

食品饮料行业深度报告

食品综合 2024 年中报总结：淡季需求弱，分化加剧

增持（维持）

2024 年 09 月 04 日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 罗頔影

执业证书：S0600523080002

luody@dwzq.com.cn

投资要点

■ **速冻食品：总体承压，龙头企业韧性更强。** 1) **收入端：**速冻企业收入跟随下游需求变化环比降速，行业呈现结构分化。渠道端，大 B 客户降本增效需求提升，小 B 端保持弱需求，C 端持续低迷。品类上，调理制品需求和竞争格局好于米面制品，龙头韧性更强，烘焙需求偏弱。安井、千味、立高 24Q2 收入环比降速至个位数，三全仍有下滑，但降幅缩窄。安井作为龙头企业，主业韧性更强，24Q2 保持双位数增长。2) **利润端：**原材料整体处于低位，激烈竞争挤压成本红利。原材料端，除生猪价格 Q2 同比大幅上行，其余大宗原材料包括小麦、白羽鸡等持续回落，油脂类小幅回升，成本端整体低位。但由于需求不振，竞争加剧，规模效应减弱，成本红利被侵蚀，叠加政府补助今年整体减少，安井、千味、三全、立高归母净利率均出现环比、同比下滑。

■ **休闲零食：分化加剧，供应链企业势能延续，产品型企业关注鹤鹑蛋大单品红利释放。** 1) **收入端：**我们在一季报总结中提出，供应链企业和产品型企业已开始显现分化，供应链企业拥抱渠道变革更为全面、彻底，享受的红利期也更强。从 2024 年中报来看，我们认为该趋势仍在延续。供应链企业如盐津、松鼠 24Q2 收入分别同比+43.9%/23.4%，领先于产品型企业。产品型企业除明星大单品鹤鹑蛋品类红利持续释放外，其余产品型企业收入端显疲态。甘源/洽洽 24Q2 收入分别同比+4.9%/-20.2%。劲仔食品受益于鹤鹑蛋明星大单品持续放量及渠道精耕，24Q2 收入同比+21%。2) **利润端：**原材料成本低位，成本红利显现，盈利水平整体提升。大部分原材料成本低位，鹤鹑蛋、瓜子成本同比大幅回落主要零食企业 2024Q2 的归母净利率同比均有提升。

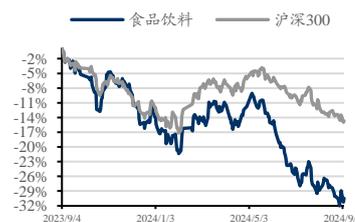
■ **连锁业态：审慎扩张，聚焦优化单店模型，修炼内功进行时。** 1) **收入端：**连锁业态需求端整体呈现疲态，叠加跨业态的竞争冲击，单店持续承压，卤味连锁企业以及巴比 24H1 平均单店收入均同比下滑。从门店数量看，24H1 巴比、紫燕保持净开店状态，绝味、煌上煌已进入净关店调整。综合看，所有连锁企业今年都将放慢开店节奏，或以净关店进行调整，聚焦提升店效，静待改善。2) **利润端：**成本高位回落，利润率修复。受益于牛肉、鸭副等原材料成本下降，巴比（取扣非净利率）、紫燕、绝味 24Q2 的归母净利率均实现同比提升，利润率显著恢复。煌上煌因自身加大费用投放归母净利率下滑。

■ **保健品：内虚弱，行业竞争加剧，上游生产商更受益于海外需求提升。** 1) **收入端：**保健品行业内需疲软，海外需求提升。24Q2 汤臣倍健、仙乐健康收入分别同比-21%/+23%。品牌商汤臣倍健收入端承压更为明显，主因下游需求疲软、行业竞争加剧单价下滑，同时去年高基数影响，核心品类均出现下滑。上游生厂商仙乐健康受益于海外区域快速增长带动公司整体收入增长。2) **利润端：**行业竞争加剧，品牌商利润率下滑，生产厂商利润率更稳健。24Q2 汤臣倍健归母净利率同比-12.37pct，主因行业竞争加剧，线上直营单价下滑，同时公司加大品宣广告等费用投放等影响。仙乐健康利润率则保持稳健，同比小幅提升。

■ **投资建议：**2024 年食品饮料投资策略主线是低估值优质确定性成长+高股息率，辅线是经营改善，关注稳定政策的持续加码和风险偏好变化，中性假设下，2024 类 2022 波动性仍存，低位布局更理性。白酒中长期看好基本面坚挺和份额提升标的，也看好现金流支撑的股息率品种，短期布局旺季前预期差不掩对长期价值的认同。推荐山西汾酒、泸州老窖、古井贡酒、贵州茅台、五粮液、迎驾贡酒、今世缘、老白干酒等，建议关注：珍酒李渡、伊力特。大众品重视成本红利和渠道红利集中的啤酒和部分零食调味品，燕京啤酒、重庆啤酒、青岛啤酒、三只松鼠、盐津铺子、劲仔食品、千禾味业、安井食品、中炬高新等。

■ **风险提示：**消费修复不及预期风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险。

行业走势



相关研究

《调味品&乳制品 2024 年中报总结：需求承压，调整在途》

2024-09-04

《白酒 2024 年中报总结：结构承压，收现放缓，报表风险逐步释放》

2024-09-03

内容目录

1. 速冻食品：淡季需求疲软、竞争持续，龙头韧性强	4
2. 休闲零食：分化加剧，供应链企业势能延续	8
3. 连锁业态：聚焦优化单店模型，修炼内功进行时	10
4. 保健品：内需弱，生产商更受益于海外需求提升	12
5. 投资建议	14
6. 风险提示	14

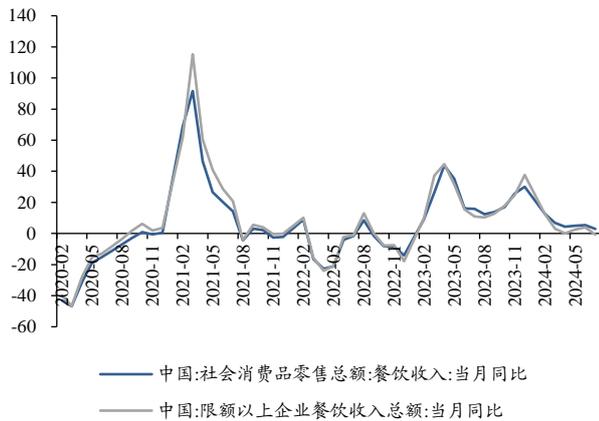
图表目录

图 1:	中国社零餐饮收入及限额以上企业餐饮收入同比增速 (单位: %)	4
图 2:	百胜中国门店营收增速&餐厅利润率	4
图 3:	2022Q1-2024Q1 主要速冻企业单季度收入增速 (单位: %)	5
图 4:	2023-2024Q2 主要原材料价格同比变化	6
图 5:	2022Q1-2024Q2 预加工食品指数及主要企业单季归母净利率 (单位: %)	7
图 6:	2022Q1-2024Q2 预加工食品指数及主要企业单季毛销差 (单位: %)	7
图 7:	2022Q1-2024Q2 预加工食品指数及主要企业单季毛利率 (单位: %)	7
图 8:	2022Q1-2024Q2 预加工食品指数及主要企业单季销售费用率 (单位: %)	7
图 9:	2022M6-2024M6 抖音零食/坚果/特产月销售额 yoy	8
图 10:	主要零食企业 2023M1-2024M6 抖音销售额 yoy	8
图 11:	2022Q1-2024Q1 主要零食企业单季度收入增速 (单位: %)	9
图 12:	2022Q1-2024Q2 零食指数及主要企业单季归母净利率 (单位: %)	9
图 13:	2022Q1-2024Q2 零食指数及主要企业单季毛销差 (单位: %)	9
图 14:	2022Q1-2024Q2 零食指数及主要企业单季毛利率 (单位: %)	10
图 15:	2022Q1-2024Q2 零食指数及主要企业单季销售费用率 (单位: %)	10
图 16:	2022Q1-2024Q2 主要连锁企业单季度收入增速 (单位: %)	11
图 17:	2022Q1-2024Q2 连锁企业单季归母净利率 (单位: %)	12
图 18:	2022Q1-2024Q2 连锁企业单季毛销差 (单位: %)	12
图 19:	2022Q1-2024Q2 连锁企业单季毛利率 (单位: %)	12
图 20:	2022Q1-2024Q2 连锁企业单季销售费用率 (单位: %)	12
图 21:	2022Q1-2024Q2 主要保健品企业单季度收入增速 (单位: %)	13
图 22:	2022Q1-2024Q2 主要保健品企业单季归母净利率 (单位: %)	13
图 23:	2022Q1-2024Q2 主要保健品企业单季毛销差 (单位: %)	13
图 24:	2022Q1-2024Q2 主要保健品企业单季毛利率 (单位: %)	13
图 25:	2022Q1-2024Q2 主要保健品企业单季销售费用率 (单位: %)	13
表 1:	部分餐饮企业客单价变化	4
表 2:	千味央厨、宝立食品 2023 年&2024QH1 大 B 端收入增速及扣非净利率	5
表 3:	千味、安井、三全 2023 年&2024H1 小 B 端收入增速	5
表 4:	速冻行业主要公司不同品类收入增速	6
表 5:	2023H1、2024H1 主要连锁企业门店数量及平均单店营收 (单位: 万元)	11

1. 速冻食品：淡季需求疲软、竞争持续，龙头韧性强

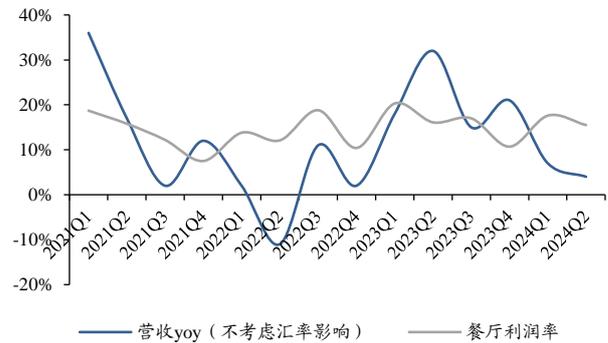
餐饮端需求弱，压力正逐步向上游传导。2023 年社零餐饮收入在低基数下快速复苏，尤其以百胜为代表的大 B 连锁企业表现更为强劲。2024 年春节后餐饮需求呈现疲态，社零餐饮收入增速 Q2 保持中低个位数增长，限额以上餐饮企业则表现更弱。百胜收入降速，同时包括肯德基、太二在内的连锁企业客单价持续下滑。餐饮企业需求端的压力正向上游供应链企业逐步传导。小 B 端需求维持较弱的态势。

图1：中国社零餐饮收入及限额以上企业餐饮收入同比增速（单位：%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图2：百胜中国门店营收增速&餐厅利润率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表1：部分餐饮企业客单价变化

单位:	2023H1	2024H1	yoy
肯德基			下滑
海底捞	102.9	97.4	-5.3%
太二（内地）	73	66	-9.6%
怂火锅	121	110	-9.1%
九毛九	59	56	-5.1%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

速冻企业收入跟随下游需求变化环比降速，行业出现分化。预加工行业收入在 Q2 显现较大压力，整体中位数下滑。2023 年跟随大 B 客户快速反弹，千味央厨、立高食品收入呈现较快增长。2024 年以来大 B 需求边际走弱，随着百胜的收入降速以及降本提效趋势的持续，千味央厨收入大幅降速至个位数增长，Q2 环比 Q1 降速。安井、立高显现出相同趋势，Q2 环比 Q1 降速至低个位数增长。C 端受商超人流下滑、需求不振和竞争加剧影响，三全收入持续承压，出现连续下滑。但行业内同样显现出分化，安井整体 Q2 虽然降速至个位数，但是主要受到子公司小龙虾业务的拖累，主业仍保持双位数的

增长，显现出较强韧性。

图3：2022Q1-2024Q1 主要速冻企业单季度收入增速（单位：%）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
预加工食品（申万）	9.6	24.2	17.0	18.5	19.3	16.8	10.4	-2.7	4.9	-5.2
安井食品	24.2	46.1	30.8	26.8	36.4	26.1	17.2	-6.3	17.7	2.3
千味央厨	20.2	8.0	19.2	18.8	23.2	40.4	25.0	25.0	8.0	1.6
三全食品	0.5	13.0	5.1	12.6	1.3	0.3	3.0	-21.6	-5.0	-4.7
立高食品	8.8	3.1	2.5	0.4	26.2	21.3	30.1	6.7	15.3	2.8

数据来源：Wind、东吴证券研究所

渠道分化：大 B 端边际走弱、议价能力更强，小 B 端显现分化。 2024H1 大 B 供应链企业显现压力，千味和宝立同作为百胜供应链企业，在利润和收入的取舍上走向分化。千味在 2024H1 的大 B 端收入增速大幅降速至个位数增长（yoy+8.5%），其中第一大客户收入在 2024H1 出现-12.6%的下滑，但百胜自身在 2024H1 收入呈现增长，千味在百胜的收入下滑考虑因品类切换节奏和份额下滑相关。宝立 2024H1 的 B 端收入维持较快增长（yoy 约+20%），但是 2024H1 利润率，其中大 B 端毛利率下滑 0.7pct，考虑主因公司为了保障大 B 客户的份额与收入，主动牺牲部分利润率导致。小 B 端整体疲软，收入整体降速，但分化显现，安井作为龙头企业，24H1 在小 B 端维持双位数增长，而三全、千味央厨增速均回落至低个位数。

表2：千味央厨、宝立食品 2023 年&2024QH1 大 B 端收入增速及扣非净利率

	大 B 收入增速		公司扣非净利率	
	2023 年	2024H1	2023 年	2024H1
千味央厨	+50%	+8.5%	6.46% (-0.01pct)	6.58%(+0.38pct)
宝立食品	+29%	~20%	9.25% (-0.28pct) 其中 2B 业务扣非净利率下滑 1+pct 至 12.1%	7.79% (-2.08pct) 其中 2C 业务毛利率下降接近 3pct; 2B 业务毛利率下降 0.7pct

数据来源：公司公告、公司调研、东吴证券研究所

表3：千味、安井、三全 2023 年&2024H1 小 B 端收入增速

	2023 年	2024H1
千味央厨：小 B	15.70%	1.77%
安井食品：经销	22.60%	12.42%
三全食品：餐饮小 B	17%+	小个位数

数据来源：公司公告、公司调研、东吴证券研究所

品类分化：调理制品分化加剧，龙头韧性更强；米面制品整体疲软，竞争持续焦灼；烘焙类需求修复偏弱。 调理制品企业表现分化强，2024H1 安井调理制品收入同比+21.9%，海欣、惠发调理制品收入双位数下滑，三全调理制品收入同比+2%，安井增速显著领先于行业。从竞争格局看，安井与竞争对手份额差距较大，收入和利润率表现更显企业韧

性。米面制品需求不振,尤其 C 端受到商超人流下滑等因素影响,收入整体承压,2024H1 安井米面制品同比+1.4%,海欣、三全同比延续下滑趋势,千味央厨蒸煮品类在团餐的渗透率提升,米面制品同比+6.3%,表现更稳健。米面制品竞争格局持续焦灼,思念、三全双寡头格局下,叠加外部需求不振,价格战情况更为激烈。烘焙品类由于可选消费属性,需求修复节奏更为缓慢,2024H1 立高、海融、南侨均同比实现个位数增长,奶油品类在国产化替代进口趋势下,立高、海融收入增长表现更好,2024H1 整体收入分别为+8.9%/9.5%,接近双位数增长;千味央厨因大客户基数高、份额回落影响,烘焙类收入在 2024H1 同比下滑 8.3%。

表4: 速冻行业主要公司不同品类收入增速

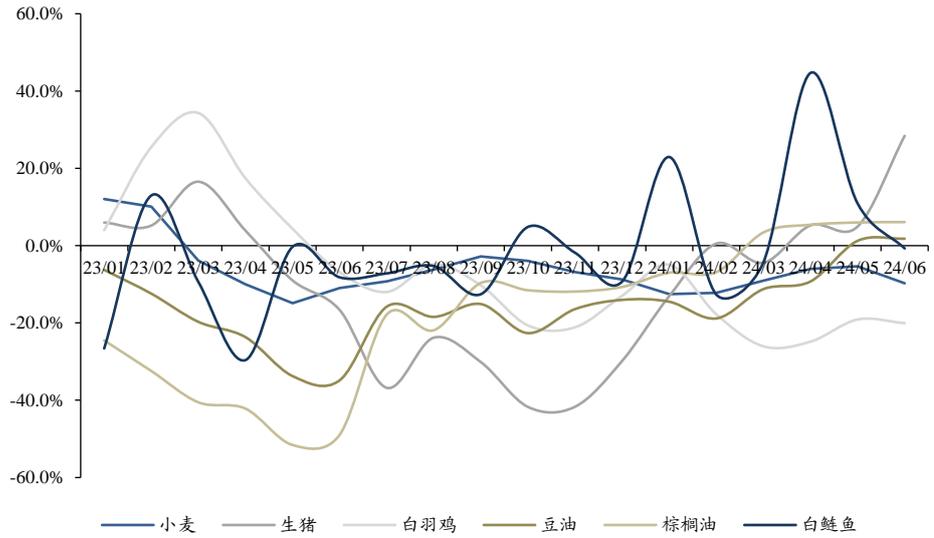
	调理制品(火锅料)		米面制品		烘焙	
	2023年	2024H1	2023年	2024H1	2023年	2024H1
安井食品	11.2%	21.9%	5.4%	1.4%		
海欣食品	-0.5%	-20.3%	-48.4%	-6.2%		
惠发食品	20.6%	-13.6%				
三全食品	28.4%	2.0%	-9.5%	-5.8%		
千味央厨			24.9%	6.3%	29.2%	-8.3%
立高食品: 整体					20.2%	8.9%
海融科技: 整体					10.0%	9.5%
南侨食品: 整体					7.7%	0.3%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

综合看: 我们认为餐饮供应链需求偏弱,大 B 端边际承压,压力正向上游逐步传导,餐供企业面临收入和利润率的平衡挑战;商超 C 端竞争仍较激烈,速冻火锅料竞争格局好于速冻米面制品,应对更为积极的龙头企业显现出更强韧性。

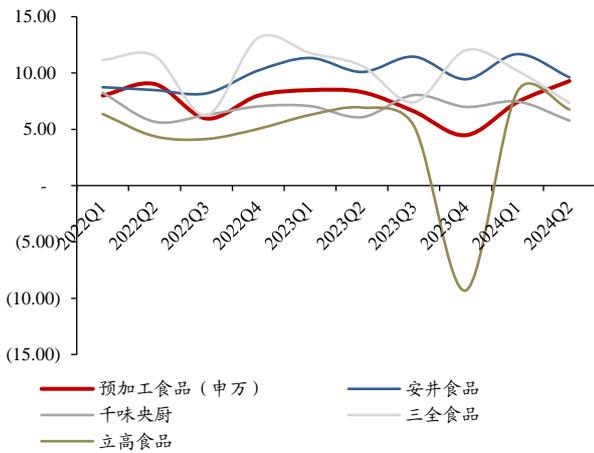
除猪肉外,原材料整体处于低位,激烈竞争挤压成本红利。原材料端,除生猪价格 Q2 同比大幅上行,其余大宗原材料包括小麦、白羽鸡等持续回落,油脂类小幅回升,成本端整体低位。但由于需求不振,竞争加剧,规模效应减弱,成本红利被侵蚀,叠加政府补助今年整体减少,安井、千味、三全、立高归母净利率均出现环比、同比下滑。预加工行业整体利润率环比提升考虑主因五芳斋等季节性较强(端午为旺季)企业利润在 Q2 释放,以及板块内部分企业春节旺季不旺叠加春节假期生产不连续导致 Q1 利润率偏低所致;同比提升考虑主因板块内体量更小的企业主动收缩费用(同时收入大幅下滑)如味知香,和主动优化产品结构带来毛利率提升的独立品类企业如五芳斋。

图4: 2023-2024Q2 主要原材料价格同比变化



数据来源：Wind、东吴证券研究所

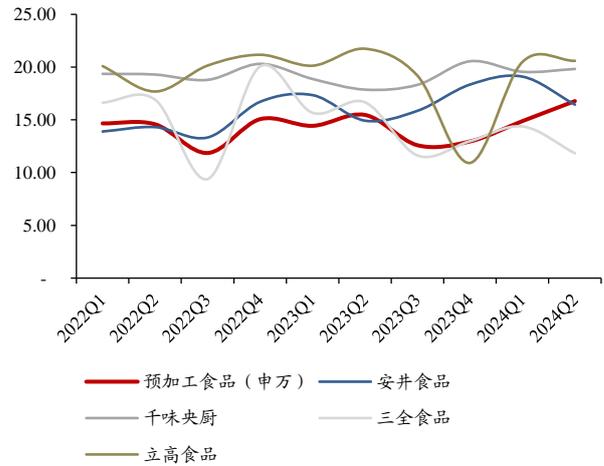
图5：2022Q1-2024Q2 预加工食品指数及主要企业单季归母净利润率（单位：%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

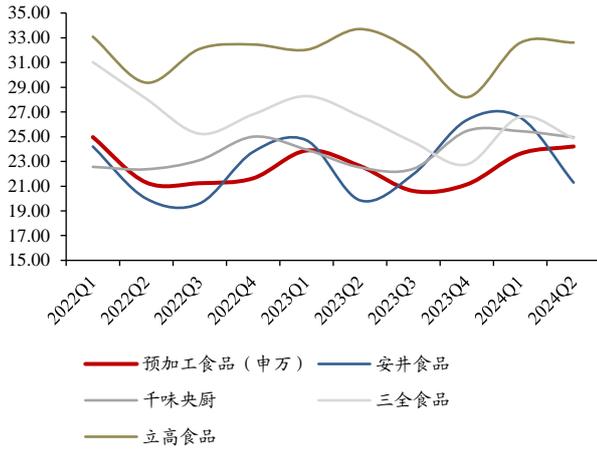
图7：2022Q1-2024Q2 预加工食品指数及主要企业单季毛利率（单位：%）

图6：2022Q1-2024Q2 预加工食品指数及主要企业单季毛销差（单位：%）

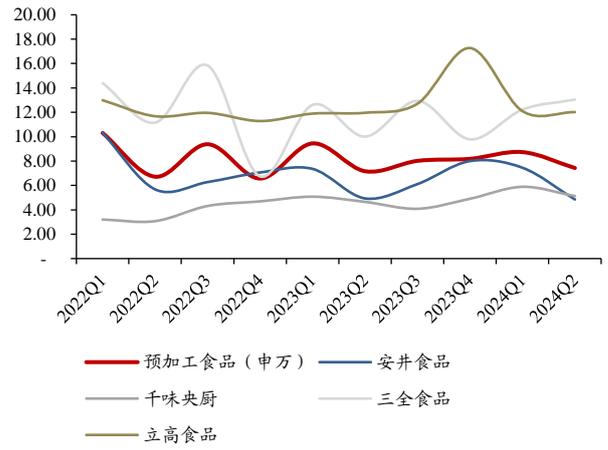


数据来源：Wind、东吴证券研究所

图8：2022Q1-2024Q2 预加工食品指数及主要企业单季销售费用率（单位：%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

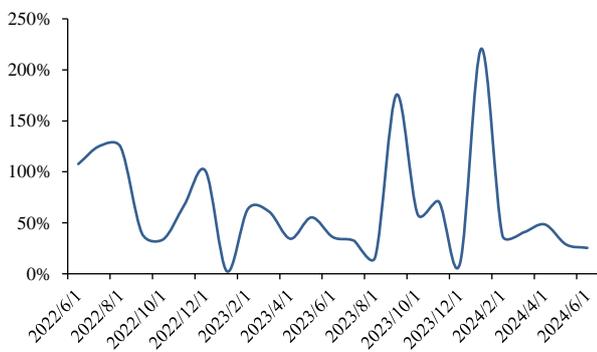


数据来源：Wind、东吴证券研究所

2. 休闲零食：分化加剧，供应链企业势能延续

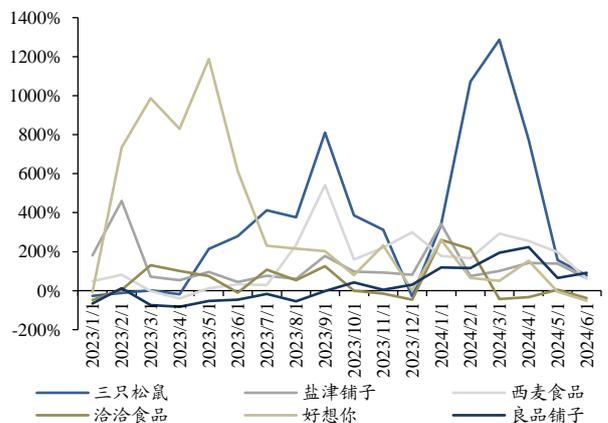
渠道变革延续，零食量贩渠道+内容电商仍是增长最快的渠道。消费分级趋势持续，“极致性价比”需求凸增，零食渠道变革先行，迎合新趋势的零食量贩、内容电商等渠道蓬勃发展。1) 零食量贩渠道：龙头保持高速开店，截至2024H1末，万辰系在营业门店数量达到6638家，签约门店数更多，全年破万店计划不变。鸣鸣很忙集团于6月12日宣布旗下品牌零食很忙、赵一鸣零食全国门店总数已突破10000家。两家龙头企业今年开店速度保持翻倍以上增长。2) 内容电商渠道：以抖快为代表的 content 电商平台销售额快速增长，成为休闲零食重要的新增量渠道。根据Datayes!数据，2024H1零食/坚果/特产品类在抖音渠道销售额同比增长75%。三只松鼠、盐津铺子等主动拥抱内容电商的零食企业在抖音平台保持高速增长。

图9：2022M6-2024M6 抖音零食/坚果/特产月销售额 yoy



数据来源：Datayes!、东吴证券研究所

图10：主要零食企业 2023M1-2024M6 抖音销售额 yoy



数据来源：Datayes!、东吴证券研究所

零食行业分化延续，供应链企业增长势能延续，产品型企业关注鹤鹑蛋大单品红利释放。我们在一季报总结中提出，供应链企业和产品型企业已开始显现分化，供应链企业拥抱渠道变革更为全面、彻底，享受的红利期也更强。从 2024 年中报来看，我们认为该趋势仍在延续，在 Q2 淡季，产品型企业除明星大单品鹤鹑蛋品类红利持续释放外，其余产品型企业收入端显疲态。1) **供应链/渠道型企业**：盐津铺子、三只松鼠作为零食中的渠道型企业，先后积极转型，拥抱渠道变革机遇，迎合“高性价比”趋势，向全渠道转型。盐津铺子自 2021 年转型升级以来，2022Q2 收入端开始显现较强势能；2022 年底三只松鼠提出“高端性价比”战略，积极布局抖音渠道，辣卤礼包、鹤鹑蛋、沙琪玛、鳕鱼肠等多款新品位列抖音对应类目 TOP1。三只松鼠与盐津在 2024H1 保持领先的收入增速，2024Q2 松鼠、盐津收入分别同比增长 43.9%/23.4%，领先于产品型企业增长。2) **产品型企业**：除鹤鹑蛋红利持续释放外，产品型企业在 2024Q2 增长显现疲态。甘源食品 24Q2 收入大幅降速，24Q2 收入同比+4.9%，期待内部组织优化后下半年收入增长改善；洽洽食品 24Q2 消化渠道库存，收入同比-20.2%。劲仔食品受益于鹤鹑蛋明星大单品持续放量及渠道精耕，增速领先于其余产品型企业，2024Q2 收入同比+21%，其中线下增速更快，电商渠道 24H1 同比-3.3%有一定拖累，公司正积极调整电商团队，期待下半年线上渠道销售改善。

综合看：我们认为零食行业中短期仍在演绎高性价比趋势下的渠道变革红利，品牌战略重塑进行时，积极拥抱全渠道的供应链企业将获得更长红利期。

图 11: 2022Q1-2024Q1 主要零食企业单季度收入增速 (单位: %)

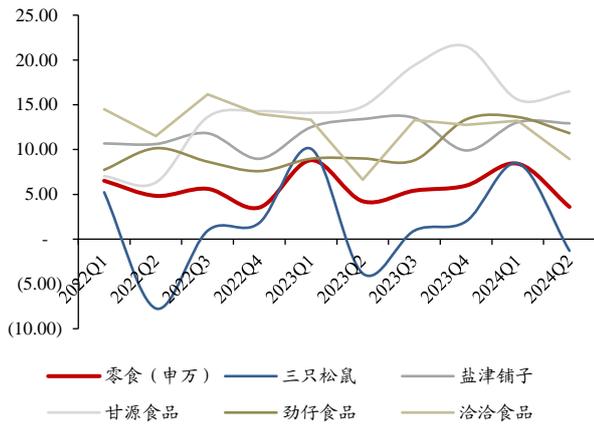
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	
零食 (申万指数)	-0.3	3.4	-0.8	-3.2	-12.9	4.6	12.5	1.0	27.9	1.8	
渠道型	三只松鼠	-15.9	-35.5	-32.6	-27.4	-38.5	-3.1	38.6	29.2	91.8	43.9
	盐津铺子	-2.9	34.6	34.7	41.3	55.4	57.6	46.2	20.2	37.0	23.4
产品型	甘源食品	-5.2	42.7	13.9	9.9	22.2	48.1	37.3	10.9	49.8	4.9
	劲仔食品	15.5	45.6	40.1	25.4	68.4	35.2	45.9	26.5	23.6	20.9
	洽洽食品	3.9	24.4	13.6	18.9	-6.7	8.3	5.1	-6.9	36.4	-20.2

数据来源: Wind、东吴证券研究所

原材料成本低位，成本红利显现，盈利水平整体提升。2024 以来零食行业大部分原材料如油脂等成本保持低位；去年成本较高的鹤鹑蛋、瓜子价格持续回落高。整体看，主要零食企业 2024Q2 的归母净利率同比均有提升。零食 (申万) 行业整体净利率同比略有下滑考虑主因部分企业仍处于开拓新渠道时期投入较大所致，如良品铺子等。

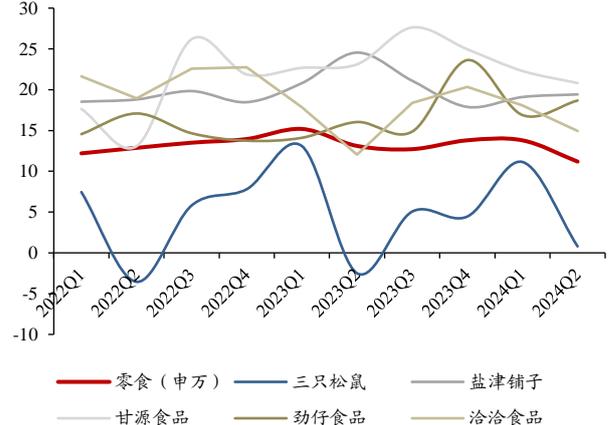
图 12: 2022Q1-2024Q2 零食指数及主要企业单季归母净利率 (单位: %)

图 13: 2022Q1-2024Q2 零食指数及主要企业单季毛销差 (单位: %)



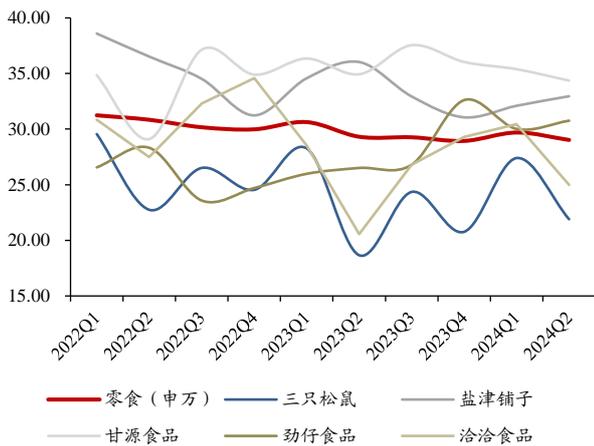
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图14：2022Q1-2024Q2 零食指数及主要企业单季毛利率（单位：%）

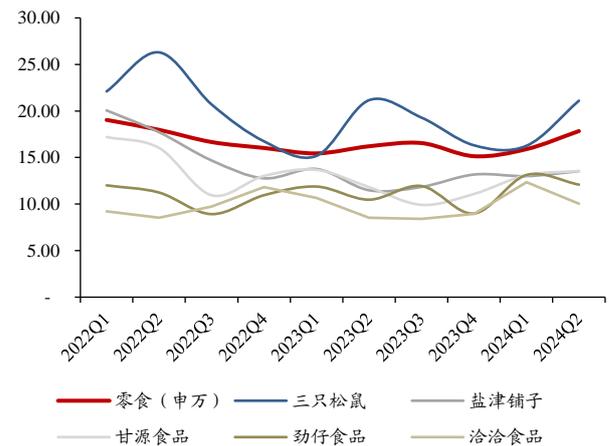


数据来源：Wind、东吴证券研究所

图15：2022Q1-2024Q2 零食指数及主要企业单季销售费用率（单位：%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所



数据来源：Wind、东吴证券研究所

3. 连锁业态：聚焦优化单店模型，修炼内功进行时

连锁业态整体需求疲软，单店承压。连锁业态需求端整体呈现疲态，叠加跨业态的竞争冲击，单店持续承压，卤味连锁企业以及巴比 24H1 平均单店收入均同比下滑。分行业看，早餐属于刚需，2024Q2 收入同比-1.9%，其中加盟门店业务同比-3.02%，尤其肯德基麦当劳等推出的低价早餐套餐对连锁早餐业态有一定挤压，巴比单店收入持续下滑，今年将聚焦优化单店模型，包括优化门店招牌、菜单，调整改善门店布局，对门店进行分级管理进行定向精准扶持、开展营销、定期沟通会等活动，同时持续拓展中晚餐消费场景等提升店效。卤味可选消费属性更强，紫燕、煌上煌餐桌卤味属性更强，24Q2 收入分别同比-2%/-5.1%，绝味休闲卤味属性更强，考虑零食量贩店等业态的蓬勃发展对卤味需求也有一定挤压。24H1 巴比、紫燕保持净开店状态，绝味、煌上煌已进入净关店调整。

综合看，所有连锁企业今年都将放慢开店节奏，或以净关店进行调整，聚焦提升店效，静待改善。

图16: 2022Q1-2024Q2 主要连锁企业单季度收入增速 (单位: %)

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
巴比食品	22.4	9.9	9.8	5.6	3.2	11.1	8.1	4.6	10.7	-1.9
绝味食品	12.1	0.6	4.8	-11.7	8.0	13.9	8.3	8.5	-7.0	-12.3
紫燕食品	-	-	14.0	19.8	13.8	1.5	-2.9	14.7	-8.0	-2.0
煌上煌	-10.6	-20.0	-17.2	-17.1	-5.6	-0.8	-0.4	1.2	-10.6	-5.1

数据来源: Wind、东吴证券研究所

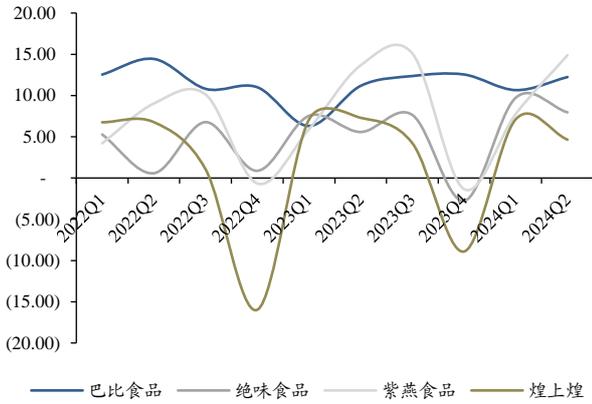
表5: 2023H1、2024H1 主要连锁企业门店数量及平均单店营收 (单位: 万元)

单店营收: 万元	2023H1	2024H1	yoy
巴比食品	12.14	11.09	-8.6%
绝味食品	18.99	16.90	-11.0%
紫燕食品	25.05	22.15	-11.6%
煌上煌	18.85	15.69	-16.8%
门店数	2023H1	2024H1	yoy
巴比食品	4803	5284	10.0%
绝味食品	16162	14969	-7.4%
紫燕食品	6137	6308	2.8%
煌上煌	4213	4052	-3.8%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

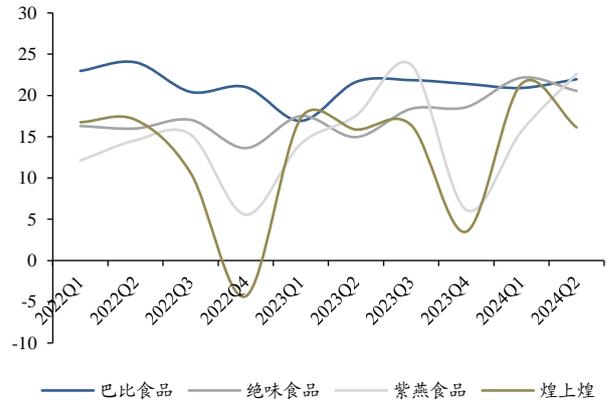
成本高位回落，利润率修复。2023年鸭脖成本高位，2023Q2鸭脖价格最高达到28元/kg，23Q3开始逐步回落至10元/kg左右，成本回落后毛利率已大幅修复。同时牛肉、小麦等价格，原材料整体低位。巴比（取扣非净利率）、紫燕、绝味24Q2的归母净利率均实现同比提升，煌上煌毛销差提升，但因为加大品宣投放、以及新基地投产、增加原材料储备等导致管理费用率上行，因此归母净利率下滑。综合来看，原材料成本下行，行业整体利润率得以修复。

图17: 2022Q1-2024Q2 连锁企业单季归母净利润率(单位: %)



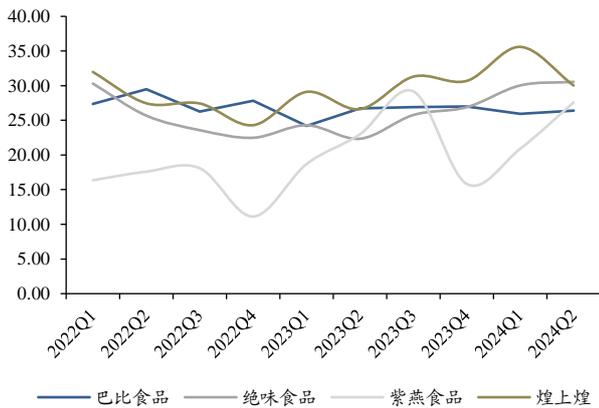
数据来源: Wind、东吴证券研究所
注: 巴比食品为扣非净利率

图18: 2022Q1-2024Q2 连锁企业单季毛销差(单位: %)



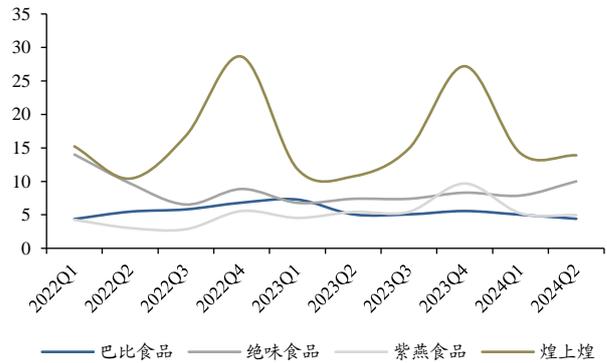
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图19: 2022Q1-2024Q2 连锁企业单季毛利率(单位: %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图20: 2022Q1-2024Q2 连锁企业单季销售费用率(单位: %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

4. 保健品: 内需弱, 生产商更受益于海外需求提升

内需疲软, 国内保健品品牌商承压, 上游生产商受益于海外需求提升收入快速增长。24Q2 汤臣倍健、仙乐健康收入分别同比-21%/+23%。品牌商汤臣倍健收入端承压更为明显, 主因下游需求疲软、行业竞争加剧单价下滑, 同时去年高基数影响, 核心品类均出现下滑。生产企业仙乐健康美洲、欧洲、亚太等海外区域增长更快带动公司整体收入增长, 尤其美洲下游企业去库存阶段结束后需求复苏, 24H1 仙乐健康美洲区收入实现同比 65%增长。

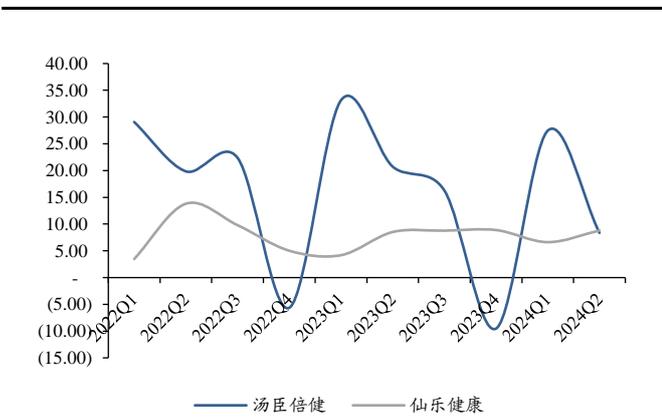
图21: 2022Q1-2024Q2 主要保健品企业单季度收入增速 (单位: %)

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
汤臣倍健	2.6	-1.8	5.9	21.3	36.3	28.2	12.8	-4.5	-14.9	-20.9
仙乐健康	-17.0	5.0	16.1	15.8	66.7	22.1	41.5	50.1	35.5	23.3

数据来源: Wind、东吴证券研究所

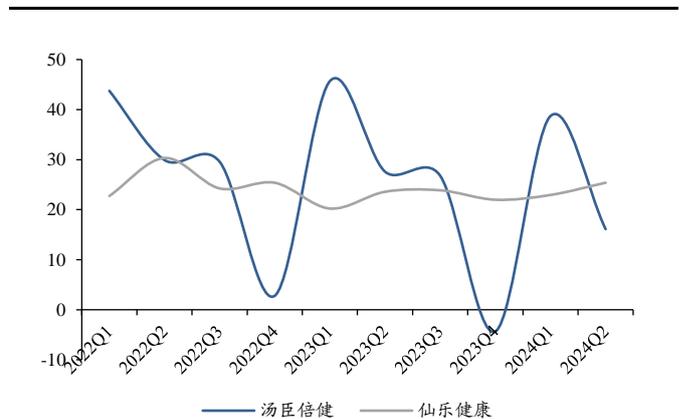
行业竞争加剧, 品牌商利润率下滑, 生产厂商利润率更稳健。24Q2 汤臣倍健归母净利率同比-12.37pct, 其中毛销差同比-7pct, 主因行业竞争加剧, 线上直营单价下滑, 同时公司加大品宣广告等费用投放; 同时管理费用率因股权激励费用、租赁等费用同比提升; 综合影响下, 汤臣倍健的盈利能力出现大幅下滑。仙乐健康利润率整体更为稳健, 毛利率受益于内部持续精益生产、服务收入增加和产品结构升级提升, 整体盈利能力稳健, 归母净利率同比小幅提升 0.28pct。

图22: 2022Q1-2024Q2 主要保健品企业单季归母净利率 (单位: %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所
注: 巴比食品为扣非净利率

图23: 2022Q1-2024Q2 主要保健品企业单季毛销差 (单位: %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图24: 2022Q1-2024Q2 主要保健品企业单季毛利率 (单位: %)

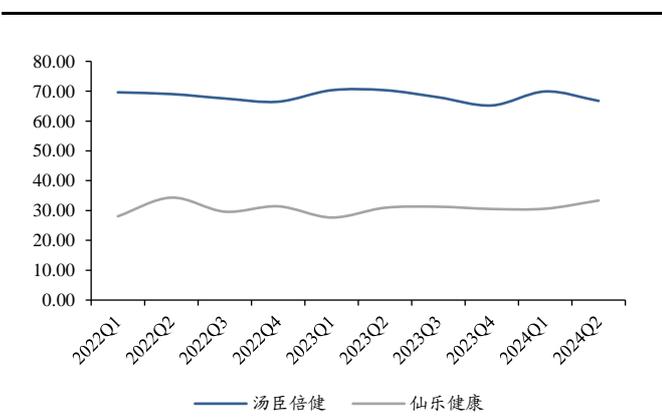
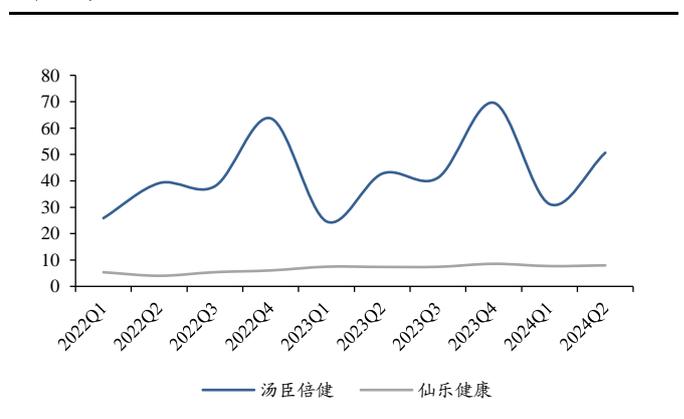


图25: 2022Q1-2024Q2 主要保健品企业单季销售费用率 (单位: %)



数据来源：Wind、东吴证券研究所

数据来源：Wind、东吴证券研究所

5. 投资建议

2024 年食品饮料投资策略主线是低估值优质确定性成长+高股息率，辅线是经营改善，关注稳定政策的持续加码和风险偏好变化，中性假设下，2024 类 2022 波动性仍存，低位布局更理性。白酒中长期看好基本面坚挺和份额提升标的，也看好现金流支撑的股息率品种，短期布局旺季前预期差不掩对长期价值的认同。推荐山西汾酒、泸州老窖、古井贡酒、贵州茅台、五粮液、迎驾贡酒、今世缘、老白干酒等，建议关注：珍酒李渡、伊力特。大众品重视成本红利和渠道红利集中的啤酒和部分零食调味品，燕京啤酒、重庆啤酒、青岛啤酒、三只松鼠、盐津铺子、劲仔食品、千禾味业、安井食品、中炬高新等。

6. 风险提示

消费修复不及预期风险：经济下行导致消费修复受阻，次高端及以上产品价格带上升以及扩容可能不及预期。

行业竞争加剧风险：一方面行业内竞争持续加剧推动食品企业持续出清，另一方面由于竞争加剧导致食品企业盈利能力不稳定。

食品安全风险：食品安全内部控制是公司的声誉基石，若出现食品安全事件，公司的业绩以及形象都会遭到严重打击。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>