

行业调整蓄势，业绩韧性强

——食品饮料行业 2024 年中报总结

报告要点：

● 食品饮料行业 H1 业绩增 14%，软饮料、零食、白酒领先

1) 食品饮料行业 H1 业绩增 14%。2024H1，食品饮料行业总收入为 5543.76 亿元，同比+3.63%，归母净利为 1,283.02 亿元，同比+13.95%，扣非归母净利同比+12.03%；24Q2，食品饮料行业总收入同比-0.11%，归母净利同比+10.62%，扣非归母净利同比+8.45%。

2) 软饮料、零食、白酒板块收入及扣非归母净利 H1 均实现双位数增长，调味发酵品、烘焙食品增长稳健。2024H1，中国 A 股上市公司中，软饮料（收入同比+14.38%，扣非归母净利同比+29.52%，下同）、零食（+16.22%，+25.26%）、白酒（+13.07%，+14.62%）、调味发酵品（+6.07%，+7.41%）、烘焙食品（+3.06%，+2.28%）板块收入、扣非归母净利均实现正增长；啤酒（-1.23%，+14.37%）、熟食（-7.99%，+12.23%）板块收入虽有所下滑，但成本改善带动扣非归母净利增长；乳品（-9.16%，-7.01%）板块受高库存影响，收入有所下滑，受益奶价回落贡献，扣非归母净利降幅小于收入降幅；预加工食品（-1.43%，+1.80%）板块表现较稳健；保健品（-4.70%，-33.89%）板块受线上竞争加剧、费投增加影响利润下滑；肉制品（-8.18%，+11.31%）受 H1 肉制品消费低迷影响收入有所下滑，利润增长主要由于 24H1 猪价回升，龙大美食及华统股份的养殖屠宰板块利润改善，剔除龙大美食、华统股份，肉制品板块扣非归母净利下降 18.65%；其他酒类（-2.62%，-10.58%）板块收入、扣非归母净利同比有所下滑。

● 白酒业绩韧性强，软饮料、零食 H1 表现较好

1) 白酒板块：Q2 收入、业绩保持双位数增长；2) 乳品板块：奶价回落带动毛利上行，新乳业表现靓丽；3) 肉制品板块：Q2 猪价上行，板块利润改善；4) 啤酒板块：成本红利兑现，H1 利润率提升；5) 调味发酵品板块：海天、安琪经营 Q2 环比提升，莲花业绩表现靓丽；6) 零食板块：Q2 经营有所放缓，劲仔、松鼠表现靓丽；7) 预加工食品板块：Q2 经营压力加大，盈利能力较稳健；8) 软饮料板块：Q2 市场投入增加，东鹏逆势表现靓丽；9) 烘焙食品板块：Q2 经营压力加大，桃李面包利润率稳健；10) 保健品板块：汤臣倍健受高基数扰动，仙乐健康、康比特快增；11) 熟食板块：收入承压，原料价回落带动利润提升；12) 其他酒类板块：收入、业绩有所承压，会稽山、古越龙山实现正增长。

● 投资建议

白酒：1) 高端白酒：高端白酒企业护城河宽阔，持续受益集中度提升，业绩韧性较强，同时在强品牌力及规模优势下，盈利能力及现金流表现优异，分红率及股息率领先，推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖；2) 势能向上的区域领先酒企：推荐迎驾贡酒、山西汾酒、古井贡酒、今世缘；3) 低估值、边际有望改善标的：口子窖、天佑德酒、水井坊、老白干酒。

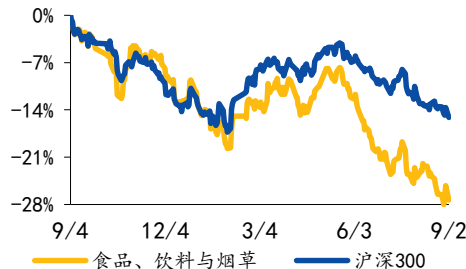
大众品：1) 基本面稳健，细分市场格局占优的个股，推荐伊利股份、新乳业、东鹏饮料等；2) 成本压力改善，盈利能力修复的个股，推荐双汇发展、青岛啤酒、重庆啤酒、海天味业、天味食品、紫燕食品等；3) 景气度上行，红利期兑现的细分行业，如休闲零食，推荐三只松鼠等；4) 现金流稳定、高股息率低估值的性价比个股，推荐养元饮品、中国飞鹤、汤臣倍健、安井食品等。

● 风险提示

消费复苏不及预期风险、市场竞争加剧风险、政策调整风险。

推荐|维持

过去一年市场行情



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

相关研究报告

《国元证券行业研究-食品饮料行业大众品 2024 中期策略报告：必选消费，穿越周期》2024.07.04

《国元证券行业研究-白酒行业中期策略报告：复苏进行时，配置价值显》2024.06.19

报告作者

分析师 邓晖
执业证书编号 S0020522030002
电话 021-51097188
邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊
执业证书编号 S0020522090001
电话 021-51097188
邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

联系人 单蕾
电话 021-51097188
邮箱 shanlei@gyzq.com.cn

目 录

1.食品饮料行业：Q2 收入短期承压，业绩韧性较强	5
2.白酒板块：Q2 收入、业绩保持双位数增长	7
3.乳品板块：奶价回落带动毛利上行，新乳业表现靓丽	10
4.肉制品板块：Q2 猪价上行，板块利润改善	12
5.啤酒板块：成本红利兑现，H1 利润率提升	14
6.调味发酵品板块：海天、安琪经营 Q2 环比提升，莲花业绩表现靓丽	16
7.零食板块：Q2 经营有所放缓，劲仔、松鼠表现靓丽	18
8.预加工食品板块：Q2 经营压力加大，盈利能力较稳健	21
9.软饮料板块：Q2 市场投入增加，东鹏逆势表现靓丽	23
10.烘焙食品板块：Q2 经营压力加大，桃李面包利润率稳健	24
11.保健品板块：汤臣倍健受高基数扰动，仙乐健康、康比特快增	26
12.熟食板块：收入承压，原料价回落带动利润提升	28
13.其他酒类板块：收入、业绩有所承压，会稽山、古越龙山实现正增长	30
14.投资建议	32
15.风险提示	33

图表目录

图 1：食品饮料行业总收入、归母净利及增速	5
图 2：单季度食品饮料行业总收入、归母净利及增速	5
图 3：食品饮料行业细分板块总收入增速（24H1）	6
图 4：食品饮料行业细分板块归母净利增速（24H1）	6
图 5：食品饮料行业细分板块扣非归母净利增速（24H1）	6
图 6：食品饮料行业细分板块总收入增速（24Q1&Q2）	6
图 7：食品饮料行业细分板块归母净利增速（24Q1&Q2）	6
图 8：食品饮料行业细分板块扣非归母净利增速（24Q1&Q2）	6
图 9：食品饮料板块毛利率、净利率	7
图 10：单季度食品饮料板块毛利率、净利率	7
图 11：白酒板块总收入、归母净利及增速	7
图 12：单季度白酒板块总收入、归母净利及增速	7
图 13：白酒板块毛利率、净利率	8
图 14：单季度白酒板块毛利率、净利率	8
图 15：乳品板块总收入、归母净利及增速	10
图 16：单季度乳品板块总收入、归母净利及增速	10
图 17：乳品板块毛利率、净利率	10
图 18：单季度乳品板块毛利率、净利率	10
图 19：肉制品板块总收入、归母净利及增速	12
图 20：单季度肉制品板块总收入、归母净利及增速	12
图 21：肉制品板块毛利率、净利率	13

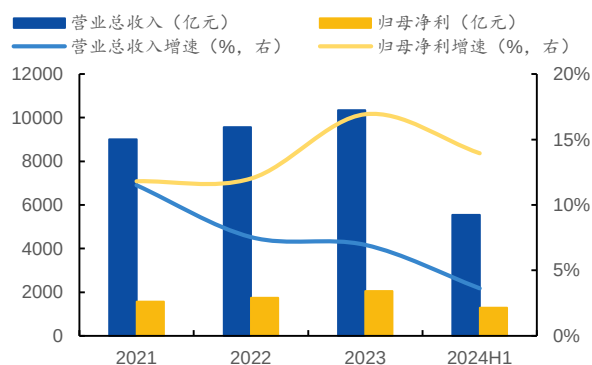
图 22: 单季度肉制品板块毛利率、净利率	13
图 23: 啤酒板块总收入、归母净利及增速	14
图 24: 单季度啤酒板块总收入、归母净利及增速	14
图 25: 啤酒板块毛利率、净利率	15
图 26: 单季度啤酒板块毛利率、净利率	15
图 27: 调味发酵品板块总收入、归母净利及增速	16
图 28: 单季度调味发酵品板块总收入、归母净利及增速	16
图 29: 调味发酵品板块毛利率、净利率	17
图 30: 单季度调味发酵品板块毛利率、净利率	17
图 31: 零食板块总收入、归母净利及增速	19
图 32: 单季度零食板块总收入、归母净利及增速	19
图 33: 零食板块毛利率、净利率	19
图 34: 单季度零食板块毛利率、净利率	19
图 35: 预加工食品板块总收入、归母净利及增速	21
图 36: 单季度预加工食品板块总收入、归母净利及增速	21
图 37: 预加工食品板块毛利率、净利率	21
图 38: 单季度预加工食品板块毛利率、净利率	21
图 39: 软饮料板块总收入、归母净利及增速	23
图 40: 单季度软饮料板块总收入、归母净利及增速	23
图 41: 软饮料板块毛利率、净利率	23
图 42: 单季度软饮料板块毛利率、净利率	23
图 43: 烘焙食品板块总收入、归母净利及增速	25
图 44: 单季度烘焙食品板块总收入、归母净利及增速	25
图 45: 烘焙食品板块毛利率、净利率	25
图 46: 单季度烘焙食品板块毛利率、净利率	25
图 47: 保健品板块总收入、归母净利及增速	27
图 48: 单季度保健品板块总收入、归母净利及增速	27
图 49: 保健品板块毛利率、净利率	27
图 50: 单季度保健品板块毛利率、净利率	27
图 51: 熟食板块总收入、归母净利及增速	29
图 52: 单季度熟食板块总收入、归母净利及增速	29
图 53: 熟食板块毛利率、净利率	29
图 54: 单季度熟食板块毛利率、净利率	29
图 55: 其他酒类板块总收入、归母净利及增速	30
图 56: 单季度其他酒类板块总收入、归母净利及增速	30
图 57: 其他酒类板块毛利率、净利率	31
图 58: 单季度其他酒类板块毛利率、净利率	31
 表 1: 白酒上市公司 24H1 业务数据 (%)	8
表 2: 白酒上市公司 24Q1&Q2 业务数据 (%)	9
表 3: 乳品上市公司 24H1 业务数据 (%)	11

表 4: 乳品上市公司 24Q1&Q2 业务数据 (%)	11
表 5: 肉制品上市公司 24H1 业务数据 (%)	13
表 6: 肉制品上市公司 24Q1&Q2 业务数据 (%)	13
表 7: 啤酒上市公司 24H1 业务数据 (%)	15
表 8: 啤酒上市公司 24Q1&Q2 业务数据 (%)	15
表 9: 调味发酵品上市公司 24H1 业务数据 (%)	17
表 10: 调味发酵品上市公司 24Q1&Q2 业务数据 (%)	18
表 11: 零食上市公司 24H1 业务数据 (%)	20
表 12: 零食上市公司 24Q1&Q2 业务数据 (%)	20
表 13: 预加工食品上市公司 24H1 业务数据 (%)	22
表 14: 预加工食品上市公司 24Q1&Q2 业务数据 (%)	22
表 15: 软饮料上市公司 24H1 业务数据 (%)	24
表 16: 软饮料上市公司 24Q1&Q2 业务数据 (%)	24
表 17: 烘焙食品上市公司 24H1 业务数据 (%)	25
表 18: 烘焙食品上市公司 24Q1&Q2 业务数据 (%)	26
表 19: 保健品上市公司 24H1 业务数据 (%)	27
表 20: 保健品上市公司 24Q1&Q2 业务数据 (%)	28
表 21: 熟食上市公司 24H1 业务数据 (%)	29
表 22: 熟食上市公司 24Q1&Q2 业务数据 (%)	30
表 23: 其他酒类上市公司 24H1 业务数据 (%)	31
表 24: 其他酒类上市公司 24Q1&Q2 业务数据 (%)	32
表 25: 重点公司估值表	32

1.食品饮料行业：Q2 收入短期承压，业绩韧性强

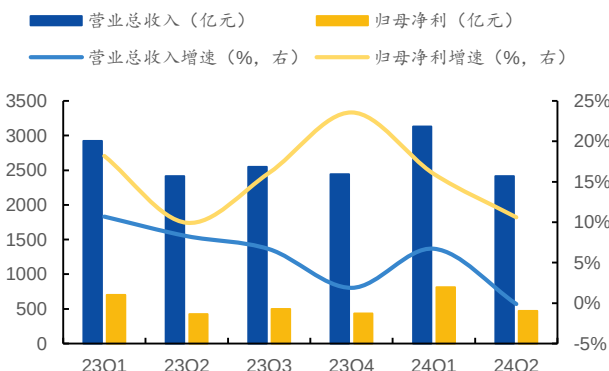
Q2 食品饮料行业收入、业绩增速环比放缓，收入短期承压，业绩保持增长。2024H1，食品饮料行业总收入为 5543.76 亿元，同比+3.63%，归母净利为 1,283.02 亿元，同比+13.95%，扣非归母净利同比+12.03%；24Q2，食品饮料行业总收入同比-0.11%，归母净利同比+10.62%，扣非归母净利同比+8.45%。

图 1：食品饮料行业总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

图 2：单季度食品饮料行业总收入、归母净利及增速

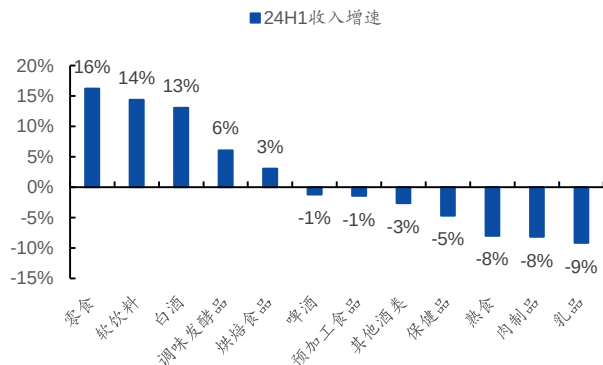


资料来源：Wind、国元证券研究所整理

软饮料、零食、白酒板块收入及扣非归母净利 H1 均实现双位数增长，调味发酵品、烘焙食品增长稳健。2024H1，中国 A 股上市公司中，软饮料（收入同比+14.38%，扣非归母净利同比+29.52%，下同）、零食（+16.22%，+25.26%）、白酒（+13.07%，+14.62%）、调味发酵品（+6.07%，+7.41%）、烘焙食品（+3.06%，+2.28%）板块收入、扣非归母净利均实现正增长；啤酒（-1.23%，+14.37%）、熟食（-7.99%，+12.23%）板块收入虽有所下滑，但成本改善带动扣非归母净利增长；乳品（-9.16%，-7.01%）板块受高库存影响，收入有所下滑，受益奶价回落贡献，扣非归母净利降幅小于收入降幅；预加工食品（-1.43%，+1.80%）板块表现较稳健；保健品（-4.70%，-33.89%）板块受线上竞争加剧、费投增加影响利润下滑；肉制品（-8.18%，+11.31%）受 H1 肉制品消费低迷影响收入有所下滑，利润增长主要由于 24H1 猪价回升，龙大美食及华统股份的养殖屠宰板块利润改善，剔除龙大美食、华统股份，肉制品板块扣非归母净利下降 18.65%；其他酒类（-2.62%，-10.58%）板块收入、扣非归母净利同比有所下滑。

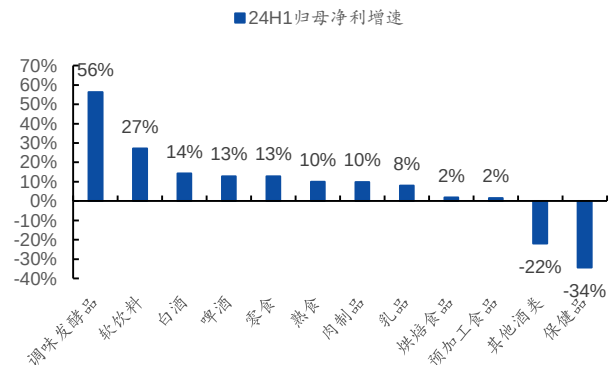
软饮料、白酒收入及扣非归母净利 Q2 均实现双位数增长，调味发酵品、零食增长稳健。2024Q2，中国 A 股上市公司中，软饮料（+14.37%，+44.61%）、白酒（+10.57%，+11.84%）、调味发酵品（+4.70%，+2.06%）、零食（+1.76%，+14.98%）板块收入、扣非归母净利保持正增长；肉制品（-7.77%，+84.99%）板块受猪价 Q2 回升影响，利润大幅改善；熟食（-8.11%，+12.97%）、啤酒（-1.63%，+12.15%）板块受成本回落贡献，Q2 归母净利正增长；其他酒类（-2.88%，-1.53%）Q2 扣非净利降幅缩窄；预加工食品（-5.03%，-3.34%）、烘焙食品（-0.43%，-9.29%）、乳品（-14.05%，-30.96%）、保健品（-4.10%，-50.29%）板块 Q2 归母净利降幅有所加大。

图 3：食品饮料行业细分板块总收入增速（24H1）



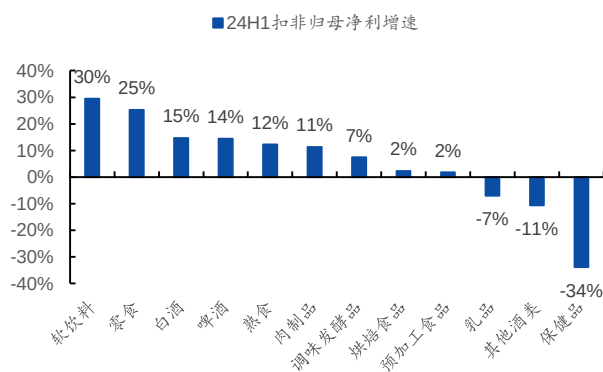
资料来源：Wind、国元证券研究所整理

图 4：食品饮料行业细分板块归母净利增速（24H1）



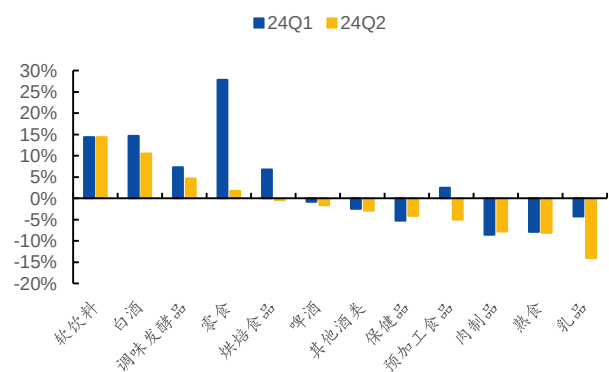
资料来源：Wind、国元证券研究所整理

图 5：食品饮料行业细分板块扣非归母净利增速（24H1）



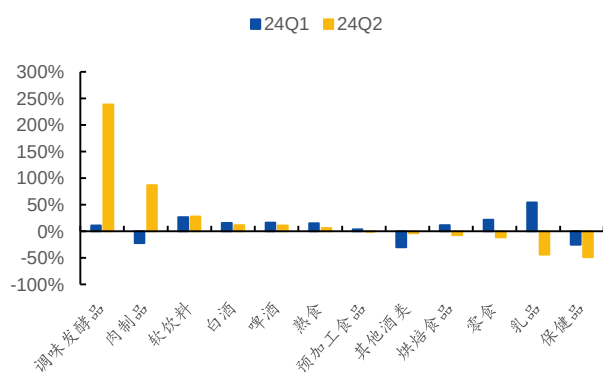
资料来源：Wind、国元证券研究所整理

图 6：食品饮料行业细分板块总收入增速（24Q1&Q2）



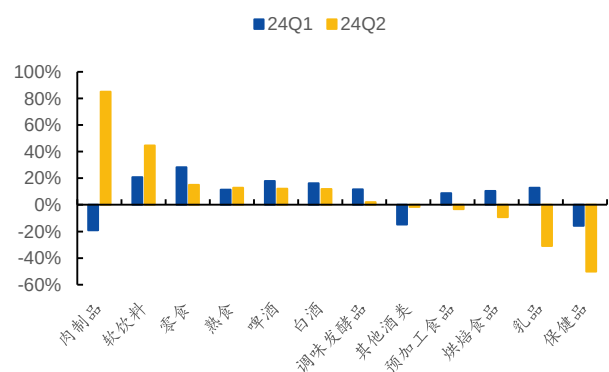
资料来源：Wind、国元证券研究所整理

图 7：食品饮料行业细分板块归母净利增速（24Q1&Q2）



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

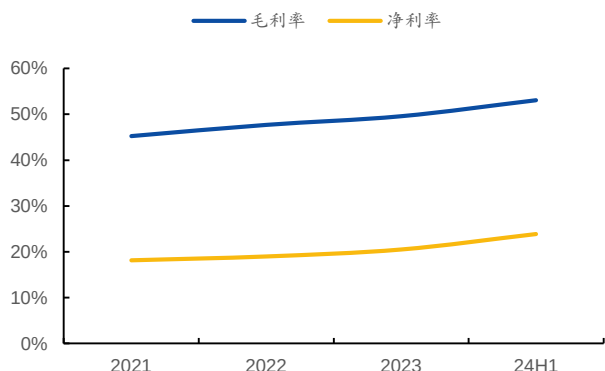
图 8：食品饮料行业细分板块扣非归母净利增速（24Q1&Q2）



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

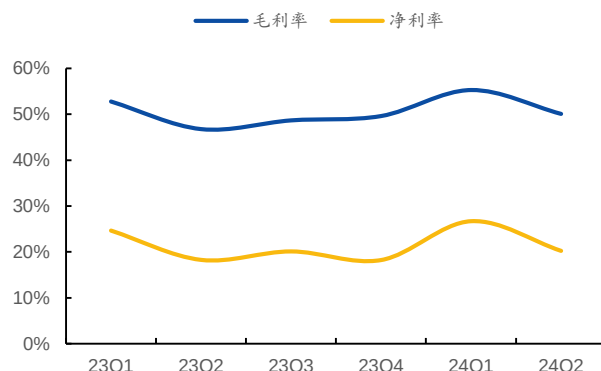
食品饮料行业利润率同比提升。2024H1，食品饮料行业毛利率为 53.04%，同比+3.03pct，净利率为 23.88%，同比+2.13pct；24Q1、Q2 毛利率分别为 55.32%、50.08%，同比+2.52、+3.34pct，净利率分别为 26.68%、20.24%，同比+2.04、+1.96pct。

图 9：食品饮料板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

图 10：单季度食品饮料板块毛利率、净利率

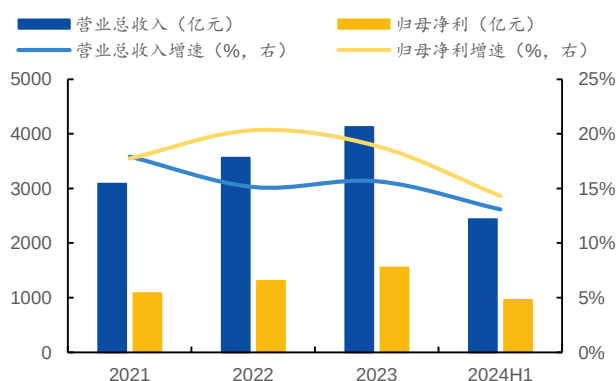


资料来源：Wind、国元证券研究所整理

2.白酒板块：Q2 收入、业绩保持双位数增长

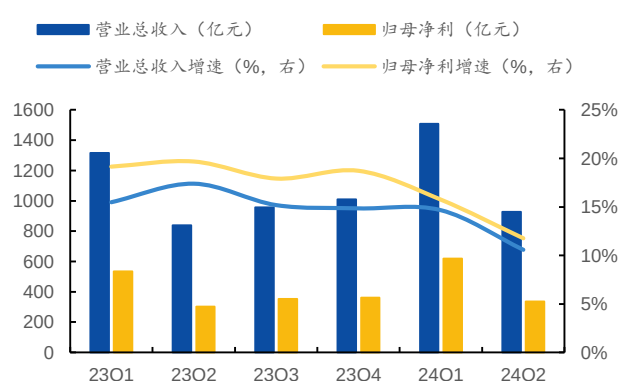
Q2 收入同比+10.57%，业绩韧性强。2024H1，白酒板块总收入为 2,435.94 亿元，同比+13.07%，归母净利为 956.82 亿元，同比+14.31%，扣非归母净利同比+14.62%；24Q1、Q2 收入同比+14.67%、+10.57%，Q2 淡季收入增速环比有所放缓，但仍保持双位数增长；24Q1、Q2 归母净利分别同比+15.75%、+11.76%，归母净利增速高于收入增速。

图 11：白酒板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

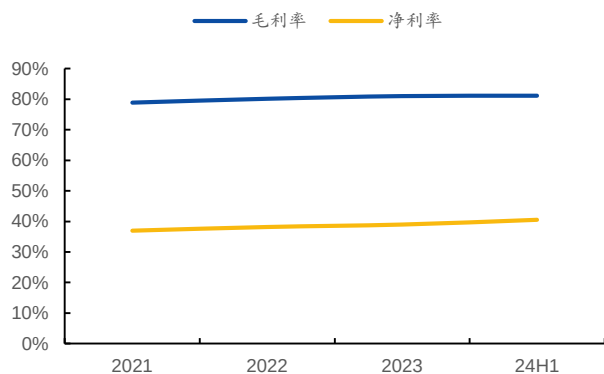
图 12：单季度白酒板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

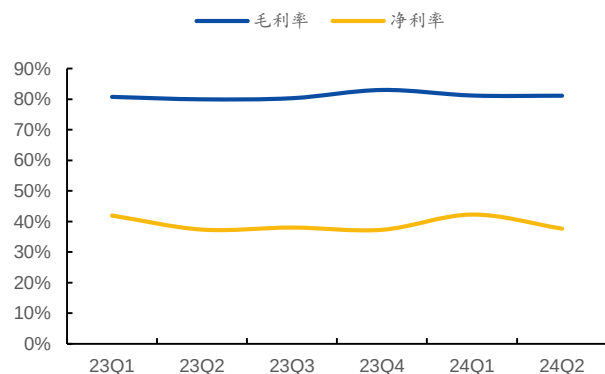
毛利率、净利率持续提升。2024H1，白酒板块毛利率为 81.17%，同比+0.75pct，净利率为 40.52%，同比+0.36pct，净利率提升主要来自毛利率增长贡献；24Q1、Q2 毛利率分别为 81.20%、81.13%，同比+0.46、+1.19pct，净利率分别为 42.27%、37.66%，同比+0.33、+0.30pct。

图 13：白酒板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

图 14：单季度白酒板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

茅台、五粮液持续稳健，古井、迎驾保持较快增长，老白干酒业业绩增长靓丽。从上市公司看，Q2 贵州茅台、五粮液增长持续稳健；山西汾酒、泸州老窖、金徽酒等 Q2 淡季节奏有所放缓；古井贡酒、迎驾贡酒 Q2 保持较快增长，收入、业绩符合预期；老白干酒 Q2 业绩同比+46.69%，利润率持续提升；今世缘业绩受投资亏损、公允价值变动拖累，Q2 收入仍保持较快增长；水井坊得益于高档品放量，Q2 业绩同比+29.60%。

表 1：白酒上市公司 24H1 业务数据 (%)

序号	证券简称	收入增速	归母净利润增速	扣非归母净利润增速	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率
1	贵州茅台	17.56%	15.88%	15.92%	91.76% (-0.04)	52.70% (-0.96)	3.14% (+0.62)	4.71% (-0.79)
2	泸州老窖	15.84%	13.22%	13.54%	88.57% (+0.22)	47.60% (-1.20)	9.64% (-0.38)	3.43% (-0.70)
3	五粮液	11.30%	11.86%	11.79%	77.36% (+0.58)	39.15% (+0.05)	10.60% (+1.10)	3.75% (-0.41)
4	山西汾酒	19.65%	24.27%	24.41%	76.69% (+0.39)	37.04% (+1.31)	8.79% (-0.19)	2.97% (-0.26)
5	迎驾贡酒	20.44%	29.59%	32.65%	73.57% (+2.63)	36.53% (+2.55)	7.99% (-0.60)	3.68% (-0.69)
6	洋河股份	4.58%	1.08%	2.96%	75.35% (-0.77)	34.74% (-1.25)	11.42% (+1.09)	4.32% (-0.95)
7	今世缘	22.35%	20.08%	19.23%	73.79% (-0.68)	33.70% (-0.64)	13.47% (-1.45)	3.15% (+0.09)
8	口子窖	8.72%	11.91%	11.50%	75.84% (+1.98)	29.96% (+0.85)	15.04% (+1.37)	6.55% (+0.38)
9	古井贡酒	22.07%	28.54%	29.64%	80.41% (+1.53)	26.65% (+1.50)	26.16% (-0.79)	5.10% (-0.33)
10	舍得酒业	-7.28%	-35.73%	-35.51%	69.44% (-6.16)	18.09% (-8.01)	20.12% (+2.60)	10.90% (+0.76)
11	金徽酒	15.17%	15.96%	19.08%	65.12% (+1.36)	16.66% (+0.13)	19.16% (-0.20)	11.02% (+0.23)
12	伊力特	8.94%	12.13%	11.68%	50.52% (+2.75)	15.08% (+0.42)	10.86% (+1.75)	3.83% (-0.51)
13	水井坊	12.57%	19.55%	13.88%	80.96% (-1.50)	14.11% (+0.82)	33.77% (-2.21)	15.35% (+1.03)
14	老白干酒	10.65%	40.25%	46.41%	65.84% (-1.33)	12.32% (+2.60)	26.83% (-3.99)	7.93% (-1.93)
15	酒鬼酒	-35.50%	-71.32%	-71.98%	73.35% (-6.80)	12.17% (-15.20)	34.70% (+7.28)	9.04% (+3.69)
16	天佑德酒	14.93%	-17.53%	-17.94%	59.45% (-3.50)	10.51% (-3.71)	20.86% (+1.14)	12.43% (+0.83)
17	顺鑫农业	-8.45%	621.87%	621.71%	36.26% (+4.10)	7.49% (+8.84)	8.03% (-1.42)	6.55% (-0.04)
18	金种子酒	-13.16%	129.35%	108.55%	43.48% (+13.38)	1.79% (+6.59)	19.17% (+5.80)	8.94% (-0.67)
19	皇台酒业	-12.07%	-230.75%	-263.92%	64.96% (+2.85)	-6.29% (-10.50)	28.95% (+9.34)	19.69% (+3.61)

序号	证券简称	收入增速	归母净利增速	扣非归母净利增速	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率
20	岩石股份	-77.32%	-244.60%	-291.14%	65.58% (-8.34)	-37.66% (-44.97)	50.62% (+8.81)	28.42% (+20.52)

资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

表 2：白酒上市公司 24Q1&Q2 业务数据（%）

序号	证券简称	Q1 收入增速	Q2 收入增速	Q1 归母净利增速	Q2 归母净利增速	Q1 扣非归母净利增速	Q2 扣非归母净利增速	Q1 毛利率	Q2 毛利率	Q1 净利率	Q2 净利率
1	贵州茅台	18.04%	16.95%	15.73%	16.10%	15.75%	16.15%	92.61% (+0.02)	90.68% (-0.11)	54.36% (-1.18)	50.60% (-0.69)
2	泸州老窖	20.74%	10.51%	23.20%	2.24%	23.41%	2.68%	88.37% (+0.28)	88.81% (+0.17)	49.83% (+0.92)	44.94% (-3.75)
3	今世缘	22.82%	21.52%	22.12%	16.86%	22.08%	14.79%	74.23% (-1.16)	73.02% (+0.15)	32.81% (-0.20)	35.27% (-1.41)
4	五粮液	11.86%	10.08%	11.98%	11.50%	12.71%	9.24%	78.43% (+0.03)	75.01% (+1.74)	42.02% (-0.07)	32.82% (+0.21)
5	迎驾贡酒	21.33%	19.04%	30.43%	27.96%	32.70%	32.53%	75.09% (+3.91)	71.15% (+0.58)	39.41% (+2.69)	31.95% (+2.23)
6	山西汾酒	20.94%	17.06%	29.95%	10.23%	30.08%	10.39%	77.46% (+1.90)	75.09% (-2.70)	40.86% (+2.75)	29.13% (-1.83)
7	洋河股份	8.03%	-3.02%	5.02%	-9.75%	6.79%	-7.65%	76.03% (-0.56)	73.67% (-1.40)	37.24% (-1.15)	28.62% (-2.10)
8	古井贡酒	25.85%	16.79%	31.61%	24.57%	32.67%	25.68%	80.35% (+0.68)	80.50% (+2.72)	25.65% (+1.40)	28.14% (+1.75)
9	口子窖	11.05%	5.90%	10.02%	15.15%	10.82%	12.70%	76.48% (-0.15)	75.04% (+4.52)	33.34% (-0.31)	25.69% (+2.06)
10	老白干酒	12.67%	9.00%	33.04%	46.69%	33.39%	59.11%	62.72% (-2.71)	68.48% (-0.12)	12.05% (+1.85)	12.55% (+3.22)
11	金徽酒	20.41%	7.73%	21.58%	1.88%	22.48%	10.56%	65.40% (+0.43)	64.67% (+2.63)	20.39% (+0.11)	10.74% (-0.47)
12	酒鬼酒	-48.80%	-13.27%	-75.56%	-60.87%	-76.75%	-59.86%	71.08% (-10.46)	75.59% (-2.23)	14.86% (-16.26)	9.52% (-11.59)
13	伊力特	12.39%	3.64%	7.08%	38.92%	7.33%	37.45%	51.89% (+0.44)	48.23% (+6.13)	19.31% (-1.14)	8.04% (+2.27)
14	水井坊	9.38%	16.62%	16.82%	29.60%	-2.42%	74.42%	80.47% (-2.71)	81.55% (-0.02)	19.96% (+1.27)	7.15% (+0.72)
15	舍得酒业	4.13%	-22.61%	-3.35%	-88.40%	-2.54%	-90.33%	74.16% (-4.22)	60.93% (-10.96)	26.09% (-2.07)	3.64% (-19.71)
16	顺鑫农业	-0.75%	-23.26%	37.42%	93.15%	37.43%	93.00%	37.15% (-0.57)	34.04% (+12.59)	11.14% (+3.17)	-1.59% (+17.71)
17	金种子酒	-3.02%	-26.25%	142.87%	-295.62%	134.76%	-15065.18%	44.52% (+17.29)	41.70% (+7.91)	4.38% (+13.74)	-2.61% (-3.69)
18	天佑德酒	32.77%	-11.82%	40.43%	-248.08%	41.04%	-275.38%	63.02% (-0.59)	51.38% (-10.59)	20.62% (+1.17)	-12.32% (-18.69)
19	皇台酒业	-5.73%	-18.86%	-64.64%	-941.12%	-92.28%	-1795.53%	64.66% (+0.17)	65.33% (+5.78)	2.14% (-4.81)	-16.80% (-18.07)
20	岩石股份	-71.94%	-81.91%	-163.35%	-356.77%	-184.47%	-431.11%	67.69% (-5.72)	62.78% (-11.59)	-13.02% (-21.90)	-70.32% (-76.29)

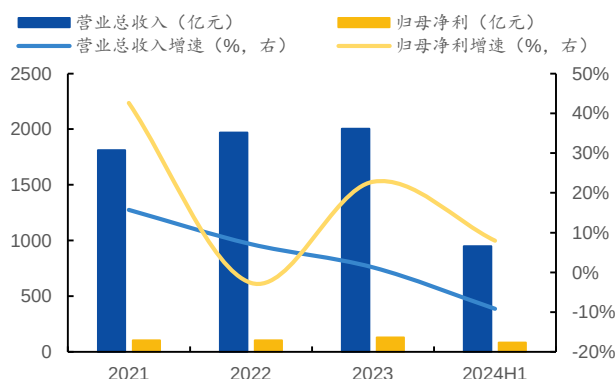
资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

3.乳品板块：奶价回落带动毛利上行，新乳业表现靓丽

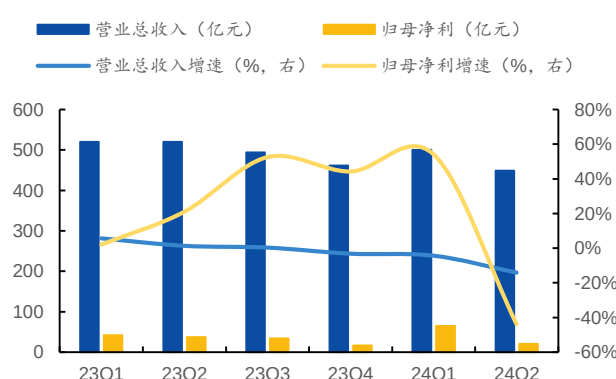
行业高库存影响 Q2 出货节奏。2024H1，乳品板块总收入为 949.23 亿元，同比-9.16%，归母净利为 85.29 亿元，同比+7.95%，扣非归母净利同比-7.01%；24Q1、Q2 收入同比-4.26%、-14.05%，乳品板块受高库存影响收入有所下降；24Q1、Q2 归母净利分别同比+54.07%、-43.95%，扣非归母净利分别同比+12.93%、-30.96%，Q2 归母净利下滑主要受费用刚性影响。

图 15：乳品板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

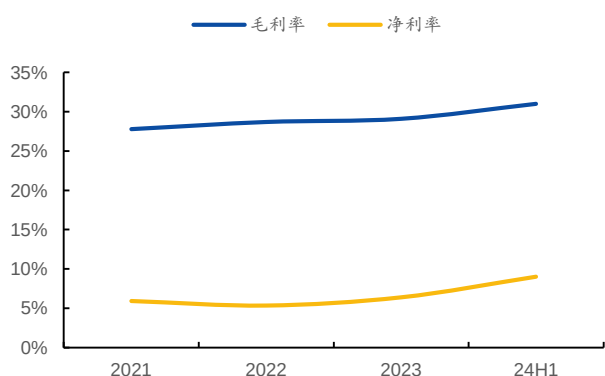
图 16：单季度乳品板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

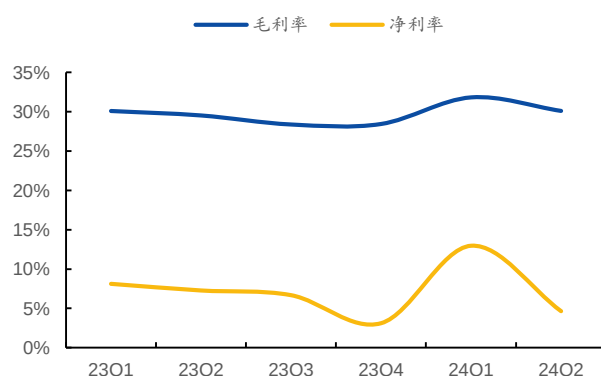
奶价下降带动毛利率提升，费用刚性影响 Q2 净利率。2024H1，乳品板块毛利率为 31.00%，同比+1.20pct，净利率为 9.02%，同比+1.33pct；24Q1、Q2 毛利率分别为 31.81%、30.10%，同比+1.73、+0.58pct，净利率分别为 12.96%、4.63%，同比+4.85、-2.64pct，毛利率提升主要得益于奶价下降，Q2 净利率下降主要受收入下降而费用较刚性影响。

图 17：乳品板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

图 18：单季度乳品板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

新乳业业绩表现靓丽。从上市公司看，伊利、蒙牛、光明等乳企受行业高库存影响，Q2 收入、业绩降幅短期有所加大；新乳业 Q2 收入较稳健，业绩得益于奶价下降贡献表现靓丽；2023 年 2 月，婴配粉新国标颁布后，奶粉行业中小企业加速出清，飞

鹤、伊利、贝因美作为领先婴配粉品牌，受益集中度提升趋势，飞鹤、伊利、贝因美奶粉板块 H1 收入实现稳健增长；奶酪领先企业妙可蓝多 Q2 收入降幅缩窄，毛利率、净利率实现同比提升。

表 3：乳品上市公司 24H1 业务数据（%）

序号	证券简称	收入增 速	归母净利增 速	扣非归母净 利增速	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率
1	贝因美	5.61%	16.41%	39.50%	41.82% (-3.10)	4.02% (+0.21)	26.11% (-4.27)	7.72% (+1.23)
2	妙可蓝多	-6.93%	168.77%	1,963.11%	34.57% (+1.56)	3.99% (+1.82)	22.70% (-2.94)	6.59% (-0.26)
3	品渥食品	-29.39%	71.82%	68.96%	20.13% (+9.11)	-4.06% (+6.11)	21.52% (-1.95)	3.70% (+0.64)
4	一鸣食品	8.51%	5.28%	18.76%	30.01% (-0.37)	1.93% (-0.06)	21.23% (-0.23)	5.14% (-0.46)
5	伊利股份	-9.49%	19.44%	-12.81%	34.78% (+1.63)	12.69% (+3.12)	19.41% (+1.86)	4.49% (-0.05)
6	三元股份	-9.05%	-40.69%	517.50%	25.12% (+0.87)	3.65% (-0.64)	17.24% (-0.28)	4.61% (-0.61)
7	新乳业	1.25%	25.26%	36.39%	29.23% (+1.26)	5.68% (+1.03)	16.12% (+0.46)	4.85% (+0.06)
8	庄园牧场	-11.42%	-335.59%	-270.59%	7.32% (-11.76)	-20.71% (-16.52)	13.93% (+6.60)	10.07% (-0.54)
9	海融科技	9.45%	42.94%	52.10%	37.71% (+3.20)	13.36% (+3.12)	13.90% (-1.03)	10.31% (-0.52)
10	均瑶健康	-14.00%	-27.09%	-17.08%	29.89% (+5.01)	4.67% (-1.14)	12.52% (+1.38)	10.93% (+3.55)
11	光明乳业	-10.08%	-17.03%	10.05%	19.83% (-0.29)	1.79% (-1.17)	11.69% (-0.48)	4.01% (+0.37)
12	燕塘乳业	-11.45%	-42.77%	-45.61%	25.95% (-1.33)	6.63% (-3.50)	11.42% (+1.66)	5.87% (+0.57)
13	皇氏集团	-39.60%	-99.40%	-283.67%	25.20% (+5.78)	0.45% (-12.35)	10.92% (+1.80)	10.56% (+2.32)
14	阳光乳业	-8.15%	-11.41%	-3.30%	36.51% (+0.93)	21.51% (-0.49)	7.21% (+0.36)	7.60% (-0.80)
15	天润乳业	3.89%	-122.18%	-79.55%	17.30% (-3.26)	-2.93% (-12.34)	5.97% (+0.62)	4.29% (+0.45)
16	佳禾食品	-19.12%	-48.77%	-46.19%	17.85% (-0.37)	6.55% (-3.68)	5.80% (+3.08)	5.13% (+1.37)
17	熊猫乳品	-19.47%	0.43%	-2.70%	27.46% (+4.03)	13.15% (+2.71)	5.37% (+0.36)	8.70% (+1.34)
18	西部牧业	-21.01%	-1,212.72%	-4,237.77%	11.20% (-5.55)	-7.32% (-10.86)	5.17% (-0.81)	5.33% (+1.53)
19	骑士乳业	-4.41%	-14.81%	7.40%	25.56% (+4.09)	8.31% (-0.08)	0.93% (-0.06)	7.97% (+1.48)

资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

表 4：乳品上市公司 24Q1&Q2 业务数据（%）

序号	证券简称	Q1 收入 增速	Q2 收入 增速	Q1 归母净 利增速	Q2 归母净利 增速	Q1 扣非归母 净利增速	Q2 扣非归母 净利增速	Q1 毛利率	Q2 毛利率	Q1 净利率	Q2 净利率
1	海融科技	5.84%	13.17%	52.99%	33.48%	53.39%	50.75%	38.04% (+3.70)	37.40% (+2.71)	14.15% (+4.36)	12.61% (+1.91)
2	贝因美	2.28%	9.30%	80.71%	-8.09%	364.72%	-14.96%	44.34% (+0.28)	39.21% (-6.65)	3.40% (+1.43)	4.66% (-1.18)
3	一鸣食品	11.14%	6.31%	126.42%	-21.69%	240.78%	-14.77%	30.60% (+1.27)	29.50% (-1.78)	1.61% (+0.82)	2.21% (-0.79)
4	天润乳业	1.47%	5.90%	-91.74%	-145.82%	-53.64%	-98.14%	16.43% (-3.62)	17.99% (-2.99)	0.08% (-8.96)	-5.34% (-15.06)
5	新乳业	3.66%	-0.94%	46.93%	17.72%	33.75%	37.66%	29.38% (+2.32)	29.09% (+0.29)	3.57% (+1.09)	7.68% (+1.07)
6	妙可蓝多	-7.14%	-6.74%	70.63%	712.90%	426.34%	935.43%	33.09% (+0.40)	36.01% (+2.70)	4.35% (+0.99)	3.65% (+2.63)
7	阳光乳业	-6.36%	-9.44%	-1.96%	-16.53%	0.96%	-5.68%	34.72% (+2.54)	37.85% (-0.20)	18.08% (-0.07)	24.07% (-0.07)

序号	证券简称	Q1 收入 增速	Q2 收入 增速	Q1 归母净 利增速	Q2 归母净利 增速	Q1 扣非归母 净利增速	Q2 扣非归母 净利增速	Q1 毛利率	Q2 毛利率	Q1 净利率	Q2 净利率
8	光明乳业	-9.25%	-10.92%	-8.07%	-28.19%	6.20%	14.78%	19.64% (-0.32)	20.03% (-0.26)	2.33% (-1.06)	1.25% (-1.29)
9	燕塘乳业	-11.55%	-11.36%	-42.91%	-42.71%	-53.54%	-42.35%	24.31% (-1.10)	27.26% (-1.52)	4.28% (-2.20)	8.52% (-4.54)
10	庄园牧场	-9.96%	-13.00%	-808.01%	-63.23%	-1199.29%	-59.55%	8.78% (-13.59)	5.69% (-9.83)	-19.83% (-22.36)	-21.69% (-10.22)
11	三元股份	-5.15%	-13.07%	73.34%	-68.40%	72.14%	266.37%	23.81% (-0.29)	26.60% (+2.19)	3.98% (+3.42)	3.28% (-4.89)
12	骑士乳业	7.23%	-13.82%	-4.18%	-22.92%	82.84%	-52.25%	29.78% (+8.47)	21.32% (-0.28)	7.70% (-0.50)	8.91% (+0.37)
13	伊利股份	-2.58%	-16.54%	63.84%	-40.21%	12.39%	-35.61%	35.79% (+2.02)	33.58% (+1.06)	18.34% (+7.49)	5.94% (-2.32)
14	均瑶健康	-11.10%	-16.97%	9.34%	-63.75%	28.20%	-65.16%	29.50% (+6.95)	30.32% (+3.05)	6.49% (+0.86)	2.66% (-3.32)
15	佳禾食品	-15.61%	-22.41%	-27.71%	-67.19%	-20.79%	-66.64%	17.95% (+0.98)	17.75% (-1.65)	8.57% (-1.31)	4.51% (-6.06)
16	熊猫乳品	-14.05%	-24.50%	38.61%	-25.68%	41.00%	-30.25%	28.86% (+8.00)	25.99% (+0.16)	14.54% (+6.06)	11.68% (-0.57)
17	西部牧业	-16.23%	-25.66%	-296.01%	-3380.11%	-493.97%	-21074.01%	16.66% (+0.77)	5.23% (-12.36)	-1.37% (-4.63)	-13.84% (-17.64)
18	品渥食品	-23.84%	-34.41%	79.32%	67.38%	74.27%	65.54%	21.55% (+10.98)	18.65% (+7.20)	-2.16% (+5.80)	-6.04% (+6.11)
19	皇氏集团	-41.78%	-37.60%	5.84%	-101.87%	73.98%	-135.79%	23.37% (+5.20)	26.77% (+6.21)	1.00% (+0.44)	-0.01% (-24.03)

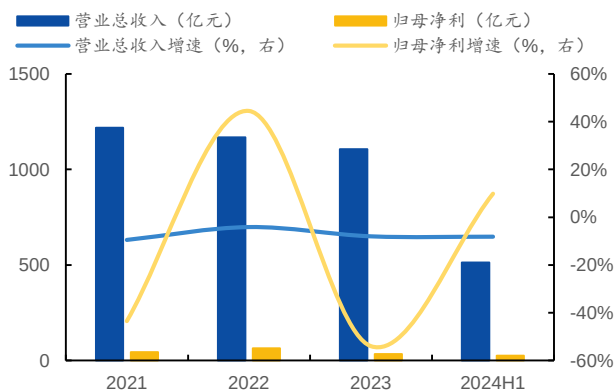
资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

4.肉制品板块：Q2 猪价上行，板块利润改善

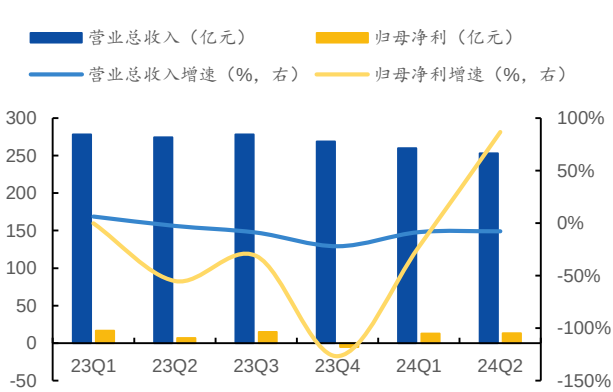
Q2 猪价上行，板块利润改善。2024H1，肉制品板块总收入为 512.87 亿元，同比-8.18%，归母净利为 26.04 亿元，同比+9.90%，扣非归母净利同比+11.31%；24Q1、Q2 收入同比-8.56%、-7.77%，收入下降主要由于肉制品消费低迷+猪价同比低位；24Q1、Q2 归母净利同比-22.40%、+86.79%，扣非归母净利同比-19.05%、+84.99%。

图 19：肉制品板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

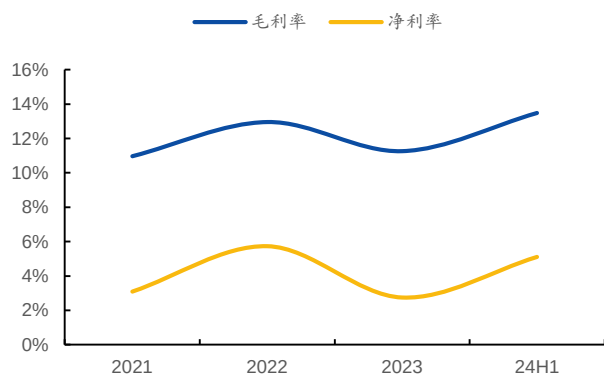
图 20：单季度肉制品板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

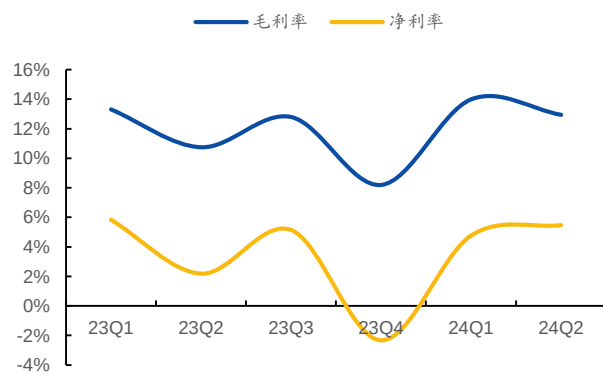
Q2 猪价上行, 板块盈利改善。2024H1, 肉制品板块毛利率为 13.48%, 同比+1.50pct, 净利率为 5.11%, 同比+1.09pct; 24Q1、Q2 毛利率分别为 13.99%、12.95%, 同比+0.68、+2.20pct, Q2 毛利率提升主要由于猪价回升带动养殖屠宰板块盈利改善, 净利率分别为 4.76%、5.46%, 同比-1.07、+3.28pct, Q1 净利率下降主要由于收入下降、而费用较刚性, Q2 净利率提升主要来自毛利率提升贡献。

图 21: 肉制品板块毛利率、净利率



资料来源: Wind、国元证券研究所整理

图 22: 单季度肉制品板块毛利率、净利率



资料来源: Wind、国元证券研究所整理

双汇包装肉制品结构升级持续, Q2 猪价回升带动华统、龙大养殖屠宰板块利润改善。从上市公司看, 24H1, 双汇发展受肉制品销量下滑影响, 收入有所下滑, 但肉制品结构升级带动毛利率提升; 华统股份、龙大美食 Q2 受益猪价回升, 养殖屠宰板块利润大幅改善。

表 5: 肉制品上市公司 24H1 业务数据 (%)

序号	证券简称	收入增速	归母净利增速	扣非归母 净利增速	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率
1	金字火腿	12.71%	14.65%	2.16%	25.24% (-1.03)	15.20% (+0.12)	8.00% (+0.28)	6.84% (-1.44)
2	光明肉业	1.68%	-24.17%	-33.89%	10.52% (-0.64)	2.00% (-0.24)	3.83% (-0.14)	4.28% (-0.27)
3	得利斯	-10.50%	-44.81%	-48.43%	10.01% (+0.96)	0.81% (-0.62)	3.77% (+0.47)	3.53% (+0.50)
4	双汇发展	-9.34%	-19.05%	-16.32%	18.29% (+1.00)	8.45% (-0.99)	3.34% (+0.23)	2.64% (+0.46)
5	广弘控股	-9.81%	-44.47%	-39.40%	3.96% (-1.02)	5.84% (-3.61)	1.57% (-0.01)	3.88% (+1.18)
6	龙大美食	-25.01%	109.31%	112.02%	4.98% (+5.94)	1.26% (+11.19)	1.14% (-0.05)	2.32% (+0.25)
7	华统股份	1.14%	66.59%	70.30%	3.45% (+4.67)	-3.00% (+6.70)	1.11% (+0.02)	3.02% (-0.33)

资料来源: Wind、国元证券研究所整理

注: 毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据, 单位为 pct。

表 6: 肉制品上市公司 24Q1&Q2 业务数据 (%)

序号	证券简称	Q1 收入 增速	Q2 收入 增速	Q1 归母净 利增速	Q2 归母净 利增速	Q1 扣非归母 净利增速	Q2 扣非归母 净利增速	Q1 毛利率	Q2 毛利率	Q1 净利率	Q2 净利率
1	金字火腿	10.90%	16.54%	13.37%	19.22%	-2.45%	54.72%	28.98% (-1.14)	17.71% (-0.39)	17.59% (+0.33)	10.40% (-0.07)
2	广弘控股	-4.49%	-13.82%	-32.86%	-46.68%	-79.17%	-29.50%	3.69% (-1.93)	4.19% (-0.31)	2.48% (-1.12)	8.63% (-5.21)

序号	证券简称	Q1 收入 增速	Q2 收入 增速	Q1 归母净 利增速	Q2 归母净 利增速	Q1 扣非归母 净利增速	Q2 扣非归母 净利增速	Q1 毛利率	Q2 毛利率	Q1 净利率	Q2 净利率
3	双汇发展	-8.92%	-9.78%	-14.54%	-24.02%	-11.12%	-22.09%	19.38% (+2.13)	17.13% (-0.21)	9.02% (-0.59)	7.84% (-1.42)
4	光明肉业	-1.24%	4.64%	-50.46%	15.31%	-46.41%	-6.11%	10.04% (-1.95)	10.99% (+0.66)	0.58% (-2.52)	3.35% (+1.98)
5	华统股份	0.52%	1.72%	-50.41%	115.19%	-27.83%	111.37%	-0.02% (-0.74)	6.65% (+9.68)	-8.26% (-1.04)	1.83% (+13.85)
6	龙大美食	-27.43%	-22.42%	43.24%	104.31%	31.36%	105.27%	6.12% (+1.45)	3.84% (+10.83)	1.18% (+0.12)	1.34% (+23.03)
7	得利斯	-0.51%	-20.92%	-39.45%	-79.84%	-45.34%	-91.91%	10.39% (-1.62)	9.52% (+3.55)	1.52% (-1.11)	-0.12% (-0.30)

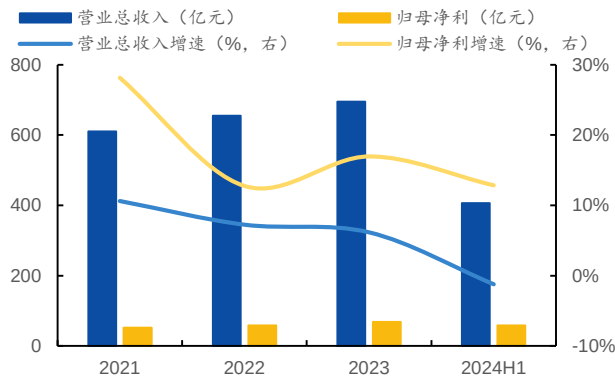
资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

5. 啤酒板块：成本红利兑现，H1 利润率提升

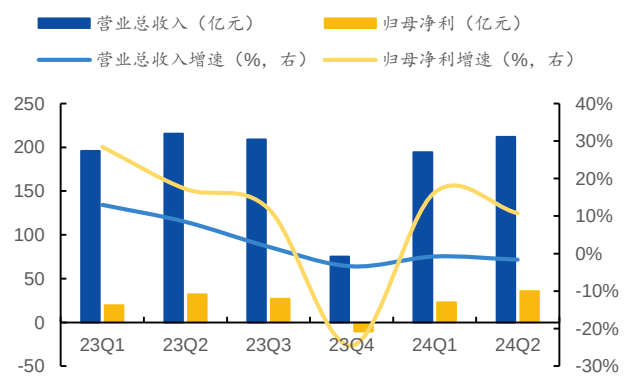
成本回落，H1 利润率持续改善。2024H1，啤酒板块总收入为 406.17 亿元，同比-1.23%，归母净利为 58.34 亿元，同比+12.84%，扣非归母净利同比+14.37%；24Q1、Q2 收入同比-0.78%、-1.63%，主要由于上半年啤酒消费有所疲软；24Q1、Q2 归母净利同比+16.27%、+10.75%，扣非归母净利同比+18.02%、+12.15%，主要来自成本回落+部分啤酒企业持续结构升级贡献。

图 23：啤酒板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

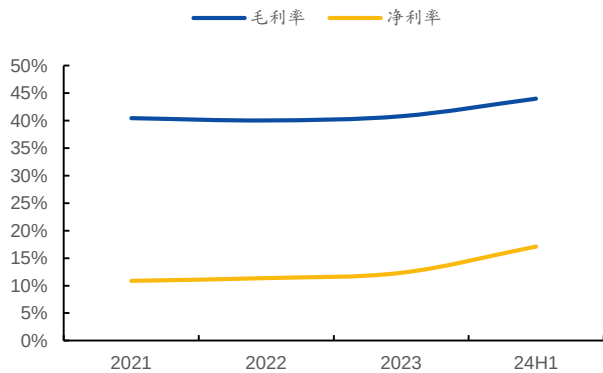
图 24：单季度啤酒板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

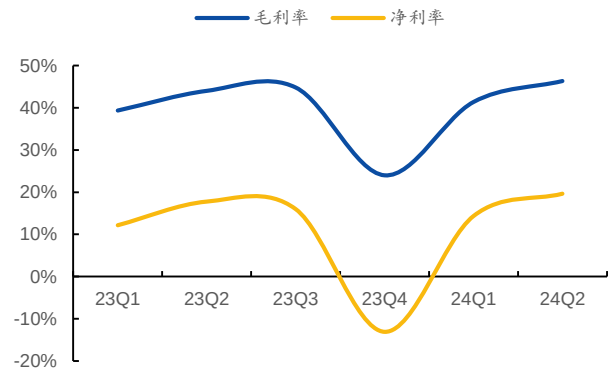
成本回落兑现，啤酒板块毛利率提升。2024H1，啤酒板块毛利率为 43.99%，同比+2.17pct，毛利率提升主要来自成本回落及部分啤酒企业产品结构持续升级贡献，净利率为 17.10%，同比+1.99pct；24Q1、Q2 毛利率分别为 41.40%、46.36%，同比+2.02、+2.33pct，净利率分别为 14.33%、19.63%，同比+2.16、+1.86pct。

图 25：啤酒板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

图 26：单季度啤酒板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

珠江啤酒、燕京啤酒量、价齐升，重庆啤酒销量增长稳健，青岛啤酒、华润啤酒销量有所下降，产品结构持续升级。从上市公司看，珠江啤酒、燕京啤酒 24Q1、Q2 收入、归母净利均保持增长，利润率提升主要来自成本回落、产品结构提升等贡献；重庆啤酒收入增长稳健，Q1 利润率持续提升，Q2 受产品结构变动影响，毛利率、净利率小幅下降；青岛啤酒、百威亚太、华润啤酒受销量下滑影响，收入有所下滑，青岛啤酒、华润啤酒在成本回落、产品结构升级贡献下，毛利率、净利率 Q1、Q2 持续提升，百威亚太受益成本回落，毛利率小幅提升，净利受收入下滑、费用刚性影响有所下滑。

表 7：啤酒上市公司 24H1 业务数据 (%)

序号	证券简称	收入增速	归母净利增速	扣非归母净利增速	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率
1	兰州黄河	-13.14%	-146.76%	-52.72%	13.84% (-6.02)	-18.22% (-38.48)	22.37% (+6.11)	15.52% (+0.88)
2	重庆啤酒	4.18%	4.19%	3.91%	49.22% (+0.73)	20.31% (-0.18)	15.23% (+0.70)	3.17% (-0.13)
3	珠江啤酒	7.69%	36.52%	41.72%	49.03% (+3.58)	17.10% (+3.46)	14.38% (+0.29)	9.47% (-0.59)
4	燕京啤酒	5.52%	47.54%	69.12%	43.36% (+1.81)	10.84% (+2.86)	10.87% (+0.05)	13.07% (-1.77)
5	青岛啤酒	-7.06%	6.31%	6.15%	41.60% (+2.40)	18.54% (+2.42)	10.81% (-0.25)	3.47% (+0.33)
6	惠泉啤酒	0.33%	41.56%	22.87%	33.57% (+2.48)	9.05% (+2.60)	7.67% (+1.40)	10.97% (+0.04)
7	ST 西发	30.99%	125.21%	116.59%	36.49% (+6.58)	16.15% (+49.38)	2.90% (+0.16)	15.75% (+6.31)

资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

表 8：啤酒上市公司 24Q1&Q2 业务数据 (%)

序号	证券简称	Q1 收入增速	Q2 收入增速	Q1 归母净利增速	Q2 归母净利增速	Q1 扣非归母净利增速	Q2 扣非归母净利增速	Q1 毛利率	Q2 毛利率	Q1 净利率	Q2 净利率
1	青岛啤酒	-5.19%	-8.89%	10.06%	3.55%	12.11%	1.87%	40.44% (+2.12)	42.79% (+2.71)	15.99% (+2.23)	21.15% (+2.70)
2	ST 西发	-0.70%	81.12%	102.74%	180.74%	104.95%	1109.36%	33.05% (-0.54)	39.47% (+15.38)	10.61% (+53.84)	20.95% (+38.37)

序号	证券简称	Q1 收入 增速	Q2 收入 增速	Q1 归母净 利增速	Q2 归母净 利增速	Q1 扣非归母 净利增速	Q2 扣非归母 净利增速	Q1 毛利率	Q2 毛利率	Q1 净利率	Q2 净利率
3	珠江啤酒	7.05%	8.07%	39.37%	35.63%	45.79%	40.61%	42.13% (+1.35)	53.11% (+4.87)	11.37% (+2.50)	20.49% (+4.00)
4	重庆啤酒	7.16%	1.54%	16.78%	-5.99%	16.91%	-6.58%	47.90% (+2.74)	50.45% (-1.00)	20.94% (+1.60)	19.71% (-1.80)
5	燕京啤酒	1.72%	8.79%	58.90%	45.91%	81.72%	67.26%	37.18% (+0.40)	48.33% (+2.67)	3.61% (+1.06)	16.66% (+4.00)
6	惠泉啤酒	2.86%	-1.33%	468.51%	23.62%	824.87%	2.06%	30.64% (+4.19)	35.57% (+1.45)	3.54% (+2.98)	12.81% (+2.51)
7	兰州黄河	-26.86%	4.05%	70.92%	-135.74%	-21.66%	-109.20%	10.81% (-4.51)	16.51% (-9.03)	-15.37% (-2.85)	-20.72% (-82.05)

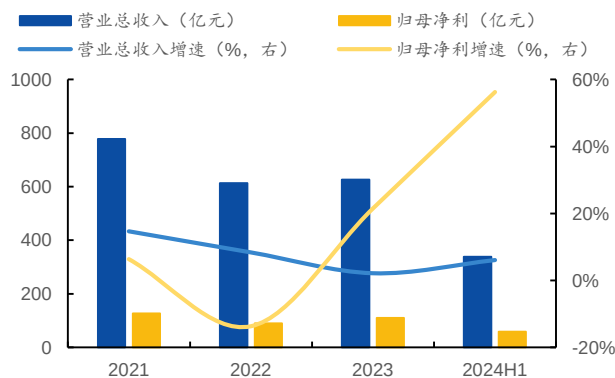
资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

6.调味发酵品板块：海天、安琪经营 Q2 环比提升，莲花业绩表现靓丽

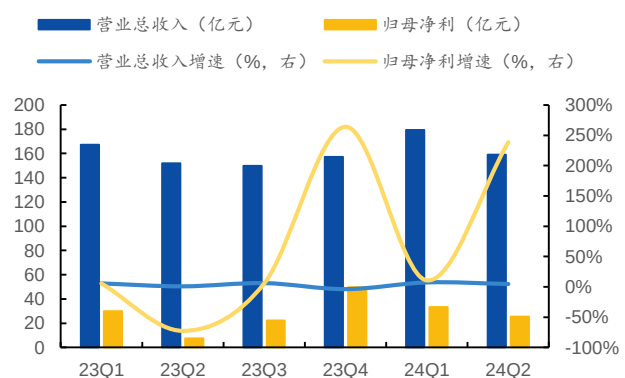
Q2 经营压力环比有所加大，利润率受到产品结构、折扣率变动影响。2024H1，调味发酵品板块总收入为 338.37 亿元，同比+6.07%，归母净利为 58.71 亿元，同比+56.25%，扣非归母净利同比+7.41%，剔除规模领先的企业海天味业、安琪酵母，调味发酵品行业收入、扣非净利分别同比+2.35%、+2.69%；24Q1、Q2 收入同比+7.33%、+4.70%；24Q1、Q2 归母净利同比+10.87%、+238.60%，扣非归母净利同比+11.75%、+2.06%，Q2 经营压力环比 Q1 有所加大，产品结构、折扣率变动影响利润率。

图 27：调味发酵品板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

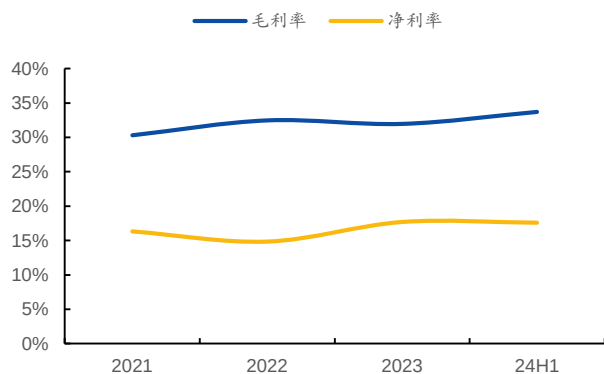
图 28：单季度调味发酵品板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

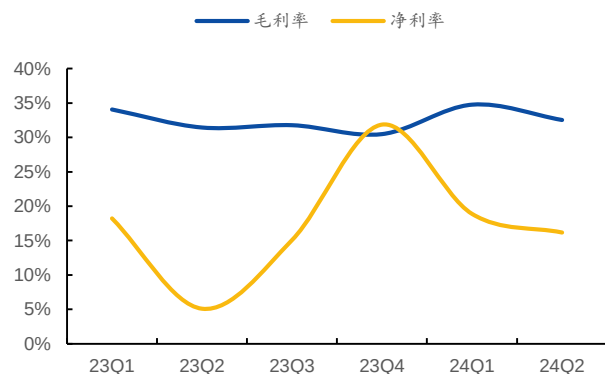
成本回落带动毛利率有所改善。2024H1，调味发酵品板块毛利率为 33.69%，同比+0.90pct，净利率为 17.60%，同比+5.63pct，净利率提升主要来自非经贡献；24Q1、Q2 毛利率分别为 34.73%、32.51%，同比+0.70、+1.09pct；净利率分别为 18.87%、16.16%，同比+0.66、+11.07pct，Q2 净利率提升主要来自非经贡献。

图 29：调味发酵品板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

图 30：单季度调味发酵品板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

海天味业 Q2 重启渠道扩张，安琪酵母 Q2 经营环比提升，莲花控股业绩表现靓丽。从上市公司看，海天味业 Q2 重启渠道扩张，同时推出股权激励提振市场信心；安琪酵母 Q2 经营环比提升明显，业绩表现靓丽；涪陵榨菜 Q1 毛利率受高价原料成本影响，Q2 成本压力缓解，费投有所增加影响 Q2 利润率；莲花控股 H1 味精主业拓展顺利，降本贡献利润率显著提升，收入、业绩表现靓丽；宝立食品收入增长来自 B 端业务增长贡献，利润率下降主要受非经、产品结构（B 端毛利率较低）、C 端空刻促销折扣加大影响；千禾味业、天味食品、中炬高新 Q2 收入、业绩有所承压；恒顺醋业 Q2 收入增速环比改善，利润率主要受产品结构、折扣加大影响承压。

表 9：调味发酵品上市公司 24H1 业务数据 (%)

序号	证券简称	收入增速	归母净利润增速	扣非归母净利润增速	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率
1	恒顺醋业	-11.83%	-24.16%	-30.85%	36.55% (+0.83)	9.09% (-1.44)	16.64% (+2.46)	9.50% (+1.46)
2	仲景食品	16.98%	11.93%	16.37%	43.76% (+3.14)	18.64% (-0.84)	16.05% (+2.63)	7.50% (+0.34)
3	ST 加加	-7.65%	-848.84%	-1,204.39%	25.05% (+5.55)	-4.03% (-4.50)	16.00% (+5.96)	10.36% (+1.34)
4	宝立食品	12.89%	-34.60%	-10.87%	32.07% (-2.70)	9.68% (-5.30)	14.96% (-0.47)	4.38% (-0.78)
5	天味食品	2.95%	18.79%	17.68%	39.56% (+3.33)	17.35% (+2.78)	14.37% (+1.12)	7.27% (-0.96)
6	千禾味业	3.78%	-2.38%	-3.73%	35.61% (-2.68)	15.77% (-0.99)	13.63% (+1.10)	5.59% (-0.97)
7	涪陵榨菜	-2.32%	-4.74%	-1.62%	50.86% (-2.19)	34.32% (-0.87)	12.16% (-2.02)	3.46% (+0.00)
8	中炬高新	-1.35%	124.24%	14.53%	36.63% (+4.68)	14.72% (+68.22)	10.80% (+2.31)	10.19% (+0.46)
9	日辰股份	15.16%	20.68%	24.70%	38.16% (-1.48)	15.33% (+0.70)	7.52% (-0.38)	12.37% (-1.92)
10	海天味业	9.18%	11.52%	11.95%	36.86% (+0.95)	24.48% (+0.54)	6.00% (+0.62)	4.53% (-0.02)
11	莲花控股	25.46%	101.03%	101.05%	23.31% (+6.98)	8.39% (+3.03)	5.86% (+0.80)	5.34% (+0.62)
12	安琪酵母	6.86%	3.21%	-2.50%	24.28% (-0.25)	9.88% (-0.51)	5.18% (+0.10)	7.52% (-0.08)
13	安记食品	-4.61%	-57.87%	-30.85%	14.57% (-2.24)	3.05% (-3.86)	4.73% (+0.27)	4.91% (-0.22)
14	朱老六	-0.67%	-33.80%	-30.89%	26.81% (-4.99)	10.67% (-5.34)	4.21% (-2.34)	7.97% (-0.24)
15	佳隆股份	-18.88%	85.80%	149.02%	29.05% (+4.52)	6.02% (+3.02)	3.18% (+1.15)	16.28% (-0.88)

资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

表 10：调味发酵品上市公司 24Q1&Q2 业务数据（%）

序号	证券简称	Q1 收入 增速	Q2 收入 增速	Q1 归母净 利增速	Q2 归母净 利增速	Q1 扣非归母 净利增速	Q2 扣非归母 净利增速	Q1 毛利率	Q2 毛利率	Q1 净利率	Q2 净利率
1	涪陵榨菜	-1.53%	-3.37%	3.93%	-15.58%	6.29%	-11.85%	52.11% (-4.17)	49.18% (+0.38)	36.29% (+1.91)	31.68% (-4.58)
2	海天味业	10.21%	7.98%	11.85%	11.12%	13.34%	10.24%	37.31% (+0.38)	36.33% (+1.60)	25.06% (+0.37)	23.79% (+0.73)
3	仲景食品	22.78%	11.51%	30.12%	-2.16%	28.86%	5.68%	44.50% (+4.41)	42.99% (+1.88)	18.56% (+1.05)	18.71% (-2.61)
4	日辰股份	14.73%	15.58%	21.06%	20.37%	24.55%	24.82%	38.28% (-0.43)	38.05% (-2.49)	14.06% (+0.74)	16.54% (+0.66)
5	千禾味业	9.28%	-2.53%	6.66%	-14.16%	4.69%	-14.73%	35.96% (-3.07)	35.16% (-2.28)	17.32% (-0.43)	13.77% (-1.87)
6	天味食品	11.34%	-6.80%	37.20%	-10.90%	23.47%	6.07%	44.05% (+3.44)	33.33% (+2.19)	20.90% (+4.22)	12.41% (+0.30)
7	中炬高新	8.64%	-11.96%	59.70%	106.95%	63.91%	-32.37%	36.98% (+5.57)	36.17% (+3.64)	17.63% (+5.96)	10.90% (+133.58)
8	安琪酵母	2.52%	11.30%	-9.45%	17.26%	-10.80%	7.32%	24.66% (-0.74)	23.92% (+0.28)	9.47% (-1.39)	10.26% (+0.36)
9	宝立食品	15.72%	10.29%	-20.36%	-46.75%	-7.04%	-14.79%	32.04% (-3.05)	32.10% (-2.38)	10.75% (-3.79)	8.66% (-6.73)
10	佳隆股份	-19.81%	-18.06%	226.86%	4.33%	210.27%	28.71%	26.00% (+5.80)	31.67% (+3.34)	3.19% (+5.45)	8.45% (+0.83)
11	莲花控股	26.45%	24.60%	134.54%	76.93%	130.03%	80.26%	24.49% (+8.74)	22.25% (+5.40)	8.78% (+3.94)	8.03% (+2.22)
12	恒顺醋业	-24.89%	3.36%	-24.23%	-24.06%	-35.71%	-23.57%	41.38% (+6.29)	32.46% (-4.00)	11.67% (+0.04)	6.90% (-2.35)
13	安记食品	-3.48%	-5.68%	-49.48%	-73.09%	-1.65%	-59.46%	15.80% (-2.01)	13.38% (-2.48)	4.79% (-4.37)	1.37% (-3.42)
14	朱老六	11.26%	-20.34%	3.01%	-105.43%	2.14%	-118.90%	28.42% (-5.19)	23.11% (-5.73)	15.73% (-1.26)	-0.98% (-15.38)
15	ST 加加	12.05%	-28.09%	-49.03%	-297.51%	-62.88%	-203.89%	24.51% (+1.00)	25.91% (+10.58)	1.12% (-1.83)	-12.35% (-10.25)

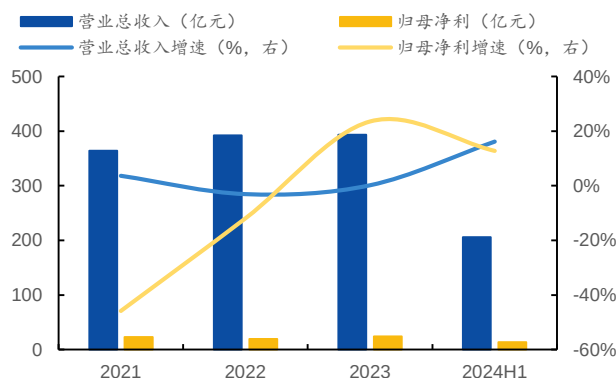
资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

7.零食板块：Q2 经营有所放缓，劲仔、松鼠表现靓丽

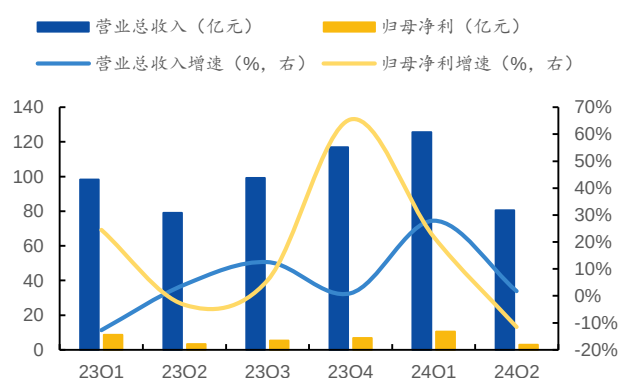
零食板块 Q1 高增，Q2 经营有所放缓。2024H1，零食板块总收入为 206.01 亿元，同比+16.22%，归母净利为 13.45 亿元，同比+12.81%，扣非归母净利同比+25.26%；24Q1、Q2 收入同比+27.87%、+1.76%；24Q1、Q2 归母净利同比+22.01%、-11.55%，扣非归母净利同比+28.36%、+14.98%。

图 31：零食板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

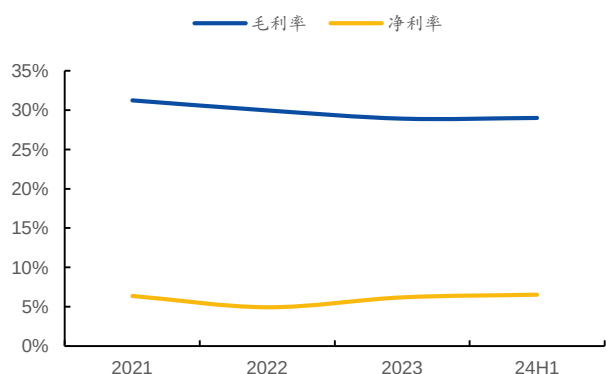
图 32：单季度零食板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

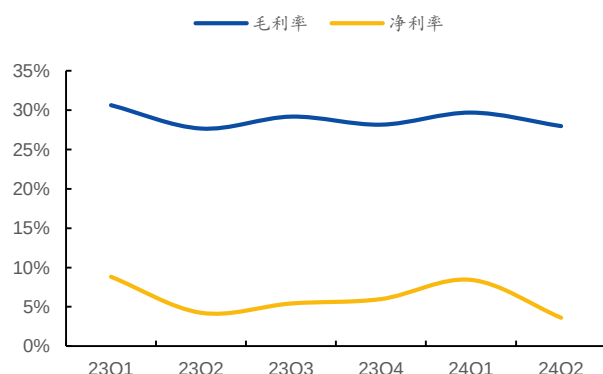
货折、渠道结构变动影响毛利率。2024H1，零食板块毛利率为 29.03%，同比-0.29pct，净利率为 6.53%，同比-0.23pct；24Q1、Q2 毛利率分别为 29.69%、27.98%，同比-0.94、+0.31pct；净利率分别为 8.42%、3.60%，同比-0.39、-0.63pct。

图 33：零食板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

图 34：单季度零食板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

万辰集团持续高速开店，劲仔食品、三只松鼠中报表现靓丽，甘源食品&盐津铺子&洽洽食品 Q1 高增、Q2 增长放缓。从上市公司看，万辰集团收入爆发式增长，主要来自公司切入量贩零食赛道后持续高速开店，24H1 公司业绩已扭亏为盈，随着公司店效逐步爬坡，利润弹性有望逐步释放；三只松鼠 24H1 收入、业绩表现靓丽，收入增长主要来自电商平台、尤其是抖音电商快速增长贡献，扣非归母净利大幅改善，主要来自坚果品类自建供应链带来的成本优化（毛利率提升）及“品销合一”后管理效率提升贡献（管理费用率下降）；盐津铺子 24H1 收入增长稳健，Q2 业绩增长放缓主要由于货折、渠道结构变动（毛利率下降）以及 Q2 销售、管理费用率有所增加；甘源食品 Q1 收入、业绩高增，Q2 增长有所放缓，毛利率受渠道结构变动影响有所下降，净利率提升主要受益于 23 年底取得高新技术企业认定带来的税率优惠；劲仔食品业绩表现靓丽，原料价低位+规模效应带动公司毛利率、净利率提升；洽洽食品 Q1 高增，Q2 收入短期承压、成本回落兑现带动盈利提升；有友食品收入较稳健，利润率主要受原料价高位影响。

表 11：零食上市公司 24H1 业务数据 (%)

序号	证券简称	收入增 速	归母净利 增速	扣非归母 净利增速	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率
1	来伊份	-15.05%	-72.56%	-125.70%	41.28% (-1.20)	0.73% (-1.83)	28.20% (+1.56)	12.54% (-0.39)
2	好想你	16.44%	-98.73%	29.59%	24.74% (+0.85)	-4.55% (-1.66)	22.74% (+0.66)	9.11% (-1.04)
3	良品铺子	-2.52%	-87.38%	-93.97%	26.39% (-2.56)	0.59% (-4.16)	19.62% (+1.21)	5.82% (+0.02)
4	三只松鼠	75.39%	88.57%	211.79%	25.85% (+0.88)	5.71% (+0.40)	17.62% (+0.39)	2.19% (-2.15)
5	甘源食品	26.14%	39.26%	40.02%	34.94% (-0.66)	15.98% (+1.51)	13.29% (+0.60)	5.01% (-0.59)
6	盐津铺子	29.84%	30.00%	17.96%	32.53% (-2.81)	13.03% (-0.33)	13.27% (+0.71)	6.07% (-0.57)
7	劲仔食品	22.17%	72.41%	70.31%	30.40% (+4.14)	12.84% (+3.77)	12.58% (+1.45)	5.57% (-0.03)
8	有友食品	10.26%	-5.22%	-11.41%	30.84% (-1.91)	14.38% (-2.35)	11.93% (+1.76)	4.31% (-0.34)
9	洽洽食品	7.92%	25.92%	41.80%	28.41% (+3.89)	11.62% (+1.66)	11.49% (+1.90)	6.29% (-0.27)
10	黑芝麻	-20.51%	-36.88%	-8.88%	21.19% (+2.12)	1.29% (-0.20)	8.31% (+0.42)	7.13% (+1.37)
11	万辰集团	392.45%	116.77%	64.85%	10.52% (+1.41)	1.32% (+3.93)	4.50% (-0.63)	3.25% (-2.38)

资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

表 12：零食上市公司 24Q1&Q2 业务数据 (%)

序号	证券简称	Q1 收入 增速	Q2 收入 增速	Q1 归母净 利增速	Q2 归母净 利增速	Q1 扣非归母 净利增速	Q2 扣非归母 净利增速	Q1 毛利率	Q2 毛利率	Q1 净利率	Q2 净利率
1	甘源食品	49.75%	4.90%	65.30%	16.92%	69.25%	13.46%	35.39% (-0.95)	34.36% (-0.57)	15.58% (+1.48)	16.49% (+1.68)
2	盐津铺子	37.00%	23.44%	43.10%	19.11%	40.09%	1.58%	32.10% (-2.47)	32.96% (-3.08)	13.06% (+0.51)	12.99% (-1.09)
3	有友食品	17.96%	2.98%	-8.77%	-0.10%	-10.42%	-12.69%	31.43% (-2.41)	30.20% (-1.52)	15.74% (-4.61)	12.91% (-0.40)
4	劲仔食品	23.58%	20.90%	87.73%	58.74%	77.45%	64.28%	30.02% (+4.04)	30.76% (+4.25)	13.80% (+4.80)	11.97% (+2.82)
5	洽洽食品	36.39%	-20.25%	35.15%	7.58%	55.80%	7.14%	30.43% (+1.92)	24.98% (+4.42)	13.21% (-0.11)	8.94% (+2.29)
6	黑芝麻	-25.70%	-15.21%	-69.12%	10.53%	-52.27%	63.65%	20.32% (+1.35)	21.97% (+2.79)	0.55% (-1.12)	1.95% (+0.63)
7	万辰集团	534.03%	318.30%	-88.15%	90.89%	-96.17%	91.63%	9.77% (-5.73)	11.11% (+5.35)	1.43% (-4.60)	1.23% (+8.37)
8	三只松鼠	91.83%	43.93%	60.80%	51.21%	92.84%	45.02%	27.40% (-0.87)	21.90% (+3.24)	8.46% (-1.63)	-1.30% (+2.54)
9	良品铺子	2.79%	-10.43%	-57.98%	-195.02%	-48.69%	-382.92%	26.43% (-2.74)	26.32% (-2.30)	2.54% (-3.69)	-2.73% (-5.27)
10	来伊份	-12.47%	-18.52%	-13.90%	-175.58%	-24.91%	-98.55%	41.51% (-1.64)	40.94% (-0.62)	5.85% (-0.02)	-6.71% (-4.79)
11	好想你	19.05%	12.66%	2.63%	-60.07%	258.63%	-19.83%	29.39% (+2.68)	17.62% (-2.18)	2.45% (-0.29)	-15.27% (-4.23)

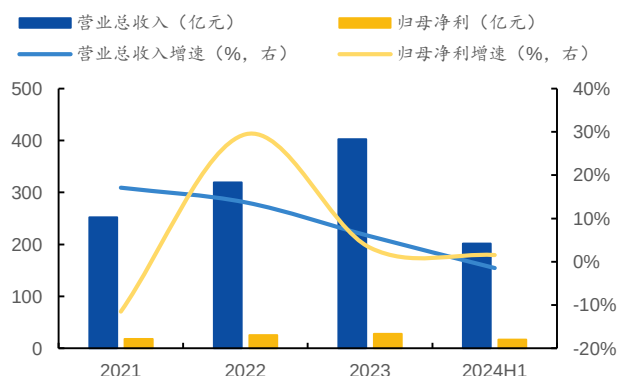
资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

8. 预加工食品板块：Q2 经营压力加大，盈利能力较稳健

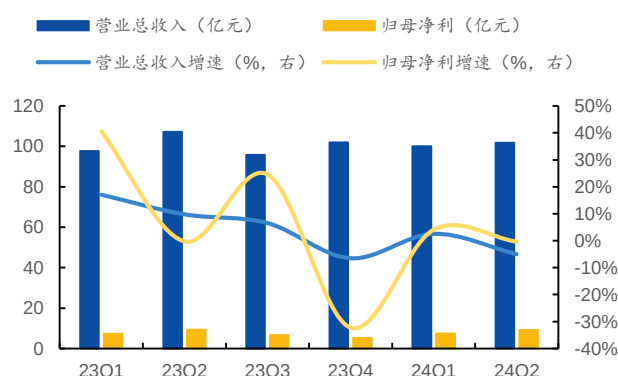
Q2 经营有所承压。2024H1，预加工食品板块总收入为 201.85 亿元，同比-1.43%，归母净利为 16.71 亿元，同比+1.53%，扣非归母净利同比+1.80%；24Q1、Q2 收入同比+2.52%、-5.03%；24Q1、Q2 归母净利同比+4.00%、-0.38%，扣非归母净利同比+8.86%、-3.34%。

图 35：预加工食品板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

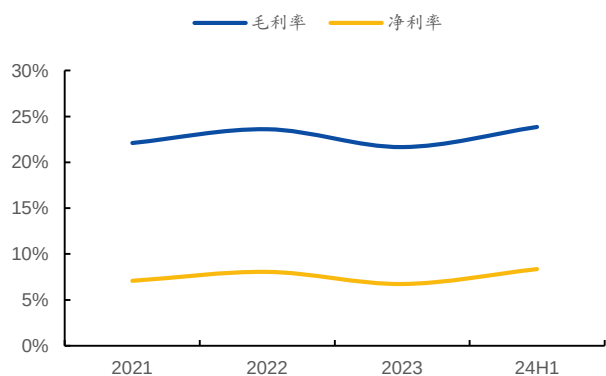
图 36：单季度预加工食品板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

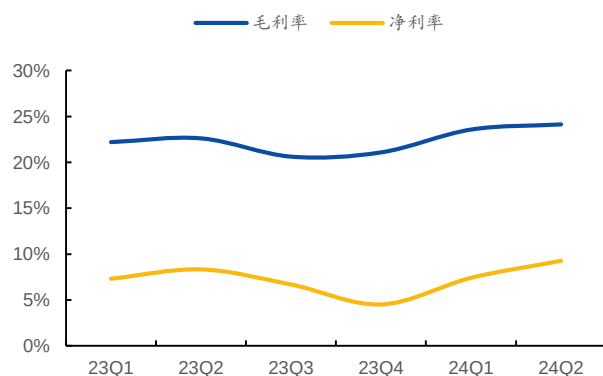
毛利率有所提升。2024H1，预加工食品板块毛利率为 23.84%，同比+1.43pct，净利率为 8.35%，同比+0.50pct；24Q1、Q2 毛利率分别为 23.56%、24.12%，同比+1.36%、+1.51pct；净利率分别为 7.41%、9.28%，同比+0.10、+0.94pct。

图 37：预加工食品板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

图 38：单季度预加工食品板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

Q2 经营压力有所加大，安井、千味产品结构优化&原料价下降带动毛利率提升，五芳斋深耕粽子利基市场，盈利能力稳健提升。从上市公司看，安井食品 Q2 收入增长放缓，毛利率提升主要来自高毛利的速冻调制食品收入占比提升；三全食品业绩有所承压，毛利率下降主要受 C 端米面品类价格战影响，促销有所加大；五芳斋虽收入短期承压，但深耕粽子利基市场，粽子产品单价韧性强、带动毛利率提升，净利率在收入下降、费用刚性下仍实现增长；千味央厨 Q2 经营短期承压，主要受百胜、华莱

士收入下滑影响，以及小 B 端需求较平淡，公司盈利能力较稳健，毛利率提升主要来自原料价下降及产品结构优化贡献；巴比食品单店有所承压，Q2 毛利率受猪价上涨及新产能投产折旧摊销影响有所下降。

表 13：预加工食品上市公司 24H1 业务数据（%）

序号	证券简称	收入增速	归母净利润增速	扣非归母净利润增速	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率
1	五芳斋	-15.25%	-8.92%	-8.57%	44.82% (+3.33)	14.71% (+0.99)	17.71% (+0.83)	7.07% (+0.89)
2	三全食品	-4.91%	-23.75%	-29.60%	25.94% (-1.73)	9.09% (-2.25)	12.54% (+0.93)	3.10% (+0.00)
3	海欣食品	-2.60%	-1,172.09%	-1,017.52%	17.91% (-0.62)	-1.73% (-1.91)	10.87% (+0.32)	7.87% (+1.53)
4	惠发食品	5.72%	46.22%	46.81%	17.00% (+1.70)	-1.64% (+1.85)	6.95% (-1.03)	9.38% (-0.07)
5	安井食品	9.42%	9.17%	11.11%	23.91% (+1.81)	10.82% (-0.07)	6.14% (+0.09)	3.80% (+0.75)
6	克明食品	-10.46%	824.52%	2,059.58%	18.36% (+6.24)	4.25% (+5.83)	5.68% (+0.38)	5.01% (+0.46)
7	千味央厨	4.87%	6.14%	11.29%	25.21% (+1.97)	6.59% (+0.11)	5.52% (+0.66)	10.54% (+1.29)
8	味知香	-21.53%	-43.37%	-43.10%	24.85% (-1.26)	12.93% (-4.99)	5.15% (+0.86)	7.53% (+3.04)
9	巴比食品	3.56%	36.04%	31.42%	26.17% (+0.55)	14.80% (+3.72)	4.69% (-1.34)	7.98% (-1.38)
10	盖世食品	7.39%	108.39%	60.56%	17.81% (-0.83)	8.02% (+3.89)	2.80% (-0.68)	5.45% (+1.34)
11	春雪食品	-15.47%	-131.69%	-248.73%	6.91% (-0.31)	-0.37% (-1.37)	2.57% (+0.21)	3.47% (+1.02)

资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

表 14：预加工食品上市公司 24Q1&Q2 业务数据（%）

序号	证券简称	Q1 收入增速	Q2 收入增速	Q1 归母净利润增速	Q2 归母净利润增速	Q1 扣非归母净利润增速	Q2 扣非归母净利润增速	Q1 毛利率	Q2 毛利率	Q1 净利率	Q2 净利率
1	五芳斋	-4.13%	-16.71%	-9.11%	-5.32%	-1.15%	-6.39%	34.28% (-0.40)	46.41% (+4.02)	-34.03% (-4.03)	22.06% (+2.62)
2	巴比食品	10.74%	-1.93%	-3.43%	75.60%	87.07%	7.40%	25.92% (+1.72)	26.38% (-0.32)	11.39% (-1.13)	17.74% (+7.77)
3	味知香	-17.92%	-24.94%	-46.94%	-40.12%	-46.36%	-40.12%	25.00% (-1.21)	24.70% (-1.33)	11.39% (-6.23)	14.51% (-3.68)
4	安井食品	17.67%	2.31%	21.24%	-2.51%	21.56%	0.79%	26.55% (+1.85)	21.29% (+1.44)	11.75% (+0.13)	9.90% (-0.35)
5	盖世食品	10.17%	5.32%	250.92%	-17.08%	246.27%	-37.51%	18.09% (+2.34)	17.59% (-3.20)	7.11% (+12.29)	8.73% (-2.35)
6	三全食品	-5.01%	-4.74%	-17.76%	-34.36%	-18.04%	-49.36%	26.60% (-1.68)	24.87% (-1.80)	10.19% (-1.59)	7.33% (-3.30)
7	千味央厨	8.04%	1.65%	14.16%	-3.36%	14.05%	7.77%	25.45% (+1.49)	24.95% (+2.43)	7.44% (+0.46)	5.67% (-0.30)
8	克明食品	-11.18%	-9.61%	40.42%	327.89%	31.43%	263.80%	17.19% (+4.00)	19.73% (+8.91)	3.13% (+1.52)	5.57% (+10.97)
9	春雪食品	-23.24%	-7.68%	-170.88%	-69.36%	-209.48%	106.35%	7.16% (-0.83)	6.70% (+0.26)	-1.13% (-2.35)	0.26% (-0.51)
10	惠发食品	8.40%	3.43%	75.49%	11.67%	72.21%	13.67%	17.10% (+3.02)	16.91% (+0.57)	-1.14% (+3.19)	-2.09% (+0.69)
11	海欣食品	14.46%	-23.14%	-24.87%	-83.11%	-30.99%	-81.28%	19.19% (-1.58)	15.61% (-0.21)	2.38% (-0.97)	-9.09% (-5.46)

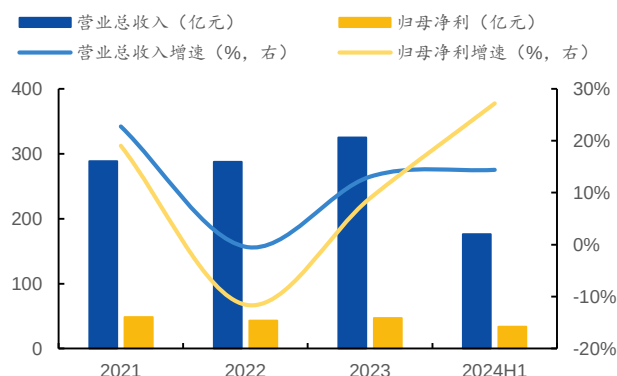
资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

9. 软饮料板块：Q2 市场投入增加，东鹏逆势表现靓丽

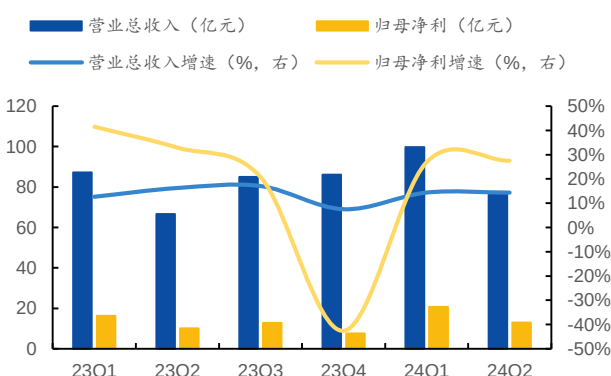
东鹏带动软饮料板块表现靓丽。2024H1，软饮料板块总收入为 175.97 亿元，同比+14.38%，归母净利为 33.73 亿元，同比+27.17%，扣非归母净利同比+29.52%，剔除东鹏后软饮料板块收入、归母净利、扣非净利同比-2.02%、+6.36%、-3.17%；24Q1、Q2 收入同比+14.40%、+14.37%，剔除东鹏后收入同比+4.24%、-12.58%；24Q1、Q2 归母净利同比+26.93%、+27.56%，剔除东鹏后归母净利同比+24.05%、-43.02%，扣非归母净利同比+20.70%、+44.61%，剔除东鹏后扣非净利同比+12.89%、-55.09%。

图 39：软饮料板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

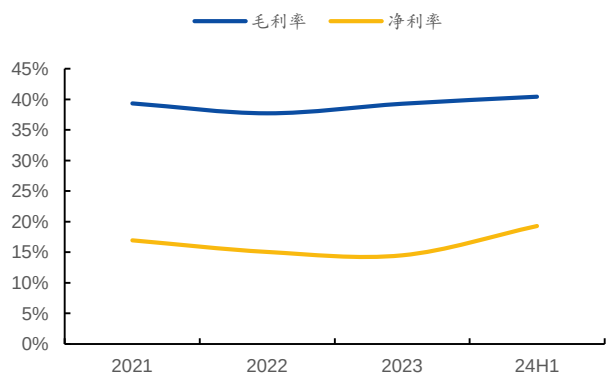
图 40：单季度软饮料板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

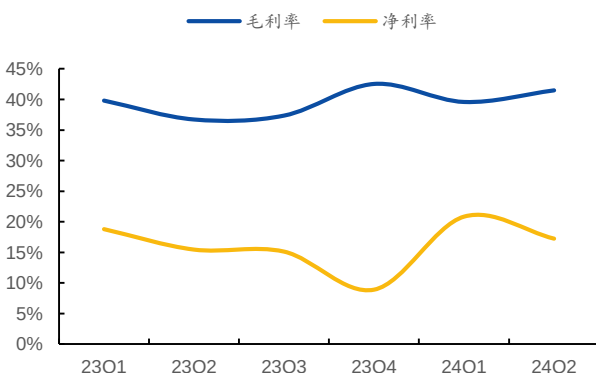
Q1 盈利稳健，Q2 板块费投增加。2024H1，软饮料板块毛利率为 40.43%，同比+1.94pct，净利率为 19.26%，同比+1.94pct；24Q1、Q2 毛利率分别为 39.61%、41.50%，同比-0.22、+4.76pct；净利率分别为 20.82%、17.22%，同比+2.05、+1.79pct。

图 41：软饮料板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

图 42：单季度软饮料板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

东鹏饮料表现靓丽，养元稳健，欢乐家、李子园、承德露露 Q2 市场投入增加。从上市公司看，东鹏饮料业绩靓丽、增长加速，24H1 收入、业绩逆势高增，补水啦第二曲线放量增长、成长动能充足，同时原料价下行带动毛利率、净利率提升；承德露露 Q2 收入增长加速，利润受费投增加影响下滑；养元饮品、香飘飘 Q2 收入承压，养

元饮品 H1 受益原材料采购价格下降、利润率稳健提升，香飘飘原料成本回落及运费下降带动毛利率提升；欢乐家、李子园 Q2 业绩承压，欢乐家 Q2 净利率主要受原料椰浆价格上行&产品结构变动（毛利率下降）、费投增加（市场开拓等销售费用增加）影响，李子园 Q2 净利率下降主要由于广告&市场推广投入增加。

表 15：软饮料上市公司 24H1 业务数据（%）

序号	证券简称	收入增速	归母净利增速	扣非归母净利增速	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率
1	香飘飘	0.75%	33.02%	46.23%	30.58% (+2.69)	-2.52% (+1.27)	28.47% (-2.74)	10.87% (+0.43)
2	承德露露	9.39%	-6.80%	-7.00%	41.80% (-3.41)	17.96% (-3.12)	16.70% (+0.94)	2.01% (+0.09)
3	欢乐家	3.64%	-36.44%	-37.10%	35.85% (-1.38)	8.72% (-5.50)	16.29% (+5.11)	6.70% (+0.54)
4	东鹏饮料	44.19%	56.17%	72.34%	44.60% (+1.50)	21.98% (+1.69)	15.56% (-0.25)	2.83% (-0.63)
5	泉阳泉	-5.49%	-43.02%	-125.92%	35.34% (-2.92)	6.33% (-1.79)	14.93% (+0.89)	9.91% (+0.94)
6	李子园	-3.08%	-29.29%	-31.24%	38.26% (+1.52)	14.00% (-5.19)	14.75% (+5.04)	7.71% (+2.00)
7	养元饮品	-2.02%	12.97%	8.23%	46.99% (+1.85)	35.00% (+4.64)	10.81% (+0.21)	2.34% (+0.24)
8	维维股份	-13.21%	145.08%	19.52%	20.98% (+2.51)	8.58% (+5.65)	6.72% (+0.27)	6.55% (+0.50)

资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

表 16：软饮料上市公司 24Q1&Q2 业务数据（%）

序号	证券简称	Q1 收入增速	Q2 收入增速	Q1 归母净利增速	Q2 归母净利增速	Q1 扣非归母净利增速	Q2 扣非归母净利增速	Q1 毛利率	Q2 毛利率	Q1 净利率	Q2 净利率
1	东鹏饮料	39.80%	47.88%	33.51%	74.62%	37.76%	101.51%	42.77% (-0.76)	46.05% (+3.30)	19.07% (-0.90)	24.29% (+3.72)
2	养元饮品	3.91%	-19.09%	19.96%	-15.71%	15.43%	-34.25%	47.17% (+0.23)	46.29% (+6.38)	37.95% (+5.08)	24.09% (+0.97)
3	承德露露	7.53%	15.39%	3.04%	-37.81%	3.03%	-38.67%	43.71% (-3.94)	36.03% (-1.30)	20.08% (-0.87)	11.57% (-9.92)
4	李子园	-3.17%	-2.99%	-3.79%	-49.33%	1.65%	-57.59%	38.19% (+1.57)	38.33% (+1.48)	17.03% (-0.11)	11.06% (-10.12)
5	泉阳泉	5.97%	-11.55%	73.06%	-54.04%	-15.70%	-65.07%	27.80% (-15.27)	40.13% (+4.41)	-0.97% (+7.01)	10.97% (-5.68)
6	维维股份	0.83%	-30.20%	251.48%	-5.56%	23.25%	16.29%	16.60% (+0.47)	28.64% (+7.33)	11.36% (+8.17)	3.73% (+1.10)
7	欢乐家	6.61%	-0.24%	-3.74%	-99.17%	-5.14%	-98.77%	38.70% (+1.84)	31.87% (-5.84)	14.90% (-1.60)	0.09% (-11.15)
8	香飘飘	6.76%	-7.54%	331.26%	-9.67%	382.57%	14.11%	33.64% (+2.62)	25.71% (+2.13)	3.49% (+2.63)	-12.10% (-1.88)

资料来源：Wind、国元证券研究所整理

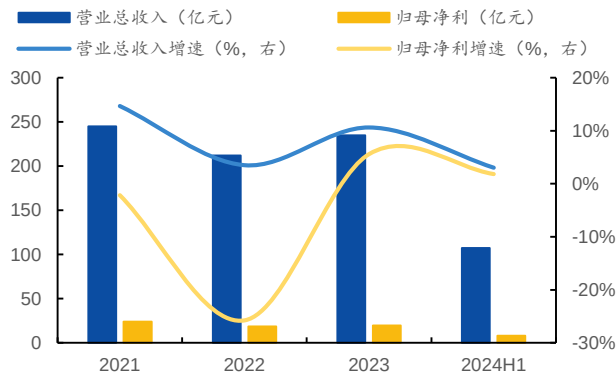
注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

10.烘焙食品板块：Q2 经营压力加大，桃李面包利润率稳健

Q2 经营压力加大，收入、业绩有所承压。2024H1，烘焙食品板块总收入为 107.44 亿元，同比+3.06%，归母净利为 7.94 亿元，同比+1.83%，扣非归母净利同比+2.28%；

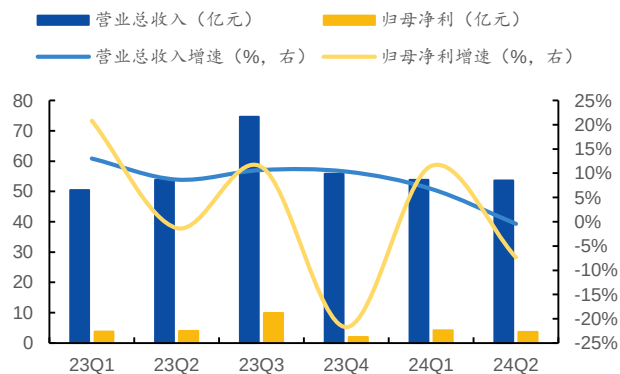
24Q1、Q2 收入同比+6.78%、-0.43%；24Q1、Q2 归母净利同比+11.51%、-7.34%，扣非归母净利同比+10.45%、-9.29%。

图 43：烘焙食品板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

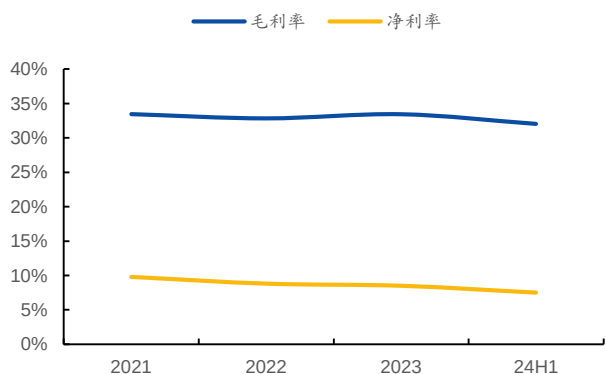
图 44：单季度烘焙食品板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

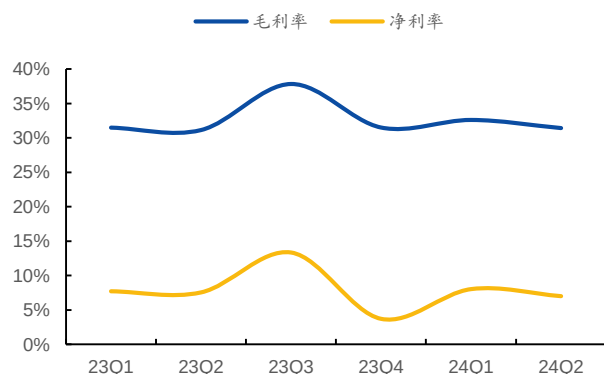
毛利率较稳健，净利率有所下滑。2024H1，烘焙食品板块毛利率为 32.04%，同比+0.71pct，净利率为 7.52%，同比-0.11pct；24Q1、Q2 毛利率分别为 32.63%、31.45%，同比+1.12、+0.29pct；净利率分别为 8.04%、7.01%，同比+0.32、-0.55pct。

图 45：烘焙食品板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

图 46：单季度烘焙食品板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

桃李面包利润率较稳健。从上市公司看，桃李面包 H1 收入承压，利润率较稳健；广州酒家餐饮业务增长稳健，Q2 利润承压；立高食品 Q1 表现靓丽，Q2 受烘焙消费疲软增速放缓；西麦食品收入增长较快，利润率受原料价上涨影响有所下降。

表 17：烘焙食品上市公司 24H1 业务数据 (%)

序号	证券简称	收入增速	归母净利增速	扣非归母净利增速	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率
1	元祖股份	-10.52%	-31.23%	-33.00%	61.77% (+3.49)	3.44% (-1.04)	49.22% (+4.28)	5.97% (-0.89)
2	西麦食品	38.83%	1.84%	8.52%	42.51% (-0.28)	6.83% (-2.49)	29.32% (+2.14)	5.85% (-0.69)
3	桂发祥	2.87%	-43.39%	-43.37%	45.31% (-0.18)	8.48% (-6.93)	27.68% (+4.66)	8.85% (+1.35)
4	麦趣尔	-10.36%	-72.31%	-37.15%	14.58% (-5.03)	-21.15% (-10.22)	17.42% (-0.32)	11.41% (-0.22)

序号	证券简称	收入增速	归母净利增速	扣非归母净利增速	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率
5	立高食品	8.88%	25.03%	20.66%	32.60% (-0.29)	7.50% (+0.93)	12.06% (+0.13)	10.86% (-0.88)
6	广州酒家	10.29%	-26.98%	-30.99%	25.86% (-3.22)	3.87% (-1.69)	10.74% (-0.35)	11.64% (-0.05)
7	南侨食品	0.26%	37.58%	41.63%	26.22% (+4.36)	8.21% (+2.22)	8.30% (+0.36)	8.87% (+1.55)
8	桃李面包	-5.79%	-0.60%	-1.19%	24.15% (+0.68)	9.60% (+0.50)	7.95% (-0.26)	2.61% (-0.07)
9	青岛食品	3.92%	12.52%	17.17%	37.56% (+3.54)	22.90% (+1.75)	4.59% (+1.32)	5.78% (-1.30)

资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

表 18：烘焙食品上市公司 24Q1&Q2 业务数据（%）

序号	证券简称	Q1 收入增速	Q2 收入增速	Q1 归母净利增速	Q2 归母净利增速	Q1 扣非归母净利增速	Q2 扣非归母净利增速	Q1 毛利率	Q2 毛利率	Q1 净利率	Q2 净利率
1	青岛食品	0.73%	7.36%	6.60%	18.54%	9.52%	25.14%	34.70% (-0.25)	40.46% (+7.43)	21.73% (+1.20)	24.08% (+2.27)
2	桃李面包	-5.15%	-6.33%	-16.95%	14.24%	-16.54%	12.14%	23.10% (-0.83)	25.06% (+1.98)	8.23% (-1.17)	10.78% (+1.94)
3	元祖股份	-5.96%	-13.78%	4.71%	-27.12%	12.51%	-25.44%	61.07% (+2.70)	62.31% (+4.10)	-1.99% (-0.03)	7.67% (-1.40)
4	立高食品	15.31%	2.80%	53.96%	0.30%	40.29%	3.50%	32.59% (+0.56)	32.61% (-1.09)	8.30% (+2.04)	6.65% (-0.21)
5	南侨食品	4.50%	-3.57%	96.74%	-4.78%	127.94%	-9.17%	27.00% (+7.07)	25.46% (+1.86)	9.89% (+4.64)	6.55% (-0.09)
6	西麦食品	46.07%	29.89%	14.59%	-17.36%	21.74%	-10.98%	43.71% (+1.28)	40.86% (-2.38)	7.96% (-2.19)	5.26% (-3.05)
7	桂发祥	12.44%	-8.72%	-26.78%	-72.45%	-25.03%	-75.10%	45.59% (+1.07)	44.89% (-1.78)	11.66% (-6.24)	3.74% (-8.65)
8	广州酒家	10.04%	10.57%	2.22%	-214.11%	1.15%	-323.61%	29.81% (-2.58)	21.42% (-3.93)	7.96% (-0.61)	-0.73% (-2.90)
9	麦趣尔	-12.27%	-8.38%	-294.62%	-10.80%	-99.06%	-12.91%	15.03% (-9.14)	14.12% (-0.75)	-21.10% (-16.37)	-21.21% (-3.85)

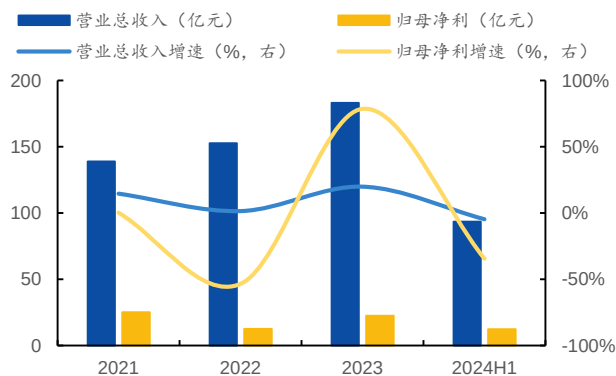
资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

11.保健品板块：汤臣倍健受高基数扰动，仙乐健康、康比特快增

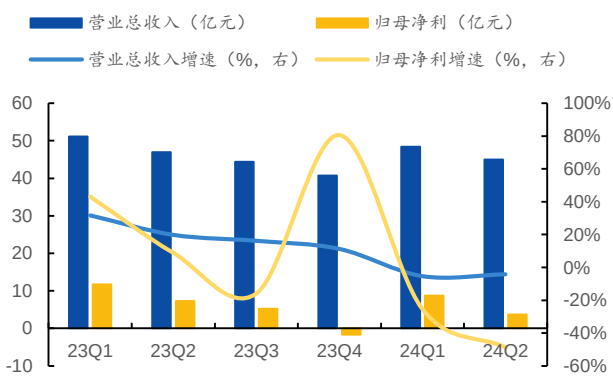
收入、利润率承压。2024H1，保健品板块总收入为 93.44 亿元，同比-4.70%，收入下滑主要由于去年疫后保健品需求增加导致基数较高及受今年消费疲软影响，归母净利为 12.49 亿元，同比-34.31%，扣非归母净利同比-33.89%，主要由于线上竞争加剧；24Q1、Q2 收入同比-5.25%、-4.10%；24Q1、Q2 归母净利同比-25.39%、-48.71%，扣非归母净利同比-15.89%、-50.29%。

图 47：保健品板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

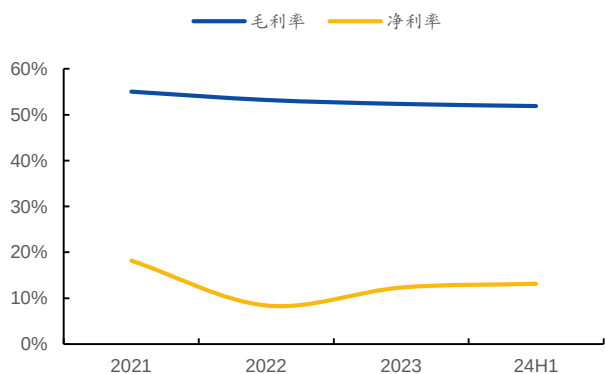
图 48：单季度保健品板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

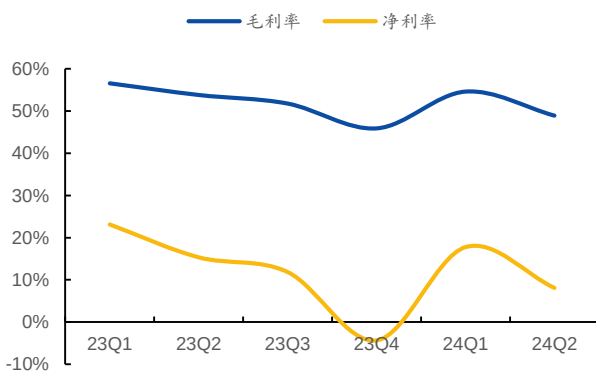
利润率有所下降。2024H1，保健品板块毛利率为 51.87%，同比-3.39pct，净利率为 13.12%，同比-6.30pct；24Q1、Q2 毛利率分别为 54.62%、48.91%，同比-1.96、-4.90pct；净利率分别为 17.79%、8.10%，同比-5.37、-7.25pct。

图 49：保健品板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

图 50：单季度保健品板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

汤臣倍健 H1 受高基数扰动，仙乐健康海外市场高增。从上市公司看，汤臣倍健 H1 收入受去年高基数影响有所下滑，毛利率下降主要受制造费用、物流费增加影响，此外费投较刚性，净利率短期承压；仙乐健康境外市场高速增长带动公司 H1 收入同比 +28.85%，同时成本管控优化下，公司毛利率提升，带动净利增速高于收入增速；康比特 H1 表现靓丽，收入/扣非归母净利同比 +35.62%/+33.98%，归母净利增速低于收入增速主要受 23H1 政府补助影响。

表 19：保健品上市公司 24H1 业务数据 (%)

序号	证券简称	收入增速	归母净利增速	扣非归母净利增速	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率
1	ST 春天	28.82%	-18.34%	-18.22%	44.32% (-20.41)	-41.89% (+3.79)	60.35% (-22.72)	23.46% (-2.96)
2	汤臣倍健	-17.56%	-42.34%	-42.83%	68.56% (-1.76)	19.08% (-8.91)	39.49% (+6.82)	7.02% (+1.90)
3	康比特	35.62%	5.14%	33.98%	41.51% (+1.35)	9.34% (-2.72)	21.28% (+2.66)	8.52% (-1.17)

序号	证券简称	收入增速	归母净利增速	扣非归母净利增速	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率
4	西王食品	-7.91%	179.30%	199.55%	25.55% (+7.75)	1.30% (+3.60)	14.95% (+1.81)	6.08% (+0.85)
5	金达威	-1.82%	-29.31%	-29.42%	37.03% (+1.02)	8.67% (-3.07)	10.19% (+0.72)	15.35% (+1.56)
6	百合股份	-8.04%	-14.87%	-10.39%	39.50% (+0.23)	20.14% (-1.62)	9.47% (+0.59)	8.03% (+0.62)
7	交大昂立	-12.59%	115.66%	95.25%	29.63% (-10.19)	3.64% (+13.34)	8.36% (-2.31)	15.29% (+4.10)
8	仙乐健康	28.85%	52.66%	55.48%	32.05% (+2.59)	6.83% (+1.65)	7.83% (+0.43)	13.31% (-0.41)

资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

表 20：保健品上市公司 24Q1&Q2 业务数据（%）

序号	证券简称	Q1 收入增速	Q2 收入增速	Q1 归母净利增速	Q2 归母净利增速	Q1 扣非归母净利增速	Q2 扣非归母净利增速	Q1 毛利率	Q2 毛利率	Q1 净利率	Q2 净利率
1	百合股份	-18.68%	3.38%	-22.18%	-8.66%	-20.46%	-0.92%	40.15% (+0.89)	38.94% (-0.34)	18.47% (-0.83)	21.55% (-2.84)
2	康比特	17.41%	45.43%	2.19%	6.07%	5.10%	45.47%	47.66% (+3.36)	38.84% (+0.91)	7.15% (-1.07)	10.29% (-3.84)
3	交大昂立	-17.28%	-7.92%	-328.40%	129.63%	-2507.83%	111.68%	28.38% (-7.71)	30.74% (-12.77)	-2.87% (-6.57)	9.46% (+32.50)
4	汤臣倍健	-14.87%	-20.93%	-29.43%	-68.12%	-28.67%	-73.48%	69.90% (-0.42)	66.75% (-3.57)	27.17% (-6.61)	8.19% (-12.57)
5	仙乐健康	35.51%	23.29%	114.39%	27.38%	155.07%	21.18%	30.62% (+2.95)	33.35% (+2.41)	5.66% (+2.99)	7.90% (+0.64)
6	金达威	-5.99%	2.50%	-18.58%	-38.92%	-15.35%	-40.91%	38.74% (+1.64)	35.40% (+0.51)	9.54% (-1.04)	7.83% (-5.11)
7	西王食品	-8.60%	-7.17%	220.40%	-13.13%	212.78%	117.67%	25.42% (+9.34)	25.68% (+6.03)	3.87% (+7.29)	-1.43% (-0.35)
8	ST 春天	49.96%	5.49%	6.31%	-50.72%	6.59%	-50.82%	54.26% (-10.98)	28.72% (-35.45)	-30.73% (+18.68)	-59.41% (-17.83)

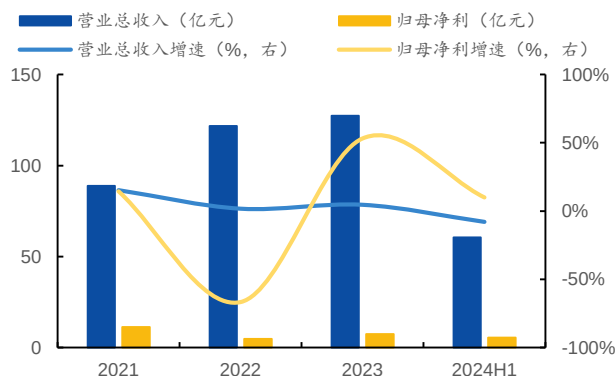
资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

12.熟食板块：收入承压，原料价回落带动利润提升

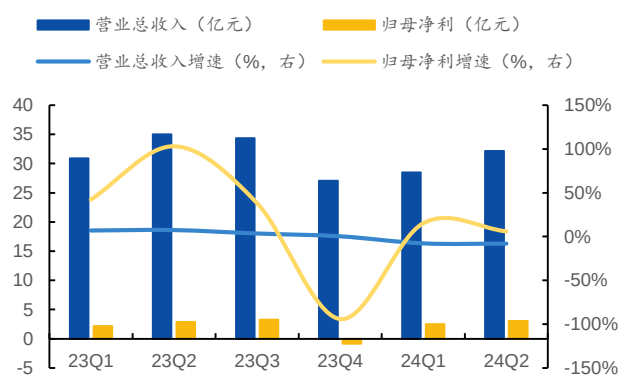
收入承压，原料价回落带动利润提升。2024H1，熟食板块总收入为 60.63 亿元，同比-7.99%，归母净利为 5.55 亿元，同比+9.97%，扣非归母净利同比+12.23%；24Q1、Q2 收入同比-7.86%、-8.11%；24Q1、Q2 归母净利同比+15.20%、+5.97%，扣非归母净利同比+11.34%、+12.97%。

图 51：熟食板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

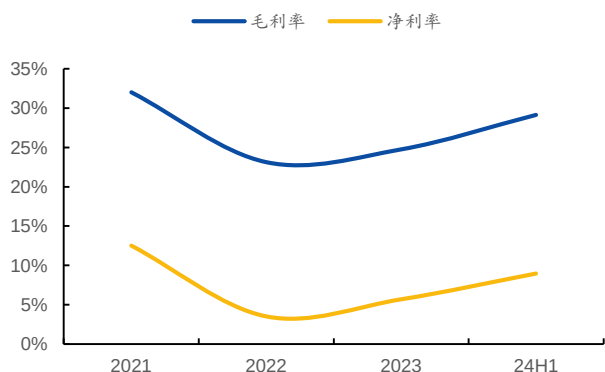
图 52：单季度熟食板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

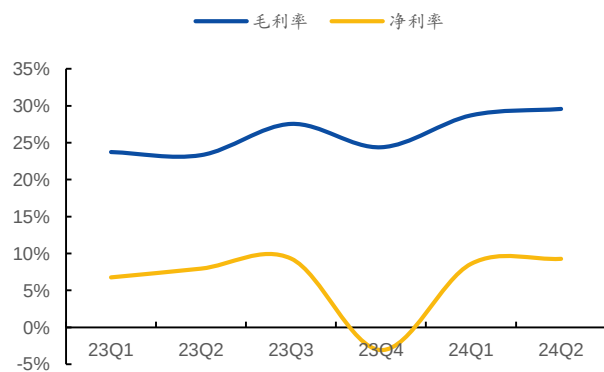
原料价回落带动毛利率回升。2024H1，熟食板块毛利率为 29.15%，同比+5.65pct，净利率为 8.96%，同比+1.56pct；24Q1、Q2 毛利率分别为 28.69%、29.56%，同比+4.97、+6.26pct；净利率分别为 8.61%、9.28%，同比+1.84、+1.33pct。

图 53：熟食板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

图 54：单季度熟食板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

紫燕开店稳健，紫燕、绝味净利率提升。从上市公司看，熟食公司收入受消费疲软影响有所下滑，其中，紫燕食品开店稳健、Q2 收入降幅环比改善，煌上煌、绝味食品门店拓店节奏有所调整；熟食公司毛利率受益原料价回落持续回升，带动紫燕食品、绝味食品归母净利提升，煌上煌归母净利下降主要受费投增加影响。

表 21：熟食上市公司 24H1 业务数据（%）

序号	证券简称	收入增速	归母净利增速	扣非归母净利增速	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率
1	煌上煌	-7.53%	-26.59%	-31.16%	32.43% (+4.71)	5.71% (-1.36)	14.02% (+2.80)	12.21% (+3.03)
2	绝味食品	-9.73%	22.20%	24.15%	30.29% (+6.98)	8.51% (+2.31)	8.93% (+1.83)	7.28% (+0.17)
3	紫燕食品	-4.59%	10.28%	14.78%	24.79% (+3.66)	11.95% (+1.79)	5.07% (+0.03)	5.75% (+0.86)

资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

表 22：熟食上市公司 24Q1&Q2 业务数据（%）

序号	证券简称	Q1 收入 增速	Q2 收入 增速	Q1 归母净 利增速	Q2 归母净 利增速	Q1 扣非归母 净利增速	Q2 扣非归母 净利增速	Q1 毛利率	Q2 毛利率	Q1 净利率	Q2 净利率
1	紫燕食品	-8.00%	-1.98%	20.87%	6.77%	13.89%	15.05%	20.89% (+2.20)	27.59% (+4.59)	7.74% (+1.92)	14.97% (+1.49)
2	煌上煌	-10.56%	-5.10%	-10.08%	-39.49%	-11.02%	-46.01%	35.60% (+6.49)	30.02% (+3.41)	6.95% (+0.39)	4.76% (-2.71)
3	绝味食品	-7.04%	-12.35%	20.02%	25.08%	15.66%	36.63%	30.03% (+5.73)	30.55% (+8.21)	9.40% (+2.18)	7.59% (+2.38)

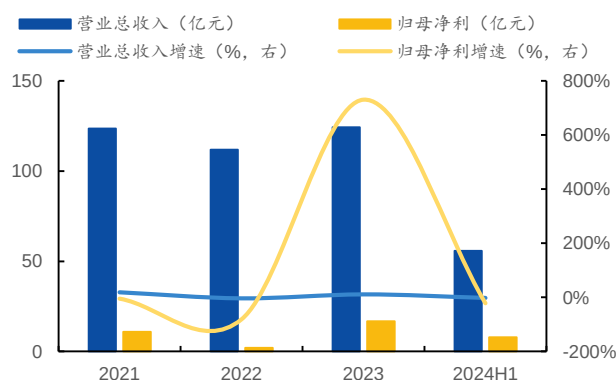
资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

13.其他酒类板块：收入、业绩有所承压，会稽山、古越龙山实现正增长

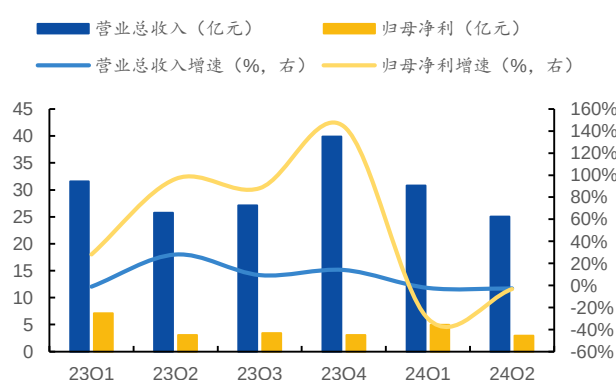
受消费疲软影响，收入、业绩有所承压。2024H1，其他酒类板块总收入为 55.84 亿元，同比-2.62%，归母净利为 7.93 亿元，同比-21.98%，扣非归母净利同比-10.58%；24Q1、Q2 收入同比-2.41%、-2.88%；24Q1、Q2 归母净利同比-30.04%、-3.16%，扣非归母净利同比-14.81%、-1.53%。

图 55：其他酒类板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

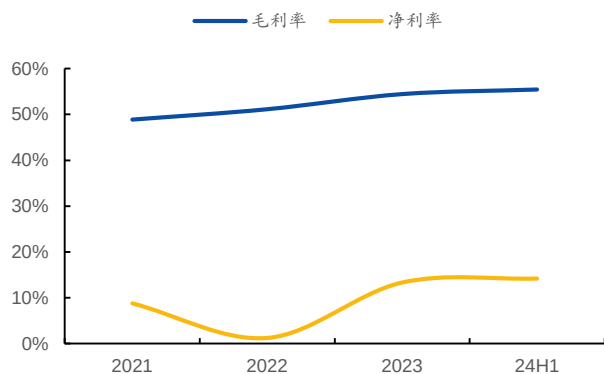
图 56：单季度其他酒类板块总收入、归母净利及增速



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

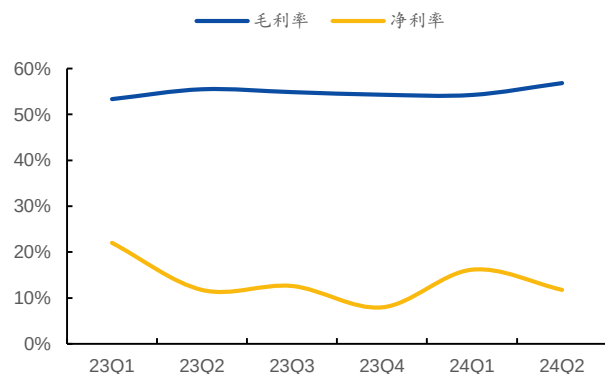
费投增加，利润率有所承压。2024H1，其他酒类板块毛利率为 55.42%，同比+1.12pct，净利率为 14.20%，同比-3.21pct；24Q1、Q2 毛利率分别为 54.24%、56.87%，同比+0.92、+1.37pct；净利率分别为 16.17%、11.77%，同比-5.85、+0.02pct。

图 57：其他酒类板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

图 58：单季度其他酒类板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、国元证券研究所整理

百润股份、张裕 A 有所承压，会稽山、古越龙山实现正增长。从上市公司看，百润股份收入下滑主要由于消费疲软导致销量有所下滑，公司 H1 毛利率稳健提升，从费用率看，Q1 公司费投增加影响净利率，Q2 费投影响已环比减少；古越龙山 Q2 收入增长环比加速，利润涨幅小于收入涨幅主要由于毛利率有所下降以及加大品宣、流量等费投影响；会稽山推出气泡黄酒，发力年轻化、拓展全渠道，H1 收入、利润实现较快增长，销售费用率提升主要由于广告宣传促销费用等增加，公司产品结构优化带动毛利率提升，H1 净利率较稳健。

表 23：其他酒类上市公司 24H1 业务数据 (%)

序号	证券简称	收入增速	归母净利增速	扣非归母净利增速	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率
1	张裕 A	-22.60%	-39.17%	-39.91%	60.87% (+1.82)	14.58% (-3.25)	25.74% (+2.71)	9.18% (+2.29)
2	金枫酒业	18.03%	-113.27%	35.56%	39.61% (+4.15)	-6.97% (-64.57)	24.82% (-1.96)	25.07% (-1.82)
3	百润股份	-1.38%	-8.36%	-9.20%	70.08% (+4.19)	24.55% (-2.00)	24.39% (+4.32)	8.93% (+1.35)
4	威龙股份	24.40%	172.34%	147.00%	52.87% (+5.00)	4.28% (+11.63)	23.60% (-8.68)	9.41% (-5.65)
5	中信尼雅	-45.29%	-180.39%	-196.78%	55.00% (-1.46)	-7.63% (-12.66)	22.61% (-1.88)	34.91% (+14.00)
6	会稽山	18.24%	15.63%	4.49%	50.04% (+5.40)	12.37% (-0.65)	19.03% (+6.53)	12.91% (+0.58)
7	古越龙山	12.83%	5.36%	4.78%	37.10% (-0.21)	10.77% (-0.71)	13.31% (+0.41)	7.58% (-0.41)
8	莫高股份	85.59%	28.12%	25.19%	20.78% (-21.95)	-5.74% (+10.19)	12.41% (-17.20)	11.64% (-13.54)
9	海南椰岛	3.17%	108.89%	90.34%	39.07% (+13.76)	4.66% (+53.33)	7.36% (-16.36)	24.36% (-5.09)

资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

表 24：其他酒类上市公司 24Q1&Q2 业务数据（%）

序号	证券简称	Q1 收入 增速	Q2 收入 增速	Q1 归母净 利增速	Q2 归母净 利增速	Q1 扣非归母 净利增速	Q2 扣非归 母净利增速	Q1 毛利率	Q2 毛利率	Q1 净利率	Q2 净利率
1	百润股份	5.51%	-7.25%	-9.80%	-7.28%	-13.79%	-5.70%	68.32% (+2.86)	71.79% (+5.53)	20.93% (-3.70)	28.05% (-0.12)
2	海南椰岛	-28.77%	61.64%	47.56%	132.05%	50.80%	106.25%	29.86% (+2.19)	46.50% (+25.51)	-14.11% (+6.21)	19.82% (+120.38)
3	古越龙山	10.74%	16.69%	5.34%	5.39%	5.32%	3.76%	36.54% (-0.07)	38.08% (-0.52)	11.04% (-0.56)	10.29% (-0.96)
4	张裕 A	-28.34%	-14.82%	-42.57%	-28.30%	-42.32%	-28.65%	59.18% (+0.43)	62.79% (+3.34)	19.78% (-3.48)	8.66% (-1.82)
5	会稽山	18.19%	18.32%	16.11%	-59.86%	5.81%	-38.35%	53.60% (+4.95)	44.82% (+6.05)	21.19% (-0.28)	-0.54% (-1.17)
6	威龙股份	114.89%	-25.87%	204.12%	-292.96%	206.01%	-289.01%	55.80% (+12.25)	48.15% (-2.12)	13.56% (+41.54)	-10.66% (-14.77)
7	莫高股份	56.49%	128.55%	122.47%	-8.52%	112.44%	-10.26%	30.79% (-0.47)	10.66% (-49.01)	0.93% (+8.99)	-12.48% (+15.07)
8	中信尼雅	-55.42%	-23.21%	-90.59%	-10.44%	-98.88%	-153.09%	59.89% (+2.57)	48.83% (-5.77)	2.59% (-11.49)	-20.57% (-5.87)
9	金枫酒业	42.44%	-11.28%	-97.99%	-18.01%	110.83%	-19.13%	40.33% (+2.60)	38.23% (+5.50)	1.52% (-118.67)	-23.31% (-5.79)

资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率括号内为同比变动数据，单位为 pct。

14. 投资建议

白酒：1) 高端白酒：高端白酒企业护城河宽阔，持续受益集中度提升，业绩韧性较强，同时在强品牌力及规模优势下，盈利能力及现金流表现优异，分红率及股息率领先，推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖；2) 势能向上的区域领先酒企：推荐迎驾贡酒、山西汾酒、古井贡酒、今世缘；3) 低估值、边际有望改善标的：口子窖、天佑德酒、水井坊、老白干酒。

大众品：1) 基本面稳健，细分市场格局占优的个股，推荐伊利股份、新乳业、东鹏饮料等；2) 成本压力改善，盈利能力修复的个股，推荐双汇发展、青岛啤酒、重庆啤酒、海天味业、天味食品、紫燕食品等；3) 景气度上行，红利期兑现的细分行业，如休闲零食，推荐三只松鼠等；4) 现金流稳定、高股息率低估值的性价比个股，推荐养元饮品、中国飞鹤、汤臣倍健、安井食品等。

表 25：重点公司估值表

序号	所属行业	股票代码	公司名称	投资评级	归母净利（亿元，%）				PE 估值	
					2024E	增速	2025E	增速	2024E	2025E
1	白酒	600519.SH	贵州茅台	买入	863.34	15.52%	989.94	14.66%	19.97	17.42
2		000858.SZ	五粮液	买入	337.02	11.56%	375.31	11.36%	13.86	12.45
3		000568.SZ	泸州老窖	买入	150.63	13.71%	171.95	14.16%	10.81	9.47
4		600809.SH	山西汾酒	买入	129.36	23.93%	154.70	19.59%	15.57	13.02
5		000596.SZ	古井贡酒	买入	58.31	27.06%	72.23	23.87%	13.80	11.14
6		603369.SH	今世缘	买入	38.24	21.94%	46.33	21.16%	13.06	10.78

序号	所属行业	股票代码	公司名称	投资评级	归母净利润（亿元，%）				PE 估值	
					2024E	增速	2025E	增速	2024E	2025E
7		603589.SH	口子窖	买入	19.39	12.67%	21.75	12.15%	11.74	10.47
8		600779.SH	水井坊	增持	13.98	10.16%	15.82	13.22%	12.31	10.88
9		603198.SH	迎驾贡酒	买入	28.90	26.34%	35.72	23.58%	15.27	12.35
10		600559.SH	老白干酒	买入	8.71	30.86%	10.92	25.30%	18.75	14.95
11		603919.SH	金徽酒	增持	4.01	21.78%	4.86	21.37%	21.72	17.92
12		002646.SZ	天佑德酒	增持	1.11	23.35%	1.55	40.36%	38.34	27.46
13		300755.SZ	华致酒行	买入	2.53	7.58%	3.05	20.36%	20.35	16.88
14	肉制品	000895.SZ	双汇发展	增持	48.02	-4.97%	50.44	5.05%	17.26	16.43
15	保健品	300146.SZ	汤臣倍健	买入	11.45	-34.44%	14.11	23.25%	16.65	13.51
16	啤酒	600132.SH	重庆啤酒	买入	14.05	5.08%	15.00	6.82%	19.14	17.93
17		600600.SH	青岛啤酒	买入	45.94	7.64%	49.56	7.88%	17.66	16.37
18		002946.SZ	新乳业	买入	5.42	25.86%	6.58	21.40%	15.48	12.75
19		600887.SH	伊利股份	买入	116.72	11.92%	115.57	-0.98%	12.68	12.81
20		600882.SH	妙可蓝多	买入	1.50	137.11%	1.77	17.43%	45.20	38.30
21	乳品	2319.HK	蒙牛乳业	买入	42.11	-12.43%	46.21	9.74%	12.30	11.21
22		6186.HK	中国飞鹤	买入	37.59	10.88%	41.94	5.84%	10.19	9.13
23		600597.SH	光明乳业	买入	4.83	-50.08%	5.43	12.41%	22.29	19.83
24		688089.SH	嘉必优	买入	1.19	30.27%	1.53	28.85%	22.01	17.12
25		605089.SH	味知香	增持	0.94	-30.35%	1.00	5.87%	26.40	24.81
26	预加工食品	603345.SH	安井食品	买入	16.33	10.51%	18.78	14.99%	13.73	11.94
27		603237.SH	五芳斋	增持	1.68	1.08%	1.77	5.79%	18.82	17.87
28	调味发酵品	603288.SH	海天味业	买入	62.35	10.81%	68.87	10.46%	34.18	30.94
29		603317.SH	天味食品	增持	5.26	15.13%	6.04	14.97%	18.71	16.29
30	熟食	603057.SH	紫燕食品	增持	3.62	9.04%	4.08	12.94%	18.10	16.06
31	零食	300783.SZ	三只松鼠	增持	4.01	82.63%	5.74	43.02%	18.00	12.57
32	软饮料	605499.SH	东鹏饮料	买入	29.14	42.88%	37.01	27.01%	31.27	24.62
33		603156.SH	养元饮品	买入	15.58	6.19%	16.97	8.93%	15.66	14.38

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：PE 估值数据使用 2024 年 9 月 24 日收盘价计算；蒙牛乳业、中国飞鹤 PE 计算使用汇率为 1 港元= 0.90655 元人民币。

15.风险提示

消费复苏不及预期风险、市场竞争加剧风险、政策调整风险。

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100027