/+3.3/+1.5/+2.1pct；24H1 农夫/康师傅/统一毛利率同比-1.4/+2.1/+2.7pct，其中农夫毛利率下行主要系绿水上市促销活动增加、果汁原材料单价提升；单独拆分茶饮料/功能饮料部分来看，24H1 税前利润率同比+1pct，体现原材料利好及较强的规模效应。

图表39：软饮料板块标的24H1/24Q2毛利率和净利率对比

公司名称	毛利率(%)				净利率(%)			
	24H1	同比变动	24Q2	同比变动	24H1	同比变动	24Q2	同比变动
百润股份	68%	4.5%	72%	5.5%	25%	-1.9%	28%	0.0%
东鹏饮料	44%	1.5%	46%	3.3%	22%	1.7%	24%	3.7%
李子园	38%	1.4%	38%	1.5%	14%	-5.2%	11%	-10.1%
香飘飘	30%	2.3%	26%	2.1%	-3%	1.3%	-12%	-1.9%
承德露露	41%	-3.4%	36%	-1.3%	18%	-3.1%	12%	-9.9%
养元饮品	46%	1.9%	46%	6.4%	35%	4.6%	24%	1.0%
农夫山泉	59%	-1.4%	/	/	27%	-0.2%	/	/
康师傅控股	33%	2.1%	/	/	5%	0.6%	/	/
统一企业中国	34%	2.7%	/	/	6%	0.4%	/	/

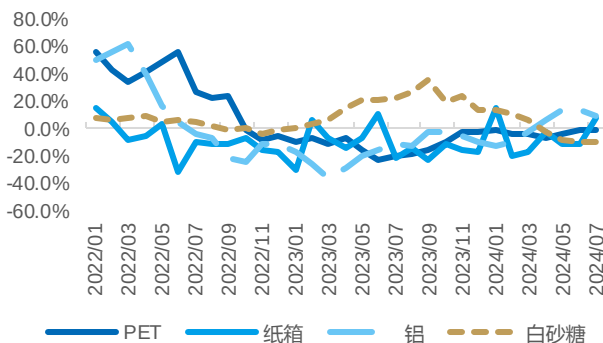
来源：Wind，国金证券研究所

从费率端来看，淡季需求承压+市场竞争加剧，各家普遍强化费用投放，最终毛销差实现小幅提升。24Q2 百润/东鹏/李子园/承德露露/养元饮品销售费率分别-0.1/-1.6/+10.8/+10.3/+7.3pct；管理费率分别+1.5/-0.7/+1.8/+1.3/+0.7pct。其中百润/东鹏Q2销售费率下降主要系部分广告、冰柜费用Q1前置，Q2预算控制得当。农夫/康师傅/统一24H1销售费率分别-0.6/+0.3/+0.5pct，管理费率分别-0.6/+0.2/-0.1pct，农夫在毛利率承压背景下强化对于费用的管控，康师傅加强费用投放平滑提价对销量的影响，统一亦加强促销&广告投放进行跟随。

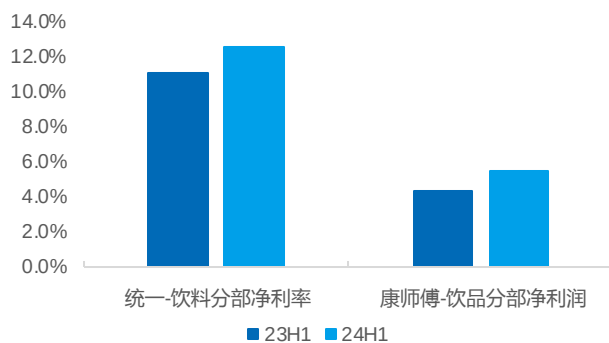
最终从净利率的角度看，单Q2多数企业仍呈现承压状态，龙头表现相对稳健。24Q2 百润/东鹏/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品净利率分别持平/+3.7/-10.1/-1.9/-9.9/+1.0pct。农夫/康师傅/统一24H1净利率分别同比-0.2/+0.6/+0.4pct，龙头因具备规模优势，净利率仍保持稳健。



图表40：24H1 软饮料行业原材料成本持续下行



图表41：24H1 统一和康师傅饮料净利率明显改善



来源：Wind，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表42：软饮料板块标的 24H1/24Q2 销售、管理费率及毛销差对比

公司名称	销售费率(%)				毛销差(%)				管理费率(%)			
	24H1	同比变动	24Q2	同比变动	24H1	同比变动	24Q2	同比变动	24H1	同比变动	24Q2	同比变动
百润股份	26%	4.5%	20%	-0.1%	43%	0.0%	52%	5.6%	7%	1.5%	6%	1.5%
东鹏饮料	16%	-0.3%	14%	-1.6%	28%	1.8%	32%	4.9%	2%	-0.6%	2%	-0.7%
李子园	15%	5.1%	19%	10.8%	23%	-3.8%	20%	-9.3%	6%	1.9%	6%	1.8%
香飘飘	29%	-2.6%	36%	-1.7%	1%	4.8%	-10%	3.8%	9%	0.2%	12%	1.2%
承德露露	17%	0.9%	19%	10.3%	24%	-4.3%	17%	-11.6%	1%	0.2%	4%	1.3%
养元饮品	11%	0.2%	24%	7.3%	36%	1.7%	22%	-0.9%	2%	0.0%	4%	0.7%
农夫山泉	21%	-0.6%	/	/	37%	-0.8%	/	/	4%	-0.6%	/	/
康师傅控股	22%	0.3%	/	/	11%	1.8%	/	/	3%	0.2%	/	/
统一企业中国	23%	0.5%	/	/	11%	2.2%	/	/	3%	-0.1%	/	/

来源：Wind，国金证券研究所

■ 盈利预测与投资建议

展望 Q3 天气转热利好终端动销改善，量的维度预计弱修复，价的维度预计受竞争影响承压。我们仍看好高景气度赛道，短期有望借助品类渗透维持收入高增长；其次建议关注传统品类龙头，短期竞争加剧挤压中小品牌，中长期有望收割份额实现稳健增长。推荐具备确定性的龙头东鹏、康师傅（高分红政策），建议关注百润 H2 新品上市。

图表43：软饮料板块重点公司 24-26 年盈利预测

板块	公司名称	收入（亿元）			YOY			归母净利（亿元）			YOY			PE		
		24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
软饮料	东鹏饮料	153	190	229	35%	25%	20%	29	37	47	43%	28%	25%	31	24	20
	百润股份	35	39	44	6%	14%	12%	9	11	13	5%	26%	17%	21	16	14

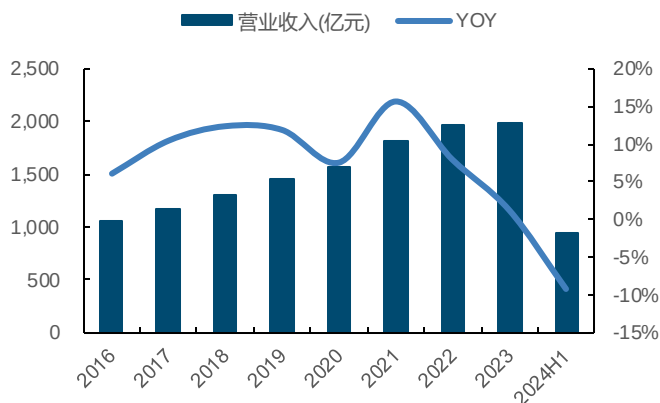
来源：Wind，国金证券研究所（注：股价截至 8 月 30 日）

五、乳制品：上半年需求承压，分结构存在亮点

今年受到春节错期影响以及下游需求偏弱的影响，24Q1 整体收入有所减少，进入 Q2 以来低需求状态持续延续，今年上半年乳制品整体收入承压，企业之间表现存在分化。24H1 行业实现收入 941 亿元，同比-9.19%，其中 24Q2 实现收入 445 亿元，同比-14.07%，收入端同比下滑幅度较 Q1 扩大，行业弱需求状态未改善。利润方面来看，24Q1 受伊利股份一次性股份支付的影响，行业净利润出现较大幅度的上涨，24Q2 利润端则出现较大幅度的下滑，同比-43.64%，综合来看上半年行业利润增长承压。

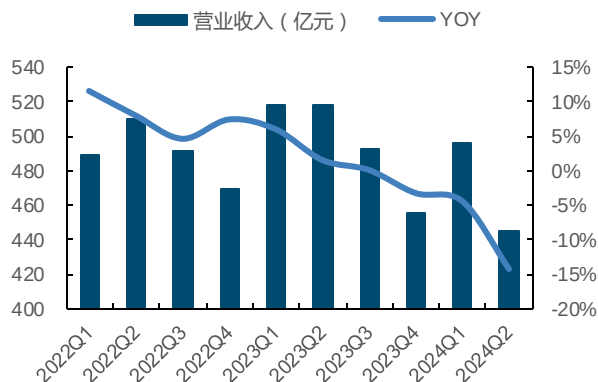


图表44：乳制品行业收入



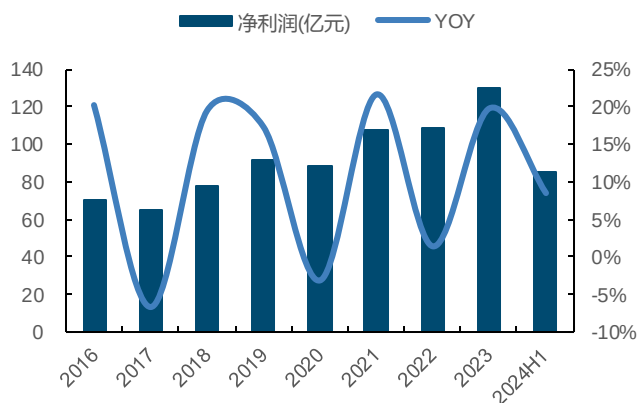
来源：Wind，国金证券研究所

图表45：乳制品单季度行业收入



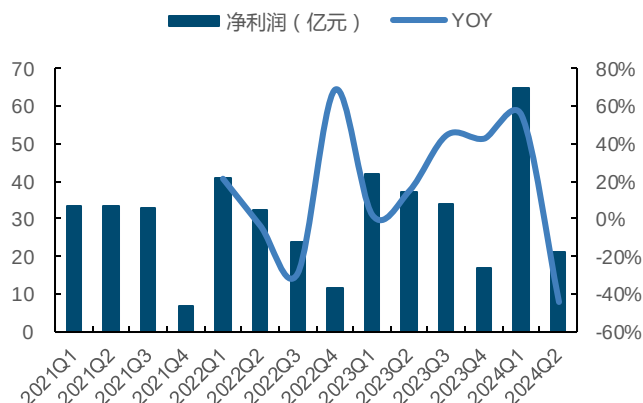
来源：Wind，国金证券研究所

图表46：乳制品行业净利润



来源：Wind，国金证券研究所

图表47：乳制品单季度行业净利润



来源：Wind，国金证券研究所

伊利股份：2024H1 实现营业收入 596.96 亿元，同比-9.53%；24Q2 实现营收 272.33 亿元，同比-16.60%。受宏观环境影响，产品消费需求偏弱，收入端增速低于此前预期，液态奶 Q2 出现中个位数下滑，但是公司持续进行产品结构升级，金典系列、低温酸奶等产品持续提高市场份额。利润端来看，24H1 实现归母净利润 75.31 亿元，同比+19.44%；24Q2 实现归母净利润 16.08 亿元，同比-40.21%，主要系销量下滑导致规模效应减弱，以及公司对下游经销商库存调节导致利润端短期承压。

短期来看：公司 Q1 主动缓解下游库存压力，目前下游库存情况有所好转，随着新一轮铺货预计下半年实现稳健增长，而公司产品结构的持续优化也能带动利润率的提升。中长期看：公司作为乳制品行业龙头，有望通过产品结构升级与品类扩张实现稳健增长，而较高的分红率亦凸显其投资价值。

图表48：乳制品重点企业收入与增速情况

公司名称	营收 (亿元)				营收 YOY			
	23H1	24H1	23Q2	24Q2	23H1	24H1	23Q2	24Q2
伊利股份	661.97	599.15	327.57	273.38	4.38%	-9.53%	1.05%	-16.54%
妙可蓝多	20.66	19.23	10.43	9.73	-20.35%	-6.93%	-20.24%	-6.74%
新乳业	52.98	53.64	27.77	27.51	10.84%	1.25%	12.72%	-0.94%
天润乳业	13.89	14.43	7.58	8.03	12.62%	3.89%	9.77%	5.90%
光明乳业	141.39	127.14	70.68	62.97	-1.88%	-10.08%	-1.34%	-10.92%

来源：Wind，国金证券研究所



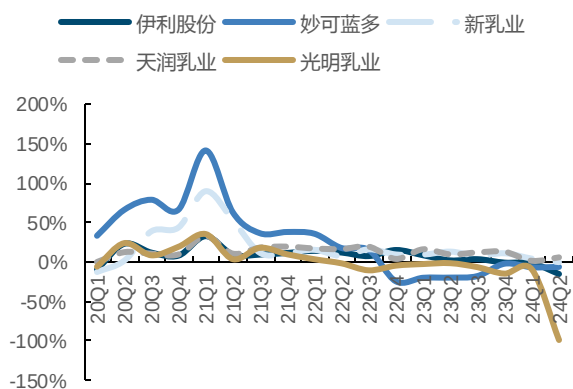
图表49：乳制品重点企业归母净利润与增速情况

公司名称	归母净利润（亿元）				归母净利润 YOY			
	2023H1	2024H1	23Q2	24Q2	23H1	24H1	23Q2	24Q2
伊利股份	63.05	75.31	26.90	16.08	2.81%	19.44%	-38.46%	-40.21%
妙可蓝多	0.29	0.77	0.04	0.35	-78.36%	168.77%	-39.34%	712.90%
新乳业	2.37	2.96	1.76	2.07	25.14%	25.26%	41.91%	17.72%
天润乳业	1.26	-0.28	0.71	-0.32	16.55%	-122.18%	-144.70%	-145.82%
光明乳业	3.38	2.80	1.51	1.08	20.07%	-17.03%	-6.55%	-28.19%

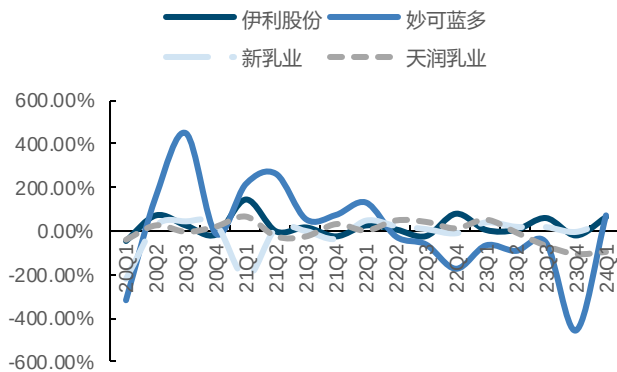
来源：Wind，国金证券研究所

从收入与利润方面看：收入端看行业二季度承压进一步加强，二季度多数企业下滑态势且部分企业下滑幅度有所增加。从利润端来看，行业竞争的加剧使得利润端也出现较大幅度的下滑，液态奶龙头企业伊利股份利润下滑 40%，其余区域乳制品企业 Q2 同比表现弱于上半年整体。

图表50：乳制品公司单季度营收增速



图表51：乳制品公司单季度归母净利润增速



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

从费用和盈利能力角度看：原奶价格的下降持续改善行业整体成本，行业毛利率呈现上升趋势，但是在竞争激烈的背景下，行业销售费用率投放略有提升，整体利润端承压。区域性企业则受销售战略和产品结构影响出现分化，其中伊利股份与妙可蓝多毛利水平提升较多。从费用投放角度来看，妙可蓝多费用投放较此前明显收缩带动利润增长，伊利股份销售费用则有较大幅度提升，导致净利率有所承压。

2021 年中旬以来原奶价格处于下行通道，2023 年受益于原奶价格持续下滑，乳制品企业盈利能力恢复性提升，根据农业农村部数据显示，截至 2023 年末奶牛存栏依旧处于高位，扩产周期下 24 年原奶价格进一步回落，目前原奶价格已经跌至近十年低位。2024 年上半年虽然行业内已经出现淘汰奶牛的现象，但是目前依旧处于淘汰早期，预计原奶价格仍会处于较低区间，乳制品企业成本红利有望进一步体现。

图表52：乳制品公司销售费用率与毛利率

公司名称	销售费用率				毛利率			
	24H1	同比	24Q2	同比	24H1	同比	24Q2	同比
伊利股份	19.41%	1.86%	20.56%	2.51%	34.78%	1.63%	33.58%	1.06%
妙可蓝多	22.70%	-2.94%	23.00%	-4.02%	34.57%	1.56%	36.01%	2.70%
新乳业	16.12%	0.46%	15.21%	-0.60%	29.23%	1.26%	29.09%	0.29%
天润乳业	5.97%	0.62%	6.17%	1.00%	17.30%	-3.26%	17.99%	-2.99%
光明乳业	11.69%	-0.48%	11.86%	-0.69%	19.83%	-0.29%	20.03%	-0.26%

来源：Wind，国金证券研究所



图表53：乳制品公司管理费用率与财务费用率

公司名称	管理费用率				财务费用率			
	24H1	同比	24Q2	同比	24H1	同比	24Q2	同比
伊利股份	4.49%	-0.05%	3.98%	-0.44%	-0.23%	0.32%	-0.27%	-0.07%
妙可蓝多	6.59%	-0.26%	6.71%	-0.19%	0.30%	-1.01%	0.64%	0.67%
新乳业	4.85%	0.06%	4.24%	-0.44%	1.51%	0.52%	1.45%	-0.14%
天润乳业	4.29%	0.45%	3.75%	-0.12%	0.47%	-0.80%	0.34%	-0.29%
光明乳业	4.01%	0.37%	4.39%	0.61%	0.77%	-0.23%	0.84%	0.14%

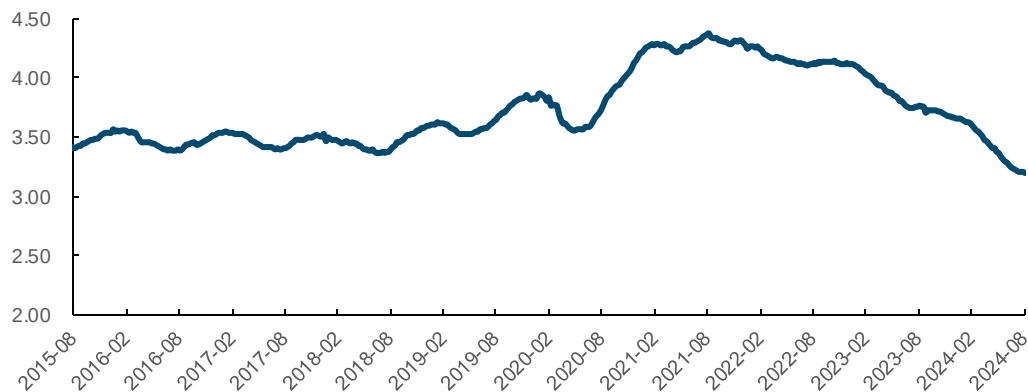
来源：Wind，国金证券研究所

图表54：乳制品公司毛销差与销售净利率

公司名称	毛销差				销售净利率			
	24H1	同比	24Q2	同比	24H1	同比	24Q2	同比
伊利股份	15.37%	-0.23%	13.03%	-1.45%	12.69%	3.12%	5.94%	-2.32%
妙可蓝多	11.86%	4.51%	13.01%	6.72%	3.99%	1.82%	3.65%	2.63%
新乳业	13.11%	0.80%	13.88%	0.89%	5.68%	1.03%	7.68%	1.07%
天润乳业	11.33%	-3.87%	11.81%	-3.99%	-2.93%	-12.34%	-5.34%	-15.06%
光明乳业	8.14%	0.19%	8.17%	0.43%	0.00%	-2.96%	0.00%	-2.54%

来源：Wind，国金证券研究所

图表55：原奶价格（元/公斤）



来源：Wind，国金证券研究所

投资建议

我国人均乳制品消费仍有较大成长空间，叠加区域消费不均衡，看好需求端持续增长。展望下半年，预计行业依旧处于温和复苏的状态，在原奶价格持续维持低位的背景下，行业毛利率水平有望维持较高位置，而在去年前高后低的态势或使得企业下半年增速回暖。

行业龙头企业利润端诉求明确，有望通过产品结构升级和费用把控，持续提升净利率。区域性乳企产品结构升级和覆盖面拓宽趋势不变，短期弹性仍存。建议关注分红比较稳定的伊利股份，虽然上半年受经销商库存调整的影响出现下滑，随着库存调整告一段落，下半年有望重回增长通道。

图表56：乳制品重点公司估值表

公司名称	收入（亿元）				归母净利润（亿元）				PE		
	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E
伊利股份	1257.6	1286.8	1345.9	1405.6	104.3	128.2	122.8	133.5	11.2	11.7	10.8
新乳业	109.9	118.8	130.0	142.1	4.3	5.7	7.0	8.5	13.6	11.0	9.1

来源：Wind，国金证券研究所（注：采用Wind一致性预期，股价截至8月30日）



六、风险提示

- 宏观经济增速放缓——经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏。
- 原材料价格上涨风险——若原材料价格大幅提升将挤压企业利润。
- 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。

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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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