

► **零食：淡季收入增长略放缓，业绩有所分化。** 24Q2 年货旺季后逐步转淡季，各家零食企业收入增长波动出现分化。伴随下游量贩渠道展店放缓、行业集中度提升，盐津铺子、劲仔食品等全渠道布局的企业抗风险能力更强，仍能保持双位数增长；同时，抖音电商等短视频直播平台也为休闲食品企业提供了新增长渠道，下沉市场增长空间仍在，三只松鼠借助抖音平台，持续打造热销商品，提升品牌影响力；原料成本持续下行，但行业竞争较激烈背景下，企业优先保市场份额，促销费用有所提升，规模效应明显、产品结构完善的企业盈利水平更加稳定。

► **乳制品：行业周期底部，龙头业绩承压。** 复盘原奶周期，本轮受需求疲软、上游规模化扩产等因素影响，供需矛盾加剧，原奶价格持续下行，预计通过优化上游产能，2025 年有望回归供需平衡。回顾 24H1 乳企表现，大部分乳企收入下滑，业绩承压，一方面系行业消化库存买赠促销力度加大带来销售费用率提升、毛销差下降；另一方面大包粉、生物资产减值也对整体盈利有所拖累。

► **调味品：淡季需求偏弱，龙头彰显韧性。** 1) 基调：Q2 淡季背景下，行业需求较弱、阶段性去库存，动销短期承压，海天库存消化、渠道改革成效逐步显现下实现逆势增长；Q2 原料成本延续下行趋势，但行业阶段性竞争加剧下买赠促销等加大，抵消费投后盈利能力大多承压。2) 复调：Q2 火锅底料淡季、景气有所回落，定制餐调稳定合作下游客户增长稳健。利润端，B 端业务受下游客户降本需求影响，毛利承压拖累盈利表现。

► **食品加工：B 端需求疲软，C 端竞争加剧。** 24 年以来餐饮业持续承压，一二线受影响更明显。受下游需求影响行业整体增速放缓，Q2 多回落至个位数；B 端客户降本需求向上游传导、C 端品类竞争加剧背景下，为稳住市场份额，各食品加工企业降价让利或加大费投，虽部分原料成本有所下滑，但盈利端普遍承压。龙头主动优化产品结构、品类创新、渠道开拓等彰显韧性，盈利相对稳健。

► **投资建议：1) 零食板块在性价比趋势下品类及渠道扩张逻辑持续验证，关注渠道及供应链能力边际强化的公司：推荐三只松鼠（“高端性价比”改革成效持续显现，24 年目标收入规模重回百亿）、盐津铺子、洽洽食品、甘源食品，关注劲仔食品、卫龙；2) 乳制品板块布局中长期、低预期下关注后续需求改善：推荐股息率已具吸引力、现金流较优的伊利股份，关注蒙牛股份；3) 调味品板块推荐经营改善的龙头公司，下半年成本端红利有望延续，费投更加谨慎下盈利有望改善，推荐海天味业、安琪酵母，关注颐海国际；4) 餐饮弱复苏、低预期下关注后续需求改善，推荐长期逻辑清晰的安井食品、干味央厨、立高食品。**

► **风险提示：** 下游需求恢复不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅上涨，食品安全风险等。

推荐

维持评级



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

1. 低度酒及饮料行业 2024 年中报业绩综述：

需求分化，把握结构性景气-2024/09/09

2. 白酒行业 2024 年中报业绩综述：降速、提

费，守住市场份额-2024/09/08

3. 食品饮料行业周动态：速冻龙头布局饮品供

应链，饮品小料市场前景几何-2024/08/12

4. 食品饮料 24Q2 基金持仓分析：板块重仓占

比回落 白酒仍为配置主力-2024/07/31

5. 食品饮料行业 2024 年中期投资策略：平芜

尽处是春山——布局长期，跟踪改善，优选个

股-2024/06/18

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
002847	盐津铺子	39.97	2.64	2.30	2.92	15	17	14	推荐
300783	三只松鼠	16.90	0.55	0.96	1.49	31	18	11	推荐
600887	伊利股份	22.26	1.64	1.86	1.86	14	12	12	推荐
603288	海天味业	35.49	1.01	1.12	1.26	35	32	28	推荐
600298	安琪酵母	31.77	1.47	1.63	1.80	22	19	18	推荐
603345	安井食品	72.27	5.04	5.53	6.02	14	13	12	推荐
300973	立高食品	24.08	0.43	1.57	1.84	56	15	13	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 9 月 6 日收盘价）

目录

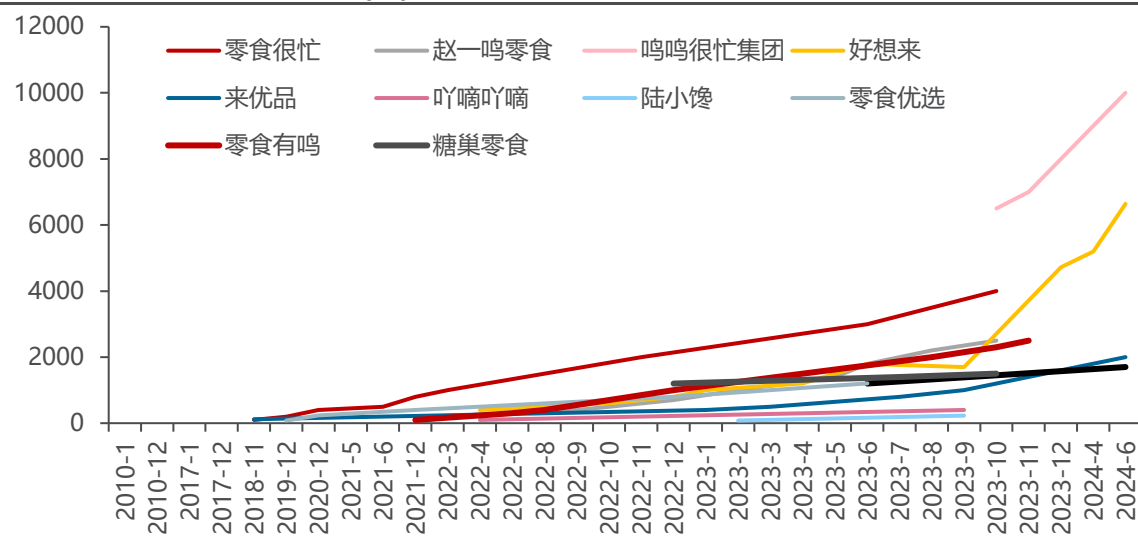
1 零食：淡季收入增长略放缓，业绩有所分化	3
1.1 如何看待休闲食品行业增长的持续性？	3
1.2 成本下行背景下，如何展望利润弹性？	5
2 乳制品：行业周期底部，龙头业绩承压	8
2.1 上游原奶周期见底了吗？	8
2.2 本轮周期乳企盈利能力改善几何？	9
3 调味品：淡季需求偏弱，龙头彰显韧性	12
4 食品加工：B 端需求疲软，C 端竞争加剧	18
5 投资建议	23
6 风险提示	24
插图目录	25
表格目录	25

1 零食：淡季收入增长略放缓，业绩有所分化

1.1 如何看待休闲食品行业增长的持续性？

量贩渠道已完成行业整合形成“两超多强”的格局，后续关注下沉市场需求增量激发。6月12日，由零食很忙和赵一鸣零食双品牌合并成立的“鸣鸣很忙”集团，官宣突破万店大关，引领零食连锁行业开启了万店时代。截至6月底，万辰集团共覆盖6638家门店，旗下“好想来品牌零食”已成为全国知名连锁品牌。目前，量贩渠道基本形成“两超多强”的格局。同时，消费市场正在从供给侧主导的卖方时代，转向消费者主导的买方时代，零售连锁正在向折扣化、社区化、制造化三个趋势方向演进，参考赵一鸣零食门店城市分布结构，超75%的门店分布在三级及以下城市，量贩零食门店有效激发了下沉市场休闲零食的消费需求，有望提高下沉市场休闲食品消费频次，伴随渠道展店放缓，我们认为高量贩渠道占比的上游零食制造商仍有望享受下沉市场休闲食品消费频次提升带动的行业红利。

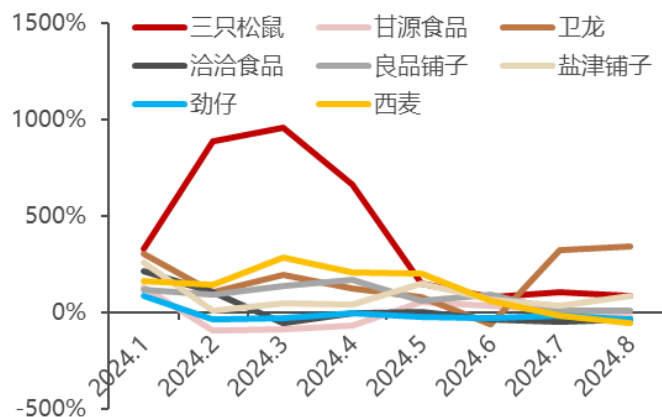
图1：量贩渠道加速并购整合（家）



资料来源：各公司官网、微信公众号等，安徽经济报，快销网，民生证券研究院（注：数据截至2024年6月17日）

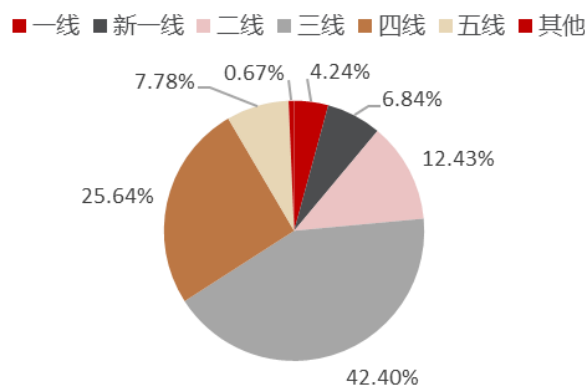
线上电商方面，抖音等短视频直播带货打造新增长极。我国电商平台呈现多元化发展趋势，其中以抖音、快手等为代表的短视频电商快速崛起，其通过“直播+短视频”等多形式创新，为消费者提供更加多元化、多链路的消费场景，从而激发消费者的潜在需求。据蝉妈妈数据显示，抖音电商食品饮料行业上升势能、市场规模同比增速依旧，且动销商品数、达人数量均处于增长阶段，发展前景广阔。同时，商品客单价同比降低，性价比消费心智将持续被验证。松鼠/盐津/良品铺子/卫龙8月抖音销售额居前，分别为17100/6645/3601/2264万元，同比增长88%/82%/11%/341%，抖音平台已经成为休闲食品品牌强劲增长的渠道之一。

图2：24年1-8月休闲食品企业抖音销售额同比增速



资料来源：蝉妈妈数据，民生证券研究院

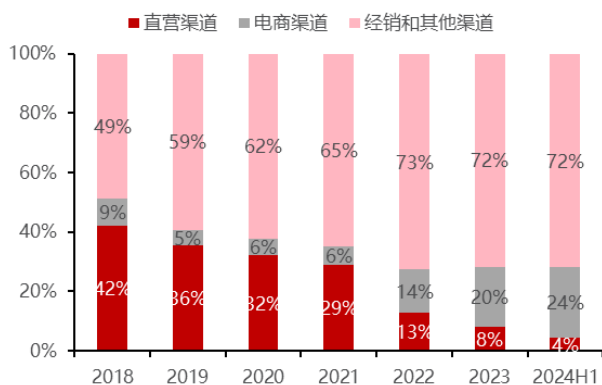
图3：赵一鸣零食门店各级城市占比



资料来源：窄门餐眼镜，民生证券研究院

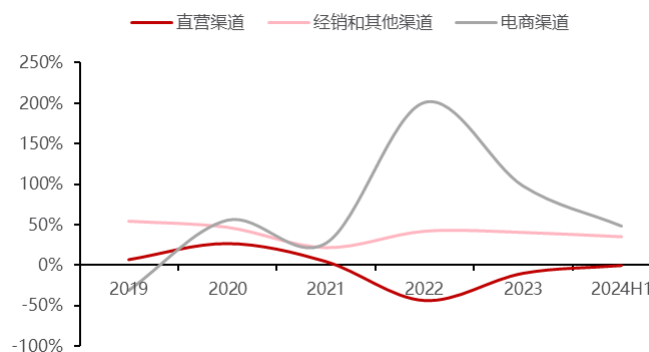
全渠道多品类布局抗风险能力更强，收入增长持续性高。24Q1 年货动销旺盛下，零食企业都取得亮眼的业绩，24Q2 年货旺季后逐步转淡季，各家零食企业收入增长波动出现分化。具体来看，**1) 制造型：**持续受益新渠渗透及新品扩容，24Q2 盐津铺子/劲仔食品营收同比+23.44%/20.90%，收入延续双位数高增。受自身基数偏高、品类发展相对成熟以及经销占比过高的洽洽食品收入增长出现下滑，甘源食品受企业内部组织渠道调整，收入增长明显放缓；**2) 渠道型：**三只松鼠“高端性价比”战略成效持续显现，抓住抖音短视频红利，持续打造热销商品，24Q2 营收实现同比+43.93%的高增。

图4：2018-2024H1 盐津铺子渠道结构



资料来源：盐津铺子公司公告，民生证券研究院

图5：2019-2024H1 盐津铺子分渠道收入增速



资料来源：盐津铺子公司公告，民生证券研究院

表1：部分零食企业分季度营收情况 (亿元)

证券名称	营业收入					同比变动				
	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
甘源食品	4.35	4.87	5.34	5.86	4.56	48.12%	37.27%	10.85%	49.75%	4.90%
盐津铺子	10.01	11.11	11.11	12.23	12.36	57.59%	46.17%	20.22%	37.00%	23.44%

劲仔食品	4.88	5.69	5.72	5.40	5.90	35.17%	45.92%	26.51%	23.58%	20.90%
洽洽食品	13.50	17.93	23.27	18.22	10.77	8.34%	5.12%	-6.90%	36.39%	-20.25%
良品铺子	16.02	20.13	20.46	24.51	14.35	-17.96%	-4.53%	-16.02%	2.79%	-10.43%
三只松鼠	9.93	16.89	25.32	36.46	14.29	-3.12%	38.56%	29.18%	91.83%	43.93%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院

表2: 部分零食企业分季度归母净利润情况 (亿元)

证券名称	归母净利润					同比变动				
	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
甘源食品	0.64	0.95	1.15	0.91	0.75	246.50%	95.31%	67.08%	65.50%	16.79%
盐津铺子	1.34	1.50	1.10	1.60	1.60	98.91%	67.28%	32.62%	43.11%	19.11%
劲仔食品	0.44	0.50	0.76	0.74	0.70	20.00%	48.56%	122.76%	87.73%	58.74%
洽洽食品	0.90	2.38	2.97	2.40	0.96	-37.49%	-13.53%	-15.01%	35.15%	7.58%
良品铺子	0.41	0.02	-0.11	0.62	-0.39	-59.46%	-97.88%	-122.91%	-57.98%	-195.02%
三只松鼠	-0.38	0.16	0.50	3.08	-0.19	51.99%	40.86%	41.07%	60.80%	-51.21%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院

表3: 部分零食企业分季度扣非归母净利润情况 (亿元)

证券名称	扣非归母净利润					同比变动				
	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
甘源食品	0.54	0.85	1.04	0.84	0.61	533.49%	93.63%	45.39%	69.25%	13.46%
盐津铺子	1.33	1.45	1.00	1.38	1.35	105.85%	82.89%	21.23%	40.09%	1.58%
劲仔食品	0.39	0.38	0.77	0.58	0.64	8.17%	26.30%	153.92%	77.45%	64.28%
洽洽食品	0.57	2.25	2.86	2.21	0.61	-37.25%	-10.68%	-11.51%	55.80%	7.14%
良品铺子	0.17	-0.02	-0.57	0.55	-0.47	-74.68%	-102.31%	-514.99%	-48.69%	-382.92%
三只松鼠	-0.63	0.12	0.16	2.63	-0.35	33.02%	175.39%	34.95%	92.84%	45.02%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院

1.2 成本下行背景下, 如何展望利润弹性?

24Q2 原材料价格成本均有所回落, 毛利率有所提高。成本端来看, 24Q2 棕榈油、葵花籽、花生米、大豆、鹌鹑蛋等价格同比有所回落, 洽洽食品/劲仔食品/三只松鼠 24Q2 毛利率同比分别提升 4.42/4.25/3.24pcts 至 24.98%/30.76%/21.90%, 成本压力逐步缓和; 甘源食品、盐津食品由于产品结构变化导致毛利率略有下降。

图6: 原材料成本价格走势 (元/吨)

	24度精炼棕榈油: 进口均价					
	葵花籽: 现货价	花生米: 现货价	大豆: 生产资料价格	鹌鹑蛋	纸箱	
	同比增速					
2022-01	54%	38%	-19%	5%	3%	17%
2022-02	61%	38%	-24%	3%	14%	10%
2022-03	83%	44%	-23%	2%	17%	8%
2022-04	91%	28%	-14%	7%	10%	10%
2022-05	83%	24%	-5%	11%	25%	1%
2022-06	63%	26%	5%	16%	55%	1%
2022-07	58%	19%	9%	12%	63%	1%
2022-08	34%	12%	10%	13%	65%	1%
2022-09	24%	11%	13%	11%	60%	0%
2022-10	18%	10%	19%	7%	39%	-6%
2022-11	2%	6%	19%	4%	24%	-8%
2022-12	-16%	3%	23%	2%	11%	-6%
2023-01	-12%	-3%	31%	-2%	2%	-4%
2023-02	-15%	-4%	38%	-3%	2%	-3%
2023-03	-31%	-7%	45%	-5%	1%	-5%
2023-04	-37%	-18%	35%	-10%	3%	-6%
2023-05	-32%	-25%	34%	-16%	7%	-7%
2023-06	-33%	-29%	31%	-18%	26%	-7%
2023-07	-40%	-23%	29%	-11%	30%	-9%
2023-08	-36%	-16%	25%	-11%	28%	-10%
2023-09	-23%	-16%	8%	-11%	23%	-9%
2023-10	-18%	-15%	-3%	-15%	22%	-7%
2023-11	-15%	-13%	-12%	-15%	24%	-7%
2023-12	-10%	-11%	-11%	-14%	15%	-6%
2024-01	-12%	-12%	-8%	-15%	3%	-5%
2024-02	-10%	-15%	-11%	-17%	16%	-5%
2024-03	-9%	-20%	-15%	-14%	28%	-3%
2024-04	-8%	-17%	-12%	-11%	21%	-3%
2024-05	-5%	-15%	-18%	-7%	14%	-3%
2024-06	-1%	-12%	-23%	-9%	4%	-2%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院 (注: 数据截至 2024 年 6 月 17 日)

淡季需求疲软竞争加剧, 24Q2 费投略有增加, 盈利弹性释放有所阻碍。24Q2 休闲食品淡季, 需求疲软竞争加剧, 各大品牌加大促销力度和品牌广宣投入, 甘源食品、盐津铺子、劲仔食品、洽洽食品、良品铺子 24Q2 销售费用率同比均有所提升, 同比+1.73/2.05/1.62/1.52/2.84pcts, 最终, 录得净利率表现不一, 劲仔食品受规模效应和毛利率提高明显, 扣非净利率同比+2.87pcts, 三只松鼠受全链路全要素成本优化影响, 24Q2 扣非净利率同比+3.94pcts。总之, 在行业竞争加剧需求疲软的背景下, 成本下行带来的利润空间更多会进一步让利消费者, 报表端盈利弹性会有所受限。

表4：部分零食企业 2024Q2 毛利率/管理费用率/销售费用率/净利率/扣非净利率情况

证券名称	毛利率	yoy (pcts)	管理费 用率	yoy (pcts)	销售费 用率	yoy (pcts)	净利率	yoy (pcts)	扣非净 利率	yoy (pcts)
甘源食品	34.36%	-0.57	4.11%	-0.27	13.55%	1.73	16.49%	1.68	13.34%	1.01
盐津铺子	32.96%	-3.08	4.79%	0.67	13.53%	2.05	12.93%	-0.47	10.92%	-2.35
劲仔食品	30.76%	4.25	3.41%	-0.31	12.09%	1.62	11.83%	2.82	10.86%	2.87
洽洽食品	24.98%	4.42	7.67%	2.03	10.04%	1.52	8.95%	2.31	5.71%	1.46
良品铺子	26.32%	-2.30	6.75%	1.40	23.33%	2.84	-2.69%	-5.22	-3.30%	-4.35
三只松鼠	21.90%	3.24	3.53%	-1.73	21.10%	-0.06	-1.30%	2.54	-2.43%	3.94

资料来源：iFinD，民生证券研究院

2 乳制品：行业周期底部，龙头业绩承压

2.1 上游原奶周期见底了吗？

本轮原奶周期调整时间较长、调整幅度较大，预计 2025 年原奶有望供需平衡。2008 年 7 月以来我国原奶主要经历了三轮显著的调整期：

1) 第一轮 (2008.1-2014.3)：下跌区间为 2008 年 1 月到 2009 年 7 月，主因三聚氰胺事件引发乳业危机，国内乳制品需求减少，2008.01-2009.07 国内生鲜乳价格下降超 25%。三聚氰胺事件后，牧场大量减少，以及政策引导导致大量散户退出，生鲜乳供应趋紧，叠加饲料价格上升，2009.08-2011.03 原奶价格进入上涨通道，2011.07-2014.3 《生乳》新国标出台后奶源质量管控加强，供给有所出清。国内 CPI 指数攀升，乳制品进口量大幅增长，国内奶价涨势趋缓，市场进入温和上涨阶段。2013 年，口蹄疫暴发使奶牛存栏量下降，夏季高温影响产奶量，叠加饲料成本上涨影响，国内原奶减产；同时，新西兰大旱以及肉毒杆菌事件，致使国际大包粉价格攀升，奶价连续上行。

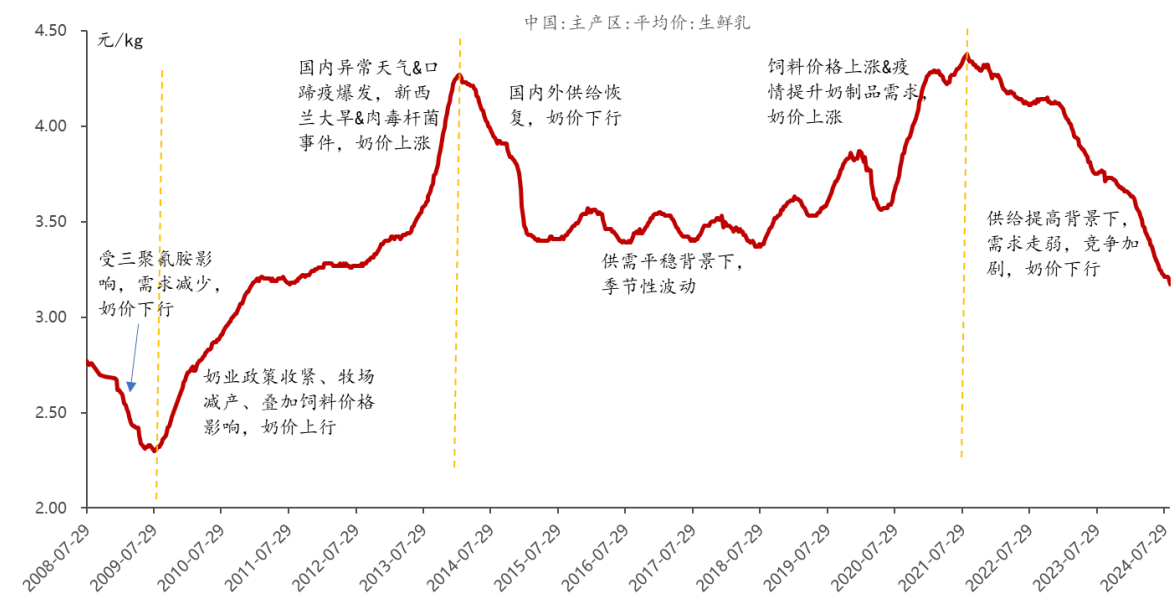
2) 第二轮 (2014.4-2021.8)：下跌区间为 2014 年 3 月至 2015 年 6 月，累计跌幅 20%，国际大包粉底价倾销国内，冲击国内原奶价格；奶荒期中小牧场扩产下游企业恐慌性囤积大包粉，原奶需求落至低位。伴随着上游去库存、下游去产能。上游规模化牧场的兴起加速了中小牧场出清，奶牛存栏量下降，下游乳企囤积的大包粉库存去化，原奶短期供需实现平衡，2015.7-2018.7 期间，奶价呈季节性波动，直至 2018Q3，上游饲料成本上涨、环保清退落后产能带来供给小幅下滑，但下游需求仍保持增长、供需偏紧下奶价开启新一轮上涨，2020 年 5 月到 2021 年 8 月消费者健康意识强化，乳制品消费增加，叠加饲料价格走高，推高上游养殖成本，进入高奶价周期。

3) 第三轮 (2021.9 至今)：下跌区间为 2021 年 9 月至今，累计跌幅超 25%，主因规模化牧场扩产叠加需求走弱。2019 年起下游乳企开始加码上游，由于奶牛养殖周期为 2 年，2021 年 9 月起原奶产能逐步释放，生鲜乳供应量提升，叠加乳制品需求随公共卫生事件影响消退而走弱，原奶价格进入下跌通道，本轮周期中规模化牧场扩产较多，上游抗压能力较强，产能出清较慢；同时需求走弱超预期，加剧供需错配，原奶跌幅更深。

本轮调整周期严峻，上游加大去产能力度，2025 年原奶有望实现供需平衡。国家奶牛产业技术体系数据显示，在 2024 年 5 月，奶价 3.34 元/kg，同比下降 0.55 元/kg（全成本下降 0.31 元/kg），公斤奶利润空间是奶牛体系记录以来首次进入负值。本轮调整周期严峻程度超过 2016—2017 年，行业亏损面超 80%。据乳业圈报道，宁夏奶牛存栏量从 2023 年底的约 91 万头下降到了 2024 年 5 月的 81 万头，而且部分牧场已经不养后备牛；河北牛场由 2024 年初的 833 家下降到当前的 745 家；大型牧业集团到 6 月份已经淘汰成母牛近 5 万头，全群 10 万

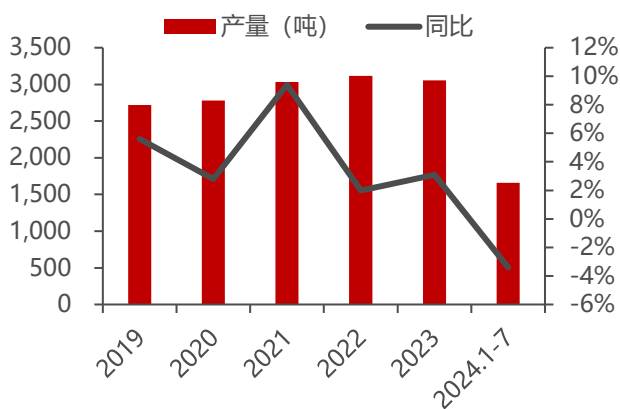
头。3 月份去产能至今，全国每天消减近 4500 吨原奶，合计 15 万头泌乳牛。2024 年 7 月中国奶业发展战略研讨会反馈，2024 年上游产能增长率需达到-5%才能缓解产能过剩，结合乳企调研反馈，我们预计 25 年原奶有望实现供需平衡。

图7：2008.07-2024.07 原奶价格走势图（元/kg）



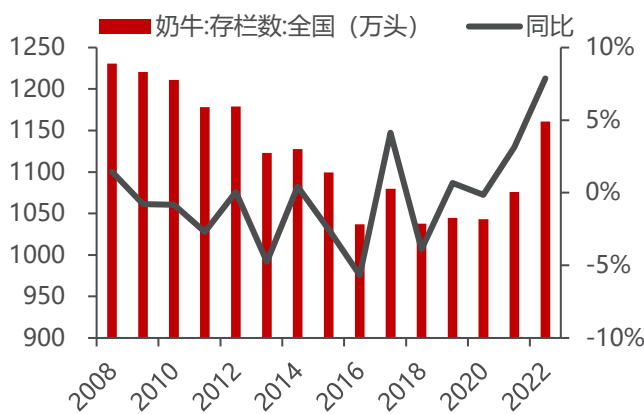
资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：2024年1-7月国内乳制品产量同比-3.4%



资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：2008-2022年全国奶牛存栏量变化



资料来源：ifind，民生证券研究院

2.2 本轮周期乳企盈利能力改善几何？

24H1 乳制品景气度较弱，龙头收入下滑。2024 年上半年以来，受宏观经济和消费力影响，乳制品行业整体需求延续较低景气度。双寡头伊利、蒙牛主动推动渠道调整，上半年收入均承压。24H1 伊利股份/蒙牛乳业收入同比分别-9.5%/-

12.7%，24Q2 伊利股份收入同比-16.5%，降幅扩大，其中液奶收入领降。区域乳企，天润乳业、新乳业表现相对较好，24Q2 收入同比+5.9%/-0.9%。展望下半年，我们预计在中秋国庆双节备货推动下，伊利和蒙牛渠道库存有望恢复良性，整体销售逐步好转。

图10：2024H1 及单季度部分乳企收入表现（亿元）

公司	24Q1	同比变化%	24Q2	同比变化%	24H1	同比变化%
伊利股份	325.8	-2.6	273.4	-16.5	599.1	-9.5
蒙牛乳业	—	—	—	—	447.9	-12.7
新乳业	26.1	3.7	27.5	-0.9	53.6	1.3
天润乳业	6.4	1.5	8	5.9	14.4	3.9
妙可蓝多	9.5	-7.1	9.7	-6.7	19.2	-6.9
燕塘乳业	3.8	-11.6	4.7	-11.4	8.5	-11.4

资料来源：Wind，民生证券研究院

图11：2024H1 及单季度部分乳企归母净利润表现（亿元）

公司	24Q1	同比变化%	24Q2	同比变化%	24H1	同比变化%
伊利股份	59.2	63.8	16.1	-40.2	75.3	19.4
蒙牛乳业	—	—	—	—	24.5	-19
新乳业	0.9	46.9	2.1	17.7	3	25.3
天润乳业	0	-91.7	-0.3	-145.8	-0.3	-122.2
妙可蓝多	0.4	70.6	0.4	712.9	0.8	168.8
燕塘乳业	0.2	-42.9	0.4	-42.7	0.6	-42.8

资料来源：Wind，民生证券研究院

竞争加剧促销费用增加，24H1 销售费用率普遍提升。复盘历史上两次原奶周期，乳企分别于 2010/2013 年提价控费，成本下行期提价效应突出，乳企盈利能力强化持续性强；本轮原奶周期底部，由于奶价较低、需求偏弱，中小乳企原料采购成本低，龙头规模优势不明显；同时，行业买赠促销加剧，乳企普遍增加渠道费用推动去库存，导致销售费用率提升，拖累盈利表现。24H1 伊利股份/蒙牛乳业扣非后净利率同比分别-0.3pcts/-1.3pcts，伊利股份 24Q2 扣非后净利率同比-1.7pcts。受益于奶价下行，2024H1 伊利股份/蒙牛乳业毛利率同比分别+1.6pcts/+1.9pcts；销售费用率分别+1.9pcts/+1.2pcts；毛销差分别-0.2pcts/+0.6pcts。减值方面，24H1 伊利股份资产减值损失/信用减值损失 5.0 亿元/4.5 亿元，较去年同期增加 5.5 亿元；蒙牛乳业 24H1 存货减值和联营公司亏损共 4.9 亿元，较去年同期增加 3.7 亿元。区域乳企中，低温产品为主的企业去库存压力较小，销售费用率提升幅度较低，叠加奶价下行带来成本端改善，盈利表现相对较好。24H1 新乳业毛销差同比+0.8pcts，扣非后净利率同比+1.5pcts；

2024Q 扣非后净利率同比+2.2pcts。

图12：2024H1 及单季度部分乳企费用率表现

公司	24H1销售费用率	同比变动pcts	24Q2销售费用率	同比变动pcts	24H1管理费用率	同比变动pcts	24Q2管理费用率	同比变动pcts
伊利股份	19.41	1.9	20.6	2.5	4.49	0	4	-0.4
蒙牛乳业	28.31	1.2	—	—	4.33	0.1	—	—
新乳业	16.12	0.5	15.2	-0.6	4.85	0.1	4.2	-0.4
天润乳业	5.97	0.6	6.2	1	4.29	0.4	3.8	-0.1
妙可蓝多	22.7	-2.9	23	-4	6.59	-0.3	6.7	-0.2
燕塘乳业	11.42	1.7	10.4	1.1	5.87	0.6	5.5	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院

图13：2024H1 及单季度部分乳企盈利水平表现

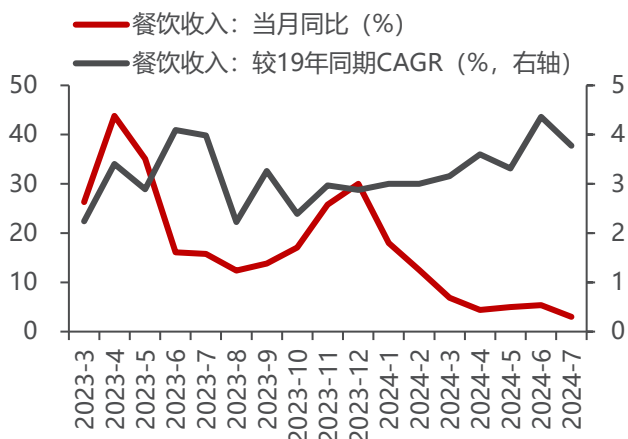
公司	24H1毛利率	同比变动pcts	24Q2毛利率	同比变动pcts	24H1毛销差	同比变动pcts	24Q2毛销差	同比变动pcts
伊利股份	34.8	1.6	33.6	1.1	15.4	-0.2	13	-1.4
蒙牛乳业	40.3	1.9	—	—	12	0.6	—	—
新乳业	29.2	1.3	29.1	0.3	13.1	0.8	13.9	0.9
天润乳业	17.3	-3.3	18	-3	11.3	-3.9	11.8	-4
燕塘乳业	25.9	-1.3	27.3	-1.5	14.5	-3	16.8	-2.6
妙可蓝多	34.6	1.6	36	2.7	11.9	4.5	13	6.7

资料来源：Wind，民生证券研究院

3 调味品：淡季需求偏弱，龙头彰显韧性

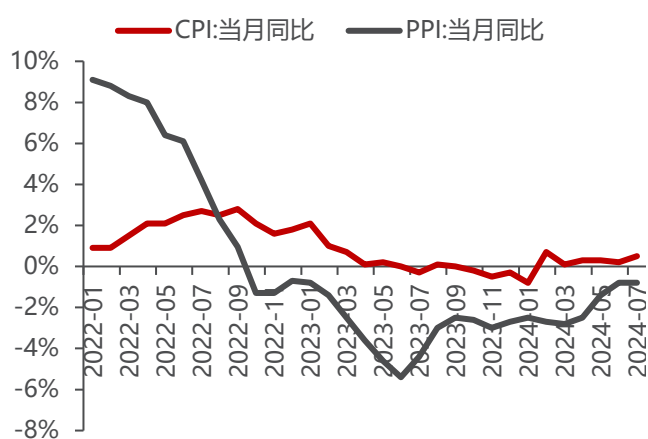
消费需求偏弱，Q2 调味品动销承压，竞争有所加剧。24Q2 消费需求疲软，4 月社零餐饮收入同比+4.4%，5/6 月增速分别为 5.0%/5.4%，7 月同比+3.0%；不考虑基数影响，计算社零餐饮收入较 19 年同期 CAGR，则 4/5 月平稳、6 月小幅提速、7 月增幅环比仍回落。2024 年 4-7 月 CPI 同比+0.3%/0.3%/0.2%/0.5%，增速均转正；PPI 同比-2.5%/-1.4%/-0.8%/-0.8%，6 月起降幅有所收窄。SW 调味品板块 24Q1/24Q2 营业收入增速分别为+8.5%/+2.9%，拆分来看，Q2 为基础调味品销售淡季，行业去库存动销短期承压；复合调味品中火锅底料 Q2 为销售淡季，定制餐调需求相对稳定。24Q2 调味品原料成本延续下行趋势，但行业阶段性竞争加剧下企业加大费投，24Q2 板块毛利率、净利率同比+1.5/-0.2pcts，销售/管理费用率同比+1.5/-0.01pcts。

图14：社零餐饮同比增速及较 19 年同期 CAGR



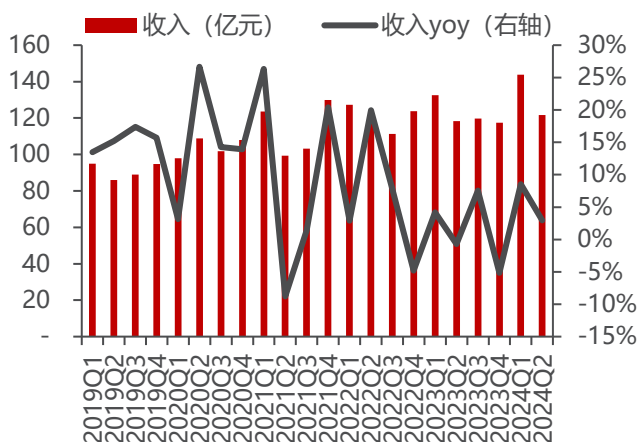
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图15：CPI 及 PPI 同比情况



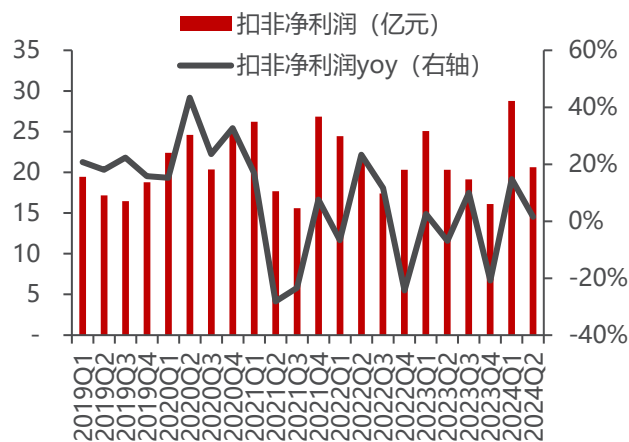
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图16：调味品板块单季度收入及增速

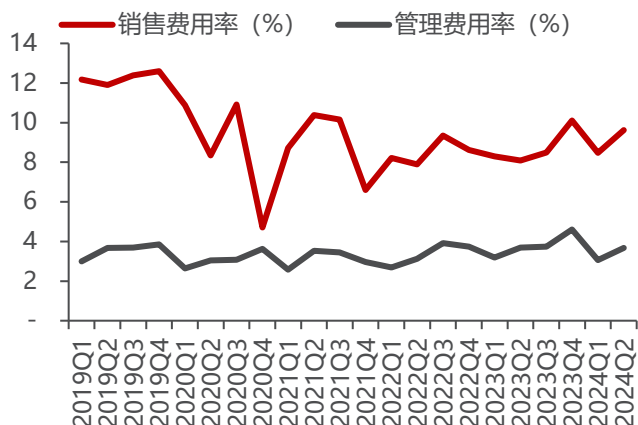


资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 调味品，部分标的可能存在出入）

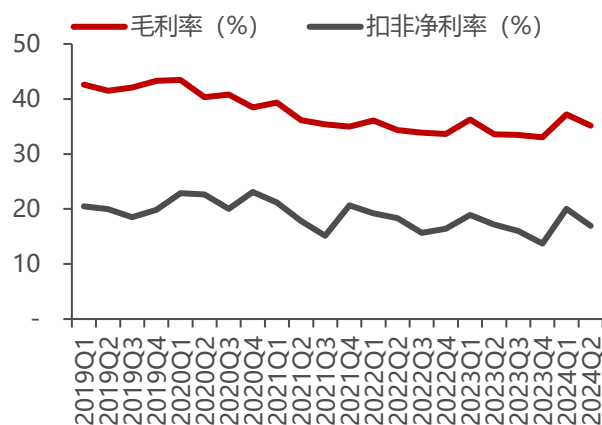
图17：调味品板块单季度扣非净利润及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 调味品，部分标的可能存在出入）

图18: 调味品板块单季度销售、管理费用率


资料来源: iFinD, 民生证券研究院 (注: 板块数据为 SW 调味品, 部分标的可能存在出入)

图19: 调味品板块单季度毛利率、扣非净利率


资料来源: iFinD, 民生证券研究院 (注: 板块数据为 SW 调味品, 部分标的可能存在出入)

收入端: (1) 基础调味品: 需求延续承压, 海天逆势增长。24Q2 海天味业/中炬高新/千禾味业收入增速分别为 8%/-12%/-3%, Q2 社零餐饮增速环比回落, 餐饮端降本增效压力下复调使用比例提升, 叠加 C 端竞争加剧、产品平价, 基调整体延续承压。其中海天味业 Q2 实现逆势增长主因库存控制合理、渠道改革下网点触达率提升, 叠加产品矩阵丰富, 酱油、耗油增速较缓但 Q2 调味酱、其他产品均实现双位数增长。24Q2 安琪酵母/涪陵榨菜/恒顺醋业收入增速分别为 11.3%/-3.4%/3.4%, 酵母受益海外业务扩张及衍生品业务增量环比提速, 国内需求环比改善主要系小包装产品等贡献; 榨菜、醋需求仍有压力。

(2) 复合调味品: 定制餐调需求稳健, C 端淡季需求承压。24Q2 为火锅底料淡季, 行业需求偏弱, 24Q2 天味食品收入增速为-6.8%, 但并购业务食萃实现双位数增长带动 Q2 线上收入同比+57.4%; 定制餐调稳定合作下游客户, 24Q2 宝立食品/日辰股份收入增速分别为 10.3%/15.6%。

表5: 调味品企业收入 (亿元) 及增速 (%)

证券名称	中报表现		单季度收入增速				
	2024H1 收入	2024H1 增速	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
海天味业	141.56	9.18%	-5.34%	2.20%	-9.30%	10.21%	7.98%
安琪酵母	71.75	6.87%	8.45%	1.62%	1.76%	2.53%	11.31%
中炬高新	26.18	-1.35%	-1.36%	-0.38%	-14.37%	8.64%	-11.96%
千禾味业	15.89	3.78%	33.76%	48.45%	-0.82%	9.28%	-2.53%
涪陵榨菜	13.06	-2.32%	-21.35%	-1.50%	-0.84%	-1.53%	-3.37%
天味食品	14.68	2.95%	12.71%	16.39%	16.95%	11.34%	-6.80%
恒顺醋业	10.04	-11.83%	-13.88%	0.03%	2.44%	-24.89%	3.36%
宝立食品	12.73	12.89%	20.94%	11.80%	8.61%	15.72%	10.29%
仲景食品	5.38	16.98%	8.64%	15.44%	14.37%	22.78%	11.51%

日辰股份	1.87	15.16%	17.71%	16.86%	24.11%	14.73%	15.58%
安记食品	2.85	-4.61%	19.32%	15.31%	-7.45%	-3.48%	-5.68%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院

毛利率: 成本回落但受产品定价、促销折扣、规模扰动影响, 毛利表现分化。

成本端来看, 调味品主要原料、包材等成本 Q2 均有不同程度回落, 其中从成本结构中占比较高的大豆、白糖、包材等原料价格 4-8 月同比持续回落。基础调味品中, 受益于原料成本下行, 24Q2 海天味业/中炬高新/安琪酵母毛利率分别为 36.3%/36.2%/23.9%, 同比+1.6/+3.6/+0.3pcts; 干禾味业由于公司调整产品价格带、打折促销力度加大、频次增多, 24Q2 毛利率同比-2.3pcts; 恒顺醋业搭赠政策影响下 Q2 毛利率同比-4.0pcts。复合调味品中, 24Q2 天味食品实现毛利率 33.3%, 同比+2.2pcts, 主要系原料价格下行、产品结构优化; 日辰股份实现毛利率 38.1%, 同比-2.5pcts, 主要系下游客户承压部分挤压上游利润、新品定价相对谨慎; 宝立食品实现毛利率 32.1%, 同比-2.4pcts, 主要系产品结构影响及 C 端促销搭赠增加。

图20: 调味品主要原材料价格下行

	黄豆	脱脂大豆 (豆粕)	白糖	小麦	盐	辣椒	玻璃瓶	PET (塑料瓶)	纸箱
	同比增速								
2022-01	4.80%	-5.49%	6.22%	12.23%	1.16%	-39.44%	17.28%	39.08%	8.23%
2022-02	2.96%	11.98%	5.26%	12.36%	1.56%	-22.10%	6.41%	27.47%	3.50%
2022-03	2.10%	43.27%	5.43%	24.37%	2.19%	47.38%	-3.21%	13.52%	-0.05%
2022-04	7.03%	30.29%	6.02%	25.96%	3.16%	77.11%	-9.63%	19.08%	4.42%
2022-05	11.38%	18.18%	4.27%	25.91%	3.71%	26.79%	-31.37%	27.96%	-2.27%
2022-06	15.93%	20.98%	5.80%	22.70%	4.23%	18.10%	-36.61%	39.13%	-4.18%
2022-07	12.34%	14.36%	3.77%	20.58%	4.24%	48.05%	-48.44%	25.06%	-5.31%
2022-08	12.62%	17.74%	2.52%	19.33%	4.55%	25.03%	-43.73%	23.10%	-10.03%
2022-09	11.13%	29.23%	1.76%	18.59%	4.38%	37.80%	-39.97%	23.24%	-10.57%
2022-10	7.24%	45.80%	1.47%	18.59%	4.15%	16.38%	-32.35%	0.58%	-18.01%
2022-11	3.68%	57.78%	-0.93%	14.81%	3.45%	-29.74%	-19.54%	-7.18%	-19.12%
2022-12	1.59%	37.11%	-0.19%	13.50%	2.78%	-33.95%	-13.97%	-5.38%	-16.16%
2023-01	-1.61%	27.69%	0.61%	12.06%	1.57%	0.32%	-18.30%	-10.05%	-16.54%
2023-02	-2.79%	6.65%	3.03%	10.12%	1.12%	-12.78%	-24.33%	-7.04%	-17.46%
2023-03	-4.56%	-17.19%	5.31%	-3.83%	0.38%	-25.20%	-20.29%	-10.88%	-23.76%
2023-04	-9.83%	-6.50%	11.45%	-9.95%	0.02%	-36.48%	-13.31%	-6.97%	-23.61%
2023-05	-15.96%	-0.65%	18.13%	-14.89%	0.15%	-0.43%	-9.75%	-14.77%	-22.43%
2023-06	-17.96%	-8.33%	20.52%	-10.99%	0.21%	10.54%	-9.76%	-22.74%	-22.26%
2023-07	-11.25%	4.35%	22.16%	-9.27%	0.71%	-16.82%	9.56%	-19.64%	-21.90%
2023-08	-11.02%	9.72%	24.13%	-6.21%	1.06%	-11.71%	9.64%	-18.34%	-21.03%
2023-09	-11.14%	-3.21%	30.14%	-2.78%	1.78%	-21.77%	15.79%	-15.46%	-17.81%
2023-10	-15.41%	-19.54%	28.52%	-3.96%	2.13%	-18.80%	11.96%	-9.85%	-14.14%
2023-11	-14.66%	-22.95%	26.45%	-6.81%	2.42%	-8.18%	23.20%	-2.21%	-16.05%
2023-12	-13.89%	-17.71%	20.03%	-8.71%	1.78%	22.17%	22.81%	-1.86%	-12.62%
2024-01	-15.33%	-22.33%	16.28%	-12.53%	1.99%	-7.77%	5.88%	-0.43%	-10.79%
2024-02	-17.16%	-25.84%	14.83%	-12.17%	1.98%	9.23%	13.94%	-3.82%	-10.12%
2024-03	-14.31%	-15.14%	10.14%	-9.08%	2.09%	-20.24%	-1.24%	-3.48%	-1.87%
2024-04	-10.79%	-19.40%	3.42%	-5.99%	2.18%	-8.37%	-13.20%	-6.56%	-5.95%
2024-05	-6.99%	-17.67%	-3.66%	-5.37%	2.13%	-13.70%	0.91%	-4.29%	-9.85%
2024-06	-9.21%	-14.15%	-7.16%	-9.76%	2.20%	-15.71%	4.51%	-1.37%	-7.06%
2024-07	-13.16%	-27.24%	-7.95%	-10.64%	1.87%	4.99%	-12.30%	-0.83%	-6.78%
2024-08	-14.94%	-37.11%	-9.49%	-14.11%	1.39%	20.32%	-19.21%	-2.69%	-5.33%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院 (注: 数据截至 2024 年 9 月 7 日)

表6：调味品企业毛利率情况

证券名称	毛利率					同比变动 (pcts)				
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
海天味业	34.73%	34.54%	32.34%	37.31%	36.33%	-0.14	-0.75	-1.71	0.38	1.60
安琪酵母	23.65%	24.97%	23.02%	24.66%	23.92%	-3.10	3.03	-0.91	-0.74	0.28
中炬高新	32.53%	33.86%	33.14%	36.98%	36.17%	0.85	2.71	1.49	5.57	3.64
千禾味业	37.43%	36.87%	35.40%	35.96%	35.16%	1.71	3.33	-4.36	-3.07	-2.28
涪陵榨菜	48.80%	45.69%	50.65%	52.11%	49.18%	-8.87	-7.71	3.35	-4.17	0.38
天味食品	31.13%	38.06%	40.30%	44.05%	33.33%	-3.38	5.40	6.32	3.44	2.19
恒顺醋业	36.46%	26.14%	33.63%	41.38%	32.46%	3.25	-7.77	1.62	6.29	-4.00
宝立食品	34.47%	32.34%	30.95%	32.04%	32.10%	-0.54	-2.22	-4.40	-3.05	-2.38
仲景食品	41.12%	43.16%	41.63%	44.50%	42.99%	3.65	5.64	6.98	4.41	1.88
日辰股份	40.55%	38.42%	37.62%	38.28%	38.05%	1.48	-2.27	-0.46	-0.43	-2.49
安记食品	15.87%	13.91%	20.60%	15.80%	13.38%	-0.40	-1.28	4.83	-2.01	-2.48

资料来源：iFinD，民生证券研究院

费用端：短期竞争加剧，费投有所增加。基础调味品方面，24Q2 海天味业/中炬高新/千禾味业销售费用率同比分别+1.0/+6.4/+2.5pcts，行业竞争加剧背景下各公司加大广宣及终端费投力度，销售费用率同比均有提升；24Q2 安琪酵母/涪陵榨菜/恒顺醋业销售费用率同比分别+0.6/+2.7/+0.1pcts，其中涪陵榨菜主要系去年同期费用基数偏低，安琪酵母、恒顺醋业相对稳定。复合调味品方面，24Q2 天味食品/宝立食品/日辰股份销售费用率同比分别-0.7/+0.3/-1.2pcts，其中天味食品短期收缩费用，日辰股份 Q2 减少 C 端费投。

表7：调味品企业销售、管理费用率情况

证券名称	销售费用率					同比变动 (pcts)				
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
海天味业	5.57%	5.59%	4.90%	5.50%	6.60%	0.89	-0.28	-0.68	0.27	1.03
安琪酵母	4.93%	5.69%	4.98%	4.84%	5.49%	-0.57	-0.25	0.12	-0.37	0.56
中炬高新	8.40%	8.12%	10.66%	7.73%	14.83%	0.90	-1.01	0.73	-0.85	6.43
千禾味业	13.48%	11.95%	11.93%	11.82%	15.96%	-0.08	-2.17	-0.53	0.12	2.48
涪陵榨菜	9.35%	11.73%	13.21%	12.21%	12.09%	-1.44	-11.08	9.05	-5.63	2.74
天味食品	11.42%	15.59%	18.47%	17.02%	10.70%	-6.60	2.95	4.03	2.18	-0.72
恒顺醋业	16.24%	12.77%	35.77%	17.02%	16.32%	0.68	-4.51	14.63	4.61	0.07
宝立食品	14.81%	12.21%	15.69%	14.85%	15.06%	-1.91	-2.01	-0.09	-1.24	0.25
仲景食品	14.73%	15.65%	17.07%	16.78%	15.28%	-0.50	3.34	2.63	4.77	0.55
日辰股份	8.17%	5.97%	9.93%	8.11%	6.96%	0.65	-0.79	0.09	0.49	-1.21
安记食品	4.24%	3.31%	7.27%	4.38%	5.06%	-1.34	-1.50	1.04	-0.30	0.82

证券名称	管理费用率					同比变动 (pcts)				
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
海天味业	1.98%	2.38%	2.69%	1.61%	2.13%	0.36	0.13	0.91	0.00	0.15

安琪酵母	3.46%	3.93%	3.00%	3.69%	3.13%	0.22	0.07	0.89	0.43	-0.33
中炬高新	6.27%	5.90%	11.16%	6.36%	7.75%	0.54	-2.30	5.83	-0.04	1.48
千禾味业	4.17%	4.52%	3.31%	2.67%	3.37%	0.98	1.75	0.43	-0.91	-0.80
涪陵榨菜	3.39%	3.26%	4.85%	2.57%	3.95%	0.37	0.41	0.00	-0.60	0.56
天味食品	8.24%	5.92%	5.55%	5.07%	6.85%	2.50	-0.33	-1.06	-0.83	-1.39
恒顺醋业	4.35%	5.04%	6.13%	6.15%	4.50%	0.02	-0.50	-0.68	1.68	0.16
宝立食品	3.87%	2.43%	2.45%	2.37%	2.49%	1.27	-0.30	-1.20	-0.14	-1.38
仲景食品	4.63%	4.39%	6.36%	4.37%	4.48%	-1.16	-0.19	0.94	-0.33	-0.15
日辰股份	9.36%	8.23%	6.54%	9.92%	7.84%	-1.79	-1.70	-3.54	-1.68	-1.53
安记食品	3.21%	2.88%	3.78%	3.24%	3.09%	0.00	-0.39	-0.06	0.05	-0.12

资料来源: iFinD, 民生证券研究院

利润端: 24Q2 盈利承压, 龙头韧性较强。 (1) 基础调味品: 24Q2 成本下滑但抵消费投后, 除海天味业盈利能力有所提升, 其他基调企业扣非净利率均同比下滑, 主要系需求偏弱、竞争加剧, 调味品企业为稳住市场份额, 买赠促销费投等加大, 同时收入增速放缓规模效应减弱, 导致盈利承压。24Q2 海天味业/中炬高新/千禾味业扣非净利率同比+0.5/-2.7/-2.0pcts, 安琪酵母/涪陵榨菜/恒顺醋业扣非净利率同比-0.3/-2.9/-2.3pcts。(2) 复合调味品: 产品及客户结构差异下, 利润表现有所分化, 其中 C 端占比较高的天味食品受益成本改善带动 24Q2 扣非净利率同比+1.2pcts; B 端占比较高的宝立食品/日辰股份受下游客户降本需求影响毛利均有承压, 宝立食品在毛利拖累下 24Q2 扣非净利率同比-2.1pcts, 日辰股份收缩费投有所对冲。

表8: 调味品企业归母净利率、扣非净利率情况

证券名称	归母净利率					同比变动 (pcts)				
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
海天味业	23.07%	21.68%	21.97%	24.94%	23.74%	-1.67	-1.22	-1.53	0.37	0.67
安琪酵母	9.54%	8.27%	9.13%	9.16%	10.08%	-2.08	0.34	-1.86	-1.22	0.54
中炬高新	转亏	13.12%	扭亏	16.10%	9.77%	转亏	5.02	扭亏	5.15	扭亏
千禾味业	15.64%	16.30%	16.37%	17.32%	13.77%	3.69	3.59	-1.37	-0.42	-1.87
涪陵榨菜	36.26%	30.72%	33.57%	36.29%	31.68%	-4.94	1.84	-6.69	1.91	-4.58
天味食品	12.06%	13.93%	14.90%	20.63%	11.53%	0.83	2.68	2.44	3.89	-0.53
恒顺醋业	9.62%	2.95%	-10.95%	11.99%	7.07%	1.33	-2.38	-7.36	0.10	-2.55
宝立食品	15.21%	11.90%	9.85%	9.74%	7.35%	4.76	1.14	-1.18	-4.41	-7.87
仲景食品	21.32%	18.35%	12.45%	18.56%	18.71%	0.06	1.87	2.03	1.05	-2.61
日辰股份	15.88%	17.24%	15.86%	14.06%	16.54%	-1.11	-0.82	3.15	0.74	0.66
安记食品	4.79%	4.14%	1.78%	4.79%	1.37%	-0.61	0.33	3.28	-4.37	-3.42

证券名称	扣非净利率					同比变动 (pcts)				
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
海天味业	22.21%	20.78%	21.03%	24.18%	22.67%	-1.54	-0.86	-1.51	0.67	0.46
安琪酵母	8.46%	6.75%	7.51%	8.46%	8.16%	-2.35	-0.58	-0.44	-1.26	-0.30
中炬高新	11.80%	12.82%	5.16%	15.94%	9.07%	0.59	5.04	-5.89	5.37	-2.74

千禾味业	15.58%	16.29%	16.44%	16.95%	13.63%	4.15	3.76	-1.24	-0.74	-1.95
涪陵榨菜	32.65%	27.88%	30.62%	34.57%	29.78%	-6.09	2.51	-5.29	2.54	-2.87
天味食品	9.02%	12.75%	13.44%	17.22%	10.26%	0.69	2.70	3.88	1.69	1.24
恒顺醋业	8.96%	2.77%	-11.76%	9.86%	6.63%	1.37	-1.85	-8.01	-1.66	-2.34
宝立食品	9.33%	11.06%	6.24%	8.39%	7.21%	0.86	0.42	-3.15	-2.05	-2.12
仲景食品	19.08%	17.28%	12.51%	18.17%	18.09%	6.40	2.68	3.80	0.86	-1.00
日辰股份	14.80%	16.25%	14.64%	13.22%	15.99%	2.83	-0.17	3.55	1.04	1.18
安记食品	6.13%	5.41%	6.74%	6.46%	2.64%	1.01	0.75	4.83	0.12	-3.50

资料来源: iFinD, 民生证券研究院

表9: 调味品企业利润 (亿元) 及增速 (%)

证券名称	归母净利润						
	中报表现		单季度归母净利润增速				
	2024H1 归母	2024H1 增速	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
海天味业	34.53	11.52%	-11.74%	-3.24%	-15.20%	11.85%	11.12%
安琪酵母	6.91	3.36%	-10.97%	5.98%	-15.48%	-9.48%	17.65%
中炬高新	3.50	124.24%	-1129.44%	61.35%	393.72%	59.70%	106.95%
千禾味业	2.51	-2.38%	75.12%	90.43%	-8.47%	6.66%	-14.16%
涪陵榨菜	4.48	-4.74%	-30.77%	4.78%	-17.32%	3.93%	-15.58%
天味食品	2.47	18.79%	21.03%	44.06%	39.90%	37.20%	-10.90%
恒顺醋业	0.94	-24.16%	-0.03%	-44.61%	-212.02%	-24.23%	-24.06%
宝立食品	1.08	-34.60%	75.95%	23.68%	-2.98%	-20.36%	-46.75%
仲景食品	1.00	11.93%	8.93%	28.51%	36.62%	30.12%	-2.16%
日辰股份	0.29	20.68%	9.99%	11.57%	54.90%	21.06%	20.37%
安记食品	0.09	-57.87%	5.87%	25.30%	210.19%	-49.48%	-73.09%

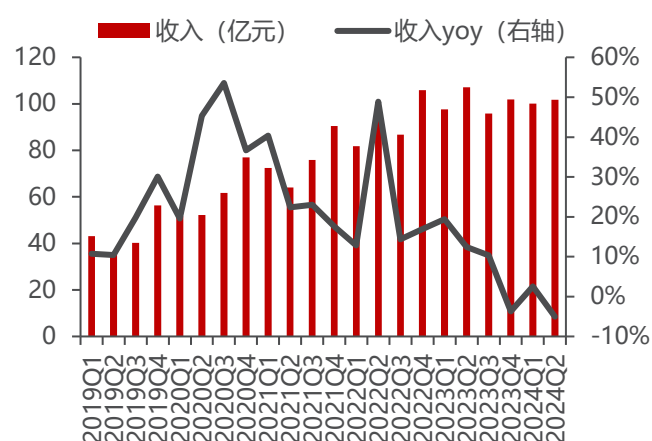
证券名称	扣非净利润						
	中报表现		单季度扣非净利润增速				
	2024H1 扣非	2024H1 增速	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
海天味业	33.25	11.95%	-11.49%	-1.87%	-15.39%	13.34%	10.24%
安琪酵母	5.96	-2.47%	-15.10%	-6.41%	-3.84%	-10.80%	7.32%
中炬高新	3.39	14.53%	3.79%	64.10%	-60.02%	63.91%	-32.37%
千禾味业	2.46	-3.73%	82.38%	93.03%	-7.76%	4.69%	-14.73%
涪陵榨菜	4.25	-1.62%	-33.71%	8.26%	-15.44%	6.29%	-11.85%
天味食品	2.10	17.68%	22.04%	47.64%	64.39%	23.47%	6.07%
恒顺醋业	0.81	-30.85%	1.62%	-40.04%	-221.28%	-35.71%	-23.57%
宝立食品	0.99	-10.87%	33.19%	16.22%	-27.84%	-7.04%	-14.79%
仲景食品	0.98	16.37%	63.48%	36.65%	64.37%	28.86%	5.68%
日辰股份	0.27	24.70%	45.55%	15.68%	63.85%	24.55%	24.82%
安记食品	0.13	-30.85%	42.85%	33.74%	225.56%	-1.65%	-59.46%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院

4 食品加工：B 端需求疲软，C 端竞争加剧

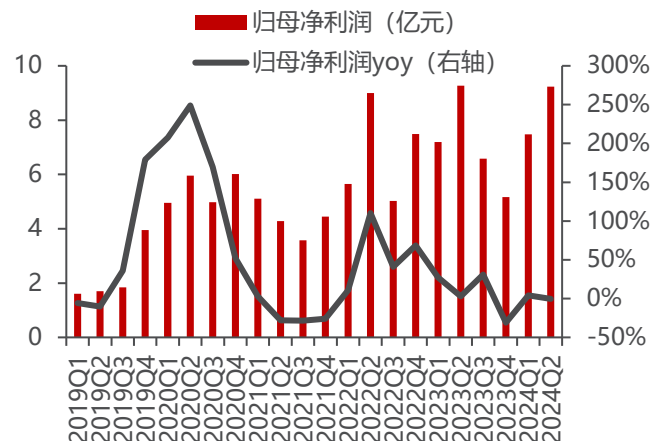
餐饮需求承压，板块 Q2 收入/业绩增速边际放缓，费投有所增加。24Q1/Q2 SW 预加工食品板块收入增速分别为+2.5%/-5.0%，24Q1/Q2 归母净利润增速分别为+4.0%/-0.4%，增速边际均出现进一步放缓，后续恢复仍待下游需求回暖。盈利方面，24Q1/24Q2 SW 预加工食品板块销售费用率同比持平/+0.2pcts，24Q1/24Q2 管理费用率同比+0.3/+0.7pcts，行业需求偏弱的背景下，企业之间竞争有所加剧，行业促销活动增加；受益部分肉类、鸡蛋、油脂等原料价格下行，24Q2 板块毛利率同比+1.5pcts，带动 Q2 归母净利率同比+0.4pcts。

图21：预加工食品板块单季度收入及增速



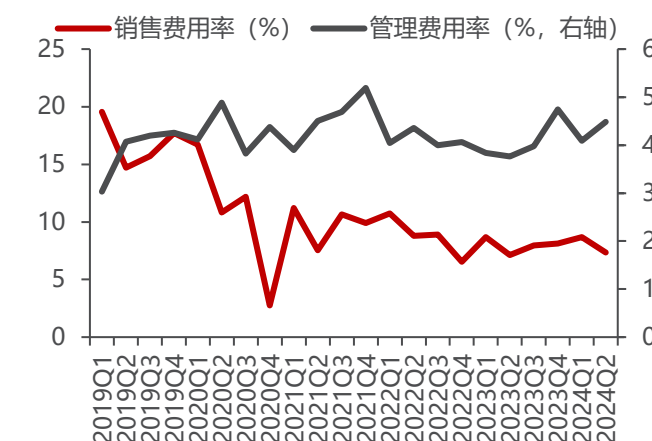
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 预加工食品，部分标的可能存在出入）

图22：预加工食品板块单季度归母净利润及增速



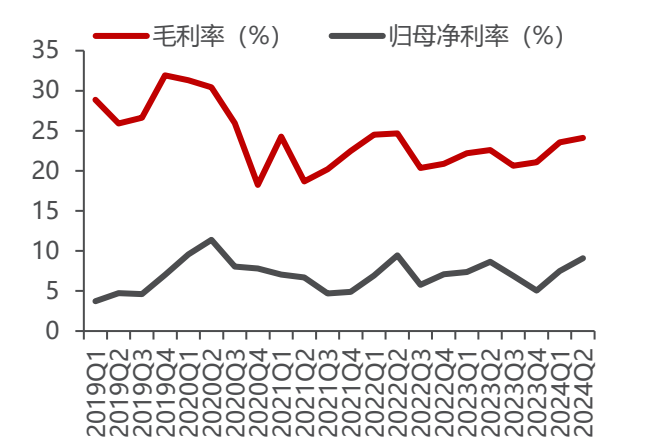
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 预加工食品，部分标的可能存在出入）

图23：预加工食品板块单季度销售、管理费用率



资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 预加工食品，部分标的可能存在出入）

图24：预加工食品板块单季度毛利率、归母净利率



资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 预加工食品，部分标的可能存在出入）

收入端：下游需求承压，淡季表现疲软。(1) B 端：24 年以来餐饮相对疲软，一二线城市餐饮受影响更为明显，根据北京市统计局数据，2024H1 北京市限额以上餐饮企业营收同比-2.9%，利润总额同比-88.8%。大 B 客户降本增效需求提升、竞争趋紧，24Q2 压力延续，24Q2 安井食品/立高食品/干味央厨收入增速分别为 2.3%/2.8%/1.7%，立高布局烘焙食品原料，稀奶油新品 Q2 高增。**(2) C 端：**传统米面类产品进入门槛较低、品类成熟增速放缓，二季度竞争压力延续，24Q2 三全食品收入同比-4.7%；巴比食品 24Q2 收入同比-1.9%，单店同比仍有缺口，主要系终端需求偏弱、供给端竞争压力仍在。

表10：食品加工企业收入（亿元）及增速（%）

证券名称	中报表现		单季度收入增速				
	2024H1 收入	2024H1 增速	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
安井食品	75.44	9.42%	26.14%	17.21%	-6.27%	17.67%	2.31%
三全食品	36.65	-4.91%	0.26%	3.03%	-21.83%	-5.01%	-4.74%
立高食品	17.81	8.88%	21.26%	30.07%	6.67%	15.31%	2.80%
巴比食品	7.64	3.56%	11.14%	8.13%	4.58%	10.74%	-1.93%
干味央厨	8.92	4.87%	40.36%	25.04%	25.02%	8.04%	1.65%
味知香	3.27	-21.53%	11.94%	-11.89%	-5.67%	-17.92%	-24.94%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

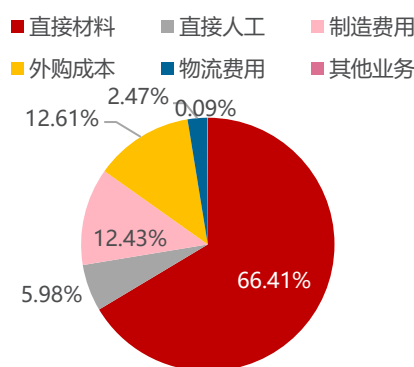
毛利率：产品结构差异影响毛利，企业表现分化。成本端，24Q2 鸡大胸、小麦粉、鸡蛋等原料价格同比回落，白鲢鱼、猪肉、肥膘等价格有所回升，受益于成本回落，24Q2 安井食品/干味央厨毛利率同比+1.4/+2.4pcts。24Q2 三全食品毛利率-1.8pcts，主因水饺汤圆等占比下降、促销力度增加、大盘下滑固定成本摊薄有限；立高食品在奶油相关原料价格上行、产品结构变动影响下，24Q2 毛利同比-1.1pcts；巴比食品受猪肉价格上涨、东莞工厂产能投放折旧同比增加影响，Q2 毛利率同比-0.3pcts。

图25：食品加工企业主要原材料成本情况

	白鲢鱼：	猪肉：	鸡大胸：	小麦粉：	肥膘：	鸡蛋：	食糖
	批发价	平均批发价	批发价	平均批发价	大宗价	大宗价	
同比增速							
2022-01	21.84%	-52.67%	-8.44%	-	-57.45%	-4.67%	6.21%
2022-02	15.89%	-53.50%	-12.51%	-	-53.85%	-1.98%	5.29%
2022-03	10.73%	-51.28%	-11.57%	-	-59.09%	11.86%	5.45%
2022-04	0.90%	-42.12%	-4.69%	-	-59.09%	23.38%	6.01%
2022-05	-6.82%	-24.79%	-7.18%	-	-55.56%	10.80%	3.94%
2022-06	-12.72%	-7.27%	-1.18%	-	-33.33%	5.26%	5.40%
2022-07	-18.34%	31.01%	4.36%	-	22.73%	-1.09%	3.45%
2022-08	-20.74%	36.01%	2.18%	6.51%	30.30%	-3.34%	2.29%
2022-09	-16.69%	54.94%	4.58%	1.29%	21.82%	6.81%	1.54%
2022-10	-18.27%	73.55%	12.94%	8.94%	74.42%	30.19%	1.26%
2022-11	-17.63%	41.21%	15.84%	7.13%	66.67%	10.92%	-1.03%
2022-12	-12.09%	22.02%	8.33%	4.43%	8.33%	8.53%	-0.33%
2023-01	-9.31%	7.54%	4.06%	7.34%	-20.83%	11.27%	0.45%
2023-02	-9.62%	5.02%	12.21%	11.26%	-16.67%	14.20%	2.73%
2023-03	-9.38%	12.79%	14.19%	9.38%	0.00%	16.27%	4.96%
2023-04	-12.85%	5.26%	10.24%	5.45%	0.00%	-2.29%	10.77%
2023-05	-10.42%	-6.23%	6.17%	3.02%	0.00%	-6.95%	17.69%
2023-06	-8.20%	-11.50%	-1.27%	4.51%	-8.89%	-4.91%	19.95%
2023-07	-7.18%	-34.40%	-5.50%	3.74%	-46.30%	1.18%	21.48%
2023-08	-5.28%	-22.92%	-3.61%	3.64%	-47.67%	8.94%	23.43%
2023-09	-3.36%	-27.58%	-5.43%	4.55%	-35.82%	2.30%	29.10%
2023-10	-0.67%	-38.11%	-13.17%	-1.75%	-46.67%	-23.83%	27.62%
2023-11	-1.84%	-39.92%	-19.59%	-1.12%	-43.33%	-22.29%	25.62%
2023-12	-4.98%	-31.05%	-18.38%	1.36%	-31.54%	-12.35%	19.42%
2024-01	-5.00%	-15.68%	-12.42%	-1.35%	-5.26%	-16.67%	15.90%
2024-02	-2.96%	2.70%	-16.22%	-1.80%	2.86%	-14.70%	14.48%
2024-03	4.78%	-2.00%	-17.61%	-1.55%	0.00%	-26.52%	9.93%
2024-04	11.54%	5.09%	-19.95%	-3.48%	4.17%	-28.55%	3.59%
2024-05	10.94%	7.68%	-17.55%	-3.57%	5.56%	-13.64%	-3.14%
2024-06	9.74%	27.20%	-16.94%	-4.50%	25.00%	-7.64%	-6.53%
2024-07	12.24%	29.65%	-15.37%	-3.72%	41.38%	-1.19%	-7.23%
2024-08	10.36%	17.35%	-16.71%	-4.89%	33.33%	-11.50%	-9.00%

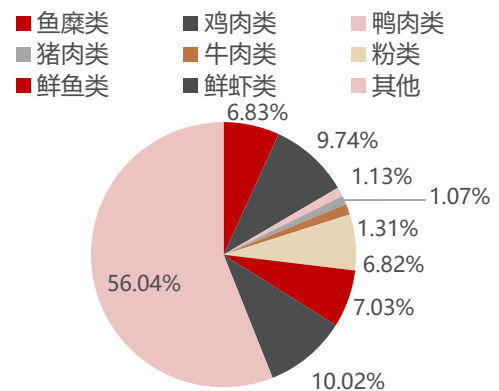
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：数据截至2024年9月7日）

图26：安井食品成本结构



资料来源：安井食品公司公告，民生证券研究院

图27：安井食品主要原材料采购额占比



资料来源：安井食品公司公告，民生证券研究院（注：上述占比为当年原材料采购额/直接材料计算得出，上述构成为估计数）

表11：食品加工企业毛利率情况

证券名称	毛利率					同比变动 (pcts)				
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
安井食品	19.86%	21.97%	26.34%	26.55%	21.29%	-0.13	2.37	2.57	1.85	1.44
三全食品	26.67%	24.56%	22.76%	26.60%	24.87%	-1.39	-0.67	-4.05	-1.68	-1.80
立高食品	33.70%	31.89%	28.19%	32.59%	32.61%	4.34	-0.21	-4.26	0.56	-1.09
巴比食品	26.71%	26.93%	26.98%	25.92%	26.38%	-2.78	0.69	-0.86	1.72	-0.32
千味央厨	22.52%	22.41%	25.46%	25.45%	24.95%	0.15	-0.70	0.46	1.49	2.43
味知香	26.04%	26.25%	27.15%	25.00%	24.70%	2.03	2.39	3.43	-1.21	-1.33

资料来源：iFinD，民生证券研究院

费用端：Q2 干味央厨、三全食品加大费投，安井食品、立高食品相对稳定。

市场竞争加剧下行业内部分企业为抢占市场份额，费用投放力度普遍所加强。干味央厨增加销售及市场的人员数量，加大市场部、行销部人员建设力度，加大对战略产品的推广力度，24H1/24Q2 销售费用率分别同比+0.5/+0.5pcts；三全食品受到上半年相对严峻的竞争形势影响，渠道及市场费用投入增加，24H1/24Q2 销售费用率分别同比+0.9/+3.0pcts。安井食品/立高食品费用投放相对稳定。

表12：食品加工企业销售、管理费用率情况

证券名称	销售费用率					同比变动 (pcts)				
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
安井食品	11.42%	15.59%	18.47%	17.02%	10.70%	-6.60	2.95	4.03	2.18	-0.72
三全食品	16.24%	12.77%	35.77%	17.02%	16.32%	0.68	-4.51	14.63	4.61	0.07
立高食品	14.81%	12.21%	15.69%	14.85%	15.06%	-1.91	-2.01	-0.09	-1.24	0.25
巴比食品	14.73%	15.65%	17.07%	16.78%	15.28%	-0.50	3.34	2.63	4.77	0.55
千味央厨	8.17%	5.97%	9.93%	8.11%	6.96%	0.65	-0.79	0.09	0.49	-1.21
味知香	10.67%	7.53%	8.65%	9.34%	10.31%	2.46	-0.09	-1.71	1.20	-0.36

证券名称	管理费用率					同比变动 (pcts)				
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
安井食品	2.16%	2.14%	3.77%	3.12%	3.27%	-1.81	-0.18	1.60	0.30	1.11
三全食品	3.78%	2.90%	0.75%	1.87%	3.79%	-0.52	0.02	-2.07	-0.18	0.01
立高食品	7.77%	7.88%	14.90%	6.57%	7.47%	-0.55	-0.51	6.41	-0.73	-0.30
巴比食品	7.78%	6.64%	5.74%	7.62%	6.77%	0.44	-0.38	-1.54	-2.02	-1.01
千味央厨	8.82%	8.07%	8.92%	8.35%	10.47%	-1.92	-0.74	-0.40	0.53	1.65
味知香	3.47%	6.15%	7.63%	7.53%	6.50%	0.01	2.57	2.77	2.94	3.03

资料来源：iFinD，民生证券研究院

利润端：盈利承压，龙头相对韧性。24Q2 安井食品/三全食品/味知香扣非净利率同比-0.1/-4.5/-3.6pcts，立高食品/巴比食品/干味央厨扣非净利率同比+0.04/+1.1/+0.3pcts，三全食品、味知香 Q2 盈利能力承压，其中三全食品毛利、

费用双重承压，叠加 Q2 计提减值准备拖累盈利；味知香上半年加大让利促销，同时刚性费用摊薄效应有所下降。巴比食品 24Q2 扣非净利率同比+1.1pcts，主要系开店同比放缓下门店装修补贴等费用收窄。

表13：食品加工企业归母净利率、扣非净利率情况

证券名称	归母净利率					同比变动 (pcts)				
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
安井食品	10.09%	11.45%	9.44%	11.68%	9.61%	1.60	3.25	-0.78	0.34	-0.48
三全食品	10.63%	7.40%	12.01%	10.19%	7.32%	-0.89	1.15	-1.10	-1.58	-3.30
立高食品	6.93%	5.31%	-9.32%	8.38%	6.76%	2.55	1.17	-14.35	2.10	-0.17
巴比食品	9.80%	16.19%	13.30%	11.20%	17.54%	-21.18	12.34	-7.53	-1.64	7.74
千味央厨	6.07%	8.04%	6.98%	7.46%	5.77%	0.40	1.77	-0.05	0.40	-0.30
味知香	18.19%	16.10%	15.65%	11.39%	14.51%	0.10	-1.36	-1.50	-6.23	-3.68

证券名称	扣非净利率					同比变动 (pcts)				
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
安井食品	9.44%	9.82%	8.97%	11.18%	9.30%	2.53	2.04	-0.80	0.36	-0.14
三全食品	9.51%	6.57%	9.85%	8.76%	5.05%	1.37	0.97	-2.68	-1.39	-4.45
立高食品	6.56%	4.47%	-2.61%	7.40%	6.61%	2.61	0.67	-8.32	1.32	0.04
巴比食品	11.17%	12.36%	12.55%	10.66%	12.24%	-3.26	1.56	1.54	4.35	1.06
千味央厨	5.51%	6.22%	7.06%	7.27%	5.84%	-0.06	-0.02	0.08	0.38	0.33
味知香	17.67%	15.65%	14.90%	11.23%	14.09%	1.57	-0.95	-0.24	-5.96	-3.57

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表14：食品加工企业利润（亿元）及增速（%）

证券名称	归母净利润						
	中报表现		单季度归母净利润增速				
	2024H1 归母	2024H1 增速	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
安井食品	8.03	9.17%	50.00%	63.75%	-13.41%	21.24%	-2.51%
三全食品	3.33	-23.75%	-7.45%	22.05%	-28.37%	-17.76%	-34.36%
立高食品	1.35	25.03%	92.04%	66.94%	-297.22%	53.96%	0.30%
巴比食品	1.11	36.04%	-64.85%	354.55%	-33.21%	-3.43%	75.60%
千味央厨	0.59	6.14%	50.29%	60.35%	24.12%	14.16%	-3.36%
味知香	0.42	-43.37%	12.59%	-18.76%	-13.91%	-46.94%	-40.12%

证券名称	扣非净利润						
	中报表现		单季度扣非净利润增速				
	2024H1 扣非	2024H1 增速	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
安井食品	7.72	11.11%	72.42%	47.95%	-13.93%	21.56%	0.79%
三全食品	2.69	-29.60%	17.09%	20.91%	-38.54%	-18.04%	-49.36%
立高食品	1.25	20.66%	101.37%	52.93%	-148.83%	40.29%	3.50%
巴比食品	0.88	31.42%	-13.97%	23.70%	19.25%	87.07%	7.40%
千味央厨	0.59	11.29%	38.96%	24.57%	26.50%	14.05%	7.77%
味知香	0.41	-43.10%	22.88%	-16.93%	-7.14%	-46.36%	-40.12%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

5 投资建议

1) 零食板块在性价比趋势下品类及渠道扩张逻辑持续验证, 关注渠道及供应链能力边际强化的公司: 推荐三只松鼠 (“高端性价比” 改革成效持续显现, 24 年目标收入规模重回百亿)、盐津铺子、洽洽食品、甘源食品, 关注劲仔食品、卫龙; 2) 乳制品板块布局中长期、低预期下关注后续需求改善: 推荐股息率已具吸引力、现金流较优的伊利股份, 关注蒙牛股份; 3) 调味品板块推荐经营改善的龙头公司, 下半年成本端红利有望延续, 费投更加谨慎下盈利有望改善, 推荐海天味业、安琪酵母, 关注颐海国际; 4) 餐饮弱复苏、低预期下关注后续需求改善, 推荐长期逻辑清晰的安井食品、干味央厨、立高食品。

表15: 大众品行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
002847	盐津铺子	39.97	2.64	2.30	2.92	15	17	14	推荐
002991	甘源食品	51.92	3.58	4.46	5.51	15	12	9	推荐
002557	洽洽食品	25.54	1.58	1.92	2.14	16	13	12	推荐
300783	三只松鼠	16.90	0.55	0.96	1.49	31	18	11	推荐
603866	桃李面包	5.27	0.36	0.38	0.41	15	14	13	推荐
600887	伊利股份	22.26	1.64	1.86	1.86	14	12	12	推荐
002946	新乳业	9.31	0.50	0.64	0.77	19	15	12	推荐
603288	海天味业	35.49	1.01	1.12	1.26	35	32	28	推荐
600298	安琪酵母	31.77	1.47	1.63	1.80	22	19	18	推荐
600872	中炬高新	16.76	2.20	1.03	1.31	8	16	13	推荐
603027	千禾味业	11.06	0.54	0.55	0.61	20	20	18	推荐
603317	天味食品	9.08	0.43	0.49	0.56	21	19	16	推荐
600305	恒顺醋业	6.98	0.08	0.13	0.15	87	54	47	推荐
603345	安井食品	72.27	5.04	5.53	6.02	14	13	12	推荐
002216	三全食品	9.83	0.85	0.72	0.75	12	14	13	推荐
300973	立高食品	24.08	0.43	1.57	1.84	56	15	13	推荐
605338	巴比食品	13.35	0.86	0.92	0.99	16	15	13	推荐
001215	干味央厨	23.75	1.58	1.46	1.65	15	16	14	推荐

资料来源: Wind, 民生证券研究院 (注: 股价为 2024 年 9 月 6 日收盘价)

6 风险提示

- 1) **下游需求恢复不及预期。**调味品、食品加工企业作为 B 端餐饮等客户的上游供应商,同时也通过商超等渠道向消费者销售 C 端产品。在消费场景放开、门店等场景客流恢复下,下游需求若持续遇冷将对企业业绩产生负面影响。
- 2) **行业竞争加剧。**未来若市场竞争更为激烈,公司或将面临份额收缩的风险。
- 3) **原材料价格大幅上涨。**大众品行业原材料多为农副产品、肉类等,易受自然条件、市场供求等因素影响,其价格存在一定的波动性,行业采购成本存在随农副产品市场价格波动而变动的风险,若未来原材料价格大幅波动且无法及时消除原材料价格波动造成的不利影响,将对行业盈利能力和财务状况产生不利影响。
- 4) **食品安全风险。**采购、生产及流通环节可能存在一定食品安全风险,企业层面无法完全管控;此外,行业层面若发生重大食品安全事故等会使消费者产生信任危机,对行业内企业的业绩产生负面影响。

插图目录

图 1: 量贩渠道加速并购整合 (家)	3
图 2: 24 年 1-8 月休闲食品企业抖音销售额同比增速	4
图 3: 赵一鸣零食门店各级城市占比.....	4
图 4: 2018-2024H1 盐津铺子渠道结构	4
图 5: 2019-2024H1 盐津铺子分渠道收入增速.....	4
图 6: 原材料成本价格走势 (元/吨)	6
图 7: 2008.07-2024.07 原奶价格走势 (元/kg)	9
图 8: 2024 年 1-7 月国内乳制品产量同比-3.4%.....	9
图 9: 2008-2022 年全国奶牛存栏量变化.....	9
图 10: 2024H1 及单季度部分乳企收入表现 (亿元)	10
图 11: 2024H1 及单季度部分乳企归母净利润表现 (亿元)	10
图 12: 2024H1 及单季度部分乳企费用率表现.....	11
图 13: 2024H1 及单季度部分乳企盈利水平表现.....	11
图 14: 社零餐饮同比增速及较 19 年同期 CAGR.....	12
图 15: CPI 及 PPI 同比情况.....	12
图 16: 调味品板块单季度收入及增速	12
图 17: 调味品板块单季度扣非净利润及增速.....	12
图 18: 调味品板块单季度销售、管理费用率.....	13
图 19: 调味品板块单季度毛利率、扣非净利率.....	13
图 20: 调味品主要原材料价格下行	14
图 21: 预加工食品板块单季度收入及增速.....	18
图 22: 预加工食品板块单季度归母净利润及增速	18
图 23: 预加工食品板块单季度销售、管理费用率	18
图 24: 预加工食品板块单季度毛利率、归母净利率	18
图 25: 食品加工企业主要原材料成本情况.....	20
图 26: 安井食品成本结构	20
图 27: 安井食品主要原材料采购额占比.....	20

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 部分零食企业分季度营收情况 (亿元)	4
表 2: 部分零食企业分季度归母净利润情况 (亿元)	5
表 3: 部分零食企业分季度扣非归母净利润情况 (亿元)	5
表 4: 部分零食企业 2024Q2 毛利率/管理费用率/销售费用率/净利率/扣非净利率情况	7
表 5: 调味品企业收入 (亿元) 及增速 (%)	13
表 6: 调味品企业毛利率情况	15
表 7: 调味品企业销售、管理费用率情况	15
表 8: 调味品企业归母净利率、扣非净利率情况.....	16
表 9: 调味品企业利润 (亿元) 及增速 (%)	17
表 10: 食品加工企业收入 (亿元) 及增速 (%)	19
表 11: 食品加工企业毛利率情况.....	21
表 12: 食品加工企业销售、管理费用率情况.....	21
表 13: 食品加工企业归母净利率、扣非净利率情况	22
表 14: 食品加工企业利润 (亿元) 及增速 (%)	22
表 15: 大众品行业重点关注个股.....	23

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026