

超配 (维持)

需求弱复苏，内部表现分化

食品饮料行业 2024 年半年度业绩综述

2024 年 9 月 5 日

投资要点:

分析师: 魏红梅
SAC 执业证书编号:
S0340513040002
电话: 0769-22119462
邮箱: whm2@dgzq.com.cn

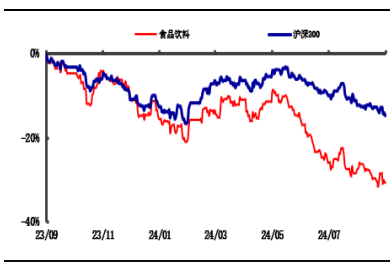
分析师: 黄冬祎
SAC 执业证书编号:
S0340523020001
电话: 0769-22119410
邮箱:
huangdongyi@dgzq.com.cn

■ 食品饮料行业上半年营收实现个位数增长，利润实现双位数增长。2024H1，食品饮料行业实现营业总收入5678.08亿元，同比增长5.17%，增速同比下降4.68个百分点；实现归属于母公司股东的净利润1283.44亿元，同比增长14.04%，增速同比下降0.80百分点。单季度看，二季度需求季环比下滑，叠加我国消费处于弱复苏态势，对应行业Q2业绩增速季环比放缓。2024Q2，食品饮料行业实现营业总收入2487.68亿元，同比增长1.75%；实现归母净利润470.18亿元，同比增长10.76%。行业Q2归母净利润增速快于营收增速主要系部分板块成本压力趋缓、费用结构优化等因素影响。

■ 投资策略：维持对行业的超配评级。白酒板块：从白酒企业公布的业绩数据来看，内部表现呈现分化。高端白酒业绩相对稳健。次高端白酒由于商务宴席弱复苏，恢复进度较慢，业绩表现分化。区域白酒受当地经济发展、送礼、宴席等因素催化，以徽酒为代表的区域强势品牌业绩表现较好。白酒目前估值处于近五年相对低位水平，后续需持续跟踪中秋国庆双节旺季及春节备货情况，关注动销、库存等指标，长期需要进一步结合经济复苏进度等情况进行判断。标的方面，建议关注确定性强的高端白酒贵州茅台（600519）、五粮液（000858）等；次高端与区域白酒可以关注动销和库存表现较好的山西汾酒（600809）、古井贡酒（000596）等。大众品板块：大众品由于各子板块的影响因素不同，修复节奏亦存在差异，内部业绩延续分化态势。业绩具备确定性、存在边际改善预期、高性价比的板块可重点关注。啤酒板块关注成本下行、高端化等边际改善机会。调味品板块可以重点关注餐饮消费力修复、成本等边际改善预期。乳品二季度动销偏弱，但生鲜乳成本压力趋缓，需持续关注后续需求。零食公司二季度淡季需求季环比放缓，持续关注零食量贩、线上渠道等带来的增量贡献。标的方面，可重点关注青岛啤酒（600600）、海天味业（603288）、伊利股份（600887）、三只松鼠（300783）等。

■ 风险提示：原材料价格波动，产品提价不及预期，渠道开展不及预期，行业竞争加剧风险，食品安全风险，宏观经济波动等。

食品饮料（申万）指数走势



资料来源：东莞证券研究所，同花顺

相关报告

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自自己公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 食品饮料行业 2024 年上半年业绩概述	4
1.1 上半年行业营收实现个位数增长，利润实现双位数增长	4
1.2 上半年行业内细分板块业绩表现分化	4
2. 白酒板块：业绩延续分化，龙头韧性较强	5
2.1 白酒板块 Q2 业绩增速季环比放缓	5
2.2 白酒板块上半年盈利能力同比提升	9
3. 啤酒板块：需求弱复苏，成本红利带动利润增长	12
3.1 啤酒板块上半年营收同比下滑，归母净利润实现双位数增长	12
3.2 啤酒板块上半年盈利能力稳步提升	13
4. 调味品板块：内部分化，龙头彰显韧性	15
4.1 需求弱复苏，2024H1 板块营收同比实现个位数增长	15
4.2 调味品板块上半年盈利水平改善	16
5. 乳品板块：Q2 淡季去库存，业绩有所承压	18
5.1 乳品板块淡季需求平淡，Q2 业绩同比下滑	18
5.2 乳品板块 Q2 毛利率同比增加，净利率同比下降	20
6. 零食板块：2024Q2 业绩降速，表现分化	22
6.1 零食板块 Q2 业绩降速	22
6.2 零食公司盈利能力表现不一	23
7. 投资策略	25
8. 风险提示	26

插图目录

图 1：2020H1-2024H1 SW 食品饮料行业营业总收入与增速（亿元，%）	4
图 2：2020H1-2024H1 SW 食品饮料行业归母净利润与增速（亿元，%）	4
图 3：2024H1 SW 食品饮料行业细分板块营收同比增速（%）	5
图 4：2024H1 SW 食品饮料行业细分板块归母净利润同比增速（%）	5
图 5：2024Q2 SW 食品饮料行业细分板块营收同比增速（%）	5
图 6：2024Q2 SW 食品饮料行业细分板块归母净利润同比增速（%）	5
图 7：2020H1-2024H1 SW 白酒行业营业总收入与增速（亿元，%）	6
图 8：2020H1-2024H1 SW 白酒行业归母净利润与增速（亿元，%）	6
图 9：2024H1 SW 白酒细分板块营业总收入与增速（亿元，%）	6
图 10：2024H1 SW 白酒细分板块归母净利润与增速（亿元，%）	6
图 11：2024Q2 SW 白酒细分板块营业总收入与增速（亿元，%）	7
图 12：2024Q2 SW 白酒细分板块归母净利润与增速（亿元，%）	7
图 13：2020H1-2024H1 SW 白酒板块毛利率与净利率（%）	10
图 14：2020H1-2024H1 SW 白酒板块期间费用率（%）	10
图 15：2020H1-2024H1 SW 啤酒板块营业总收入与增速（亿元，%）	12
图 16：2020H1-2024H1 SW 啤酒板块归母净利润与增速（亿元，%）	12
图 17：2020H1-2024H1 SW 啤酒板块毛利率与净利率（%）	14
图 18：2020H1-2024H1 SW 啤酒板块期间费用率（%）	14
图 19：2020H1-2024H1 SW 调味品板块营业总收入与增速（亿元，%）	15
图 20：2020H1-2024H1 SW 调味品板块归母净利润与增速（亿元，%）	15

图 21: 2020H1-2024H1 SW 调味品板块毛利率与净利率 (%)	16
图 22: 2020H1-2024H1 SW 调味品板块期间费用率 (%)	16
图 23: 2020H1-2024H1 SW 乳品板块营业总收入与增速 (亿元, %)	18
图 24: 2020H1-2024H1 SW 乳品板块归母净利润与增速 (亿元, %)	18
图 25: 2020H1-2024H1 SW 乳品板块毛利率与净利率 (%)	20
图 26: 2020H1-2024H1 SW 乳品板块期间费用率 (%)	20
图 27: 2020H1-2024H1SW 零食板块营业总收入与增速 (亿元, %)	22
图 28: 2020H1-2024H1SW 零食板块归母净利润与增速 (亿元, %)	22
图 29: 2020H1-2024H1 SW 零食板块毛利率与净利率 (%)	23
图 30: 2020H1-2024H1 SW 零食板块期间费用率 (%)	23

表格目录

表 1: 2024H1SW 食品饮料行业业绩单季度表现 (亿元, %)	4
表 2: 2024H1SW 白酒板块业绩单季度表现 (亿元, %)	6
表 3: 2024H1SW 白酒板块上市公司营收情况 (亿元, %)	8
表 4: 2024H1SW 白酒板块上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	9
表 5: 2024H1 SW 白酒板块重点上市公司毛利率与净利率 (% , 百分点)	11
表 6: 2024H1 SW 白酒板块重点上市公司期间费用率 (% , 百分点)	11
表 7: 2024H1SW 啤酒板块业绩单季度表现 (亿元, %)	13
表 8: 2024H1SW 啤酒板块上市公司业绩表现 (亿元, %)	13
表 9: 2024H1SW 啤酒板块上市公司毛利率与净利率 (% , 百分点)	14
表 10: 2024H1SW 啤酒板块上市公司期间费用率 (% , 百分点)	14
表 11: 2024H1SW 调味品板块业绩单季度表现 (亿元, %)	15
表 12: 2024H1SW 调味品板块上市公司业绩表现 (亿元, %)	16
表 13: 2024H1SW 调味品板块上市公司毛利率与净利率 (% , 百分点)	17
表 14: 2024H1SW 调味品板块上市公司期间费用率 (% , 百分点)	18
表 15: 2024H1SW 乳品板块业绩单季度表现 (亿元, %)	19
表 16: 2024H1SW 乳品板块上市公司业绩表现 (亿元, %)	19
表 17: 2024H1SW 乳品板块上市公司毛利率与净利率 (% , 百分点)	20
表 18: 2024H1SW 乳品板块上市公司期间费用率 (% , 百分点)	21
表 19: 2024H1SW 零食板块业绩单季度表现 (亿元, %)	22
表 20: 2024H1SW 零食板块上市公司业绩表现 (亿元, %)	23
表 21: 2024H1SW 零食板块上市公司毛利率与净利率 (% , 百分点)	24
表 22: 2024H1SW 零食板块上市公司期间费用率 (% , 百分点)	24
表 23: 重点公司盈利预测及投资评级 (2024/9/4)	25

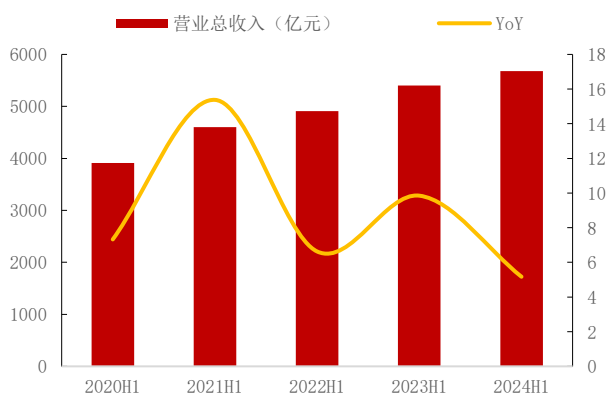
1. 食品饮料行业 2024 年上半年业绩概述

1.1 上半年行业营收实现个位数增长，利润实现双位数增长

食品饮料行业上半年营收实现个位数增长，利润实现双位数增长。2024H1，食品饮料行业（SW 食品饮料行业剔除 B 股，共 127 家样本公司，下同）实现营业总收入 5678.08 亿元，同比增长 5.17%，增速同比下降 4.68 个百分点；实现归属于母公司股东的净利润 1283.44 亿元，同比增长 14.04%，增速同比下降 0.80 百分点。

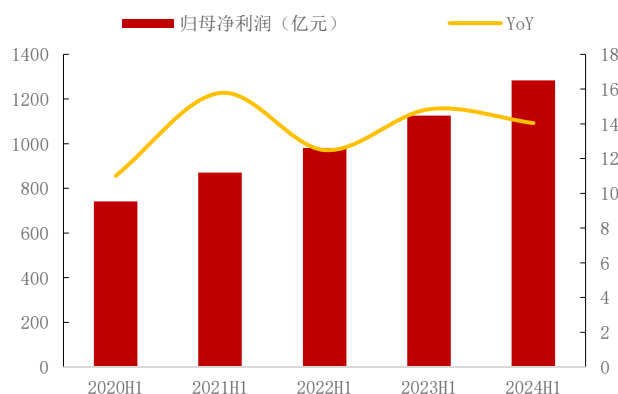
食品饮料行业 Q2 业绩增速季环比放缓。分季度看，今年春节，在居民返乡送礼、宴席等消费场景的带动下，终端需求有所增加，行业 2024Q1 营收与归母净利润同比均实现了不同程度的增长。步入二季度，需求季环比下滑，叠加我国消费处于弱复苏态势，对应行业 Q2 业绩增速季环比放缓。2024Q2，食品饮料行业实现营业总收入 2487.68 亿元，同比增长 1.75%；实现归母净利润 470.18 亿元，同比增长 10.76%。行业 Q2 归母净利润增速快于营收增速主要系部分板块成本压力趋缓、费用结构优化等因素影响。

图 1：2020H1-2024H1 SW 食品饮料行业营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 2：2020H1-2024H1 SW 食品饮料行业归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 1：2024H1SW 食品饮料行业业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入	营业总收入 YoY	归母净利润	归母净利润 YoY
2024Q1	3190.40	8.01	813.25	16.03
2024Q2	2487.68	1.75	470.18	10.76

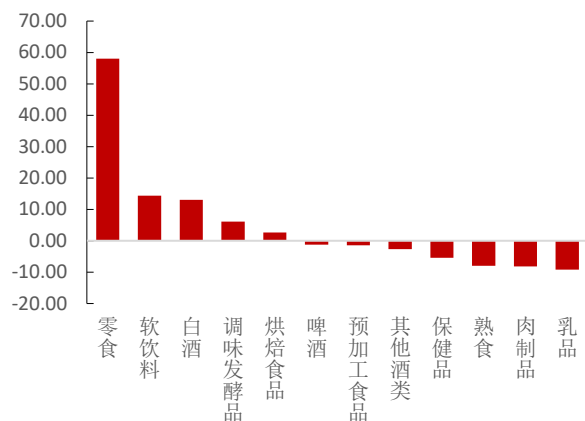
资料来源：同花顺，东莞证券研究所

1.2 上半年行业内细分板块业绩表现分化

上半年行业内细分板块业绩表现分化。分板块看，2024H1 食品饮料行业内子板块表现分化。其中，零食、软饮料等板块动销相对稳健，营收在食品饮料行业中涨幅靠前。白酒、调味品等板块营收表现相对良性。相比之下，乳品、熟食等板块表现偏弱。调味品

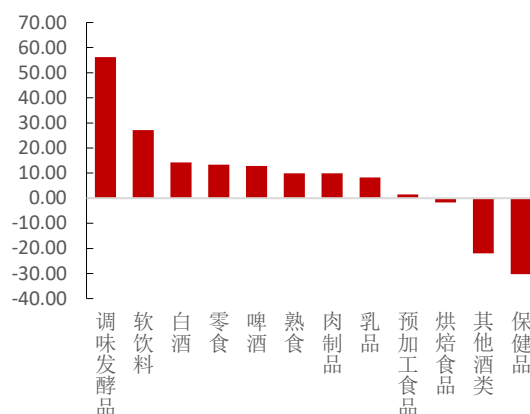
板块上半年归母净利润实现较大幅度增长主要系中炬高新及子公司中汇合创签订了征地补偿相关合同，对业绩产生增量贡献。

图 3：2024H1 SW 食品饮料行业细分板块营收同比增速 (%)



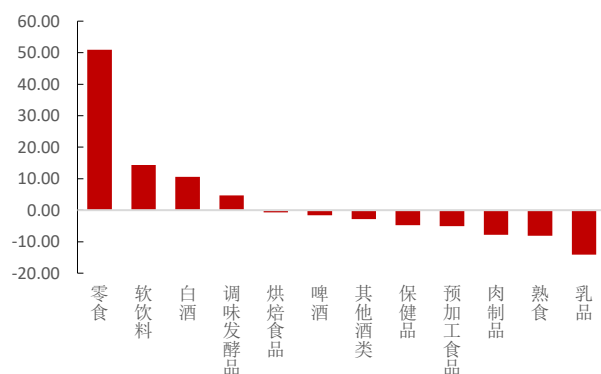
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 4：2024H1 SW 食品饮料行业细分板块归母净利润同比增速 (%)



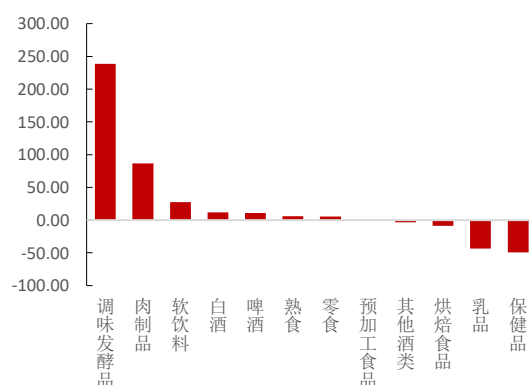
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 5：2024Q2 SW 食品饮料行业细分板块营收同比增速 (%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 6：2024Q2 SW 食品饮料行业细分板块归母净利润同比增速 (%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

2. 白酒板块：业绩延续分化，龙头韧性较强

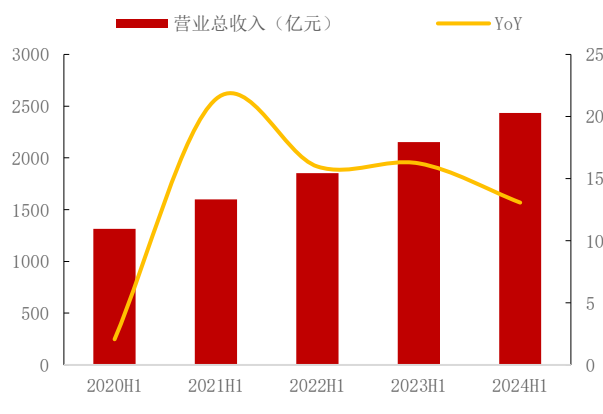
2.1 白酒板块 Q2 业绩增速季环比放缓

白酒板块上半年业绩实现双位数增长。今年上半年，白酒板块业绩实现稳健增长。2024H1，白酒板块（SW 白酒剔除古井贡酒 B，共 20 家样本公司，下同）实现营业总收入 2435.94 亿元，同比增长 13.07%；实现归属于母公司股东的净利润 956.82 亿元，同比增长 14.31%。

Q2 白酒动销相对平淡，业绩增速季环比放缓。分季度看，作为疫后首个完全不受疫情影响的春节，在宴席等消费场景带动下，春节期间白酒动销整体良性，带动 2024 年一季度白酒板块业绩实现了双位数增长。二季度白酒进入传统的消费淡季，今年五一和端午，

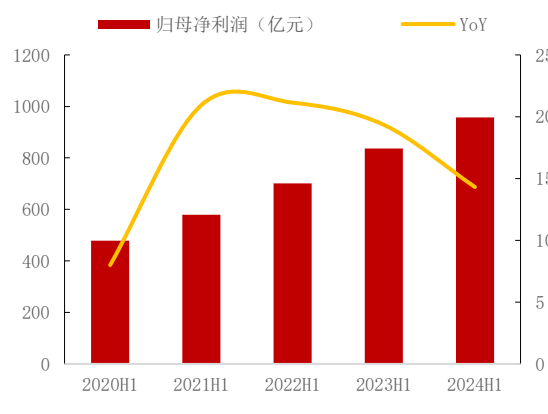
白酒动销表现相对平淡。因为缺少立春节气，五一期间婚宴同比出现下滑，主要以宝宝宴、家宴等形式为主。叠加需求弱复苏、商务宴席等消费场景恢复较慢等因素影响，白酒板块 Q2 业绩增速季环比放缓。2024Q2，白酒板块实现营业总收入 927.28 亿元，同比增长 10.57%；实现归母净利润 336.95 亿元，同比增长 11.76%。

图 7：2020H1-2024H1 SW 白酒行业营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 8：2020H1-2024H1 SW 白酒行业归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 2：2024H1SW 白酒板块业绩单季度表现（亿元，%）

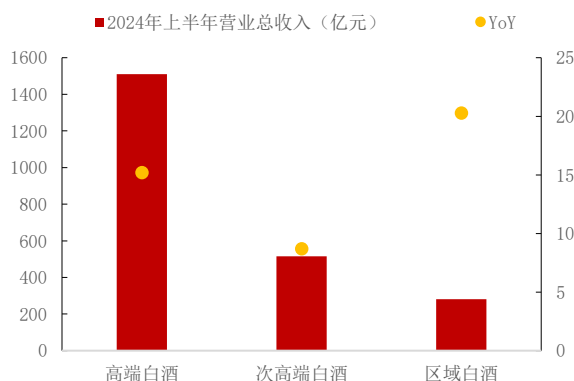
	营业总收入	营业总收入 YoY	归母净利润	归母净利润 YoY
2024Q1	1508.66	14.67	619.87	15.75
2024Q2	927.28	10.57	336.95	11.76

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

白酒板块业绩延续分化。按白酒层级来看，白酒业绩表现延续分化。其中，高端白酒确定性强，业绩稳健增长；区域强势品牌在当地宴席等消费场景催化下，叠加产品与渠道结构优化，增速最快；次高端白酒由于商务宴席恢复进度缓慢，增速相对较低。具体数据看，2024H1 营收增速：区域白酒（+20.25%）> 高端白酒（+15.19%）> 次高端白酒（+8.69%）；归母净利润增速：区域白酒（+24.04%）> 高端白酒（+14.43%）> 次高端白酒（+7.03%）。2024Q2 营收增速：区域白酒（+16.65%）> 高端白酒（+14.24%）> 次高端白酒（+3.57%）；归母净利润增速：区域白酒（+21.64%）> 高端白酒（+13.37%）> 次高端白酒（-8.24%）。

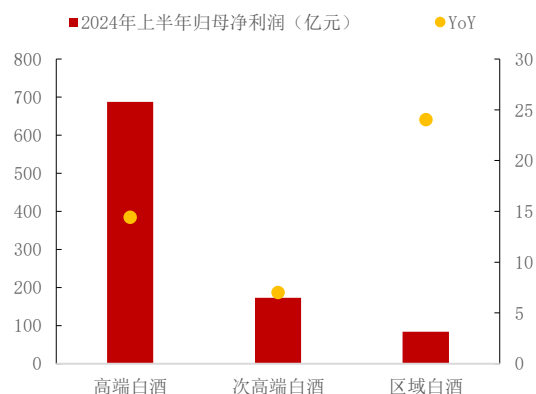
图 9：2024H1 SW 白酒细分板块营业总收入与增速（亿元，%）

图 10：2024H1 SW 白酒细分板块归母净利润与增速（亿元，%）



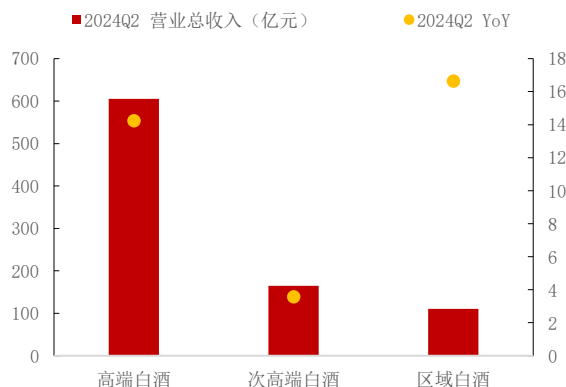
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 11：2024Q2 SW 白酒细分板块营业总收入与增速（亿元，%）

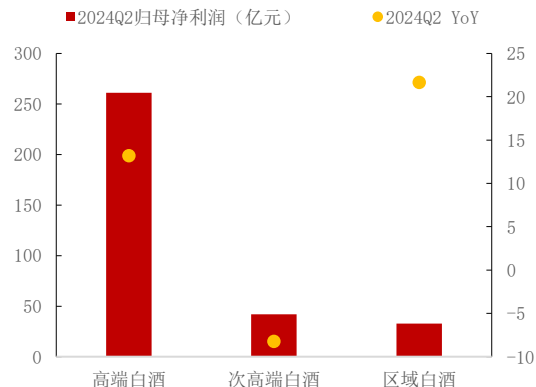


数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 12：2024Q2 SW 白酒细分板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

高端白酒确定性相对较强，上半年业绩稳健增长。受益于强大的品牌影响力与广泛的消费者认可度，高端白酒确定性相对较强，上半年业绩稳健增长。2024H1，高端白酒实现营业总收入 1510.04 亿元，同比增长 15.19%；实现归母净利润 687.80 亿元，同比增长 14.43%。单二季度，虽然白酒市场动销表现相对平淡，但高端白酒表现出一定的品牌韧性，Q2 实现营业总收入 604.98 亿元，同比增长 14.24%；实现归母净利润 260.96 亿元，同比增长 13.17%。

- （1）**贵州茅台**：飞天提价直接增厚业绩，叠加茅台积极调整产品与渠道结构，今年上半年贵州茅台业绩良性发展。2024H1，茅台实现营业总收入 834.51 亿元，同比增长 17.56%；实现归母净利润 416.96 亿元，同比增长 15.88%。单季度看，二季度在飞天批价出现较大波动的情况下，公司积极采取措施稳信心，Q2 实现营业总收入 369.66 亿元，同比增长 16.95%；实现归母净利润 176.30 亿元，同比增长 16.10%，业绩良性增长。此外，公司计划在 2024 至 2026 年，每年度分配的现金红利总额不低于当年归母净利润的 75%，现金分红两次（年度和中期分红），彰显龙头担当。

- (2) **五粮液**: 今年上半年表现相对稳健, 二季度公司主动调整发货节奏。在普五缩量背景下, 公司通过“宴席活动+扫码红包+终端排名”的组合, 加大了对 1618 与低度产品的推广, 叠加普五顺利提价, 五粮液 Q2 业绩稳步增长。
- (3) **泸州老窖**: 二季度主动调整发货节奏, 高度和低度国窖表现相对稳健, 特曲、头曲亦贡献一定增量。受税金、费用等因素影响, 二季度公司归母净利润同比增长 2.24%至 34.54 亿元, 增速慢于营收增速。

次高端白酒内部延续分化。今年以来由于我国商务需求仍然处于弱复苏, 次高端白酒在白酒层级中业绩增速低于区域白酒与高端白酒, 表现偏弱。2024H1, 次高端白酒实现营业总收入 516.05 亿元, 同比增长 8.69%; 实现归母净利润 173.11 亿元, 同比增长 7.03%。单二季度, 次高端白酒实现营业总收入 164.80 亿元, 同比增长 3.57%; 实现归母净利润 41.84 亿元, 同比下降 8.24%, 业绩有所承压。山西汾酒作为清香白酒龙头, 二季度主动调整青花经营节奏, 强化腰部价格带, 预计玻汾等产品表现较好, Q2 业绩相对稳健。水井坊今年上半年基本面有所改善, 在费用结构优化下业绩表现相对较好。而舍得酒业、酒鬼酒等公司需求复苏进度较慢, 持续消化库存, 业绩表现偏弱。

区域强势品牌势能延续。在居民节假日返乡送礼、家宴等消费场景催化下, 以徽酒为代表的区域强势品牌势能延续, 古井贡酒、迎驾贡酒等公司业绩实现较为强势的增长。2024H1, 区域白酒实现营业总收入 280.62 亿元, 同比增长 20.25%; 实现归母净利润 83.62 亿元, 同比增长 24.04%。单二季度, 区域白酒实现营业总收入 110.13 亿元, 同比增长 16.65%; 实现归母净利润 32.61 亿元, 同比增长 21.64%。

表 3: 2024H1SW 白酒板块上市公司营收情况 (亿元, %)

白酒层级	公司名称	2024H1 营业总收入	YoY	2024Q1 YoY	2024Q2 YoY
高端白酒	贵州茅台	834.51	17.56	18.04	16.95
	五粮液	506.48	11.30	11.86	10.08
	泸州老窖	169.05	15.84	20.74	10.51
高端白酒合计		1510.04	15.19	15.84	14.24
次高端白酒	山西汾酒	227.46	19.65	20.94	17.06
	洋河股份	228.76	4.58	8.03	-3.02
	水井坊	17.19	12.57	9.38	16.62
	酒鬼酒	9.94	-35.50	-48.80	-13.27
	舍得酒业	32.71	-7.28	4.13	-22.61
次高端白酒合计		516.05	8.69	11.27	3.57
区域白酒	今世缘	73.05	22.35	22.82	21.52
	古井贡酒	138.06	22.07	25.85	16.79
	口子窖	31.66	8.72	11.05	5.90
	迎驾贡酒	37.85	20.44	21.33	19.04
区域白酒合计		280.62	20.25	22.70	16.65
大众白酒	顺鑫农业	56.87	-8.45	-0.75	-23.26

	老白干酒	24.70	10.65	12.67	9.00
	金徽酒	17.54	15.17	20.41	7.73
	金种子酒	6.67	-13.16	-3.02	-26.25
	大众白酒合计	129.22	-4.51	2.57	-14.68

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 4：2024H1SW 白酒板块上市公司归母净利润情况（亿元，%）

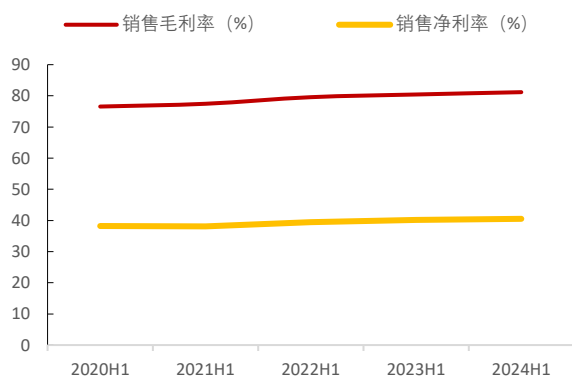
白酒层级	公司名称	2024H1 归母净利润	YoY	2024Q1 YoY	2024Q2 YoY
高端白酒	贵州茅台	416.96	15.88	15.73	16.10
	五粮液	190.57	11.86	11.98	11.50
	泸州老窖	80.28	13.22	23.20	2.24
高端白酒合计		687.80	14.43	15.21	13.17
次高端白酒	山西汾酒	84.10	24.27	29.95	10.23
	洋河股份	79.47	1.08	5.02	-9.75
	水井坊	2.42	19.55	16.82	29.60
	酒鬼酒	1.21	-71.32	-75.56	-60.87
	舍得酒业	5.91	-35.73	-3.35	-88.40
次高端白酒合计		173.11	7.03	13.03	-8.24
区域白酒	今世缘	24.61	20.08	22.12	16.86
	古井贡酒	35.73	28.54	31.61	24.57
	口子窖	9.49	11.91	10.02	15.15
	迎驾贡酒	13.79	29.59	30.43	27.96
区域白酒合计		83.62	24.04	25.62	21.64
大众白酒	顺鑫农业	4.23	621.87	37.42	93.15
	老白干酒	3.04	40.25	33.04	46.69
	金徽酒	2.95	15.96	21.58	1.88
	金种子酒	0.11	129.35	142.87	-295.62
大众白酒合计		12.29	80.19	29.40	204.89

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

2.2 白酒板块上半年盈利能力同比提升

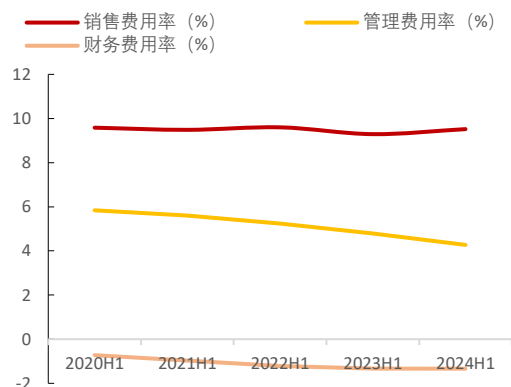
白酒板块上半年盈利能力同比提升。受益于产品结构优化以及部分产品提价，2024H1，白酒板块的毛利率为 81.17%，同比增加 0.75 个百分点。从费用端来看，部分白酒加大品宣等费用投入，2024H1 白酒板块的销售费用率为 9.52%，同比增加 0.23 个百分点；管理费用率为 4.27%，同比减少 0.51 个百分点；财务费用率为-1.34%，同比减少 0.01 个百分点。综合毛利率与费用率的情况，今年上半年白酒板块的净利率为 40.52%，同比增加 0.36 个百分点，盈利能力同比提升。

图 13：2020H1-2024H1 SW 白酒板块毛利率与净利率 (%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 14：2020H1-2024H1 SW 白酒板块期间费用率 (%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

上半年不同层级的白酒盈利水平呈现分化。按白酒层级来看，2024H1 毛利率同比增幅：区域白酒 (+1.19pct) > 高端白酒 (+0.38pct) > 次高端白酒 (-0.77pct)；净利率同比增幅：区域白酒 (+1.01pct) > 高端白酒 (-0.47pct) > 次高端白酒 (-0.57pct)。单二季度看，2024Q2 毛利率同比增幅：区域白酒 (+2.08pct) > 高端白酒 (+0.61pct) > 次高端白酒 (-2.38pct)；净利率同比增幅：区域白酒 (-4.37pct) > 高端白酒 (-1.37pct) > 次高端白酒 (-13.44pct)。

泸州老窖 Q2 受税金等因素扰动，净利率在高端白酒中同比下滑幅度较大。2024H1，高端白酒毛利率为 86.52%，同比增加 0.38 个百分点；净利率为 47.53%，同比下降 0.47 个百分点。具体公司来看，茅台 1935 带动贵州茅台 Q2 系列酒实现较快增长，飞天维持稳健。在产品结构调整的背景下，茅台 Q2 毛利率下降 0.11 个百分点。得益于产品提价与产品结构优化，五粮液盈利水平稳中有升，2024Q2 毛利率/净利率分别同比增加 1.74 个百分点/0.21 个百分点至 75.01%/32.82%。泸州老窖 Q2 利润受拖累主要系营业税金及附加占比提升 2.22 个百分点，最终使公司 Q2 净利率同比下降 3.75 个百分点至 44.94%。

多数次高端白酒公司 2024Q2 盈利水平承压。2024H1，次高端白酒毛利率为 75.71%，同比下降 0.77 个百分点；净利率为 33.58%，同比下降 0.57 个百分点。考虑到商务宴席弱复苏，部分次高端白酒公司 Q2 主动调整产品经营节奏，消化库存，并存在加大费用投入等行为，多数次高端白酒公司 2024Q2 盈利水平承压。2024Q2，次高端白酒毛利率为 73.84%，同比下降 2.38 个百分点；净利率为 -11.34%，同比下降 13.44 个百分点。其中，仅水井坊在费用结构优化的带动下，2024Q2 净利率同比增加 0.72 个百分点至 7.15%，而酒鬼酒、舍得等公司在需求弱复苏背景下，Q2 净利率下滑幅度较大。

区域品牌中，徽酒 Q2 的盈利水平表现较好。2024H1，区域白酒毛利率为 77.25%，同比增加 1.19 个百分点；净利率为 30.19%，同比增加 1.01 个百分点。单季度看，2024Q2，区域白酒毛利率为 76.78%，同比增加 2.08 个百分点；净利率为 4.31%，同比下降 4.37 个百分点。其中，考虑到安徽白酒封闭性强于江苏，2024Q2 受益于安徽经济发展以及当地宴席等消费场景的带动，区域强势品牌盈利水平表现较好，古井贡酒、口子窖、迎驾

等公司 Q2 毛利率与净利率均出现不同幅度的提升。受产品结构、期间费用与税金等因素影响，大众白酒今年上半年各公司的盈利能力表现不一。

表 5：2024H1 SW 白酒板块重点上市公司毛利率与净利率（%，百分点）

白酒层级	公司名称	2024H1 毛利率	2024Q2 毛利率	Q2 毛利率 同比变动	2024H1 净利率	2024Q2 净利率	Q2 净利率 同比变动
高端白酒	贵州茅台	91.76	90.68	-0.11	52.70	50.60	-0.69
	五粮液	77.36	75.01	1.74	39.15	32.82	0.21
	泸州老窖	88.57	88.81	0.17	47.60	44.94	-3.75
高端白酒合计		86.52	86.29	0.61	47.53	-1.40	-1.37
次高端白酒	山西汾酒	76.69	75.09	-2.70	37.04	29.13	-1.83
	洋河股份	75.35	73.67	-1.40	34.74	28.62	-2.10
	水井坊	80.96	81.55	-0.02	14.11	7.15	0.72
	酒鬼酒	73.35	75.59	-2.23	12.17	9.52	-11.59
	舍得酒业	69.44	60.93	-10.96	18.09	3.64	-19.71
次高端白酒合计		75.71	73.84	-2.38	33.58	-11.34	-13.44
区域白酒	今世缘	73.79	73.02	0.15	33.70	35.27	-1.41
	古井贡酒	80.41	80.50	2.72	26.65	28.14	1.75
	口子窖	75.84	75.04	4.52	29.96	25.69	2.06
	迎驾贡酒	73.57	71.15	0.58	36.53	31.95	2.23
区域白酒合计		77.25	76.78	2.08	30.19	4.31	-4.37
大众白酒	顺鑫农业	36.26	34.04	12.59	7.49	-1.59	17.71
	老白干酒	65.84	68.48	-0.12	12.32	12.55	3.22
	金徽酒	65.12	64.67	2.63	16.66	10.74	-0.47
	金种子酒	43.48	41.70	7.91	1.79	-2.61	-3.69
大众白酒合计		49.61	51.60	6.08	9.59	——	——

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 6：2024H1 SW 白酒板块重点上市公司期间费用率（%，百分点）

白酒层级	公司名称	2024Q2 销售费用率	同比变动	2024Q2 管理费用率	同比变动	2024Q2 财务费用率	同比变动
高端白酒	贵州茅台	4.00	0.74	4.80	-0.95	-1.10	0.32
	五粮液	17.34	1.97	4.26	-0.33	-4.30	0.12
	泸州老窖	11.78	0.73	3.58	-0.58	-0.77	0.52
高端白酒合计		8.48	0.90	4.50	-0.73	-1.90	0.32
次高端白酒	山西汾酒	11.53	0.47	4.27	-0.63	-0.03	-0.02
	洋河股份	18.54	1.76	7.23	0.68	-3.17	0.17
	水井坊	32.23	-8.90	19.96	3.04	-0.69	0.23

	酒鬼酒	35.45	5.73	7.80	0.96	-2.32	1.92
	舍得酒业	27.00	11.80	12.08	2.80	-0.32	0.18
次高端白酒合计		17.15	1.30	6.86	0.26	-1.42	0.26
区域白酒	今世缘	12.23	-0.91	3.94	0.07	-1.69	0.37
	古井贡酒	24.64	0.31	4.97	0.23	-3.88	-3.13
	口子窖	18.80	3.90	7.24	0.34	-0.08	0.12
	迎驾贡酒	10.00	-1.99	3.42	-0.60	-0.56	-0.34
区域白酒合计		18.99	0.15	4.80	0.06	-2.43	-1.53
大众白酒	顺鑫农业	14.56	3.11	8.40	1.13	0.37	-1.53
	老白干酒	30.14	-4.71	6.93	-1.06	-0.37	0.12
	金徽酒	21.03	-0.51	12.54	1.06	-0.88	0.38
	金种子酒	22.60	15.95	7.70	-4.48	-0.16	0.46
大众白酒合计		22.71	1.89	9.04	0.64	0.01	-0.33

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

3. 啤酒板块：需求弱复苏，成本红利带动利润增长

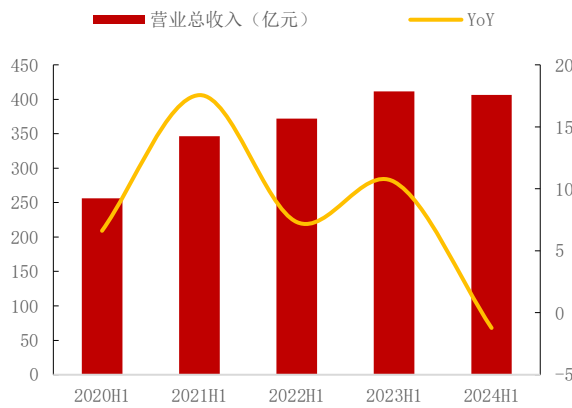
3.1 啤酒板块上半年营收同比下滑，归母净利润实现双位数增长

啤酒板块上半年营收同比下滑，归母净利润实现双位数增长。2024H1，啤酒板块（SW 啤酒共 7 家样本公司，下同）实现营业总收入 406.17 亿元，同比下降 1.23%；实现归属于母公司股东的净利润 58.34 亿元，同比增长 12.84%。

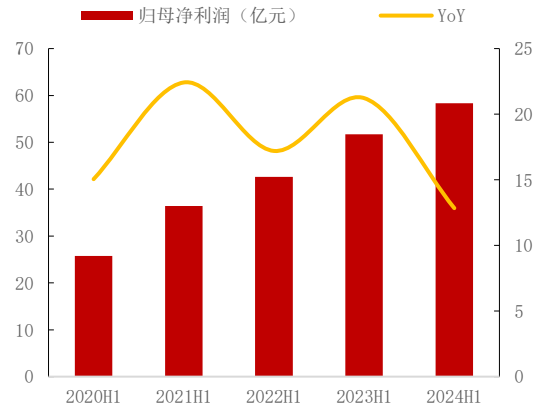
啤酒 Q2 需求弱复苏，成本红利带动利润增长。分季度看，今年春节小长假提振餐饮等消费场景，啤酒动销表现良性。但由于去年一季度疫情管控放开后短暂的报复性消费，高基数下啤酒营收出现下滑。步入二季度，虽然啤酒基数有所走低，但需求弱复苏，叠加部分地区雨水天气等因素影响，啤酒板块 Q2 营业总收入同比下降 1.63%至 211.94 亿元。目前，我国已经取消对澳大利亚大麦的双反措施，成本出现实质性利好，今年以来大麦、玻璃等原材料价格均呈现下降态势。在成本下行的带动下，啤酒板块 2024Q2 归母净利润同比增长 10.75%至 35.57 亿元。

图 15：2020H1-2024H1 SW 啤酒板块营业总收入与增速（亿元，%）

图 16：2020H1-2024H1 SW 啤酒板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 7：2024H1SW 啤酒板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入	营业总收入 YoY	归母净利润	归母净利润 YoY
2024Q1	194.22	-0.78	22.78	16.27
2024Q2	211.94	-1.63	35.57	10.75

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

成本下行带动多数啤酒企业 2024Q2 业绩改善。从啤酒板块公布的业绩数据来看，各公司 Q2 业绩出现一定分化。青岛啤酒二季度业绩基数环比一季度走低，但受部分地区雨水天气影响、餐饮需求弱复苏等因素扰动，2024Q2 公司营收同比下降 8.89%至 99.18 亿元，成本红利带动利润同比增长 3.55%至 20.44 亿元。重庆啤酒 Q2 销售表现平淡，主要受华南等地区高强度雨水天气影响，叠加需求弱复苏所致。燕京啤酒延续较好增长势能，U8 实现量价齐升，业绩相对良性。

表 8：2024H1SW 啤酒板块上市公司业绩表现（亿元，%）

公司名称	2024H1		2024Q1		2024Q2		2024H1		2024Q1		2024Q2	
	营业总收入	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	归母净利润	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY
青岛啤酒	200.68	-7.06	-5.19	-8.89	36.42	6.31	10.06	3.55				
重庆啤酒	88.61	4.18	7.16	1.54	9.01	4.19	16.78	-5.99				
燕京啤酒	80.46	5.52	1.72	8.79	7.58	47.54	58.90	45.91				
珠江啤酒	29.86	7.69	7.05	8.07	5.00	36.52	39.37	35.63				
惠泉啤酒	3.48	0.33	2.86	-1.33	0.32	41.56	468.51	23.62				
兰州黄河	1.15	-13.14	-26.86	4.05	-0.08	-146.76	70.92	-135.74				
ST 西发	1.93	30.99	-0.70	81.12	0.00	0.00	0.00	0.00				

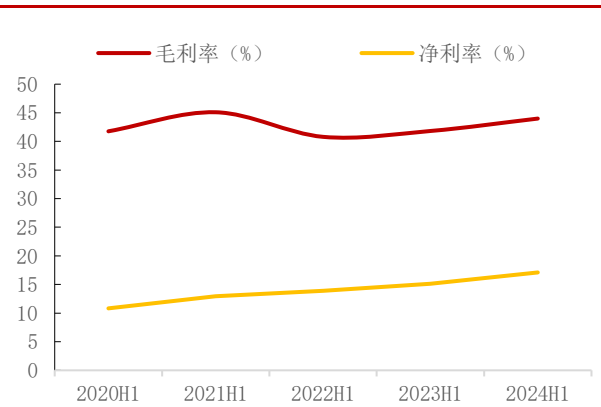
资料来源：同花顺，东莞证券研究所

3.2 啤酒板块上半年盈利能力稳步提升

结构升级叠加成本下行，啤酒板块今年上半年盈利能力同比提升。2024 年以来，虽需求弱复苏使啤酒高端化进度有所放缓，但啤酒公司产品结构优化延续，叠加成本出现实质

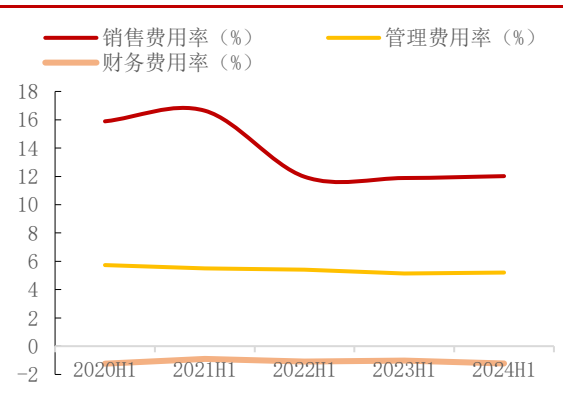
性利好，带动啤酒板块 2024H1 毛利率同比增加 2.17 个百分点至 43.99%，净利率同比增加 1.99 个百分点至 17.10%。单二季度，啤酒板块毛利率/净利率分别为 46.36%与 19.63%，同比分别增加 2.33 个百分点与 1.86 个百分点。

图 17：2020H1-2024H1 SW 啤酒板块毛利率与净利率 (%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 18：2020H1-2024H1 SW 啤酒板块期间费用率 (%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

多数啤酒公司 Q2 净利率同比提升。为顺应行业发展趋势，啤酒公司纷纷致力于产品结构升级，并制定出了符合自身发展的高端品牌战略。虽今年以来进度有所放缓，但整体方向未发生变化。在啤酒重点公司中，仅重庆啤酒 2024Q2 受销量、工厂投产新增折旧等因素影响，毛利率与净利率同比下滑，其余重点公司 Q2 盈利水平均有所提升。

表 9：2024H1SW 啤酒板块上市公司毛利率与净利率 (%，百分点)

公司名称	2024H1 毛利率	2024Q2 毛利率	Q2 毛利率同比变动	2024H1 净利率	2024Q2 净利率	Q2 净利率同比变动
青岛啤酒	41.60	42.79	2.71	18.54	21.15	2.70
重庆啤酒	49.22	50.45	-1.00	20.31	19.71	-1.80
燕京啤酒	43.36	48.33	2.67	10.84	16.66	4.00
珠江啤酒	49.03	53.11	4.87	17.10	20.49	4.00
惠泉啤酒	33.57	35.57	1.45	9.05	12.81	2.51
兰州黄河	13.84	16.51	-9.03	-18.22	-20.72	-82.05
ST 西发	36.49	39.47	15.38	16.15	20.95	38.37

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 10：2024H1SW 啤酒板块上市公司期间费用率 (%，百分点)

公司名称	2024Q2 销售费用率	Q2 销售费用率同比变动	2024Q2 管理费用率	Q2 管理费用率同比变动	2024Q2 财务费用率	Q2 财务费用率同比变动
青岛啤酒	8.75	0.42	3.24	0.16	-1.51	-0.40
重庆啤酒	17.20	1.26	2.95	-0.27	-0.17	0.19
燕京啤酒	10.01	0.64	11.13	-1.58	-1.51	-0.44

珠江啤酒	13.06	-0.28	5.39	-0.49	-1.36	1.40
惠泉啤酒	6.71	2.28	6.73	-0.15	-3.21	-0.26
兰州黄河	27.83	6.11	14.16	-2.32	-13.87	-3.56
ST 西发	3.42	0.53	17.12	7.61	-0.13	-15.87

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

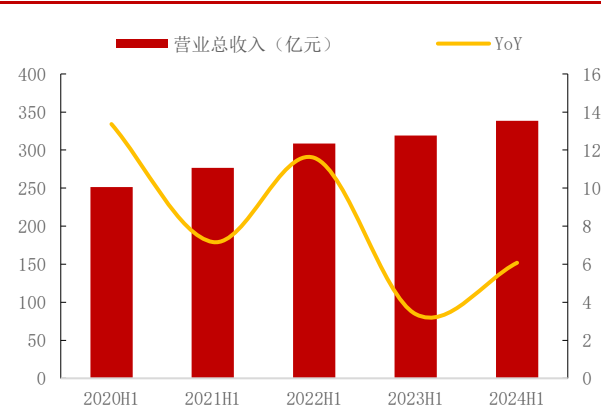
4. 调味品板块：内部分化，龙头彰显韧性

4.1 需求弱复苏，2024H1 板块营收同比实现个位数增长

调味品板块上半年营业总收入同比实现个位数增长，归母净利润实现双位数增长。2024H1，调味品板块（SW 调味品共 15 家样本公司，下同）实现营业总收入 338.37 亿元，同比增长 6.07%；实现归属于母公司股东的净利润 58.71 亿元，同比增长 56.25%。

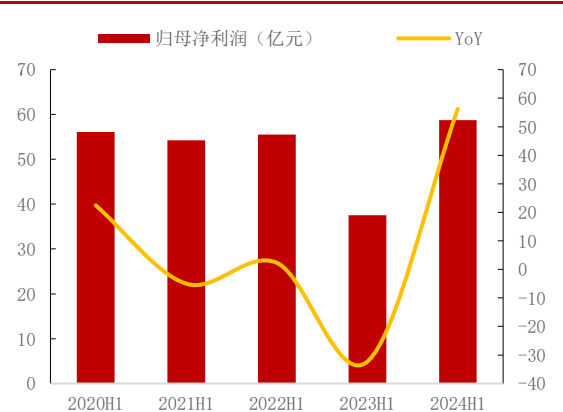
调味品板块 Q2 需求弱复苏，成本下行带动利润增长。分季度看，今年春节调味品动销良性，库存稳步去化。步入二季度，餐饮等消费季环比回落，需求弱复苏，部分调味品销量放缓。2024 年二季度，调味品板块实现营业总收入 158.95 亿元，同比增长 4.70%；实现归母净利润 25.35 亿元，同比增长 238.60%。调味品板块二季度归母净利润增速快于营收增速主要系成本压力趋缓，叠加中炬高新及子公司中汇合创签订了征地补偿相关合同，对业绩产生增量贡献。

图 19：2020H1-2024H1 SW 调味品板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 20：2020H1-2024H1 SW 调味品板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 11：2024H1SW 调味品板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入	营业总收入 YoY	归母净利润	归母净利润 YoY
2024Q1	179.42	7.33	33.36	10.87
2024Q2	158.95	4.70	25.35	238.60

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

调味品板块内部公司业绩表现分化。今年以来，调味品需求弱复苏，板块内部公司业绩

表现分化。具体公司来看，海天味业 2023 年在产品、渠道、终端建设等方面全面变革，持续消化库存缓解渠道压力。今年上半年，海天步入去库存尾声，需求延续恢复态势，业绩平稳增长，彰显龙头韧性。单季度看，2024Q2 海天味业营业收入与归母净利润分别为 64.62 亿元/15.34 亿元，同比分别增长 7.98%/11.12%。中炬高新 Q2 归母净利润实现较大幅度增长主要系中炬高新及子公司中汇合创签订了征地补偿相关合同，对业绩产生增量贡献。若剔除该因素，由于中炬高新内部仍处于调整，Q2 主营业务增长有所承压。专注于零添加产品的千禾味业 Q2 业绩同比出现下滑，主要受需求疲软、竞争压力增加等因素影响。此外，恒顺醋业、涪陵榨菜等公司业绩亦存在一定压力。复合调味品方面，天味食品淡季需求表现较弱，而日辰股份、宝力食品等公司在 B 端稳步复苏的背景下，营收实现双位数增长。

表 12：2024H1SW 调味品板块上市公司业绩表现（亿元，%）

公司名称	2024H1 营业总收入	YoY	2024Q1 YoY	2024Q2 YoY	2024H1 归母净利润	YoY	2024Q1 YoY	2024Q2 YoY
海天味业	141.56	9.18	10.21	7.98	34.53	11.52	11.85	11.12
中炬高新	26.18	-1.35	8.64	-11.96	3.50	124.24	59.70	106.95
千禾味业	15.89	3.78	9.28	-2.53	2.51	-2.38	6.66	-14.16
天味食品	14.68	2.95	11.34	-6.80	2.47	18.79	37.20	-10.90
安琪酵母	71.75	6.86	2.52	11.30	6.91	3.21	-9.45	17.26
涪陵榨菜	13.06	-2.32	-1.53	-3.37	4.48	-4.74	3.93	-15.58
宝立食品	12.73	12.89	15.72	10.29	1.08	-34.60	-20.36	-46.75
恒顺醋业	10.04	-11.83	-24.89	3.36	0.94	-24.16	-24.23	-24.06
莲花控股	12.22	25.46	26.45	24.60	1.01	101.03	134.54	76.93
ST 加加	7.89	-7.65	12.05	-28.09	-0.29	-848.84	-49.03	-297.51
仲景食品	5.38	16.98	22.78	11.51	1.00	11.93	30.12	-2.16
安记食品	2.85	-4.61	-3.48	-5.68	0.09	-57.87	-49.48	-73.09
日辰股份	1.87	15.16	14.73	15.58	0.29	20.68	21.06	20.37
佳隆股份	1.19	-18.88	-19.81	-18.06	0.08	85.80	226.86	4.33
朱老六	1.08	-0.67	11.26	-20.34	0.12	-33.80	3.01	-105.43

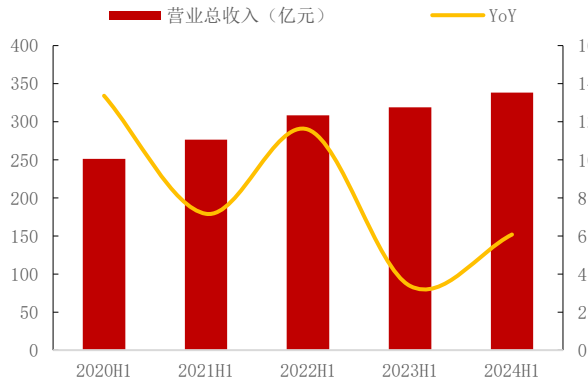
资料来源：同花顺，东莞证券研究所

4.2 调味品板块上半年盈利水平改善

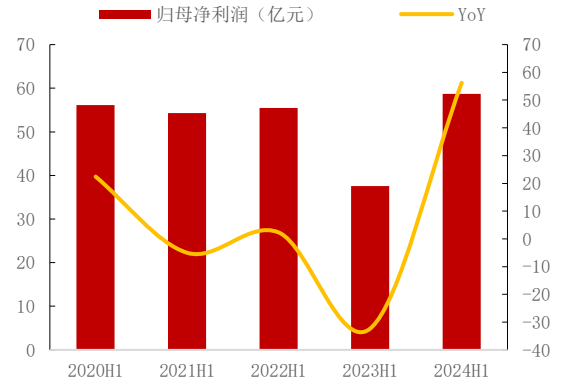
调味品板块上半年盈利水平改善。今年以来，部分调味品公司优化产品与渠道结构，叠加大豆、豆粕、玻璃等原材料价格回落，调味品板块上半年盈利水平改善。2024H1，调味品板块毛利率为 33.69%，同比增加 0.90 个百分点；净利率为 17.60%，同比增加 5.63 个百分点。

图 21：2020H1-2024H1 SW 调味品板块毛利率与净利率（%）

图 22：2020H1-2024H1 SW 调味品板块期间费用率（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

调味品公司盈利水平内部表现分化。今年以来，大豆等原材料成本压力趋缓，叠加需求同比改善，2024H1 海天味业毛利率同比增加 0.95 个百分点至 36.86%。费用方面，公司上半年加大费用投入，销售费用率/管理费用率分别为 6.00%/1.85%，同比分别 +0.61pct/+0.07pct。综合毛利率与费用率的情况，2024H1 海天味业净利率为 24.48%，同比增加 0.54 个百分点，盈利水平同比改善。中炬高新若剔除土地征收带来的影响，在美味鲜业务承压的背景下，公司 Q2 扣非归母净利率同比下滑。千禾味业在需求弱复苏、竞争加大等因素影响下，Q2 盈利水平同比出现下滑。

表 13：2024H1SW 调味品板块上市公司毛利率与净利率（%，百分点）

公司名称	2024H1 毛利率	2024Q2 毛利率	Q2 毛利率 同比变动	2024H1 净利率	2024Q2 净利率	Q2 净利率 同比变动
海天味业	36.86	36.33	1.60	24.48	23.79	0.73
中炬高新	36.63	36.17	3.64	14.72	10.90	133.58
千禾味业	35.61	35.16	-2.28	15.77	13.77	-1.87
天味食品	39.56	33.33	2.19	17.35	12.41	0.30
安琪酵母	24.28	23.92	0.28	9.88	10.26	0.36
涪陵榨菜	50.86	49.18	0.38	34.32	31.68	-4.58
宝立食品	32.07	32.10	-2.38	9.68	8.66	-6.73
恒顺醋业	36.55	32.46	-4.00	9.09	6.90	-2.35
莲花控股	23.31	22.25	5.40	8.39	8.03	2.22
ST 加加	25.05	25.91	10.58	-4.03	-12.35	-10.25
仲景食品	43.76	42.99	1.88	18.64	18.71	-2.61
安记食品	14.57	13.38	-2.48	3.05	1.37	-3.42
日辰股份	38.16	38.05	-2.49	15.33	16.54	0.66
佳隆股份	29.05	31.67	3.34	6.02	8.45	0.83
朱老六	26.81	23.11	-5.73	10.67	-0.98	-15.38

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 14：2024H1SW 调味品板块上市公司期间费用率（%，百分点）

公司名称	2024Q2 销售费用率	Q2 销售费用率 同比变动	2024Q2 管理费用率	Q2 管理费用率 同比变动	2024Q2 财务费用率	Q2 财务费用率 同比变动
海天味业	6.60	1.03	2.13	0.15	-2.29	0.49
中炬高新	14.83	6.43	7.75	1.48	0.23	0.36
千禾味业	15.96	2.48	3.37	-0.80	-1.42	0.35
天味食品	10.70	-0.72	6.85	-1.39	-0.29	0.28
安琪酵母	5.49	0.56	3.13	-0.33	-0.14	0.63
涪陵榨菜	12.09	2.74	3.95	0.56	-3.85	0.18
宝立食品	15.06	0.25	2.49	-1.38	-0.21	0.06
恒顺醋业	16.32	0.07	4.50	0.16	-0.17	-0.06
莲花控股	4.88	0.01	3.79	-0.19	0.30	1.48
ST 加加	19.12	9.34	12.67	4.79	0.59	0.30
仲景食品	15.28	0.55	4.48	-0.15	-1.25	0.38
安记食品	5.06	0.82	3.09	-0.12	-0.36	0.45
日辰股份	6.96	-1.21	7.84	-1.53	0.68	0.12
佳隆股份	4.90	1.91	11.86	-2.12	-2.60	-0.58
朱老六	8.40	0.20	13.72	5.34	-0.75	2.96

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

5. 乳品板块：Q2 淡季去库存，业绩有所承压

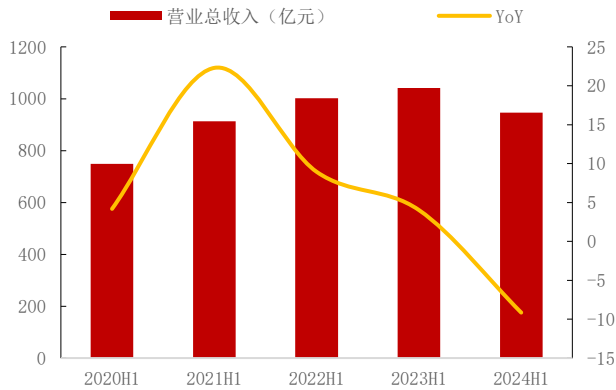
5.1 乳品板块淡季需求平淡，Q2 业绩同比下滑

乳品板块上半年营收同比下滑，归母净利润同比实现个位数增长。2024H1，乳品板块（SW 乳品共 19 家样本公司，下同）实现营业总收入 946.14 亿元，同比下降 9.15%；实现归属于母公司股东的净利润 85.94 亿元，同比增长 8.25%。

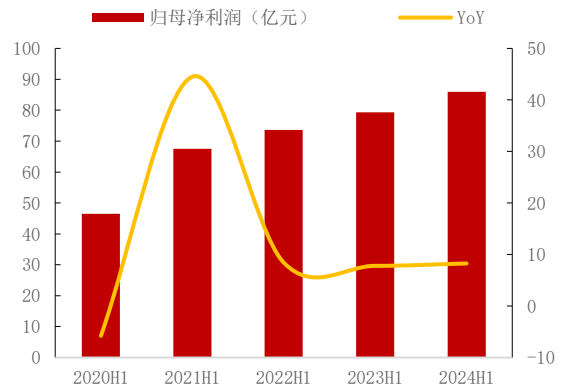
乳品板块 Q2 需求趋缓，业绩同比下滑。分季度看，二季度淡季乳品需求相对平淡，企业主动控货去库存，叠加买赠促销增加、大包粉减值与信用减值等损失扰动，乳品 Q2 业绩同比下滑。2024Q2，乳品板块实现营业总收入 447.61 亿元，同比下降 14.07%；实现归母净利润 21.16 亿元，同比下降 43.52%。

图 23：2020H1-2024H1 SW 乳品板块营业总收入与增速（亿元，%）

图 24：2020H1-2024H1 SW 乳品板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 15：2024H1SW 乳品板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入	营业总收入 YoY	归母净利润	归母净利润 YoY
2024Q1	498.53	-4.24	64.78	54.54
2024Q2	447.61	-14.07	21.16	-43.52

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

乳品板块 Q2 业绩表现分化。进入二季度，乳品动销环比春节有所回落，需求整体弱复苏，伊利股份 Q2 营收同比下降 16.54%至 273.38 亿元；归母净利润/扣非归母净利润分别为 16.08 亿元/15.97 亿元，同比分别下降 40.21%/下降 35.61%。伊利 Q2 利润下滑幅度大于营收，主要受费用投入、计提减值损失等因素影响。妙可蓝多作为奶酪业务的龙头，Q2 奶酪收入转正，液态奶等业务同比下滑。得益于费用结构的优化，公司二季度业绩改善较为明显。

表 16：2024H1SW 乳品板块上市公司业绩表现（亿元，%）

公司名称	2024H1 营业总收入	YoY	2024Q1 YoY	2024Q2 YoY	2024H1 归母净利润	YoY	2024Q1 YoY	2024Q2 YoY
伊利股份	599.15	-9.49	-2.58	-16.54	75.31	19.44	63.84	-40.21
光明乳业	127.14	-10.08	-9.25	-10.92	2.80	-17.03	-8.07	-28.19
新乳业	53.64	1.25	3.66	-0.94	2.96	25.26	46.93	17.72
三元股份	38.52	-9.05	-5.15	-13.07	1.28	-40.69	73.34	-68.40
妙可蓝多	19.23	-6.93	-7.14	-6.74	0.77	168.77	70.63	712.90
天润乳业	14.43	3.89	1.47	5.90	-0.28	-122.18	-91.74	-145.82
贝因美	14.17	5.61	2.28	9.30	0.52	16.41	80.71	-8.09
一鸣食品	13.72	8.51	11.14	6.31	0.26	5.28	126.42	-21.69
佳禾食品	10.73	-19.12	-15.61	-22.41	0.69	-48.77	-27.71	-67.19
皇氏集团	10.41	-39.60	-41.78	-37.60	0.01	-99.40	5.84	-101.87
燕塘乳业	8.53	-11.45	-11.55	-11.36	0.56	-42.77	-42.91	-42.71

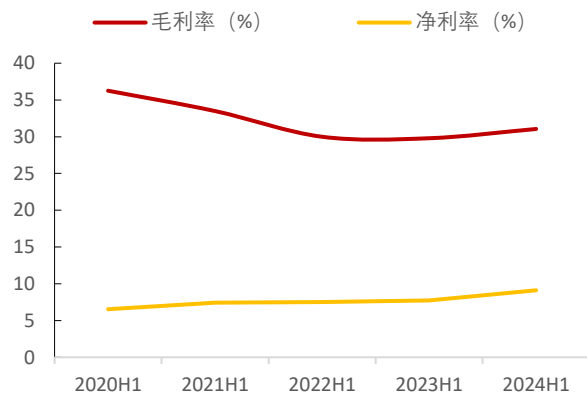
均瑶健康	7.56	-14.00	-11.10	-16.97	0.35	-27.09	9.34	-63.75
海融科技	5.18	9.45	5.84	13.17	0.69	42.94	52.99	33.48
骑士乳业	4.73	-4.41	7.23	-13.82	0.36	-14.81	-4.18	-22.92
西部牧业	4.52	-21.01	-16.23	-25.66	-0.34	-1212.72	-296.01	-3380.11
庄园牧场	4.26	-11.42	-9.96	-13.00	-0.88	-335.59	-808.01	-63.23
品渥食品	4.06	-29.39	-23.84	-34.41	-0.16	71.82	79.32	67.38
熊猫乳品	3.60	-19.47	-14.05	-24.50	0.47	0.43	38.61	-25.68
阳光乳业	2.54	-8.15	-6.36	-9.44	0.55	-11.41	-1.96	-16.53

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

5.2 乳品板块 Q2 毛利率同比增加，净利率同比下降

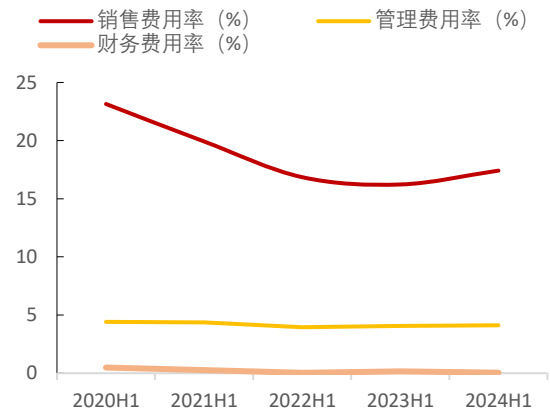
乳品板块 Q2 毛利率同比增加，净利率同比下降。今年以来，乳品市场需求弱复苏，但生鲜乳价格整体呈下降态势，乳品板块 2024H1 毛利率同比增加 1.26 个百分点至 31.05%。从费用端来看，乳企上半年加大买赠促销力度，销售费用率提升 1.19 个百分点至 17.42%；管理费用率/财务费用率分别为 4.11%与 0.05%，同比增加 0.04 个百分点/下降 0.11 个百分点。综合毛利率与费用率的情况，2024H1 乳品板块实现净利率 9.11%，同比增加 1.36 个百分点。单二季度，乳品板块毛利率与净利率分别为 30.15% 与 4.72%，同比分别增加 0.63 个百分点与下降 2.63 个百分点。

图 25：2020H1-2024H1 SW 乳品板块毛利率与净利率 (%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 26：2020H1-2024H1 SW 乳品板块期间费用率 (%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 17：2024H1SW 乳品板块上市公司毛利率与净利率 (%，百分点)

公司名称	2024H1 毛利率	2024Q2 毛利率	Q2 毛利率 同比变动	2024H1 净利率	2024Q2 净利率	Q2 净利率 同比变动
伊利股份	34.78	33.58	1.06	12.69	5.94	-2.32
光明乳业	19.83	20.03	-0.26	1.79	1.25	-1.29
新乳业	29.23	29.09	0.29	5.68	7.68	1.07

三元股份	25.12	26.60	2.19	3.65	3.28	-4.89
妙可蓝多	34.57	36.01	2.70	3.99	3.65	2.63
天润乳业	17.30	17.99	-2.99	-2.93	-5.34	-15.06
贝因美	41.82	39.21	-6.65	4.02	4.66	-1.18
一鸣食品	30.01	29.50	-1.78	1.93	2.21	-0.79
佳禾食品	17.85	17.75	-1.65	6.55	4.51	-6.06
皇氏集团	25.20	26.77	6.21	0.45	-0.01	-24.03
燕塘乳业	25.95	27.26	-1.52	6.63	8.52	-4.54
均瑶健康	29.89	30.32	3.05	4.67	2.66	-3.32
海融科技	37.71	37.40	2.71	13.36	12.61	1.91
骑士乳业	25.56	21.32	-0.28	8.31	8.91	0.37
西部牧业	11.20	5.23	-12.36	-7.32	-13.84	-17.64
庄园牧场	7.32	5.69	-9.83	-20.71	-21.69	-10.22
品渥食品	20.13	18.65	7.20	-4.06	-6.04	6.11
熊猫乳品	27.46	25.99	0.16	13.15	11.68	-0.57
阳光乳业	36.51	37.85	-0.20	21.51	24.07	-0.70

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 18：2024H1SW 乳品板块上市公司期间费用率（%，百分点）

公司名称	2024Q2	Q2 销售费用率	2024Q2	Q2 管理费用率	2024Q2	Q2 财务费用率
	销售费用率	同比变动	管理费用率	同比变动	财务费用率	同比变动
伊利股份	20.56	2.51	3.26	-0.57	-0.25	0.01
光明乳业	11.86	-0.69	4.01	0.50	1.00	0.16
新乳业	15.21	-0.60	3.88	-0.38	0.95	-0.50
三元股份	17.49	0.89	3.36	0.19	0.96	0.63
妙可蓝多	23.00	-4.02	5.73	0.03	1.82	1.19
天润乳业	6.17	1.00	3.05	0.00	1.01	0.67
贝因美	23.69	-7.98	7.82	2.65	0.46	1.14
一鸣食品	23.64	0.16	0.97	-0.58	0.37	0.15
佳禾食品	7.01	3.94	3.73	0.91	-0.97	-0.19
皇氏集团	10.72	1.83	7.91	0.22	5.23	1.97
燕塘乳业	10.44	1.09	4.74	0.61	0.06	-0.06
均瑶健康	14.37	2.12	9.33	2.46	-0.09	0.27
海融科技	14.22	-2.30	6.53	-1.39	-0.06	2.16
骑士乳业	0.95	0.08	7.61	1.97	4.42	0.36
西部牧业	4.83	-0.38	5.46	1.93	0.75	0.27
庄园牧场	15.18	6.98	8.48	-2.01	3.86	0.36
品渥食品	22.34	-2.56	3.68	0.62	0.33	0.99

熊猫乳品	5.74	0.45	6.49	0.63	-0.21	-0.27
阳光乳业	7.01	0.67	3.07	-2.52	-2.89	0.14

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

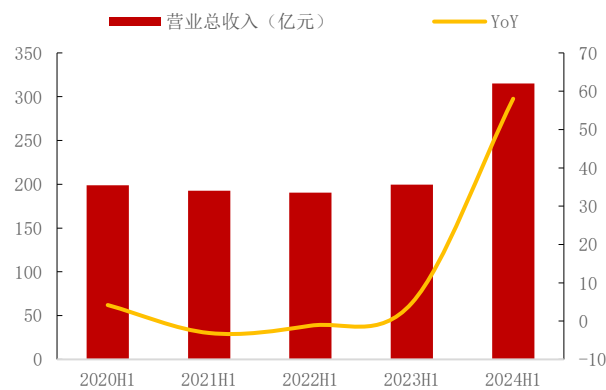
6. 零食板块：2024Q2 业绩降速，表现分化

6.1 零食板块 Q2 业绩降速

零食板块上半年营收与归母净利润同比实现双位数增长。2024H1，零食板块（SW 零食共 11 家样本公司，下同）实现营业总收入 315.17 亿元，同比增长 58.04%；实现归属于母公司股东的净利润 13.46 亿元，同比增长 13.42%。

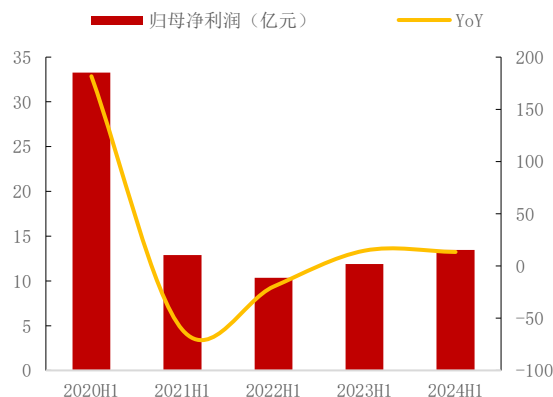
零食板块 Q2 业绩降速。分季度看，今年春节，返乡送礼等消费场景带动零食礼盒动销良好，节后仍存在补货情况，今年一季度零食公司收入表现亮眼。二季度进入传统的消费淡季，零食板块营收增速季环比回落。在此期间，部分企业加大费用投放，通过产品促销等活动消化库存，零食板块 Q2 业绩降速。2024Q2，零食板块实现营业总收入 141.29 亿元，同比增长 50.95%；实现归属于母公司股东的净利润 2.84 亿元，同比增长 5.63%。

图 27：2020H1-2024H1SW 零食板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 28：2020H1-2024H1SW 零食板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 19：2024H1SW 零食板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入	营业总收入 YoY	归母净利润	归母净利润 YoY
2024Q1	173.87	64.31	10.62	15.70
2024Q2	141.29	50.95	2.84	5.63

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

零食公司 2024Q2 业绩表现分化。具体公司来看，由于不同零食公司的经营策略、产品渠道结构、原材料存在一定差异，Q2 板块内部公司业绩表现分化。三只松鼠线上渠道延续高增长，劲仔食品依靠核心大单品实现规模扩张，业绩延续强势增长态势。而洽洽食

品、良品铺子等公司受淡季需求放缓、部分公司产品降价等因素影响，业绩表现相对偏弱。

表 20：2024H1SW 零食板块上市公司业绩表现（亿元，%）

公司名称	2024H1 营业总收入	YoY	2024Q1 YoY	2024Q2 YoY	2024H1 归母净利润	YoY	2024Q1 YoY	2024Q2 YoY
万辰集团	109.15	392.45	534.03	318.30	0.01	116.77	-88.15	90.89
良品铺子	38.86	-2.52	2.79	-10.43	0.24	-87.38	-57.98	-195.02
三只松鼠	50.75	75.39	91.83	43.93	2.90	88.57	60.80	51.21
洽洽食品	28.98	7.92	36.39	-20.25	3.37	25.92	35.15	7.58
盐津铺子	24.59	29.84	37.00	23.44	3.19	30.00	43.10	19.11
来伊份	17.92	-15.05	-12.47	-18.52	0.15	-72.56	-13.90	-175.58
黑芝麻	9.73	-20.51	-25.70	-15.21	0.11	-36.88	-69.12	10.53
劲仔食品	11.30	22.17	23.58	20.90	1.43	72.41	87.73	58.74
甘源食品	10.42	26.14	49.75	4.90	1.67	39.26	65.30	16.92
好想你	8.16	16.44	19.05	12.66	-0.36	-98.73	2.63	-60.07
有友食品	5.30	10.26	17.96	2.98	0.76	-5.22	-8.77	-0.10

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

6.2 零食公司盈利能力表现不一

2024H1 零食板块盈利水平同比下滑。由于各零食公司经营的产品、原材料等存在差异，叠加部分公司对产品价格进行调整、需求弱复苏，2024 年上半年零食板块毛利率为 22.62%，同比下降 4.45 个百分点。费用方面，2023 年随着渠道结构改革成效逐步显现，零食板块费用结构有所优化。2024H1，零食板块的销售费用率/管理费用率分别为 12.45%/4.37%，同比分别下降 2.15 个百分点/下降 1.41 个百分点。综合影响，2024H1 零食板块净利率为 4.73%，同比下降 1.00 百分点。单二季度，零食板块的毛利率与净利率分别为 20.72%/2.58%，同比分别下降 3.55 个百分点与增加 0.11 个百分点。

图 29：2020H1-2024H1 SW 零食板块毛利率与净利率（%）

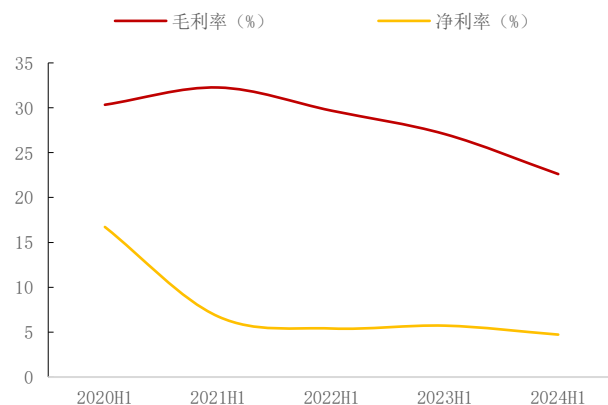
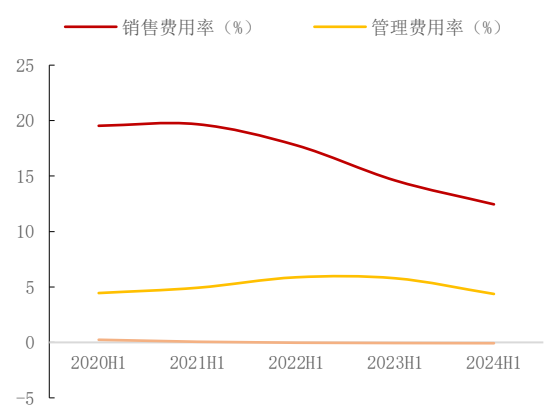


图 30：2020H1-2024H1 SW 零食板块期间费用率（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

数据来源：同花顺，东莞证券研究所

零食公司经营存在差异，使不同公司盈利水平表现分化。劲仔食品受益于鹌鹑蛋、鱼干等成本下降，2024Q2 盈利水平同比提升。洽洽食品受益于瓜子原材料价格下降，叠加核心单品发展相对稳健，Q2 毛利率与净利率同比分别增加 4.42 个百分点与 2.29 个百分点。而良品铺子于 2023 年 11 月对部分产品进行降价，今年二季度盈利水平同比出现下滑。

表 21：2024H1SW 零食板块上市公司毛利率与净利率（%，百分点）

公司名称	2024H1 毛利率	2024Q2 毛利率	Q2 毛利率 同比变动	2024H1 净利率	2024Q2 净利率	Q2 净利率 同比变动
万辰集团	10.52	11.11	5.35	1.32	1.23	8.37
良品铺子	26.39	26.32	-2.30	0.59	-2.73	-5.27
三只松鼠	25.85	21.90	3.24	5.71	-1.30	2.54
洽洽食品	28.41	24.98	4.42	11.62	8.94	2.29
盐津铺子	32.53	32.96	-3.08	13.03	12.99	-1.09
来伊份	41.28	40.94	-0.62	0.73	-6.71	-4.79
黑芝麻	21.19	21.97	2.79	1.29	1.95	0.63
劲仔食品	30.40	30.76	4.25	12.84	11.97	2.82
甘源食品	34.94	34.36	-0.57	15.98	16.49	1.68
好想你	24.74	17.62	-2.18	-4.55	-15.27	-4.23
有友食品	30.84	30.20	-1.52	14.38	12.91	-0.40

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 22：2024H1SW 零食板块上市公司期间费用率（%，百分点）

公司名称	2024Q2 销售费用率	Q2 销售费用率 同比变动	2024Q2 管理费用率	Q2 管理费用率 同比变动	2024Q2 财务费用率	Q2 财务费用率 同比变动
万辰集团	4.86	4.86	3.42	3.42	0.14	0.14
良品铺子	23.33	23.33	6.75	6.75	-0.04	-0.04
三只松鼠	21.10	21.10	3.53	3.53	0.19	0.19
洽洽食品	10.04	10.04	7.67	7.67	-2.22	-2.22
盐津铺子	13.53	13.53	4.79	4.79	0.25	0.25
来伊份	32.26	32.26	14.71	14.71	0.59	0.59
黑芝麻	8.93	8.93	5.94	5.94	2.72	2.72
劲仔食品	12.09	12.09	3.41	3.41	-0.51	-0.51
甘源食品	13.55	13.55	4.11	4.11	-0.81	-0.81
好想你	24.10	24.10	9.91	9.91	-1.88	-1.88
有友食品	12.11	12.11	4.30	4.30	0.04	0.04

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

7. 投资策略

维持对行业的超配评级。白酒板块：从白酒企业公布的业绩数据来看，内部表现呈现分化。高端白酒业绩相对稳健。次高端白酒由于商务宴席弱复苏，恢复进度较慢，业绩表现分化。区域白酒受当地经济发展、送礼、宴席等因素催化，以徽酒为代表的区域强势品牌业绩表现较好。白酒目前估值处于近五年相对低位水平，后续需持续跟踪中秋国庆双节旺季及春节备货情况，关注动销、库存等指标，长期需要进一步结合经济复苏进度等情况进行判断。标的方面，建议关注确定性强的**高端白酒**贵州茅台（600519）、五粮液（000858）等；**次高端与区域白酒**可以关注动销和库存表现较好的山西汾酒（600809）、古井贡酒（000596）等。**大众品板块：**大众品由于各子板块的影响因素不同，修复节奏亦存在差异，内部业绩延续分化态势。业绩具备确定性、存在边际改善预期、高性价比的板块可重点关注。啤酒板块关注成本下行、高端化等边际改善机会。调味品板块可以重点关注餐饮消费力修复、成本等边际改善预期。乳品二季度动销偏弱，但生鲜乳成本压力趋缓，需持续关注后续需求。零食公司二季度淡季需求季环比放缓，持续关注零食量贩、线上渠道等带来的增量贡献。标的方面，可重点关注**青岛啤酒**（600600）、**海天味业**（603288）、**伊利股份**（600887）、**三只松鼠**（300783）等。

表 23：重点公司盈利预测及投资评级（2024/9/4）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
600519	贵州茅台	1400.00	59.49	69.54	79.92	23.53	20.13	17.52	买入	维持
000858	五粮液	119.11	7.78	8.65	9.61	15.31	13.77	12.39	买入	维持
000568	泸州老窖	112.69	9.00	10.29	11.66	12.52	10.95	9.66	买入	维持
600809	山西汾酒	167.59	8.56	10.60	12.70	19.58	15.81	13.20	买入	维持
000596	古井贡酒	166.60	8.68	11.07	13.52	19.19	15.05	12.32	买入	维持
603589	口子窖	35.83	2.87	3.25	3.66	12.48	11.02	9.79	买入	维持
603369	今世缘	38.91	2.50	3.03	3.67	15.56	12.84	10.60	买入	维持
603288	海天味业	35.41	1.01	1.13	1.27	35.06	31.34	27.88	买入	维持
600872	中炬高新	16.90	2.16	0.97	1.21	7.82	17.42	13.97	买入	维持
603027	千禾味业	11.29	0.52	0.59	0.69	21.71	19.14	16.36	买入	维持
600600	青岛啤酒	57.16	3.13	3.49	3.81	18.26	16.38	15.00	买入	维持
000729	燕京啤酒	9.58	0.23	0.35	0.45	41.65	27.37	21.29	买入	维持
600887	伊利股份	22.17	1.64	1.93	1.87	13.52	11.49	11.86	买入	维持
603345	安井食品	74.15	5.04	5.61	6.42	14.71	13.22	11.55	买入	维持
300783	三只松鼠	17.09	0.55	0.94	1.33	31.07	18.18	12.85	买入	维持
003000	劲仔食品	11.06	0.46	0.66	0.85	24.04	16.76	13.01	买入	维持

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

8. 风险提示

(1) **原材料价格波动风险**。行业原材料价格存在波动的风险，若原材料价格上涨幅度较大，将增加企业的成本压力，进而对业绩产生一定影响。

(2) **产品提价不及预期**。后续若受终端需求不景气等因素扰动，企业提价节奏或将受到影响。

(3) **渠道开展不及预期**。为扩大市场竞争力，行业中的公司积极进行渠道布局，扩张全国业务区域。若后续受经销商信心等因素影响而不能顺利开拓销售市场，将一定程度上影响公司渠道扩张进展。

(4) **行业竞争加剧**。目前我国食品饮料行业中的部分子板块市场竞争格局相对分散，市场竞争较为激烈。市场竞争加剧或一定程度上影响市场竞争格局，进而影响行业盈利水平。

(5) **食品安全风险**。食品安全问题是社会普遍关注的重要问题之一。若板块发生食品安全及品质问题，将对行业产生一定的负面影响。

(6) **宏观经济波动**。若后续宏观经济产生波动，则会一定程度上影响居民消费水平，进而对需求有所影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn