

食品饮料

2024年09月13日

业绩承压，分化加大，期待下半年需求提振

——行业投资策略

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

张恒玮（分析师）

张思敏（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

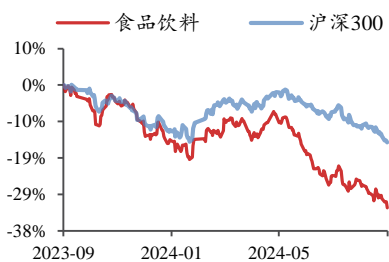
zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790524010001

证书编号：S0790123070080

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《渠道开启旺季备货，关注酵母投资机会—行业周报》-2024.9.8

《中报业绩增速回落，企业分化加大—行业周报》-2024.9.1

《中报业绩分化，聚焦头部公司—行业周报》-2024.8.25

● 市场表现：食品饮料年初至今跑输大盘，板块市值下滑主因估值收缩

2024年1-8月食品饮料板块下跌15.2%，跑输沪深300约26.4pct，在一级子行业中排名靠后（第二十一）。分子行业看，软饮料板块涨幅较好（+9.8%），调味发酵品（-6.0%）、啤酒（-7.4%）表现相对靠前。其他酒类（-32.1%）、食品综合（-24.8%）走势较弱。食品饮料截至2024年8月PE较2023年底回落30.8%，预计2024年净利增长17.7%，两者共同作用，年初至今板块市值下降18.6%。

● 总量判断：二季度消费承压，长期看消费曲线上行

从宏观层面看，2024Q2我国GDP增速+4.7%，增速环比一季度回落，基本在市场预期之内。观察4-6月社零数据，当月同比增速分别为+2.3%、+3.7%与+2.0%，与1-3月相比也有明显回落。宏观经济增速与社零数据基本匹配，也反映二季度消费环境承压。2024年7月社零增速+2.7%，环比6月已有回升，我们预判暑期消费叠加中秋节日刺激，三季度消费增长情况相比二季度可能有所好转。从微观层面看产业表现，食品饮料子行业产量承压，但板块收入与利润与2023年同期相比，均呈现出复苏趋势。

● 2024年中报总结：业绩承压，分化加大

上市公司中报全部披露，整体来看2024Q2食品饮料板块营收同比持平，利润同比增长10.7%，增速较2024Q1均有明显回落。子行业来看2024Q2营收增速中白酒（+10.6%）与软饮料（+14.4%）较快，其他子行业均是低速增长或同比下滑。原因一方面2024年春节时间错配，备货多集中在2024Q1，导致一季度增速偏高；另一方面春节过后进入淡季，消费需求走弱影响公司业绩。此外中报还体现出两个特性：一是业绩分化进一步拉大，多数龙头企业业绩保持稳定，如贵州茅台、五粮液、海天味业等业绩仍在市场预期内平稳增长；但部分二线品牌出现收入或利润增速不及预期，也体现出外部环境出现压力的背景下龙头市占率仍有提升趋势；二是从地产酒业绩普遍好于高端及次高端白酒，东鹏饮料业绩表现突出等方面可以看出，居民消费力仍受到制约。步入9月已经进入中秋国庆备货时期，企业均在积极回款，为中秋旺季消费做好准备。在7、8月的暑期消费以及9月的中秋旺季刺激下，我们预判三季度行业处于回暖过程，需求曲线可能缓慢上行，建议聚焦头部龙头公司进行布局。

● 投资主线：下半年需求或提振，以业绩为核心寻求布局机会

往2024年下半年展望，食品饮料行业主线仍是消费复苏。而复苏的节奏及力度，与宏观经济较为相关。按照复苏路径推演，2024H2我们更多期望消费场景释放带来市场需求提振。从估值角度来看，经过前期回调，食品饮料已步入合理布局区间，部分企业估值已处于近年低位。板块仍需回归业绩增长主线，我们建议把握业绩确定性原则，选取2024年下半年食品饮料交易策略三条主线：一是选择估值具备性价比，同时业绩预期保持稳定品种，布局各价格带白酒龙头；二是关注景气度上行，具备成长性，且仍处于红利期的子行业，如休闲零食；三是自下而上寻找下半年业绩可能加速上行的个股类机会。

● 风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原料价格波动风险。

目 录

1、 食品饮料跑输市场，软饮料板块表现较好.....	5
1.1、 2024年1-8月食品饮料板块跑输市场.....	5
1.2、 个股涨跌幅：高股息或成长型、改善型的股票表现较好.....	7
1.3、 2024Q2基金重仓食品饮料比例大幅回落.....	7
2、 投资主线：业绩承压，分化加大.....	9
2.1、 总量判断：二季度消费承压，需求长期曲线上行.....	9
2.2、 2024年中报总结：业绩承压，分化加大.....	10
3、 行业：白酒平稳，大众品承压.....	11
3.1、 白酒：淡季保持平稳发展，全年业绩保持乐观.....	11
3.1.1、 产品升级驱动行业结构性繁荣，龙头企业竞争优势不断提升.....	11
3.1.2、 二季度白酒经营平稳，高端和大众高端延续较好增长.....	13
3.2、 啤酒：2024Q2啤酒需求承压.....	21
3.3、 乳制品：乳制品需求仍承压，行业竞争理性.....	24
3.4、 肉制品：猪价上行背景下屠宰利润改善，肉制品吨利仍维持高位.....	26
3.5、 调味品：收入表现分化，龙头韧性凸显.....	28
3.6、 卤制品：成本压力有所缓解，同店端有待恢复.....	30
3.7、 休闲食品：春节旺季收入高增，关注成长性公司新品新渠道发展.....	31
4、 重点个股：优选龙头，关注消费复苏机会.....	33
4.1、 贵州茅台：业绩好于预期，分红方案诚意十足.....	33
4.2、 五粮液：业绩稳健增长，彰显品牌韧性.....	34
4.3、 山西汾酒：营收速度不弱，产品结构阶段性下移.....	34
4.4、 洋河股份：业绩阶段性承压，高分红率具有吸引力.....	35
4.5、 青岛啤酒：销量、结构承压，静待行业回暖.....	35
4.6、 伊利股份：短期调整下业绩承压，期待下半年环比改善.....	36
4.7、 新乳业：2024Q2收入承压，利润表现良好.....	36
4.8、 双汇发展：2024Q2业绩承压，屠宰业务盈利明显改善.....	36
4.9、 海天味业：2024Q2收入利润表现稳健，员工持股计划草案推出.....	37
4.10、 中炬高新：收入增长短期承压，改革进程持续推进.....	37
4.11、 天味食品：2024Q2底料短期承压，2024H2收入表现有望回暖.....	38
4.12、 涪陵榨菜：Q2增长短期承压，Q3盈利拐点有望显现.....	38
4.13、 绝味食品：门店经营仍有压力，利润受益成本红利.....	39
4.14、 煌上煌：调整门店扩张节奏，毛利率受益成本回落.....	39
4.15、 盐津铺子：收入延续高速增长，品牌势能稳步提升.....	40
4.16、 甘源食品：二季度增长略低于预期，公司估值性价比较高.....	40
4.17、 劲仔食品：收入增长稳健，利润维持高增.....	41
4.18、 东鹏饮料：旺季增长强劲，新品表现突出.....	41
4.19、 安琪酵母：国内需求恢复，盈利能力改善.....	42
4.20、 嘉必优：业绩超预期，持续改善.....	42
4.21、 立高食品：冷冻烘焙平稳，奶油保持增长.....	42
4.22、 香飘飘：组织变革双轮渠道，产品渠道布局旺季.....	43
5、 风险提示.....	44

图表目录

图 1: 2024 年 1-8 月食品饮料涨跌幅市场排名 21/31	5
图 2: 2024 年 1-8 月软饮料在食品饮料子行业中表现较好	5
图 3: 2024 年 1-8 月食品饮料板块市值下降, 主要来自于估值下降	6
图 4: 当前食品饮料估值处于行业中高位	6
图 5: 2024 年食品饮料估值持续回落	6
图 6: 2024 年 7-8 月食品饮料涨跌幅市场排名 15/31	6
图 7: 2024 年 7-8 月调味发酵品在食品饮料子行业中涨幅最好	7
图 8: 2024 年 1-8 月高股息、成长型或改善型的股票表现居前	7
图 9: 2024Q2 基金重仓食品饮料比例环比回落至 11.0% 水平	8
图 10: 2024Q2 重仓比例白酒和大众品回落	8
图 11: 2024Q2 非白酒子行业配置比例回落	8
图 12: 2024Q2 GDP 同比增 4.7%	9
图 13: 2024 年 7 月社零同比增 2.7%	9
图 14: 2024 年 1-7 月食品制造企业营收与利润增速较 2023 年同期回升	9
图 15: 2024 年 1-7 月食品饮料多数子行业产量增速较 2023 年同期回落	10
图 16: 2009-2012 年期间, 白酒各价格带均有较快增长	12
图 17: 2015 年起次高端、高端价格带收入表现好于整体	12
图 18: 2017 年起全国白酒企业产量下滑 (万千升)	12
图 19: 2017 年开始, 全国白酒平均价格持续上涨	12
图 20: 上市白酒公司市场份额持续提升	13
图 21: 规模以上白酒企业数量 2018 年以来下降明显	13
图 22: 2024Q2 上市白酒企业收入同比+11.1%	13
图 23: 2024Q2 上市白酒企业归母净利润同比+12.2%	13
图 24: 2024Q2 白酒企业合同负债规模同比增加	14
图 25: 2024Q2 白酒企业经营性现金净流入同比提升	14
图 26: 2024Q2 白酒企业整体毛利率下降	14
图 27: 2024Q2 上市白酒企业归母净利率下降	14
图 28: 2024Q2 白酒企业(剔除茅五)管理费用率同比下降	15
图 29: 2024Q2 白酒企业(剔除茅五)销售费用率同比上升	15
图 30: 2024Q2 大众高端和高端收入增速更快	15
图 31: 2024Q2 大众高端和大众普通利润增速最快	15
图 32: 飞天(散瓶)价格 2024 年有所波动(单位: 元)	18
图 33: 五粮液和国窖价格波动前行(单位: 元)	18
图 34: 高端白酒规模持续增长	19
图 35: 高净值人群数量持续增长(单位: 万人)	19
图 36: 高端酒(茅五泸)历史销量增长稳健	19
图 37: 高端酒价格仍在可接受范围内	19
图 38: 预计 2023 年销售额角度看次高端占比较低	20
图 39: 销量角度看次高端销量仍有提升空间	20
图 40: 2023 年安徽省白酒市场 CR3 占比超 70%	20
图 41: 2023 年江苏省地产酒市占率超 60%	20
图 42: 2024 年 7 月啤酒产量同比降 10%	21
图 43: 2024 年 1-7 月啤酒累计产量同比降 1.6%	21

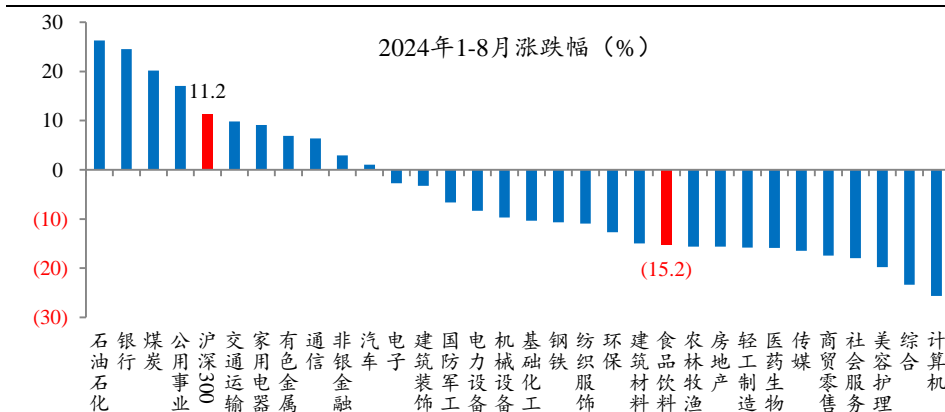
图 44: 2023 年 4 月以来进口大麦数量持续增长.....	23
图 45: 2023 年以来大麦进口均价持续回落.....	23
图 48: 2024Q2 A 股上市乳企营收同比降 13.8%，净利同比降 43.7%.....	24
图 46: 2024 年 9 月 3 日全脂奶粉中标价同比+38.6%.....	24
图 47: 2024 年 8 月 29 日生鲜乳价格同比-15.7%.....	24
图 51: 2024Q2 各类型乳企营收均下滑.....	26
图 52: 2024Q2 各类型乳企净利均下滑.....	26
图 53: 2024Q2 A 股上市肉企营收同比下降 7.5%，净利同比增加 99.9%.....	26
图 48: 2024 年 9 月 7 日猪肉价格同比+21.2%.....	27
图 49: 2024 年二季度生猪定点屠宰量同比降 9.5%.....	27
图 50: 2024 年 6 月生猪存栏数量同比-4.6%.....	27
图 51: 2024 年 7 月能繁母猪存栏数量同比-5.4%.....	27
图 52: 2024Q2 调味品营收净利分别同增 1.5%/1.8%.....	28
图 53: 2024Q2 酱醋公司营收净利分别同增 2.3%/4.9%.....	28
图 54: 2024Q2 调味品上市公司毛销差环比收窄.....	28
图 55: 2024Q2 调味品上市公司净利率同比+0.1pct.....	28
图 56: 2024 年以来大豆市场价均价（元/吨）持续回落.....	29
图 57: 2024 年以来白砂糖指数持续走低.....	29
图 58: 2024Q1 卤制品上市公司整体营收下滑 8.1%，门店经营销售承压.....	31
图 59: 卤制品公司原材料价格 2024Q2 同比有所回落.....	31
图 60: 卤制品上市公司 2024Q2 平均毛利率稳中有升.....	31
图 61: 2024Q2 休闲食品行业整体营收同比增长 3.2%，归母净利润下滑 12.1%.....	32
图 62: 2024Q2 休闲食品上市公司毛销差环比收窄.....	32
图 63: 2024Q2 休闲食品上市公司净利率同比下降 0.65pct.....	32
表 1: 2024Q2 食品饮料板块整体营收与利润增速环比均有回落.....	11
表 2: 高端白酒 2024Q2 营收和利润稳健增长，毛利率、归母净利率相对平稳.....	16
表 3: 2024Q2 次高端品牌收入和净利润增速有所分化.....	16
表 4: 大众高端白酒 2024Q2 业绩保持较好增长趋势.....	17
表 5: 2024Q2 单季啤酒上市公司营收增速有所分化.....	22
表 6: 2024Q2 多数啤酒企业毛利率同比提升.....	22
表 7: 2024Q2 主流酒企销售费用率同比稳中有升.....	22
表 8: 2024Q2 大多数啤酒企业净利率同比提升.....	23
表 9: 2024Q2 主流酒企归母净利润增速趋于收敛.....	23
表 10: 调味品重点公司 2024Q2 盈利能力有所优化.....	29
表 11: 2024Q2 休闲食品重点公司经营相对稳健.....	33
表 12: 重点公司盈利预测及估值.....	43

1、食品饮料跑输市场，软饮料板块表现较好

1.1、2024年1-8月食品饮料板块跑输市场

食品饮料跑输大盘，软饮料板块表现较好。2024年1-8月食品饮料板块下跌15.2%，跑输沪深300约26.4pct，在一级子行业中排名靠后（第二十一）。分子行业看，软饮料板块涨幅较好（+9.8%），调味发酵品（-6.0%）、啤酒（-7.4%）表现相对靠前。其他酒类（-32.1%）、食品综合（-24.8%）走势较弱。软饮料板块表现较好，主要是东鹏饮料（+26.3%）涨幅较多。整体来看在市场更多关注主题投资的背景下，食品饮料传统板块表现欠佳。

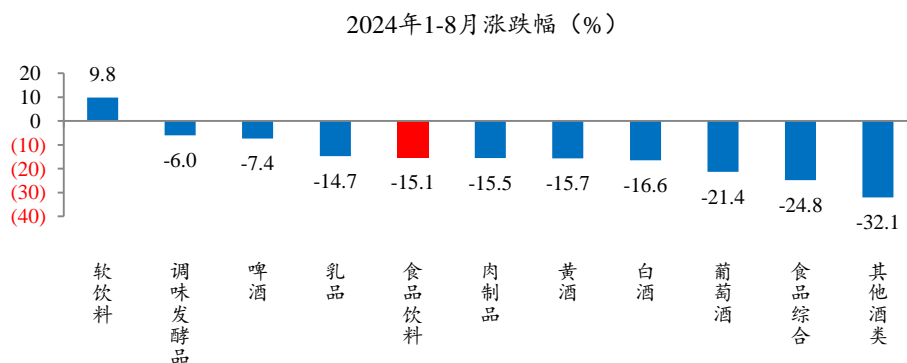
图1：2024年1-8月食品饮料涨跌幅市场排名 21/31



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：板块涨跌幅为总市值加权平均，股价涨跌幅截至2024年8月30日

图2：2024年1-8月软饮料在食品饮料子行业中表现较好

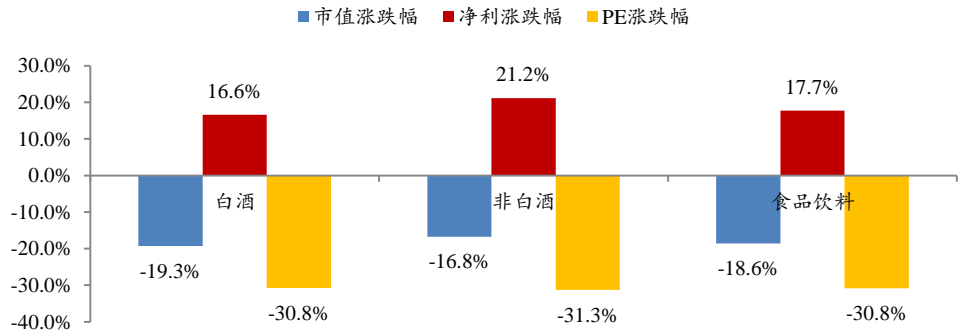


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：板块涨跌幅为总市值加权平均，股价涨跌幅截至2024年8月30日

2024年1-8月食品饮料板块市值下降，主要来自于估值下降。我们从市值分解角度观察，食品饮料截至2024年8月PE较2023年底回落30.8%，预计2024年净利增长17.7%，两者共同作用，年初至今板块市值下降18.6%。其中：白酒估值同比下降30.8%，预计2024年净利增长16.6%，白酒板块市值下降19.3%；非白酒估值下降31.3%，预计2024年净利增长21.2，板块市值回落16.8%。整体来看2024年初以来食品饮料板块市值下降，估值下降是主要原因。

图3：2024年1-8月食品饮料板块市值下降，主要来自于估值下降

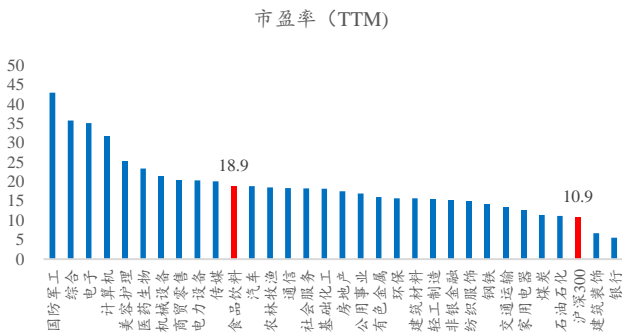


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：市值涨跌幅截至2024年8月31日

食品饮料板块估值在31个行业处于中等水平，但环比持续回落。截至2024年8月31日食品饮料估值（TTM）约18.9倍，与其他子行业相比处于中等位置，但环比已从高位有所回落，当前估值水平已低于2019年初水平。

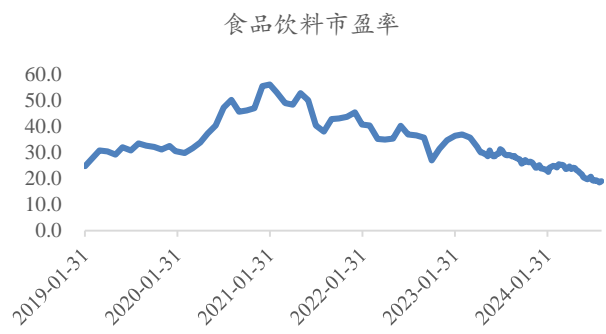
图4：当前食品饮料估值处于行业中高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：市盈率截至2024年8月31日

图5：2024年食品饮料估值持续回落

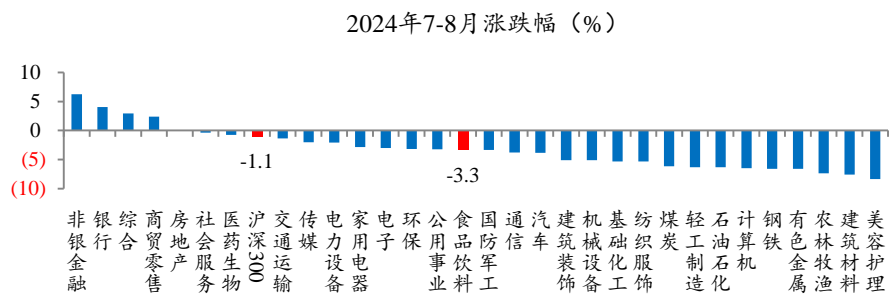


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：估值截至2024年8月31日

2024年7-8月食品饮料股价涨幅跑输市场。2024年7-8月食品饮料板块下跌3.3%，跑输沪深300约2.2pct，在一级子行业中排名第十五。分子行业看，调味发酵品（+4.3%）、软饮料（-0.1%）、预加工食品（-0.3%）表现相对较好，乳品（-8.3%）、熟食（-7.5%）、保健品（-6.7%）表现较差。

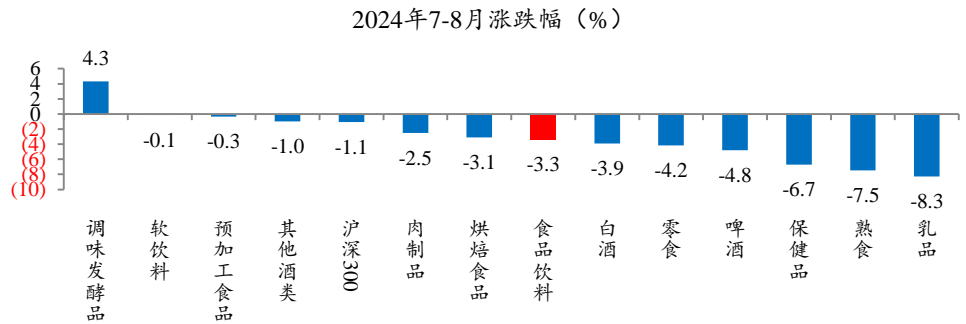
图6：2024年7-8月食品饮料涨跌幅市场排名15/31



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2024年8月30日

图7：2024年7-8月调味发酵品在食品饮料子行业中涨幅最好



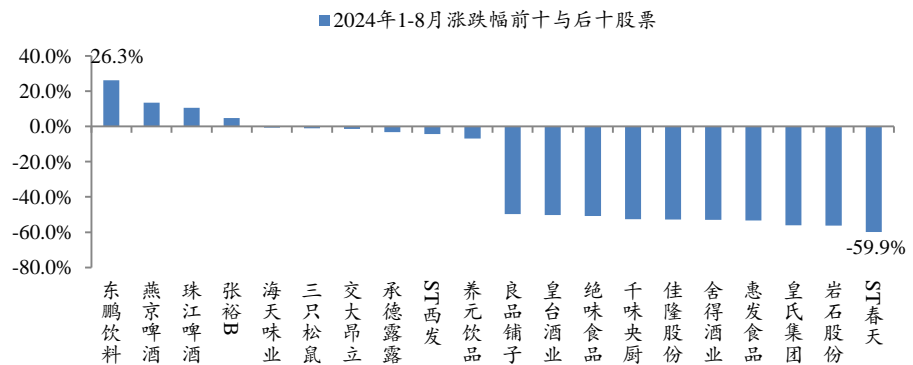
数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2024年8月30日

1.2、个股涨跌幅：高股息或成长型、改善型的股票表现较好

高股息，成长型或改善型的公司股价表现居前。2024年食品饮料板块整体走势相对平淡，春节后受益于节假日消费超预期以及春季糖酒会表现较为乐观，板块股价有所回升。进入二季度以后，一方面终端消费需求走弱，另一方面茅台酒批价波动影响市场情绪，板块股价进入低位运行。7-8月受宏观经济环境恢复偏慢以及消费税政策出台影响下，板块股价仍处于低位。年初至今，高股息或公司具有成长、改善逻辑的股票表现较好。2024年1-8月板块涨幅前10股票中：东鹏饮料(+26.3%)行业景气度较高、成长性较好；燕京啤酒(+13.5%)、珠江啤酒(+10.5%)具有成本改善和利润提升逻辑，涨幅市场排名靠前。排名后十股票基本都是业绩预期较差，公司处于经营低谷阶段。

图8：2024年1-8月高股息、成长型或改善型的股票表现居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

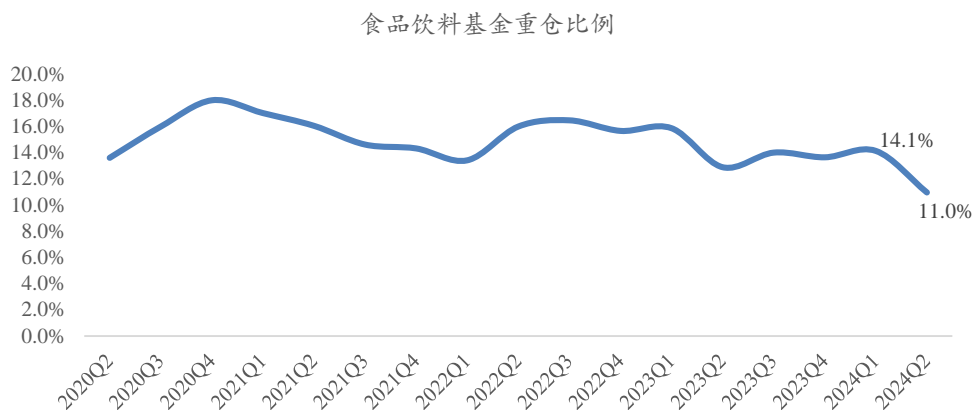
备注：股价涨跌幅截至2024年8月30日

1.3、2024Q2 基金重仓食品饮料比例大幅回落

2024Q2 食品饮料配置比例环比回落。从基金重仓持股情况来看，2024Q2 食品饮料配置比例(重仓持股市值占重仓股票总市值比例)由2024Q1的14.1%回落至11.0%水平，环比回落3.2pct，处于近年来低位。分解来看，主要是白酒重仓比例下降2.6pct至9.9%导致。二季度市场转淡，消费需求较弱，市场对于白酒板块预期较低。叠加

二季度飞天茅台酒批价受扰动下行，市场对于食品饮料情绪阶段性进一步走低，体现在资金面上可以观测到白酒仓位出现大幅回落。随着行业估值逐步筑底以及中秋国庆双节旺季来临，预计食品饮料持仓情况可能会有环比回升。

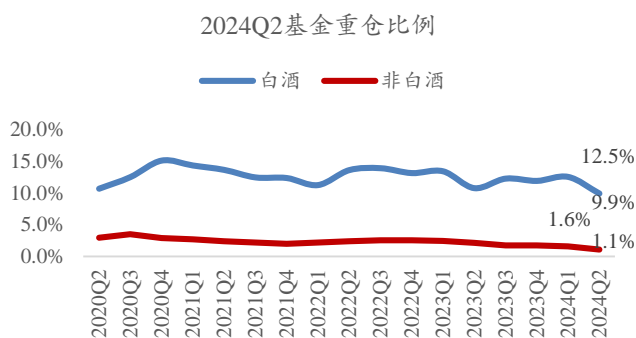
图9：2024Q2 基金重仓食品饮料比例环比回落至 11.0%水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

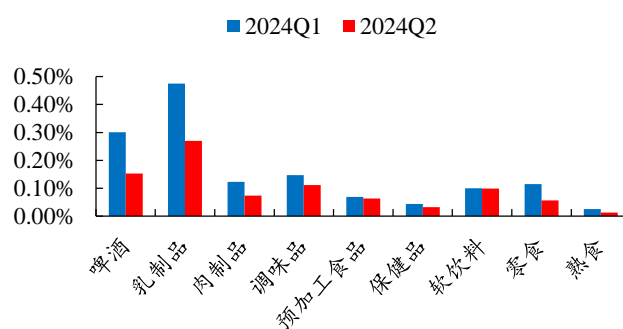
从子行业分解来看，基金重仓白酒比例由 2024Q1 的 12.5% 回落至 2024Q2 的 9.9% 水平。从重仓白酒的持股数量来看，老白干酒、口子窖、天佑德酒、珍酒李渡被基金增持，其他白酒均被基金减持（持仓变动股份数为负），其中今世缘、泸州老窖与五粮液被减持最多。从持仓市值（金额）变化情况来看，仅有老白干酒、口子窖、天佑德酒的基金持仓市值变动为正，其他品种的基金持仓市值环比一季度均有下降，其中五粮液、泸州老窖、贵州茅台的持仓市值回落最多。整体来看二季度市场操作较为一致，普遍大幅减仓白酒。2024Q2 整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回落 0.5pct 至 1.1% 水平，其中软饮料持仓比例维持；其余子行业被基金不同程度减持。

图10：2024Q2 重仓比例白酒和大众品回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2024Q2 非白酒子行业配置比例回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

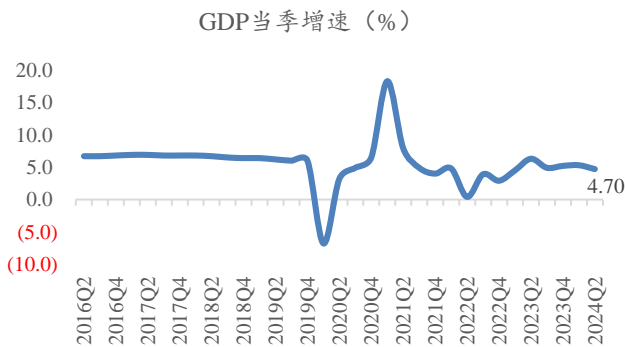
2、投资主线：业绩承压，分化加大

2.1、总量判断：二季度消费承压，需求长期曲线上行

从宏观层面来看，2024Q2 我国 GDP 增速为+4.7%，环比一季度回落，基本在市场预期之内。观察 4-6 月的社零数据，当月增速分别为+2.3%、+3.7%与+2.0%，与 1-3 月相比也有明显回落。宏观经济增速与社零数据基本匹配，也反映二季度消费环境承压。观测 2024 年 7 月社零增速+2.7%，环比 6 月已有回升，我们预判暑期消费叠加中秋节日刺激，三季度消费增长情况相比二季度可能有所好转。

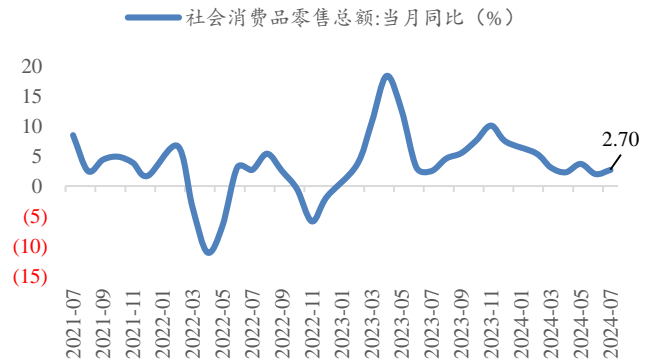
从微观层面来看产业表现，产量承压，但收入与利润均呈现复苏趋势：食品制造企业 2024 年 1-7 月营收增速+5.1%，较 2023 年增速加快；利润总额同比增长 9.0%，增速较 2023 年也加速上行，表明产业正在复苏。观察行业产量数据，累计增速多数呈回落趋势：2024 年 1-7 月乳制品、啤酒、鲜冷藏肉与软饮料产量增速同比下滑；葡萄酒产量增速仍为负；白酒与成品糖产量增速略有上行。整体来看行业产量仍受压力。

图12：2024Q2 GDP 同比增 4.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2024 年 7 月社零同比增 2.7%

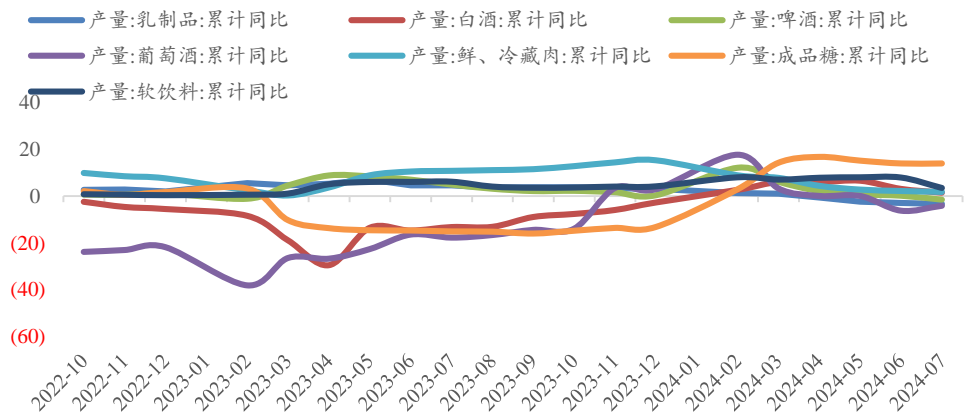


数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2024 年 1-7 月食品制造企业营收与利润增速较 2023 年同期回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2024年1-7月食品饮料多数子行业产量增速较2023年同期回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、2024年中报总结：业绩承压，分化加大

上市公司中报已经全部披露，整体来看2024Q2食品饮料板块营收同比持平，利润同比增长10.7%，增速较2024Q1（营收增速7.0%，利润增16.0%）均有明显回落。子行业来看2024Q2营收增速中白酒（10.6%）与软饮料（14.4%）较快，其他子行业均是低速增长或同比下滑。其中保健品行业营收下滑幅度收窄，其余子行业营收增速环比一季度均有回落。原因一方面2024年春节时间错配，备货多集中在2024Q1，导致一季度增速偏高；另一方面春节过后进入淡季，消费需求走弱影响公司业绩。此外中报还体现出两个特性：一是业绩分化进一步拉大，多数龙头企业业绩保持稳定，如贵州茅台、五粮液、海天味业等业绩仍在市场预期内平稳增长；但部分二线品牌出现收入或利润增速不及预期，也体现出外部环境出现压力的背景下龙头市占率仍有提升趋势；二是从地产酒业绩普遍好于高端及次高端白酒，东鹏饮料业绩表现突出等方面可以看出，居民消费力仍受到制约。步入9月已经进入中秋国庆备货时期，企业均在积极回款，为中秋旺季消费做好准备。在7、8月的暑期消费以及9月的中秋旺季刺激下，我们预判三季度行业处于回暖过程，需求曲线可能缓慢上行，建议聚焦头部龙头公司进行布局。

表1：2024Q2 食品饮料板块整体营收与利润增速环比均有回落

	营收增速						利润增速					
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
食品饮料	9.2%	7.7%	7.7%	3.2%	7.0%	0.0%	16.1%	7.6%	18.1%	24.4%	16.0%	10.7%
肉制品	6.3%	1.4%	-6.7%	-20.4%	-6.7%	-7.8%	-0.1%	-53.0%	-3.4%	-129.5%	-21.4%	86.8%
预加工食品	44.1%	59.7%	27.5%	11.5%	2.5%	-5.0%	34.0%	53.3%	44.2%	-28.4%	4.0%	-0.4%
保健品	36.1%	25.6%	20.9%	11.3%	-5.2%	-4.1%	44.8%	12.0%	-13.9%	-80.6%	-25.4%	-48.7%
白酒	15.7%	17.8%	15.2%	14.9%	14.7%	10.6%	19.2%	19.8%	17.9%	18.7%	15.7%	11.8%
啤酒	13.0%	8.5%	1.8%	-3.4%	-0.8%	-1.6%	28.4%	17.2%	12.0%	24.5%	16.3%	10.7%
其他酒类	-8.1%	21.3%	9.3%	14.0%	-2.4%	-2.9%	29.1%	104.7%	88.2%	-144.1%	-30.0%	-3.2%
软饮料	12.7%	16.3%	17.1%	7.5%	14.4%	14.4%	41.5%	32.9%	20.9%	-42.5%	26.9%	27.6%
乳品	6.3%	2.1%	0.3%	-2.0%	-3.9%	-13.6%	2.1%	21.3%	52.5%	45.7%	54.8%	-43.6%
零食	-7.1%	13.3%	12.5%	1.0%	27.9%	1.8%	25.7%	-3.2%	5.7%	65.9%	22.0%	-11.6%
烘焙食品	-1.9%	-3.3%	10.7%	10.4%	6.8%	-0.4%	18.8%	-1.5%	11.4%	-20.9%	11.5%	-7.3%
熟食	38.6%	53.0%	3.4%	0.2%	-7.9%	-8.1%	73.8%	440.9%	38.2%	84.7%	15.2%	6.0%
调味发酵品	-24.4%	-31.2%	6.2%	-3.7%	7.3%	4.7%	-24.1%	-81.6%	5.8%	264.0%	10.9%	239.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们观测到白酒企业中营收普遍稳定而且在市场预期范围内，部分企业利润低于预期。2024Q2 进入消费淡季，消费场景减少导致白酒需求走弱，但头部的高端酒企仍保持稳定增长，苏酒、徽酒等地产酒头部企业增速较快。展望全年看，白酒行业仍可乐观积极展望，一方面大部分酒企积极推出各项政策，帮助渠道加快动销和消化库存，同时 7 月以来头部酒企减少对渠道压货，减轻渠道压力；另一方面随着促经济政策落地，宏观经济环境将呈现温和改善趋势，居民收入和消费意愿有望跟随改善，白酒消费预计渐进式回暖。

大众品二季度仍现分化，其中软饮料板块中东鹏饮料业绩超预期较多，内在原因是能量饮料主流消费群体扩容较多。零食板块中洽洽食品二季度营收下滑拖累较多，观察盐津铺子、三只松鼠、劲仔食品等 2024Q2 营收增速均在 20% 以上，仍保持较快增长。而乳制品、肉制品板块营收下滑较多，乳制品是原奶价格下行，促销买赠较多，同时下游需求恢复不及预期；肉制品产品结构老化，同时餐饮复苏较慢，预制食品面临压力。整体来看大众品二季度受到消费需求回落影响，仍降速增长。往下半年展望，暑期消费以及中秋国庆节日刺激，我们预计大众品增速企稳回升，龙头公司业绩稳定性可能更强。

3、行业：白酒平稳，大众品承压

3.1、白酒：淡季保持平稳发展，全年业绩保持乐观

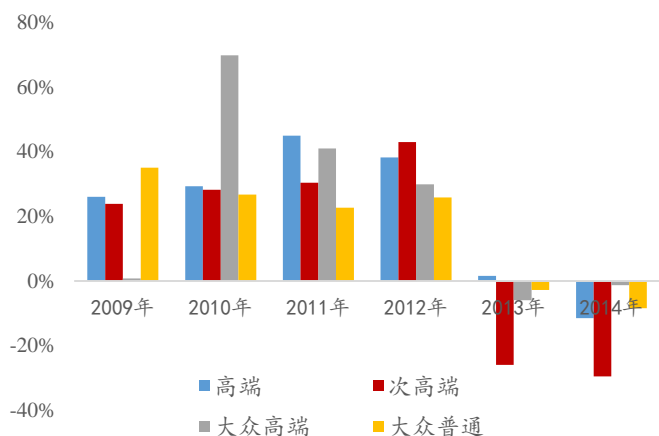
3.1.1、产品升级驱动行业结构性繁荣，龙头企业竞争优势不断提升

二季度白酒消费表现平淡，酒企重视量价管控，全年业绩保持乐观。二季度白酒进入淡季，整体表现相对平淡。从消费端看，受宏观经济影响，居民消费相对谨慎，宴席、聚餐等需求表现不及预期，同时政商务消费仍然承压。从酒企端来看，

酒企在淡季更偏向于通过控货挺价的方式推动渠道库存消化，提升经销商和终端信心。淡季期间行业夯实经营基础，随着中秋国庆双节旺季来临以及宏观经济环境逐步改善，预计白酒行业环比改善可期，头部酒企完成全年业绩确定性较高。

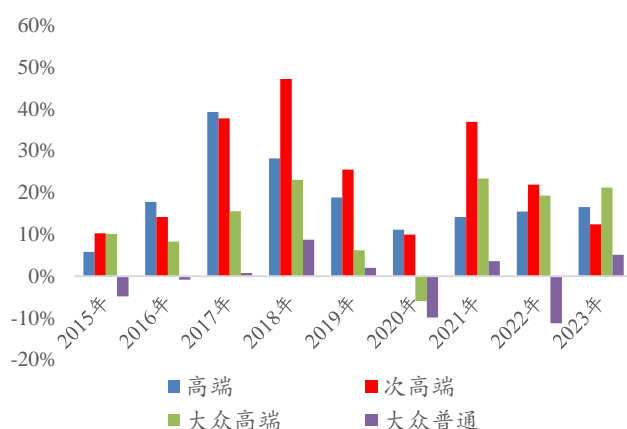
本轮白酒增长本质是由消费升级带动，行业呈现结构性繁荣。2009-2012年期间，白酒行业普惠式扩容，各个价格带的白酒都有较好表现，但是自2015年开始，白酒消费者群体由过去政务消费引领转变为大众消费、商务消费为主，消费者对品牌、品质更加重视。2015年以来高端白酒引领行业结构性增长，高端、次高端价格带增速明显快于中低端价格带，产品升级成为2015年以来白酒行业增长的主要驱动力。因此聚焦产品升级、掌控渠道秩序，成为白酒公司近年来的重点工作。

图16: 2009-2012年期间，白酒各价格带均有较快增长



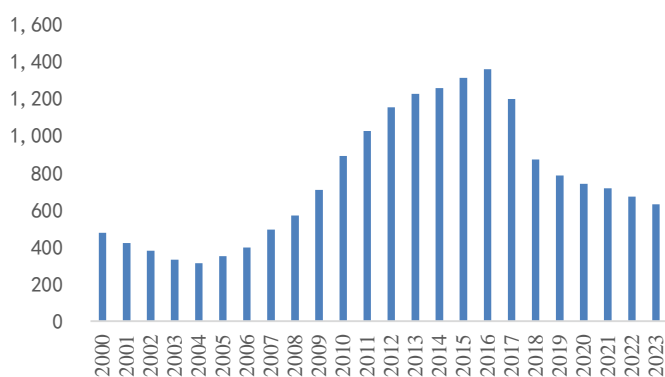
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2015年起次高端、高端价格带收入表现好于整体



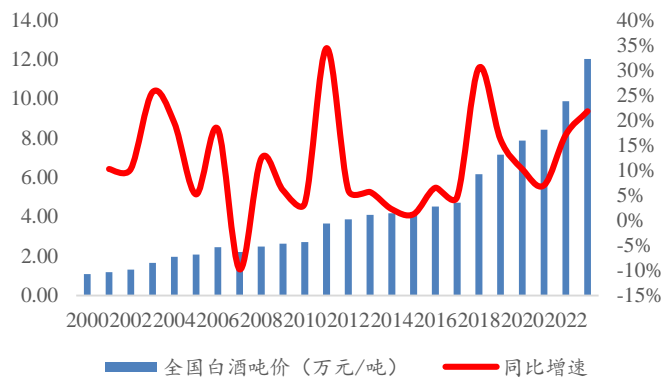
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 2017年起全国白酒企业产量下滑(万千升)



数据来源: Wind、开源证券研究所

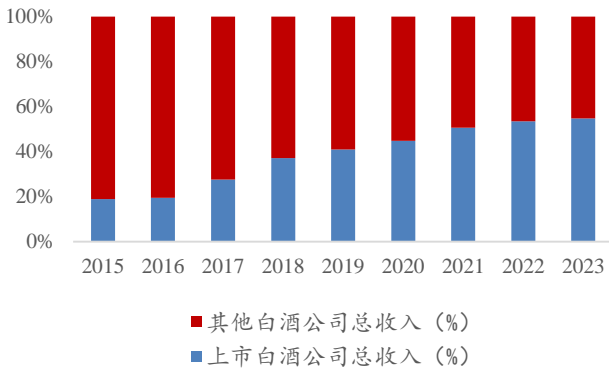
图19: 2017年开始，全国白酒平均价格持续上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

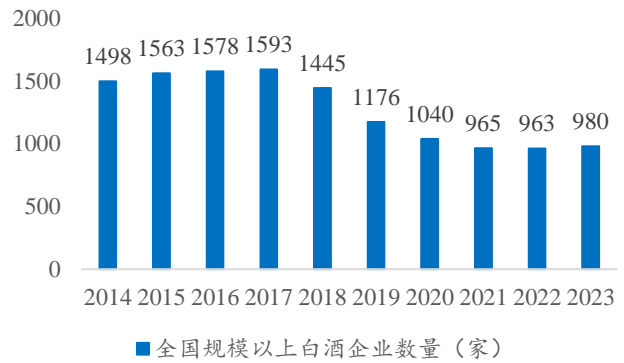
行业集中度持续提升，疫情防控常态化加剧品牌分化。随着消费升级的快速演进，名优酒企之间也出现了明显的分化，提前在产品布局、渠道配合上做的较好的企业势能持续释放，而没有及时把握住升级时机的酒企发展遇到瓶颈。近两年在疫情防控常态化下，存量竞争态势更加激烈，从而更考验企业的综合内功：例如销售团队建设、对市场状态的判断、政策灵活度和执行能力、渠道关系建设和消费者服务能力等，不同品牌之间分化态势更加明显。

图20: 上市白酒公司市场份额持续提升



数据来源: 国家统计局、中国酒业协会、Wind 等、开源证券研究所

图21: 规模以上白酒企业数量 2018 年以来下降明显

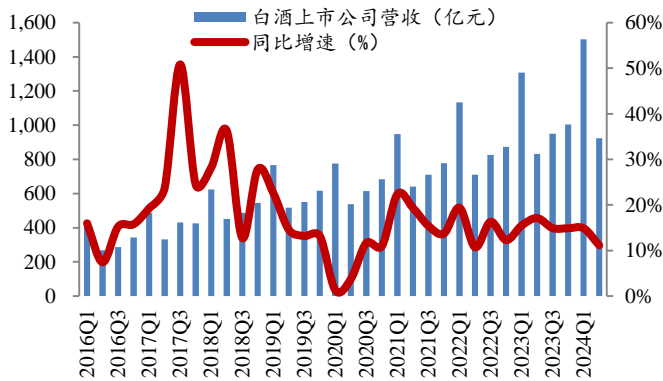


数据来源: 国家统计局、中国酒业协会等、开源证券研究所

3.1.2、二季度白酒经营平稳，高端和大众高端延续较好增长

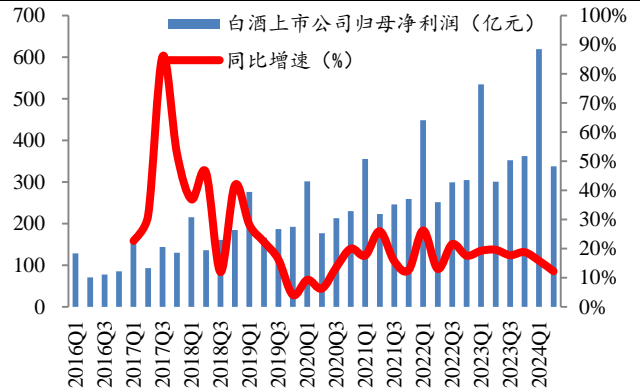
二季度白酒上市公司整体收入和归母净利润同比增长，行业延续平稳增长趋势。二季度白酒行业消费偏淡，一方面由于经济增长偏缓，政商务消费需求有所承压；另一方大众居民消费相对谨慎，宴席、餐饮等消费场景表现偏弱。整体来看，二季度白酒上市公司业绩延续增长趋势，但增速环比有所放缓，2024Q2 市白酒公司整体收入 924.1 亿元，同比增长 11.1%，实现归母净利润 337.8 亿元，同比增长 12.2%。

图22: 2024Q2 上市白酒企业收入同比+11.1%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 2024Q2 上市白酒企业归母净利润同比+12.2%



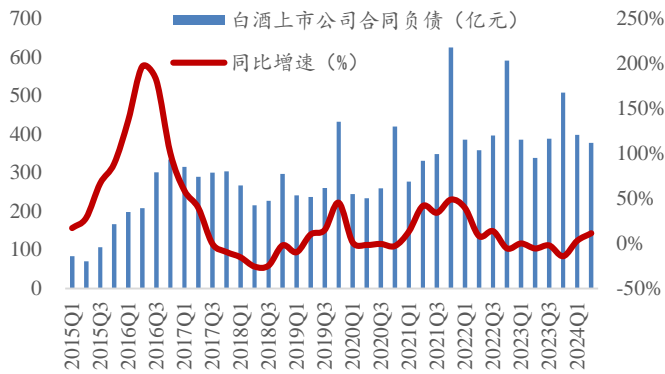
数据来源: Wind、开源证券研究所

2024 年 6 月末预收款规模同比增加，大部分酒企采用控货挺价，帮助渠道清理库存。由于春节后白酒动销端转淡，渠道普遍回款意愿相对偏弱，同时商务和团购需求在二季度依然较为疲软，大部分厂家通过控货挺价，帮助渠道消化库存为主，并未在回款上做过多要求和政策，酒企整体预收款规模相对表现较弱。2024 年 6 月末上市白酒公司合同负债总额 377.5 亿元，环比 2024 年 Q1 减少 20.6 亿元，同比 2023 年 6 月末增加 38.7 亿元。

2024Q2 上市公司经营现金流入较 2023 年 Q2 提升，主要系贵州茅台和五粮液现金回款较好。2024 年 Q2 经营现金流入增速同比保持稳步增长，2023Q2-2024Q2 上市公司整体经营性现金净流入额同比增速分别为+127%、+39%、-18%、+15%、

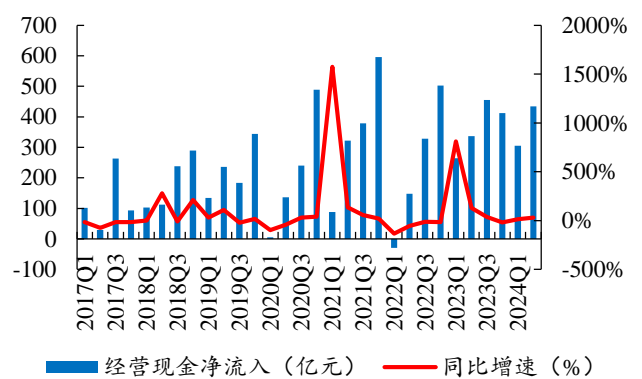
+29%。2024年二季度现金流表现较好主要系贵州茅台和五粮液现金回款较好，其他酒企现金流表现一般，上市酒企整体经营活动现金流较2023年Q2增长。

图24：2024Q2 白酒企业合同负债规模同比增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

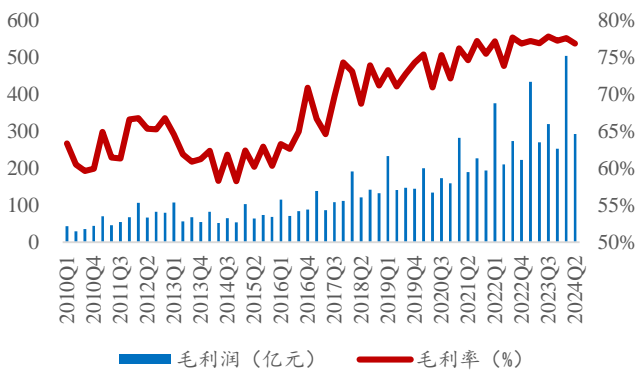
图25：2024Q2 白酒企业经营性现金净流入同比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

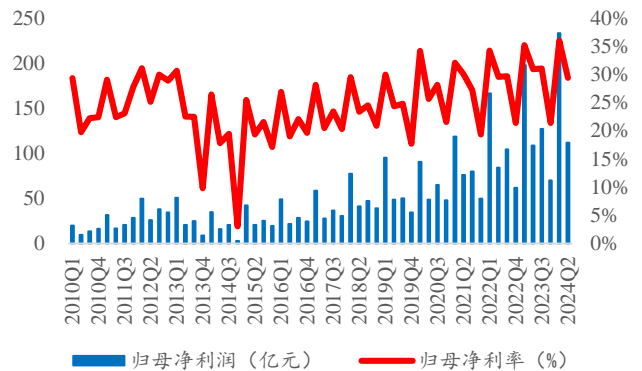
上市酒企毛利率小幅下滑，销售费用率提升下，净利率同比下降。二季度宴席和政商务需求短期承压，酒企产品结构升级趋势有所放缓，2024Q2上市白酒公司（剔除茅五）毛利率为76.83%，同比2023Q2下降0.05pct。Q2管理费用率随着规模化提升呈现稳步下降趋势。酒企销售费用投放更侧重终端和消费者端，通过扫码红包、瓶盖活动等方式，加大消费者培育力度，促进终端提升开瓶率。2024Q2上市公司整体（剔除茅五）管理费用率和销售费用率分别为10.85%和17.18%，同比分别-0.69pct、+0.83pct；归母净利率为29.39%，同比下降1.53pct。

图26：2024Q2 白酒企业整体毛利率下降



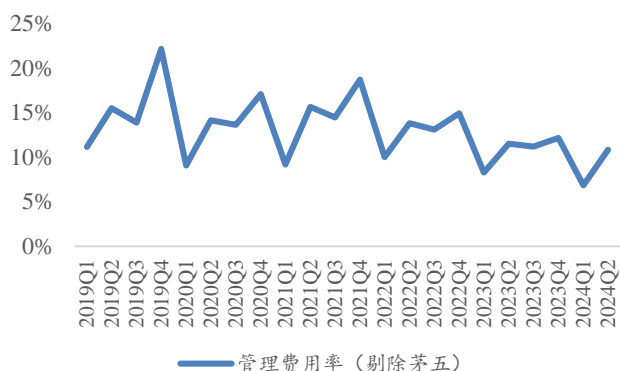
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2024Q2 上市白酒企业归母净利率下降



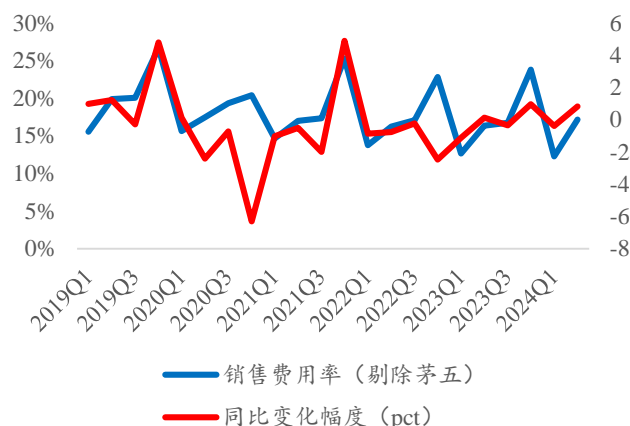
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2024Q2 白酒企业(剔除茅五)管理费用率同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

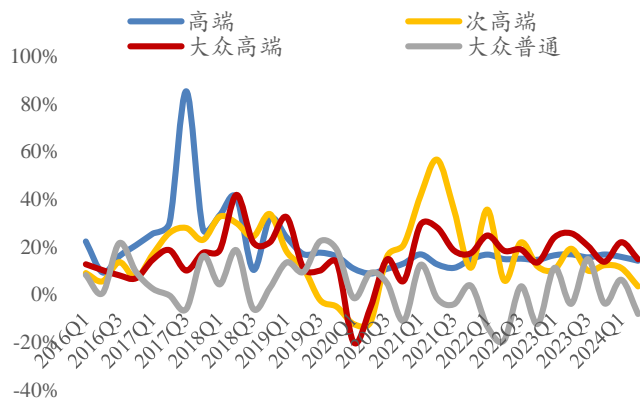
图29：2024Q2 白酒企业(剔除茅五)销售费用率同比上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

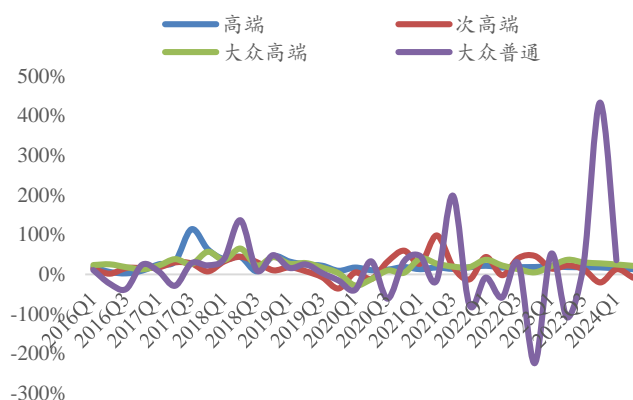
分价格带看：2024Q2 高端和大众高端价格带延续增长趋势，次高端依然承压。 二季度受宏观经济影响，消费需求表现较为疲软，白酒行业仍延续K型复苏趋势，高端白酒需求维持平稳，大众高档白酒在宴席和餐饮场景相对稳定，次高端白酒增长仍存在一定压力。分价格带来看，高端酒整体保持稳健增长，2023Q3-2024Q2 高端酒收入同比增速分别为+16%、+17%、+16%、+14%。次高端消费大多以商务消费为主，二季度商务和团购需求复苏较为疲软，业绩增速环比有所下降，2023Q3-2024Q2 次高端酒收入同比增速分别为+10%、+12%、+11%、+4%。大众区域酒延续稳健增长，主要二季度区域龙头均保持稳步增长趋势，2023Q3-2024Q2 大众高端酒收入增速分别为+21%、+14%、+22%、+15%。

图30：2024Q2 大众高端和高端收入增速更快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2024Q2 大众高端和大众普通利润增速最快



数据来源：Wind、开源证券研究所

高端白酒经营韧性较强，增长势能持续向上，2024 年业绩目标较为稳健。 二季度高端酒企依托品牌优势和多元化需求保持稳健增长，彰显经营发展韧性。贵州茅台二季度收入利润略超预期，其中茅台酒收入 288.6 亿元，同比+12.9%，考虑提价因素，量增预计在个位数，主要是二季度末为维持价格稳定，控制了出货节奏。Q2 系列酒 72.1 亿元，同比+42.5%，预计是经销商渠道针对系列酒回款力度较大，实际动销较为平稳。五粮液业绩略好于预期，2024H1 公司五粮液产品收入 392.1 亿元，同比+11.5%，其中销量同比+12.1%，价格同比-0.6%。上半年公司严格控制八代发，

1618、低度等战略性产品对营收贡献较大。其他酒收入 79.1 亿元，同比+17.8%，其中销量同比-23.9%，价格同比+54.7%。泸州老窖上半年中高档酒实现收入 152.1 亿元，同比+17.1%，其中销量、吨价分别同比+25.7%、-6.8%，整体收入端实现 15% 以上的稳健增长，彰显出较强的增长韧性。

表2：高端白酒 2024Q2 营收和利润稳健增长，毛利率、归母净利率相对平稳

简称	项目/时间	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
贵州茅台	营收增速	18.7%	20.4%	13.1%	19.8%	18.0%	17.0%
	归母净利润	20.6%	21.0%	15.7%	19.3%	15.7%	16.1%
	增速						
	毛利率	92.7%	91.0%	91.7%	92.7%	92.7%	90.9%
	销售费用率	1.9%	3.3%	3.7%	3.5%	2.5%	4.0%
	归母净利率	52.8%	48.0%	49.2%	48.3%	51.8%	47.7%
五粮液	营收增速	13.0%	5.1%	17.0%	14.0%	11.9%	10.1%
	归母净利润	15.9%	5.1%	18.5%	10.1%	12.0%	11.5%
	增速						
	毛利率	78.4%	73.3%	73.4%	75.6%	78.4%	75.0%
	销售费用率	6.8%	15.4%	11.2%	7.6%	7.5%	17.3%
	归母净利率	40.3%	31.3%	34.0%	35.6%	40.3%	31.7%
泸州老窖	营收增速	20.6%	30.5%	25.4%	9.1%	20.7%	10.5%
	归母净利润	29.1%	27.2%	29.4%	24.8%	23.2%	2.2%
	增速						
	毛利率	88.1%	88.6%	88.6%	87.9%	88.4%	88.8%
	销售费用率	9.1%	11.1%	12.8%	18.9%	7.8%	11.8%
	归母净利率	48.8%	48.4%	47.3%	32.3%	49.8%	44.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

商务消费活动恢复较慢，次高端酒企主动调整经营节奏，业绩延续分化增长。 2024 年二季度受宏观经济影响，商务消费场景恢复节奏相对较慢，次高端酒企由于品牌势能、渠道建设和库存情况不同，因此在业绩表现上存在较大差异。分品牌看，山西汾酒上半年中高价酒、其他酒类收入分别为 164.3 亿元、62.3 亿元，同比分别+17%、+27%。其中 Q2 中高价酒同比+1.5%，其他酒类同比+58.3%。Q2 中高价酒骤降是因为由于青花提价政策导致一季度青花回款、发货较多，二季度公司主动对其控货挺价，减轻了中高端产品市场压力，同时为了平衡增长释放了玻汾配额，加大了杏花村的招商和铺货。舍得酒业 2024Q2 中高档酒/普通酒收入分别为 8.8/1.5 亿元，同比分别-19.3%/-47.3%，中高档酒下滑主要原因是商务需求下降较多，对次高端受影响较大，公司考虑长期发展，未进行持续压货。

表3：2024Q2 次高端品牌收入和净利润增速有所分化

简称	项目/时间	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
水井坊	营收增速	-39.7%	2.2%	21.5%	51.3%	9.4%	16.6%
	归母净利润	-56.0%	508.9%	19.6%	53.2%	16.8%	29.6%
	增速						
	毛利率	83.2%	81.6%	83.7%	83.1%	80.5%	81.5%

	销售费用率	31.9%	41.1%	12.4%	36.8%	35.1%	32.2%
	归母净利率	18.7%	6.4%	39.8%	18.0%	20.0%	7.1%
	营收增速	7.3%	32.1%	7.9%	27.6%	4.2%	-22.7%
	归母净利润	7.3%	14.8%	3.0%	-1.9%	-3.4%	-88.4%
舍得	增速						
酒业	毛利率	78.4%	71.9%	74.6%	72.3%	74.2%	60.9%
	销售费用率	19.3%	15.2%	21.5%	16.5%	16.3%	27.0%
	归母净利率	28.2%	23.2%	21.9%	25.9%	26.1%	3.5%
	营收增速	20.4%	31.8%	13.6%	27.4%	20.9%	17.1%
	归母净利润	29.9%	49.6%	27.1%	2.0%	30.0%	10.2%
山西	增速						
汾酒	毛利率	75.6%	77.8%	75.0%	72.1%	77.5%	75.1%
	销售费用率	8.0%	11.1%	10.6%	13.3%	7.5%	11.5%
	归母净利率	38.0%	30.8%	34.4%	19.4%	40.8%	29.0%
	营收增速	-42.9%	-32.0%	-36.7%	21.7%	-48.8%	-13.3%
	归母净利润	-42.4%	-38.2%	-77.7%	-10.1%	-75.6%	-60.9%
酒鬼	增速						
酒	毛利率	81.5%	77.8%	75.7%	76.6%	71.1%	75.6%
	销售费用率	26.0%	29.7%	36.1%	39.6%	33.9%	35.5%
	归母净利率	31.1%	21.1%	9.4%	10.1%	14.9%	9.5%
	营收增速	15.5%	16.1%	11.0%	-21.5%	8.0%	-3.0%
	归母净利润	15.7%	9.9%	7.5%	-161.3%	5.0%	-9.7%
洋河	增速						
股份	毛利率	76.6%	75.1%	74.9%	69.6%	76.0%	73.7%
	销售费用率	7.4%	16.8%	15.5%	64.2%	8.5%	18.5%
	归母净利率	38.3%	30.7%	27.8%	-6.6%	37.3%	28.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

安徽、江苏省内消费氛围相对较好，大众价位产品增速较快，区域高端延续较好增长。二季度区域头部酒企延续较好增长趋势，江苏和安徽白酒消费较好，主要系两省份经济发展相对景气，大众价位产品实现快速增长。分品牌看，古井贡酒在需求相对平淡下延续稳健增长、韧性相对明显，Q2 营收和归母净利润分别同比+16.8%、+24.6%。口子窖 Q2 高档白酒 13.0 亿元，同比+3.5%；中档白酒 0.13 亿元，同比+4%；低档白酒 0.27 亿元，同比+16.6%，在激烈的竞争环境中以及 2023 年同期较高基数下，公司仍然实现了正增长，主要得益于健康的市场库存以及稳定的厂商关系，也侧面说明大众需求仍有较为坚实的基本盘。

表4：大众高端白酒 2024Q2 业绩保持较好增长趋势

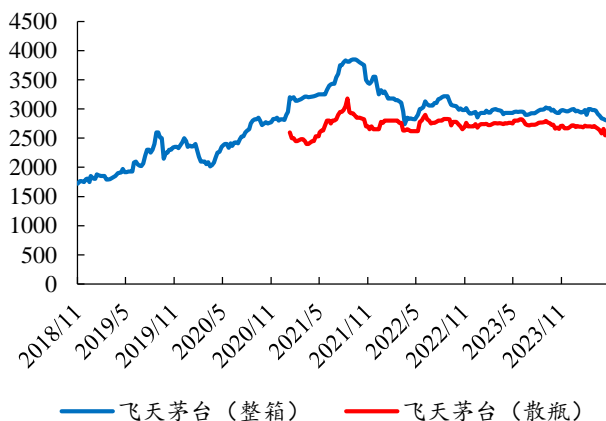
简称	项目/时间	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
	营收增速	24.8%	26.8%	23.4%	8.9%	25.9%	16.8%
	归母净利润增速	42.9%	47.5%	46.8%	49.2%	31.6%	24.6%
古井贡酒	毛利率	79.7%	77.8%	79.4%	79.2%	80.3%	80.5%
	销售费用率	28.8%	24.3%	28.3%	25.0%	27.2%	24.6%
	归母净利率	23.8%	25.6%	22.3%	18.1%	24.9%	27.3%
口子窖	营收增速	21.3%	34.0%	4.7%	10.4%	11.1%	5.9%

	归母净利润增速	10.4%	22.8%	8.4%	6.9%	10.0%	15.1%
	毛利率	76.6%	70.5%	77.8%	75.1%	76.5%	75.0%
	销售费用率	12.7%	14.9%	15.4%	12.7%	12.1%	18.8%
	归母净利率	33.7%	23.6%	32.7%	24.6%	33.3%	25.7%
	营收增速	27.3%	30.6%	28.0%	26.7%	22.8%	21.5%
今世缘	归母净利润增速	25.2%	29.1%	26.4%	18.8%	22.1%	16.9%
	毛利率	75.4%	72.9%	80.7%	88.4%	74.2%	73.0%
	销售费用率	15.9%	13.1%	24.5%	35.8%	14.2%	12.2%
	归母净利率	33.0%	36.7%	24.5%	28.8%	32.8%	35.3%
迎驾贡酒	营收增速	21.6%	28.6%	21.9%	18.8%	21.3%	19.0%
	归母净利润增速	27.2%	59.0%	39.5%	26.0%	30.4%	28.0%
	毛利率	71.2%	70.6%	73.0%	70.7%	75.1%	71.1%
	销售费用率	6.4%	12.0%	8.3%	9.1%	6.7%	10.0%
	归母净利率	36.5%	29.7%	35.6%	33.0%	39.3%	31.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

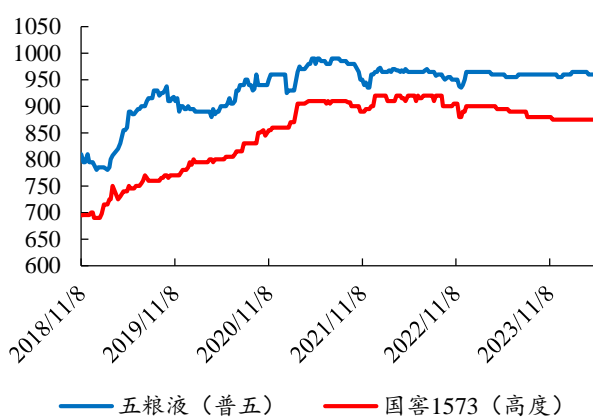
展望 2024 年全年，经济逐步复苏下，高端白酒价格有望企稳回升。2024 年春节前期间受益于高端礼赠需求较高，高端白酒整体批价相对平稳。春节后高端白酒批价普遍有所下滑，一方面行业进入淡季，消费需求有所减少；另一方面贵州茅台在巽风平台投放 375ml 飞天茅台，引发传统渠道担忧，导致茅台酒价格下滑。但长期来看高端白酒批价有望迎来稳步上升趋势，一方面当前消费场景恢复较快，高端宴请和礼赠需求得到释放；另一方面随着促经济政策逐步推出，社会经济活跃度开始稳步恢复，商务活动有望逐步增多。此外，高端酒企也将通过产品结构调整来提升整体均价水平，2024 年贵州茅台将加大非标酒和 1935 投放，推进精品、珍品、生肖酒、二十四节气酒等产品，通过差异化产品推动整体均价水平提升。五粮液对普五进行缩量 and 上调出厂价格，普五批价已逐步企稳回升，有望向千元价格带进发，同时将通过文创和定制产品投放，打造超高端产品矩阵，进而拉动普五品牌影响力提升。泸州老窖将坚持高低度国窖协同运作，高度国窖稳步推进控量挺价策略，紧跟五粮液向上挺价，打造高端品牌影响力，低度国窖承担放量增长，主要在华北等地区培育消费氛围。

图32：飞天（散瓶）价格 2024 年有所波动（单位：元）



数据来源：今日酒价、开源证券研究所

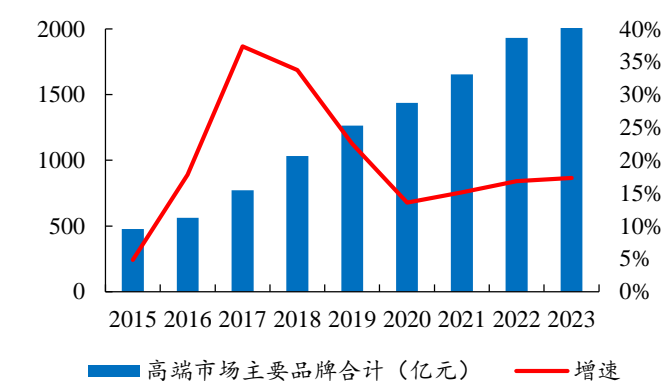
图33：五粮液和国窖价格波动前行（单位：元）



数据来源：今日酒价、开源证券研究所

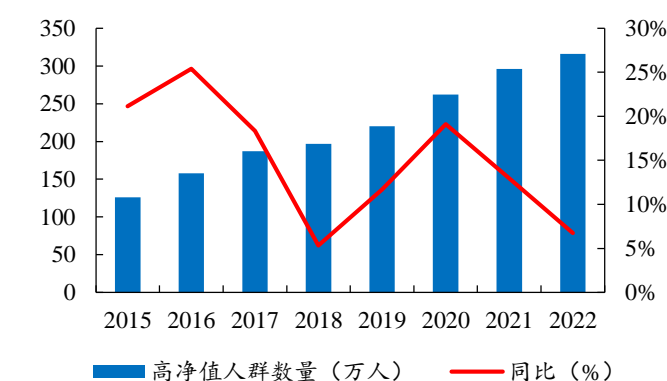
长期来看，**高端酒确定性与成长性兼备**。居民消费持续升级是高端白酒扩容的基础。2013 年以来我国居民收入快速增长，平均财富水平不断增加。一方面中产阶级不断扩容，另一方面富裕阶层财富水平也持续提升。随着财富的提升，消费信心增加，消费者更多的追求高价格、高品质、能体现个人财富地位的商品。2015-2023 年，高端白酒市场规模复合增速 21.5%，随着高净值人群数量和资产量的提升，高端白酒市场仍将持续扩容。

图34：高端白酒规模持续增长



数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

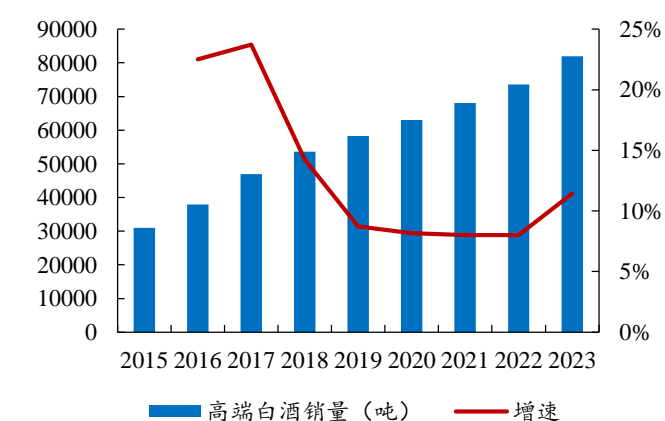
图35：高净值人群数量持续增长（单位：万人）



数据来源：Wind、开源证券研究所

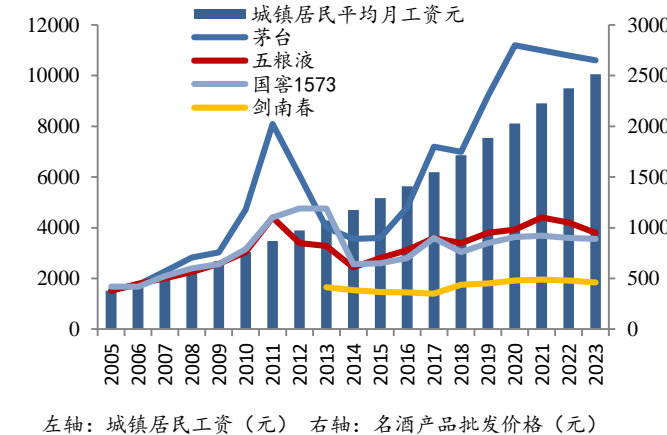
拆分来看，**高端白酒量价均有提升空间**。高端白酒（茅五泸）2023 年销量约 8.2 万吨，2015-2023 年复合增速 12.9%，受益于消费升级和品牌化带动，预计未来高端酒销量仍能保持年均 6%-10%左右增速。2023 年 11 月 1 日，飞天茅台宣布出厂价提升 20%，终端指导价格不变，预计后续仍有提价动力和空间，打开了高端白酒价格的天花板，因此考虑到居民消费水平提升幅度与高端白酒产能的稀缺性，预计目前高端白酒价格仍有提升空间。

图36：高端酒（茅五泸）历史销量增长稳健



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图37：高端酒价格仍在可接受范围内



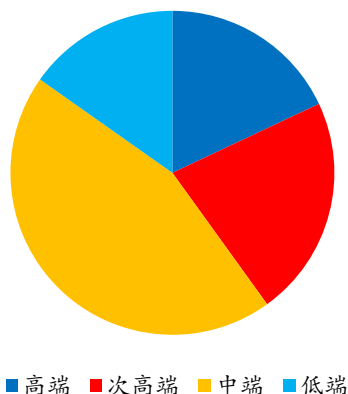
数据来源：Wind、今日酒价、开源证券研究所

2020-2023 年受到经济环境影响，次高端白酒经营状态波动较大。部分次高端企业仍处于渠道巩固、空白渠道建设阶段，产品使用场景以商宴为主。相较高端白酒家喻户晓的品牌知名度以及区域白酒多年完善的渠道建设，部分次高端企业自 2015 年-2020 年才陆续重塑经销商体系，重点市场深耕程度仍有不足（山西汾酒大基地市场质量较好），仍有较多潜力市场等待开发：水井坊 2015 年开始重塑通路、酒鬼酒

2019 年正式开始以内参为先锋发力全国，舍得酒业 2020 年开始重新大规模招商。2020 年以来线下消费场景受限令空白市场招商和销售员异地拓展阶段性受阻，消费者培育活动开展难度加大。次高端产品主要使用场景是商务宴请、企业活动等，疫情防控常态化对该场景影响较大，次高端酒企阶段性面临的调整和压力会较高端和大众产品更大一些。

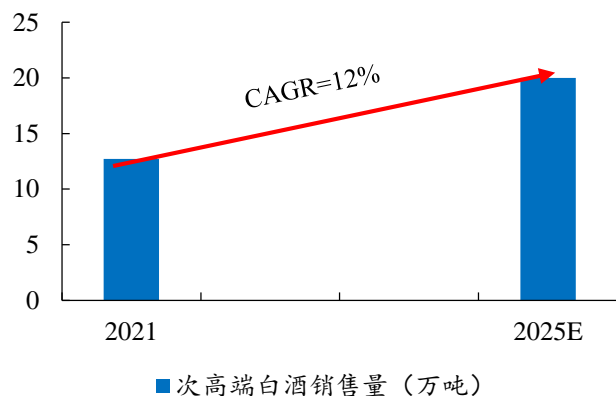
中长期经济复苏将拉动次高端酒价格带上移，次高端仍是成长潜力最大价格带。次高端酒消费升级与经济环境相关性较大，一方面在服务业、制造业经营改善后，居民就业率和收入水平得到提升，推动白酒消费升级趋势延续，大量 100-300 元消费群体将向升级至 300 元以上价格带，进而拉动次高端白酒价格提升。另一方面，经济增长下高端白酒批价将先于次高端白酒提升，随着五粮液和泸州老窖提升至千元价位后，将进一步打开次高端价格上限，为次高端酒价格上移提供良好环境。

图38：预计 2023 年销售额角度看次高端占比较低



数据来源：中商情报网、开源证券研究所

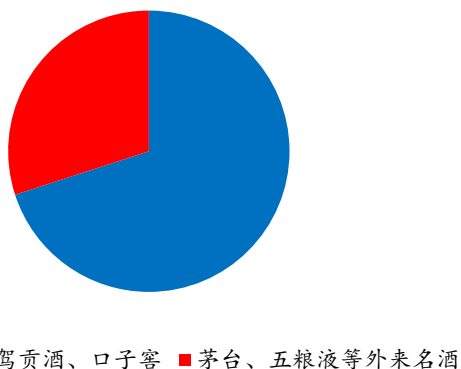
图39：销量角度看次高端销量仍有提升空间



数据来源：观研报告网、开源证券研究所

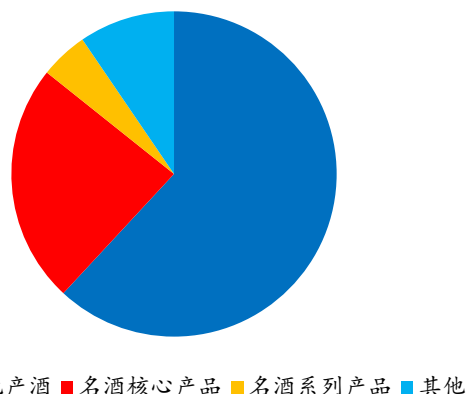
增量放缓背景下，区域酒企在基地市场集中度提升速度加快。面对严峻的行业环境，强势地产酒一方面通过强大的组织能力，进一步加大费用投入，咬定全年目标不放松。另一方面，渠道主动抛弃新兴品牌，加强与传统品牌的合作，区域强势市场份额进一步提升，从而实现了业绩的稳定增长。反观三四线弱势地产白酒，面对强势品牌的大力抢夺，弱势地产酒品牌营收普遍出现大幅下滑。

图40：2023 年安徽省白酒市场 CR3 占比超 70%



数据来源：酒业家、开源证券研究所

图41：2023 年江苏省地产酒市占率超 60%



数据来源：酒说、开源证券研究所

长期展望来看，区域白酒持续升级是主要增长动力。目前全国大部分地区大众宴席主流消费价格带区大部分在 200 元及以下，近年来区域强势酒企也在大本营市场积极推进产品升级，凭借坚实的渠道基础和消费者品牌忠诚度，近年来普遍在 300-500 元价格带布局上有了良好的成果，未来结构升级将是大众酒龙头业绩增长的主要驱动力之一。

总结：1、先量后价，销量的增长是价格恢复的先行阶段。2024 年随着消费场景快速恢复，白酒销量有望实现较好提升，上半年场景修复下白酒完成库存去化，下半年多数酒企将以正常状态开展市场活动。

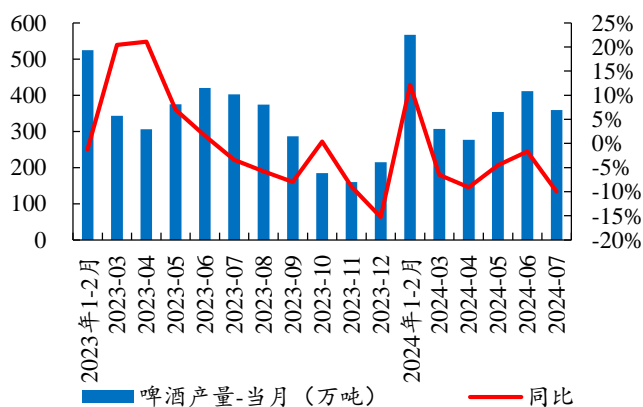
2、行业生态健康，需求持续恢复，价格有望实现从企稳到回升。对价格和升级趋势的担忧成为压制行业估值的主要因素。随着宏观经济形式逐步好转，经济增速和人均收入稳步提升，居民消费水平有望在 2024 年下半年逐步提升，推动白酒价格回升，行业重新进入量价良性循环。

3、高端兼具稳定性和成长性，次高端将跟随经济迎来弹性增长，区域龙头酒企持续加强竞争力。同时在分化进一步加剧的背景下，我们建议选择管理机制好、营运能力强的公司，推荐贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、五粮液。

3.2、啤酒：2024Q2 啤酒需求承压

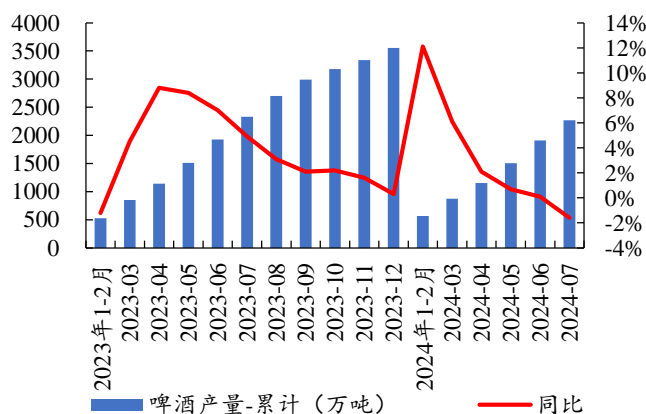
2024Q2 啤酒产量同比转负，旺季需求承压。2024 年 1-7 月国内啤酒累计产量同比降 1.6%，其中 4 月、5 月、6 月、7 月啤酒产量同比分别降 9.1%、降 4.5%、降 1.7%、降 10%；从节奏来看，4-6 月并未延续 2024Q1 积极备货的趋势，虽然当月增速降幅逐月收窄，需求仍较低迷，我们认为主因餐饮需求疲软、基数较高、极端天气增多等因素影响导致啤酒销量、结构均承压。2024 年 7 月啤酒快速下降 10%，我们认为主因 2024 年 4-6 月动销偏弱，企业收缩生产规模，行业短期延续 2024Q2 需求疲弱趋势。

图42：2024 年 7 月啤酒产量同比降 10%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：2024 年 1-7 月啤酒累计产量同比降 1.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2024Q2 餐饮需求疲软，行业营收增速有所放缓。2024Q2 主要上市啤酒企业营收大多数实现正增长，但龙头企业呈现较大压力。各企业量价表现略有分化，其中吨价方面，2024Q2 青岛啤酒、重庆啤酒吨价分别同比-0.8%、+0.0%（2024Q1 为+2.5%、+1.8%），全国性龙头企业明显承压，主因餐饮渠道需求疲软导致产品结构承压。销量方面，2024Q2 青岛啤酒、重庆啤酒同比分别-8.0%、+1.5%（2024Q1 为-7.6%、+5.2%），

全国性龙头因为餐饮消费疲软、雨水天气增多及高基数等影响，销量有所承压。

表5：2024Q2 单季啤酒上市公司营收增速有所分化

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
青岛啤酒	16.27%	8.16%	-4.58%	-3.37%	-5.19%	-8.89%
重庆啤酒	4.52%	9.64%	6.51%	-3.76%	7.16%	1.54%
珠江啤酒	18.75%	11.35%	5.94%	1.16%	7.05%	8.07%
燕京啤酒	13.74%	7.65%	8.53%	-4.41%	1.72%	8.79%
惠泉啤酒	7.04%	12.46%	4.15%	-64.66%	2.86%	-1.33%
兰州黄	1.42%	-17.80%	-10.64%	-11.73%	-26.86%	4.05%
*ST 西发	-19.16%	-21.91%	228.62%	46.47%	-0.70%	81.12%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2024Q2 受益原料价格下行带动吨成本下降，大多啤酒企业毛利率改善。从毛利率表现来看，2024Q2 啤酒企业毛利率大多有所改善，其中青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒等毛利率同比+2.71pct、-1.00pct、+4.87pct、+2.67pct。啤酒板块毛利率同比改善主因成本下降，叠加部分吨价提升主力毛利率提升。吨成本有所下降，其中主因麦芽、纸箱等包材原料价格下降。从销售费用率来看，主流酒企销售费用率稳中有升，主因收入承压、市场竞争投入在增多。从净利率来看，啤酒企业净利率大多有所提升，主因成本改善。

2024Q2 龙头净利润增速回落。2024Q2 大部分企业均实现利润正增长，主要受益于成本下降叠加吨价略有提升，带动盈利能力提升。从利润弹性来看，各企业表现趋于收敛，青岛啤酒、重庆啤酒归母净利润增速回落，珠江啤酒利润释放弹性主因毛利率大幅提升。

表6：2024Q2 多数啤酒企业毛利率同比提升

证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
青岛啤酒	38.32%	40.08%	40.93%	27.47%	40.44%	42.79%
重庆啤酒	45.16%	51.45%	50.53%	48.79%	47.90%	50.45%
珠江啤酒	40.79%	48.24%	45.74%	27.70%	42.13%	53.11%
燕京啤酒	36.78%	45.66%	47.96%	-6.57%	37.18%	48.33%
惠泉啤酒	26.45%	34.11%	33.19%	-34.70%	30.64%	35.57%
兰州黄河	15.32%	25.53%	26.35%	-16.74%	10.81%	16.51%
*ST 西发	33.60%	24.09%	30.08%	30.40%	33.05%	39.47%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：2024Q2 主流酒企销售费用率同比稳中有升

证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
青岛啤酒	13.84%	8.32%	11.67%	41.42%	12.83%	8.75%
重庆啤酒	12.95%	15.93%	15.60%	33.10%	13.13%	17.20%
珠江啤酒	15.36%	13.34%	13.09%	23.43%	16.62%	13.06%
燕京啤酒	12.49%	9.37%	15.89%	-0.58%	11.93%	10.01%
惠泉啤酒	9.09%	4.42%	1.13%	15.18%	9.09%	6.71%
兰州黄河	11.90%	21.72%	15.46%	24.67%	16.17%	27.83%
*ST 西发	2.65%	2.89%	1.78%	1.74%	2.30%	3.42%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：2024Q2 大多数啤酒企业净利率同比提升

证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
青岛啤酒	13.76%	18.45%	16.17%	-21.99%	15.99%	21.15%
重庆啤酒	19.34%	21.51%	21.36%	0.15%	20.94%	19.71%
珠江啤酒	8.87%	16.49%	15.90%	-2.12%	11.37%	20.49%
燕京啤酒	2.55%	12.66%	11.42%	-16.75%	3.61%	16.66%
惠泉啤酒	0.56%	10.30%	17.26%	-68.98%	3.54%	12.81%
兰州黄河	-12.52%	61.33%	-10.46%	-176.89%	-15.37%	-20.72%
*ST 西发	-43.22%	-17.41%	-7.07%	80.24%	10.61%	20.95%

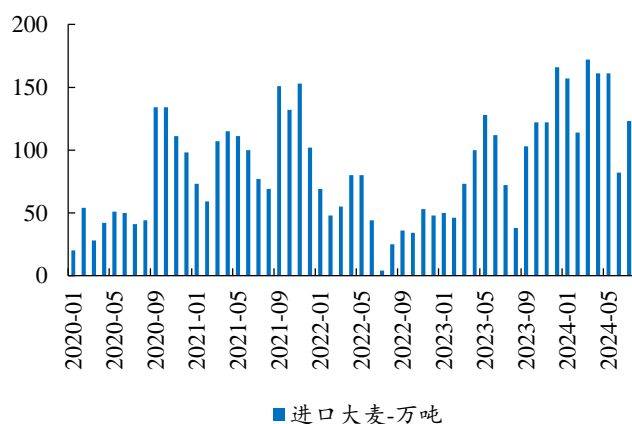
数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：2024Q2 主流酒企归母净利润增速趋于收敛

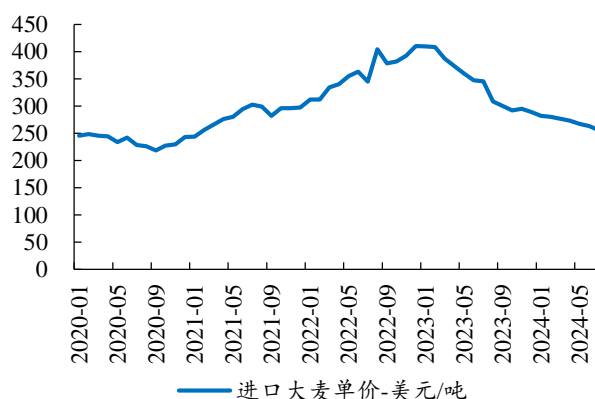
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
青岛啤酒	28.86%	14.40%	4.75%	-15.01%	10.06%	3.55%
重庆啤酒	13.63%	23.52%	5.32%	-109.23%	16.78%	-5.99%
珠江啤酒	22.15%	15.06%	8.03%	-171.86%	39.37%	35.63%
燕京啤酒	7373.28%	28.47%	37.37%	2.78%	58.90%	45.91%
惠泉啤酒	152.38%	20.03%	26.73%	-68.59%	468.51%	23.62%
兰州黄河	9.19%	-21.60%	84.99%	-482.62%	70.92%	-135.74%
*ST 西发	-252.95%	-17.77%	46.27%	176.37%	102.74%	180.74%

数据来源：Wind、开源证券研究所

短期景气度低迷，关注行业竞争趋势和成本趋势。2024H1 受消费力下行、餐饮需求疲软影响，主流酒企量价表现有所回落，中高档啤酒竞争逐渐激烈、增速放缓，行业高端化进程阶段性告一段落。2024Q2 开局主流酒企表现有所分化，吨价增长趋于收敛，销量亦承压。成本方面，随着澳洲大麦双反政策取消之后，大麦成本显著下降，2024 年大麦进口量同比快速增长，玻瓶等成本亦有所下降，一定程度缓解盈利压力。从全年来看，行业景气度预计仍将低迷，餐饮需求、场景修复、气候和天气扰动因素增多，行业竞争或将加剧。

图44：2023 年 4 月以来进口大麦数量持续增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

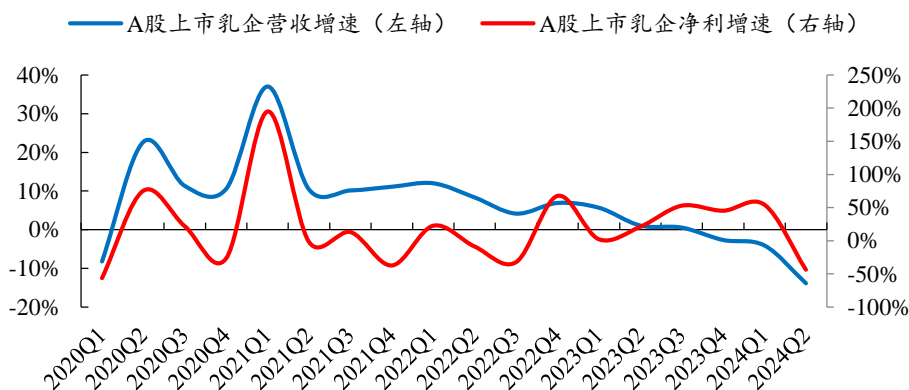
图45：2023 年以来大麦进口均价持续回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、乳制品：乳制品需求仍承压，行业竞争理性

奶价下行叠加需求恢复不及预期，2024Q2 乳企营收、净利均承压。随着上游奶价持续下行，下游需求恢复不及预期，终端动销压力较大，二季度乳企主要工作为消化渠道库存，上市乳企 2024Q2 营收同比-13.8%；尽管奶源成本红利仍存，但受渠道库存调整、买赠促销力度加大的影响，2024Q2 上市乳企净利同比降 43.7%。尽管短期行业发展承压，但长期来看，中国人均牛奶饮用量仅为世界平均水平的三分之一，且各个子行业发展程度不一，未来乳制品行业发展空间广阔。

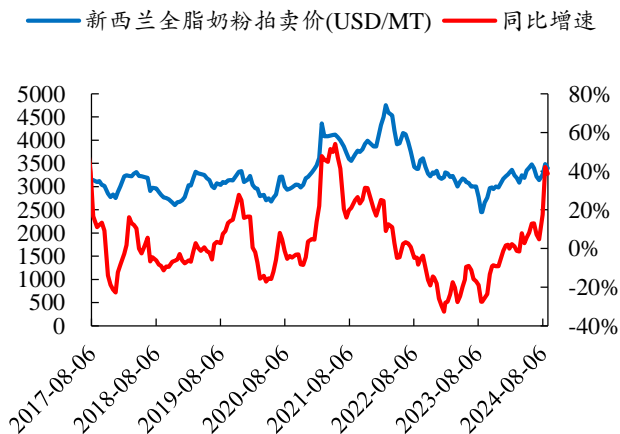
图 48：2024Q2 A 股上市乳企营收同比降 13.8%，净利同比降 43.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

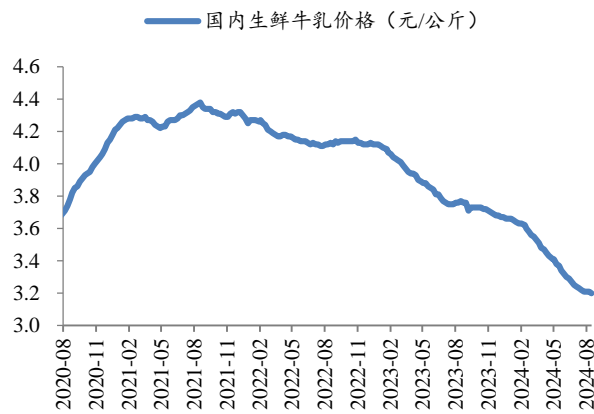
奶价延续下行趋势，预计下半年压力趋缓。2024Q2 原奶供需环境仍宽裕，原奶价格延续下行趋势。2024 年 8 月 29 日，国内生鲜乳价格 3.2 元/公斤，同比-15.7%，奶价继续下行；2024 年 9 月 3 日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3396 美元/吨，环比-2.5%，同比+38.6%，出现回升。2024 年上半年需求持续弱复苏，上游奶源供给逐步出清、渠道调整成效显著，预计下半年原奶价格下行压力逐渐趋缓。长期看，我国奶牛存栏量仍处低位，随着环保政策严格、土地资源紧缺下，奶源供给增长仍较为缓慢；乳制品需求旺盛、上下游合作深化下，预计未来原奶长期会处于供需紧平衡状态，原奶价格相对平稳。

图46：2024 年 9 月 3 日全脂奶粉中标价同比+38.6%



数据来源：GDT、开源证券研究所

图47：2024 年 8 月 29 日生鲜乳价格同比-15.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2024Q2 乳制品行业促销力度略加大，全年仍将保持理性。2024Q2 原奶供给充裕，乳制品需求仍偏弱，叠加渠道库存调整的影响，行业促销力度略有加大。展望全年，原奶价格延续下行趋势，但因乳制品龙头企业均重视盈利能力提升，预计行业竞争仍较为理性。往长期展望，龙头乳企伊利股份、蒙牛乳业均要求保证盈利能力基础上的收入增长，费用投放更倾向于在品牌等方面投入，形成品牌渠道合力，进一步增强企业核心竞争力，预计长期行业竞争会较为理性。

行业集中度可持续提升，龙头领先优势稳固。2024 年上半年龙头伊利股份领先优势稳固，2024H1 公司液体乳、成人奶粉市场份额继续稳居细分市场第一。龙头伊利股份、蒙牛乳业不断升级产品结构、坚持精耕策略、完善上游奶源战略布局、持续提升品牌力，领先优势稳固，毛利率持续提升，市场份额仍有望不断扩大，乳制品行业集中度有望持续提升。

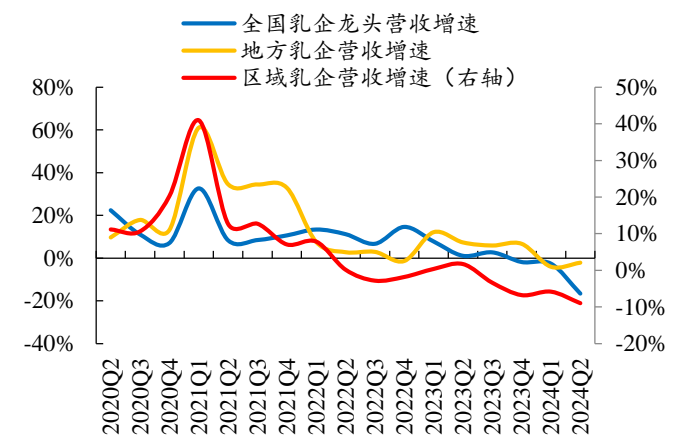
乳企营收均有下滑、净利稳步增长，全国乳企净利率改善明显。根据乳企规模和经营地域大小分类来看，全国性乳业（如伊利股份）多业务发展，需求恢复不及预期，伊利股份主动进行渠道库存调整，营收有所下滑，2024Q2 营收同比降 16.6%，其中液体乳同比降 19.6%，是受影响较大的品类；受益原奶价格下行、产品结构改善，2024Q2 毛利率同比提升 1.1pct 至 33.8%；由于渠道结构调整及品牌建设方面投入增加，2024Q2 销售费用率同比提升 2.5pct 至 20.6%；2024Q2 扣非后净利率同比下降 1.7pct 至 5.9%。区域乳企（如光明乳业、新乳业、三元股份）2024Q2 营收降 9.0%，净利降 25.9%，归母净利率降 0.8pct 至 3.4%。区域性乳企整体营收下滑，但部分乳企积极推动主业发展，如新乳业推动鲜奶、低温奶等高毛利主业增长，二季度营收基本保持平稳；持续推进产品结构优化、费用投入优化下净利率明显提升。地区乳企（如燕塘乳业、天润乳业）收入也在下降，同时奶源自给率提升下面临牛只处置损失增加，对利润影响增大，2024Q2 营收降 2.1%，净利降 77.2%，归母净利率降 9.6pct 至 2.9%。

乳制品行业估值较低，仍具配置价值。受宏观经济影响，乳制品行业弱复苏，不同子行业处于不同阶段，传统常温液态奶行业双寡头格局稳定，龙头注重净利率提升，竞争较为理性且偏于长期品牌投入；低温奶行业各个区域乳制品企业区域割据，仍处于跑马圈地时期。目前乳制品行业整体估值较低，未来可关注：（1）行业整体复苏，龙头乳企估值可修复；（2）所处子行业仍快速增长，盈利能力持续改善的公司。

推荐护城河稳固，领先优势稳固，多业务布局的龙头伊利股份。伊利股份具备产品、渠道优势，领先地位稳固。（1）产品端，布局多元品类，持续创新乳制品、探索非乳品类，完善业务版图。一方面以常温液奶为核心，伴随消费能力复苏，借助丰富产品矩阵及创新升级打造品牌力，夯实核心业务优势；另一方面继续在奶粉板块的优势和潜力，新品持续发力，聚焦功能属性不断积累成人营养品的研发实力和运营能力，进一步优化产品结构；同时积极寻找新的消费趋势和机会，布局非乳品类。（2）渠道端，坚持传统渠道优势并进一步进行渠道深耕，同时积极尝试新兴渠道，打造多元渠道和 B 端运营能力。此外，公司国际化业务发展良好，产品已进入东南亚、美国、非洲等市场，同时优化全球供应链网络布局，未来有望借助全球经营网络加快国际化步伐。同时，公司充分发挥龙头企业作用，面对行业变化积极进行渠道调整，在长期维度上确保渠道健康度、正向促进盈利水平。展望 2024 年全年，行业竞争理性、业务结构优化下预计公司毛利率会有一定提升；受奥运、文旅等广告投放增加、渠道调整中营销投入增加的影响，预计销售费用率平稳略增，

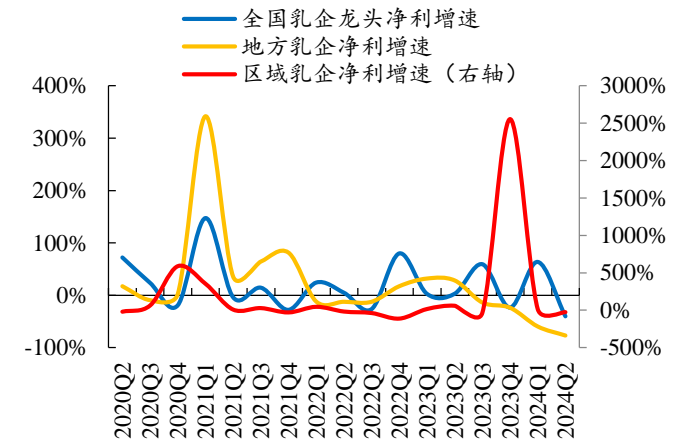
目前渠道调整已基本完成，未来公司轻装上阵，把握中秋国庆双节、春节备货机会，叠加奥运营销成效显著，下半年营收、净利环比有望改善。长期来看，伊利股份集中度有望持续提升、多元化、全球化布局下业绩有望稳步增长，仍具有配置价值。

图 51：2024Q2 各类型乳企营收均下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 52：2024Q2 各类型乳企净利均下滑

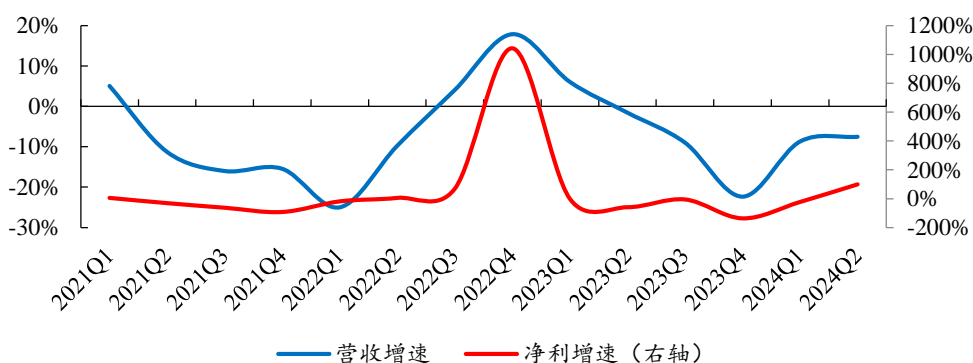


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4、肉制品：猪价上行背景下屠宰利润改善，肉制品吨利仍维持高位

2024Q2 行业营收、净利均下滑。肉制品上市企业 2024Q1 实现营收 252.1 亿元，同比降 7.5%；实现净利 12.8 亿元，同比增 99.9%。双汇发展 2024Q2 屠宰营收同比降 15.8%，一是因为行业竞争激烈，公司主动放弃部分低毛利渠道，从而影响了量；二是因为 2023Q2 低猪价背景下冻品储备扩大、屠宰基数较高，而 2024Q2 在猪价上行背景下，屠宰量明显下降；屠宰利润同比增 7.9%，二季度随着猪价的上涨，生鲜品业务的盈利已经明显改善，同比转正。同时，得益于成本控制和产品结构调整，肉制品盈利能力较好，上半年吨利创历史新高。

图 53：2024Q2 A 股上市肉企营收同比下降 7.5%，净利同比增加 99.9%

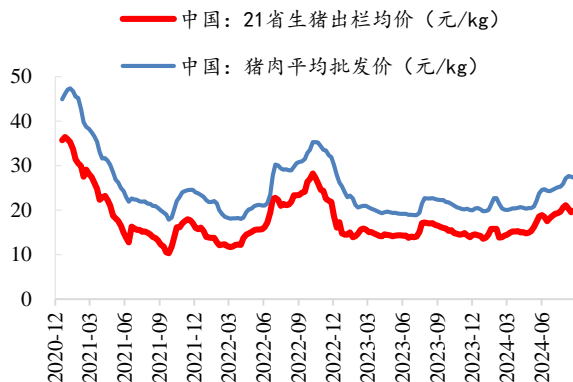


数据来源：Wind、开源证券研究所

二季度屠宰量有所下降、生猪存栏量下降，预计下半年屠宰量逐渐恢复。2024Q2 生猪定点屠宰企业屠宰量为 7660 万头，同比降 7.9%。生猪存栏同比下降，2024 年 6 月生猪存栏同比降 4.6%；2024 年 7 月，能繁母猪存栏 4041.0 万头，同比-5.4%，环比+0.1%。2024 年二季度在猪价上行背景下，双汇发展屠宰量明显有所下降。但全年维度来看，随着下半年消费旺季到来，低成本冻品库存量下降，屠宰量有望逐渐恢复增长，叠加积极开拓增加网点数量，预计 2024 年屠宰业务量和利润均有望增长。

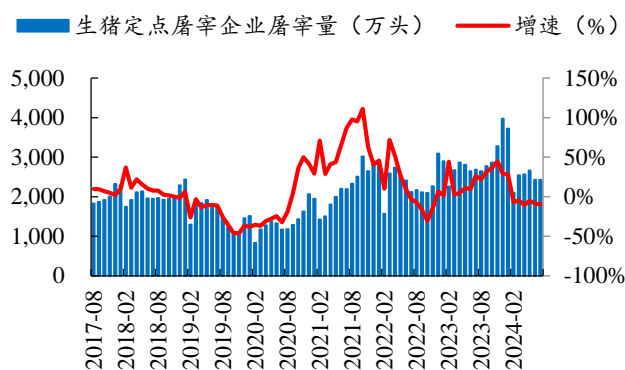
预计 2024 年下半年猪价高位运行。9 月 7 日，生猪出栏价格 19.9 元/公斤，同比+19.2%，环比+1.8%；猪肉价格 27.3 元/公斤，同比+21.2%，环比-0.9%。2024 年 6 月生猪存栏同比-4.6%。二季度猪价上涨，在国家政策支持、生猪养殖恢复态势下，预计下半年猪价高位运行，且全年价差波动较大，有利于屠宰业务增厚利润。

图48：2024年9月7日猪肉价格同比+21.2%



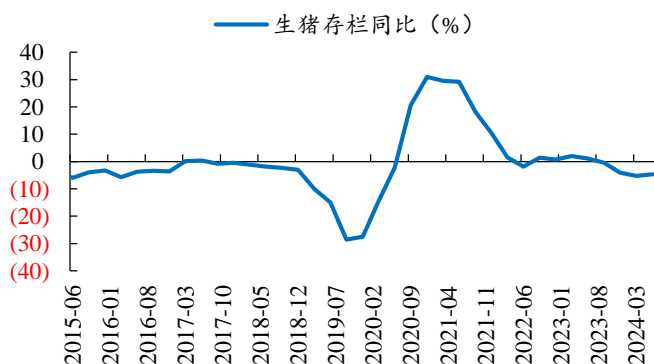
数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：2024年二季度生猪定点屠宰量同比降9.5%



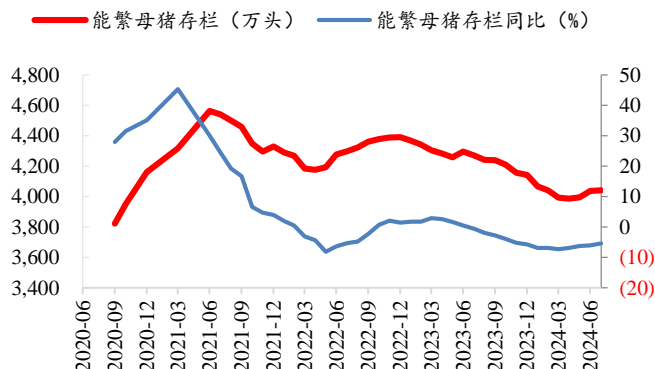
数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：2024年6月生猪存栏数量同比-4.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图51：2024年7月能繁母猪存栏数量同比-5.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

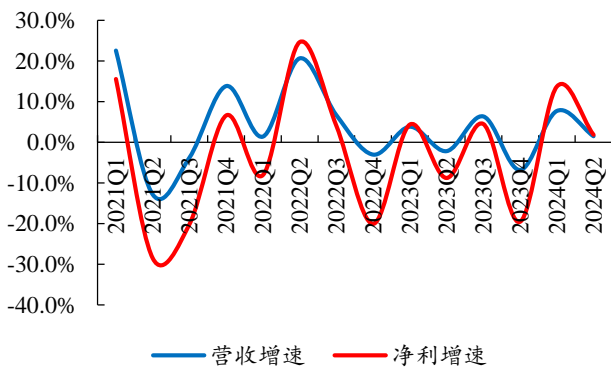
预计 2024 年肉制品吨利可维持高位。2024Q2 龙头双汇发展肉制品销售收入同比下滑 15.2%至 55.8 亿元，营业利润同比降 4.6%至 14.4 亿元，量利均下降，主因市场需求不振、终端压缩库存。而成本控制和产品结构调整下肉制品盈利能力较好，2024H1 吨利同比+17%。展望 2024 年全年：（1）继续推进网点倍增计划，并加大对会员超市、休闲零食、便利店等新兴渠道的开发，并加强渠道专业化运作；（2）聚焦主导新品，加强培育推广，持续推进结构调整；（3）加大市场费用并精准参与市场竞争。全年吨利有望维持高位，整个肉制品业务有望保持销量稳定、利润增长。

推荐已形成产业闭环，布局新赛道，吨利长期稳中有升的龙头双汇发展。双汇发展采用自繁自养方式布局养殖业，构建养殖、屠宰、肉制品加工和销售的产业闭环后，可进一步平滑成本波动，增强产业协同效应，提升屠宰及肉制品业务的盈利能力。展望 2024 年，随着猪价上行及下半年消费旺季，公司屠宰业量和利润均有望增长，肉制品方面有望实现销量稳定、利润增长，此外依托原料、加工、渠道优势布局预制菜等新板块亦有望贡献业绩增量。

3.5、调味品：收入表现分化，龙头韧性凸显

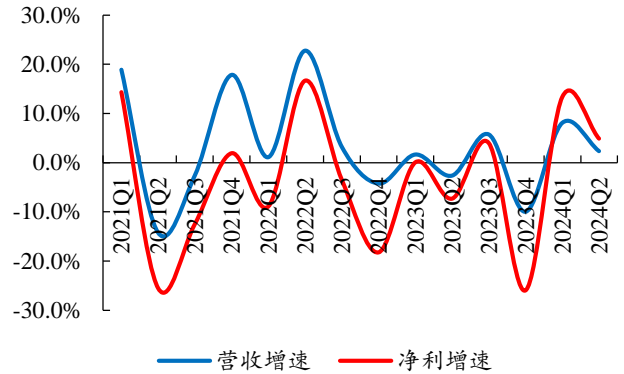
调味品上市公司 2024Q2 营收增速环比放缓，盈利能力同比改善、环比略有回落。2024Q2 调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技，中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据）整体实现营业收入 108.4 亿元，同比增长 1.5%；整体归母净利润（中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据）为 21.0 亿元，同比+1.8%。我们观察酱醋公司，2024Q2 营收/净利润分别同比增长 2.3%/4.9%，稳定增长，但从环比角度看增速略有回落。我们认为 2024Q2 调味品企业收入平稳微增，但增速环比 Q1 略放缓，主要系：（1）2024Q2 终端需求较为疲软，商超渠道人流量下滑，餐饮渠道复苏不及预期；（2）市场竞争加剧，促销优惠及返利等增加，销售均价增长承压；（3）部分企业对公司内部进行改革调整，同时进行渠道优化，对短期营收增长产生一定影响。

图52：2024Q2 调味品营收净利分别同增 1.5%/1.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中炬高新采用调味品业务美味鲜子公司数据）

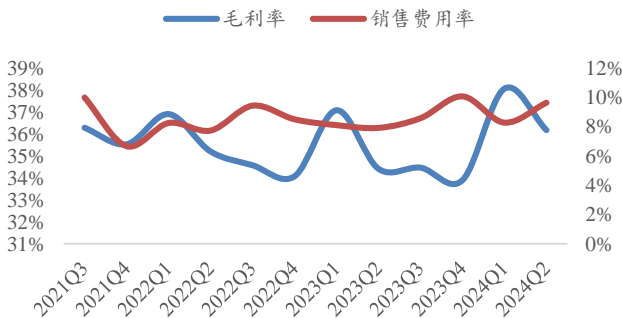
图53：2024Q2 酱醋公司营收净利分别同增 2.3%/4.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中炬高新采用调味品业务美味鲜子公司数据）

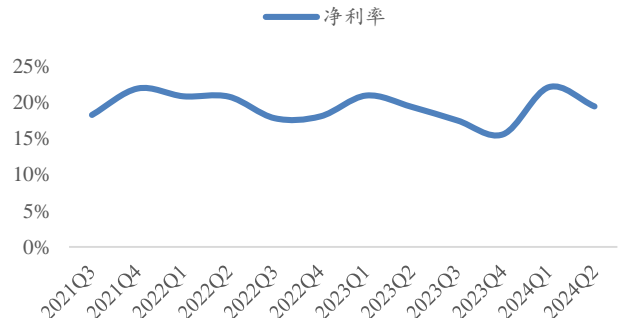
从盈利能力来看，2024Q2 调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技）的毛利率分别为 36.2%，同比/环比分别+1.8pct/-1.9pct，毛利率同比提升主要系原材料成本同比下降所致，环比略有降低主要系竞争加剧带来的促销优惠等政策增加，部分公司则是由于低毛利率产品占比在淡季提升等产品结构的影响；2024Q2 调味品上市公司整体销售费用率为 9.6%，同比、环比均有所提升，分别提升 1.7pct/1.4pct，可见各企业在 2024Q2 均加大了市场费用投入力度。2024Q2 调味品上市公司净利率为 19.4%，同比提升 0.1pct，但环比下滑 2.7pct。

图54：2024Q2 调味品上市公司毛销差环比收窄

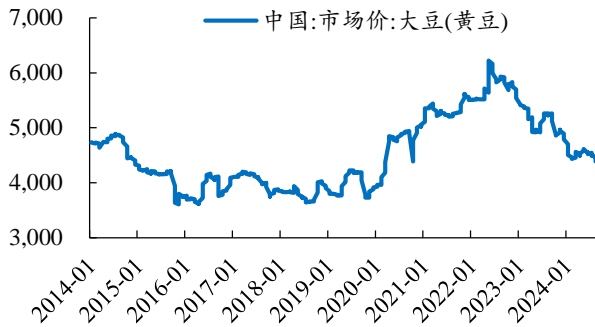


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据，以公司整体销售费用作为美味鲜销售费用估计）

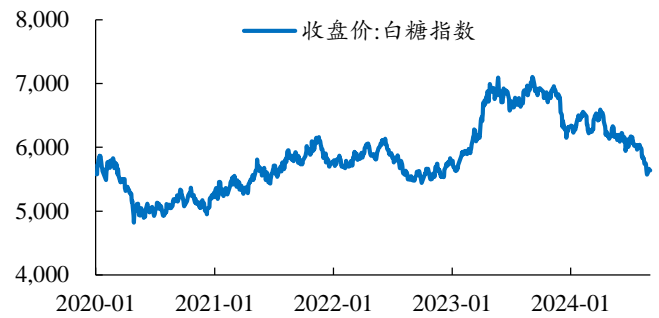
图55：2024Q2 调味品上市公司净利率同比+0.1pct



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据）

图56：2024年以来大豆市场价均价（元/吨）持续回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

图57：2024年以来白砂糖指数持续走低


数据来源：Wind、开源证券研究所

2024Q2 重点调味品公司收入表现出现分化。就调味品六家重点公司（海天味业、中炬高新、恒顺醋业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品）来看，2024Q2 收入实现增长的公司仅两家，分别为海天味业及恒顺醋业，分别为酱油行业及食醋行业的龙头，其他调味品公司均出现了不同程度的下滑，龙头韧性凸显。盈利能力层面，仅海天味业净利率同比提升，归母净利润实现双位数增长，其他调味品公司在市场竞争过程中，归母净利润 2024Q2 均出现了双位数的下滑。综合来看，龙头在市场需求疲软、竞争加剧背景下的韧性凸显。

表10：调味品重点公司 2024Q2 盈利能力有所优化

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	
营收增速	海天味业	-3.2%	-5.3%	2.2%	-9.3%	10.2%	8.0%
	中炬高新	1.5%	-1.4%	-0.4%	-14.4%	8.6%	-12.0%
	——美味鲜	7.9%	0.9%	3.9%	-13.4%	10.2%	-12.1%
	恒顺醋业	7.1%	-13.9%	0.0%	2.4%	-24.9%	3.4%
	千禾味业	69.8%	33.8%	48.4%	-0.8%	9.3%	-2.5%
	涪陵榨菜	10.4%	-21.3%	-1.5%	-0.8%	-1.5%	-3.4%
	天味食品	21.8%	12.7%	16.4%	17.0%	11.3%	-6.8%
毛利率	海天味业	36.9%	34.7%	34.5%	32.3%	37.3%	36.3%
	中炬高新	6.1%	7.0%	7.7%	6.7%	7.1%	6.3%
	恒顺醋业	35.1%	36.5%	26.1%	33.6%	41.4%	32.5%
	千禾味业	39.0%	37.4%	36.9%	35.4%	36.0%	35.2%
	涪陵榨菜	56.3%	48.8%	45.7%	50.6%	52.1%	49.2%
	天味食品	40.6%	31.1%	38.1%	40.3%	44.1%	33.3%
销售费用率	海天味业	5.2%	5.6%	5.6%	4.9%	5.5%	6.6%
	中炬高新	8.6%	8.4%	8.1%	10.7%	7.7%	14.8%
	恒顺醋业	12.4%	16.2%	12.8%	35.8%	17.0%	16.3%
	千禾味业	11.7%	13.5%	11.9%	11.9%	11.8%	16.0%
	涪陵榨菜	17.8%	9.4%	11.7%	13.2%	12.2%	12.1%
	天味食品	14.8%	11.4%	15.6%	18.5%	17.0%	10.7%
净利率	海天味业	24.6%	23.1%	21.7%	22.0%	24.9%	23.7%

	中炬高新	11.0%	12.0%	13.1%	250.3%	16.1%	9.8%
	——美味鲜*	11.5%	13.1%	13.0%	7.5%	16.7%	13.4%
	恒顺醋业	11.9%	9.6%	2.9%	-11.0%	12.0%	7.1%
	千禾味业	17.7%	15.6%	16.3%	16.4%	17.3%	13.8%
	涪陵榨菜	34.4%	36.3%	30.7%	33.6%	36.3%	31.7%
	天味食品	16.7%	12.1%	13.9%	14.9%	20.6%	11.5%
	海天味业	-6.2%	-11.7%	-3.2%	-15.2%	11.9%	11.1%
	中炬高新	-5.5%	-0.2%	61.3%	-393.7%	59.7%	-28.3%
	——美味鲜	12.5%	8.7%	64.6%	-47.9%	59.5%	-9.8%
净利增速	恒顺醋业	-5.7%	0.0%	-44.6%	212.0%	-24.2%	-24.1%
	千禾味业	162.9%	75.1%	90.4%	-8.5%	6.7%	-14.2%
	涪陵榨菜	22.0%	-30.8%	4.8%	-17.3%	3.9%	-15.6%
	天味食品	27.7%	21.0%	44.1%	39.9%	37.2%	-10.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：美味鲜为中炬高新调味品子公司，美味鲜*采用口径为美味鲜净利润率）

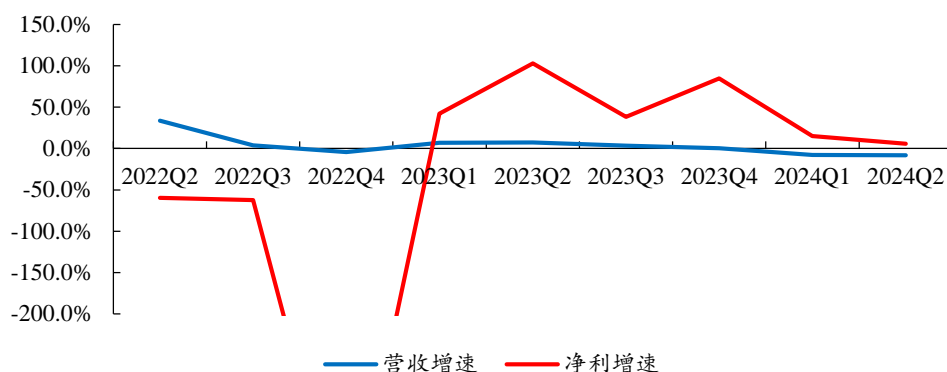
2024H2 收入增长有望回暖，原材料成本呈下行趋势。收入端来看：我们认为2024H2 终端需求有望回暖，主要系：（1）调味品需求与餐饮渠道相关性较大，餐饮渠道需求目前缓慢复苏中；（2）各调味品企业积极进行内部管理优化、效率提升及激励改善动作，我们预计部分企业下半年改革效果有望逐步显现。**盈利端来看：**目前原材料成本下行趋势较为明显，上涨的概率较低，成本红利有望释放。但各企业将加大费用投放力度，净利率变动情况需视成本下降幅度及费用投放力度综合判定。从2024 年全年维度，我们建议调味品两条布局思路：一是长期布局低估值成长稳健的行业龙头；二是关注个股改善性机会。

3.6、卤制品：成本压力有所缓解，同店端有待恢复

门店端经营承压，成本压力明显缓解。2024 二季度卤制品行业上市公司门店经营承压，门店数量有所下滑，行业2024Q2 营收同比下滑8.1%；利润端受益原材料价格同比下降，卤制品上市公司归母净利润2024Q2 同比增长6.0%，终端消费力较弱影响行业整体需求，头部品牌调整门店战略，尽力保证门店存活，通过新产品开发，改变规格提升产品多样性，多渠道布局，线上投入营销动作拉动门店销售。成本端，2024Q2 卤制品企业成本压力明显缓解，毛利率均值达29.2%，呈现稳中有升趋势，预计原材料价格全年保持相对平稳。费用端，营销费用、门店补贴等销售费用有所支出，净利率总体稳定。

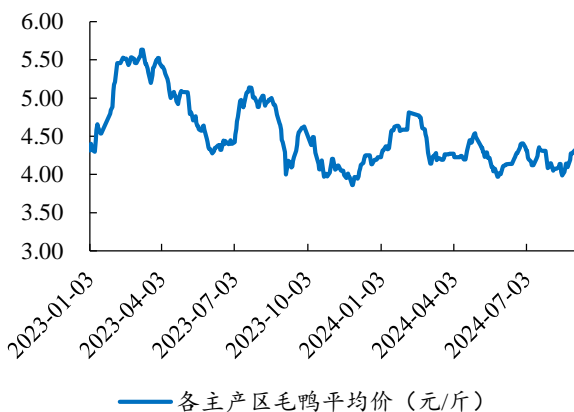
同店端仍有压力，静待行业走出经营底部。展望未来，成本压力已明显减弱，卤制品行业龙头企业通过各项措施拉升同店销售，门店端有望逐步恢复，龙头企业对门店更加精细化管理，未来行业上市公司有望享受行业集中度提升及门店恢复带来的经营弹性，卤制品行业在疫情影响下行业明显洗牌。我们看好头部卤制品企业逐步走出底部，行业集中度有望进一步提升。同时绝味食品布局卤味美食生态圈，各餐卤品牌布局稳健，公司通过采产配等多个角度赋能被投资企业，有望为公司贡献第二增长曲线。

图58：2024Q1 卤制品上市公司整体营收下滑 8.1%，门店经营销售承压



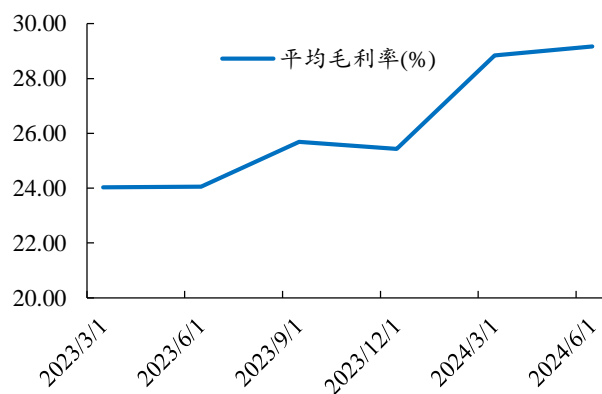
数据来源：Wind、开源证券研究所

图59：卤制品公司原材料价格 2024Q2 同比有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

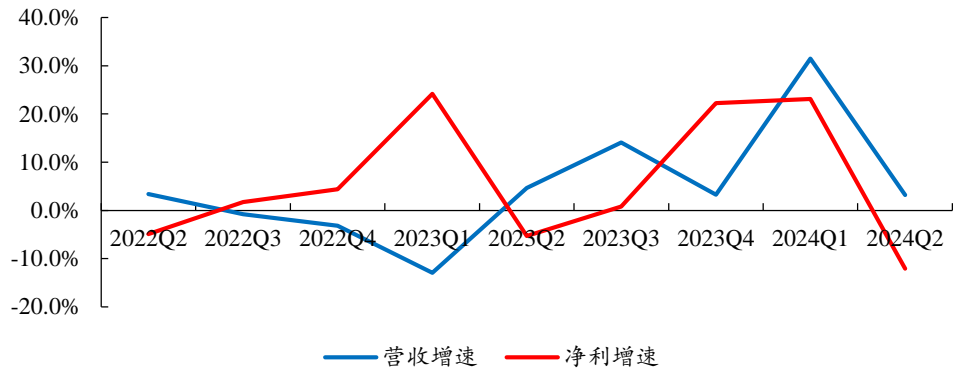
图60：卤制品上市公司 2024Q2 平均毛利率稳中有升



数据来源：Wind、开源证券研究所

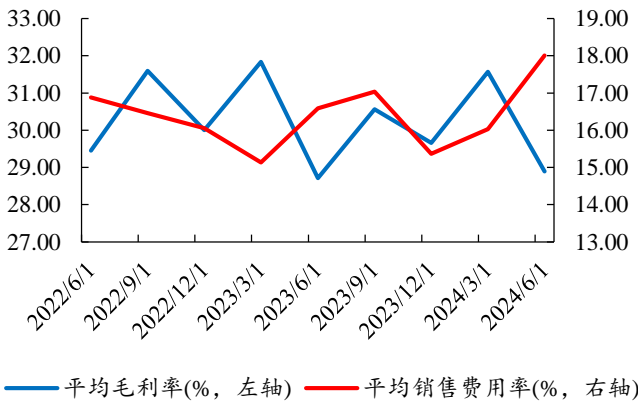
3.7、休闲食品：春节旺季收入高增，关注成长性公司新品新渠道发展

二季度消费场景较少，2024Q2 休闲食品上市公司营收利润均有回落。2024Q2 休闲食品上市公司整体实现营业收入 75.3 亿元，同比增长 3.2%，环比一季度高增长明显回落；整体归母净利润 2.8 亿元，同比下滑 12.1%。整体看 2024Q2 环比一季度经营有所回落，除消化一季度旺季库存影响外，二季度缺乏消费场景刺激对收入亦有影响，展望下半年暑假、开学季、中秋、黄金周等场景将持续拉动终端，预计持续发力新产品新渠道的上市公司有望收益。

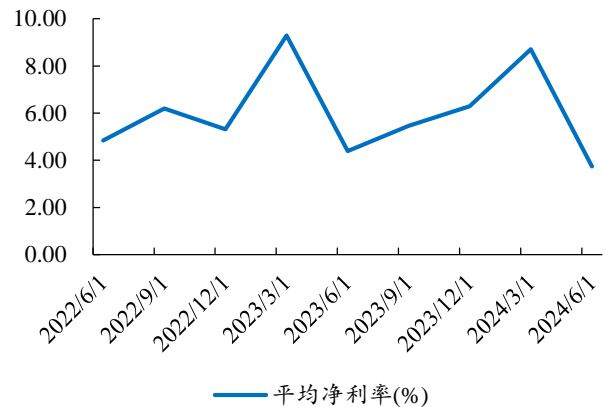
图61：2024Q2 休闲食品行业整体营收同比增长 3.2%，归母净利润下滑 12.1%


数据来源：Wind、开源证券研究所

从盈利能力看，2024Q2 休闲食品上市公司的平均毛利率为 28.9%，同比提升 0.18pct，保持相对平稳；2024Q2 休闲食品上市公司平均销售费用率为 18.0%，同比提升 1.42pct，2024Q2 整体毛销差环比收窄。2024Q2 休闲食品上市公司整体净利率为 3.74%，同比下降 0.65pct，净利率同比有所下降主因企业更多货折促销以及渠道营销费用投放所致。

图62：2024Q2 休闲食品上市公司毛销差环比收窄


数据来源：Wind、开源证券研究所

图63：2024Q2 休闲食品上市公司净利率同比下降 0.65pct


数据来源：Wind、开源证券研究所

2024Q2 休闲食品重点公司主要受益于产品调整 and 成本回落，利润均实现稳健增长。观察重点休闲食品五家上市公司（盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、三只松鼠、洽洽食品），收入端增速均环比有所回落，高势能品类及新兴高增长渠道均保持稳健增长，更多受到线下商超人流下滑影响。利润端，各公司随着销售收入增长，规模效应有所提升，以及部分公司原材料端受益，毛利率均表现稳健，费用端投入部分货折及营销费用拉动淡季销量，整体利润实现较好增长。我们持续看好产品端打造高势能新品，渠道端拥抱零食量贩和抖快社交电商等新兴渠道的上市公司在下半年逐渐步入旺季下的经营表现。

表11: 2024Q2 休闲食品重点公司经营相对稳健

		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营收增速 (%)	盐津铺子	55.4	57.6	46.2	20.2	37.0	23.4
	劲仔食品	68.4	35.2	45.9	26.5	23.6	20.9
	甘源食品	22.2	48.1	37.3	10.9	49.8	4.9
	三只松鼠	-38.5	-3.1	38.6	29.2	91.8	43.9
	洽洽食品	-6.7	8.3	5.1	-6.9	36.4	-20.2
毛利率 (%)	盐津铺子	34.6	36.0	32.9	31.1	32.1	33.0
	劲仔食品	26.0	26.5	26.8	32.6	30.0	30.8
	甘源食品	36.3	34.9	37.5	36.0	35.4	34.4
	三只松鼠	28.3	18.7	24.4	20.8	27.4	21.9
	洽洽食品	28.5	20.6	26.8	29.3	30.4	25.0
销售费用率 (%)	盐津铺子	13.8	11.5	11.8	13.2	13.0	13.5
	劲仔食品	11.9	10.5	11.9	9.0	13.1	12.1
	甘源食品	13.7	11.8	9.9	11.1	13.1	13.5
	三只松鼠	15.2	21.2	19.3	16.3	16.3	21.1
	洽洽食品	10.7	8.5	8.4	9.0	12.3	10.0
净利率 (%)	盐津铺子	12.6	14.1	13.5	9.9	13.1	13.0
	劲仔食品	9.0	9.1	9.0	13.5	13.8	12.0
	甘源食品	14.1	14.8	19.4	21.5	15.6	16.5
	三只松鼠	10.1	-3.8	0.9	2.0	8.5	-1.3
	洽洽食品	13.3	6.6	13.3	12.8	13.2	8.9
净利增速 (%)	盐津铺子	81.7	98.9	67.3	32.6	43.1	19.1
	劲仔食品	95.7	20.2	48.4	122.6	87.7	58.7
	甘源食品	145.0	246.5	95.3	67.0	65.3	16.9
	三只松鼠	18.7	52.0	40.9	39.7	60.8	51.2
	洽洽食品	-14.4	-37.5	-13.5	-15.1	35.1	7.6

数据来源: Wind、开源证券研究所

4、重点个股：优选龙头，关注消费复苏机会

4.1、贵州茅台：业绩好于预期，分红方案诚意十足

公司2024H1 营收834.5亿元，同比+17.6%，归母净利润417.0亿元，同比+15.9%。Q2 营收369.7亿元，同比+17.0%，归母净利润176.3亿元，同比+16.1%。收入利润略超预期。

二季度系列酒增速更高快，经销商成为主要增量渠道。2024Q2 茅台酒收入288.6亿元，同比+12.9%，考虑提价因素，量增预计在个位数，主要是二季度末为维持价格稳定，控制了出货节奏。Q2 系列酒72.1亿元，同比+42.5%，预计是经销商渠道针对系列酒回款力度较大，实际动销较为平稳。Q2 直销渠道营收144.09亿元，同比+5.85%，其中i 茅台49.07亿元，同比+10.6%，增速放缓主要系i 茅台预约积极性降温和暂停企业团购。批发营收216.62亿元，同比+27.40%，经销商增速较高，体现了茅台渠道的逆周期调节能力。

现金流和预收款好于预期，产品结构下滑和费用率提升导致盈利能力微。2024Q2 销售回款 408.3 亿元，同增 22.6%，快于收入，2024H1 末合同负债为 99.9 亿元，环比 Q1 末增长 4.7 亿元。主要原因是二季度末经销商按照要求回款力度较大。系列酒增速较高导致单 Q2 毛利率同比下降 0.1pct 至 90.7%，税金率/销售费用率/管理费用率同比+0.7 pct/+0.7pct/-1.0pct，净利率 50.6%，同比下降 0.7pct。考虑茅台酒提价对冲产品结构和费用压力，预计全年来看，净利率保持平稳。

分红方案诚意较大，对行业有积极表率作用公司公告 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%，每年度的现金分红分两次（年度和中期分红）实施。测算股息率在 3.7% 之上，分红力度和确定性强，有望对股价形成有效支撑。

4.2、五粮液：业绩稳健增长，彰显品牌韧性

公司 2024H1 实现营收 506.5 亿元，同比+11.3%，归母净利润 190.6 亿元，同比+11.9%，其中 Q2 收入 158.2 亿元，同比+10.1%，归母净利润 50.1 亿元，同比+11.5%，业绩略好于预期。

五粮液产品录得不低于整体的增速，主要靠量拉动。2024H1 公司五粮液产品收入 392.1 亿元，同比+11.5%，其中销量同比+12.1%，价格同比-0.6%。上半年公司严格控制八代发，1618、低度等战略性产品对营收贡献较大。其他酒收入 79.1 亿元，同比+17.8%，其中销量同比-23.9%，价格同比+54.7%。系列酒产品结构进一步优化，系列酒经销商增加 268 家至 950 家。

东部、西部强势区域领跑，南部区域增速最低。2024H1 公司西/东/北/中/南部区域增速分别为+16.7%/+15.7%/+8.2%/+8.2%/+0.6%，东/西部作为公司的历史强势区域，品消费者基础更好，逆势实现了份额扩张。

公司回款和现金流表现良好，毛利率回升，销售费用率提升，净利率。2024H1 公司经营性现金流同比+18.5%至 134.3 亿元，H1 末合同负债环比 Q1 末增长 31.1 亿元，相比之下 2023 年同期环比减少了 18.9 亿元，在公司 2024 年控量、稳价的动作下，渠道利润有所回升，厂商关系有明显改善，渠道配合回款的积极性较高。2024Q2 毛利率同比+1.74pcts 至 75.0%，主要得益于系列酒产品结构的明显优化。销售费用率同比+1.97pct 至 17.3%，主要是公司 2024 年在低度、1618 等战略性产品上加大了市场投入。2024Q2 净利率同比+0.41pct 至 32.8%。

4.3、山西汾酒：营收速度不弱，产品结构阶段性下移

2024H1 公司营收 227.5 亿元，同比+19.7%，归母净利润 84.1 亿元，同比+24.3%；2024Q2 营收 74.1 亿元，同比+17.1%，归母净利润 21.5 亿元，同比+10.2%。

Q2 青花系列主动控货挺价，玻汾释放配额，产品结构阶段性下移。2024Q2 中高端产品增速骤降，主要原因是公司在一、二季度之间平衡了不同产品的投放节奏，综合上半年看更准确。2024H1 公司中高价酒、其他酒类收入分别为 164.3 亿元、62.3 亿元，同比分别+17%、+27%。其中 Q2 中高价酒同比+1.5%，其他酒类同比+58.3%。Q2 中高价酒骤降是因为由于青花提价政策导致一季度青花回款、发货较多，二季度公司主动对其控货挺价，减轻了中高端产品市场压力，同时为了平衡增长释放了玻汾配额，加大了杏花村的招商和铺货。

省内增长稳健，省外全国化持续推进 2024H1 省内/省外营收分别为 83.9 亿元

/142.6 亿元，同比分别+11.4%/+25.7%，其中 Q2 省内/省外营收分别为 28.0 亿元/45.7 亿元，同比+11.2%/+21.8%。2024 年省内定调稳定增长，在高基数上实现了目标，省外增速也符合预期。

预收款维持高位，经销商回款仍处于积极状态，产品结构影响盈利水。2024Q2 末合同负债环比/同比变动 1.42/-0.21 亿元至 57.32 亿元。汾酒经销商的盈利能力和配合意愿在行业横向对比仍然较好。由于二季度玻汾以及杏花村等中低档占比提升，毛利率同比-2.7pct 至 75.1%，税金及附加/销售/管理费用率分别变动 -0.44pct/+0.47pct/-0.63pct，净利率同比-1.83pct 至 29.1%。下半年预计产品结构会环比二季度改善。

4.4、洋河股份：业绩阶段性承压，高分红率具有吸引力

2024H1 公司实现营收 228.8 亿元，同比+4.6%；归母净利 79.5 亿元，同比+1.1%。2024Q2 公司营收 66.2 亿元，同比下降 3.0%；归母净利 18.9 亿元，同比下降 9.8%。

受市场需求和竞争环境影响，公司二季度增速转负。2024H1 公司中高档酒/普酒收入分别同增 4.8%/5.2%，内部结构来看，M6+受商务需求影响较大，同时省内竞争环境激烈，海、天等大众型产品份额受到一定影响。省内/省外收入分别为 96.0 亿元/129.0 亿元，同比分别+1.42%/7.50%。省内产品结构更高、竞争环境激烈，因此省内的收入慢于省外。

合同负债环比回落，毛利率下降费用率上升，净利率下降。2024Q2 季末合同负债环比分别回落 18.8 亿至 39.4 亿元，对比 2023 年 Q2 环比回落 16.5 亿元至 53.2 亿元，2024 年预收款表现弱于 2023 年同期，渠道资金压力较大回款更加谨慎。2024Q2 毛利率同降 1.4pct 至 73.7%，主要是由于 M6+等次高端产品略受影响，产品结构下降。Q2 销售费率同比+1.8pct，主因广告和促销费用投入力度进一步加大。同时 Q2 公允价值损失（证券投资市值下跌）同比增加 1.0 亿元，对净利率拖累约 1.2pct。Q2 净利率同比-2.1pct 至 28.6%。

4.5、青岛啤酒：销量、结构承压，静待行业回暖

结构、销量均有所承压。2024H1 啤酒销量同比-7.8%，吨价同比+0.9%，结构升级有所放缓；其中主品牌、副品牌销量同比-7.2%、-8.6%，中高档以上啤酒销量同比-4.0%。2024Q2 啤酒销量同比-8.0%、吨价同比-0.8%，量价增速环比 2024Q1 均有所放缓、结构承压，主因高基数叠加消费力下行、餐饮需求疲软。吨价增速有所放缓预计主因消费力下行，10 元以上高档啤酒需求偏弱，7-10 元次高端价格带表现相对较好，导致结构改善趋缓。

原料价格下降带动毛利率明显改善。2024Q2 净利率同比+2.18pct，其中公司毛利率同比+2.71pct，吨价同比-0.8%、吨成本同比-5.4%，主因大麦、包材等成本明显下降。销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.42、+0.16、+0.01、-0.40pct，收入规模下降导致费用率略升。

2024H2 低基数下利润有望保持增长。2024Q2 以来行业面临雨水天气增多、餐饮需求下滑等多重压力，啤酒需求相对低迷，预计啤酒销量同比略降。2024H1 国内啤酒产量同比增 0.1%，产大于销，产品结构仍将面临压力。公司积极推动销售、白啤等产品仍具备强产品力，随着 2024H2 低基数、大麦和包材等原料成本下降等有利因素释放，2024H2 利润有望继续实现增长。

4.6、伊利股份：短期调整下业绩承压，期待下半年环比改善

液奶终端需求较弱，下半年轻装上阵有望环比改善。2024Q2 公司液奶/奶粉/冷饮业务同比分别-19.6%/+16.5%/-44.3%。(1) 液奶：受终端需求较弱及渠道调整的影响下降较多，其中预计高端白奶产品表现较好，公司通过有机业务推动金典品牌市场份额持续提升；(2) 奶粉：二季度奶粉业务实现双位数增长，表现亮眼，其中婴幼儿奶粉零售额市场份额达 16.9%，成人奶粉市场份额达 24.3%，继续稳居市场第一；(3) 冷饮：受天气和 2023 年基数较高的影响出现下滑，但公司冷饮业务线上、线下营收均为行业第一，且市场份额同步提升。目前渠道调整已基本完成，未来公司轻装上阵，把握中秋国庆双节、春节备货机会，叠加奥运营销成效显现，下半年环比有望改善。

Q2 净利率下降，全年销售费用率预计平稳。2024Q2 毛利率同比提升 1.1pct 至 33.8%，净利率同比降 2.3pct 至 5.9%，主要来源于两个方面：一是销售费用率同比提升 2.5pct 至 20.6%，二是非经常性损益同比减少 2 亿元左右，影响净利率约 0.6pct（其中影响最大的为信用减值损失）。展望全年，预计毛利率仍可改善：(1) 原奶成本稳中略降，预计行业竞争仍较为理性；(2) 产品及业务结构持续优化。上半年销售费率提升，但广告等费用投放基本平稳，下半年来看渠道调整基本完成，相应买赠促销费用将有一定收缩，全年看销售费用率预计平稳略增。

4.7、新乳业：2024Q2 收入承压，利润表现良好

上半年液体乳销售平淡，华东、华北地区增速较快。分板块看，2024H1 公司液体乳/奶粉/其他业务营收分别同比+0.54%/-15.20%/+10.64%，液体乳销售相对平淡。分地区看，西南/华东/华北/西北/其他区域同比分别-6.87%/+4.66%/+20.21%/-12.68%/+23.43%，其中华东、华北地区增速较快，大本营西南地区略有下滑。展望全年，下半年乳制品整体渠道较为良性，行业需求有望改善，公司有望实现收入正增长。

降本增效助力盈利能力改善。2024Q2 毛利率 29.09% (YoY+0.29pct)，销售/管理/财务/研发费用率分别为 15.21%/3.88%/0.95%/0.37%，同比-0.60pct/-0.38pct/-0.49pct/-0.05pct，归母净利率同比提升 1.19pct 到 7.51%，明显改善。下半年原奶成本继续下行、产品结构优化，公司毛利率仍有望提升，全年看费用率预计基本稳定，助力盈利能力改善。

围绕“鲜”战略发力核心品类，区域深耕提高渗透率。(1) 产品端：公司围绕“鲜”战略持续发力核心品类，充分重视产品创新和迭代，2024H1 新品收入占比保持双位数；同时，上半年黄金 24 小时、朝日唯品等中高端产品表现均较好，有望持续支撑公司收入及盈利水平。(2) 渠道端：坚持全渠道布局，重点发展 DTC 业务，同时主动抓住折扣量贩店、精品会员店、餐饮渠道等机会，进行区域深耕、提高渗透率，有望实现长期成长。

4.8、双汇发展：2024Q2 业绩承压，屠宰业务盈利明显改善

肉制品终端需求承压，盈利能力较好。2024Q2 实现营收 55.8 亿元，同比降 15.2%，营业利润 14.4 亿元，同比降 4.6%，销量和利润都有所下降，主因市场需求不振、终端压缩库存。而得益于成本控制和产品结构调整，肉制品盈利能力较好，上半年吨利为 4719 元 (+17%)，创历史新高。展望未来：(1) 公司将继续推进网点倍增计划，并加大对会员超市、休闲零食、便利店等新兴渠道的开发，并加强渠道专业化运作；

(2) 聚焦主导新品，加强培育推广，持续推进结构调整；(3) 加大市场费用并精准参与市场竞争。全年来看肉制品有望保持销量稳定、利润增长。

随着猪价上涨屠宰业务盈利明显改善，养殖业务拖累利润表现。2024Q2 屠宰业务实现营收 67.3 亿元，同比降 15.8%，一是因为行业竞争激烈，公司主动放弃部分低毛利渠道，从而影响了量；二是因为 2023Q2 低猪价背景下冻品储备扩大、屠宰基数较高，而 2024Q2 在猪价上行背景下，屠宰量明显下降。Q2 屠宰业营业利润 1.6 亿元，同比增 7.9%，随着猪价上涨盈利能力明显改善。随着下半年消费旺季到来，低成本冻品出库，屠宰量和利润均有望增长。Q2 以养殖为主的其他业务亏损 1.7 亿元，拖累整体利润表现，主因毛鸡价格降幅较大、影响了养鸡业利润，同时政府补贴有较大幅度下降。

4.9、海天味业：2024Q2 收入利润表现稳健，员工持股计划草案推出

2024H1 营收/归母净利润分别为 141.6/34.5 亿元（同比+9.2%/+11.5%），其中 2024Q2 营收/归母净利润分别为 64.6/15.3 亿元（同比+8.0%/+11.1%），收入利润符合预期。

公司改革稳步推进，2024H1 收入稳健增长。2024H1 公司酱油/调味酱/蚝油营收分别增长 6.9%/8.6%/5.7%，醋、复合调味料等其他产品营收增长 22.3%。分区域看，2024H1 南部大本营营收同增 17.5%，东部/中部/北部/西部区域营收分别同比增长 8.0%/6.7%/6.2%/8.4%。同时公司积极布局线上渠道，2024H1 线上渠道营收增长 29.2%，线下渠道营收增长 8.3%。

成本压力逐步缓解，2024Q2 盈利能力同比提升。2024Q2 公司毛利率/净利率分别为 36.3%/23.8%（同比+1.6pct/0.7pct），毛利率提升主要系大豆等原材料成本下降。费用端，2024Q2 公司销售/管理/研发/财务费用分别同比+1.0pct/0.1pct/0.3pct/0.5pct。

员工持股计划草案推出，员工积极性有望提升。公司推出员工持股计划，主要方案如下：(1) 覆盖范围不超过 800 人，董事、监事及高级管理人员总持股比例合计不超过 15%；(2) 资金来源：2024 年计划的资金来源为公司计提的持股计划专项激励基金 18435 万元；之后各期提取的激励基金额度由股东大会授权董事会确定；(3) 存续期：2024 年计划存续期 24 个月，2024-2028 年分五期限滚动设立独立存续的各期计划；(4) 根据 2024 年计划的对应公司业绩考核指标为 2024 年归母净利润同比增长不低于 10.8%（该指标剔除股份支付费用影响、并购重组及资本运作影响（如有））。

4.10、中炬高新：收入增长短期承压，改革进程持续推进

2024H1 公司营收/归母净利润为 26.2/3.5 亿元（同比-1.4%/扭亏），2023H1 亏损主要系计提 17.5 亿元预计负债；美味鲜营收/净利润为 25.6/3.9 亿元（同比-0.6%/+15.3%），符合预期。

改革进程持续推进，需求疲软+竞争加剧致 2024Q2 调味品营收同比下滑。2024Q2 美味鲜营收 11.0 亿元（同比-12.1%），分拆业务：2024Q2 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他营收分别同比-22.0%/-15.4%/+29.1%/-30.9%，除食用油低基数下实现正增，其他各品类均出现不同程度下滑。渠道端公司加大经销商布局，2024Q2 净增经销商 104 个，地级市/区县开发率分别达 95%/70%。渠道布局成效长期有望显现，但短期受需求疲软、竞争加剧影响，2024Q2 各区域营收均有所下滑。

成本下降叠加生产效率提升，调味品盈利水平同比提升。2024H1 公司毛利率 36.6%

(同比+4.7pct)，净利率 14.7%；美味鲜净利率为 15.3%（同比+2.1pct）；2024Q2 公司毛利率/净利率分别为 36.2%/10.9%。公司盈利能力同比提升主要系：（1）大豆等原材料成本下降，（2）公司优化成本采购及运营模式，并推动供应链数字化转型，生产及物流成本下降。2024Q2 公司净利率水平环比走低主要系费用投放增加，2024Q2 销售/管理费用率分别同比+6.4/1.5pct 至 14.8%/7.8%，主要系渠道改造、促销费用增加，同时薪酬支出及咨询费用增加。

公司改革决心坚定，改革成效有望显现。2024 年 3 月公司推出股权激励草案，据限制性股票解锁条件，2024 年营收同比增速不低于 12%，同时计划通过内生增长+外延并购发掘增长潜力。公司管理层改革态度坚决，压力之下全年营收目标不改，期待渠道及产品改革红利逐步释放。

4.11、天味食品：2024Q2 底料短期承压，2024H2 收入表现有望回暖

2024H1 公司营收/归母净利润分别为 14.7/2.5 亿元（同比+3.0%/+18.8%），其中 2024Q2 公司营收/归母净利润分别为 6.1/0.7 亿元（同比-6.8%/-10.9%），收入符合预期，利润略低预期。

渠道调整+需求较弱致 2024Q2 表现短期承压，线上渠道收入高增。2024H1 火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料/其他营收分别同比-10.2%/+11.6%/+21.4%/-0.4%，其中 2024Q2 火锅调料/中式菜品调料营收分别同比-22.9%/+4.7%，火锅调料下滑主要系大红袍经销商调整短期影响。渠道端看，2024H1 线下/线上渠道营收分别同比-5.4%/+77.5%，线上渠道高增主要系食萃营收增长贡献。同时公司对经销商队伍秉持优商扶商的政策，2024H1 经销商数量较 2024Q1 减少 33 名。

原材料成本下行，盈利能力同比略有提升。2024Q2 公司毛利率/净利率分别为 33.3%/12.4%（同比分别+2.2pct/+0.3pct），毛利率同比提升主要系原材料成本下降贡献，环比 2024Q1 明显降低主要系低毛利率产品占比略有提升+竞争加剧促销优惠增加所致。2024Q2 费用率同比-1.2pct，其中销售/管理/研发费用率分别同比-0.7pct/-1.4pct/+0.6pct。毛利率提升、费用率收窄背景下，2024Q2 净利率仅微增主要系投资受益减少。

展望全年：2024H2 销售旺季来临，收入表现有望回暖。2024H2 销售旺季来临，且下半年收入占比较大，全年营收双位数增长仍可期。同时我们预计旺季产品结构有望优化，毛利率较 2024Q2 有望回升。

4.12、涪陵榨菜：Q2 增长短期承压，Q3 盈利拐点有望显现

2024H1 公司营收/归母净利润分别为 13.1/4.5 亿元（同比-2.3%/-4.7%），其中 2024Q2 公司营收/归母净利润分别为 5.6/1.8 亿元（同比-3.4%/-15.6%）。收入符合预期，利润低于预期。

终端需求疲软+内部管理调整，2024Q2 营收同比下滑。2024H1 公司榨菜/萝卜/泡菜/其他营收分别同比+0.5%/-39.4%/-6.2%/-25.9%，其中榨菜量/价分别同比+3%/-3%，萝卜量/价分别同比-53%/+30%，泡菜量/价分别同比+17%/-20%。2024H1 收入下滑主要系：（1）终端需求尤其商超渠道需求疲软；（2）管理层更换及内部组织架构调整对经营产生短期影响，同时公司 2024H1 优化清理布局不合理、渠道冲突的经销商，经销商数量较 2023 年末减少 424 个。

成本上涨致利润短期承压，费用收缩创造盈利空间。2024 年公司采购青菜头及

榨菜半成品价格同比分别下降 32%/26%，新采购青菜头陆续于 2024 年 5 月、6 月投入使用，成本红利部分显现，2024Q2 公司毛利率同比提升 0.38pct 至 49.2%。2024Q2 公司净利润双位数下滑主要系费用率同比明显走高，销售/管理/研发费用率分别同比 +2.7pct/+0.6pct/+0.05pct。拆分销售费用投放渠道：2024H1 公司职工薪酬同比提升 20%，品牌宣传由 2023 年同期 3423 万元降至 471 万元(其中砍去咨询及新媒体费用，增加户外广告及线下展会陈列等)。

展望全年：2024H2 收入有望逐步改善，2024Q3 起毛利率有望明显提升。公司打造“大乌江”概念，我们预计 2024H2 收入端有望逐步改善。同时公司成本红利有望于下半年逐步释放，2024Q3 起毛利率有望明显改善。

4.13、绝味食品：门店经营仍有压力，利润受益成本红利

门店数量收缩，收入有所下降。公司 2024Q2 收入同比下滑 12.3%，同店端相对承压，门店数方面，截至 2024H1 公司大陆门店数量 14969 家，相比 2023 年末净关 981 家，预计下半年保持审慎拓店。分品类看，2024Q2 公司禽类、畜类、蔬菜、其他鲜货、包装产品、加盟商管理、其他主营业务分别实现收入 9.5、0.1、1.6、1.4、1.4、0.2、1.9 亿元，同比变化-16.4%、+90.9%、-9.4%、-17.4%、+111.1%、-27.1%、-26.2%；其他主营业务中，2024H1 集采、供应链物流业务分别收入 1.8、2.4 亿元。分区域看，2024Q2 西南、西北、华中、华南、华东、华北、新港澳区域分别实现收入 2.0、0.2、4.7、3.6、3.0、2.4、0.2 亿元，同比变化-1.6%、-58.9%、-20.5%、-10.1%、-12.3%、+7.4%、-29.6%。生态圈方面，公司聚焦卤味赛道，各品牌经营稳健。

成本红利贡献利润，广宣支出有所增加。2024Q2 公司毛利率为 30.6%，同比提升 8.2pct，主因鸭副原材料价格明显改善，2024Q1 公司毛利率为 30.0%，二季度环比持续恢复。公司 2024Q2 销售费用率为 10.0%，同比提升 2.6pct，主因广告宣传费支出增加所致；管理费用率为 7.0%，保持相对平稳。投资收益方面，公司 2024Q2 实现收益 0.11 亿元，同比下滑 12.7%，而 2024Q1 亏损 0.14 亿元，投资收益环比顺利实现扭亏。公司 2024Q2 归母净利润 1.31 亿元，同比增长 25.1%，实现稳健增长。

投资建议：公司 2024H1 实现收入 33.4 亿元，同比下滑 9.7%，实现归母净利润 2.96 亿元，同比增长 22.2%；其中 2024Q2 实现收入 16.4 亿元，同比下滑 12.3%，实现归母净利润 1.31 亿元，同比增长 25.1%。我们维持公司 2024-2026 年盈利预测，预计分别实现归母净利润 6.8、7.9、9.0 亿元，同比增长 98.3%、16.2%、13.4%，公司作为行业龙头，未来有望门店经营逐步改善，美食生态圈企业平稳恢复，维持“增持”评级。

4.14、煌上煌：调整门店扩张节奏，毛利率受益成本回落

公司 2024 年上半年实现收入 10.6 亿元，同比下降 7.5%，实现归母净利润 0.61 亿元，同比下降 26.6%；其中 2024Q2 单季度实现收入 6.0 亿元，同比下滑 5.1%，实现归母净利润 0.28 亿元，同比下滑 39.5%，公司费用投入保护加盟商门店经营稳定，下半年消费场景恢复，有望重回增长，公司为卤制品行业头部品牌，外部需求恢复后，门店有望重新扩张。

闭店影响鲜货业务，静待行业底部反转。分产品看，公司 2024H1 鲜货产品、包装产品、屠宰加工、米制品、检测和其他业务分别实现营收 6.71、0.27、0.26、3.16、0.01、0.19 亿元，分别同比变化-12.6%、-7.3%、+58.8%、+2.0%、+73.8%、-18.5%，其中鲜货业务受到门店经营影响有所承压，米制品保持相对平稳，屠宰和检测基数

较低，增速较快。截至 2024H1 公司鲜货门店 4052 家，上半年净关店 445 家。分区域看，公司 2024H1 江西、广东、浙江区域分别实现收入 4.71、1.17、3.25 亿元，同比分别变化-4.93%、-25.79%、+4.94%，其中广东区域闭店较多，影响较大。

毛利率受益成本回落，费用支出促销助力终端门店。公司 2024Q2 毛利率为 30.0%，同比提升 3.4pct，主因 2023 年鸭副原材料价格高位，导致成本高基数所致，预计 2024 全年鸭副产品等原材料保持平稳。公司 2024Q2 销售费用率为 13.9%，同比提升 3.2pct，主因加大线上美团抖音等促销费用，线下提升门店支持及促销宣传所致；管理费用率为 7.8%，同比提升 2.1pct，主因品牌投入广宣、品牌咨询费、新基地投产折价增加以及战略储备原材料等原因所致。

4.15、盐津铺子：收入延续高速增长，品牌势能稳步提升

公司 2024H1 实现收入 24.6 亿元，同比增长 29.8%，归母净利润 3.2 亿元，同比增长 30.0%；其中 2024Q2 实现收入 12.4 亿元，同比增长 23.4%，归母净利润 1.6 亿元，同比增长 19.1%。

核心单品势能提升，全渠道发展持续推进。分产品看，公司 2024H1 休闲魔芋收入 3.1 亿元，同比增长 38.9%；肉禽制品收入 2.1 亿元，同比增长 6.8%；休闲豆制品收入 1.7 亿，同比增长 11.1%；其他辣卤收入 2.1 亿元，同比增长 46.4%；休闲烘焙收入 3.4 亿元，同比增长 12.6%；深海零食收入 3.2 亿元，同比增长 11.8%；蛋类零食收入 2.4 亿元，同比增长 150.5%；薯类零食收入 2.2 亿元，同比增长 39.3%；果干坚果收入 2.1 亿元，同比增长 96.0%；蒟蒻果冻收入 1.8 亿元，同比增长 44.0%；其他收入 0.4 亿元，同比下滑 57.0%。公司七大品类稳步发展，其中“蛋皇”鹤鹑蛋、“大魔王”素毛肚等子品牌势能持续提升，聚焦远期增长。分区域看，公司 2024H1 华中地区实现收入 8.5 亿元，同比增长 22.5%；华南地区实现收入 3.3 亿元，同比增长 17.9%；西南西北地区实现收入 3.3 亿元，同比增长 21.4%；华东地区实现收入 3.1 亿元，同比增长 39.2%；华北东北地区及其他实现收入 0.5 亿元，同比增长 74.5%；电商渠道实现收入 5.8 亿元，同比增长 48.4%。公司电商渠道聚焦大单品战略，打造线上爆款产品，通过抖音等社交电商传播种草，拉动各平台高增。

费用支出略高，利润增长稳健良性。公司 2024Q2 毛利率为 33.0%，同比下降 3.1pct，主因产品货折和渠道结构所致。公司 2024Q2 销售费用率同比提升 2.1pct，主因展会品牌推广和股份支付费用所致；管理费用率同比提升 0.7pct，主因股份支付费用所致。另外，2024H1 政府补助 0.6 亿元对净利润亦有贡献。2024Q2 公司实现归母净利润 1.6 亿元，同比增长 19.1%，保持较快增长。

4.16、甘源食品：二季度增长略低于预期，公司估值性价比较高

公司 2024H1 实现收入 10.4 亿元，同比增长 26.1%，归母净利润 1.67 亿元，同比增长 39.3%；其中 2024Q2 实现收入 4.56 亿元，同比增长 4.9%，归母净利润 0.75 亿元，同比增长 16.8%。公司二季度收入增长较弱，主因 2023 年同期收入增速较快，基数较高，另一方面外部消费环境较弱，叠加公司传统渠道组织变动，影响收入增长。

新品系列增速较快，产品海外销售初见成效。分产品看，公司综合果仁、青豆、瓜子仁、蚕豆、其他系列产品 2024H1 分别实现收入 3.4、2.4、1.4、1.2、2.0 亿元，同比分别增长 48.5%、16.9%、12.8%、12.0%、24.2%，其中综合果仁和其他系列收益新产品较大增长。分区域看，公司 2024H1 华东、西南、华中、华北、华南、西北、

东北、电商、境外分别实现收入 2.8、1.7、1.6、1.2、0.7、0.5、0.3、1.4、0.2 亿元，同比变化 56.8%、66.4%、31.1%、-27.6%、45.1%、2.1%、7.5%、9.1%、738.0%。其中华东、西南、华南和海外增长较快，海外销售基数较低，增幅亮眼，为公司未来增长打下基础；华北区域有所下滑，估计是外部商超人流影响。

毛利率整体保持平稳，受益税收优惠，利润稳健增长。公司 2024Q2 毛利率达 34.4%，同比下降 0.6pct，主因产品结构调整和棕榈油价格小幅提升所致。公司 2024Q2 销售费用率同比提升 1.7pct，主因销售人员薪酬及促销推广费用增加所致；管理费用率下降 0.3pct，保持相对平稳。公司 2024Q2 所得税率下降 9.7pct，主因受益高新企业认证所得税优惠。公司 2024Q2 实现归母净利润 0.75 亿元，同比增长 16.8%，保持稳健增长。

4.17、劲仔食品：收入增长稳健，利润维持高增

公司 2024H1 实现营收 11.30 亿元，同比增长 22.2%；实现归母净利润 1.43 亿元，同比增长 72.4%。其中公司 2024Q2 实现营收 5.90 亿元，同比增长 20.9%；实现归母净利润 0.70 亿元，同比增长 58.7%，业绩贴近此前预告上限。

新品保持高增，招商持续推进。分品类看，2024H1 鱼制品/禽类制品/豆制品/蔬菜制品收入分别为 7.03/2.58/1.11/0.38 亿元，同比增长 16.6%/51.1%/9.5%/15.6%。公司持续招收更多经销商，扩展网点数量，鱼制品、豆制品、蔬菜制品稳健增长，禽类产品中，新品鹌鹑蛋基数较低，增速较为亮眼。分渠道看，2024H1 公司线下/线上渠道收入分别为 9.3、2.0 亿元，分别同比增长 29.5%/下滑 3.3%，线下端二季度公司开发散装经销商等新客户，同时丰富产品结构，提升单店卖力，2024H1 经销商数量 3166 家，较 2023 年底净增 109 家。公司线上渠道下滑，主因线上产品价格梳理优化所致，后续公司调整线上产品结构，有望下半年恢复增长。

受益成本红利，利润表现亮眼。公司 2024Q2 毛利率为 30.76%，同比提升 4.25pct，主因原材料价格下降所致。公司 2024Q2 销售费用率提升 1.62pct，主要系广告投放和线下终端推广所致；管理费用率下降 0.31pct，保持相对平稳。公司 2024Q2 净利率为 11.83%，同比提升 2.82pct，保持较高水平，展望未来三季度成本红利仍在，我们预计下半年利润保持较快增长。

4.18、东鹏饮料：旺季增长强劲，新品表现突出

能量饮料高速增长，新品增长强劲。(1) 2024H1 年能量饮料营收同比增 33.5%，其中销量同比+33%、单价同比+0.4%，销量预计主因主力消费人群持续增长、区域市场持续扩张，3 月以来公司推动鹏击行动，增加特通渠道扫码红包投入，加快市场动销。电解质水补水啦营收同比增 281.1%，销量同比+342.1%、单价同比-13.8%，电解质水加快铺货、旺季呈现增长势头良好。(2) 2024Q2 东鹏特饮收入增长 36.4%，环比 2024Q2 增速提升。(3) 分区域看，2024Q2 广东/华东/华中/广西/西南/华北市场营收同比增 15%/58.1%/49.4%/19.2%/80.6%/102.2%，以华东、西南、华中为代表的省外市场保持高速增长，广东、广西市场增速环比 2024Q1 提升。

净利率同比明显改善。2024Q2 净利率同比+3.72pct，其中毛利率同比+3.30pct，主因白砂糖、PET 包材等原料价格下降。销售、管理、研发、财务费用率同比-1.59、-0.73、-0.09、-1.37pct，费用率随着收入规模扩大而下降，期间公司扩大销售队伍、增加冰柜等渠道投入。

全年有望保持高增。受益于鹏击行动投入、渠道网点拓展等贡献，东鹏特饮继

续实现高增长，新品电解质水动销强劲，全年完成压力不大。电解质水萌生小单品潜质，同竞品形成错位竞争，电解质水赛道市场空间有望持续扩大。

4.19、安琪酵母：国内需求恢复，盈利能力改善

国内营收波动中恢复，国际营收维持快速增长。分业务看，2024Q2 酵母、制糖、包装、其他业务营收同比+12.2%、-40.1%、-17.1%、46.4%，其中酵母主业连续两个季度增速回升，呈现恢复态势，制糖业务增速下降主因高基数及糖价下降影响。分区域看，国内、国际市场营收同比+6.6%、+19.0%，国内营收增速在波动中恢复，连续两个季度改善，预计促销积极提振二季度销售；国际市场营收增速仍保持较快增长，势头依然良好。

盈利能力同比恢复。2024Q2 归母净利率同比+0.54pct。其中公司毛利率同比+0.28pct，预计糖蜜成本下降、效率提升抵消产品价格下降、国际业务占比上升等因素影响。销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.56、-0.33、-0.57、+0.63pct，其中销售人员薪酬增长、利息费用增长影响销售和财务费用率，其他收益/收入增厚1.36pct，主因政府补助增加所致。

中长期稳健成长仍可期。2024Q1 开局略有压力，2024Q2 在国内需求恢复带动下收入增速改善。我们认为全年糖蜜成本预计双位数下降，印度等国际糖蜜价格受地缘政治影响或维持高位，公司成本优势仍明显，价格战压力或趋缓。随着 6 月底公司股权激励落地，公司与员工利益理顺，绑定加深，确定性增强。

4.20、嘉必优：业绩超预期，持续改善

新国标、国际化双驱动，收入维持一季度以来增长势头。2024H1 分产品看，ARA、DHA 收入同比增 58.6%、11%，国内市场新国标奶粉 ARA 及 DHA 添加量提升红利持续释放，大部分乳企完成主力产品奶粉配方注册，旧国标奶粉库存逐渐出清，国内市场 ARA 与 DHA 恢复双位数以上增长。国际市场受益于对手帝斯曼专利到期，雀巢等客户订单快速增长，叠加红海局势紧张、欧洲乳企备货积极，增长势头较好。

盈利能力大幅提升。2024Q2 净利率同比+11.8pct，其中毛利率同比+0.23pct，虽然产品价格有一定调整，但新产能释放叠加国际收入占比提高、结构改善带动毛利率有所改善。销售、管理、研发费用率同比-0.58、-3.03、-1.34pct，政府补贴及信用减值损失冲回对利润率贡献较大。

积极改善、持续向上。展望 2024H2 我们认为国内市场新国标红利势头有望保持，国际市场客户订单有望持续增长，新粉剂产能释放势头延续，产能利用率有望持续提升。公司持续巩固生产优势，加快国际市场开拓力度，重点推进合成生物领域研发，全年向上势头有望保持。

4.21、立高食品：冷冻烘焙平稳，奶油保持增长

冷冻烘焙短期平稳，奶油业务持续增长。分业务板块看，2024H1 冷冻烘焙收入同比-0.15%，奶油、酱料等烘焙原料业务收入同比+25%，其中稀奶油收入突破 2 亿元，带动奶油类产品营收同比+82.7%，水果制品收入同比-14.06%。分渠道来看，流通渠道收入同比+15%，主因稀奶油增长贡献；KA 商超同比个位数下滑，主因 KA 扩商超新开门店趋缓及新品上架延迟所致；餐饮、茶饮等新渠道同比+25%。渠道结构上 KA 占比有所下降，流通渠道占比上升。

毛利率同比下滑，延续控费趋势。2024Q2 归母净利率同比-0.17pct，其中公司

毛利率同比-1.09pct，预计受奶油及冷冻烘焙等原料价格上涨影响。销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.05、-0.30、-0.51、+0.09pct，延续控费趋势，整体费用率相对平稳。

聚焦单品，提升效率。销售架构调整和渠道整合之后，效果有所释放，奶油业务快速增长。受制于烘焙行业需求疲软，冷冻烘焙短期增速放缓，公司将继续聚焦单品，缩减 SKU，通过规模集采提升供应链效率、降低采购成本。当前来看，冷冻烘焙仍处于较早期阶段，渗透率较低，因中西方烘焙饮食习惯差异及冷冻烘焙技术因素，叠加行业景气度低迷，渗透率缓慢提升，中长期看冷冻烘焙渗透率有望逐渐提升。

4.22、香飘飘：组织变革双轮渠道，产品渠道布局旺季

公司 2024H1 实现营业收入 11.79 亿元，同比增长 0.75%，归母净利润亏损 0.3 亿元，整体同比减亏 0.15 亿元，公司 2024Q2 实现营业收入 4.54 亿元，同比下降 7.54%，归母净利润端亏损 0.55 亿元，同比亏损扩大 0.05 亿元。公司上半年淡季梳理组织，规划产品战略，布局渠道开发，预计进入三季度夏季即饮板块有望发力。

淡季收入承压，新渠道稳步推进。产品端，公司 2024H1 冲泡类、即饮类分别实现营收 6.14、5.47 亿元，同比分别下滑 2.13%、增长 3.83%；2024Q2 冲泡类、即饮类分别实现营业收入 1.29、3.13 亿元，同比分别下滑 23.0%、0.4%，二季度冲泡淡季，终端动销承压，冲泡类消化库存影响较大，即饮类产品公司定位 Meco 果茶差异化发展，冻柠茶持续营销培育，为三季度旺季提前布局。渠道端，公司 2024Q2 经销渠道实现收入 4.02 亿元，同比下滑 2.2%，电商渠道实现收入 0.24 亿元，同比下滑 50.1%，出口渠道实现收入 0.05 亿元，同比增长 21.0%，直营渠道实现收入 0.11 亿元，同比下滑 40.7%，公司冲泡团队优化，即饮产品渠道聚焦，截至 7 月末公司直营覆盖零食量贩门店超 2 万家，投放自动量贩机 9 万台，旺季有望贡献增长。

成本下降贡献毛利率，利润率略有压力。公司 2024H1 毛利率为 30.6%，同比提升 2.7pct，单二季度毛利率为 25.7%，同比提升 2.1pct，主因原材料和运费有所下降。费用端，公司 2024Q2 销售费用率为 35.6%，同比下降 1.7pct，主因广告推广减少所致；管理费用率 11.9%，同比提升 1.2pct，主因股权激励费用提升所致。公司 2024Q2 归母净利润亏损 0.55 亿元，同比亏损略有提升，展望下半年进入旺季，公司有望实现较快收入增长。

表12：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价（元）	EPS（元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
贵州茅台	买入	1378.0	70.60	83.21	97.21	19.5	16.6	14.2
五粮液	买入	116.4	8.72	9.70	10.65	13.4	12.0	10.9
泸州老窖	买入	107.2	11.18	13.60	16.28	9.6	7.9	6.6
洋河股份	增持	74.2	6.79	6.99	7.36	10.9	10.6	10.1
山西汾酒	买入	159.7	10.52	12.35	14.69	15.2	12.9	10.9
口子窖	增持	35.9	3.18	3.47	3.79	11.3	10.4	9.5
古井贡酒	增持	158.4	11.16	13.94	17.51	14.2	11.4	9.0
金徽酒	增持	16.5	0.78	0.97	1.19	21.1	17.0	13.8

伊利股份	买入	22.0	1.83	1.82	1.98	12.0	12.1	11.1
新乳业	增持	9.5	0.64	0.75	0.89	14.9	12.7	10.7
双汇发展	增持	23.6	1.41	1.51	1.59	16.8	15.6	14.9
中炬高新	增持	16.9	0.90	1.10	1.41	18.8	15.4	12.0
涪陵榨菜	增持	12.1	0.81	0.90	1.00	14.9	13.4	12.1
海天味业	买入	35.5	1.12	1.27	1.43	31.7	27.9	24.8
恒顺醋业	增持	6.9	0.13	0.15	0.19	53.4	46.3	36.5
西麦食品	增持	11.0	0.59	0.72	0.86	18.6	15.3	12.8
嘉必优	买入	15.0	0.80	1.00	1.26	18.7	15.0	11.9
绝味食品	增持	12.1	1.10	1.28	1.45	11.0	9.5	8.4
煌上煌	增持	6.3	0.18	0.23	0.31	35.2	27.6	20.5
广州酒家	增持	13.7	1.00	1.14	1.30	13.7	12.0	10.5
甘源食品	买入	51.8	4.63	5.85	7.22	11.2	8.9	7.2
劲仔食品	增持	10.8	0.69	0.86	1.06	15.7	12.6	10.2
天味食品	增持	8.8	0.50	0.59	0.69	17.6	14.9	12.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024 年 9 月 10 日，盈利预测均采用开源证券预测值）

5、风险提示

(1) 宏观经济波动风险：宏观经济环境直接影响居民收入水平和消费意愿，如果宏观经济下行，将影响白酒、大众品消费需求。

(2) 消费复苏进度低于预期风险：白酒、大众品终端表现随着整体消费复苏而回暖，如果消费复苏进度不及预期，将影响公司终端销售表现。

(3) 原材料价格波动风险：上游原材料价格直接影响产品成本，价格波动会导致公司盈利水平受到影响。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn