

食品饮料行业 2024 年中报总结

报表承压，份额优先

- 白酒板块：报表降速，以价换量。**上半年白酒板块整体延续弱复苏态势，二季度行业淡季叠加价格疲软背景下，板块收入/利润分别同增 11.1%/12.1%，增速边际回落。
 - 分价格带看，其中高端酒品牌韧性凸显，茅台、五粮液表现较好，老窖环比明显降速，基地型次高端控货纾压降速明显，费投力度加大致利润承压，扩张型次高端延续承压表现，舍得、酒鬼持续出清，中低档整体承压受损。量价拆分来看，行业产品结构整体下探，发力次线产品，并延续量在价先态势，提高周转保障收入增量。
 - 盈利能力方面，毛利率 24Q2 整体小幅提升 1.2pcts，高端酒维持提升趋势，基地型次高端整体稳健，扩张型次高端持续下滑。销售费用率整体微升，单 Q2 同增 0.8pct，多数酒企淡季加大费投力度，管理费用率同降 0.5pct，费效持续提升，税金率受季度发货节奏及计税基础影响，单 Q2 同比提升 0.4pct，综上板块净利率小幅提升 0.3pct。
 - 现金流方面，剔除茅、五后，24Q2 行业回款同降 4.1%，净经营现金流同降 4.4%，应收科目同增明显，合同负债环比持续消化，位于近年低位，现金流整体承压。
 - 从资本策略看，酒企今年普遍重视资本回报，24-26 年，茅台承诺分红不低于 75%，洋河承诺不低于 70 亿，提振资本市场回报，当前高端酒股息率均在 4% 以上，红利价值凸显，安全边际较高。
- 大众品板块：淡季报表下滑，行业竞争加剧，企业份额优先。**24Q2 需求承压下，代表性大众品企业合计收入、利润分别同比-5.7%、-7.5%。春节过后消费景气进一步回落，部分行业出现供大于求情况，导致市场竞争显著加剧，整体价盘下移。在对未来预期更趋理性背景下，龙头企业更为聚焦份额优先，带来相关费投提升，再加上政府补助减少、并购资产减值等扰动，企业盈利表现分化。其中，饮料、零食需求相对较优，啤酒升级速度放缓，乳业、调味品竞争加剧经营承压，而与餐饮更挂钩的速冻、连锁卤味等子行业景气环比进一步回落。
 - 投资建议：深度价值视角，着眼底线思维，布局中期空间。**我们总体维持前期板块观点：价值投资总是需要在“好生意、好公司和好价格”三者之间权衡风险收益比，当前在市场悲观预期下，一批质地优秀的企业已经具有较好风险收益比，即便谨慎假设这类企业持续低增速或不增长，安全边际依然已经显现，一是从股息率角度，二是从产业并购角度（结合扣除现金后的 PE、及 EV/EBITDA 指标）。
 - 白酒板块：经营稳健性前提，首选龙头茅五。行业周期下行阶段更看重酒企经营稳健性，首选行业龙头茅台（经营底牌充足，业绩最为确定）及千元价格带龙头五粮液（经营管理改善，批价稳定且高分红政策）；推荐次高端龙头汾酒，持续推荐老窖以及区域龙头古井、今世缘。
 - 大众品板块：短择“高成长”和“泛红利”，中线布局底部反转。整体需求复苏偏弱下，寻找自下而上个股，同时等待现金流改善及增速二阶导转正信号。延续三条主线推荐：一是推荐弹性的板块，首选东鹏（势能强劲余力充足，高成长持续性无虞）；二是股息率已具吸引力的龙头，推荐伊利，关注洽洽、康师傅、统一等，三是前期需求压制较大导致超跌且中长期逻辑清晰的啤酒和餐饮供应链，包括华润、青啤、海天、立高、安井等。
- 风险提示：**消费需求持续疲软，库存消化情况不及预期，竞争加剧等。

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com
执业编号：S0360520070001

证券分析师：沈昊

邮箱：shenhao@hcyjs.com
执业编号：S0360521050001

证券分析师：范子盼

邮箱：fanzipan@hcyjs.com
执业编号：S0360520090001

证券分析师：彭俊霖

邮箱：pengjunlin@hcyjs.com
执业编号：S0360521080003

证券分析师：田晨曦

邮箱：tianchenxi@hcyjs.com
执业编号：S0360522090005

证券分析师：董广阳

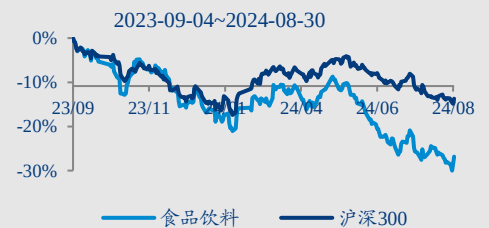
电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	126	0.02
总市值(亿元)	43,239.32	5.33
流通市值(亿元)	42,249.63	6.65

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	1.0%	-15.3%	-24.8%	
相对表现	2.4%	-9.7%	-12.5%	



相关研究报告

《食品饮料行业 2024 年中报前瞻：Q2 边际降速，挖掘个股亮点》

2024-07-22

《食品饮料行业 2023 年报&2024 一季报总结：白酒兑现预期，大众盈利修复》

2024-05-06

目 录

一、食品饮料行业：报表承压，份额优先	4
（一）白酒板块：边际降速，以价换量	4
（二）大众品板块：报表下滑，份额优先	15
二、投资建议：深度价值视角，着眼底线思维，布局中期空间	24
三、风险提示	25

图表目录

图表 1	白酒板块收入及业绩增速	4
图表 2	白酒板块回款及其增速	4
图表 3	白酒上市公司单季度收入、利润增速表（亿元）	5
图表 4	白酒上市公司上半年量价增长情况	6
图表 5	白酒公司现金回款一览表（亿元）	7
图表 6	白酒板块公司应收票据+应收款项融资及其变动（单位：亿元）	8
图表 7	白酒板块公司季度末合同负债及其变动（单位：亿元）	9
图表 8	白酒板块公司经营现金流净额及其变动（单位：亿元）	10
图表 9	白酒板块公司单季度毛利率及其变动	11
图表 10	白酒板块公司单季度税金及附加率及其变动	12
图表 11	白酒板块公司单季度销售费用率&管理费用率	13
图表 12	白酒板块公司单季度净利率及其变动	14
图表 13	主要酒企 2023 年分红率统计	15
图表 14	主要酒企对应 2024 年股息率统计	15
图表 15	大众品板块 Q2 报表压力加大	15
图表 16	Q2 大众品细分子板块营收表现分化	15
图表 17	大众品板块公司 24Q2 及 24H1 收入及归母净利润情况（单位:亿元）	17
图表 18	大众品板块公司单季度收入及归母净利润增速情况	18
图表 19	大众品板块公司分季度现金回款/营业收入	19
图表 20	大众品板块公司分季度经营性现金流/净利润	19
图表 21	大众品板块公司分季度毛利率情况	20
图表 22	大众品板块公司分季度销售和管理费用率	21
图表 23	大众品板块公司毛销差	22
图表 24	大众品板块公司净利率	23
图表 25	国内重点标的估值表	26
图表 26	SW 食品饮料行业历史 PE-band	27
图表 27	SW 食品饮料行业 PB-band	27

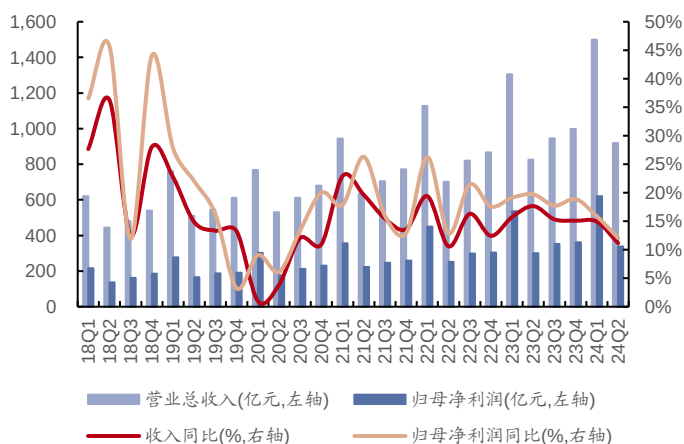
一、食品饮料行业：报表承压，份额优先

（一）白酒板块：边际降速，以价换量

二季度利润表边际降速，但行业整体仍维持双位数增长。24H1 白酒板块上市酒企合计实现营业收入 2433.4 亿元，同增 13.4%，归母净利润 957.6 亿元，同增 14.5%。单 Q2 营收/归母净利润分别为 926.2/337.6 亿元，同增 11.1%/12.1%，净利率为 36.8%，同比提升 0.3pct，二季度增速环比回落，考虑主要系淡季需求走弱，叠加酒企去库为渠道纾压所致。

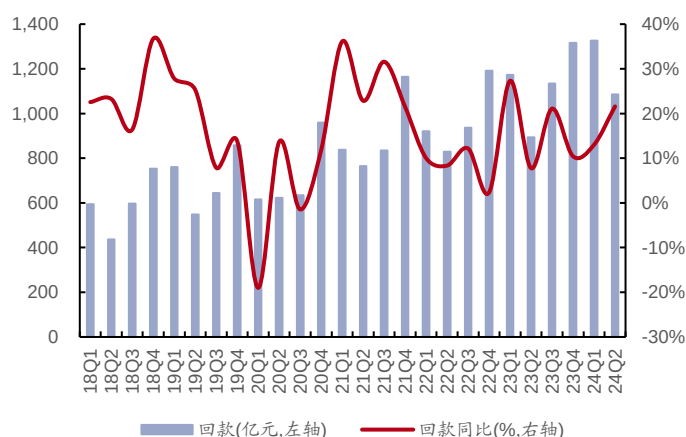
剔除茅五，酒企二季度回款下降 4.1%，现金流压力显现。24H1 白酒板块上市酒企回款 2411.9 亿元，同增 16.7%，单 Q2 回款 1086.2 亿元，同增 21.6%，增速同比提升明显，主要系高端酒茅台、五粮液回款高增驱动，剔除茅台、五粮液影响后，Q2 回款同降 4.1%，现金流相对承压。

图表 1 白酒板块收入及业绩增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 2 白酒板块回款及其增速



资料来源：Wind，华创证券

分价格带看：

- **高端：茅五韧性凸显，老窖环比明显降速。**24Q2 高端营收/业绩同增 14.2%/13.2%，高端品牌韧性凸显。分酒企看，茅台 24Q2 营收/业绩同增 17.0%/16.1%，表现超出预期，判断主要系飞天传统渠道提价叠加发货进度加快所致。五粮液 24Q2 营收/业绩同增 10.1%/11.5%，判断系普五上半年严格控量，1618 及低度在强费投及渠道推力下高增长驱动增长。老窖 24Q2 营收/业绩同增 10.5%/2.2%，环比降速明显，预计主要系国窖、特曲支撑核心增长，窖龄相对承压，业绩端受税率扰动承压。
- **基地型次高端：控货纾压降速明显，费投加大，利润承压。**24Q2 基地型次高端营收/业绩同增 10.8%/8.6%，收入环比降速明显，系费投加大背景下，利润增长慢于收入所致。汾酒 24Q2 营收/业绩同增 17.1%/10.2%，主要系公司二季度青花主动控速，老白汾、玻汾放量增多所致；古井营收/业绩同增 16.8%/24.6%，判断主要系古 16 维持高增叠加古 7/古 8 高周转贡献核心增量所致，古 20 增长相对较弱；今世缘 24Q2 收入/利润分别同增 21.5%/16.9%，开系贡献核心收入增量，利润主要受投资波动影响；洋河 24Q2 实现营收/扣非净利润同比-3.0%/-7.6%，考虑系公司 Q2 仍以梳理经营、调整市场为主所致。

- **扩张型次高端：延续承压表现，舍得、酒鬼持续出清。**24Q2 扩张型次高端营收/业绩同比-11.1%/-72.0%，整体承压明显，持续出清调整。舍得 24Q2 营收同减 22.7%，利润同减 88.4%不及预期，主要系动销承压背景下，公司持续去库所致。酒鬼酒 24Q2 收入同降 13.3%，利润大幅下降 60.9%，延续前期出清表现，费投力度同期加大。水井营收利润分别同增 16.6%/29.6%，表现相对较好，主要系公司出清节奏较早，叠加大单品臻酿八号量价齐升贡献。
- **中低档：整体承压受损。**24Q2 中低档收入同降 8.6%，其中金种子收入同降 26.2%，利润同降 295.6%，增速低于预期，主要系当前终端动销尚在培育所致。金徽酒收入/利润分别同增 7.7%/1.9%，主要系省内市占率提升所致，整体增速偏低。

图表 3 白酒上市公司单季度收入、利润增速表（亿元）

证券简称	营收:亿元			营收:同比			归母净利润:亿元			归母净利润:同比		
	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1
贵州茅台	464.8	369.7	834.5	18.0%	17.0%	17.6%	240.7	176.3	417.0	15.7%	16.1%	15.9%
五粮液	348.3	158.2	506.5	11.9%	10.1%	11.3%	140.5	50.1	190.6	12.0%	11.5%	11.9%
泸州老窖	91.9	77.2	169.0	20.7%	10.5%	15.8%	45.7	34.5	80.3	23.2%	2.2%	13.2%
高端	905.1	605.0	1510.0	15.9%	14.2%	15.2%	426.8	261.0	687.8	15.2%	13.2%	14.4%
山西汾酒	153.4	74.1	227.5	20.9%	17.1%	19.6%	62.6	21.5	84.1	30.0%	10.2%	24.3%
洋河股份	162.5	66.2	228.8	8.0%	-3.0%	4.6%	60.6	18.9	79.5	5.0%	-9.7%	1.1%
今世缘	46.7	26.3	73.0	22.8%	21.5%	22.3%	15.3	9.3	24.6	22.1%	16.9%	20.1%
古井贡酒	82.9	55.2	138.1	25.9%	16.8%	22.1%	20.7	15.1	35.7	31.6%	24.6%	28.5%
口子窖	17.7	14.0	31.7	11.1%	5.9%	8.7%	5.9	3.6	9.5	10.0%	15.1%	11.9%
迎驾贡酒	23.2	14.6	37.9	21.3%	19.0%	20.4%	9.1	4.7	13.8	30.4%	28.0%	29.6%
基地型次高端	486.4	250.4	736.8	16.9%	10.8%	14.7%	174.2	73.0	247.2	18.9%	8.6%	15.7%
舍得酒业	21.1	11.7	32.7	4.1%	-22.7%	-7.3%	5.5	0.4	5.9	-3.4%	-88.4%	-35.8%
酒鬼酒	4.9	5.0	9.9	-48.8%	-13.3%	-35.5%	0.7	0.5	1.2	-75.6%	-60.9%	-71.3%
水井坊	9.3	7.9	17.2	9.4%	16.6%	12.6%	1.9	0.6	2.4	16.8%	29.6%	19.5%
扩张型次高端	35.3	24.5	59.8	-8.0%	-11.1%	-9.3%	8.1	1.4	9.5	-21.3%	-72.0%	-38.2%
老白干酒	11.3	13.4	24.7	12.7%	9.0%	10.7%	1.4	1.7	3.0	33.0%	46.7%	40.3%
金种子酒	4.2	2.5	6.7	-3.0%	-26.2%	-13.2%	0.2	-0.1	0.1	-	-295.6%	-
金徽酒	10.8	6.8	17.5	20.4%	7.7%	15.2%	2.2	0.7	2.9	21.6%	1.9%	16.0%
天佑德酒	5.3	2.3	7.6	32.8%	-11.8%	14.9%	1.1	-0.3	0.8	40.4%	-248.1%	-17.5%
伊力特	8.3	5.0	13.3	12.4%	3.6%	8.9%	1.6	0.4	2.0	7.1%	38.9%	12.1%
顺鑫农业	40.6	16.3	56.9	-0.8%	-23.3%	-8.4%	4.5	-0.3	4.2	37.4%	-	-
中低档	80.4	46.3	126.7	6.4%	-8.6%	0.4%	10.9	2.2	13.1	37.2%	-	109.5%
合计	1507.2	926.2	2433.4	14.9%	11.1%	13.4%	620.1	337.6	957.6	15.9%	12.1%	14.5%

资料来源：Wind，华创证券，

销量&吨价：产品结构下探，延续量在价先。上半年行业延续弱复苏态势，酒企多发力次线产品，强化费投力度，提高周转保障收入增量。具体来看，

- 茅台上半年茅台系列酒高增 30.5%，茅台酒发力飞天贡献核心增量；

- 五粮液吨价下降 0.6%，但销量同增 12.1%，主要系普五上半年严格控量，1618 及低度在强费投及渠道推力下高增驱动，五粮液其他酒收入同增 17.8%，销量同降 23.9%，吨价大幅提升 54.7%，判断主要系五粮浓香公司持续向中高价位产品聚焦，以及在空白薄弱市场扁平化招商加强铺货所致。
- 老窖中高档酒同增 17.1%，销量同增 25.7%，测算吨价同降 6.8%，亦主要为量增贡献增长。
- 基地型次高端酒企中档产品线区域认知度较高，今世缘特 A 类上半年实现营收增速 26.1%，位居首位，淡雅、单开等中档产品贡献较高增长，古井年份原浆系列量价分别贡献 16.6%/5.6%，量增贡献核心增长。
- 扩张型次高端延续调整表现，整体呈现量价齐跌态势，水井坊调整节奏整体较早，高档酒快速出清后回归增长，上半年营收同增 6.5%。

图表 4 白酒上市公司上半年量价增长情况

板 块	证券简 称	产 品	收 入（亿元）					吨 价（万元）			销 量（万吨/万千升）		
			23H1	占 比	24H1	占 比	同 比	23H1	24H1	同 比	23H1	24H1	同 比
高 端	贵州茅 台	茅台酒	592.8	85.5%	685.7	83.9%	15.7%	-	-	-	-	-	-
		系列酒	100.7	14.5%	131.5	16.1%	30.5%	-	-	-	-	-	-
	五粮液	五粮液	351.8	84.0%	392.1	83.2%	11.4%	163.0	162.0	-0.6%	2.2	2.4	12.1%
		其它酒	67.1	16.0%	79.1	16.8%	17.8%	9.4	14.6	54.7%	7.1	5.4	-23.9%
	泸州老 窖	中高档酒类	129.9	89.5%	152.1	90.3%	17.1%	76.7	71.5	-6.8%	1.7	2.1	25.7%
		其他酒类	15.2	10.5%	16.3	9.7%	6.9%	5.7	6.1	6.3%	2.6	2.7	0.6%
基 地 型 次 高 端	山西汾 酒	中高价酒类	139.9	74.1%	164.3	72.5%	17.4%	-	-	-	-	-	-
		其他酒类	48.9	25.9%	62.3	27.5%	27.4%	-	-	-	-	-	-
	洋河股 份	中高档酒& 普通酒	214.6	-	224.9	-	4.8%	18.5	19.5	5.1%	11.6	11.6	-0.3%
		今世缘	特 A+类	38.2	64.3%	46.5	64.1%	21.9%	-	-	-	-	-
	特 A 类		17.6	29.6%	22.2	30.5%	26.1%	-	-	-	-	-	-
	A 类		2.3	3.8%	2.6	3.6%	14.3%	-	-	-	-	-	-
	B 类		0.8	1.4%	0.8	1.1%	-2.3%	-	-	-	-	-	-
	C 类、D 类		0.5	0.8%	0.4	0.6%	-8.1%	-	-	-	-	-	-
	其他		0.0	0.1%	0.0	0.0%	-27.6%	-	-	-	-	-	-
	古井贡 酒	年份原浆	87.6	79.8%	107.9	80.3%	23.1%	24.3	25.7	5.6%	3.6	4.2	16.6%
		古井贡酒	11.1	10.1%	12.4	9.2%	11.5%	6.9	6.9	0.0%	1.6	1.8	11.5%
		黄鹤楼其他	11.1	10.1%	14.0	10.4%	26.6%	8.5	10.3	22.2%	1.3	1.4	3.6%
	口子窖	高档白酒	27.7	97.0%	29.7	96.6%	7.3%	-	-	-	-	-	-
		中档白酒	0.4	1.4%	0.4	1.2%	-7.1%	-	-	-	-	-	-
		低档白酒	0.5	1.6%	0.7	2.3%	50.9%	-	-	-	-	-	-
	迎驾贡 酒	中高档白酒	23.7	79.5%	29.5	81.5%	24.5%	-	-	-	-	-	-
		普通白酒	6.1	20.5%	6.7	18.5%	9.3%	-	-	-	-	-	-
扩 张 型	舍得酒 业	中高档酒	27.6	84.3%	26.0	87.1%	-5.7%	-	-	-	-	-	-
		普通酒	5.1	15.7%	3.8	12.9%	-25.2%	-	-	-	-	-	-
	酒鬼酒	内参系列	4.4	28.7%	1.7	17.5%	-60.8%	98.1	69.1	-29.5%	0.0	0.0	-44.4%

次 高 端		酒鬼系列	8.5	55.0%	5.9	59.7%	-30.1%	28.0	28.2	0.5%	0.3	0.2	-30.4%
		湘泉系列	0.4	2.3%	0.5	5.0%	36.3%	6.0	6.1	0.5%	0.1	0.1	35.7%
		其他系列	2.1	13.9%	1.8	17.8%	-17.5%	15.6	14.7	-5.6%	0.1	0.1	-12.6%
	水井坊	高档&中档	15.2	-	16.1	-	6.5%	37.0	43.6	17.8%	0.4	0.4	-9.6%

资料来源：Wind，华创证券

回款整体承压，茅五韧性较强。24Q2 行业回款整体同增 21.6%，剔除茅台、五粮液后，行业回款同降 4.1%，现金流相对承压。具体来看，高端酒茅台、五粮液韧性较强，茅台二季度末部分大商回款比例提升，回款同增 22.6%；五粮液春节前通知提价，使得按照 969 元回款进度较快叠加票据年中兑付使得现金流高增 93.4%；老窖回款同降 0.2%，表现相对承压。基地型次高端/扩张型次高端/中低档分别同降 0.9%/ 12.0%/21.5%，判断系动销相对承压背景下，渠道回款意愿下降，酒企放宽经销商回款要求及票据使用权限所致。

图表 5 白酒公司现金回款一览表（亿元）

证券简称	现金回款						现金回款:同比		
	23Q1	23Q2	23H1	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1
贵州茅台	357.6	333.1	690.7	462.6	408.4	870.9	29.3%	22.6%	26.1%
五粮液	286.4	144.1	430.5	217.7	278.8	496.5	-24.0%	93.4%	15.3%
泸州老窖	80.4	95.4	175.8	106.4	95.2	201.6	32.3%	-0.2%	14.7%
高端	724.4	572.7	1297.1	786.7	782.4	1569.0	8.6%	36.6%	21.0%
山西汾酒	98.2	78.9	177.1	142.0	73.9	216.0	44.7%	-6.3%	22.0%
洋河股份	103.2	55.7	158.9	129.1	49.1	178.1	25.1%	-12.0%	12.1%
今世缘	34.3	23.3	57.6	37.3	25.0	62.3	8.8%	7.1%	8.2%
古井贡酒	77.6	52.1	129.7	83.7	58.8	142.5	7.9%	12.8%	9.9%
口子窖	12.1	14.6	26.7	14.0	13.9	28.0	15.5%	-4.4%	4.6%
迎驾贡酒	19.5	13.8	33.3	23.2	15.6	38.8	19.2%	12.7%	16.5%
基地型 次高端	344.8	238.4	583.2	429.3	236.2	665.5	24.5%	-0.9%	14.1%
舍得酒业	22.4	17.8	40.1	19.2	15.2	34.4	-14.3%	-14.4%	-14.3%
酒鬼酒	7.6	6	13.6	3.2	5.2	8.4	-58.1%	-12.9%	-38.3%
水井坊	8.8	8.1	16.9	9.3	7.7	16.9	6.0%	-5.9%	0.2%
扩张型 次高端	38.7	31.9	70.6	31.7	28.0	59.7	-18.3%	-12.0%	-15.4%
老白干酒	16.9	11.4	28.3	19.9	11.3	31.2	17.6%	-0.5%	10.3%
金种子酒	4.5	4.2	8.7	4.4	2.2	6.6	-3.4%	-46.9%	-24.3%
金徽酒	9.3	7.3	16.6	12.4	6.4	18.8	33.1%	-12.8%	12.8%
天佑德酒	4.5	2.9	7.4	5.8	2.5	8.3	28.3%	-13.0%	12.0%
伊力特	7.1	4.1	11.2	7.8	3.0	10.8	8.7%	-26.5%	-4.1%
顺鑫农业	22.8	20.5	43.3	28.0	14.0	42.1	22.7%	-31.4%	-2.9%
中低档	65.2	50.4	115.6	78.2	39.5	117.7	19.9%	-21.5%	1.8%
合计	1173.1	893.3	2066.5	1325.7	1086.2	2411.9	13.0%	21.6%	16.7%

资料来源：Wind，华创证券

应收票据&应收款项融资：酒企为渠道纾压，放宽票据使用比例。从应收项目（应收票据+应收款项融资）看，24Q2 行业整体同比下降 6.2%，剔除五粮液影响后，应收整体同增 58.1%，主要系酒企主动为经销商纾压，放宽票据使用限制所致。分子板块来看，高端酒/基地型次高端/扩张型次高端/中低档分别同比-15.4%/+70.9%/+3.2%/+33.3%。高端酒板块中，茅台几无应收，五粮液同比下降 23.5%，主要系春节部分票据到期致应收下滑所致。老窖低基数下同增 47.9%，亦放松票据回款为渠道纾压。基地型次高端同增 70.9%，汾酒/洋河/今世缘/古井同比均在 70%以上，分别 113.3%/75.2%/111.5%/89.3%，判断系渠道端现金回款占比减小所致。扩张性次高端舍得票据回款同增 37.7%，酒鬼同降 13.5%，水井无应收项目。

图表 6 白酒板块公司应收票据+应收款项融资及其变动（单位：亿元）

证券简称	23Q1	23Q2	24Q1	24Q2	24Q1 同比	24Q1 环比	24Q2 同比	24Q2 环比
贵州茅台	0	0	1.4	3.3	-	909.7%	-	135.8%
五粮液	266.7	255.9	281.1	195.8	5.4%	99.5%	-23.5%	-30.3%
泸州老窖	43	27.7	53.4	40.9	24.3%	-10.1%	47.9%	-23.4%
高端	309.7	283.6	335.9	240.0	8.5%	67.6%	-15.4%	-28.5%
山西汾酒	9.3	8.9	19.2	18.9	106.9%	19.8%	113.3%	-1.2%
洋河股份	2.2	5.2	9.3	9.2	328.4%	17.7%	75.2%	-1.2%
今世缘	0.2	0.1	0.0	0.3	-81.9%	-60.9%	111.5%	599.1%
古井贡酒	35.6	8.4	47.7	15.8	33.9%	398.0%	89.3%	-66.8%
口子窖	5.9	7.8	8.6	7.7	46.2%	94.3%	-0.4%	-9.5%
迎驾贡酒	0.1	0.1	0.1	0.1	-1.9%	51.2%	-17.2%	-21.9%
基地型次高端	53.2	30.5	84.8	52.0	59.3%	123.0%	70.9%	-38.6%
舍得酒业	7.7	1.9	4.4	2.6	-43.1%	64.6%	37.7%	-39.9%
酒鬼酒	3.6	4	3.6	3.4	-0.1%	32.4%	-13.5%	-5.0%
水井坊	0	0	0.0	0.0	-	-	-	-
扩张型次高端	11.3	5.9	8.0	6.1	-29.4%	48.3%	3.2%	-24.1%
老白干酒	3.1	1.7	3.6	1.3	15.2%	142.0%	-22.0%	-62.7%
金种子酒	2.2	1.1	0.3	0.3	-85.5%	10.8%	-71.4%	-5.1%
金徽酒	0.1	0.1	0.0	0.0	-1	-	-95.5%	-
天佑德酒	0	0	0.0	0.0	-	-	-	-
伊力特	0.8	0.4	0.7	0.7	-8.5%	-28.2%	85.8%	-4.6%
顺鑫农业	1.5	1.5	3.1	4.0	104.7%	199.0%	162.8%	27.6%
中低档	7.7	4.7	7.7	6.3	0.3%	103.0%	33.3%	-18.5%
合计	381.9	324.6	436.4	304.4	14.3%	76.3%	-6.2%	-30.3%

资料来源：Wind，华创证券

合同负债：环比持续消化，位于近年低位。24Q2 末行业整体合同负债环比 24Q1 末下降 5.7%，考虑五粮液整体占比较高，剔除五粮液影响后，行业合同负债环比同降 15.2%，二季度动销走弱背景下，渠道回款意愿减弱，合同负债持续消化，位于近年低位。分子板块来看：

- **高端：茅五表现优秀，老窖环比消化。**高端酒 24Q2 合同负债环比上升 19.8%，主要系茅台、五粮液增加带动，其中茅台合同负债环比 Q1 末提升 4.9%，判断系 6 月底部分经销商加大回款力度。五粮液环比上升 61.6%，二季度渠道仍按 969 回款，意

愿相对较强，叠加次线产品招商带动，合同负债环比提升。老窖合同负债环比 Q1 末下降 7.6%，相对较弱。

- **基地型次高端：环比持续消化，汾酒相对较好。**24Q2 合同负债环比下降 25.7%，其中洋河、古井二季度重视销售质量，放宽回款要求，分别下降 32.3%、52.0%。今世缘环比下降 35.5%，处在历史较低水位。汾酒环比提升 2.5%，表现相对较好。
- **扩张型次高端：整体承压，合同负债消化。**扩张型次高端合同负债环比下降 8.0%，主因舍得大幅下降带动。具体看，舍得/酒鬼/水井分别环比-30.9%/+9.6%/-6.9%，同比-68.1%/-42.5%/-1.4%，其中舍得 Q2 确认收入后合同负债下降至 1.6 亿元。水井 Q2 末合同负债环比 Q1 末下降 0.8 亿元。酒鬼短期承压，合同负债处于低位。

图表 7 白酒板块公司季度末合同负债及其变动（单位：亿元）

证券简称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	Q1 同比	Q1 环比	Q2 同比	Q2 环比
贵州茅台	83.3	73.3	113.9	141.3	95.2	99.9	14.3%	-32.6%	36.3%	4.9%
五粮液	55.4	36.5	39.5	68.6	50.5	81.6	-8.8%	-26.5%	123.6%	61.6%
泸州老窖	17.3	19.3	29.6	26.7	25.3	23.4	46.9%	-5.2%	21.1%	-7.6%
高端	155.9	129.2	183.0	236.6	171.1	204.9	9.7%	-27.7%	58.6%	19.8%
山西汾酒	41.7	57.5	51.7	70.3	55.9	57.3	34.0%	-20.5%	-0.4%	2.5%
洋河股份	69.7	53.2	55.2	111.0	58.2	39.4	-16.6%	-47.6%	-26.0%	-32.3%
今世缘	11.4	11.3	13.1	24.0	9.7	6.3	-14.9%	-59.4%	-44.4%	-35.5%
古井贡酒	47.5	30.3	33.2	14.0	46.2	22.2	-2.7%	229.5%	-26.7%	-52.0%
口子窖	4.5	7.3	3.8	4.0	3.8	3.2	-15.7%	-5.6%	-56.4%	-15.5%
迎驾贡酒	5	5.1	5.1	7.3	5.1	4.6	2.7%	-29.8%	-8.6%	-10.3%
基地型次高端	179.8	164.6	162.0	230.7	178.9	132.9	-0.5%	-22.5%	-19.2%	-25.7%
舍得酒业	8	5.1	3.3	2.8	2.3	1.6	-70.5%	-15.1%	-68.1%	-30.9%
酒鬼酒	3.7	4.5	2.5	2.8	2.3	2.6	-36.1%	-17.5%	-42.5%	9.6%
水井坊	10	10.9	11.2	12.2	11.5	10.7	15.3%	-5.6%	-1.4%	-6.9%
扩张型次高端	21.6	20.4	17.0	17.8	16.2	14.9	-25.1%	-9.0%	-27.0%	-8.0%
老白干酒	22.1	18.7	20.3	15.2	23.6	18.6	7.0%	55.5%	-0.5%	-21.2%
金种子酒	1.7	0.9	1.0	1.1	1.1	0.6	-34.5%	3.5%	-31.4%	-44.0%
金徽酒	4.3	4.4	4.3	5.8	6.3	4.8	47.7%	9.7%	9.3%	-23.5%
天佑德酒	0.6	0.6	0.9	0.8	0.7	0.7	28.6%	-11.7%	23.2%	-3.0%
伊力特	0.8	0.6	0.4	0.7	0.9	0.6	20.8%	24.9%	10.7%	-32.7%
顺鑫农业	18.4	19.4	14.6	22.0	8.4	5.8	-54.1%	-61.6%	-70.2%	-31.3%
中低档	47.7	44.6	41.4	45.6	41.1	31.2	-13.9%	-9.7%	-30.1%	-24.2%
合计	405.1	358.8	403.5	530.7	407.2	383.9	0.5%	-23.3%	7.0%	-5.7%

资料来源：Wind，华创证券

经营性现金流量净额：现金流整体承压。24Q2 白酒板块经营性现金流量净额同增 29.6%，考虑五粮液现金流变化较大，剔除其影响后，24Q2 行业整体同减 4.4%。分板块看，高端酒同增 42.3%，其中茅台 24Q2 同增 9.1%，除回款端因素外主要系同业存款扰动所致。五粮液 24Q2 同增 619.6%，票据贴现致现金流表现较好，老窖相对承压。基地型次高端/

扩张型次高端分别同减 102.0%/173.7%，整体承压明显。

图表 8 白酒板块公司经营现金流净额及其变动（单位：亿元）

证券简称	23Q1	23Q2	24Q1	24Q2	23H1	24H1	24Q1 同比	24Q2 同比	24H1 同比
贵州茅台	52.4	251.4	91.9	274.3	303.9	366.2	75.2%	9.1%	20.5%
五粮液	95.4	17.9	5.2	129.1	113.3	134.3	-94.6%	619.6%	18.5%
泸州老窖	15.1	41.4	43.6	38.7	56.5	82.3	188.9%	-6.6%	45.6%
高端	162.9	310.8	140.6	442.1	473.6	582.7	-13.7%	42.3%	23.0%
山西汾酒	34.3	17.7	70.4	8.9	52.1	79.3	105.1%	-49.9%	52.3%
洋河股份	14.0	-11.4	48.5	-28.1	2.7	20.4	245.8%	-	671.0%
今世缘	9.0	-1.0	10.0	2.4	8.0	12.5	11.6%	-	56.1%
古井贡酒	30.8	16.5	24.5	15.6	47.3	40.1	-20.3%	-5.7%	-15.2%
口子窖	-2.3	2.6	-1.0	1.1	0.3	0.0	-	-58.6%	-86.9%
迎驾贡酒	4.9	-2.0	6.2	-0.4	2.9	5.8	26.7%	-	99.6%
基地型次高端	90.7	22.5	158.6	-0.5	113.2	158.2	74.9%	-102.0%	39.7%
舍得酒业	2.3	4.1	1.1	-1.3	6.4	-0.2	-52.4%	-131.3%	-103.2%
酒鬼酒	1.7	-0.8	-2.6	0.6	0.8	-2.1	-259.8%	-	-351.0%
水井坊	-0.2	0.3	-1.0	-1.9	0.1	-2.9	-	-749.3%	-2320.7%
扩张型次高端	3.8	3.6	-2.6	-2.6	7.4	-5.2	-168.5%	-173.7%	-171.1%
老白干酒	2.5	-0.8	4.1	-1.9	1.7	2.2	61.9%	-	32.2%
金种子酒	0.0	-0.1	-1.0	-0.9	-0.1	-1.9	7685.7%	-	-
金徽酒	2.3	1.2	3.4	0.0	3.5	3.5	46.6%	-97.5%	-1.9%
天佑德酒	0.6	0.1	1.4	-1.2	0.6	0.2	136.1%	-2289.6%	-64.6%
伊力特	2.4	-0.8	1.6	-1.7	1.7	-0.1	-34.5%	-	-108.7%
顺鑫农业	-15.8	-6.3	-4.4	-5.7	-22.1	-10.2	-	-	-
中低档	-7.9	-6.7	5.0	-11.3	-14.7	-6.3	-	-	-
合计	249.4	330.1	301.7	427.7	579.6	729.4	21.0%	29.6%	25.8%

资料来源：Wind，华创证券

毛利率：整体小幅上行，中低档提升明显。整体来看，白酒板块 24Q2 毛利率为 81.1%，同比提升 1.2pcts。具体分板块看：

- **高端：延续提升态势，五粮液增长明显。**24Q2 高端酒整体毛利率为 86.3%，同比小幅提升 0.6pct。其中茅台 24Q2 毛利率同减 0.1pct，判断系茅台 1935 放量，加上直营占比下降对冲飞天提价。五粮液单 Q2 毛利率同增 1.7pct，判断主要受益于五粮浓香产品结构的有效上移。泸州老窖单 Q2 毛利率提升 0.2pct，高位维持稳定。
- **基地型次高端：毛利率整体稳定，口子窖、古井表现突出。**24Q2 基地型次高端整体毛利率为 75.5%，同比下降 0.2pct。其中汾酒单 Q2 毛利率下降 2.7pcts，判断主要系玻汾放量、短期拉低产品结构所致。苏酒洋河单 Q2 毛利率同降 1.4pcts，判断主要与货折加强、产品结构下移有关，今世缘单 Q2 毛利率同比提升 0.2pct，判断主要系开系提价所致。徽酒古井单 Q2 毛利率提升 2.7pcts，主要系古 16 高增叠加货折费用减少对冲结构下移所致，迎驾/口子窖分别提升 0.6pct/4.5pcts，主要受益于产品结构

提升叠加货折减少。

- **扩张型次高端：整体回落明显，盈利能力承压。**24Q2 扩张型次高端整体毛利率为 70.5%，同比下降 5.0pcts。盈利能力整体回落明显，结构下移影响较大。其中酒鬼酒 24Q2 毛利率同比下降 2.2pcts，结构下移拉低毛利。舍得单 Q2 毛利率大幅下降 11.0pcts，判断主要系品味舍得调整带来结构下移、以及加强货折消化库存所致。水井坊整体持平。
- **中低档：提升幅度较大，顺鑫农业表现突出。**中低档酒 24Q2 整体毛利率为 51.3%，同比提升 8.5pcts。其中，顺鑫农业单 Q2 同比提升 12.6pcts，带动整个子版块增长，剔除顺鑫农业后中低档单 Q2 毛利率同比提升 2.4pcts,主要受益业务调整影响，表现仍然突出。

图表 9 白酒板块公司单季度毛利率及其变动

证券简称	毛利率						毛利率:同比		
	23Q1	23Q2	23H1	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1
贵州茅台	92.6%	90.8%	91.8%	92.6%	90.7%	91.8%	0pct	-0.1pct	0pct
五粮液	78.4%	73.3%	76.8%	78.4%	75.0%	77.4%	0pct	1.7pct	0.6pct
泸州老窖	88.1%	88.6%	88.3%	88.4%	88.8%	88.6%	0.3pct	0.2pct	0.2pct
高端	86.4%	85.7%	86.1%	86.7%	86.3%	86.5%	0.2pct	0.6pct	0.4pct
山西汾酒	75.6%	77.8%	76.3%	77.5%	75.1%	76.7%	1.9pct	-2.7pct	0.4pct
洋河股份	76.6%	75.1%	76.1%	76.0%	73.7%	75.4%	-0.6pct	-1.4pct	-0.8pct
今世缘	75.4%	72.9%	74.5%	74.2%	73.0%	73.8%	-1.2pct	0.2pct	-0.7pct
古井贡酒	79.7%	77.8%	78.9%	80.3%	80.5%	80.4%	0.7pct	2.7pct	1.5pct
口子窖	76.6%	70.5%	73.9%	76.5%	75.0%	75.8%	-0.2pct	4.5pct	2pct
迎驾贡酒	71.2%	70.6%	70.9%	75.1%	71.1%	73.6%	3.9pct	0.6pct	2.6pct
基地型次高端	76.4%	75.7%	76.2%	77.0%	75.5%	76.5%	0.6pct	-0.2pct	0.3pct
舍得酒业	78.4%	71.9%	75.6%	74.2%	60.9%	69.4%	-4.2pct	-11pct	-6.2pct
酒鬼酒	81.5%	77.8%	80.1%	71.1%	75.6%	73.3%	-10.5pct	-2.2pct	-6.8pct
水井坊	83.2%	81.6%	82.5%	80.5%	81.5%	81.0%	-2.7pct	0pct	-1.5pct
扩张型次高端	80.2%	75.5%	78.3%	75.4%	70.5%	73.4%	-4.8pct	-5pct	-4.9pct
老白干酒	65.4%	68.6%	67.2%	62.7%	68.5%	65.8%	-2.7pct	-0.1pct	-1.3pct
金种子酒	27.2%	33.8%	30.1%	44.5%	41.7%	43.5%	17.3pct	7.9pct	13.4pct
金徽酒	65.0%	62.0%	63.8%	65.4%	64.7%	65.1%	0.4pct	2.6pct	1.4pct
天佑德酒	63.6%	62.0%	62.9%	63.0%	51.4%	59.4%	-0.6pct	-10.6pct	-3.5pct
伊力特	51.5%	42.1%	47.8%	51.9%	48.2%	50.5%	0.4pct	6.1pct	2.7pct
顺鑫农业	37.7%	21.4%	32.2%	37.2%	34.0%	36.3%	-0.6pct	12.6pct	4.1pct
中低档	46.7%	42.8%	45.2%	48.1%	51.3%	49.3%	1.4pct	8.5pct	4.1pct
合计	80.8%	80.0%	80.5%	81.2%	81.1%	81.2%	0.4pct	1.2pct	0.7pct

资料来源：Wind，华创证券

营业税金率：单 Q2 税金率同比微升，部分酒企缴税及生产节奏影响小幅波动。整体来看，白酒板块 24Q2 营业税金率为 15.6%，同比提升 0.4pct。具体分板块来看，高端酒/基

地型次高端/扩张型次高端分别同比+0.9pct/-0.6pct/+0.7pct，波动分化较大，主要系生产节奏季度性扰动及计税价格调整所致。

图表 10 白酒板块公司单季度税金及附加率及其变动

证券简称	23Q1	23Q2	24Q1	24Q2	23H1	24H1	24Q1 同比	24Q2 同比	24H1 同比
贵州茅台	14.09%	16.68%	15.73%	17.41%	15.24%	16.47%	1.6pct	0.7pct	1.2pct
五粮液	14.32%	14.18%	13.95%	14.62%	14.27%	14.16%	-0.4pct	0.4pct	-0.1pct
泸州老窖	12.27%	9.45%	12.44%	11.67%	10.92%	12.09%	0.2pct	2.2pct	1.2pct
高端	14.00%	15.02%	14.70%	15.93%	14.41%	15.19%	0.7pct	0.9pct	0.8pct
山西汾酒	14.40%	20.13%	13.34%	19.69%	16.31%	15.41%	-1.1pct	-0.4pct	-0.9pct
洋河股份	15.69%	14.87%	16.01%	12.28%	15.43%	14.93%	0.3pct	-2.6pct	-0.5pct
今世缘	14.97%	9.73%	15.53%	9.96%	13.06%	13.52%	0.6pct	0.2pct	0.5pct
古井贡酒	14.47%	13.82%	15.04%	15.35%	14.19%	15.17%	0.6pct	1.5pct	1pct
口子窖	14.54%	18.06%	14.10%	15.51%	16.13%	14.72%	-0.4pct	-2.5pct	-1.4pct
迎驾贡酒	14.43%	16.17%	14.19%	15.61%	15.11%	14.74%	-0.2pct	-0.6pct	-0.4pct
基地型次高端	14.93%	15.89%	14.80%	15.28%	15.27%	14.96%	-0.1pct	-0.6pct	-0.3pct
舍得酒业	13.74%	15.82%	14.23%	15.98%	14.63%	14.85%	0.5pct	0.2pct	0.2pct
酒鬼酒	15.68%	17.20%	19.15%	19.89%	16.25%	19.52%	3.5pct	2.7pct	3.3pct
水井坊	15.65%	15.12%	13.59%	15.55%	15.42%	14.48%	-2.1pct	0.4pct	-0.9pct
扩张型次高端	14.65%	15.94%	14.75%	16.64%	15.19%	15.52%	0.1pct	0.7pct	0.3pct
老白干酒	15.12%	16.09%	16.81%	15.83%	15.65%	16.28%	1.7pct	-0.3pct	0.6pct
金种子酒	12.40%	12.88%	16.04%	15.71%	12.61%	15.92%	3.6pct	2.8pct	3.3pct
金徽酒	14.20%	15.58%	14.21%	15.13%	14.77%	14.57%	0pct	-0.5pct	-0.2pct
天佑德酒	15.63%	14.43%	15.09%	13.02%	15.15%	14.46%	-0.5pct	-1.4pct	-0.7pct
伊力特	13.34%	14.24%	14.90%	15.13%	13.69%	14.99%	1.6pct	0.9pct	1.3pct
顺鑫农业	9.81%	11.79%	9.78%	9.88%	10.49%	9.81%	0pct	-1.9pct	-0.7pct
中低档	11.83%	13.75%	12.56%	13.41%	12.60%	12.87%	0.7pct	-0.3pct	0.3pct
合计	14.19%	15.21%	14.62%	15.64%	14.59%	15.01%	0.4pct	0.4pct	0.4pct

资料来源：Wind，华创证券

淡季加大费投力度，销售费用率整体上升。整体看，白酒板块 24H1 销售费用率同增 0.3pct，单 Q2 同增 0.8pct。具体分板块来看，高端酒/基地型次高端/扩张型次高端分别提升 0.9pct/0.6pct/5.8pcts，其中高端酒五粮液单 Q2 销售费用率同增 2.0pcts，判断主要系公司围绕 1618/低度/五粮浓香等产品开展扫码抽奖/广告宣传等活动力度较大所致。老窖单 Q2 销售费用率提升 0.7pct，判断主要系公司加强广告及五码合一等费投所致（上半年广宣费同增 31.6%）。基地型次高端汾酒/古井同比提升 0.5pct/0.3pct，洋河/口子窖大幅提升 1.8pcts/3.9pcts，判断主要系竞争加剧、费投增多所致，今世缘/迎驾单 Q2 销售费用率下降 0.9pct/ 2.0pcts，费用投放有所控制所致。扩张型次高端除水井坊销售费用率大幅下降 8.9pcts 外均有明显提升。

管理效率提升，费率整体优化。整体来看，白酒板块 24H1 管理费用率同降 0.5pct，单 Q2 同降 0.5pct，各子版块变化有所不同，高端酒企管理费用率仍有优化，基地型次高端整体

平稳，扩张型次高端显著提升，中低档酒企内部呈现分化。

图表 11 白酒板块公司单季度销售费用率&管理费用率

证券简称	销售费用率			销售费用率:同比			管理费用率			管理费用率:同比		
	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1
贵州茅台	2.49%	4.08%	3.19%	0.5pct	0.7pct	0.6pct	4.51%	4.91%	4.68%	-0.7pct	-1pct	-0.8pct
五粮液	7.53%	17.34%	10.60%	0.8pct	2pct	1.1pct	3.06%	4.26%	3.43%	-0.5pct	-0.3pct	-0.4pct
泸州老窖	7.85%	11.78%	9.64%	-1.2pct	0.7pct	-0.4pct	2.49%	3.58%	2.99%	-0.8pct	-0.6pct	-0.7pct
高端	5.00%	8.59%	6.43%	0.4pct	0.9pct	0.6pct	3.74%	4.56%	4.07%	-0.6pct	-0.7pct	-0.7pct
山西汾酒	7.47%	11.53%	8.79%	-0.5pct	0.5pct	-0.2pct	1.99%	4.27%	2.73%	-0.1pct	-0.6pct	-0.3pct
洋河股份	8.52%	18.54%	11.42%	1.1pct	1.8pct	1.1pct	2.85%	7.23%	4.12%	-0.9pct	0.7pct	-0.5pct
今世缘	14.16%	12.23%	13.47%	-1.8pct	-0.9pct	-1.5pct	2.20%	3.94%	2.82%	0.1pct	0.1pct	0.1pct
古井贡酒	27.18%	24.64%	26.16%	-1.7pct	0.3pct	-0.8pct	4.79%	4.97%	4.86%	-0.7pct	0.2pct	-0.3pct
口子窖	12.06%	18.80%	15.04%	-0.6pct	3.9pct	1.4pct	5.31%	7.24%	6.16%	0.1pct	0.3pct	0.2pct
迎驾贡酒	6.72%	10.00%	7.99%	0.3pct	-2pct	-0.6pct	2.34%	3.42%	2.76%	-0.3pct	-0.6pct	-0.4pct
基地型次 高端	11.95%	16.66%	13.55%	0.1pct	0.6pct	0.2pct	2.91%	5.29%	3.72%	-0.4pct	0pct	-0.3pct
舍得酒业	16.32%	27.00%	20.12%	-2.9pct	11.8pct	2.6pct	7.90%	12.08%	9.39%	-0.2pct	2.8pct	0.8pct
酒鬼酒	33.93%	35.45%	34.70%	7.9pct	5.7pct	7.3pct	7.97%	7.80%	7.89%	4.3pct	1pct	3.1pct
水井坊	35.06%	32.23%	33.77%	3.2pct	-8.9pct	-2.2pct	9.47%	19.96%	14.26%	-0.7pct	3pct	1.1pct
扩张型次 高端	23.74%	30.40%	26.46%	0pct	5.8pct	2.4pct	8.33%	13.73%	10.54%	0.9pct	3.1pct	1.8pct
老白干酒	22.91%	30.14%	26.83%	-3pct	-4.7pct	-4pct	8.44%	6.93%	7.62%	-3pct	-1.1pct	-1.9pct
金种子酒	17.15%	22.60%	19.17%	-1.4pct	15.9pct	5.8pct	7.07%	7.70%	7.30%	1.2pct	-4.5pct	-1.3pct
金徽酒	17.98%	21.03%	19.16%	0.2pct	-0.5pct	-0.2pct	7.91%	12.54%	9.70%	0.7pct	1.1pct	0.7pct
天佑德酒	14.37%	35.51%	20.86%	0.3pct	7.3pct	1.1pct	7.32%	20.22%	11.28%	-0.4pct	5.3pct	0.7pct
伊力特	6.63%	17.92%	10.86%	0pct	5pct	1.8pct	2.66%	3.55%	2.99%	-0.4pct	-0.7pct	-0.5pct
顺鑫农业	5.41%	14.56%	8.03%	-3pct	3.1pct	-1.4pct	5.44%	8.40%	6.29%	-0.4pct	1.1pct	0pct
中低档	10.88%	21.87%	14.89%	-1.7pct	2.8pct	-0.3pct	6.11%	8.62%	7.03%	-0.5pct	0.2pct	-0.3pct
合计	8.01%	12.04%	9.54%	0.1pct	0.8pct	0.3pct	3.70%	5.21%	4.28%	-0.5pct	-0.5pct	-0.5pct

资料来源: Wind, 华创证券

净利率：盈利能力微弱提升，扩张型次高端承压明显。白酒板块净利率整体略有增长，24Q2 板块整体净利率为 36.8%，同比提升 0.3pct。具体分板块看：

- 高端酒受税率扰动较明显，五粮液净利微升。高端酒整体净利率单 Q2 同降 0.5pct，其中茅台净利率同降 0.5pct，还原税率影响后同增 0.2pct，五粮液费投提升下净利稳中微升，泸州老窖税费率扰动下净利率下滑。
- 基地型次高端整体略有下降，分化较为明显。单 Q2 基地型次高端净利率整体同降 0.6pct，迎驾、汾酒、古井净利率分别同比+2.2pcts/-1.8pcts/+1.7pcts。苏酒洋河、今世缘 Q2 净利率分别同降 2.1pcts/1.4pcts，其中今世缘 Q2 净利率受私募基金投资影响下行。口子窖 Q2 表现好较，净利率同增 2.1pcts，盈利整体改善。
- 扩张型次高端持续承压，水井坊表现相对较好。单 Q2 扩张型次高端净利率整体同

降 12.8pcts，持续承压。舍得/酒鬼单 Q2 净利率分别同降 19.7pcts/11.6pcts，舍得盈利大幅下挫，水井坊单 Q2 同升 0.7pct，费投优化拉升盈利。

- **中低档整体显著增长，内部表现分化。**中低档 Q2 整体净利率同增 8.1pcts，顺鑫农业单 Q2 净利率同比显著提升，拉动子版块净利率增长，天佑德酒净利率下挫严重，金种子单 Q2 同降 3.6pcts，费投加大拖累盈利，老白干降本增效成效显著，Q2 净利率+3.2pcts 至 12.6%。

图表 12 白酒板块公司单季度净利率及其变动

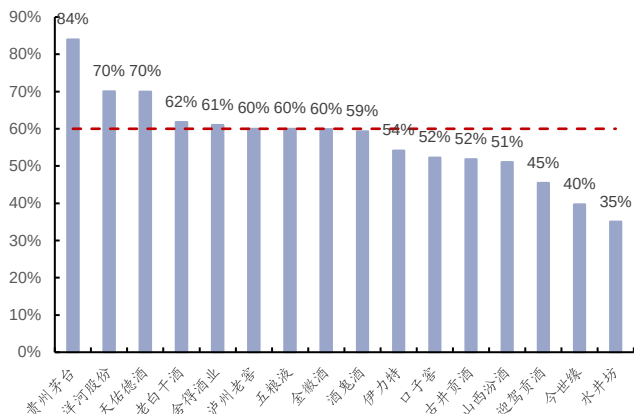
证券简称	净利率						净利率:同比		
	23Q1	23Q2	23H1	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1
贵州茅台	53.7%	49.3%	51.7%	52.6%	48.8%	50.9%	-1.1pct	-0.5pct	-0.8pct
五粮液	40.3%	31.3%	37.4%	40.3%	31.7%	37.6%	0pct	0.4pct	0.2pct
泸州老窖	48.8%	48.4%	48.6%	49.8%	44.8%	47.5%	1pct	-3.6pct	-1.1pct
高端	47.8%	44.2%	46.4%	47.5%	43.7%	46.0%	-0.3pct	-0.5pct	-0.3pct
山西汾酒	38.0%	30.8%	35.6%	40.8%	29.0%	37.0%	2.8pct	-1.8pct	1.4pct
洋河股份	38.3%	30.7%	35.9%	37.3%	28.6%	34.7%	-1.1pct	-2.1pct	-1.2pct
今世缘	33.0%	36.7%	34.3%	32.8%	35.3%	33.7%	-0.2pct	-1.4pct	-0.6pct
古井贡酒	23.8%	25.6%	24.6%	24.9%	27.3%	25.9%	1.1pct	1.7pct	1.3pct
口子窖	33.7%	23.6%	29.1%	33.3%	25.7%	30.0%	-0.3pct	2.1pct	0.9pct
迎驾贡酒	36.5%	29.7%	33.8%	39.3%	31.9%	36.4%	2.7pct	2.2pct	2.6pct
基地型次高端	35.2%	29.8%	33.3%	35.8%	29.2%	33.5%	0.6pct	-0.6pct	0.3pct
舍得酒业	28.2%	23.2%	26.1%	26.1%	3.5%	18.1%	-2pct	-19.7pct	-8pct
酒鬼酒	31.1%	21.1%	27.4%	14.9%	9.5%	12.2%	-16.3pct	-11.6pct	-15.2pct
水井坊	18.7%	6.4%	13.3%	20.0%	7.1%	14.1%	1.3pct	0.7pct	0.8pct
扩张型次高端	26.8%	18.7%	23.4%	22.9%	5.9%	15.9%	-3.9pct	-12.8pct	-7.5pct
老白干酒	10.2%	9.3%	9.7%	12.1%	12.6%	12.3%	1.8pct	3.2pct	2.6pct
金种子酒	-9.5%	1.0%	-4.9%	4.2%	-2.6%	1.7%	13.7pct	-3.6pct	6.6pct
金徽酒	20.4%	11.5%	16.7%	20.6%	10.9%	16.8%	0.2pct	-0.6pct	0.1pct
天佑德酒	19.5%	7.3%	14.6%	20.6%	-12.3%	10.5%	1.1pct	-19.7pct	-4.1pct
伊力特	20.1%	5.8%	14.5%	19.1%	7.8%	14.9%	-0.9pct	2pct	0.4pct
顺鑫农业	8.0%	-19.3%	-1.3%	11.1%	-1.7%	7.4%	3.1pct	17.5pct	8.7pct
中低档	10.5%	-3.4%	5.0%	13.6%	4.7%	10.3%	3pct	8.1pct	5.4pct
合计	41.0%	36.5%	39.3%	41.3%	36.8%	39.6%	0.3pct	0.3pct	0.3pct

资料来源：Wind，华创证券

分红率：重视资本回报，强化分红预期。上半年伴随需求承压，板块估值持续回落，头部酒企纷纷推出资本回报计划，提振资本市场信心，五粮液年初将分红率从 55%提升至 60%，茅台、洋河均于中报批露时日，推出 24-26 年股东回报计划，其中茅台承诺分红总额不低于 75%，洋河承诺分红底线不低于 70 亿元，进一步强化分红预期。按 8 月 30 日收盘价测算，当前高端酒股息率均超 4%，茅台、五粮液、老窖分别为 4%/4.3%/5.5%，次高端中舍得、洋河位居股息率榜首，股息率均超 6%，其余酒企股息率亦基本位于 3%之

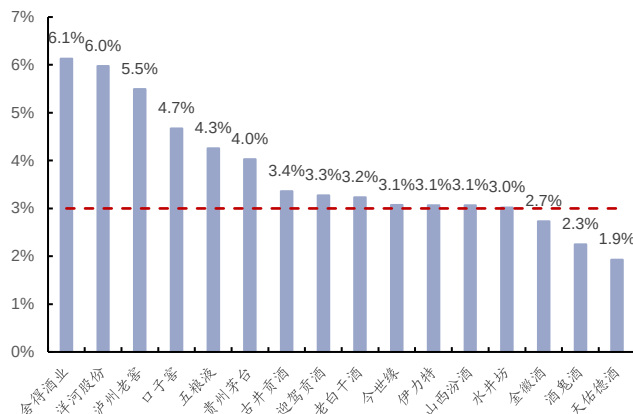
上，红利价值凸显。

图表 13 主要酒企 2023 年分红率统计



资料来源: Wind, 华创证券

图表 14 主要酒企对应 2024 年股息率统计

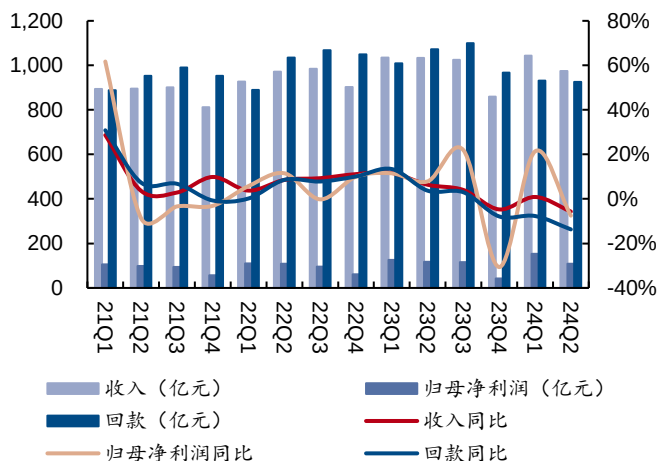


资料来源: Wind, 华创证券, 注: 数据截止于 2024 年 8 月 30 日, 为统一口径, 2024 年预测采用 Wind 一致预测

(二) 大众品板块: 报表下滑, 份额优先

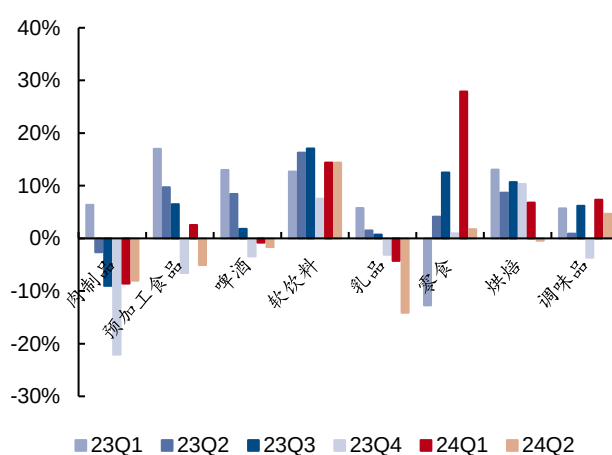
24Q2 外部需求趋弱, 企业转向份额优先, 盈利表现分化。24Q2 需求承压下, 代表性大众品企业合计收入、利润分别同比-5.7%、-7.5%。春节过后消费景气进一步回落, 部分行业出现供大于求情况, 导致市场竞争显著加剧, 整体价盘下移。在对未来预期更趋理性背景下, 龙头企业更为聚焦份额优先, 带来相关费投提升, 再加上政府补助减少、并购资产减值等扰动, 企业盈利表现分化。其中, 饮料、零食需求相对较优, 啤酒升级速度放缓, 乳业、调味品竞争加剧经营承压, 而与餐饮更挂钩的速冻、连锁卤味等子行业景气环比进一步回落。

图表 15 大众品板块 Q2 报表压力加大



资料来源: Wind, 华创证券 (注: 因中炬地产致整体利润为负, 此处板块利润剔除中炬)

图表 16 Q2 大众品细分子板块营收表现分化



资料来源: Wind, 华创证券 (注: 选取 SW2021 二级子行业)

具体分子板块看:

啤酒: 弱市下龙头升级表现分化, 成本下降利好业绩, 燕京改革 alpha 突出。Q2 消费疲

软饮持续叠加雨水频繁扰动，啤酒龙头销量普遍承压。在消费者对质价比要求更高情况下，行业整体升级速度放缓但方向不改。企业端，高端占比水平、区域竞争情况和货折力度是龙头 ASP 表现分化主因：总体而言，百威压力最大，青啤重啤相对平稳，华润仍有低单增长，燕京追赶效应下表现最佳。利润端，Q2 龙头为促进市场销售，费用投入力度普遍有所增加，好在原材料成本下行利好毛利率提升，故除重啤受工厂投产新增折旧影响外，酒企盈利水平普遍仍有增长。燕京啤酒受益于 U8 放量与改革提效，收入业绩表现最为突出。

乳业：淡季去库营收承压，上游牧业拖累放大。一方面，近两年购买力受损后节日效应放大，淡季需求更显平淡，另一方面，节后步入奶牛产奶旺季，因此原奶价格加速下行，牧业盈利持续恶化。在此背景下，Q2 全行业面临量、价双重压力。在此背景下，龙头乳企于上游，对合作牧场保持稳定原奶收购，并给予担保/贷款等金融支持，保障供应链稳定；于下游，主动控货、调整渠道，且未来继续聚焦动销减少压货，提振经销商盈利水平。但同时，也带了短期销售承压、买赠促销增加、喷粉减值及贷款信用减值损失等多重压力。但于奶源自给率较低的中小乳企而言，原奶成本则带来了成本红利与盈利弹性。

软饮料：赛道景气突出，竞争也在加大。根据国家统计局数据，24 年 4-6 月规上软饮料产量分别同增 9.7%/7.9%/6.5%，受益于高频低价属性、户外出行增加以及部分功能性赛道高增，饮料行业整体景气相对突出。企业端表现亦普遍较优，东鹏能量饮料全国化正盛、第二曲线电解质水增势迅猛，最为亮眼；农夫无糖茶延续高增，但饮用水受舆论扰动及经营策略调整有所承压；康、统饮料大盘稳健增长，无糖茶新品贡献增量。盈利端，24Q2 白砂糖与 PET 成本维持低位，在此基础上，康统受益于提价或货折收缩增厚盈利；东鹏则是收入高增带动规模效应强化、利润增速再创新高；农夫饮料业务对冲包装水扰动，整体盈利水平维持平稳。

零食：淡季降速聚焦运营，成本红利延展。Q2 步入传统淡季，零食企业营收普遍环比降速，经营重点转向渠道拓展与品牌打造等基础动作，同时礼赠品类、传统渠道占比较高的公司则还面临渠道去库的压力。盈利端看，受益于成本红利明显释放，Q2 企业普遍加大费用投放，或适当加大促销/调整品相以适应高性价比需求，且整体盈利仍全面提升。此外，传统渠道流量持续下滑、量贩/抖音等新兴渠道维持相对景气背景下，洽洽、甘源等公司主动推进组织架构、团队人员调整，期待成效逐步显现。

调味品：企业表现分化，定制餐调景气相对突出。外部需求压力延续，存量市场下更看企业之间经营策略博弈，龙头海天今年精准施策，Q2 延续稳健增长，经营回归正常通道，而中炬由于内部仍处在调整，份额有所丢失，千禾则因为竞争对手加大零添加布局，Q2 营收出现小幅下降，恒顺、榨菜需求压力下，营收也仍有一定压力。复调景气有所分化，定制餐调凭借生意较高壁垒、下游客户带动等，宝立、日辰 Q2 依旧实现平稳较好增长，而火锅底料景气回落，天味 Q2 营收压力有所加大。

速冻：行业景气边际回落，竞争或有加剧，企业布局新品挖掘增量。餐饮需求承压下，速冻行业整体景气回落，传统产品增速放缓、竞争加剧，企业积极培育新品以贡献增量。其中米面类产品由于门槛较低，竞争显著加剧，三全 Q2 营收继续负增，千味主业（烘焙、油炸产品）压力延续，反而是预制菜新品表现亮眼，火锅料目前相对稳定，安井主业保持双位数增长，但受到小龙虾拖累等，最终营收小幅增长，立高同样是半成品承压，奶油新品表现相对更优。利润端，原材料成本保持稳定，且目前企业仍未大面积选择降价促销，因而毛利率及盈利能力 Q2 大多改善。

连锁：开店放缓、单店承压，整体营收仍有压力，利润表现更优。开店上，企业开店进

一步放缓，上半年巴比、紫燕门店数目小幅增长，绝味则是精耕细作下净闭店 981 家，而单店上，尽管企业纷纷将提升单店收入作为今年重点，但由于外部需求承压+餐饮竞争加剧，单店依旧存在明显缺口，最终收入端，单 Q2 绝味双位数下滑，巴比、紫燕低个位数下滑，而受益于原材料降价利好，板块毛利率均有一定改善，费用端加盟商开店补贴减少，但广宣费用有所增加，整体保持平稳，最终 Q2 盈利端延续改善趋势。

其他：保健品汤臣需求疲软、竞争加剧，叠加费投产出比下降，收入利润表现承压；**仙乐中国**表现优于行业，海外高增势能延续，BFs 盈利改善略慢但积极调整，全年激励目标信心仍足。**烘焙安琪**国内主业改善、海外维持较快增长下收入加速，原料成本下行叠加补助增益，利润快于收入；**桃李**外部需求仍然承压，但公司调整策略，加强控制成熟市场返货率，盈利能力率先改善。**肉制品双汇**消费疲软导致销量双位数下滑，成本下行与冻肉出库带来正向利润贡献，但禽类养殖亏损扩大形成拖累。

图表 17 大众品板块公司 24Q2 及 24H1 收入及归母净利润情况（单位:亿元）

细分 板块	证券简称	24H1 收入	收入增速	24Q2 收 入	收入增速	24H1 净 利润	利润增速	24Q2 净利 润	利润增速
低 度 酒	青岛啤酒	200.7	-7.1%	99.2	-8.9%	36.4	6.3%	20.4	3.5%
	重庆啤酒	88.6	4.2%	45.7	1.5%	9.0	4.2%	4.5	-6.0%
	燕京啤酒	80.5	5.5%	44.6	8.8%	7.6	47.5%	6.6	45.9%
	百威亚太	241.7	-6.6%	125.1	-10.3%	38.5	-5.0%	18.1	-8.6%
	华润啤酒	237.4	-0.5%			47.1	1.2%		
乳 制 品	伊利股份	599.1	-9.5%	273.4	-16.5%	75.3	19.4%	16.1	-40.2%
	天润乳业	14.4	3.9%	8.0	5.9%	(0.3)	-122.2%	(0.3)	-145.8%
	新乳业	53.6	1.3%	27.5	-0.9%	3.0	25.3%	2.1	17.7%
	蒙牛乳业	446.7	-12.6%			24.5	-19.0%		
休 闲 及 功 能 食 饮	双汇发展	276.7	-9.3%	133.6	-9.8%	23.0	-19.0%	10.2	-24.0%
	东鹏饮料	78.7	44.2%	43.9	47.9%	17.3	56.2%	10.7	74.6%
	农夫山泉	221.7	8.4%			62.4	8.0%		
	洽洽食品	29.0	7.9%	10.8	-20.2%	3.4	25.9%	1.0	7.6%
	甘源食品	10.4	26.1%	4.6	4.9%	1.7	39.3%	0.8	16.9%
	盐津铺子	24.6	29.8%	12.4	23.4%	3.2	30.0%	1.6	19.1%
	仙乐健康	19.9	28.8%	10.4	23.3%	1.5	52.7%	0.9	27.4%
	汤臣倍健	46.1	-17.6%	19.7	-20.9%	8.9	-42.3%	1.6	-68.1%
	安琪酵母	71.7	6.9%	36.9	11.3%	6.9	3.4%	3.7	17.3%
	桃李面包	30.2	-5.8%	16.2	-6.3%	2.9	-0.6%	1.7	14.2%
餐 饮 供 应 链	海天味业	141.6	9.2%	64.6	8.0%	34.5	11.5%	15.3	11.1%
	中炬高新	26.2	-1.4%	11.3	-12.0%	3.5	-124.2%	1.1	107.0%
	涪陵榨菜	13.1	-2.3%	5.6	-3.4%	4.5	-4.7%	1.8	-15.6%
	恒顺醋业	10.0	-11.8%	5.4	3.4%	0.9	-24.2%	0.4	-24.1%
	千禾味业	15.9	3.8%	6.9	-2.5%	2.5	-2.4%	1.0	-14.2%
	宝立食品	12.7	12.9%	6.5	10.3%	1.1	-34.6%	0.5	-46.7%
	天味食品	14.7	3.0%	6.1	-6.8%	2.5	18.8%	0.7	-10.9%
	千味央厨	8.9	4.9%	4.3	1.6%	0.6	6.1%	0.2	-3.4%
	安井食品	75.4	9.4%	37.9	2.3%	8.0	9.2%	3.6	-2.5%
	立高食品	17.8	8.9%	8.7	2.8%	1.4	25.0%	0.6	0.3%

	绝味食品	33.4	-9.7%	16.4	-12.3%	3.0	22.2%	1.3	25.1%
	紫燕食品	16.6	-4.6%	9.7	-2.0%	2.0	10.3%	1.4	6.8%
	巴比食品	7.6	3.6%	4.1	-1.9%	1.1	36.0%	0.7	75.6%

资料来源：wind，华创证券。注：Q2 营收及利润均实现正增的企业用红色标出。

图表 18 大众品板块公司单季度收入及归母净利润增速情况

细分 板块	证券简称	收入增速					归母净利润增速				
		23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
低度酒	青岛啤酒	8.2%	-4.6%	-3.4%	-5.2%	-8.9%	14.4%	4.7%	-15.0%	10.1%	3.5%
	重庆啤酒	9.6%	6.5%	-3.8%	7.2%	1.5%	23.5%	5.3%	-109.2%	16.8%	-6.0%
	燕京啤酒	7.6%	8.5%	-4.4%	1.7%	8.8%	28.5%	37.4%	2.8%	58.9%	45.9%
乳制品	伊利股份	1.1%	2.7%	-1.8%	-2.6%	-16.5%	2.9%	59.4%	-23.5%	63.8%	-40.2%
	天润乳业	9.8%	12.2%	13.0%	1.5%	5.9%	-2.5%	-63.7%	-101.1%	-91.7%	-145.8%
	新乳业	12.7%	7.3%	10.6%	3.7%	-0.9%	20.5%	19.1%	-2.1%	46.9%	17.7%
休闲及 功能食 饮	双汇发展	4.5%	-5.1%	-24.0%	-8.9%	-9.8%	6.2%	11.6%	-53.3%	-14.5%	-24.0%
	东鹏饮料	30.0%	35.2%	40.9%	39.8%	47.9%	49.0%	33.2%	39.7%	33.5%	74.6%
	洽洽食品	8.3%	5.1%	-6.9%	36.4%	-20.2%	-37.5%	-13.5%	-15.1%	35.1%	7.6%
	甘源食品	48.1%	37.3%	10.9%	49.8%	4.9%	246.5%	95.3%	67.0%	65.3%	16.9%
	盐津铺子	57.6%	46.2%	20.2%	37.0%	23.4%	98.9%	67.3%	32.6%	43.1%	19.1%
	仙乐健康	22.1%	41.5%	50.1%	35.5%	23.3%	-24.7%	26.7%	165.5%	114.4%	27.4%
	汤臣倍健	28.2%	12.8%	-4.5%	-14.9%	-20.9%	33.9%	-18.0%	-61.1%	-29.4%	-68.1%
	安琪酵母	8.4%	1.6%	1.8%	2.5%	11.3%	-11.0%	6.0%	-15.5%	-9.5%	17.3%
	桃李面包	-1.3%	2.1%	2.0%	-5.2%	-6.3%	-23.4%	26.8%	-23.5%	-16.9%	14.2%
餐饮供 应链	海天味业	-5.3%	2.2%	-9.3%	10.2%	8.0%	-11.7%	-3.2%	-15.2%	11.9%	11.1%
	中炬高新	-1.4%	-0.4%	-14.4%	8.6%	-12.0%	-1129.4%	61.3%	393.7%	59.7%	107.0%
	涪陵榨菜	-21.3%	-1.5%	-0.8%	-1.5%	-3.4%	-30.8%	4.8%	-17.3%	3.9%	-15.6%
	恒顺醋业	-13.9%	0.0%	2.4%	-24.9%	3.4%	0.0%	-44.6%	-212.0%	-24.2%	-24.1%
	千禾味业	33.8%	48.4%	-0.8%	9.3%	-2.5%	75.1%	90.4%	-8.5%	6.7%	-14.2%
	宝立食品	20.9%	11.8%	8.6%	15.7%	10.3%	76.0%	23.7%	-3.0%	-20.4%	-46.7%
	天味食品	12.7%	16.4%	17.0%	11.3%	-6.8%	21.0%	44.1%	39.9%	37.2%	-10.9%
	千味央厨	40.4%	25.0%	25.0%	8.0%	1.6%	50.3%	60.4%	23.2%	14.2%	-3.4%
	安井食品	26.1%	17.2%	-6.3%	17.7%	2.3%	50.0%	63.8%	-13.4%	21.2%	-2.5%
	立高食品	21.3%	30.1%	6.7%	15.3%	2.8%	92.0%	66.9%	-297.2%	54.0%	0.3%
	绝味食品	13.9%	8.3%	8.5%	-7.0%	-12.3%	998.1%	22.1%	-395.0%	20.0%	25.1%
	紫燕食品	1.5%	-2.9%	-14.7%	-8.0%	-2.0%	53.5%	44.8%	-72.0%	20.9%	6.8%
	巴比食品	11.1%	8.1%	4.6%	10.7%	-1.9%	-64.9%	354.6%	-33.5%	-3.4%	75.6%

资料来源：Wind，华创证券。注：正增用红色标出。

现金流：回款表现稳健，企业现金流整体健康。大众品整体经营性现金流 Q2 依旧维持健康良性水平，各板块销售收入与回款亦基本匹配，其中东鹏现金流与收入同步高增，经营质量较高。安井 Q2 回款降低，预计是期内新增大客户贡献较多增量、暂时回款较少。

图表 19 大众品板块公司分季度现金回款/营业收入

子板块	证券简称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q1 同比	24Q2 同比	24H2	同比
低度酒	青岛啤酒	85.5%	110.4%	117.0%	193.7%	94.8%	111.8%	9.3pct	1.4pct	103.2%	5.2pct
	重庆啤酒	93.4%	111.5%	109.9%	109.6%	94.0%	108.4%	0.6pct	-3.1pct	101.4%	-1.5pct
	燕京啤酒	113.5%	116.8%	101.3%	148.1%	119.8%	110.4%	6.2pct	-6.5pct	114.6%	-0.8pct
乳制品	伊利股份	97.8%	105.2%	110.7%	123.4%	95.9%	107.9%	-1.9pct	2.7pct	101.4%	-0.1pct
	天润乳业	102.7%	118.1%	103.0%	98.1%	106.7%	106.9%	4pct	-11.2pct	106.8%	-4.3pct
	新乳业	103.6%	111.8%	111.0%	117.3%	102.1%	109.6%	-1.5pct	-2.2pct	105.9%	-2pct
休闲及功能食品饮料	双汇发展	101.7%	104.6%	107.0%	107.2%	108.1%	106.8%	6.4pct	2.3pct	107.5%	4.4pct
	东鹏饮料	118.2%	119.7%	116.7%	140.8%	117.6%	109.1%	-0.6pct	-10.6pct	112.8%	-6.1pct
	洽洽食品	124.9%	107.6%	118.8%	113.0%	116.1%	114.8%	-8.8pct	7.3pct	115.6%	-0.6pct
	甘源食品	101.9%	110.2%	114.4%	115.8%	109.1%	110.9%	7.2pct	0.7pct	109.9%	3.6pct
	盐津铺子	108.5%	111.1%	109.6%	112.7%	110.9%	113.2%	2.5pct	2.1pct	112.1%	2.2pct
	仙乐健康	119.0%	86.8%	95.3%	88.6%	96.5%	96.3%	-22.5pct	9.5pct	96.4%	-5pct
	汤臣倍健	84.1%	106.3%	103.9%	170.9%	70.8%	104.7%	-13.3pct	-1.6pct	85.2%	-8.7pct
	安琪酵母	112.0%	107.3%	123.1%	124.2%	101.4%	104.8%	-10.6pct	-2.5pct	103.2%	-6.5pct
	桃李面包	112.6%	111.7%	106.5%	115.4%	114.5%	110.5%	1.9pct	-1.2pct	112.4%	0.2pct
餐饮供应链	海天味业	102.0%	108.2%	113.5%	160.7%	74.9%	102.4%	-27pct	-5.8pct	87.5%	-17.4pct
	中炬高新	107.2%	110.4%	115.0%	111.4%	112.1%	118.7%	4.9pct	8.3pct	114.9%	6.2pct
	涪陵榨菜	97.4%	116.3%	107.8%	115.0%	97.1%	113.4%	-0.3pct	-2.9pct	104.0%	-1.5pct
	恒顺醋业	96.5%	114.8%	99.8%	140.6%	94.1%	115.8%	-2.4pct	1pct	105.8%	0.9pct
	千禾味业	102.0%	110.1%	114.7%	113.3%	106.5%	115.2%	4.4pct	5.1pct	110.3%	4.5pct
	宝立食品	121.2%	102.9%	107.1%	113.0%	111.1%	113.6%	-10.1pct	10.7pct	112.3%	0.7pct
	天味食品	103.8%	114.6%	133.6%	77.0%	105.3%	114.7%	1.5pct	0.1pct	109.2%	0.5pct
	千味央厨	112.6%	110.0%	108.1%	114.6%	116.9%	106.0%	4.4pct	-4pct	111.7%	0.4pct
	安井食品	130.6%	100.9%	111.7%	117.5%	115.7%	89.8%	-14.8pct	-11.2pct	102.7%	-12pct
	立高食品	105.9%	104.4%	118.6%	125.2%	105.3%	119.0%	-0.6pct	14.6pct	111.9%	6.8pct
	绝味食品	112.1%	111.3%	112.4%	115.0%	110.4%	112.4%	-1.7pct	1.1pct	111.4%	-0.3pct
	紫燕食品	107.2%	115.7%	143.4%	86.9%	109.6%	91.3%	2.4pct	-24.3pct	98.9%	-13pct
	巴比食品	115.1%	112.6%	111.0%	116.9%	112.6%	115.5%	-2.6pct	2.9pct	114.1%	0.4pct

资料来源：Wind，华创证券 注：标红为 24Q2 回款/收入同比增长的企业

图表 20 大众品板块公司分季度经营性现金流/净利润

	证券简称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q1 同比	24Q2 同比	24H1	同比
低度酒	青岛啤酒	123.1%	138.8%	31.9%	354.5%	175.7%	136.4%	53pct	-2pct	153.6%	21pct
	重庆啤酒	110.0%	174.9%	121.4%	-23916.5%	120.2%	163.6%	10pct	-11pct	141.9%	-4pct
	燕京啤酒	544.2%	259.2%	186.2%	480.0%	691.1%	226.0%	147pct	-33pct	295.0%	-6pct
乳制品	伊利股份	35.4%	175.4%	186.4%	720.1%	38.1%	189.0%	3pct	14pct	70.3%	-25pct
	天润乳业	103.4%	55.9%	-415.5%	-5519.6%	-1208.9%	-590.3%	-1312pct	-646pct	-582.8%	-659pct
	新乳业	340.1%	370.0%	209.2%	781.0%	-8.1%	327.2%	-348pct	-43pct	224.5%	-138pct
休闲	双汇发展	-0.4%	26.2%	138.9%	130.3%	112.4%	204.0%	113pct	178pct	153.5%	141pct
	东鹏饮料	145.6%	94.0%	130.7%	330.0%	129.5%	132.0%	-16pct	38pct	131.0%	14pct

及功能食品饮料	洽洽食品	-112.6%	529.2%	234.5%	-139.5%	225.7%	150.6%	338pct	-379pct	204.2%	102pct
	甘源食品	-10.9%	120.4%	131.5%	53.9%	94.9%	90.8%	106pct	-30pct	93.1%	33pct
	盐津铺子	70.2%	117.7%	124.2%	211.9%	134.1%	246.9%	64pct	129pct	190.7%	94pct
	仙乐健康	201.9%	166.1%	191.9%	116.0%	-134.2%	227.3%	-336pct	61pct	84.0%	-90pct
	汤臣倍健	63.4%	72.4%	84.3%	-467.9%	20.8%	89.9%	-43pct	18pct	33.4%	-33pct
	安琪酵母	34.2%	54.7%	332.6%	48.8%	-199.8%	150.5%	-234pct	96pct	-12.6%	-56pct
	桃李面包	112.3%	136.5%	173.1%	135.9%	167.1%	140.3%	55pct	4pct	151.0%	26pct
餐饮供应链	海天味业	61.7%	110.4%	70.3%	299.2%	-28.8%	109.4%	-90pct	-1pct	32.5%	-51pct
	中炬高新	122.4%	-16.8%	211.0%	-0.1%	153.9%	153.2%	32pct	170pct	153.7%	186pct
	涪陵榨菜	-57.0%	78.2%	129.8%	105.1%	-12.5%	112.9%	45pct	35pct	36.9%	34pct
	恒顺醋业	77.3%	148.1%	196.3%	-181.1%	-70.3%	618.0%	-148pct	470pct	212.9%	107pct
	千禾味业	2.1%	117.6%	138.1%	108.7%	105.1%	122.0%	103pct	4pct	111.5%	59pct
	宝立食品	76.3%	54.1%	44.7%	35.7%	115.1%	176.9%	39pct	123pct	143.3%	79pct
	天味食品	93.8%	55.2%	314.7%	59.1%	105.6%	143.1%	12pct	88pct	116.9%	38pct
	千味央厨	-81.5%	-27.1%	181.5%	408.9%	-226.2%	110.7%	-145pct	138pct	-86.9%	-30pct
	安井食品	195.7%	-121.1%	240.0%	208.9%	214.7%	-116.8%	19pct	4pct	62.4%	27pct
	立高食品	-38.7%	17.8%	275.4%	-205.2%	26.7%	272.0%	65pct	254pct	132.4%	141pct
	绝味食品	186.4%	-12.7%	8.5%	-330.2%	243.4%	265.1%	57pct	278pct	252.9%	151pct
	紫燕食品	107.2%	211.8%	127.4%	1241.6%	-152.2%	165.4%	-259pct	-46pct	79.4%	-106pct
	巴比食品	-28.5%	217.2%	113.3%	136.4%	31.1%	123.7%	60pct	-94pct	90.6%	-6pct

资料来源：Wind，华创证券 注：标红为 24Q2 回款/净利润同比增长的企业

毛利率：上游原材料价格普降，Q2 成本红利继续兑现，少数企业受到产品结构下行、降价促销增加拖累。二季度大众品板块成本普遍仍在低位，分行业来看，啤酒如青啤、燕京等继续受益于低价包材及大麦使用，毛利率延续提升；乳制品原奶成本加速下行，下游乳企如伊利、蒙牛毛利率普遍增厚，天润因并购新农后奶源自给率达 100%，毛利率相应承压；调味品如海天、中炬等、连锁卤味如绝味、紫燕也都是受益于原材料价格下行，Q2 毛利率均有不同程度改善。但值得注意的是，由于消费整体承压，少数企业受到产品结构下行、降价促销增加拖累，如安琪原料糖蜜持续下行，但因部分转固及吨价扰动，毛利仅小幅改善；农夫受绿瓶上市促销增加影响 H1 毛利率小幅度下降，重啤、百威等高端产品承压，导致毛利率表现一般，而恒顺、千禾、宝立主要是行业竞争加剧，降价促销增多拖累毛利率。

图表 21 大众品板块公司分季度毛利率情况

证券简称		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q1 同比	24Q2 同比
低度酒	青岛啤酒	38.3%	40.1%	40.9%	27.5%	40.4%	42.8%	2.1pct	2.7pct
	重庆啤酒	45.2%	51.4%	50.5%	48.8%	47.9%	50.5%	2.7pct	-1pct
	燕京啤酒	36.8%	45.7%	48.0%	-6.6%	37.2%	48.3%	0.4pct	2.7pct
	百威亚太	50.2%	51.6%	51.1%	47.7%	51.5%	51.5%	1.3pct	0pct
	华润啤酒	46.0%		33.9%		46.9%		0.9pct	
乳制品	伊利股份	33.7%	32.4%	32.3%	31.4%	35.7%	33.5%	2pct	1pct
	天润乳业	20.1%	21.0%	17.6%	17.6%	16.4%	18.0%	-3.6pct	-3pct
	新乳业	27.1%	28.8%	26.4%	25.2%	29.4%	29.1%	2.3pct	0.3pct
	蒙牛乳业	38.4%		35.8%		40.3%		1.9pct	
双汇发展		17.2%	17.3%	18.3%	14.9%	19.3%	17.1%	2.1pct	-0.2pct

休闲及功能食饮	东鹏饮料	43.5%	42.7%	41.5%	44.9%	42.8%	46.1%	-0.8pct	3.3pct
	农夫山泉	60.2%		59.0%		58.8%		-1.4pct	
	洽洽食品	28.5%	20.6%	26.8%	29.3%	30.4%	25.0%	1.9pct	4.4pct
	甘源食品	36.3%	34.9%	37.5%	36.0%	35.4%	34.4%	-1pct	-0.6pct
	盐津铺子	34.6%	36.0%	32.9%	31.1%	32.1%	33.0%	-2.5pct	-3.1pct
	仙乐健康	27.7%	30.9%	31.3%	30.5%	30.6%	33.4%	2.9pct	2.4pct
	汤臣倍健	70.3%	70.3%	68.0%	65.2%	69.9%	66.8%	-0.4pct	-3.6pct
	安琪酵母	25.4%	23.7%	25.0%	23.0%	24.7%	23.9%	-0.7pct	0.3pct
	桃李面包	23.9%	23.1%	23.0%	21.2%	23.1%	25.1%	-0.8pct	2pct
餐饮供应链	海天味业	36.9%	34.7%	34.5%	32.3%	37.3%	36.3%	0.4pct	1.6pct
	中炬高新	31.4%	32.5%	33.9%	33.1%	37.0%	36.2%	5.6pct	3.6pct
	涪陵榨菜	56.3%	48.8%	45.7%	50.6%	52.1%	49.2%	-4.2pct	0.4pct
	恒顺醋业	35.1%	36.5%	26.1%	33.6%	41.4%	32.5%	6.3pct	-4pct
	千禾味业	39.0%	37.4%	36.9%	35.4%	36.0%	35.2%	-3.1pct	-2.3pct
	宝立食品	35.1%	34.5%	32.3%	30.9%	32.0%	32.1%	-3.1pct	-2.4pct
	天味食品	40.6%	31.1%	38.1%	40.3%	44.1%	33.3%	3.4pct	2.2pct
	千味央厨	24.0%	22.5%	22.4%	25.5%	25.4%	25.0%	1.5pct	2.4pct
	安井食品	24.7%	19.9%	22.0%	26.3%	26.6%	21.3%	1.8pct	1.4pct
	立高食品	32.0%	33.7%	31.9%	28.2%	32.6%	32.6%	0.6pct	-1.1pct
	绝味食品	24.3%	22.3%	25.8%	26.9%	30.0%	30.6%	5.7pct	8.2pct
	紫燕食品	18.7%	23.0%	29.2%	15.8%	20.9%	27.6%	2.2pct	4.6pct
	巴比食品	24.2%	26.7%	26.9%	27.0%	25.9%	26.4%	1.7pct	-0.3pct

资料来源：Wind，华创证券 注：标红为24Q2 毛利率同比增长的企业

费用率：企业一手抓份额提升，销售费用大多提升，一手抓降本增效，管理费用普遍优化。外部需求承压下，不少企业明确份额优先策略，一方面积极通过增加广宣、促销费用等拉动销售，另一方面强调开源节流，在管理费用端进行降本增效。啤酒、乳制品及烘焙龙头青啤、伊利、安琪等大多增加费用投放，带动销售费用率普遍增加，同时内部持续提效，管理费用率继续精益。除洽洽淡季推进库存去化，其他零食企业如甘源、盐津等也加大渠道拓展及品牌费用投放。而调味品企业由于市场竞争加剧，销售费用率也有一定程度提升。此外，东鹏销售费用率下降，主要是受益于收入增长摊薄，而中炬、绝味 Q2 提升较多，主要与费用节奏有关。汤臣销售及管理费用率提升均较多，主要系收入下滑导致基数大幅下降。

图表 22 大众品板块公司分季度销售和管理费用率

细分板块	证券简称	销售费用率						管理费用率					
		24Q1	24Q2	24Q1 同比	24Q2 同比	24H1	同比	24Q1	24Q2	24Q1 同比	24Q2 同比	24H1	同比
低度酒	青岛啤酒	12.8%	8.7%	-1pct	0.4pct	10.8%	-0.3pct	3.4%	3.2%	0.4pct	0.2pct	3.3%	0.3pct
	重庆啤酒	13.1%	17.2%	0.2pct	1.3pct	15.2%	0.7pct	3.1%	2.9%	0pct	-0.3pct	3.0%	-0.1pct
	燕京啤酒	11.9%	10.0%	-0.6pct	0.6pct	10.9%	0.1pct	11.8%	11.1%	-0.2pct	-1.6pct	11.4%	-1pct
	百威亚太					23.2%	-0.1pct					7.2%	0.7pct
	华润啤酒					17.6%	1.2pct					6.3%	-0.3pct
乳制品	伊利股份	18.4%	20.6%	1.4pct	2.5pct	19.4%	1.9pct	4.5%	3.3%	0.3pct	-0.6pct	3.9%	-0.1pct

	天润乳业	5.7%	6.2%	0.1pct	1pct	6.0%	0.6pct	4.1%	3.0%	1.2pct	0pct	3.5%	0.5pct		
	新乳业	17.1%	15.2%	1.6pct	-0.6pct	16.1%	0.5pct	5.1%	3.9%	0.7pct	-0.4pct	4.5%	0.1pct		
	蒙牛乳业						28.4%	1.2pct						4.3%	0.1pct
休闲及 功能食 饮	双汇发展	3.4%	3.3%	0.3pct	0.2pct	3.3%	0.2pct	2.2%	2.4%	0.4pct	0.4pct	2.3%	0.4pct		
	东鹏饮料	17.1%	14.3%	1.4pct	-1.6pct	15.6%	-0.3pct	2.9%	2.1%	-0.3pct	-0.7pct	2.5%	-0.5pct		
	农夫山泉						22.4%	-0.5pct						4.1%	-0.6pct
	洽洽食品	12.3%	10.0%	1.7pct	1.5pct	11.5%	1.9pct	3.7%	7.7%	-1.5pct	2pct	5.2%	-0.2pct		
	甘源食品	13.1%	13.5%	-0.6pct	1.7pct	13.3%	0.6pct	3.5%	4.1%	-0.8pct	-0.3pct	3.8%	-0.6pct		
	盐津铺子	13.0%	13.5%	-0.8pct	2.1pct	13.3%	0.7pct	4.2%	4.8%	-0.1pct	0.7pct	4.5%	0.3pct		
	仙乐健康	7.7%	8.0%	0.2pct	0.6pct	7.8%	0.4pct	9.7%	10.2%	-2.2pct	0.4pct	9.9%	-0.8pct		
	汤臣倍健	31.2%	50.6%	6.6pct	7.9pct	39.5%	6.8pct	4.7%	6.5%	1.4pct	2.4pct	5.5%	1.8pct		
	安琪酵母	4.8%	5.5%	-0.4pct	0.6pct	5.2%	0.1pct	3.7%	3.1%	0.4pct	-0.3pct	3.4%	0pct		
	桃李面包	8.2%	7.7%	-0.1pct	-0.4pct	7.9%	-0.3pct	2.5%	1.7%	0.2pct	-0.3pct	2.1%	-0.1pct		
餐饮供 应链	海天味业	5.5%	6.6%	0.3pct	1pct	6.0%	0.6pct	1.6%	2.1%	0pct	0.1pct	1.8%	0.1pct		
	中炬高新	7.7%	14.8%	-0.9pct	6.4pct	10.8%	2.3pct	6.4%	7.8%	0pct	1.5pct	7.0%	0.6pct		
	涪陵榨菜	12.2%	12.1%	-5.6pct	2.7pct	12.2%	-2pct	2.6%	4.0%	-0.6pct	0.6pct	3.2%	-0.1pct		
	恒顺醋业	17.0%	16.3%	4.6pct	0.1pct	16.6%	2.5pct	6.1%	4.5%	1.7pct	0.2pct	5.3%	0.8pct		
	千禾味业	11.8%	16.0%	0.1pct	2.5pct	13.6%	1.1pct	2.7%	3.4%	-0.9pct	-0.8pct	3.0%	-0.9pct		
	宝立食品	14.9%	15.1%	-1.2pct	0.3pct	15.0%	-0.5pct	2.4%	2.5%	-0.1pct	-1.4pct	2.4%	-0.8pct		
	天味食品	17.0%	10.7%	2.2pct	-0.7pct	14.4%	1.1pct	5.1%	6.9%	-0.8pct	-1.4pct	5.8%	-1.2pct		
	千味央厨	5.9%	5.1%	0.8pct	0.5pct	5.5%	0.7pct	8.3%	10.5%	0.5pct	1.7pct	9.4%	1.1pct		
	安井食品	7.5%	4.8%	0.1pct	-0.1pct	6.1%	0.1pct	3.1%	3.3%	0.3pct	1.1pct	3.2%	0.7pct		
	立高食品	12.1%	12.0%	0.2pct	0.1pct	12.1%	0.1pct	6.6%	7.5%	-0.7pct	-0.3pct	7.0%	-0.5pct		
	绝味食品	7.9%	10.0%	1.1pct	2.6pct	8.9%	1.8pct	6.3%	7.0%	0pct	0.2pct	6.6%	0.1pct		
	紫燕食品	5.2%	5.0%	0.7pct	-0.5pct	5.1%	0pct	6.4%	4.6%	-0.1pct	1.3pct	5.3%	0.7pct		
	巴比食品	5.0%	4.4%	-2.3pct	-0.7pct	4.7%	-1.3pct	7.6%	6.8%	-2pct	-1pct	7.2%	-1.4pct		

资料来源：Wind，华创证券。 注：提升值已用红色标出。

净利率：成本压力普遍改善下，最终净利率仍是由企业经营策略主导，表现分化关键或在于竞争格局。原材料改善下企业成本压力多数减轻，但不少企业受到竞争加剧影响，如一是产品结构下调、中低端占比提升，二是积极求份额下，广宣支出及促销费用等提升，再加上今年不少企业政府补助减少（巴比、安井、千味）、此前收购资产运营较差导致计提资产损失（伊利、天润），导致大众品板块净利率单 Q2 表现相对一般，分行业来看，如乳制品、调味品、零食等竞争加剧下，Q2 净利率回落，饮料、啤酒等表现相对更优，速冻、连锁卤味等受益成本改善，净利率同比小幅优化。

图表 23 大众品板块公司毛销差

细分板块	证券简称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q1 同比	24Q2 同比	24H1	同比
低度酒	青岛啤酒	24.5%	31.8%	29.3%	-13.9%	27.6%	34.0%	3.1pct	2.3pct	30.8%	2.6pct
	重庆啤酒	32.2%	35.5%	34.9%	15.7%	34.8%	33.3%	2.6pct	-2.3pct	34.0%	0pct
	燕京啤酒	24.3%	36.3%	32.1%	-6.0%	25.3%	38.3%	1pct	2pct	32.5%	1.8pct
	百威亚太	29.0%		16.1%		28.5%				-0.5pct	
	华润啤酒	29.6%		6.4%		29.3%				-0.4pct	
乳制品	伊利股份	16.6%	14.4%	14.4%	12.7%	17.2%	12.9%	0.6pct	-1.5pct	15.2%	-0.2pct

	天润乳业	14.5%	15.8%	11.9%	12.4%	10.7%	11.8%	-3.8pct	-4pct	11.3%	-3.9pct
	新乳业	11.6%	13.0%	12.5%	9.3%	12.3%	13.9%	0.7pct	0.9pct	13.1%	0.8pct
	蒙牛乳业	11.2%		12.0%		11.9%					0.7pct
休闲及 功能食 饮	双汇发展	14.1%	14.2%	15.1%	11.6%	15.9%	13.8%	1.8pct	-0.4pct	14.9%	0.8pct
	东鹏饮料	27.8%	26.8%	24.0%	24.5%	25.7%	31.7%	-2.2pct	4.9pct	29.0%	1.7pct
	农夫山泉	37.2%		38.3%		36.4%					-0.9pct
	洽洽食品	17.9%	12.0%	18.4%	20.3%	18.1%	14.9%	0.2pct	2.9pct	16.9%	2pct
	甘源食品	22.7%	23.1%	27.6%	25.0%	22.3%	20.8%	-0.4pct	-2.3pct	21.6%	-1.3pct
	盐津铺子	20.8%	24.5%	21.1%	17.9%	19.1%	19.4%	-1.7pct	-5.1pct	19.3%	-3.5pct
	仙乐健康	20.2%	23.6%	23.9%	22.0%	22.9%	25.4%	2.7pct	1.8pct	24.2%	2.2pct
	汤臣倍健	45.7%	27.6%	26.8%	-4.4%	38.7%	16.1%	-7pct	-11.5pct	29.1%	-8.6pct
	安琪酵母	20.2%	18.7%	19.3%	18.0%	19.8%	18.4%	-0.4pct	-0.3pct	19.1%	-0.4pct
餐饮供 应链	桃李面包	15.6%	15.0%	15.3%	12.9%	14.9%	17.4%	-0.7pct	2.4pct	16.2%	0.9pct
	海天味业	31.7%	29.2%	29.0%	27.4%	31.8%	29.7%	0.1pct	0.6pct	30.9%	0.3pct
	中炬高新	22.8%	24.1%	25.7%	22.5%	29.3%	21.3%	6.4pct	-2.8pct	25.8%	2.4pct
	涪陵榨菜	38.4%	39.4%	34.0%	37.4%	39.9%	37.1%	1.5pct	-2.4pct	38.7%	-0.2pct
	恒顺醋业	22.7%	20.2%	13.4%	-2.1%	24.4%	16.1%	1.7pct	-4.1pct	19.9%	-1.6pct
	千禾味业	27.3%	24.0%	24.9%	23.5%	24.1%	19.2%	-3.2pct	-4.8pct	22.0%	-3.8pct
	宝立食品	19.0%	19.7%	20.1%	15.3%	17.2%	17.0%	-1.8pct	-2.6pct	17.1%	-2.2pct
	天味食品	25.8%	19.7%	22.5%	21.8%	27.0%	22.6%	1.3pct	2.9pct	25.2%	2.2pct
	千味央厨	18.9%	17.9%	18.3%	20.6%	19.6%	19.8%	0.7pct	2pct	19.7%	1.3pct
	安井食品	17.3%	14.9%	15.9%	18.3%	19.1%	16.4%	1.8pct	1.5pct	17.8%	1.7pct
	立高食品	20.1%	21.7%	19.2%	10.9%	20.5%	20.6%	0.4pct	-1.1pct	20.5%	-0.4pct
	绝味食品	17.5%	15.0%	18.4%	18.6%	22.1%	20.5%	4.6pct	5.6pct	21.4%	5.1pct
	紫燕食品	14.2%	17.6%	23.7%	6.1%	15.7%	22.6%	1.5pct	5.1pct	19.7%	3.6pct
	巴比食品	16.9%	21.6%	21.9%	21.4%	20.9%	22.0%	4pct	0.3pct	21.5%	1.9pct

资料来源：Wind，华创证券 注：提升值已用红色标出。

图表 24 大众品板块公司净利率

细分 板块	证券简称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q1 同比	24Q2 同比	24H1	同比
低度酒	青岛啤酒	13.6%	18.1%	15.8%	-21.6%	15.7%	20.6%	2.2pct	2.5pct	18.1%	2.3pct
	重庆啤酒	9.7%	10.6%	10.6%	-0.4%	10.5%	9.8%	0.9pct	-0.8pct	10.2%	0pct
	燕京啤酒	1.8%	11.0%	9.2%	-17.3%	2.9%	14.7%	1pct	3.7pct	9.4%	2.7pct
	百威亚太	17.5%	14.2%	15.8%	-1.8%	17.5%	14.5%	0pct	0.3pct	15.9%	0.3pct
	华润啤酒	19.5%		3.3%		19.8%					0.3pct
乳制品	伊利股份	10.8%	8.2%	9.9%	3.6%	18.2%	5.9%	7.4pct	-2.3pct	12.6%	3pct
	天润乳业	8.7%	9.3%	2.4%	-0.1%	0.7%	-4.0%	-8pct	-13.4pct	-1.9%	-11pct
	新乳业	2.4%	6.3%	5.0%	1.8%	3.4%	7.5%	1pct	1.2pct	5.5%	1.1pct
	蒙牛乳业	5.9%		3.8%		5.5%					-0.4pct
休闲及 功能食 饮	双汇发展	9.5%	9.1%	9.4%	5.3%	8.9%	7.7%	-0.6pct	-1.4pct	8.3%	-1pct
	东鹏饮料	20.0%	20.6%	17.2%	14.7%	19.1%	24.3%	-0.9pct	3.7pct	22.0%	1.7pct
	农夫山泉	28.2%		28.4%		28.1%					-0.1pct

餐饮供应链	洽洽食品	13.3%	6.6%	13.3%	12.8%	13.2%	8.9%	-0.1pct	2.3pct	11.6%	1.7pct
	甘源食品	14.1%	14.8%	19.4%	21.5%	15.6%	16.5%	1.5pct	1.7pct	16.0%	1.5pct
	盐津铺子	12.5%	13.4%	13.5%	9.9%	13.0%	12.9%	0.6pct	-0.5pct	13.0%	0pct
	仙乐健康	4.2%	8.5%	8.8%	8.9%	6.6%	8.8%	2.4pct	0.3pct	7.8%	1.2pct
	汤臣倍健	33.1%	20.7%	16.3%	-9.5%	27.5%	8.4%	-5.7pct	-12.4pct	19.3%	-8.3pct
	安琪酵母	10.4%	9.5%	8.3%	9.1%	9.2%	10.1%	-1.2pct	0.5pct	9.6%	-0.3pct
	桃李面包	9.4%	8.8%	9.0%	6.8%	8.2%	10.8%	-1.2pct	1.9pct	9.6%	0.5pct
	海天味业	24.6%	23.1%	21.7%	22.0%	24.9%	23.7%	0.4pct	0.7pct	24.4%	0.5pct
	中炬高新	11.0%	-123.7%	13.1%	250.3%	16.1%	9.8%	5.1pct	133.4pct	13.4%	67.7pct
	涪陵榨菜	34.4%	36.3%	30.7%	33.6%	36.3%	31.7%	1.9pct	-4.6pct	34.3%	-0.9pct
	恒顺醋业	11.9%	9.6%	2.9%	-11.0%	12.0%	7.1%	0.1pct	-2.6pct	9.3%	-1.5pct
	千禾味业	17.7%	15.6%	16.3%	16.4%	17.3%	13.8%	-0.4pct	-1.9pct	15.8%	-1pct
	宝立食品	14.2%	15.2%	11.9%	9.8%	9.7%	7.3%	-4.4pct	-7.9pct	8.5%	-6.2pct
	天味食品	16.7%	12.1%	13.9%	14.9%	20.6%	11.5%	3.9pct	-0.5pct	16.8%	2.2pct

千味央厨	7.1%	6.1%	8.0%	7.0%	7.5%	5.8%	0.4pct	-0.3pct	6.6%	0.1pct
安井食品	11.3%	10.1%	11.4%	9.4%	11.7%	9.6%	0.3pct	-0.5pct	10.6%	0pct
立高食品	6.3%	6.9%	5.3%	-9.3%	8.4%	6.8%	2.1pct	-0.2pct	7.6%	1pct
绝味食品	7.5%	5.6%	7.6%	-2.8%	9.7%	8.0%	2.2pct	2.4pct	8.9%	2.3pct
紫燕食品	5.9%	13.7%	15.1%	-1.4%	7.8%	14.9%	1.9pct	1.2pct	11.9%	1.6pct
巴比食品	12.8%	9.8%	16.2%	13.3%	11.2%	17.5%	-1.6pct	7.7pct	14.6%	3.5pct

资料来源：Wind，华创证券 注：提升值已用红色标出。

二、投资建议：深度价值视角，着眼底线思维，布局中期空间

着眼底线思维，布局中期空间。我们整体维持前期观点，价值投资总是需要在“好生意、好公司和好价格”三者之间权衡风险收益比，当前在市场悲观预期下，一批质地优秀的企业已经具有较好风险收益比，即便谨慎假设这类企业持续低增速或不增长，安全边际已经显现，一是从股息率角度，二是从产业并购角度看（结合扣除现金后的 PE、及 EV/EBITDA 指标）。

白酒板块：经营稳健性前提，首选龙头茅五。行业周期下行阶段更看重酒企经营稳健性，首选行业龙头茅台（经营底牌充足，业绩最为确定）及千元价格带龙头**五粮液**（经营管理改善，批价稳定且高分红政策）；推荐次高端龙头**汾酒**，持续推荐**老窖**以及区域龙头**古井、今世缘**。

大众品板块：短择“高成长”和“泛红利”，中线布局底部反转。

- 一是中期逻辑确定且兼具弹性的标的，首选**东鹏**（势能强劲余力充足，高成长持续性无虞）；
- 二是中低速时代消费龙头定价范式切换，优选自由现金流优秀的高股息率龙头，推荐**伊利**，关注**洽洽、康师傅、统一**等。
- 三是前期需求压制较大导致超跌且中长期逻辑清晰的啤酒和餐饮供应链，包括**华润、青啤、海天、立高、安井**等。

三、风险提示

终端需求恢复不及预期、行业竞争加剧、提价落地不及预期等

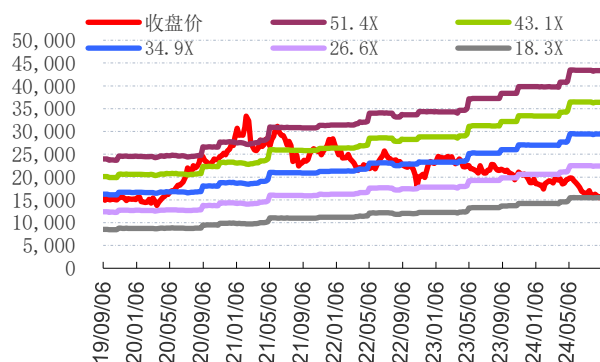
图表 25 国内重点标的估值表

	名称	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元/股)				P/E			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
白酒	贵州茅台	17,524	1,395.0	59.49	70.30	78.96	59.49	23	20	18	16
	五粮液	4,619	119.0	7.78	8.87	9.90	7.78	15	13	12	11
	泸州老窖	1,656	112.5	9.00	10.28	11.27	9.00	13	11	10	9
	山西汾酒	2,043	167.4	8.56	10.67	12.56	8.56	20	16	13	12
	洋河股份	1,175	78.0	6.65	6.33	5.74	6.65	12	12	14	14
	古井贡酒	909	165.2	8.68	10.97	12.85	8.68	19	15	13	11
	今世缘	484	38.6	2.50	3.00	3.63	2.50	15	13	11	9
	舍得酒业	140	42.1	5.32	3.58	3.07	5.32	8	12	14	13
	水井坊	155	31.7	2.60	2.91	3.21	2.60	12	11	10	9
	珍酒李渡	224	6.6	0.69	0.60	0.71	0.69	10	11	9	8
	口子窖	211	35.1	2.87	3.24	3.64	2.87	12	11	10	9
	金种子	67	10.3	-0.03	0.08	0.32	-0.03	(306)	132	32	13
大众品	伊利股份	1,378	21.6	1.64	1.82	1.81	1.97	13	12	12	11
	天润乳业	23	7.3	0.44	0.03	0.24	0.43	16	233	30	17
	新乳业	78	9.0	0.50	0.61	0.75	0.88	18	15	12	10
	青岛啤酒	811	57.1	3.13	3.36	3.72	4.06	18	17	15	14
	重庆啤酒	260	53.8	2.76	2.85	3.00	3.10	19	19	18	17
	燕京啤酒	269	9.5	0.23	0.35	0.47	0.57	42	27	20	17
	双汇发展	806	23.3	1.46	1.40	1.51	1.59	16	17	15	15
	东鹏饮料	954	238.5	5.10	7.54	10.05	12.62	47	32	24	19
	海天味业	1,999	36.0	1.01	1.11	1.23	1.37	36	32	29	26
	中炬高新	131	16.8	2.17	1.36	2.03	1.48	8	12	8	11
	涪陵榨菜	134	11.6	0.72	0.74	0.74	0.75	16	16	16	15
	恒顺醋业	77	7.0	0.08	0.13	0.16	0.18	89	52	44	38
	千禾味业	125	12.2	0.52	0.49	0.54	0.63	24	25	22	19
	天味食品	98	9.2	0.43	0.48	0.54	0.60	21	19	17	15
	宝立食品	45	11.2	0.75	0.57	0.68	0.81	15	20	16	14
	千味央厨	24	23.9	1.35	1.45	1.67	1.93	18	17	14	12
	安井食品	216	73.7	5.04	5.41	5.78	6.15	15	14	13	12
	绝味食品	78	12.5	0.56	0.98	1.17	1.29	23	13	11	10
	紫燕食品	63	15.2	0.80	0.89	0.97	1.24	19	17	16	14
	巴比食品	34	13.7	0.86	0.92	1.04	1.15	16	15	13	12
	立高食品	39	23.3	0.43	1.62	2.11	2.56	54	14	11	9
	安琪酵母	272	31.3	1.46	1.53	1.70	2.24	21	20	18	14
	桃李面包	85	5.3	0.36	0.38	0.41	0.46	15	14	13	12
	洽洽食品	122	24.1	1.58	1.78	2.12	2.50	15	14	11	10

甘源食品	48	51.5	3.53	4.02	4.84	5.74	15	13	11	9
盐津铺子	105	38.4	1.84	2.43	3.06	3.76	21	16	13	10
汤臣倍健	185	10.9	1.03	0.68	0.82	0.93	11	16	13	12
仙乐健康	56	23.8	1.19	1.68	2.13	2.58	20	14	11	9
华润啤酒	718	22.1	1.59	1.71	1.86	1.99	14	13	12	11
蒙牛乳业	477	12.1	1.22	1.06	1.22	1.38	10	11	10	9
农夫山泉	2,914	25.8	1.07	1.11	1.28	1.45	24	23	20	18
百威亚太	1,082	8.1	0.06	0.07	0.07	0.08	18	17	15	15

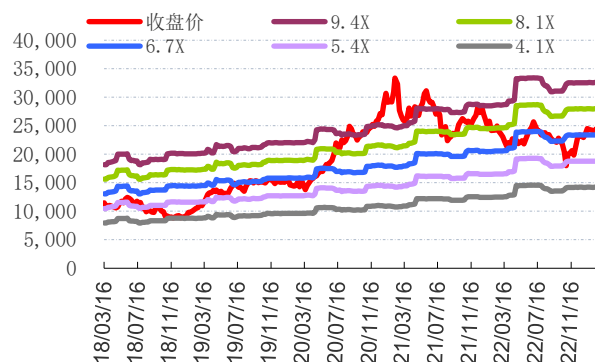
资料来源: Wind, 华创证券预测 注: 使用 9 月 2 日收盘价, 百威 EPS 与归母净利润单位为美元, 股价与市值单位为人民币

图表 26 SW 食品饮料行业历史 PE-band



资料来源: Wind, 华创证券

图表 27 SW 食品饮料行业 PB-band



资料来源: Wind, 华创证券

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，7 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020 年加入华创证券。2021-2023 年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

组长、联席首席分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，5 年食品饮料研究经验，2019 年加入华创证券研究所。

分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

分析师：刘旭德

北京大学硕士，2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王培培

南开大学金融学硕士，2024 年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，5 年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020 年加入华创证券研究所。

分析师：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022 年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

高级分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，4 年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：严文炆

南京大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

执委会委员、副总裁、华创证券研究所所长、新财富白金分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士，15 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自 2013 至 2023 年，获得新财富最佳分析师七届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续五届第一。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票贵州茅台（600519），根据上市公司公告，贵州茅台的控股股东茅台集团持有本公司的控股股东华创云信 3.97%的股份。本报告涉及股票新乳业（002946），根据深圳证券交易所股票上市规则，本公司与上市公司存在关联关系。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522