

评级：增持（维持）

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

电话：021-20315733

Email: xiongxw@zts.com.cn

分析师：晏诗雨

执业证书编号：S0740523070003

Email: yansy@zts.com.cn

分析师：范劲松

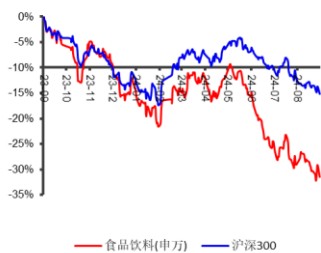
执业证书编号：S0740517030001

Email: fanjs@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	123
行业总市值(亿元)	41,658
行业流通市值(亿元)	40,800

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E		
燕京啤酒	9.58	0.23	0.35	0.46	0.55	41.7	27.4	20.8	17.4	0.66	买入
海天味业	35.41	1.01	1.12	1.25	1.36	35.1	31.6	28.3	26.0	2.44	买入
涪陵榨菜	11.86	0.72	0.73	0.83	0.91	16.5	16.2	14.3	13.0	1.04	买入
安琪酵母	31.21	1.46	1.57	1.80	2.06	21.4	19.9	17.3	15.2	1.18	买入
盐津铺子	40.31	2.58	3.40	4.34	5.46	15.6	11.9	9.3	7.4	0.34	买入
劲仔食品	11.06	0.46	0.67	0.86	1.10	24.0	16.5	12.9	10.1	0.45	买入

备注 股价选取自 2024 年 9 月 4 日收盘价（燕京啤酒采用 wind 一致预期）

投资要点

- **啤酒：2024Q2 量价承压，成本红利持续释放。**2024Q2 外部多重不利因素叠加，需求疲软+现饮承压+南方降雨+销量高基数，啤酒销量呈下降趋势，同时均价提升放缓甚至出现下滑。但得益于原材料下降带来的成本红利，以及竞争相对理性销售费用率保持平稳，盈利能力仍保持了提升趋势。后续期待经济企稳后销量回补，现饮修复带来均价回暖。从成长性的维度看好 U8 大单品放量的燕京啤酒，受益于高性价比和非现饮的珠江啤酒；从资本开支减少，股息率的维度看好青岛啤酒、重庆啤酒。
- **调味品：需求仍有压力，关注成本持续下行。**当前调味品需求整体偏弱，叠加消费降级影响，竞争加剧货折和费用投入增加，导致收入和利润双重承压。建议关注具备成本红利的海天味业、涪陵榨菜、安琪酵母。
- **卤制品：门店持续调整，同店仍有压力。**卤制品需求仍然偏弱，同店承压，上市公司加速进行门店调整，提升门店生存质量。成本端受益于原材料价格回落，毛利率回升明显，但竞争加剧带来费用率上行，盈利能力出现分化，龙一毛销差修复较好。
- **餐饮供应链：顺周期特征显著，需求有所承压。**回顾 2023 年，强预期、弱现实下，供需变化共同作用，餐饮供应链行业格局受到阶段性扰动，进入下半年后，行业 Beta 向下的趋势反应至上市公司财务报表。展望 2024 年，一方面，行业竞争进入下半场，供给有望进一步收缩，另一方面，预制菜新政策加速行业劣质产能出清，行业格局有望进一步优化。考虑到餐饮场景逐渐修复以及餐饮连锁化率提升趋势明显以及餐饮企业日趋强烈的降本增效需求，餐饮供应链龙头有望持续受益。中国速冻调理食品行业景气度波动大，20 年景气度短暂达峰，4Q23 进入“至暗时刻”。从需求层面看，速冻食品行业呈现出一定“顺周期”的特征，但依旧长期存在渗透率提升机会。2Q24 需求疲软，收入增速及盈利水平略受影响。
- **休闲零食：淡季增速略有放缓，市场投放有所加大。**休闲零食是文化和风味的生意，中式零食具备“资源禀赋”。农业的突破和供应链的完善为新品类的发展提供可能。2Q24，淡季增速略有放缓，市场投放有所加大。展望未来，各企业各渠道占比趋于均衡，新渠道渗透率加速提升带来的收入增速差异预期将收窄，性价比消费趋势下新品类的红利将成为主流。
- **乳制品：需求承压，盈利能力分化。**收入方面，受需求疲软影响，乳制品公司收入增速承压。利润端，部分乳企受益于产品结构升级和渠道布局完善，盈利能力逆势提升。
- **投资建议：需求仍有压力，分化中寻找机遇。**由于下游餐饮等需求表现持续低迷，叠加消费降级的影响，2024Q2 大众品量价均有压力，环比并未呈现出改善。从需求端看，我们认为需要在分化中把握 α 机会，啤酒、复合调味品、休闲零食中部分

具备独立逻辑的个股，有望保持领先行业的增速。从成本端看，大众品成本加速回落，优选格局较好能释放利润弹性的标的。目前大众品需求弱复苏下，龙头估值处于合理偏低水平。从分化的思路，重点推荐具备 α 机会的燕京啤酒、安琪酵母、颐海国际、盐津铺子、劲仔食品；基于成本红利的逻辑，重点推荐涪陵榨菜、立高食品、洽洽食品等。

- **风险提示：**食品安全事件风险；全球经济增速放缓；行业数据进行了一定的筛选和分类，存在与行业整体情况有偏差的风险；第三方数据引用风险；研报信息更新不及时的风险。

内容目录

啤酒：2024Q2 量价承压，成本红利持续释放.....	- 5 -
调味品：需求仍有压力，关注成本持续下行.....	- 9 -
卤制品：门店持续调整，同店仍有压力.....	- 12 -
餐饮供应链：顺周期特征显著，需求有所承压.....	- 14 -
休闲零食：淡季增速略有放缓，市场投放有所加大.....	- 16 -
乳制品：需求承压，盈利能力分化.....	- 18 -
投资建议.....	- 19 -
风险提示.....	- 19 -

图表目录

图表 1：啤酒企业 2024H1 和 2024Q2 收入及利润表现.....	- 5 -
图表 2：啤酒行业月度产量增速.....	- 6 -
图表 3：啤酒行业累计产量增速.....	- 6 -
图表 4：啤酒公司季度销量增速.....	- 6 -
图表 5：啤酒公司季度均价增速.....	- 7 -
图表 6：青岛啤酒分档次季度销量增速.....	- 7 -
图表 7：重庆啤酒分档次季度收入增速.....	- 7 -
图表 8：啤酒公司季度吨成本增速.....	- 8 -
图表 9：啤酒主要直接材料价格增速.....	- 8 -
图表 10：啤酒企业 2024H1 和 2024Q2 盈利能力变化.....	- 8 -
图表 11：餐饮行业年度累计收入及增速.....	- 9 -
图表 12：餐饮月度收入增速.....	- 9 -
图表 13：调味品企业 2024H1 和 2024Q2 收入及利润表现.....	- 9 -
图表 14：大豆价格走势.....	- 10 -
图表 15：糖价格走势.....	- 10 -
图表 16：油脂价格走势.....	- 11 -
图表 17：辣椒价格走势.....	- 11 -
图表 18：调味品企业 2024H1 和 2024Q2 盈利能力表现.....	- 11 -
图表 19：卤制品企业 2024H1 和 2024Q2 收入及利润表现.....	- 12 -
图表 20：绝味食品和紫燕食品门店数量（家）.....	- 12 -
图表 21：进口牛肉及牛杂价格走势.....	- 13 -
图表 22：毛鸭价格走势.....	- 13 -

图表 23: 卤制品企业 2024H1 和 2024Q2 盈利能力表现.....	- 13 -
图表 24: 速冻食品代表企业年度收入增速 (%)	- 14 -
图表 25: 速冻食品代表企业季度收入增速 (%)	- 14 -
图表 26: 日本冷冻食品消费量与 GDP 增速.....	- 14 -
图表 27: 日本外食与中食消费变化趋势.....	- 15 -
图表 28: 餐饮供应链相关企业 2Q24 收入与利润表现.....	- 15 -
图表 29: 餐饮供应链相关企业 2Q24 盈利能力同比变化	- 15 -
图表 30: 乐事薯片的限定口味	- 16 -
图表 31: 中日魔芋食品的差异	- 16 -
图表 32: 2020 年全球魔芋产量占比	- 16 -
图表 33: 2022 年全球土豆产量 Top5 (万吨)	- 16 -
图表 34: 休闲零食企业 2Q24 收入与利润表现.....	- 17 -
图表 35: 休闲零食企业 2Q24 盈利能力同比变化	- 17 -
图表 36: 乳制品企业 2Q24 收入与利润表现.....	- 18 -
图表 37: 乳制品企业 2Q24 盈利能力同比变化	- 18 -
图表 38: 重点公司盈利预测表	- 19 -

啤酒：2024Q2 量价承压，成本红利持续释放

- **2024Q2 龙头收入承压，区域品牌突显**。2024Q2 由于整体需求疲软，尤其是现饮需求较弱，叠加南方部分市场降雨较多，以及 2023Q2 基数偏高影响，青岛啤酒、百威中国等龙头收入增速环比 Q1 放缓，华润啤酒上半年收入同比也出现下滑。燕京啤酒受益于 U8 大单品高增，珠江啤酒受益于消费降级及非现饮的平稳，收入端展现出逆势增长。
- **2024Q2 利润弹性仍在释放，但增速放缓**。从利润端看，第二季度青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒利润增长仍快于收入，上半年华润啤酒净利率也略有提升。尽管外部需求不利，但通过成本红利，啤酒公司仍释放出一定利润弹性，但增速环比 Q1 也出现明显放缓。重庆啤酒利润增长慢于收入。

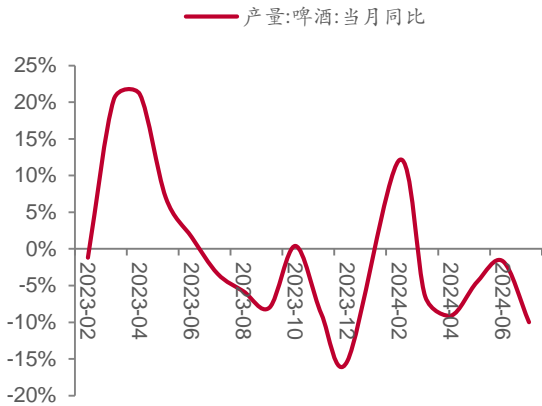
图表 1：啤酒企业 2024H1 和 2024Q2 收入及利润表现

	2024H1				2024Q1				2024Q2			
	收入(亿元)	增速 (%)	扣非净利润(亿元)	增速 (%)	收入(亿元)	增速 (%)	扣非净利润(亿元)	增速 (%)	收入(亿元)	增速 (%)	扣非净利润(亿元)	增速 (%)
青岛啤酒	200.68	-7.06	34.27	6.15	101.50	-5.19	15.13	12.11	99.18	-8.89	19.14	1.87
重庆啤酒	88.61	4.18	8.88	3.91	42.93	7.16	4.46	16.91	45.68	1.54	4.42	-6.58
燕京啤酒	80.46	5.52	7.41	69.12	35.87	1.72	1.03	81.72	44.59	8.79	6.38	67.26
珠江啤酒	29.86	7.69	4.76	41.72	11.08	7.05	1.04	45.79	18.78	8.07	3.71	40.61
华润啤酒	237.44	-0.53	44.58	0.22	-	-	-	-	-	-	-	-
百威中国	-	-	-	-	-	-2.70	-	1.00	-	-15.20	-	-

来源：wind、公司财报、中泰证券研究所（百威中国利润为正常化 EBITDA 增速）

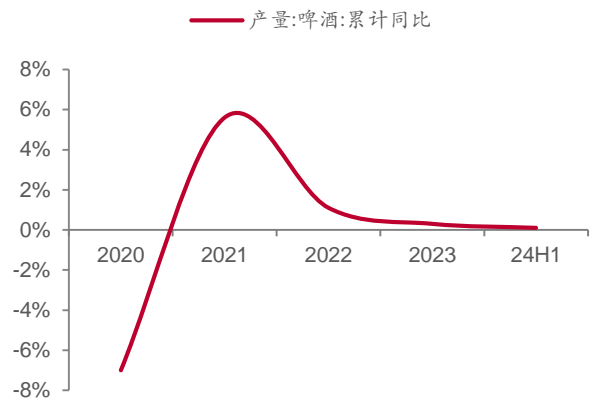
- **2024Q2 行业产量承压明显，7 月仍延续下滑趋势**。2024 年 4-6 月啤酒行业产量同比分别增长-9.1%、-4.5%、-1.7%，持续出现下滑，而 7 月产量同比也下滑 10.0%。从累计产量增速看，上半年啤酒行业产量同比增长 0.1%，而前 7 月同比下降 1.6%。
- **2024Q2 啤酒公司销量基本均出现下滑，增速环比 Q1 进一步放缓**。2024Q2 青岛啤酒、燕京啤酒、百威中国销量均出现下滑，华润啤酒上半年销量也出现下滑，尤其是 CR3 百威中国、青岛啤酒、华润啤酒均下滑明显，青岛啤酒和百威中国 Q2 增速环比 Q1 进一步扩大（Q1 基数更高，Q2 基数有所降低），反应出二季度需求愈发疲软+南方市场受降雨影响较大。燕京啤酒销量微降，而仅重庆啤酒和珠江啤酒销量取得微增，且重庆啤酒和燕京啤酒销量增速环比 Q1 也出现放缓，反映出啤酒 Q2 需求整体偏弱。

图表 2：啤酒行业月度产量增速



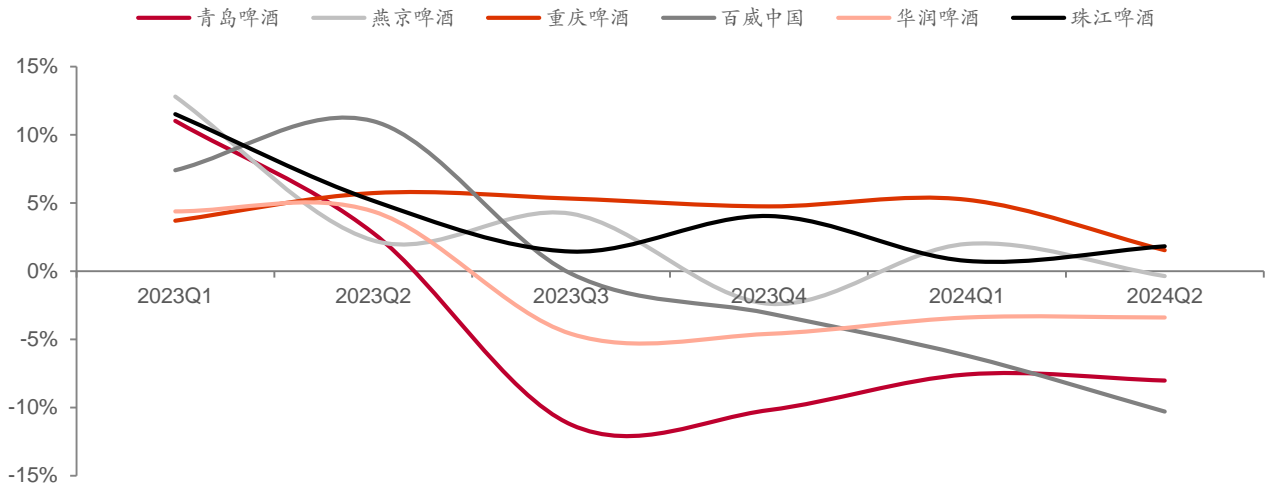
来源：wind、国家统计局、中泰证券研究所（每年口径有调整，同比数据为统计局披露）

图表 3：啤酒行业累计产量增速



来源：wind、国家统计局、中泰证券研究所（每年口径有调整，同比数据为统计局披露，1-2月合并统计）

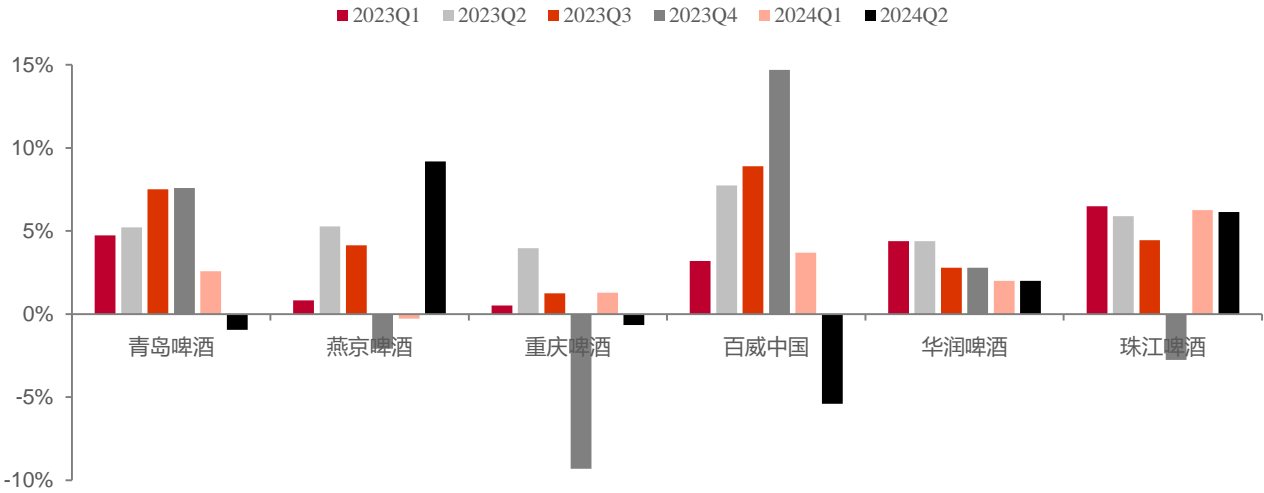
图表 4：啤酒公司季度销量增速



来源：公司财报、wind、中泰证券研究所

- **2024Q2 啤酒公司均价增速普遍放缓，燕京啤酒和珠江啤酒逆势增长。** 2024Q2 青岛啤酒、重庆啤酒、百威中国均价同比分别下滑 0.9%、0.7%、5.4%，疫情后第一次出现单季度多公司均价同比下滑，同时华润啤酒上半年均价同比增长仅 2.0% 环比去年下半年进一步放缓。均价增速普遍放缓甚至下滑，反映出消费降级的大环境下，中高端酒受影响更大，且中高端主要消费场景现饮渠道受冲击更多。二季度仅燕京啤酒和珠江啤酒均价保持了强劲增长，燕京啤酒受益于 U8 大单品的强劲增长，珠江啤酒则受益于自身结构较低的情况下中高端放量。

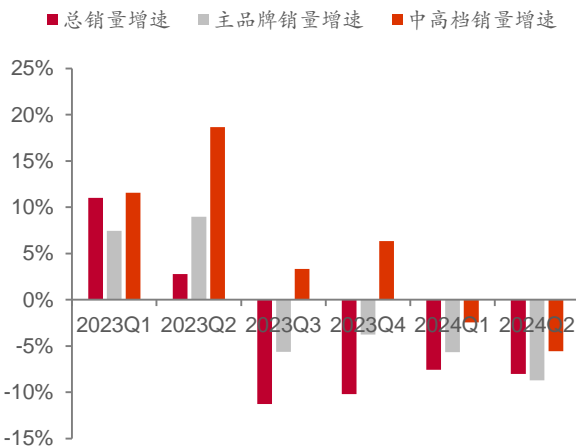
图表 5：啤酒公司季度均价增速



来源：公司财报、wind、中泰证券研究所

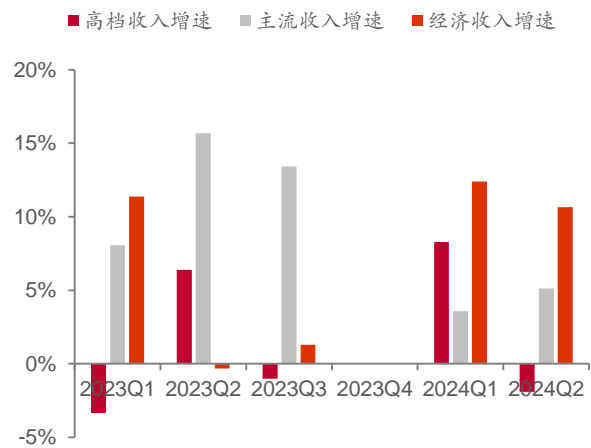
- **高端化节奏放缓，低档酒表现更加。**从单季度披露结构的青岛啤酒和重庆啤酒来看，2024Q2 均出现结构升级速度放缓乃至下滑的情况。青岛啤酒从 2023Q2-2024Q1 的四个季度中，一直保持中高档增速>主品牌增速>整体增速，但 2024Q2 出现了主品牌增速低于整体增速，意味着崂山等其他品牌表现优于青岛品牌，消费降级的大环境一定程度拉低了产品结构，导致 Q2 公司均价出现略降的情况。重庆啤酒 2023 年整体表现出主流档最强的态势，但 2024Q1 和 Q2 均是经济档收入增长最快，且 Q2 出现了经济增速>主流增速>高档增速，结构出现下滑。

图表 6：青岛啤酒分档次季度销量增速



来源：公司财报、中泰证券研究所

图表 7：重庆啤酒分档次季度收入增速

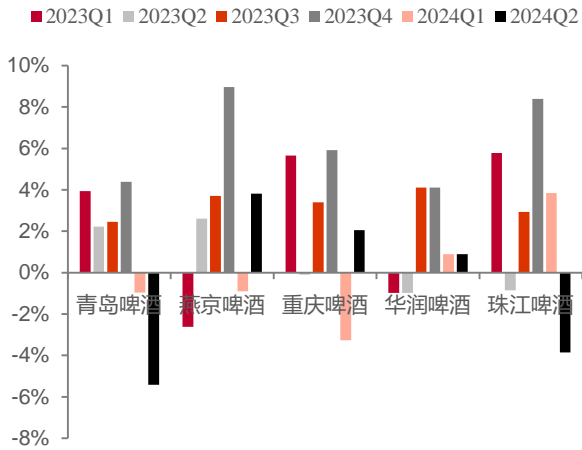


来源：公司财报、中泰证券研究所

- **2024Q2 成本加速下行，推动了盈利能力提升。**受益于大麦价格同比下降，以及部分包材价格处于低位，2024Q2 啤酒公司成本表现较好。在销量承压，固定成本摊薄效益减弱的背景下，受益于可变成本的回落，青岛啤酒、珠江啤酒的吨酒成本同比分别下降 5.4%、3.8%，华润啤酒的吨酒成本仅上涨 0.9%，重庆啤酒吨成本上升 2.1%，燕京啤酒上升

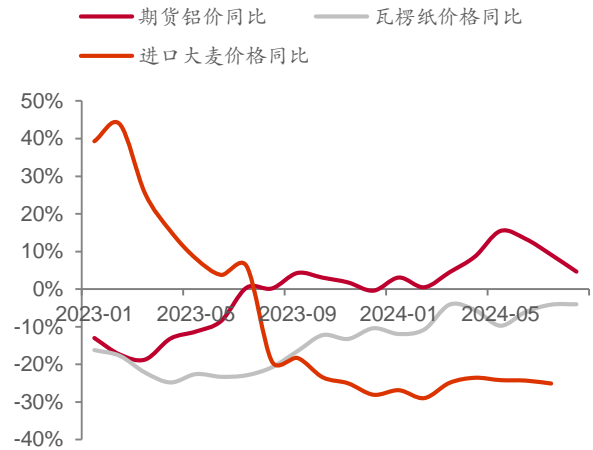
3.8%。整体来说，大麦成本红利仍在持续释放，纸箱同比下行，易拉罐等价格也保持低位。

图表 8：啤酒公司季度吨成本增速



来源：wind、公司财报、中泰证券研究所

图表 9：啤酒主要直接材料价格增速



来源：wind、中泰证券研究所

- **2024Q2 毛利率整体保持上升趋势，费用率相对平稳。**2024Q2 受益于吨酒成本的下行，啤酒公司毛利率普遍呈上升趋势，且青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒 Q2 毛利率上升幅度对比 Q1 均有扩大，华润啤酒上半年啤酒毛利率也略有提升。从销售费用率来看，啤酒公司整体保持了稳定的水平，并未出现明显的销售费用率上行趋势，竞争格局相对稳定，啤酒公司仍保持了利润导向为主的诉求。

图表 10：啤酒企业 2024H1 和 2024Q2 盈利能力变化

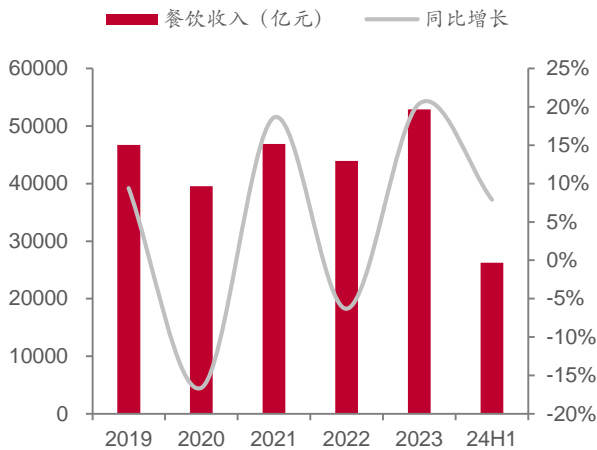
	2024H1			2024Q1			2024Q2		
	毛利率变化	销售费用率变化	毛销差变化	毛利率变化	销售费用率变化	毛销差变化	毛利率变化	销售费用率变化	毛销差变化
青岛啤酒	2.4%	-0.3%	2.6%	2.1%	-1.0%	3.1%	2.7%	0.4%	2.3%
重庆啤酒	0.7%	0.7%	0.0%	2.7%	0.2%	2.6%	-1.0%	1.3%	-2.3%
燕京啤酒	1.8%	0.1%	1.8%	0.4%	-0.6%	1.0%	2.7%	0.6%	2.0%
珠江啤酒	3.6%	0.3%	3.3%	1.3%	1.3%	0.1%	4.9%	-0.3%	5.2%
华润啤酒	0.6%	0.0%	0.6%	-	-	-	-	-	-

来源：wind、中泰证券研究所

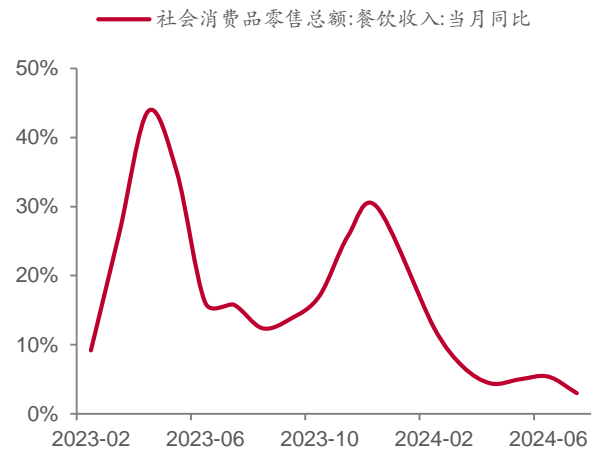
- **2024Q2 外部多重不利因素叠加，需求疲软+现饮承压+南方降雨+销量高基数，啤酒销量呈下降趋势，同时均价提升放缓甚至出现下滑。**但得益于原材料下降带来的成本红利，以及竞争相对理性销售费用率保持平稳，盈利能力仍保持了提升趋势。后续期待经济企稳后销量回补，现饮修复带来均价回暖。从成长性的维度看好 U8 大单品放量的燕京啤酒，受益于高性价比和非现饮的珠江啤酒；从资本开支减少，股息率的维度看好青岛啤酒、重庆啤酒。

调味品：需求仍有压力，关注成本持续下行

- 2024Q2 餐饮需求疲软，增速持续走弱。**餐饮是调味品下游的重要需求端，2024H1 餐饮行业实现收入 26243 亿元，同比增长 7.9%。从月度来看，2024 年 1-2 月、3 月收入增速分别为 12.5%、6.9%，进入二季度后增速走弱，4-6 月分别为 4.4%、5.0%、5.4%，而 7 月餐饮增速下跌到 3.0%。餐饮表现疲软对调味品需求形成压制。

图表 11：餐饮行业年度累计收入及增速


来源：wind、国家统计局、中泰证券研究所

图表 12：餐饮月度收入增速


来源：wind、国家统计局、中泰证券研究所 (1-2 月合并统计)

- 2024Q2 收入环比降速，复合调味品保持较快增长。**2024Q2 基础调味品收入增速环比 Q1 普遍放缓，龙头海天味业表现相对稳健，中炬高新和千禾味业均出现下滑，主要系需求疲软+改革调整期，恒顺醋业和涪陵榨菜收入在小个位数波动。海天味业二季度利润增长快于收入，其他公司利润增长均慢于收入，主要系竞争加剧投入加大，同时收入下滑拖累规模效应。2024Q2 复合调味料整体保持了较好的增长趋势，尤其 B 端公司增长较好，宝立食品和日*股份二季度均实现了逆势双位数增长实属难得，颐海国际上半年也实现了收入双位数增长，但天味食品由于需求疲软+淡季收缩投入，二季度收入同比下降。二季度天味食品、日*股份利润增长快于收入，宝立食品和颐海国际由于费用率上升导致利润增长慢于收入。其他调味品中，安琪酵母二季度收入环比改善，国内收入在价格调整后实现恢复性增长，但盈利能力仍有压力。

图表 13：调味品企业 2024H1 和 2024Q2 收入及利润表现

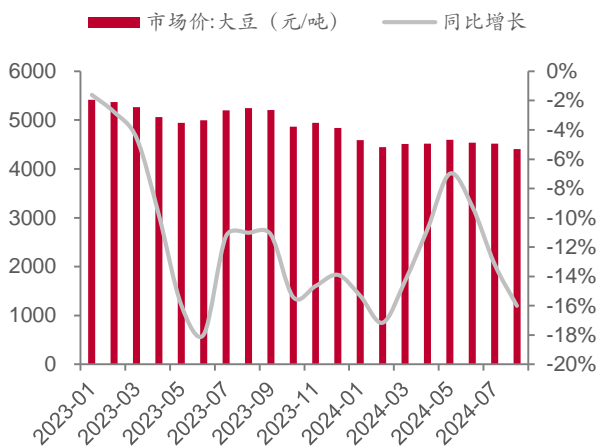
	2024H1				2024Q1				2024Q2			
	收入 (亿元)	增速 (%)	扣非净 利润 (亿元)	增速 (%)	收入 (亿元)	增速 (%)	扣非净 利润 (亿元)	增速 (%)	收入 (亿元)	增速 (%)	扣非净 利润(亿 元)	增速 (%)
海天味业	141.56	9.18	33.25	11.95	76.94	10.21	18.60	13.34	64.62	7.98	14.65	10.24
中炬高新	26.18	-1.35	3.39	14.53	14.85	8.64	2.37	63.91	11.34	-11.96	1.03	-32.37

千禾味业	15.89	3.78	2.46	-3.73	8.95	9.28	1.52	4.69	6.94	-2.53	0.95	-14.73
恒顺醋业	10.04	-11.83	0.81	-30.85	4.60	-24.89	0.45	-35.71	5.44	3.36	0.36	-23.57
涪陵榨菜	13.06	-2.32	4.25	-1.62	7.49	-1.53	2.59	6.29	5.57	-3.37	1.66	-11.85
天味食品	14.68	2.95	2.10	17.68	8.53	11.34	1.47	23.47	6.14	-6.80	0.63	6.07
宝立食品	12.73	12.89	0.99	-10.87	6.24	15.72	0.52	-7.04	6.49	10.29	0.47	-14.79
日*股份	1.87	15.16	0.27	24.70	0.92	14.73	0.12	24.55	0.96	15.58	0.15	24.82
安琪酵母	71.75	6.86	5.96	-2.50	34.83	2.52	2.95	-10.80	36.92	11.30	3.01	7.32
颐海国际	29.35	11.84	2.69	-14.22								

来源: wind、中泰证券研究所

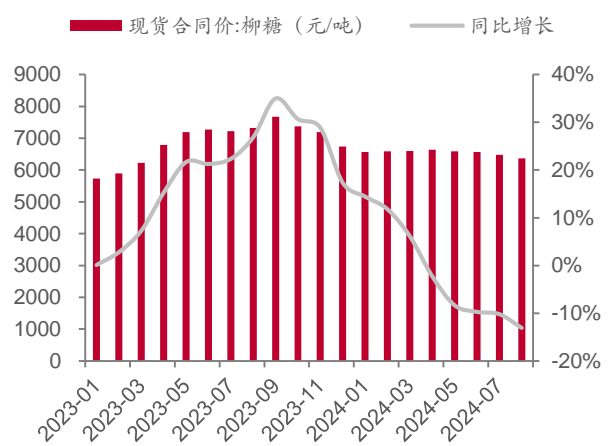
- 基础调味品成本加速回落，复调成本低位运行。**从基础调味品的主要原材料看，大豆价格从 2023 年初进入同比下行阶段，2024 年仍持续处于回落通道，考虑到酿造周期等因素，大豆下行的成本红利持续在酱油企业报表中体现。糖价自 2024Q2 开始也进入同比下行阶段，加速推动基础调味品的可变成本下降，毛利率提升。从复合调味品的主要原材料看，油脂价格经历 2023 年至 2024 年初的下降后，目前保持平稳。而对于川调企业来说，辣椒价格在上半年同比下降后，下半年开始呈现同比提升趋势。在经过 2023 年成本大幅回落后，后续复合调味品成本预计稳中略升。

图表 14: 大豆价格走势



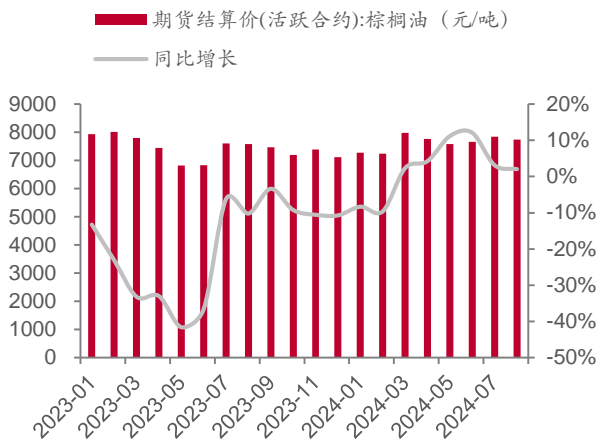
来源: wind、中泰证券研究所

图表 15: 糖价格走势



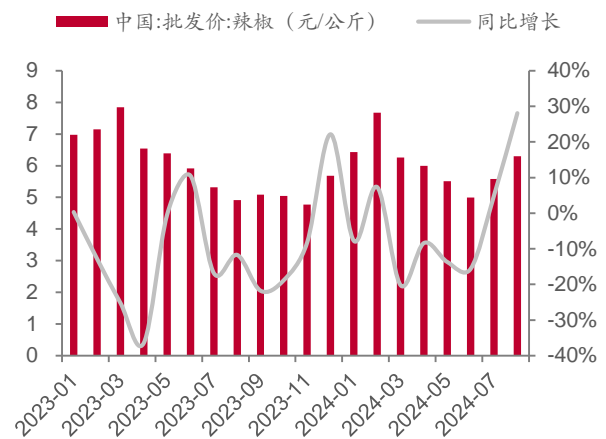
来源: wind、中泰证券研究所

图表 16: 油脂价格走势



来源: wind、中泰证券研究所

图表 17: 辣椒价格走势



来源: wind、中泰证券研究所

- 竞争加剧，盈利能力承压。**2024Q2 仅海天味业和天味食品的毛销差同比提升，其他公司毛销差同比下降，颐海国际上半年毛销差同比也出现下滑。二季度受益于原材料成本回落，海天味业、中炬高新、涪陵榨菜、天味食品等毛利率同比均有提升。但在需求偏弱的大环境下，各家公司均加大费用投入抢夺市场份额，销售费用率上升明显，导致毛销差同比下降。

图表 18: 调味品企业 2024H1 和 2024Q2 盈利能力表现

	2024H1			2024Q1			2024Q2		
	毛利率变化	销售费用率变化	毛销差变化	毛利率变化	销售费用率变化	毛销差变化	毛利率变化	销售费用率变化	毛销差变化
海天味业	1.0%	0.6%	0.3%	0.4%	0.3%	0.1%	1.6%	1.0%	0.6%
中炬高新	4.7%	2.3%	2.4%	5.6%	-0.9%	6.4%	3.6%	6.4%	-2.8%
千禾味业	-2.7%	1.1%	-3.8%	-3.1%	0.1%	-3.2%	-2.3%	2.5%	-4.8%
恒顺醋业	0.8%	2.5%	-1.6%	6.3%	4.6%	1.7%	-4.0%	0.1%	-4.1%
涪陵榨菜	-2.2%	-2.0%	-0.2%	-4.2%	-5.6%	1.5%	0.4%	2.7%	-2.4%
天味食品	3.3%	1.1%	2.2%	3.4%	2.2%	1.3%	2.2%	-0.7%	2.9%
宝立食品	-2.7%	-0.5%	-2.2%	-3.1%	-1.2%	-1.8%	-2.4%	0.3%	-2.6%
日*股份	-1.5%	-0.4%	-1.1%	-0.4%	0.5%	-0.9%	-2.5%	-1.2%	-1.3%
安琪酵母	-0.3%	0.1%	-0.4%	-0.7%	-0.4%	-0.4%	0.3%	0.6%	-0.3%
颐海国际	-0.5%	2.9%	-3.4%	-	-	-	-	-	-

来源: wind、公司财报、中泰证券研究所

- 当前调味品需求整体偏弱，叠加消费降级影响，竞争加剧货折和费用投入增加，导致收入和利润双重承压。**建议关注具备成本红利海天味业、涪陵榨菜、安琪酵母。

卤制品：门店持续调整，同店仍有压力

- 收入持续下滑，盈利能力加速改善。2024Q2 卤制品上市公司收入同比仍出现下滑，周黑鸭上半年收入同比也下滑双位数。一方面，需求疲软的环境下公司持续优化门店数量，确保门店生存质量；另一方面，同店仍有压力。利润端受益于鸭副原材料价格下降，绝味食品利润弹性加速释放；而牛肉价格处于低位，推动紫燕利润增长快于收入。

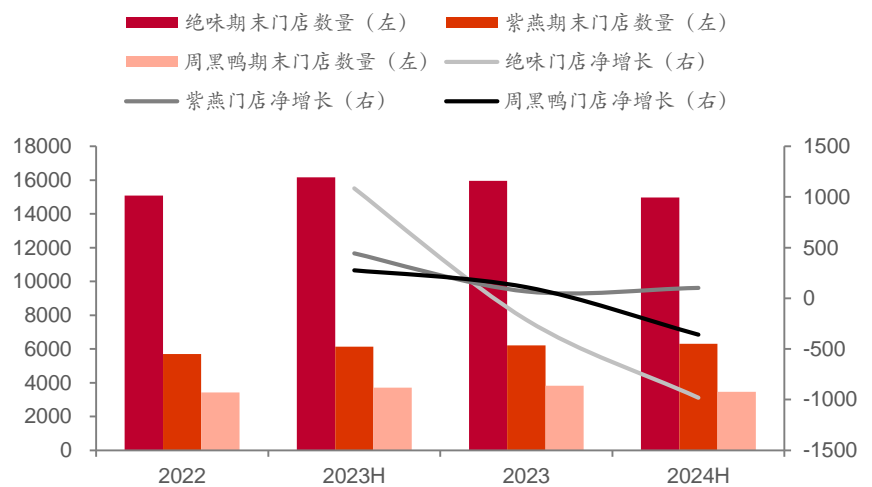
图表 19：卤制品企业 2024H1 和 2024Q2 收入及利润表现

	2024H1				2024Q1				2024Q2			
	收入 (亿元)	增速 (%)	扣非净 利润 (亿元)	增速 (%)	收入 (亿元)	增速 (%)	扣非净 利润 (亿元)	增速 (%)	收入 (亿元)	增速 (%)	扣非净 利润 (亿元)	增速 (%)
绝味食品	33.40	-9.73	2.81	24.15	16.95	-7.04	1.56	15.66	16.44	-12.35	1.25	36.63
紫燕食品	16.63	-4.59	1.63	14.78	6.95	-8.00	0.39	13.89	9.69	-1.98	1.24	15.05
煌上煌	10.60	-7.53	0.49	-31.16	4.58	-10.56	0.27	-11.02	6.03	-5.10	0.22	-46.01
周黑鸭	12.65	-10.86	0.30	-68.41								

来源：wind、中泰证券研究所

- 门店进入调整阶段，同店继续承压。由于需求承压，2023H2 卤制品公司均开始放慢开店速度，绝味食品开始净关店。2024H1 门店调整加速，上半年绝味食品净关店 981 家，聚焦调整下沉市场门店，周黑鸭净关店也达到 360 家，紫燕则大幅降低了上半年的净开店速度。同时在整个消费力承压，且卤制品偏可选的属性下，同店仍然承受较大压力。

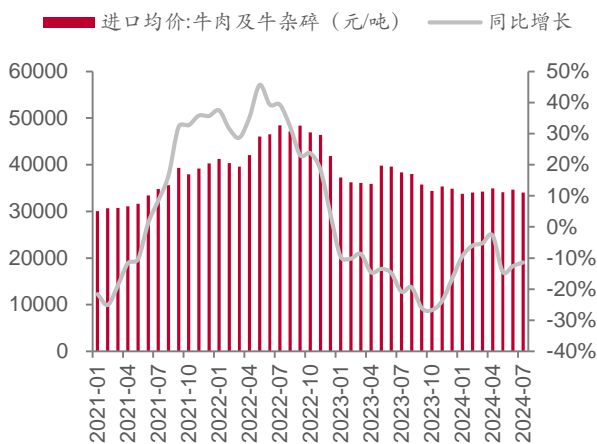
图表 20：绝味食品和紫燕食品门店数量（家）



来源：公司财报、中泰证券研究所

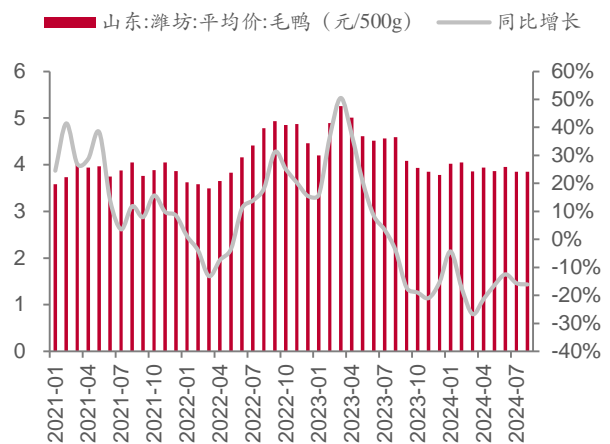
- **成本低位震荡，同比显著回落。**牛肉及牛杂是佐餐卤味的主要原材料，经过 2023 年的大幅回落后，2024Q1 同比基本企稳，但 2024Q2 同比下降幅度扩大，成本红利加速释放。鸭副是休闲卤味的主要原材料，2023 年下半年毛鸭价格开始同比回落，现在仍处于同比大幅下降的阶段，推动毛利率提升。

图表 21：进口牛肉及牛杂价格走势



来源：wind、中泰证券研究所

图表 22：毛鸭价格走势



来源：wind、中泰证券研究所

- **毛利率提升显著，2024Q2 龙头盈利能力加速改善。**受益于原材料价格回落，2024Q2 绝味食品、紫燕食品、煌上煌毛利率均同比提升明显，绝味食品、紫燕食品的毛利率提升幅度甚至超过 Q1，周黑鸭上半年毛利率也有回升。休闲卤制品面临需求疲软，紧张加剧的情况，因此各家也加大了销售费用的投放，部分对冲了毛利率上升的正向贡献。综合来看，龙头绝味食品、紫燕食品的毛销差环比 Q1 加速修复，而煌上煌和周黑鸭受累于销售费用率上升，盈利能力并未明显修复。

图表 23：卤制品企业 2024H1 和 2024Q2 盈利能力表现

	2024H1			2024Q1			2024Q2		
	毛利率变化	销售费用率变化	毛销差变化	毛利率变化	销售费用率变化	毛销差变化	毛利率变化	销售费用率变化	毛销差变化
绝味食品	7.0%	1.8%	5.1%	5.7%	1.1%	4.6%	8.2%	2.6%	5.6%
紫燕食品	3.7%	0.0%	3.6%	2.2%	0.7%	1.5%	4.6%	-0.5%	5.1%
煌上煌	4.7%	2.8%	1.9%	6.5%	2.4%	4.1%	3.4%	3.2%	0.3%
周黑鸭	2.9%	6.5%	-3.6%	-	-	-	-	-	-

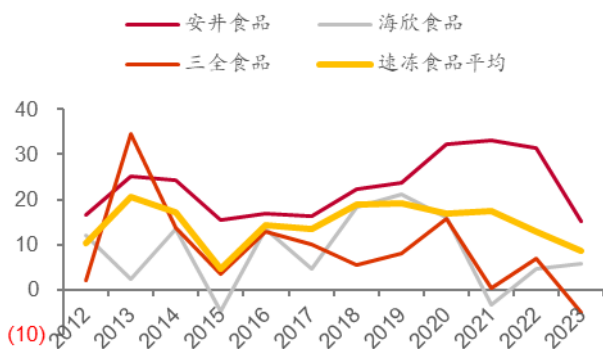
来源：wind、中泰证券研究所

- **卤制品需求仍然偏弱，同店承压，上市公司加速进行门店调整，提升门店生存质量。**成本端受益于原材料价格回落，毛利率回升明显，但竞争加剧带来费用率上行，盈利能力出现分化，龙一毛销差修复较好。

餐饮供应链：顺周期特征显著，需求有所承压

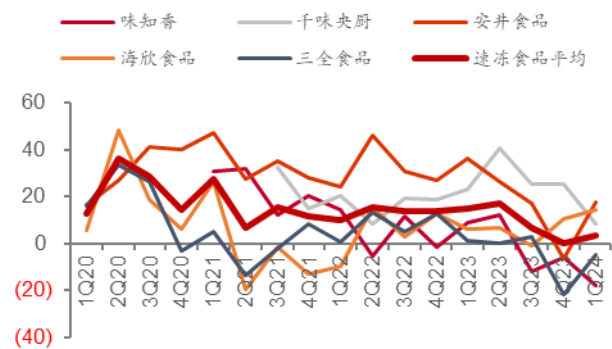
- 中国速冻调理食品行业景气度波动大，20 年景气度短暂达峰，4Q23 进入“至暗时刻”。从行业代表公司的情况看，中国速冻食品行业经历了 2014 和 2015 年的小低潮后，自 2015 年至 2020 年，尤其是 2018 年至 2020 年，进入了景气度向上的历史机遇期，20 年后，受疫情及宏观环境等因素的影响，除龙头安井维持高增外，部分上市公司出现了明显的收入降速，2023 年，龙头安井、三全皆出现了收入逐季降速的情况，甚至在 2023 年第四季度，安井和三全都出现了收入负增长，安井、三全、千味、海欣、味知香 5 家行业代表企业 4Q23 平均收入增速降至 0.35%，行业进入“至暗时刻”。

图表 24：速冻食品代表企业年度收入增速 (%)



来源：公司公告、wind、中泰证券研究所（注：速冻食品样本选取安井食品、三全食品、千味央厨、味知香、海欣食品）

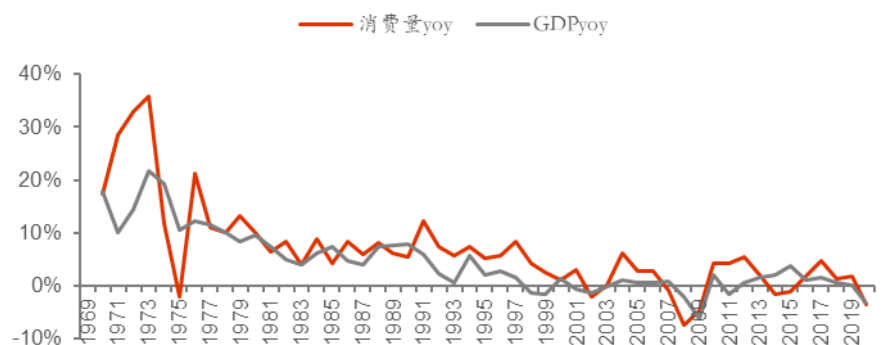
图表 25：速冻食品代表企业季度收入增速 (%)



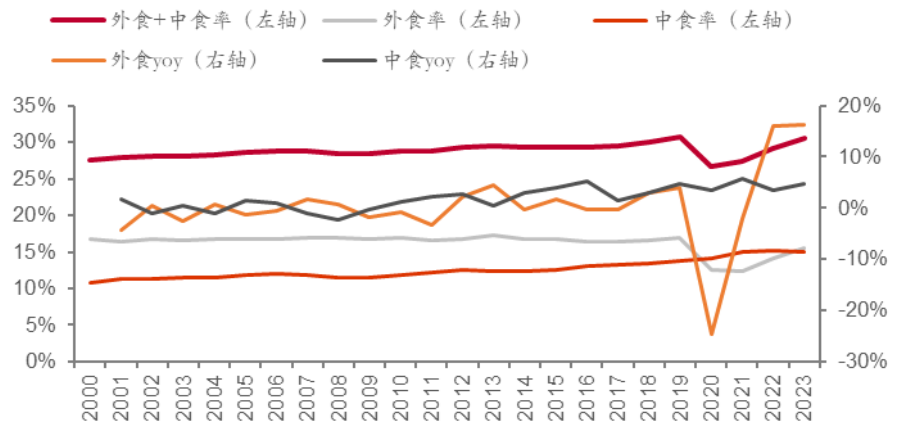
来源：公司公告、wind、中泰证券研究所（注：速冻食品样本选取安井食品、三全食品、千味央厨、味知香、海欣食品）

- 从需求层面看，速冻食品行业呈现出一定“顺周期”的特征，但依旧长期存在渗透率提升机会。参照日本的经验，冷冻食品消费与宏观经济正向相关。根据日本统计局与日本冷冻食品协会数据，日本冷冻食品消费量增速与 GDP 增速的趋势基本相一致。但如果着眼于 2000 年后，日本家庭食品消费和餐饮消费整体都趋于稳定的情况下，调理食品消费占食品消费的比重体现出提升趋势，长期看调理食品行业增长依旧具备支撑。

图表 26：日本冷冻食品消费量与 GDP 增速



来源：日本冷冻食品协会、日本统计局、中泰证券研究所

图表 27：日本外食与中食消费变化趋势


来源：日本统计局、中泰证券研究所（注：数据采用2人以上世代家庭消费支出口径，整体食品消费口径为食料消费，中食消费口径为调理食品消费）

- 2Q24 需求疲软，收入增速及盈利水平略受影响。**收入方面，2Q24，行业竞争较激烈，同时消费环境、天气原因等多因素影响需求恢复较弱。餐饮供应链企业普遍出现收入增长乏力的情况。**利润方面**，由于部分原材料下行，餐饮供应链相关企业毛销差基本略有提升，但由于行业竞争加剧、部分期间费用相对前置以及销售规模等因素的影响，餐饮供应链相关企业净利率普遍走弱，盈利能力略受影响。

图表 28：餐饮供应链相关企业 2Q24 收入与利润表现

公司	收入 (亿元)	收入增速 (%)	净利润 (亿元)	利润增速 (%)
安井食品	37.89	2.31%	3.64	-2.51%
千味央厨	4.29	1.65%	0.25	-3.36%
立高食品	8.65	2.80%	0.59	0.30%
味知香	1.61	-24.94%	0.23	-40.12%

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 29：餐饮供应链相关企业 2Q24 盈利能力同比变化

公司	毛利率变化	销售费用率变化	毛销差变化	净利率变化
安井食品	1.44%	-0.09%	1.52%	-0.48%
千味央厨	2.43%	0.48%	1.96%	-0.30%
立高食品	-1.09%	0.05%	-1.15%	-0.17%
味知香	-1.33%	0.01%	-1.34%	-3.68%

来源：公司公告、中泰证券研究所

休闲零食：淡季增速略有放缓，市场投放有所加大

- 休闲零食是文化和风味的生意，中式零食具备“资源禀赋”。由于地域特征、气候环境、风俗习惯等因素的影响，不同国家、不同地区的饮食习惯往往存在差异。休闲零食本质还是一种加工食品，是文化和风味的生意。中国是一个拥有五千年文明历史的国家，其饮食文化更是源远流长，博大精深。相对应的，中国零食具备得天独厚的资源禀赋。

图表 30：乐事薯片的限定口味



来源：reddit、中泰证券研究所

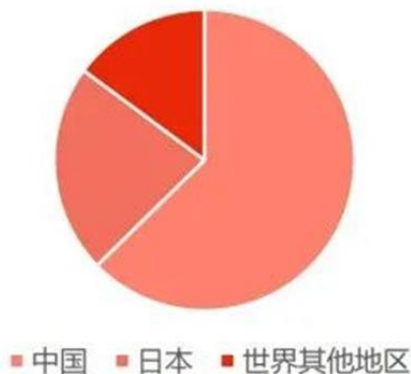
图表 31：中日魔芋食品的差异



来源：创业家、淘宝、中泰证券研究所

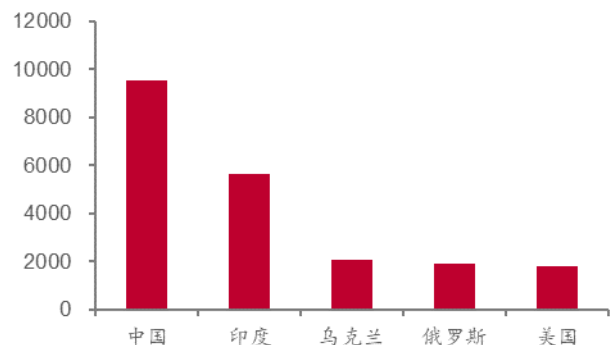
- 农业的突破和供应链的完善为新品类的发展提供可能。一方面，中国地大物博，拥有多样的气候条件和地形地貌，这为多种多样的农作物种植提供了得天独厚的条件；另一方面，农业农村部最新数据显示，2023 年农业科技贡献率达到了 63.2%，这个数据比 2012 年大体上提高了 10 个百分点，当前正全力推进高水平农业科技自立自强。农业的突破和供应链的完善为休闲零食品类的诞生和发展奠定坚实的基础。

图表 32：2020 年全球魔芋产量占比



来源：中国魔芋协会种植委员会、中泰证券研究所

图表 33：2022 年全球土豆产量 Top5 (万吨)



来源：联合国粮农组织、中泰证券研究所

- 淡季增速略有放缓，市场投放有所加大。2Q24 休闲零食行业上市公司增速存在较大分化。一方面，由于 Q2 属于坚果炒货等零食淡季，同时

流量呈现碎片化趋势，传统渠道遭到分流，受此影响以传统线下和传统电商渠道为主的企业增速相对乏力。而积极拥抱零食量贩、内容电商的企业则克服了以上难关，逆势实现收入高增长。利润方面，受上游大宗原材料降价影响，部分休闲零食企业享受成本红利，但与此同时，零食消费淡季叠加消费市场相对平淡，受到收入规模和市场竞争等因素影响，销售费用率略有提升。整体来看，不少企业，如洽洽食品、劲仔食品、甘源食品等，受益于原材料价格下降与规模效应，净利率明显提升。

图表 34：休闲零食企业 2Q24 收入与利润表现

公司	收入 (亿元)	收入增速 (%)	净利润 (亿元)	利润增速 (%)
洽洽食品	10.77	-20.25%	0.96	7.58%
盐津铺子	12.36	23.44%	1.60	19.11%
甘源食品	4.56	4.90%	0.75	16.79%
劲仔食品	5.90	20.90%	0.70	58.74%
三只松鼠	14.29	43.93%	-0.19	-51.21%

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 35：休闲零食企业 2Q24 盈利能力同比变化

公司	毛利率变化	销售费用率变化	毛销差变化	净利率变化
洽洽食品	4.42%	1.52%	2.90%	2.31%
盐津铺子	-3.08%	2.05%	-5.13%	-0.47%
甘源食品	-0.57%	1.73%	-2.30%	1.68%
劲仔食品	4.25%	1.62%	2.63%	2.82%
三只松鼠	3.24%	-0.06%	3.29%	2.54%

来源：公司公告、中泰证券研究所

乳制品：需求承压，盈利能力分化

- **2Q24 需求承压，盈利能力分化。**收入方面，受需求疲软影响，2Q24 龙头伊利股份收入同比双位数下滑，天润乳业收入实现个位数增长，新乳业收入表现平淡。利润端，伊利股份和天润乳业出现不同程度下滑，短期承压；但新乳业和妙可蓝多受益于产品结构升级和渠道布局完善，盈利能力提升明显。

图表 36：乳制品企业 2Q24 收入与利润表现

公司	收入 (亿元)	收入增速 (%)	净利润 (亿元)	利润增速 (%)
伊利股份	273.38	-16.54%	16.08	-40.21%
新乳业	27.51	-0.94%	2.07	17.72%
天润乳业	8.03	5.90%	-0.32	-145.82%
妙可蓝多	9.73	-6.74%	0.35	712.90%

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 37：乳制品企业 2Q24 盈利能力同比变化

公司	毛利率变化	销售费用率变化	毛销差变化	净利率变化
伊利股份	1.11%	2.51%	-1.41%	-2.33%
新乳业	0.29%	-0.60%	0.89%	1.19%
天润乳业	-2.99%	1.00%	-3.99%	-13.39%
妙可蓝多	2.70%	-4.02%	6.72%	3.23%

来源：公司公告、中泰证券研究所

投资建议

- 投资建议：需求仍有压力，分化中寻找机遇。**由于下游餐饮等需求表现持续低迷，叠加消费降级的影响，2024Q2 大众品量价均有压力，环比并未呈现出改善。从需求端看，我们认为需要在分化中把握 α 机会，啤酒、复合调味品、休闲零食中部分具备独立逻辑的个股，有望保持领先行业的增速。从成本端看，大众品成本加速回落，优选格局较好能释放利润弹性的标的。目前大众品需求弱复苏下，龙头估值处于合理偏低水平。从分化的思路，重点推荐具备 α 机会的燕京啤酒、安琪酵母、颐海国际、盐津铺子、劲仔食品；基于成本红利的逻辑，重点推荐涪陵榨菜、立高食品、洽洽食品等。

图表 38：重点公司盈利预测表

股票名称	股价 (元)	市值(亿 元)	EPS				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
青岛啤酒	57.16	780	3.13	3.42	3.94	4.24	24	17	15	13
重庆啤酒	54.16	262	2.76	2.78	3.04	3.23	24	19	18	17
燕京啤酒	9.58	270	0.23	0.35	0.46	0.55	38	27	21	17
华润啤酒	23.60	697	1.59	1.67	1.87	2.05	22	14	13	12
海天味业	35.41	1,969	1.01	1.12	1.25	1.36	38	31	28	26
中炬高新	16.90	132	2.16	0.83	1.05	1.28	13	20	16	13
恒顺醋业	7.01	78	0.08	0.12	0.14	0.16	118	59	50	43
涪陵榨菜	11.86	137	0.72	0.73	0.83	0.91	20	16	14	13
天味食品	9.16	98	0.43	0.50	0.58	0.68	31	18	16	14
宝立食品	11.20	45	0.75	0.61	0.71	0.79	22	18	16	14
颐海国际	10.27	107	0.88	0.79	0.95	1.06	14	13	11	10
安琪酵母	31.21	271	1.46	1.57	1.80	2.06	24	20	17	15
绝味食品	12.42	77	0.55	1.02	1.23	1.38	49	12	10	9
紫燕食品	15.44	64	0.80	0.92	1.04	1.16	27	17	15	13
安井食品	74.15	217	5.04	5.56	6.32	7.08	21	13	12	10
立高食品	24.08	41	0.43	1.55	1.77	2.01	113	16	14	12
千味央厨	24.03	24	1.55	1.42	1.69	2.08	34	17	14	12
洽洽食品	24.24	123	1.58	1.77	1.97	2.23	22	14	12	11
盐津铺子	40.31	111	2.58	3.40	4.34	5.46	27	12	9	7
劲仔食品	11.06	50	0.46	0.67	0.86	1.10	26	17	13	10
巴比食品	13.45	34	0.85	0.99	1.18	1.35	25	14	11	10
味知香	17.81	25	0.98	0.71	0.73	0.79	37	25	24	23

来源：中泰证券研究所；注：股价取自 2024 年 9 月 4 日（燕京啤酒、安井食品采用 wind 一致预期）

风险提示

- 食品安全事件风险。**类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击，白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言，更多的是安全事件，带来的打击也是沉重的。

- **全球经济增速放缓。**新冠疫情之后，消费力与消费意愿的复苏或低于预期，导致需求疲软。
- **行业数据进行了一定的筛选和分类，存在与行业整体情况有偏差的风险。**
- **第三方数据引用风险。**
- **研报信息更新不及时的风险。**

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。