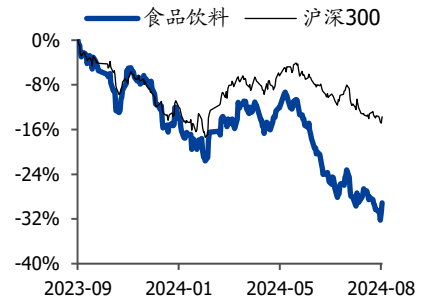


食品饮料

白酒降速减压、龙头依旧，食品成本红利延续——2024 中报总结

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 陈熠

执业证书编号：S0680523080003

邮箱：chenyi5@gszq.com

分析师 王玲瑶

执业证书编号：S0680524060005

邮箱：wanglingyao@gszq.com

分析师 李依琳

执业证书编号：S0680524080001

邮箱：liyilin@gszq.com

研究助理 黄越

执业证书编号：S0680124060012

邮箱：huangyue1@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料：周观点：区域白酒结构升级，零食延续高势能》 2024-08-25
- 2、《食品饮料：周观点：迎驾、今世缘业绩稳健，把握中报结构性机遇》 2024-08-18
- 3、《食品饮料：周观点：茅台高分红树立标杆，大众品布局优质个股》 2024-08-11

投资建议：1、白酒：环比减速、释放压力，高端酒稳健、区域酒升级、次高端分化趋势延续，龙头酒企韧性凸显。**建议关注：**1) 超跌龙头：贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖；2) 高确定性区域酒：迎驾贡酒、古井贡酒、今世缘、金徽酒等；3) 弹性标的：老白干酒、港股珍酒李渡等。2、大众品方面：行业收入短期承压，成本红利持续释放，自下而上优选成本与龙头。1) 啤酒饮料板块建议重点关注改革红利持续兑现、利润端高弹性的燕京啤酒，基本面底部向上、威士忌第二成长曲线贡献弹性的百润股份；关注青岛啤酒、重庆啤酒、东鹏饮料；2) 食品板块建议关注成长确定性较高的盐津铺子、劲仔食品、三只松鼠，估值低位、业绩确定性较高的仙乐健康，海外产能释放改善盈利结构、产能转固末期爬坡释放利润的安琪酵母等；3) 低估值龙头海天味业、伊利股份、安井食品等。

白酒：预期转折、平缓降速、分化延续、重视分红。24Q2 白酒板块营收同比+11.1%、归母净利润同比+12.1%，其中高端/次高端/区域酒营收同比+14.2%/8.6%/7.6%，归母净利润同比+13.2%/-4.6%/+7.7%。Q2 白酒预期迎来转折，报表端环比降速减压，酒企淡季重视经营质量与增长质量的同时为旺季夯实基础。分价格带看，两端好于中间，高端酒和区域酒增长平稳，高端酒不仅收入端平稳、预收与现金流等均呈现出了较强韧性，区域酒结构升级具备相对优势、徽酒古井与迎驾表现延续积极，次高端酒分化依旧、其中老白干酒业业绩超预期。本次中报茅台与洋河未来分红规划积极，行业内分红率提升大势所趋。

啤酒：Q2 销量承压，成本红利释放。24Q2 啤酒板块受高基数、雨水天气偏多、消费力偏弱影响，板块收入、销量增速环比略回落，24H1 两大龙头华润、青岛啤酒销量均下滑。Q2 啤酒板块营收同比-1.9%，但 Q2 啤酒板块扣非净利润同比+12.1%，利润端表现显著优于收入。除百威外各企业 24H1 吨价均提升，高端化趋势延续，叠加成本红利兑现，Q2 啤酒板块毛利率 44.0%、同比+2.2%。费用端多数企业 24Q2 销售费用率同比提升但幅度较小，最终 Q2 板块净利率同比 19.6%、同比+1.8pct，珠江、燕京、青岛啤酒提升更显著。

软饮料：功能饮品表现突出，成本优势延续、旺季加大投放。24Q2 软饮料板块收入 93.4 亿元、同比+7.7%，Q2 旺季营收放缓且行业分化态势，功能性和健康性属性饮品表现亮眼，功能性饮料龙头东鹏 Q2 营收、扣非净利分别同比+47.9%、101.5%表现亮眼。成本端红利延续，受益于 PET、白砂糖等价格回调毛利率多数提升，费用端增大旺季费用投放力度。

零食：淡季景气度不减，持续释放利润弹性。24Q2 零食板块营收 169.4 亿、同比+38.0%（剔除万辰集团后同比持平），淡季零食板块延续积极趋势，性价比消费带动板块内部分化，积极把握新兴渠道发展机遇的公司取得更好发展，在当前渠道降速背景下，能够以第二曲线或品类叠加实现产品端横向增长的公司，成长逻辑更为确定。利润方面，规模效应、管理精进、成本红利持续带动净利率提升。当前即将进入零食备货旺季，且估值已处相对低位，建议关注旺季机会。

餐饮供应链：淡季需求承压，盈利能力改善。24Q2 在社会餐饮需求相对疲软背景下，餐饮供应链整体表现一般，Q2 板块营收同比-4.2%、归母净

利同比+0.5%。原材料成本带动下板块盈利改善，24Q2 餐饮供应链板块毛利率为 25.2%、同比+1.5pct，净利率为 9.0%、同比+0.8pct。

肉制品卤味：收入端承压，利润率改善。24Q2 肉制品卤味实现收入 285.3 亿元、同比-7.8%，降幅相较 24Q1 收窄，扣非净利润 14.5 亿元、同比+65.3%。24Q2 以来生猪价格持续上涨，带来屠宰量减少，屠宰业务整体呈现收入下降、盈利能力提升。消费端复苏缓慢导致下游肉制品、卤味业务收入承压，但卤味原材料价格下行带动毛利率改善。

调味品：行业竞争加剧，成本红利兑现。24H1 调味品行业 B 端延续弱复苏、C 端质价比消费兴起，H1 收入、扣非净利分别同比+6.5%、8.1%，其中 Q2 单季度收入、扣非净利分别同比+5.7%、3.4%。海天渠道库存去化后轻装上阵，中炬短期渠道调整，安琪海外拉动增速领先。受益于豆类原材料和包材成本回落，叠加产品结构优化，盈利能力有所提升，Q2 毛利率 32.7%、同比+0.8pct。

乳制品：Q2 短期承压，供给出清有望带动行业供需再平衡。24Q2 淡季市场需求疲软、竞争激烈，行业普遍承压，龙头乳企主动去库导致 24Q2 营收双位数下滑，区域乳企表现分化。当前奶价持续下行，释放成本红利的时候，也形成消化原奶的压力。供需格局持续错配背景下，部分牧场已开始牛只去化，预计 H2 资金压力有望加速行业供给端出清，带动供需格局再平衡。

保健品：品牌商业绩承压，代工企业表现稳健。24Q2 保健品板块在高基数、需求偏弱影响下整体增长仍有压力，品牌商在较激烈的竞争格局下销售费用率上行，利润端承压；中游代工企业竞争格局更优，业绩相对稳健。

风险提示：原材料成本超预期上涨，消费力及消费场景复苏不及预期，行业竞争加剧。

内容目录

一、食品饮料：Q2 环比降速，盈利仍有提升	5
二、白酒：整体稳健、分化依旧，龙头酒企韧性凸显	6
2.1 中报管中窥豹：Q2 预期转折点下值得关注的重点	6
2.2 白酒中报核心指标分析：环比降速，分化延续	6
三、大众品：行业收入短期承压，成本红利持续释放	11
3.1 啤酒：Q2 销量承压，成本红利释放	12
3.2 软饮料：功能饮品表现突出，成本优势显著	15
3.3 零食：淡季景气度不减，持续释放利润弹性	18
3.4 餐饮供应链：淡季需求承压，盈利能力改善	21
3.5 肉制品卤味：屠宰业利润率改善，消费端承压延续	23
3.6 调味品：行业竞争加剧，成本红利兑现	25
3.7 乳制品：Q2 短期承压，供给出清有望带动行业供需再平衡	28
3.8 保健品：品牌商业绩承压，代工企业表现稳健	31
四、投资建议与估值	34
五、风险提示	36

图表目录

图表 1: 食品饮料板块营业总收入（亿元）及增速	5
图表 2: 食品饮料板块归母净利润、扣非净利润（亿元）及增速	5
图表 3: 食品饮料板块主要财务指标	5
图表 4: 白酒板块营业总收入（亿元）及增速	8
图表 5: 白酒板块扣非净利润（亿元）及增速	8
图表 6: 白酒板块公司营业收入、扣非归母净利润（亿元）及增速（%）	8
图表 7: 白酒板块公司毛利率、净利率（%）及同比变化（pct）	9
图表 8: 白酒板块公司销售费用率、管理费用率（%）及同比变化（pct）	10
图表 9: 大众品板块营业总收入（亿元）及增速	11
图表 10: 大众品板块归母净利润、扣非净利润（亿元）及增速	11
图表 11: 大众品子行业单季度收入增速	11
图表 12: 大众品子行业单季度毛利率同比变化（pct）	12
图表 13: 大众品子行业单季度净利率同比变化（pct）	12
图表 14: 啤酒板块营业总收入（亿元）及增速	13
图表 15: 啤酒板块扣非净利润（亿元）及增速	13
图表 16: 啤酒板块公司营业总收入、扣非归母净利润（亿元）及增速（%）	13
图表 17: 主要啤酒公司销量、吨价及同比变化	13
图表 18: 主要啤酒公司吨成本（元/吨）及同比变化	14
图表 19: 啤酒板块公司毛利率、净利率（%）及同比变化（pct）	14
图表 20: 啤酒板块公司销售费用率、管理费用率（%）及同比变化（pct）	15
图表 21: 软饮料板块营业总收入（亿元）及增速	15
图表 22: 软饮料板块扣非净利润（亿元）及增速	15
图表 23: 软饮料板块公司营业总收入、扣非归母净利润（亿元）及增速（%）	16
图表 24: 软饮料包材价格走势（元/吨）	17
图表 25: 白砂糖价格走势（元/吨）	17
图表 26: 软饮料板块公司毛利率、净利率（%）及同比变化（pct）	17
图表 27: 软饮料板块公司销售费用率、管理费用率（%）及同比变化（pct）	18
图表 28: 零食板块营业总收入（亿元）及增速	19
图表 29: 零食板块扣非净利润（亿元）及增速	19
图表 30: 零食板块公司营业总收入、扣非净利润（亿元）及增速（%）	19
图表 31: 零食板块公司毛利率、净利率（%）及同比变化（pct）	20
图表 32: 零食板块公司销售费用率、管理费用率（%）及同比变化（pct）	20

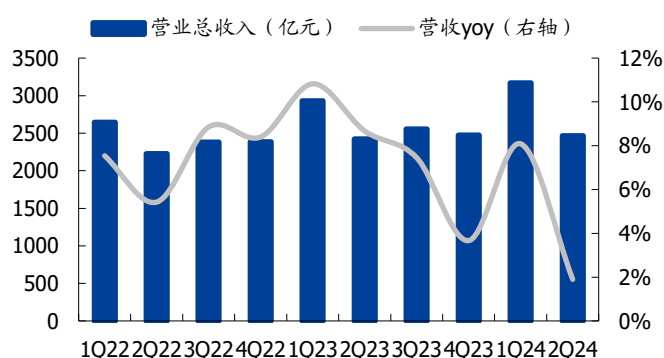
图表 33:	餐饮供应链板块营业总收入 (亿元) 及增速	21
图表 34:	餐饮供应链板块扣非净利润 (亿元) 及增速	21
图表 35:	餐饮供应链板块公司营业总收入、扣非归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	22
图表 36:	餐饮供应链板块公司毛利率、净利率 (%) 及同比变化 (pct)	22
图表 37:	餐饮供应链板块公司销售费用率、管理费用率 (%) 及同比变化 (pct)	23
图表 38:	肉制品卤味板块营业总收入 (亿元) 及增速	24
图表 39:	肉制品卤味板块扣非净利润 (亿元) 及增速	24
图表 40:	肉制品卤味板块公司营业总收入、扣非归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	24
图表 41:	肉制品卤味板块公司毛利率、净利率 (%) 及同比变化 (pct)	25
图表 42:	肉制品卤味板块公司销售费用率、管理费用率 (%) 及同比变化 (pct)	25
图表 43:	调味品板块营业总收入 (亿元) 及增速	26
图表 44:	调味品板块扣非净利润 (亿元) 及增速	26
图表 45:	调味品板块公司营业总收入、扣非归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	27
图表 46:	调味品板块公司毛利率、净利率 (%) 及同比变化 (pct)	27
图表 47:	调味品板块公司销售费用率、管理费用率 (%) 及同比变化 (pct)	28
图表 48:	乳制品板块营业总收入 (亿元) 及增速	29
图表 49:	乳制品板块扣非净利润 (亿元) 及增速	29
图表 50:	乳制品板块公司营业总收入、扣非净利润 (亿元) 及增速 (%)	29
图表 51:	乳制品板块公司毛利率、净利率 (%) 及同比变化 (pct)	30
图表 52:	乳制品板块公司销售费用率、管理费用率 (%) 及同比变化 (pct)	31
图表 53:	保健品板块营业总收入 (亿元) 及增速	32
图表 54:	保健品板块扣非净利润 (亿元) 及增速	32
图表 55:	保健品板块公司营业总收入 (亿元)、扣非净利润 (亿元) 及增速 (%)	32
图表 56:	保健品板块公司毛利率、净利率 (%) 及同比变化 (pct)	33
图表 57:	保健品板块公司销售费用率、管理费用率 (%) 及同比变化 (pct)	33
图表 58:	食品饮料行业公司估值	34

一、食品饮料：Q2 环比降速，盈利仍有提升

Q2 环比降速，整体保持韧性。2024H1 食品饮料板块实现收入 5635.9 亿元、同比+5.3%，归母净利润 1284.4 亿元、同比+14.2%，扣非净利润 1240.9 亿元、同比+12.3%。其中 Q2 单季度收入 2467.6 亿元、同比+1.9%，归母净利润 471.5 亿元、同比+11.2%，扣非净利润 461.0 亿元、同比+8.9%，收入与利润端 Q2 环比均有降速。

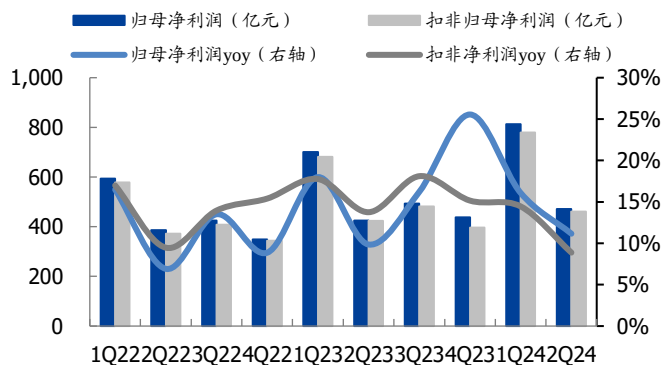
结构升级、成本改善等拉动毛利率，板块整体盈利能力持续提升。2024H1 食品饮料板块毛利率 52.4%、同比+2.5pct，销售费用率/管理费用率 11.1%/4.2%、同比+0.3pct/-0.3pct，2024H1 实现净利率 23.6%、同比+1.8pct。Q2 单季度毛利率 49.3%、同比+2.7pct，主要系板块内部仍保持结构升级、成本改善等积极趋势，24Q2 销售费用率/管理费用率 12.3%/4.6%、同比+0.7pct/-0.1pct，营销、推广投入加大，最终 24Q2 实现净利率 20.0%，同比+1.7pct。

图表1：食品饮料板块营业总收入（亿元）及增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：食品饮料板块归母净利润、扣非净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表3：食品饮料板块主要财务指标

	2Q23 (亿元/%)	3Q23 (亿元/%)	4Q23 (亿元/%)	1Q24 (亿元/%)	2Q24 (亿元/%)	1Q24 (%/pct)	2Q24 (%/pct)	1H23 (亿元/%)	1H24 (亿元/%)	1H24 (%/pct)
营业总收入	2422	2555	2474	3168	2468	8.1	1.9	5353	5636	5.3
毛利率	46.6	48.2	49.1	54.7	49.3	2.1	2.7	49.9	52.4	2.5
销售费用率	11.6	11.7	12.5	10.2	12.3	0.1	0.7	10.8	11.1	0.3
管理费用率	4.7	4.6	6.0	3.9	4.6	-0.2	-0.1	4.6	4.2	-0.3
净利率	18.3	20.0	18.2	26.4	20.0	1.8	1.7	21.8	23.6	1.8
归母净利润	424	493	438	813	472	16.1	11.2	1125	1284	14.2
扣非归母净利润	423	482	396	780	461	14.5	8.9	1105	1241	12.3

资料来源：Wind，国盛证券研究所

二、白酒：整体稳健、分化依旧，龙头酒企韧性凸显

2.1 中报管中窥豹：Q2 预期转折点下值得关注的重点

Q2 预期转折点，行业韧性延续下分化进一步凸显。2024Q2 市场对白酒板块预期有所调整，从中报整体兑现情况来看：

1) 环比降速减压，夯实发展基础。Q2 白酒板块环比降速、与市场前期预期基本一致，我们认为一方面行业淡季叠加动销需求平淡的情况下，各大酒企经营策略理性且稳健，淡季更多聚焦在渠道库存消化、价格体系维护、经销商体系优化等经营质量，报表节奏放缓下增长质量大于增长速度。另一方面，我们认为 Q2 白酒行业平稳降速释放压力，为后续中秋国庆及 2025 年春节等旺季构建了更良性的发展基础。

2) 行业分化，高端稳健、次高端承压、区域酒结构升级延续，徽酒依旧基本 α 。行业分化延续，分价格带来看，高端白酒整体稳健，除收入端平稳运行之外，预收与现金流等均呈现出了较强的韧性；区域酒整体延续升级态势，产品结构普遍上移，我们认为在消费弱复苏背景下区域酒产品升级相对有优势，且与自身单品生命周期和势能更相关；次高端汾酒、水井、舍得与酒鬼等表现与经营节奏分化显著。从不同区域看，古井（Q2 收入同比+16.79%、归母净利同比+24.57%）与迎驾（Q2 收入同比+19.04%、归母净利同比+27.96%）两家徽酒已经保持良好势头，安徽市场相对动能充足。

3) 预收款与现金流出现分化与拐点。销售收现与合同负债作为白酒公司两大重要指标，一定程度上体现了经销商回款节奏与公司蓄水池情况，Q2 白酒板块现金流与预收款表现出现分化与拐点，茅五龙头展现出较强的现金回收能力，其余大部分酒企销售收现慢于收入、合同负债环比下降，我们认为一方面淡季需求平淡且非回款高峰，另一方面也体现了酒企经营思路更加注重质量、不追求压货的转变。

4) 重视股东分红回报，强化优质资产属性。本次中报茅台、洋河均公告 2024-2026 年现金分红规划，茅台规划 2024-2026 年每年现金红利总额不低于当年归母净利润的 75%、现金分红分年度和中期两次，洋河规划 2024-2026 年每年现金分红总额不低于当年归母净利润的 70%且不低于人民币 70 亿元（含税）。白酒行业整体经营稳健、现金充裕，龙头酒企在分红回报上积极响应市场号召、树立标杆形象，我们认为未来行业内分红率提升大势所趋。

2.2 白酒中报核心指标分析：环比降速，分化延续

收入表现：24Q2 高端酒增长平稳，次高端和区域酒环比降速且内部分化。24H1 白酒板块总营收为 2433.4 亿元、同比+13.4%，其中高端/次高端/区域白酒营收分别为 1510.0/312.0/546.9 亿元，同比+15.2%/+12.1%/+12.2%，单 24Q2 白酒板块 926.17 亿元、同比+11.1%，其中高端/次高端/区域白酒营收同比分别+14.2%/+8.6%/+7.6%，高端依旧稳健，24Q2 贵州茅台/五粮液/泸州老窖营收同比+17%/+10%/+11%，茅台略超预期、五泸基本符合预期；次高端酒环比降速、分化依旧，山西汾酒、水井坊和老白干酒平稳增长，舍得酒业和酒鬼酒下滑；区域酒除洋河股份和金种子下滑，其余酒企保持增长，其中今世缘、迎驾贡酒、古井贡酒收入端保持高双位数增长，延续积极态势。

利润表现：24Q2 高端相对平稳，区域酒降速但徽酒高增，次高端酒利润下滑承压显著。24H1 白酒板块归母净利润为 957.6 亿元、同比+14.5%，其中高端/次高端/区域白酒归母净利润分别为 687.8/96.7/168.1 亿元，同比+14.4%/+13.4%/+12.1%。24Q2 白酒板

块归母净利润 337.58 亿元、同比+12.1%，其中高端/次高端/区域酒归母净利润同比+13.2%/-4.6%/+7.7%。24Q2 贵州茅台/五粮液/泸州老窖归母净利润同比+16%/+12%/+2%，茅五略超预期，老窖降速主因季节性税负波动加大；次高端酒中山西汾酒/水井坊/老白干酒归母净利润同比+10%/+30%/+47%，汾酒略低于预期、水井坊和老白干酒略超预期，舍得酒业和酒鬼酒大幅下滑；区域酒中除了洋河、金种子利润下滑，其余酒企稳增长，其中迎驾贡酒略超预期、古井延续高增。

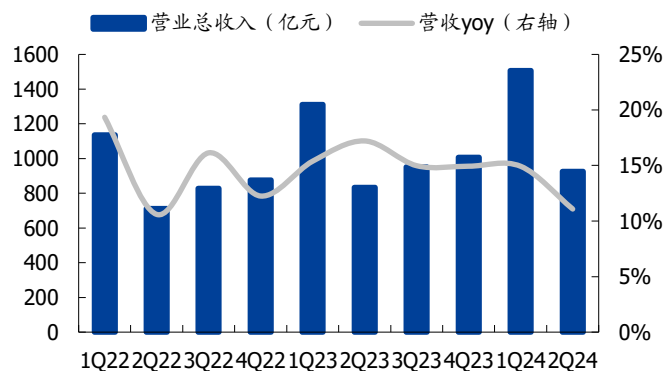
盈利能力：高端酒与区域酒表现更好，次高端盈利能力下移。24H1 白酒板块毛利率为 81.3%，同比+0.7pct，其中高端/次高端/区域白酒毛利率分别为 86.6%/75.2%/75.0%，同比+0.4/-0.8/+0.7pct。单 24Q2 白酒板块/高端/次高端/区域白酒毛利率同比+1.2/+0.6/-2.8/+1.3pct。24H1 白酒板块净利率为 40.7%，同比+0.3pct，高端/次高端/区域白酒净利率为 47.6%/31.0%/30.9%、同比-0.5/+0.3/+0pct，单 24Q2 白酒板块/高端/次高端/区域白酒净利率同比+0.2/-0.7/-3.0/+0.1pct。24Q2 高端酒净利率下滑主要系销售费用率提升及税金及附加率提升；次高端酒产品结构下移致毛利率下降；区域酒延续结构升级，毛利率提升、净利率稳定。

费用趋势：Q2 销售费用率提升、管理费用率优化，24H1 次高端酒销售费用率改善明显。24H1 白酒板块销售费用率为 9.5%，同比+0.3pct，其中高端/次高端/区域白酒分别为 6.4%/13.6%/15.7%，同比+0.6/-0.7/+0.6pct，单 24Q2 白酒板块/高端/次高端/区域白酒销售费用率同比+0.8/+0.9/+0.4/+1.2pct。24H1 白酒板块管理费用率为 4.2%，同比-0.5pct，高端/次高端/区域白酒管理费用率为 4.0%/4.7%/4.3%，同比-0.7/-0.2/-0.3pct，单 24Q2 白酒板块/高端/次高端/区域白酒管理费用率同比-0.5/-0.7/-0.1/+0.1pct。白酒存量竞争加剧，酒企淡季强化促销的同时也在推进费用精细化和精准化投放，力求降费增效。

预收情况：高端酒预收款保持增长彰显稳定性，其余酒企预收款普遍下降。截至 24H1 末，白酒板块预收款为 378.3 亿元、同比+38.4 亿元、环比-20.6 亿元，主要系淡季打款节奏影响，其中高端/次高端/区域白酒预收款为 204.9/90.9/81.7 亿元，同比+75.8/-5.8/-31.3 亿元，环比+33.9/-4.9/-49.6 亿元。截止 24H1 末，高端酒中五粮液预收款表现最为突出，同比和环比明显增加；贵州茅台预收款亦有增长、表现稳健；泸州老窖预收款环比微降、同比微增。截止 24H1 末，次高端和区域酒企预收款基本上处于同比和环比均下滑的状态；其中除了山西汾酒、水井坊、老白干酒、洋河股份、古井贡酒的预收款维持在 11~57 亿元双位数水平，其余酒企预收款在 6.3 亿元及以下。

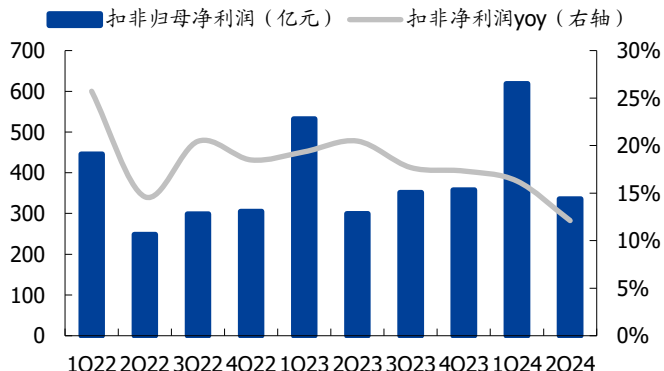
现金流情况：茅五回款能力突出，回款淡季与需求平淡下其余酒企现金表现一般。24H1 白酒板块销售收现为 2411.9 亿元，同比+16.7%，其中高端/次高端/区域白酒销售收现分别为 1569.0/306.8/485.7 亿元，同比+21.0%/+11.2%/+9.7%。单 24Q2 白酒板块/高端/次高端/区域白酒销售收现同比分别+21.6%/+36.6%/-7.2%/-0.7%，其中茅五展现出较强的现金回收能力，其他白酒淡季叠加终端动销需求偏淡下表现一般。24H1 白酒板块经营性净现金流为 729.4 亿元，同比+25.8%，其中高端/次高端/区域白酒经营性净现金流分别为 582.8/76.3/80.3 亿元，同比+23.0%/+24.8%/+21.3%。单 24Q2 白酒板块/高端/次高端/区域白酒经营性净现金流同比分别+29.6%/+42.3%/-78.7%/-335.1%。

图表4: 白酒板块营业总收入（亿元）及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 白酒板块扣非净利润（亿元）及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 白酒板块公司营业收入、扣非归母净利润（亿元）及增速（%）

	营业总收入（亿元，%）						扣非归母净利润（亿元，%）					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
贵州茅台	834.5	17.6	464.8	18.0	369.7	17.0	416.7	15.9	240.5	15.8	176.2	16.1
五粮液	506.5	11.3	348.3	11.9	158.2	10.1	189.4	11.8	140.4	12.7	49.0	9.2
泸州老窖	169.0	15.8	91.9	20.7	77.2	10.5	79.9	13.5	45.5	23.4	34.4	2.7
山西汾酒	227.5	19.6	153.4	20.9	74.1	17.1	84.1	24.4	62.6	30.1	21.5	10.4
舍得酒业	32.7	-7.3	21.1	4.2	11.7	-22.7	5.8	-35.5	5.5	-2.5	0.3	-90.3
水井坊	17.2	12.6	9.3	9.4	7.9	16.6	2.3	13.9	1.5	-2.4	0.7	74.4
酒鬼酒	9.9	-35.5	4.9	-48.8	5.0	-13.3	1.2	-72.0	0.7	-76.7	0.5	-59.9
老白干酒	24.7	10.7	11.3	12.7	13.4	9.0	2.8	46.4	1.3	33.4	1.5	59.1
洋河股份	228.8	4.6	162.5	8.0	66.2	-3.0	79.4	3.0	60.5	6.8	18.9	-7.6
今世缘	73.0	22.3	46.7	22.8	26.3	21.5	24.5	19.2	15.3	22.1	9.2	14.8
古井贡酒	138.1	22.1	82.9	25.9	55.2	16.8	35.4	29.6	20.5	32.7	14.9	25.7
迎驾贡酒	37.9	20.4	23.2	21.3	14.6	19.0	13.7	32.6	9.0	32.7	4.6	32.5
口子窖	31.7	8.7	17.7	11.1	14.0	5.9	9.3	11.5	5.9	10.8	3.4	12.7
金种子酒	6.7	-13.2	4.2	-3.0	2.5	-26.2	0.0	-108.6	0.1	-134.8	-0.1	-15065
金徽酒	17.5	15.2	10.8	20.4	6.8	7.7	3.0	19.1	2.2	22.5	0.8	10.6
伊力特	13.3	8.9	8.3	12.4	5.0	3.6	1.9	11.7	1.6	7.3	0.3	37.4
天佑德酒	7.6	14.9	5.3	32.8	2.3	-11.8	0.8	-17.0	1.1	41.0	-0.3	-275.4
顺鑫农业	56.9	-8.4	40.6	-0.8	16.3	-23.3	4.2	-621.7	4.5	37.4	-0.3	-93.0
白酒板块合计	2433.4	13.4	1507.2	14.9	926.2	11.1	954.4	14.8	618.6	16.3	335.7	12.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 白酒板块公司毛利率、净利率 (%) 及同比变化 (pct)

	毛利率 (% , pct)						净利率 (% , pct)					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
贵州茅台	91.8	0.0	92.6	0.0	90.7	-0.1	52.7	-1.0	54.4	-1.2	50.6	-0.7
五粮液	77.4	0.6	78.4	0.0	75.0	1.7	39.1	0.0	42.0	-0.1	32.8	0.2
泸州老窖	88.6	0.2	88.4	0.3	88.8	0.2	47.6	-1.2	49.8	0.9	44.9	-3.7
山西汾酒	76.7	0.4	77.5	1.9	75.1	-2.7	37.0	1.3	40.9	2.7	29.1	-1.8
舍得酒业	69.4	-6.2	74.2	-4.2	60.9	-11.0	18.1	-8.0	26.1	-2.1	3.6	-19.7
水井坊	81.0	-1.5	80.5	-2.7	81.5	0.0	14.1	0.8	20.0	1.3	7.1	0.7
酒鬼酒	73.3	-6.8	71.1	-10.5	75.6	-2.2	12.2	-15.2	14.9	-16.3	9.5	-11.6
老白干酒	65.8	-1.3	62.7	-2.7	68.5	-0.1	12.3	2.6	12.1	1.8	12.6	3.2
洋河股份	75.4	-0.8	76.0	-0.6	73.7	-1.4	34.7	-1.3	37.2	-1.2	28.6	-2.1
今世缘	73.8	-0.7	74.2	-1.2	73.0	0.2	33.7	-0.6	32.8	-0.2	35.3	-1.4
古井贡酒	80.4	1.5	80.3	0.7	80.5	2.7	26.6	1.5	25.7	1.4	28.1	1.8
迎驾贡酒	73.6	2.6	75.1	3.9	71.1	0.6	36.5	2.5	39.4	2.7	32.0	2.2
口子窖	75.8	2.0	76.5	-0.2	75.0	4.5	30.0	0.9	33.3	-0.3	25.7	2.1
金种子酒	43.5	13.4	44.5	17.3	41.7	7.9	1.8	6.6	4.4	13.7	-2.6	-3.7
金徽酒	65.1	1.4	65.4	0.4	64.7	2.6	16.7	0.1	20.4	0.1	10.7	-0.5
伊力特	50.5	2.7	51.9	0.4	48.2	6.1	15.1	0.4	19.3	-1.1	8.0	2.3
天佑德酒	59.4	-3.5	63.0	-0.6	51.4	-10.6	10.5	-3.7	20.6	1.2	-12.3	-18.7
顺鑫农业	36.3	4.1	37.2	-0.6	34.0	12.6	7.5	8.8	11.1	3.2	-1.6	17.7
白酒板块合计	81.3	0.7	81.3	0.4	81.2	1.2	40.7	0.3	42.4	0.3	37.9	0.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 白酒板块公司销售费用率、管理费用率(%)及同比变化(pct)

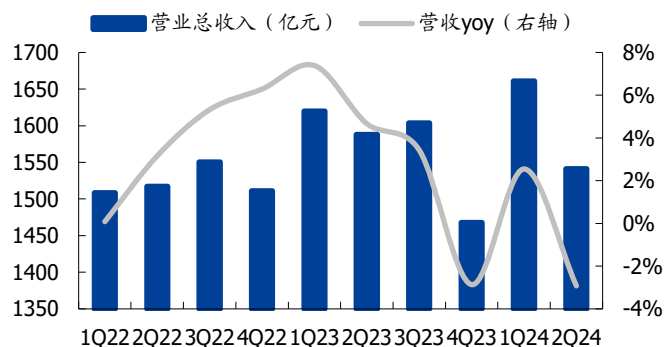
	销售费用率(%, pct)						管理费用率(%, pct)					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
贵州茅台	3.1	0.6	2.5	0.5	4.0	0.7	4.6	-0.8	4.4	-0.7	4.8	-1.0
五粮液	10.6	1.1	7.5	0.8	17.3	2.0	3.4	-0.4	3.1	-0.5	4.3	-0.3
泸州老窖	9.6	-0.4	7.8	-1.2	11.8	0.7	3.0	-0.7	2.5	-0.8	3.6	-0.6
山西汾酒	8.8	-0.2	7.5	-0.5	11.5	0.5	2.7	-0.3	2.0	-0.1	4.3	-0.6
舍得酒业	20.1	2.6	16.3	-2.9	27.0	11.8	9.4	0.8	7.9	-0.2	12.1	2.8
水井坊	33.8	-2.2	35.1	3.2	32.2	-8.9	14.3	1.1	9.5	-0.7	20.0	3.0
酒鬼酒	34.7	7.3	33.9	7.9	35.5	5.7	7.9	3.1	8.0	4.3	7.8	1.0
老白干酒	26.8	-4.0	22.9	-3.0	30.1	-4.7	7.6	-1.9	8.4	-3.0	6.9	-1.1
洋河股份	11.4	1.1	8.5	1.1	18.5	1.8	4.1	-0.5	2.8	-0.9	7.2	0.7
今世缘	13.5	-1.4	14.2	-1.8	12.2	-0.9	2.8	0.1	2.2	0.1	3.9	0.1
古井贡酒	26.2	-0.8	27.2	-1.7	24.6	0.3	4.9	-0.3	4.8	-0.7	5.0	0.2
迎驾贡酒	8.0	-0.6	6.7	0.3	10.0	-2.0	2.8	-0.4	2.3	-0.3	3.4	-0.6
口子窖	15.0	1.4	12.1	-0.6	18.8	3.9	6.2	0.2	5.3	0.1	7.2	0.3
金种子酒	19.2	5.8	17.1	-1.4	22.6	15.9	7.3	-1.3	7.1	1.2	7.7	-4.5
金徽酒	19.2	-0.2	18.0	0.2	21.0	-0.5	9.7	0.7	7.9	0.7	12.5	1.1
伊力特	10.9	1.8	6.6	0.0	17.9	5.0	3.0	-0.5	2.7	-0.4	3.5	-0.7
天佑德酒	20.9	1.1	14.4	0.3	35.5	7.3	11.3	0.7	7.3	-0.4	20.2	5.3
顺鑫农业	8.0	-1.4	5.4	-3.0	14.6	3.1	6.3	0.0	5.4	-0.4	8.4	1.1
白酒板块合计	9.5	0.3	8.0	0.1	11.9	0.8	4.2	-0.5	3.7	-0.5	5.2	-0.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三、大众品：行业收入短期承压，成本红利持续释放

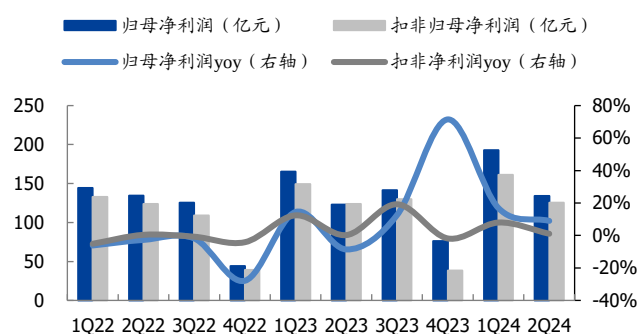
行业整体承压，利润好于收入。大众品板块 2024H1 收入 3202.5 亿元、同比-0.2%；其中 24Q2 收入 1541.5 亿元、同比-2.9%，软饮料、零食、调味品板块延续 24Q1 增长趋势。大众品板块 2024H1 归母净利润 326.8 亿元、同比+13.5%，扣非净利润 286.5 亿元、同比+4.8%；其中 24Q2 归母净利润 134.0 亿元、同比+9.0%，扣非净利润 125.3 亿元、同比+1.0%，利润端表现好于收入。

图表9：大众品板块营业总收入（亿元）及增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表10：大众品板块归母净利润、扣非净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表11：大众品子行业单季度收入增速

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
啤酒	7.8%	7.0%	11.4%	-1.3%	13.2%	8.6%	1.5%	-3.8%	-0.8%	-1.9%
其他酒	3.3%	-13.0%	-3.7%	-10.0%	-9.8%	11.4%	1.7%	24.7%	-4.9%	-0.6%
软饮料	1.1%	-7.4%	0.9%	3.8%	16.8%	24.6%	19.3%	5.6%	10.9%	7.7%
零食	0.1%	0.8%	-0.8%	-4.4%	-4.5%	16.9%	30.8%	31.3%	52.4%	38.0%
餐饮供应链	12.1%	10.3%	12.2%	14.2%	19.1%	12.5%	11.4%	-2.7%	3.5%	-4.2%
肉制品卤味	-20.9%	-9.5%	4.7%	13.9%	5.5%	-1.6%	-7.8%	-20.5%	-8.5%	-7.8%
调味品	5.0%	19.4%	11.1%	1.9%	6.4%	1.2%	6.2%	-2.5%	7.2%	5.7%
乳制品	12.1%	8.4%	4.0%	6.9%	5.1%	0.4%	-0.3%	-3.4%	-4.2%	-14.0%
保健品	-7.6%	1.0%	-0.7%	5.1%	25.6%	8.0%	3.7%	3.3%	-6.5%	-6.0%
大众品板块合计	0.1%	3.2%	5.3%	6.3%	7.4%	4.7%	3.4%	-2.9%	2.5%	-2.9%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

毛利率显著改善，盈利能力提升。大众品板块 2024H1 毛利率 30.4%，同比+1.0pct；其中 24Q2 毛利率 30.1%，同比+1.2pct；2024H1 净利率 10.6%，同比+1.3pct；其中 24Q2 净利率 9.2%，同比+1.1pct。成本端，大豆、大麦、白砂糖等原材料和包材价格下降，24Q2 除零食、保健品、其他酒之外其他子行业毛利率普遍延续改善趋势，软饮料毛利率提升显著，肉制品卤味与调味品板块净利率提升显著。

图表12: 大众品子行业单季度毛利率同比变化 (pct)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
啤酒	-4.6	-4.0	-2.9	21.2	0.0	1.9	1.5	-4.0	2.0	2.3
其他酒	0.2	0.6	2.8	0.8	-1.0	4.4	3.5	4.8	-0.2	-0.3
软饮料	-5.0	-5.8	-3.8	6.2	1.3	2.6	2.5	0.6	0.7	4.5
零食	-2.6	-2.8	-0.6	3.0	-0.5	-3.6	-4.6	-5.2	-4.8	-3.4
餐饮供应链	-1.3	3.0	-1.2	-2.0	-2.5	-1.6	0.8	0.7	1.8	1.5
肉制品卤味	1.7	0.1	-1.3	5.0	-1.6	-2.5	0.9	-2.1	1.3	2.6
调味品	-4.0	-2.2	-2.1	-1.5	-0.5	-1.3	0.4	-0.7	0.7	0.8
乳制品	-2.8	-4.2	-4.0	15.3	-0.5	0.3	1.2	1.0	1.7	0.6
保健品	-2.3	-4.5	-4.0	1.6	-0.6	3.3	4.1	2.9	0.7	-1.9
大众品板块合计	-1.1	-2.0	-2.5	7.0	-0.5	-0.1	1.1	0.2	0.9	1.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表13: 大众品子行业单季度净利率同比变化 (pct)

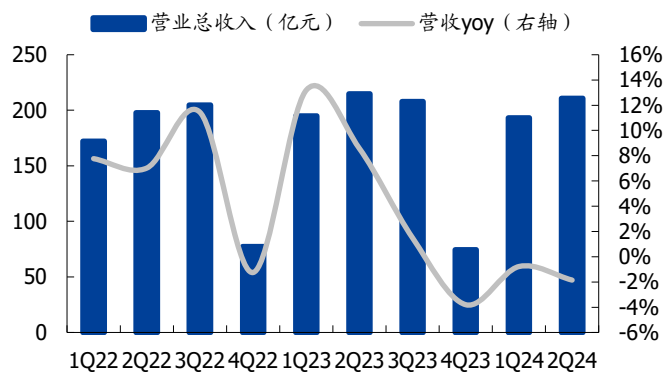
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
啤酒	1.0	1.0	-0.5	-0.2	1.2	1.6	1.3	-5.8	1.9	1.8
其他酒	0.2	-4.1	0.5	-30.1	3.7	2.2	1.3	42.8	-6.7	0.7
软饮料	-4.8	-3.8	-3.1	1.8	3.9	2.3	1.7	-7.2	1.7	1.0
零食	-2.4	-0.4	-0.3	-0.6	2.2	-1.7	-1.9	0.5	-2.0	-0.4
餐饮供应链	-0.9	1.3	-0.3	1.0	0.1	-1.0	0.9	-2.7	0.5	0.8
肉制品卤味	0.2	0.2	2.9	5.7	-0.7	-3.0	-1.6	-7.2	-0.7	3.1
调味品	-2.9	-0.2	-0.5	-11.3	-0.1	-13.4	0.1	24.5	0.8	11.5
乳制品	0.8	-0.8	-2.6	0.4	-0.3	1.0	2.3	0.9	5.0	-2.6
保健品	-8.1	-5.3	-0.6	-31.7	1.6	-1.0	-0.6	25.7	-2.3	-5.0
大众品板块合计	-0.6	-0.3	-0.5	-1.2	0.5	-1.3	0.6	2.1	1.5	1.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.1 啤酒: Q2 销量承压, 成本红利释放

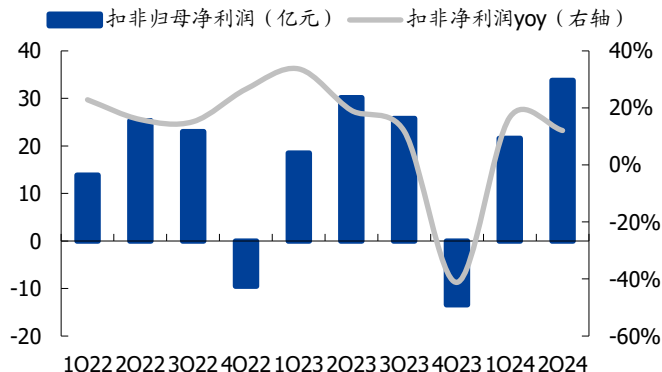
短期收入承压, 利润表现更优。2024H1 啤酒板块收入 404.2 亿元, 同比-1.3%, 其中 24Q2 啤酒板块营收 210.9 亿元, 同比-1.9%, 板块增速环比略回落, 我们认为主要受上年同期高基数、24Q2 雨水天气偏多、消费力偏弱影响, 但板块中燕京、珠江 24Q2 营收同比+8.8%/8.1%, 我们预计主要为大单品拉动下增速亮眼。2024H1 啤酒板块实现扣非净利润 55.4 亿元, 同比+13.9%, 其中 24Q2 啤酒板块实现扣非净利润 33.8 亿元, 同比+12.1%, 板块利润表现显著优于收入。

图表14: 啤酒板块营业总收入(亿元)及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表15: 啤酒板块扣非净利润(亿元)及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表16: 啤酒板块公司营业总收入、扣非归母净利润(亿元)及增速(%)

	营业总收入(亿元, %)						扣非归母净利润(亿元, %)					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
青岛啤酒	200.7	-7.1	101.5	-5.2	99.2	-8.9	34.3	6.2	15.1	12.1	19.1	1.9
重庆啤酒	88.6	4.2	42.9	7.2	45.7	1.5	8.9	3.9	4.5	16.9	4.4	-6.6
燕京啤酒	80.5	5.5	35.9	1.7	44.6	8.8	7.4	69.1	1.0	81.7	6.4	67.3
珠江啤酒	29.9	7.7	11.1	7.0	18.8	8.1	4.8	41.7	1.0	45.8	3.7	40.6
惠泉啤酒	3.5	0.3	1.4	2.9	2.1	-1.3	0.3	22.9	0.1	824.9	0.2	2.1
兰州黄河	1.2	-13.1	0.5	-26.9	0.6	4.0	-0.2	-52.7	-0.1	-21.7	-0.1	-109.2
啤酒板块合计	404.2	-1.3	193.3	-0.8	210.9	-1.9	55.4	13.9	21.6	16.7	33.8	12.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

销量环比走弱、高端化延续带动吨价提升。量上,中国啤酒行业 24Q1/24Q2 产量分别同比+2.3%/-3.6%, 24Q2 板块压力在天气扰动及需求偏弱下体现,两大龙头华润啤酒、青岛啤酒 24H1 销量均下滑,我们认为主要受低端啤酒缩量影响,青岛啤酒 24Q2 销量下滑幅度环比增加。**价上**,除百威啤酒中国区受餐饮渠道影响较大外,24H1 各企业啤酒吨价均提升,高端化趋势延续,其中珠江、燕京、华润吨价提升幅度更显著;24Q2 青岛啤酒吨价环比下降,我们预计主要为青岛品牌销量占比下降影响。

图表17: 主要啤酒公司销量、吨价及同比变化

	啤酒销量(万吨)				啤酒吨价(元/吨)			
	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY
华润啤酒*			634.8	-3.4%			3844	3.5%
青岛啤酒	244.6	-8.0%	463.0	-7.8%	4055	-0.9%	4334	0.8%
燕京啤酒			230.5	0.6%			3491	4.9%
重庆啤酒	91.7	1.5%	178.4	3.3%	4982	0.0%	4967	0.9%
珠江啤酒	43.5	1.8%	69.9	1.4%	4319	6.2%	4275	6.2%
百威中国		-10.3%		-8.5%		-5.4%		-4.9%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

成本红利持续兑现，销售费用率小幅提升。毛利率来看，受益于大麦成本、包材成本下降，啤酒企业吨成本多呈下降趋势，其中青岛啤酒 24H1 吨成本下降 3.1%，下降幅度显著。2024H1 啤酒板块毛利率 44.0%，同比+2.2%；24Q2 啤酒板块毛利率为 46.4%，同比+2.3%，其中珠江、燕京、青岛啤酒在结构升级拉动、成本红利贡献下毛利率改善更显著。费用端来看，2024H1 啤酒板块销售费用率 12.1%，同比+0.1pct，其中 24Q2 销售费用率 11.3%，同比+0.7pct，主要为旺季增加费用投放，且欧洲杯、奥运会等赛事期间增加广宣投入，但整体费率提升幅度较小，行业有序竞争。

结构升级+成本红利拉动盈利能力持续提升，珠江、燕京、青啤净利率提升更显著。2024H1 啤酒板块净利率 17.1%，同比+1.8pct；其中 24Q2 净利率 19.6%，同比+1.8pct，盈利能力提升主要由结构升级、成本红利带来的毛利率提升贡献。珠江啤酒结构升级拉动毛利率提升更显著、燕京啤酒内部改革成效持续兑现、青岛啤酒成本红利拉动吨成本下降更显著，三家公司净利率提升幅度更亮眼。

图表18: 主要啤酒公司吨成本（元/吨）及同比变化

	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY
华润啤酒					1985.7	1.3%
青岛啤酒	2768.0	-1.0%	2319.7	-5.4%	2531.1	-3.1%
燕京啤酒					1977.1	1.6%
重庆啤酒	2580.2	-3.3%	2468.2	2.1%	2522.6	-0.6%
珠江啤酒	2431.1	3.8%	2025.5	-3.8%	2178.7	-0.8%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表19: 啤酒板块公司毛利率、净利率（%）及同比变化（pct）

	毛利率（%，pct）						净利率（%，pct）					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
青岛啤酒	41.6	2.4	40.4	2.1	42.8	2.7	18.5	2.4	16.0	2.2	21.1	2.7
重庆啤酒	49.2	0.7	47.9	2.7	50.5	-1.0	20.3	-0.2	20.9	1.6	19.7	-1.8
燕京啤酒	43.4	1.8	37.2	0.4	48.3	2.7	10.8	2.9	3.6	1.1	16.7	4.0
珠江啤酒	49.0	3.6	42.1	1.3	53.1	4.9	17.1	3.5	11.4	2.5	20.5	4.0
惠泉啤酒	33.6	2.5	30.6	4.2	35.6	1.5	9.1	2.6	3.5	3.0	12.8	2.5
兰州黄河	13.8	-6.0	10.8	-4.5	16.5	-9.0	-18.2	-38.5	-15.4	-2.8	-20.7	-82.1
啤酒板块合计	44.0	2.2	41.4	2.0	46.4	2.3	17.1	1.8	14.4	1.9	19.6	1.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表20: 啤酒板块公司销售费用率、管理费用率(%)及同比变化(pct)

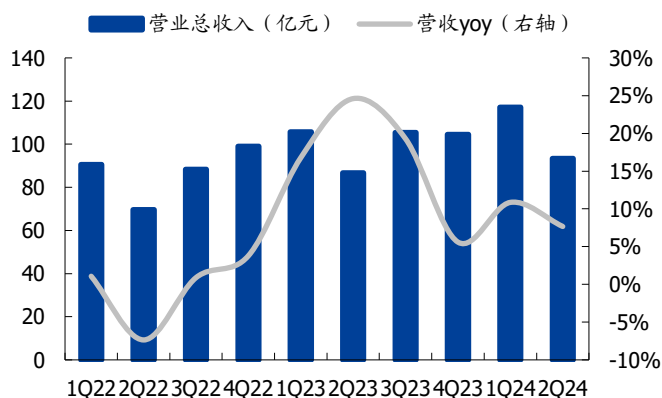
	销售费用率(%, pct)						管理费用率(%, pct)					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
青岛啤酒	10.8	-0.3	12.8	-1.0	8.7	0.4	3.3	0.3	3.4	0.4	3.2	0.2
重庆啤酒	15.2	0.7	13.1	0.2	17.2	1.3	3.0	-0.1	3.1	0.0	2.9	-0.3
燕京啤酒	10.9	0.1	11.9	-0.6	10.0	0.6	11.4	-1.0	11.8	-0.2	11.1	-1.6
珠江啤酒	14.4	0.3	16.6	1.3	13.1	-0.3	6.4	-0.5	8.0	-0.4	5.4	-0.5
惠泉啤酒	7.7	1.4	9.1	0.0	6.7	2.3	7.1	0.5	7.6	1.4	6.7	-0.1
兰州黄河	22.4	6.1	16.2	4.3	27.8	6.1	14.7	0.9	15.3	3.7	14.2	-2.3
啤酒板块合计	12.1	0.1	12.9	-0.5	11.3	0.7	5.2	0.0	5.2	0.2	5.1	-0.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 软饮料: 功能饮品表现突出, 成本优势显著

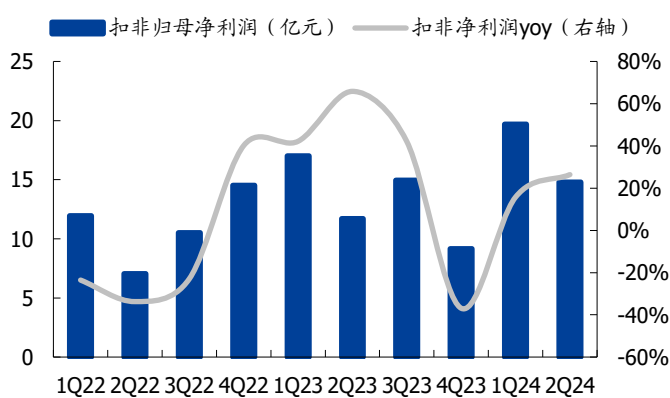
功能性+健康性饮品表现亮眼, Q2 旺季出现分化。从行业层面来看, 根据国家统计局数据显示, 1-6 月饮料类商品零售额为 1564 亿元、同比+5.6%, 高于社会消费品零售总额 3.7% 的增速。中国饮料工业协会通报的 2024 年 1-5 月全行业饮料总产量 7833.45 万吨, 同比+8.99%, 主要由于具备功能性和健康性的茶饮料、蛋白饮料、特殊用途饮料增长显著, 合计产量同比超过 25%。从上市公司层面来看, 2024H1 软饮料板块收入 210.5 亿元、同比+9.4%, 2024Q2 软饮料板块收入 93.4 亿元, 同比+7.7%, Q2 旺季营收增速放缓, 行业呈明显分化态势。其中仅东鹏饮料和承德露露取得双位数以上营收增长, 我们认为东鹏饮料主要得益于终端网点开拓、单点卖力提升及冰冻化建设加速, 使得具备功能性的特殊用途饮料(东鹏特饮及补水啦等)表现亮眼; 承德露露主要由于消费者对具备健康属性的蛋白饮料认可度提升; 其余企业受雨水天气的影响较大, 增速出现不同程度下降。软饮料板块 2024H1 扣非净利润 34.5 亿元, 同比+20.1%; 2024Q2 扣非净利润 14.8 亿元, 同比+26.4%, 主要由于东鹏实现扣非同比+101.5%突出表现, 引领行业高增。

图表21: 软饮料板块营业总收入(亿元)及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表22: 软饮料板块扣非净利润(亿元)及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表23: 软饮料板块公司营业总收入、扣非归母净利润（亿元）及增速（%）

	营业总收入（亿元，%）						扣非归母净利润（亿元，%）					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
东鹏饮料	78.7	44.2	34.8	39.8	43.9	47.9	17.1	72.3	6.2	37.8	10.8	101.5
香飘飘	11.8	0.8	7.2	6.8	4.5	-7.5	-0.4	46.2	0.2	382.6	-0.6	14.1
李子园	6.8	-3.1	3.3	-3.2	3.5	-3.0	0.9	-31.2	0.6	1.7	0.3	-57.6
欢乐家	9.5	3.6	5.5	6.6	3.9	-0.2	0.8	-37.1	0.8	-5.1	0.0	-98.8
均瑶健康	7.6	-14.0	4.0	-11.1	3.6	-17.0	0.3	-17.1	0.2	28.2	0.1	-65.2
承德露露	16.3	9.4	12.3	7.5	4.1	15.4	2.9	-7.0	2.5	3.0	0.5	-38.7
养元饮品	29.4	-2.0	23.2	3.9	6.3	-19.1	7.7	8.2	7.1	15.4	0.7	-34.2
维维股份	17.4	-13.2	11.1	0.8	6.3	-30.2	0.7	19.5	0.3	23.3	0.4	16.3
百润股份	16.3	-1.4	8.0	5.5	8.3	-7.3	3.9	-9.2	1.6	-13.8	2.3	-5.7
泉阳泉	6.0	-5.5	2.3	6.0	3.7	-11.6	-0.1	-125.9	-0.3	-15.7	0.2	-65.1
佳禾食品	10.7	-19.1	5.4	-15.6	5.3	-22.4	0.6	-46.2	0.4	-20.8	0.2	-66.6
软饮料板块合计	210.5	9.4	117.2	10.9	93.4	7.7	34.5	20.1	19.7	15.7	14.8	26.4

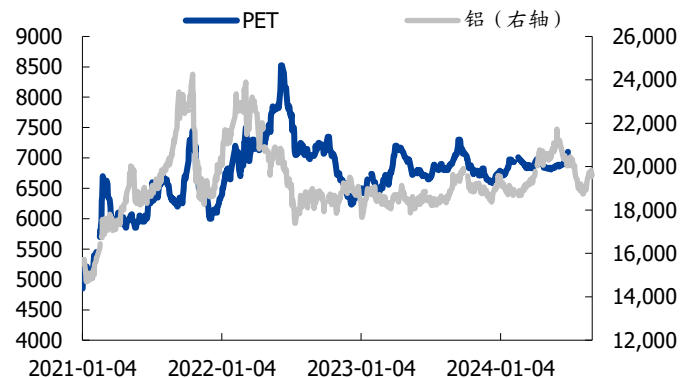
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

成本红利延续，毛利率多数提升。软饮料板块 2024H1 毛利率 41.2%、同比+2.4pct，Q2 单季度软饮料板块毛利率 42.4%、同比+4.5pct，盈利能力持续提升。瓶装饮料成本中包材成本占比约 30%，白砂糖成本占比达 15%左右，由于部分原材料锁价、铝、白砂糖价格有所回落，成本红利多有延续。Q2 单季度看，东鹏饮料因产品结构持续优化毛利率提升明显，欢乐家毛利率下降主要由产品结构变化及拓展低毛利率的零食专营连锁渠道，承德露露毛利率下降预计受促销增加、均价下降影响。

旺季加大营销力度，管理费用率相对稳定。销售费用来看，软饮料板块 2024H1 销售费用率 15.0%，同比+1.3pct；其中 2024Q2 销售费用率 16.3%，同比+2.0pct，主要系企业加大力度支持大单品铺货及动销，如李子园聘请成毅代言增加大单品的宣传力度，销售费用率同比+10.8pct；承德露露为加大终端动销而增加临时仓库满足需求，销售费用率同比+10.3pct；而东鹏饮料由于冰柜投放主要在 Q1 完成，二季度放缓，导致销售费用率同比-1.6pct。管理费用来看，软饮料板块 2024H1 管理费用率 4.0%，同比+0.1pct，李子园主要系新大楼建设提升折旧费用和员工持股计划分摊费用所致，管理费用率同比+1.9pct，均瑶健康因折旧摊销提升，管理费用率同比+2.6pct；2024Q2 管理费用率 4.6%，同比基本持平，各企业维持相对稳定水平。

Q2 整体费投提升，净利率明显承压、东鹏表现突出。软饮料板块 2024H1 净利率 18.5%，同比+1.4pct，主要受益于需求复苏和成本红利。2024Q2 软饮料板块净利率 16.9%，同比+1.0pct，仅东鹏饮料、养元饮品和维维股份同比为正，其余多数企业在 Q2 旺季提升费用投放比例，盈利能力短期承压明显。

图表24: 软饮料包材价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表25: 白砂糖价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表26: 软饮料板块公司毛利率、净利率 (%) 及同比变化 (pct)

	毛利率 (% , pct)						净利率 (% , pct)					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
东鹏饮料	44.6	1.5	42.8	-0.8	46.1	3.3	22.0	1.7	19.1	-0.9	24.3	3.7
香飘飘	30.6	2.7	33.6	2.6	25.7	2.1	-2.5	1.3	3.5	2.6	-12.1	-1.9
李子园	38.3	1.5	38.2	1.6	38.3	1.5	14.0	-5.2	17.0	-0.1	11.1	-10.1
欢乐家	35.9	-1.4	38.7	1.8	31.9	-5.8	8.7	-5.5	14.9	-1.6	0.1	-11.2
均瑶健康	29.9	5.0	29.5	6.9	30.3	3.1	4.7	-1.1	6.5	0.9	2.7	-3.3
承德露露	41.8	-3.4	43.7	-3.9	36.0	-1.3	18.0	-3.1	20.1	-0.9	11.6	-9.9
养元饮品	47.0	1.9	47.2	0.2	46.3	6.4	35.0	4.6	38.0	5.1	24.1	1.0
维维股份	21.0	2.5	16.6	0.5	28.6	7.3	8.6	5.6	11.4	8.2	3.7	1.1
百润股份	70.1	4.2	68.3	2.9	71.8	5.5	24.5	-2.0	20.9	-3.7	28.1	-0.1
泉阳泉	35.3	-2.9	27.8	-15.3	40.1	4.4	6.3	-1.8	-1.0	7.0	11.0	-5.7
佳禾食品	17.9	-0.4	18.0	1.0	17.8	-1.6	6.6	-3.7	8.6	-1.3	4.5	-6.1
软饮料板块合计	41.2	2.4	40.2	0.7	42.4	4.5	18.5	1.4	19.8	1.7	16.9	1.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表27: 软饮料板块公司销售费用率、管理费用率(%)及同比变化(pct)

	销售费用率(%, pct)						管理费用率(%, pct)					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
东鹏饮料	15.6	-0.3	17.1	1.4	14.3	-1.6	2.5	-0.5	2.9	-0.3	2.1	-0.7
香飘飘	28.5	-2.7	24.0	-2.8	35.6	-1.7	9.3	0.2	7.6	-0.3	11.9	1.2
李子园	14.7	5.0	10.8	-0.9	18.6	10.8	6.4	1.9	6.5	2.1	6.3	1.8
欢乐家	16.3	5.1	12.9	3.9	21.0	7.0	6.4	0.3	5.3	0.4	7.9	0.3
均瑶健康	12.5	1.4	10.8	0.8	14.4	2.1	8.9	2.6	8.4	2.7	9.3	2.5
承德露露	16.7	0.9	16.0	-2.0	18.9	10.3	1.4	0.2	0.7	-0.1	3.6	1.3
养元饮品	10.8	0.2	7.3	-1.2	23.9	7.3	1.6	0.0	0.9	-0.1	4.2	0.7
维维股份	6.7	0.3	5.7	-0.2	8.5	1.4	6.4	0.5	4.9	-0.4	9.0	2.4
百润股份	24.4	4.3	29.4	8.8	19.5	-0.1	6.2	1.4	5.9	1.3	6.5	1.5
泉阳泉	14.9	0.9	16.7	-13.2	13.8	8.2	8.9	0.7	10.9	-0.5	7.7	1.1
佳禾食品	5.8	3.1	4.6	2.3	7.0	3.9	3.8	1.1	3.8	1.2	3.7	0.9
软饮料板块合计	15.0	1.3	14.1	0.8	16.3	2.0	4.0	0.1	3.6	0.1	4.6	0.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

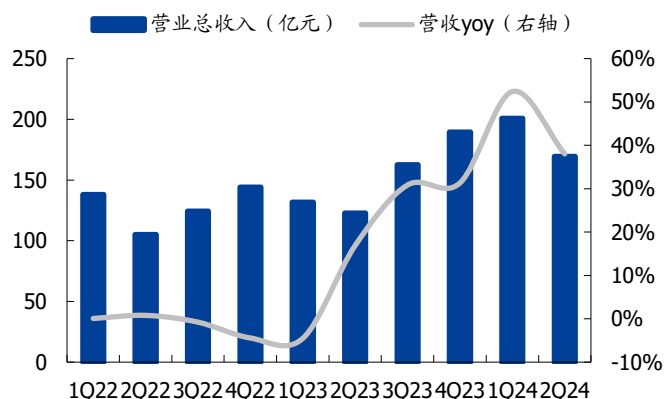
3.3 零食: 淡季景气度不减, 持续释放利润弹性

淡季增速放缓, 具备产品端逻辑更能支撑长期成长潜力。进入 Q2 淡季, 零食板块营收增速环比 Q1 有所放缓, 但景气度依然维持高位。24Q2 板块实现营收 169.4 亿, 同比 +38.0% (剔除万辰集团后板块营收 108.5 亿, 同比持平)。我们认为, 消费需求向性价比方向演化, 带动板块内部产生一定分化, 积极把握量贩零食店、抖音等性价比渠道的品牌取得更好表现, 比如盐津铺子、三只松鼠打造终端性价比和新兴渠道运营模式后实现快速放量; 而传统渠道运营基础稳固、陆续转型的公司往往阶段性表现较弱。零食板块之前的核心驱动因素来自于渠道变革, 当前在渠道基数持续提升的背景下, 具备第二产品曲线或能通过产品迭代实现横向增长的公司更具成长潜力, 比如劲仔打造鹤鹑蛋第二曲线, 盐津铺子、三只松鼠以品类叠加实现产品端成长性。

利润率表现有所分化, 管理精进成本红利带动利润率进一步提升。24Q2 零食板块实现扣非净利润 4.2 亿, 同比 +4.6%。经过 2023 年收入快速扩容, 以规模效应带动盈利能力上台阶后, 当前的净利率提升主要来自于精益管理及成本红利, 比如三只松鼠以“高端性价比”牵引内部供应链变革调整, 提质增效实现利润率释放, 万辰集团以规模效应带动盈利能力优化, 洽洽食品、劲仔食品以成本红利带动净利率提升。部分企业虽然短期净利率略有承压, 但有助于构建长期运营能力优势, 比如盐津铺子当前正打造品类品牌“大魔王”及“蛋皇”, 品牌建设前期阶段, 投入费用建立品牌认知、拓展经销商及铺市率, 有助于长期发展, 比如良品铺子降价策略虽影响短期盈利能力, 但拥抱市场变化有望稳定长期基础。

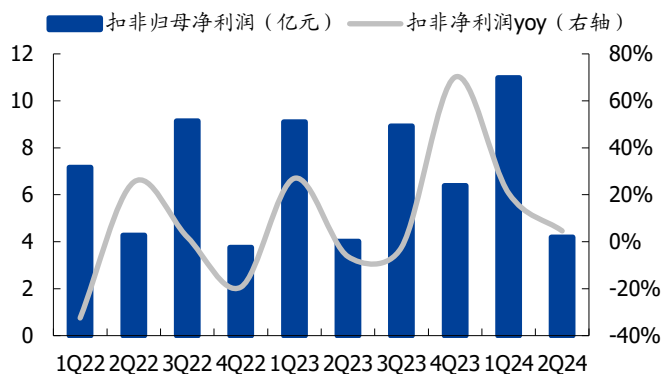
行业发展逻辑稳固, 旺季备货有望催化板块行情。展望 H2 零食行业逐步进入旺季, 且春节备货有望带动 Q4 需求高增。我们认为当前量贩零食店、抖音等新兴渠道均延续快速扩张趋势, 且各家企业均积极开拓产品端增量, 共同驱动营收保持快速增长趋势, 同时规模效应、管理精进、成本红利有力对冲渠道结构变化, 带动利润率上行。长期来看, 零食依然是高景气赛道, 当前估值已处历史相对低位水平, 板块旺季有望迎来积极催化。

图表28: 零食板块营业总收入（亿元）及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表29: 零食板块扣非净利润（亿元）及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表30: 零食板块公司营业总收入、扣非净利润（亿元）及增速（%）

	营业总收入（亿元，%）						扣非归母净利润（亿元，%）					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
洽洽食品	29.0	7.9	18.2	36.4	10.8	-20.2	2.8	41.8	2.2	55.8	0.6	7.1
好想你	8.2	16.4	4.9	19.1	3.2	12.7	-0.4	29.6	0.1	258.6	-0.5	-19.8
盐津铺子	24.6	29.8	12.2	37.0	12.4	23.4	2.7	18.0	1.4	40.1	1.3	1.6
甘源食品	10.4	26.1	5.9	49.8	4.6	4.9	1.4	40.2	0.8	69.2	0.6	13.5
劲仔食品	11.3	22.2	5.4	23.6	5.9	20.9	1.2	70.3	0.6	77.5	0.6	64.3
三只松鼠	50.7	75.4	36.5	91.8	14.3	43.9	2.3	211.8	2.6	92.8	-0.3	45.0
有友食品	5.3	10.3	2.8	18.0	2.5	3.0	0.6	-11.4	0.3	-10.4	0.3	-12.7
良品铺子	38.9	-2.5	24.5	2.8	14.3	-10.4	0.1	-94.0	0.5	-48.7	-0.5	-382.9
来伊份	17.9	-15.0	10.6	-12.5	7.3	-18.5	-0.1	-125.7	0.5	-24.9	-0.6	-98.5
桃李面包	30.2	-5.8	14.0	-5.2	16.2	-6.3	2.8	-1.2	1.1	-16.5	1.7	12.1
黑芝麻	9.7	-20.5	4.6	-25.7	5.1	-15.2	0.1	-8.9	0.0	-52.3	0.1	63.7
万辰集团	109.2	392.5	48.3	534.0	60.8	318.3	0.0	64.8	0.0	-96.2	-0.1	91.6
青岛食品	2.6	3.9	1.3	0.7	1.3	7.4	0.5	17.2	0.2	9.5	0.3	25.1
桂发祥	2.7	2.9	1.6	12.4	1.1	-8.7	0.2	-43.4	0.2	-25.0	0.0	-75.1
西麦食品	9.7	38.8	5.7	46.1	4.1	29.9	0.6	8.5	0.4	21.7	0.2	-11.0
元祖股份	9.6	-10.5	4.2	-6.0	5.4	-13.8	0.2	-33.0	-0.2	12.5	0.4	-25.4
零食板块合计	370.0	45.5	200.7	52.4	169.4	38.0	15.2	15.7	11.0	20.6	4.2	4.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表31: 零食板块公司毛利率、净利率 (%) 及同比变化 (pct)

	毛利率 (% , pct)						净利率 (% , pct)					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
盐津铺子	28.4	3.9	30.4	1.9	25.0	4.4	11.6	1.7	13.2	-0.1	8.9	2.3
劲仔食品	24.7	0.9	29.4	2.7	17.6	-2.2	-4.5	-1.7	2.5	-0.3	-15.3	-4.2
甘源食品	32.5	-2.8	32.1	-2.5	33.0	-3.1	13.0	-0.3	13.1	0.5	13.0	-1.1
洽洽食品	34.9	-0.7	35.4	-1.0	34.4	-0.6	16.0	1.5	15.6	1.5	16.5	1.7
有友食品	30.4	4.1	30.0	4.0	30.8	4.3	12.8	3.8	13.8	4.8	12.0	2.8
好想你	25.8	0.9	27.4	-0.9	21.9	3.2	5.7	0.4	8.5	-1.6	-1.3	2.5
盐津铺子	30.8	-1.9	31.4	-2.4	30.2	-1.5	14.4	-2.3	15.7	-4.6	12.9	-0.4
劲仔食品	26.4	-2.6	26.4	-2.7	26.3	-2.3	0.6	-4.2	2.5	-3.7	-2.7	-5.3
甘源食品	41.3	-1.2	41.5	-1.6	40.9	-0.6	0.7	-1.8	5.8	0.0	-6.7	-4.8
洽洽食品	24.2	0.7	23.1	-0.8	25.1	2.0	9.6	0.5	8.2	-1.2	10.8	1.9
有友食品	21.2	2.1	20.3	1.4	22.0	2.8	1.3	-0.2	0.5	-1.1	2.0	0.6
好想你	10.5	1.4	9.8	-5.7	11.1	5.4	1.3	3.9	1.4	-4.6	1.2	8.4
桃李面包	37.6	3.5	34.7	-0.2	40.5	7.4	22.9	1.8	21.7	1.2	24.1	2.3
三只松鼠	45.3	-0.2	45.6	1.1	44.9	-1.8	8.5	-6.9	11.7	-6.2	3.7	-8.6
良品铺子	42.5	-0.3	43.7	1.3	40.9	-2.4	6.8	-2.5	8.0	-2.2	5.3	-3.0
来伊份	61.8	3.5	61.1	2.7	62.3	4.1	3.4	-1.0	-2.0	0.0	7.7	-1.4
零食板块合计	24.6	-4.1	25.7	-4.8	23.2	-3.4	5.3	-1.1	6.6	-2.0	3.8	-0.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表32: 零食板块公司销售费用率、管理费用率 (%) 及同比变化 (pct)

	销售费用率 (% , pct)						管理费用率 (% , pct)					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
盐津铺子	11.5	1.9	12.3	1.7	10.0	1.5	5.2	-0.2	3.7	-1.5	7.7	2.0
劲仔食品	22.7	0.7	21.8	2.1	24.1	-1.3	7.8	-0.3	6.5	-0.2	9.9	-0.3
甘源食品	13.3	0.7	13.0	-0.8	13.5	2.1	4.5	0.3	4.2	-0.1	4.8	0.7
洽洽食品	13.3	0.6	13.1	-0.6	13.5	1.7	3.8	-0.6	3.5	-0.8	4.1	-0.3
有友食品	12.6	1.4	13.1	1.2	12.1	1.6	3.6	-0.2	3.9	0.0	3.4	-0.3
好想你	17.6	0.4	16.3	1.1	21.1	-0.1	1.9	-2.0	1.3	-1.9	3.5	-1.7
盐津铺子	11.9	1.8	11.8	2.4	12.1	1.2	4.0	-0.4	3.7	-0.6	4.3	-0.2
劲仔食品	19.6	1.2	17.4	0.4	23.3	2.8	5.6	0.4	4.9	-0.2	6.8	1.4
甘源食品	28.2	1.6	25.4	0.5	32.3	3.2	12.3	-0.4	10.6	-0.6	14.7	0.1
洽洽食品	7.9	-0.3	8.2	-0.1	7.7	-0.4	2.1	-0.1	2.5	0.2	1.7	-0.3
有友食品	8.3	0.4	7.6	0.1	8.9	0.7	6.4	0.8	6.9	1.0	5.9	0.6
好想你	4.5	-0.6	4.0	-0.6	4.9	-0.5	3.2	-2.3	3.0	-1.0	3.4	-3.0
桃李面包	4.6	1.3	3.3	0.2	5.9	2.4	5.5	-1.3	5.6	-2.6	5.3	0.2
三只松鼠	27.7	4.7	25.4	4.3	31.1	5.7	8.5	1.4	7.9	1.2	9.4	1.8
良品铺子	29.3	2.1	30.2	4.1	28.2	-0.4	5.4	-0.7	4.4	-0.6	6.8	-0.7
来伊份	49.2	4.3	53.8	2.8	45.7	5.1	5.2	-0.8	6.1	-1.2	4.5	-0.5
零食板块合计	13.5	-1.9	13.7	-1.8	13.3	-2.0	4.3	-1.1	3.8	-1.3	4.8	-0.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.4 餐饮供应链：淡季需求承压，盈利能力改善

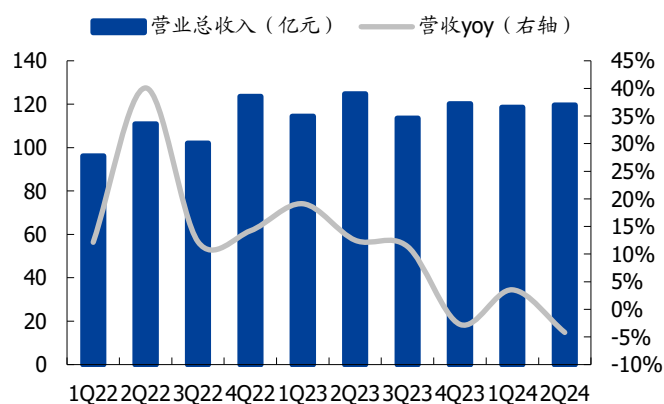
收入利润：24Q2 餐饮消费承压，整体有所下滑。24H1 餐饮供应链板块总营收为 238.1 亿元、同比-0.5%，归母净利润为 19.8 亿元、同比+5.2%；24Q2 餐饮供应链板块总营收为 119.6 亿元、同比-4.2%，归母净利润为 10.5 亿元、同比+0.5%。24Q2 餐饮需求相对疲软的背景下，餐饮供应链板块公司业绩普遍有所承压。其中，24Q2 安井食品营收和归母净利润同比分别+2.3%/-2.5%，公司主业韧性足，锁鲜装等新品推广带动收入和产品结构提升，净利润主要受股权激励费用计提和政府补助延后影响。

盈利能力：原材料成本持续优化，利润率继续提升。24H1 餐饮供应链板块毛利率为 25.0%，同比+1.6pct；净利率为 8.4%，同比+0.7pct。24Q2 餐饮供应链板块毛利率为 25.2%，同比+1.5pct，净利率为 9.0%，同比+0.8pct。安井食品和千味央厨等公司原材料采购成本下行与产品结构优化推动板块毛利率提升，24Q2 安井和千味毛利率同比+1.4/+2.4pct。

费用趋势：销售费用率和管理费用率均有提升。24H1 餐饮供应链板块销售费用率为 8.5%，同比+0.2pct；单 24Q2 销售费用率同比+0.3pct。24H1 餐饮供应链板块管理费用率为 4.7%，同比+0.4pct；单 24Q2 管理费用率同比+0.6pct。24Q2 在需求偏淡和竞争激烈的背景下，餐饮供应链公司普遍加强促销，销售费用率和管理费用率均提升。

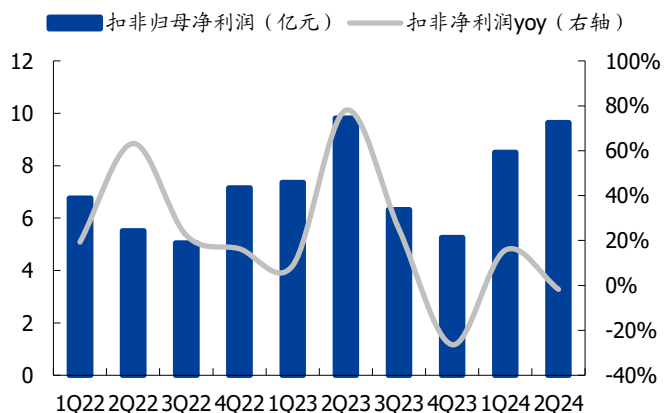
现金流情况：24Q2 现金流表现一般，销售收现同比下滑。24H1 餐饮供应链板块销售收现为 252.1 亿元，同比-1.9%；单 24Q2 销售收现同比-6.8%。24H1 餐饮供应链板块经营性净现金流为 20.1 亿元，同比+28.5%；单 24Q2 经营性净现金流同比-69.5%。

图表33：餐饮供应链板块营业总收入（亿元）及增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表34：餐饮供应链板块扣非净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表35: 餐饮供应链板块公司营业总收入、扣非归母净利润（亿元）及增速（%）

	营业总收入（亿元，%）						扣非归母净利润（亿元，%）					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
安井食品	75.4	9.4	37.5	17.7	37.9	2.3	7.7	11.1	4.2	21.6	3.5	0.8
三全食品	36.7	-4.9	22.5	-5.0	14.1	-4.7	2.7	-29.6	2.0	-18.0	0.7	-49.4
海欣食品	7.1	-2.6	4.6	14.5	2.6	-23.1	-0.2	-1017.5	0.1	-31.0	-0.3	-81.3
惠发食品	8.9	5.7	4.2	8.4	4.7	3.4	-0.2	46.8	-0.1	72.2	-0.1	13.7
千味央厨	8.9	4.9	4.6	8.0	4.3	1.6	0.6	11.3	0.3	14.1	0.3	7.8
味知香	3.3	-21.5	1.7	-17.9	1.6	-24.9	0.4	-43.1	0.2	-46.4	0.2	-40.1
立高食品	17.8	8.9	9.2	15.3	8.7	2.8	1.2	20.7	0.7	40.3	0.6	3.5
海融科技	5.2	9.5	2.5	5.8	2.6	13.2	0.6	52.1	0.3	53.4	0.3	50.8
南侨食品	15.7	0.3	7.7	4.5	7.9	-3.6	1.2	41.6	0.7	127.9	0.5	-9.2
克明食品	24.0	-10.5	13.0	-11.2	11.0	-9.6	1.0	2059.6	0.5	31.4	0.5	263.8
五芳斋	15.8	-15.3	2.1	-4.1	13.7	-16.7	2.3	-8.5	-0.7	-1.1	3.0	-6.4
巴比食品	7.6	3.6	3.5	10.7	4.1	-1.9	0.9	31.4	0.4	87.1	0.5	7.4
春雪食品	11.6	-15.5	5.3	-23.2	6.3	-7.7	-0.1	-248.7	-0.1	-209.5	0.0	106.4
餐饮供应链 板块合计	238.1	-0.5	118.5	3.5	119.6	-4.2	18.2	5.7	8.5	15.7	9.6	-1.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表36: 餐饮供应链板块公司毛利率、净利率（%）及同比变化（pct）

	毛利率（%，pct）						净利率（%，pct）					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
安井食品	23.9	1.8	26.6	1.8	21.3	1.4	10.8	-0.1	11.7	0.1	9.9	-0.4
三全食品	25.9	-1.7	26.6	-1.7	24.9	-1.8	9.1	-2.2	10.2	-1.6	7.3	-3.3
海欣食品	17.9	-0.6	19.2	-1.6	15.6	-0.2	-1.7	-1.9	2.4	-1.0	-9.1	-5.5
惠发食品	17.0	1.7	17.1	3.0	16.9	0.6	-1.6	1.9	-1.1	3.2	-2.1	0.7
千味央厨	25.2	2.0	25.4	1.5	25.0	2.4	6.6	0.1	7.4	0.5	5.7	-0.3
味知香	24.9	-1.3	25.0	-1.2	24.7	-1.3	12.9	-5.0	11.4	-6.2	14.5	-3.7
立高食品	32.6	-0.3	32.6	0.6	32.6	-1.1	7.5	0.9	8.3	2.0	6.7	-0.2
海融科技	37.7	3.2	38.0	3.7	37.4	2.7	13.4	3.1	14.1	4.4	12.6	1.9
南侨食品	26.2	4.4	27.0	7.1	25.5	1.9	8.2	2.2	9.9	4.6	6.6	-0.1
克明食品	18.4	6.2	17.2	4.0	19.7	8.9	4.2	5.8	3.1	1.5	5.6	11.0
五芳斋	44.8	3.3	34.3	-0.4	46.4	4.0	14.7	1.0	-34.0	-4.0	22.1	2.6
巴比食品	26.2	0.6	25.9	1.7	26.4	-0.3	14.8	3.7	11.4	-1.1	17.7	7.8
春雪食品	6.9	-0.3	7.2	-0.8	6.7	0.3	-0.4	-1.4	-1.1	-2.4	0.3	-0.5
餐饮供应链 板块合计	25.0	1.6	24.8	1.8	25.2	1.5	8.4	0.7	7.8	0.5	9.0	0.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表37: 餐饮供应链板块公司销售费用率、管理费用率(%)及同比变化(pct)

	销售费用率(%, pct)						管理费用率(%, pct)					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
安井食品	6.1	0.1	7.5	0.1	4.8	-0.1	3.2	0.7	3.1	0.3	3.3	1.1
三全食品	12.5	0.9	12.2	-0.4	13.0	3.0	2.6	-0.1	1.9	-0.2	3.8	0.0
海欣食品	10.9	0.3	9.5	-0.4	13.4	2.0	6.8	1.5	5.0	0.2	10.1	4.1
惠发食品	6.9	-1.0	6.7	-1.3	7.1	-0.8	8.5	0.2	8.9	0.2	8.1	0.2
千味央厨	5.5	0.7	5.9	0.8	5.1	0.5	9.4	1.1	8.3	0.5	10.5	1.7
味知香	5.2	0.9	6.0	1.7	4.3	0.0	7.0	3.0	7.5	2.9	6.5	3.0
立高食品	12.1	0.1	12.1	0.2	12.0	0.1	7.0	-0.5	6.6	-0.7	7.5	-0.3
海融科技	13.9	-1.0	13.6	0.2	14.2	-2.3	6.8	-0.7	7.1	0.1	6.5	-1.4
南侨食品	8.3	0.4	7.7	0.4	8.9	0.4	5.9	0.5	5.8	0.0	6.0	0.9
克明食品	5.7	0.4	5.5	0.7	6.0	-0.1	4.2	0.3	3.6	0.3	5.0	0.2
五芳斋	17.7	0.8	47.8	1.3	13.2	0.2	6.2	0.7	20.2	0.3	4.1	0.5
巴比食品	4.7	-1.3	5.0	-2.3	4.4	-0.7	7.2	-1.4	7.6	-2.0	6.8	-1.0
春雪食品	2.6	0.2	2.5	0.1	2.6	0.3	3.1	0.9	3.7	1.4	2.5	0.4
餐饮供应链 板块合计	8.5	0.2	9.0	0.1	8.0	0.3	4.7	0.4	4.5	0.2	4.9	0.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

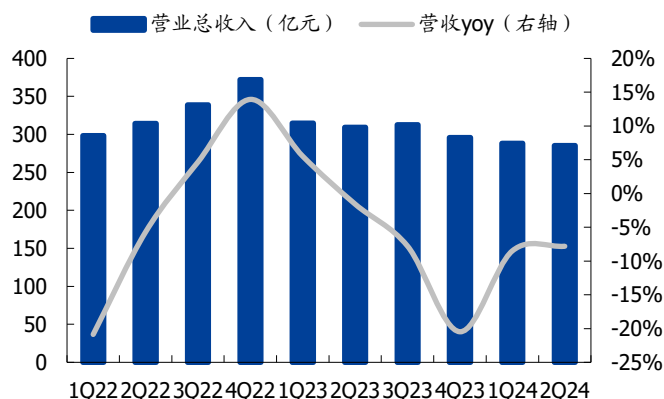
3.5 肉制品卤味: 屠宰业利润率改善, 消费端承压延续

收入承压延续, 利润端显著改善。2024H1 肉制品卤味板块实现收入 573.5 亿元, 同比-8.2%; 其中 24Q2 实现收入 285.3 亿元, 同比-7.8%, 降幅相较 24Q1 收窄。2024H1 肉制品卤味板块实现扣非净利润 29.2 亿元, 同比+11.5%; 其中 24Q2 实现扣非净利润 14.5 亿元, 同比+65.3%。随着生猪产能不断去化, 供需结构改善, 24Q2 以来生猪价格持续上涨导致屠宰量减少, 屠宰业务整体呈现收入下降、盈利能力提升, 同时消费端复苏缓慢导致下游肉制品、卤味业务收入承压。

生猪提价、原材料降价, 盈利能力优化。2024H1 肉制品卤味板块毛利率 15.1%、同比+1.9pct, 净利率 5.5%、同比+1.1pct, 其中 24Q2 单季度毛利率 14.8%、同比+2.6pct, 净利率 5.9%、同比+3.1pct。屠宰业方面, 生猪价格上行盈利能力提升。卤味方面, 原材料价格下行带动毛利率改善。

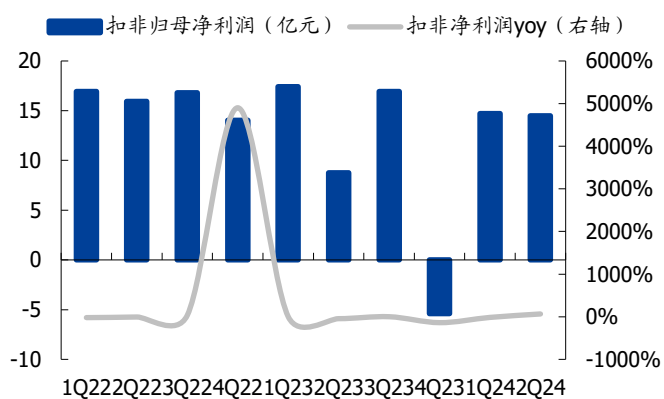
收入端承压, 费率小幅提升。2024H1 年肉制品卤味板块销售费用率 3.6%, 同比+0.3pct; 管理费用率 3.2%, 同比+0.3pct, 其中 24Q2 销售费用率 3.6%, 同比+0.2pct; 管理费用率 3.2%, 同比+0.2pct。

图表38: 肉制品卤味板块营业总收入（亿元）及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表39: 肉制品卤味板块扣非净利润（亿元）及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表40: 肉制品卤味板块公司营业总收入、扣非归母净利润（亿元）及增速（%）

	营业总收入（亿元，%）						扣非归母净利润（亿元，%）					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
双汇发展	276.7	-9.3	143.1	-8.9	133.6	-9.8	22.3	-16.3	12.4	-11.1	9.9	-22.1
得利斯	13.8	-10.5	7.8	-0.5	6.0	-20.9	0.1	-48.4	0.1	-45.3	0.0	-91.9
煌上煌	10.6	-7.5	4.6	-10.6	6.0	-5.1	0.5	-31.2	0.3	-11.0	0.2	-46.0
龙大美食	50.4	-25.0	25.2	-27.4	25.2	-22.4	0.6	112.0	0.3	31.4	0.3	105.3
光明肉业	116.0	1.7	56.7	-1.2	59.3	4.6	1.8	-33.9	1.0	-46.4	0.8	-6.1
紫燕食品	16.6	-4.6	6.9	-8.0	9.7	-2.0	1.6	14.8	0.4	13.9	1.2	15.1
绝味食品	33.4	-9.7	17.0	-7.0	16.4	-12.3	2.8	24.2	1.6	15.7	1.3	36.6
广弘控股	12.2	-9.8	5.6	-4.5	6.7	-13.8	0.5	-39.4	0.0	-79.2	0.5	-29.5
金字火腿	2.0	12.7	1.3	10.9	0.7	16.5	0.2	2.2	0.2	-2.5	0.0	54.7
华统股份	41.7	1.1	20.0	0.5	21.7	1.7	-1.3	70.3	-1.6	-27.8	0.3	111.4
肉制品卤味板块合计	573.5	-8.2	288.2	-8.5	285.3	-7.8	29.2	11.5	14.7	-15.6	14.5	65.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表41: 肉制品卤味板块公司毛利率、净利率 (%) 及同比变化 (pct)

	毛利率 (% , pct)						净利率 (% , pct)					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
双汇发展	18.3	1.0	19.4	2.1	17.1	-0.2	8.4	-1.0	9.0	-0.6	7.8	-1.4
得利斯	10.0	1.0	10.4	-1.6	9.5	3.5	0.8	-0.6	1.5	-1.1	-0.1	-0.3
煌上煌	32.4	4.7	35.6	6.5	30.0	3.4	5.7	-1.4	7.0	0.4	4.8	-2.7
龙大美食	5.0	5.9	6.1	1.4	3.8	10.8	1.3	11.2	1.2	0.1	1.3	23.0
光明肉业	10.5	-0.6	10.0	-2.0	11.0	0.7	2.0	-0.2	0.6	-2.5	3.4	2.0
紫燕食品	24.8	3.7	20.9	2.2	27.6	4.6	12.0	1.8	7.7	1.9	15.0	1.5
绝味食品	30.3	7.0	30.0	5.7	30.6	8.2	8.5	2.3	9.4	2.2	7.6	2.4
广弘控股	4.0	-1.0	3.7	-1.9	4.2	-0.3	5.8	-3.6	2.5	-1.1	8.6	-5.2
金字火腿	25.2	-1.0	29.0	-1.1	17.7	-0.4	15.2	0.1	17.6	0.3	10.4	-0.1
华统股份	3.5	4.7	0.0	-0.7	6.6	9.7	-3.0	6.7	-8.3	-1.0	1.8	13.9
肉制品卤味 板块合计	15.1	1.9	15.5	1.3	14.8	2.6	5.5	1.1	5.1	-0.7	5.9	3.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表42: 肉制品卤味板块公司销售费用率、管理费用率 (%) 及同比变化 (pct)

	销售费用率 (% , pct)						管理费用率 (% , pct)					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
双汇发展	3.3	0.2	3.4	0.3	3.3	0.2	2.3	0.4	2.2	0.4	2.4	0.4
得利斯	3.8	0.5	3.5	-0.1	4.1	1.2	3.1	0.3	2.6	-0.5	3.7	1.3
煌上煌	14.0	2.8	14.2	2.4	13.9	3.2	8.4	1.9	9.1	1.7	7.8	2.1
龙大美食	1.1	0.0	1.4	0.2	0.9	-0.3	2.3	0.3	2.5	0.6	2.0	-0.1
光明肉业	3.8	-0.1	4.2	0.2	3.5	-0.5	4.1	-0.3	4.3	0.0	3.9	-0.5
紫燕食品	5.1	0.0	5.2	0.7	5.0	-0.5	5.3	0.7	6.4	-0.1	4.6	1.3
绝味食品	8.9	1.8	7.9	1.1	10.0	2.6	6.6	0.1	6.3	0.0	7.0	0.2
广弘控股	1.6	0.0	1.5	0.0	1.6	0.0	3.7	1.2	4.3	1.4	3.2	1.0
金字火腿	8.0	0.3	7.6	0.2	8.7	0.5	5.8	-1.4	4.2	-1.1	9.2	-2.0
华统股份	1.1	0.0	1.2	0.1	1.0	-0.1	2.6	-0.3	3.2	0.2	2.0	-0.7
肉制品卤味 板块合计	3.6	0.3	3.7	0.4	3.6	0.2	3.2	0.3	3.2	0.4	3.2	0.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.6 调味品: 行业竞争加剧, 成本红利兑现

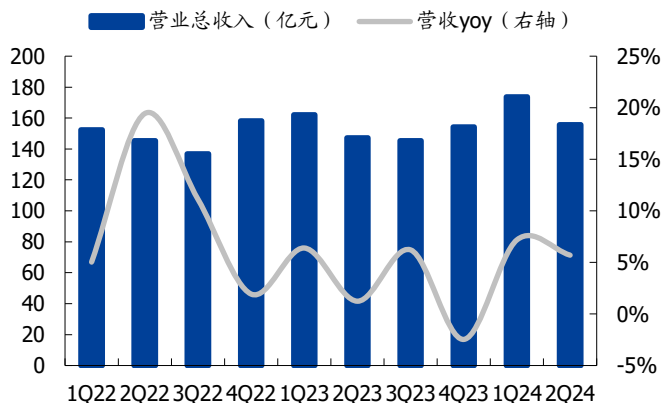
B 端延续弱复苏, C 端质价比消费兴起。调味品板块 2024H1 收入 329.4 亿元, 同比 +6.5%, 其中海天味业历经 2023 年渠道库存去化, 轻装上阵, 非“三大项”产品日益丰富完善, 拉动收入增长; 仲景食品深化全渠道经营, 形成“零售+工业+电商+餐饮渠道”销售矩阵, 葱油酱大单品爆发而实现较快的增长; 2024Q2 收入 155.6 亿元, 同比+5.7%, 由于宏观经济复苏放缓, 行业竞争格局加剧, 叠加中炬高新改革组织架构、渠道调整短期下滑幅度较大; 安琪酵母由于多举措拓展新市场叠加海外业务表现出色, 而增速较为领先。调味品板块 2024H1 扣非净利润 55.7 亿元, 同比+8.1%; 2024Q2 扣非净利润 24.0

亿元，同比+3.4%。

成本红利改善毛利率，费用投放更为精准。成本端来看，调味品板块 2024H1 毛利率 33.9%，同比+0.8pct，行业整体受益于大豆等原材料和包材价格回调。2024Q2 调味品板块毛利率 32.7%，同比+0.8pct，主要系成本红利叠加需求边际复苏带动产品结构优化，恒顺醋业毛利率下降主要由于竞争加剧下公司增大搭赠力度致使成本增加。费用端来看，调味品板块 2024H1 销售费用率 8.0%、同比+0.5pct，Q2 单季度销售费用率为 8.5%，同比+1.1pct，我们认为行业普遍倾向于精准使用销售费用、投放适宜的营销资源；中炬高新主要由于处于改革期，公司加大美味鲜渠道改造和费用投放力度，促销费用同比提升明显。2024H1 管理费用率 3.2%，同比-3.0pct，Q2 单季度管理费用率 3.4%，同比-0.1pct，精细化管理下，降本增效进一步落实，中炬高新主要因薪酬支出及咨询费用等增加，管理费用率同比+1.5pct。

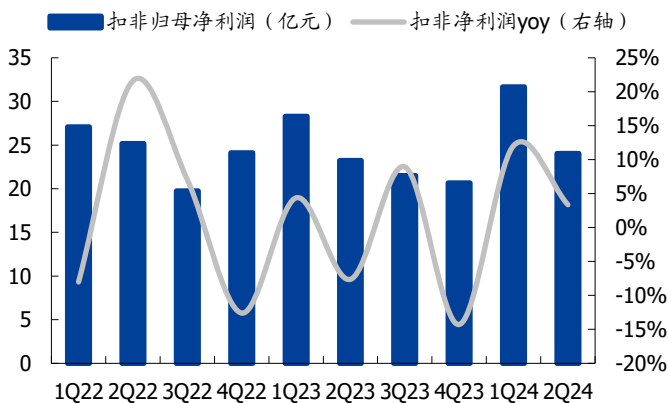
行业竞争加剧，Q2 扣非净利率小幅下降。2024H1 净利率 18.1%、同比+5.9pct，主要系中炬高新所涉诉讼和解，2023 年半年度计提预计负债；若剔除后，2024H1 扣非净利率 16.9%、同比+0.3pct。2024Q2 调味品板块净利率 16.7%、同比+11.5pct，扣非净利率 15.4%、同比-0.3pct。

图表43: 调味品板块营业总收入（亿元）及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表44: 调味品板块扣非净利润（亿元）及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表45: 调味品板块公司营业总收入、扣非归母净利润（亿元）及增速（%）

	营业总收入（亿元，%）						扣非归母净利润（亿元，%）					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
海天味业	141.6	9.2	76.9	10.2	64.6	8.0	33.3	12.0	18.6	13.3	14.7	10.2
中炬高新	26.2	-1.4	14.8	8.6	11.3	-12.0	3.4	14.5	2.4	63.9	1.0	-32.4
千禾味业	15.9	3.8	8.9	9.3	6.9	-2.5	2.5	-3.7	1.5	4.7	0.9	-14.7
恒顺醋业	10.0	-11.8	4.6	-24.9	5.4	3.4	0.8	-30.8	0.5	-35.7	0.4	-23.6
安琪酵母	71.7	6.9	34.8	2.5	36.9	11.3	6.0	-2.5	2.9	-10.8	3.0	7.3
涪陵榨菜	13.1	-2.3	7.5	-1.5	5.6	-3.4	4.2	-1.6	2.6	6.3	1.7	-11.9
仲景食品	5.4	17.0	2.7	22.8	2.6	11.5	1.0	16.4	0.5	28.9	0.5	5.7
天味食品	14.7	3.0	8.5	11.3	6.1	-6.8	2.1	17.7	1.5	23.5	0.6	6.1
宝立食品	12.7	12.9	6.2	15.7	6.5	10.3	1.0	-10.9	0.5	-7.0	0.5	-14.8
日辰股份	1.9	15.2	0.9	14.7	1.0	15.6	0.3	24.7	0.1	24.6	0.2	24.8
佳隆股份	1.2	-18.9	0.5	-19.8	0.6	-18.1	0.1	149.0	0.0	210.3	0.1	28.7
莲花控股	12.2	25.5	5.8	26.4	6.5	24.6	1.0	101.0	0.5	130.0	0.5	80.3
安记食品	2.8	-4.6	1.4	-3.5	1.4	-5.7	0.1	-30.8	0.1	-1.6	0.0	-59.5
调味品板块合计	329.4	6.5	173.8	7.2	155.6	5.7	55.7	8.1	31.7	12.0	24.0	3.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表46: 调味品板块公司毛利率、净利率（%）及同比变化（pct）

	毛利率（%，pct）						净利率（%，pct）					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
海天味业	36.9	1.0	37.3	0.4	36.3	1.6	24.5	0.5	25.1	0.4	23.8	0.7
中炬高新	36.6	4.7	37.0	5.6	36.2	3.6	14.7	68.2	17.6	6.0	10.9	133.6
千禾味业	35.6	-2.7	36.0	-3.1	35.2	-2.3	15.8	-1.0	17.3	-0.4	13.8	-1.9
恒顺醋业	36.5	0.8	41.4	6.3	32.5	-4.0	9.1	-1.4	11.7	0.0	6.9	-2.3
安琪酵母	24.3	-0.3	24.7	-0.7	23.9	0.3	9.9	-0.5	9.5	-1.4	10.3	0.4
涪陵榨菜	50.9	-2.2	52.1	-4.2	49.2	0.4	34.3	-0.9	36.3	1.9	31.7	-4.6
仲景食品	43.8	3.1	44.5	4.4	43.0	1.9	18.6	-0.8	18.6	1.0	18.7	-2.6
天味食品	39.6	3.3	44.1	3.4	33.3	2.2	17.3	2.8	20.9	4.2	12.4	0.3
宝立食品	32.1	-2.7	32.0	-3.1	32.1	-2.4	9.7	-5.3	10.8	-3.8	8.7	-6.7
日辰股份	38.2	-1.5	38.3	-0.4	38.1	-2.5	15.3	0.7	14.1	0.7	16.5	0.7
佳隆股份	29.1	4.5	26.0	5.8	31.7	3.3	6.0	3.0	3.2	5.5	8.4	0.8
莲花控股	23.3	7.0	24.5	8.7	22.3	5.4	8.4	3.0	8.8	3.9	8.0	2.2
安记食品	14.6	-2.2	15.8	-2.0	13.4	-2.5	3.1	-3.9	4.8	-4.4	1.4	-3.4
调味品板块合计	33.9	0.8	35.0	0.7	32.7	0.8	18.1	5.9	19.4	0.8	16.7	11.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表47: 调味品板块公司销售费用率、管理费用率(%)及同比变化(pct)

	销售费用率(%, pct)						管理费用率(%, pct)					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
海天味业	6.0	0.6	5.5	0.3	6.6	1.0	1.8	-2.7	1.6	0.0	2.1	0.1
中炬高新	10.8	2.3	7.7	-0.9	14.8	6.4	7.0	-2.8	6.4	0.0	7.8	1.5
千禾味业	13.6	1.1	11.8	0.1	16.0	2.5	3.0	-3.6	2.7	-0.9	3.4	-0.8
恒顺醋业	16.6	2.5	17.0	4.6	16.3	0.1	5.3	-2.8	6.1	1.7	4.5	0.2
安琪酵母	5.2	0.1	4.8	-0.4	5.5	0.6	3.4	-4.2	3.7	0.4	3.1	-0.3
涪陵榨菜	12.2	-2.0	12.2	-5.6	12.1	2.7	3.2	-0.3	2.6	-0.6	4.0	0.6
仲景食品	16.0	2.6	16.8	4.8	15.3	0.6	4.4	-2.7	4.4	-0.3	4.5	-0.2
天味食品	14.4	1.1	17.0	2.2	10.7	-0.7	5.8	-2.4	5.1	-0.8	6.9	-1.4
宝立食品	15.0	-0.5	14.9	-1.2	15.1	0.3	2.4	-2.7	2.4	-0.1	2.5	-1.4
日辰股份	7.5	-0.4	8.1	0.5	7.0	-1.2	8.9	-5.4	9.9	-1.7	7.8	-1.5
佳隆股份	3.2	1.2	1.2	0.3	4.9	1.9	12.1	-5.1	12.4	-1.5	11.9	-2.1
莲花控股	5.9	0.8	7.0	1.7	4.9	0.0	4.2	-0.5	4.6	0.9	3.8	-0.2
安记食品	4.7	0.3	4.4	-0.3	5.1	0.8	3.2	-2.0	3.2	0.1	3.1	-0.1
调味品板块合计	8.0	0.5	7.6	0.0	8.5	1.1	3.2	-3.0	3.1	0.0	3.4	-0.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.7 乳制品: Q2 短期承压, 供给出清有望带动行业供需再平衡

龙头去库区域分化, 行业 Q2 营收略有承压。Q2 乳制品以日销为主, 市场需求相对疲软, 且乳企价格竞争相对激烈, 行业整体实现营收 435.2 亿元, 同比-14.0%。其中龙头伊利股份 24Q2 主动消化库存, 以及冰品业务在天气因素扰动下明显下滑, 24Q2 营收同比-16.5%, 蒙牛乳业 24H1 在市场消费疲软及主动去库下, 营收同比-12.6%。区域乳企间表现略有分化, 新乳业坚定“鲜立方战略”, 以核心品类低温奶牵引业务扩张, 24Q2 营收同比-0.9%, 超越行业整体表现, 天润乳业具备差异化资源禀赋, 疆外仍保持顺利扩张趋势, 叠加新农乳业并表, 24Q2 营收同比+5.9%实现正增长, 其余区域乳企多在需求及竞争压力下表现略有承压。当前龙头乳企渠道库存水平已处低位, 区域乳企坚定自身发展战略坚定扩张, 在中秋国庆小旺季加持下有望带动营收企稳。

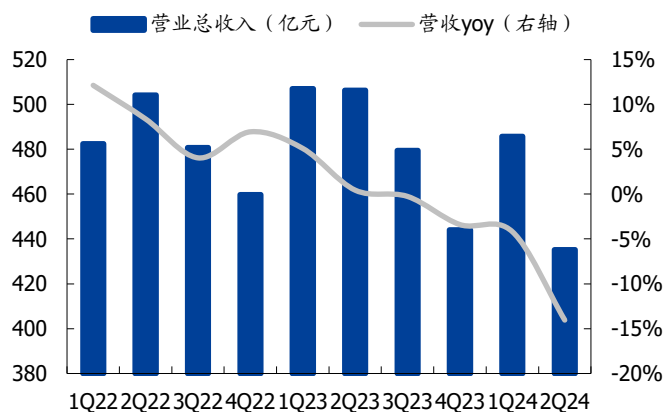
行业促销叠加去库规模效应有限, 拖累 Q2 利润表现。24Q2 乳制品行业实现扣非归母净利润 20.3 亿, 同比-30.8%, 其中伊利股份主动去库, 规模效应有限导致 Q2 扣非净利润同比-35.6%。区域乳企间的利润分化与促销力度及原奶自给率相关, 新乳业等自给率相对较低的乳企充分享受成本红利, 新乳业 24Q2 扣非净利润同比+37.7%, 而天润乳业自给率高去化牛只产生减值拖累短期利润表现, 24Q2 归母净利润同比-145.8%, 扣非净利润同比-98.1%。

奶价下行阶段分化乳企利润表现, 成本红利与消化原奶压力并存。当前原奶价格持续下行, 根据农业农村部数据, 24Q1、24Q2 全国主产区奶价分别同比-10.9%、-12.7%, 一方面成本红利持续贡献乳企利润弹性, 带动 Q2 行业毛利率提升 0.6pct, 另一方面如何消化过剩原奶成为行业共同面对的重大议题, 当前市场竞争相对较强, Q2 行业销售费用率同比+1.4pct, 同时乳企均有一定程度喷粉, 形成库存减值, 且当前供需格局持续错配, 部分乳企加大淘汰牛只力度, 虽然短期形成生物性资产减值, 但利好长期行业格局发展。

整体来看，24Q2 行业净利率同比-2.6pct，剔除牛只处置等减值之后，扣非净利率同比-1.1pct。

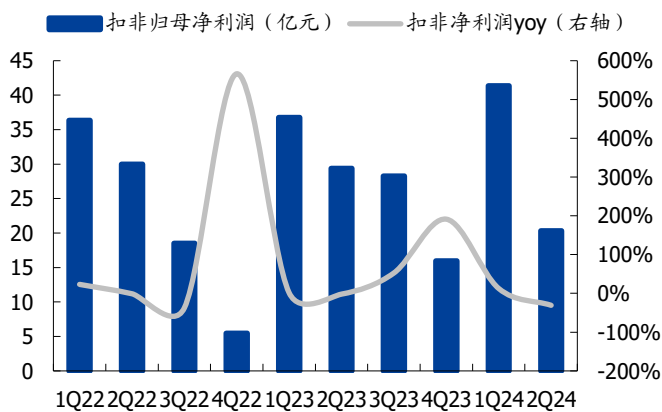
供给端逐步出清，行业边际改善可期。当前这一轮原奶周期相较于以往，规模化牧场占比更高，抗风险能力更强，周期底部时间更长。但目前部分牧场已开始去化牛只，预计 9-10 月收草季资金压力有望加速行业供给端出清，带动供需再平衡，利好乳制品行业竞争秩序恢复良性，长期格局改善。

图表48: 乳制品板块营业总收入（亿元）及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表49: 乳制品板块扣非净利润（亿元）及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表50: 乳制品板块公司营业总收入、扣非净利润（亿元）及增速（%）

	营业总收入（亿元，%）						扣非归母净利润（亿元，%）					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
伊利股份	599.1	-9.5	325.8	-2.6	273.4	-16.5	53.2	-8.1	37.3	12.4	16.0	-35.6
光明乳业	127.1	-10.1	64.2	-9.2	63.0	-10.9	3.5	10.0	1.9	6.2	1.6	14.8
新乳业	53.6	1.3	26.1	3.7	27.5	-0.9	3.1	36.4	1.0	33.8	2.1	37.7
三元股份	38.5	-9.5	20.4	-5.9	18.1	-13.2	1.0	517.5	0.7	72.1	0.4	266.4
天润乳业	14.4	3.9	6.4	1.5	8.0	5.9	0.2	-79.6	0.2	-53.6	0.0	-98.1
皇氏集团	10.4	-39.6	4.8	-41.8	5.6	-37.6	-0.2	-283.7	-0.1	74.0	-0.1	-136.0
燕塘乳业	8.5	-11.4	3.8	-11.6	4.7	-11.4	0.5	-45.6	0.1	-53.5	0.4	-42.4
庄园牧场	4.3	-11.4	2.3	-10.0	2.0	-13.0	-0.9	-270.6	-0.4	-1199.0	-0.4	-59.6
西部牧业	4.5	-21.0	2.4	-16.2	2.2	-25.7	-0.4	-4239	0.0	-494.0	-0.3	-21074
阳光乳业	2.5	-8.1	1.1	-6.4	1.5	-9.4	0.6	-3.3	0.2	1.0	0.4	-5.7
熊猫乳品	3.6	-19.5	1.8	-14.0	1.8	-24.5	0.4	-2.7	0.2	41.0	0.2	-30.2
麦趣尔	3.1	-10.4	1.5	-12.3	1.5	-8.4	-0.5	-37.1	-0.2	-99.1	-0.3	-12.9
贝因美	14.2	5.6	7.2	2.3	7.0	9.3	0.4	39.8	0.2	364.7	0.2	-15.0
妙可蓝多	19.2	-6.9	9.5	-7.1	9.7	-6.7	0.6	1963	0.3	426.3	0.3	935.4
一鸣食品	13.7	8.5	6.4	11.1	7.3	6.3	0.3	18.8	0.1	240.8	0.2	-14.8
品渥食品	4.1	-29.4	2.1	-23.8	2.0	-34.4	-0.2	69.0	-0.1	74.3	-0.1	65.5
乳制品板块合计	921.0	-9.1	485.8	-4.2	435.2	-14.0	61.7	-6.7	41.4	12.5	20.3	-30.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表51: 乳制品板块公司毛利率、净利率 (%) 及同比变化 (pct)

	毛利率 (% , pct)						净利率 (% , pct)					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
伊利股份	34.8	1.6	35.8	2.0	33.6	1.1	12.7	3.1	18.3	7.5	5.9	-2.3
光明乳业	19.8	-0.3	19.6	-0.3	20.0	-0.3	1.8	-1.2	2.3	-1.1	1.2	-1.3
新乳业	29.2	1.3	29.4	2.3	29.1	0.3	5.7	1.0	3.6	1.1	7.7	1.1
三元股份	25.1	0.9	23.8	-0.3	26.6	2.2	3.7	-0.6	4.0	3.4	3.3	-4.9
天润乳业	17.3	-3.3	16.4	-3.6	18.0	-3.0	-2.9	-12.3	0.1	-9.0	-5.3	-15.1
皇氏集团	25.2	5.8	23.4	5.2	26.8	6.2	0.5	-12.4	1.0	0.4	0.0	-24.0
燕塘乳业	25.9	-1.3	24.3	-1.1	27.3	-1.5	6.6	-3.5	4.3	-2.2	8.5	-4.5
庄园牧场	7.3	-11.8	8.8	-13.6	5.7	-9.8	-20.7	-16.5	-19.8	-22.4	-21.7	-10.2
西部牧业	11.2	-5.5	16.7	0.8	5.2	-12.4	-7.3	-10.9	-1.4	-4.6	-13.8	-17.6
阳光乳业	36.5	0.9	34.7	2.5	37.9	-0.2	21.5	-0.5	18.1	-0.1	24.1	-0.7
熊猫乳品	27.5	4.0	28.9	8.0	26.0	0.2	13.2	2.7	14.5	6.1	11.7	-0.6
麦趣尔	14.6	-5.0	15.0	-9.1	14.1	-0.7	-21.2	-10.2	-21.1	-16.4	-21.2	-3.9
贝因美	41.8	-3.1	44.3	0.3	39.2	-6.6	4.0	0.2	3.4	1.4	4.7	-1.2
妙可蓝多	34.6	1.6	33.1	0.4	36.0	2.7	4.0	1.8	4.3	1.0	3.6	2.6
一鸣食品	30.0	-0.4	30.6	1.3	29.5	-1.8	1.9	-0.1	1.6	0.8	2.2	-0.8
品渥食品	20.1	9.1	21.5	11.0	18.6	7.2	-4.1	6.1	-2.2	5.8	-6.0	6.1
乳制品板块合计	31.2	1.2	32.0	1.7	30.3	0.6	9.1	1.4	13.1	5.0	4.6	-2.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表52: 乳制品板块公司销售费用率、管理费用率(%)及同比变化(pct)

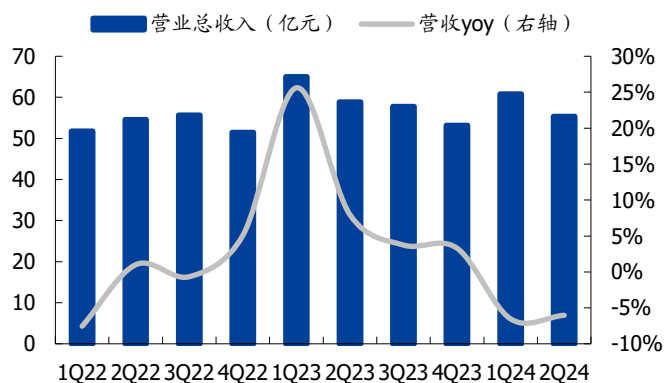
	销售费用率(%, pct)						管理费用率(%, pct)					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
伊利股份	19.4	1.9	18.4	1.4	20.6	2.5	3.9	-0.1	4.5	0.3	3.3	-0.6
光明乳业	11.7	-0.5	11.5	-0.3	11.9	-0.7	3.7	0.3	3.3	0.1	4.0	0.5
新乳业	16.1	0.5	17.1	1.6	15.2	-0.6	4.5	0.1	5.1	0.7	3.9	-0.4
三元股份	17.2	-0.3	17.0	-1.4	17.5	0.9	3.2	-0.3	3.1	-0.7	3.4	0.2
天润乳业	6.0	0.6	5.7	0.1	6.2	1.0	3.5	0.5	4.1	1.2	3.0	0.0
皇氏集团	10.9	1.8	11.1	1.8	10.7	1.8	7.3	0.3	6.5	0.3	7.9	0.2
燕塘乳业	11.4	1.7	12.6	2.4	10.4	1.1	4.9	0.5	5.1	0.3	4.7	0.6
庄园牧场	13.9	6.6	12.8	6.3	15.2	7.0	9.5	-0.2	10.5	1.5	8.5	-2.0
西部牧业	5.2	-0.8	5.5	-1.3	4.8	-0.4	4.8	1.2	4.2	0.5	5.5	1.9
阳光乳业	7.2	0.4	7.5	-0.1	7.0	0.7	4.2	-1.6	5.7	-0.4	3.1	-2.5
熊猫乳品	5.4	0.4	5.0	0.3	5.7	0.5	6.3	0.9	6.0	1.3	6.5	0.6
麦趣尔	17.4	-0.3	17.6	-0.8	17.2	0.2	10.7	0.1	8.6	-0.5	12.7	0.7
贝因美	26.1	-4.3	28.4	-0.8	23.7	-8.0	7.2	1.2	6.6	-0.1	7.8	2.6
妙可蓝多	22.7	-2.9	22.4	-1.9	23.0	-4.0	5.6	-0.2	5.4	-0.3	5.7	0.0
一鸣食品	21.2	-0.2	18.5	-0.6	23.6	0.2	3.7	-0.1	6.7	0.3	1.0	-0.6
品渥食品	21.5	-2.0	20.7	-1.2	22.3	-2.6	3.6	0.6	3.6	0.6	3.7	0.6
乳制品板块合计	17.7	1.2	17.2	1.0	18.3	1.4	4.1	0.0	4.4	0.2	3.7	-0.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.8 保健品: 品牌商业绩承压, 代工企业表现稳健

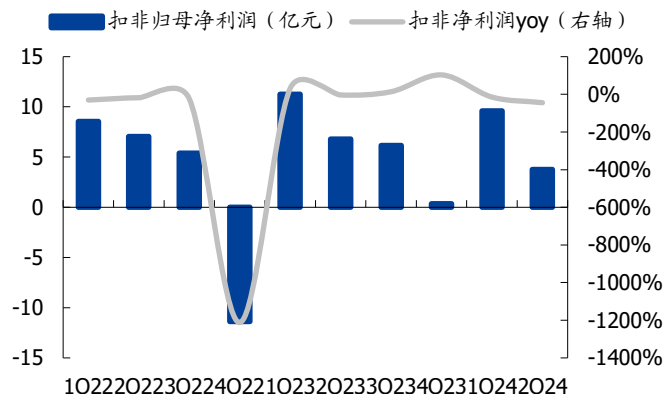
品牌商增长乏力, 代工企业收入稳健。2024H1 保健品板块收入 116.1 亿元, 同比-6.3%; 其中 24Q2 保健品板块营收 55.4 亿元, 同比-6.0%, 高基数、需求偏弱影响下保健品板块整体增长仍有压力。其中品牌商龙头汤臣倍健 24Q2 收入同比-20.9%, 我们预计主要受基数偏高、行业竞争激烈影响; 中游代工企业仙乐健康、百合股份表现相对稳健。保健品板块 2024H1 实现扣非净利润 13.4 亿元, 同比-25.9%; 其中 24Q2 实现扣非净利润 3.8 亿元, 同比-44.4%, 主要受龙头汤臣倍健扣非净利润同比-73.5%影响。

图表53: 保健品板块营业总收入（亿元）及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表54: 保健品板块扣非净利润（亿元）及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表55: 保健品板块公司营业总收入（亿元）、扣非净利润（亿元）及增速（%）

	营业总收入（亿元，%）						扣非归母净利润（亿元，%）					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
汤臣倍健	46.1	-17.6	26.5	-14.9	19.7	-20.9	8.3	-42.8	7.1	-28.7	1.2	-73.5
仙乐健康	19.9	28.8	9.5	35.5	10.4	23.3	1.5	55.5	0.6	155.1	0.9	21.2
金达威	15.2	-1.8	7.4	-6.0	7.8	2.5	1.3	-29.4	0.7	-15.4	0.6	-40.9
科拓生物	1.4	-1.3	0.6	-18.2	0.8	16.6	0.4	17.3	0.2	-14.2	0.2	56.1
百合股份	4.1	-8.0	1.9	-18.7	2.2	3.4	0.8	-10.4	0.3	-20.5	0.5	-0.9
西王食品	25.2	-7.9	13.0	-8.6	12.2	-7.2	0.5	199.6	0.5	212.8	0.0	117.7
交大昂立	1.6	-12.6	0.8	-17.3	0.8	-7.9	0.0	95.2	0.0	-2507.8	0.0	111.7
嘉必优	2.6	31.2	1.2	33.3	1.4	29.6	0.5	132.6	0.2	158.2	0.3	120.5
保健品板块合计	116.1	-6.3	60.8	-6.5	55.4	-6.0	13.4	-25.9	9.6	-14.7	3.8	-44.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

竞争格局影响品牌商短期毛利率，费用投放保持提升趋势。毛利率来看，2024H1 保健品板块毛利率 46.5%，同比-0.6%；其中 24Q2 保健品板块毛利率为 44.6%，同比-1.9%，我们认为主要为下游激烈竞争格局影响品牌商毛利率，而仙乐健康受益于产品剂型结构变化、技术服务收入占比提升，毛利率持续提升。**费用端来看**，2024H1 保健品板块销售费用率 22.3%，同比+1.9pct，其中 24Q2 销售费用率 25.5%，同比+1.4pct，下游品牌商为应对竞争费用率上行，中游代工厂亦增加费投抢占更高市场份额。

净利率表现分化，品牌商短期业绩承压。2024H1 保健品板块净利率 11.9%，同比-3.6pct；其中 24Q2 净利率 7.4%，同比-5.0pct，品牌商汤臣倍健因毛利率承压、销售费率上行，净利率同比下降；仙乐健康受益于业务及产品结构改善，净利率同比提升。

图表56: 保健品板块公司毛利率、净利率 (%) 及同比变化 (pct)

	毛利率 (% , pct)						净利率 (% , pct)					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
汤臣倍健	68.6	-1.8	69.9	-0.4	66.8	-3.6	19.1	-8.9	27.2	-6.6	8.2	-12.6
仙乐健康	32.0	2.6	30.6	2.9	33.4	2.4	6.8	1.7	5.7	3.0	7.9	0.6
金达威	37.0	1.0	38.7	1.6	35.4	0.5	8.7	-3.1	9.5	-1.0	7.8	-5.1
科拓生物	55.0	3.1	54.3	1.8	55.5	4.2	31.5	2.7	31.4	3.6	31.6	1.7
百合股份	39.5	0.2	40.2	0.9	38.9	-0.3	20.1	-1.6	18.5	-0.8	21.6	-2.8
西王食品	25.5	7.8	25.4	9.3	25.7	6.0	1.3	3.6	3.9	7.3	-1.4	-0.3
交大昂立	29.6	-10.2	28.4	-7.7	30.7	-12.8	3.6	13.3	-2.9	-6.6	9.5	32.5
嘉必优	42.1	1.0	40.5	2.1	43.4	0.2	25.4	8.9	20.2	4.8	29.7	12.3
保健品板块合计	46.5	-0.6	48.3	0.7	44.6	-1.9	11.9	-3.6	15.9	-2.3	7.4	-5.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表57: 保健品板块公司销售费用率、管理费用率 (%) 及同比变化 (pct)

	销售费用率 (% , pct)						管理费用率 (% , pct)					
	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY	24Q1	YOY	24Q2	YOY
汤臣倍健	39.5	6.8	31.2	6.6	50.6	7.9	5.5	1.8	4.7	1.4	6.5	2.4
仙乐健康	7.8	0.4	7.7	0.2	8.0	0.6	9.9	-0.8	9.7	-2.2	10.2	0.4
金达威	10.2	0.7	9.6	1.6	10.8	-0.2	13.2	1.3	13.6	1.7	12.8	0.9
科拓生物	11.5	-0.2	9.3	-1.5	13.2	0.3	9.7	0.7	10.7	1.8	9.0	-0.1
百合股份	9.5	0.6	10.4	2.1	8.7	-0.8	4.5	0.2	4.6	0.9	4.3	-0.4
西王食品	15.0	1.8	13.2	-0.2	16.8	4.0	4.8	0.6	4.1	0.1	5.6	1.1
交大昂立	8.4	-2.3	7.7	-5.2	8.9	0.5	13.9	5.5	16.3	9.1	11.7	2.2
嘉必优	5.9	-0.5	6.8	-0.4	5.1	-0.6	6.0	-3.5	6.2	-4.2	5.8	-3.0
保健品板块合计	22.3	1.9	19.4	2.2	25.5	1.4	7.3	1.3	6.7	1.0	7.9	1.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

四、投资建议与估值

投资建议: **1、白酒:** 环比减速、释放压力, 高端酒稳健、区域酒升级、次高端分化趋势延续, 龙头酒企韧性凸显。**建议关注: 1) 超跌龙头: 贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖; 2) 确定性区域酒: 迎驾贡酒、古井贡酒、今世缘、金徽酒等; 3) 弹性标的: 老白干酒、港股珍酒李渡等。** **2、大众品方面:** 行业收入短期承压, 成本红利持续释放, 自下而上优选成本与龙头。**1) 啤酒饮料板块建议重点关注改革红利持续兑现、利润端高弹性的燕京啤酒, 基本面底部向上、威士忌第二成长曲线贡献弹性的百润股份; 关注青岛啤酒、重庆啤酒、东鹏饮料; 2) 食品板块建议关注成长确定性较高的盐津铺子、劲仔食品、三只松鼠, 估值低位、业绩确定性较高的仙乐健康, 海外产能释放改善盈利结构、产能转固末期爬坡释放利润的安琪酵母等; 3) 低估值龙头海天味业、伊利股份、安井食品等。**

图表58: 食品饮料行业公司估值

板块	证券代码	证券简称	EPS (元)			PE			PEG			PS		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
白酒	600519.SH	贵州茅台	69.2	79.2	90.0	20.8	18.2	16.0	1.3	1.3	1.2	10.4	9.1	8.1
	000858.SZ	五粮液	8.7	9.8	10.9	14.1	12.6	11.3	1.2	1.1	1.0	5.2	4.7	4.2
	000568.SZ	泸州老窖	10.9	13.1	15.5	10.9	9.1	7.7	0.5	0.5	0.4	4.8	4.1	3.5
	600809.SH	山西汾酒	10.6	12.7	15.1	16.7	13.9	11.8	0.7	0.7	0.6	5.6	4.7	4.1
	600702.SH	舍得酒业	4.4	4.9	5.7	10.0	9.0	7.8	-0.6	0.8	0.5	2.1	1.9	1.7
	600779.SH	水井坊	2.9	3.2	3.7	11.6	10.3	9.1	1.1	0.8	0.7	3.0	2.7	2.4
	000799.SZ	酒鬼酒	1.4	1.6	1.9	26.3	22.3	19.0	-1.5	1.2	1.1	4.5	4.0	3.6
	600559.SH	老白干酒	0.9	1.2	1.4	19.1	15.3	12.6	0.6	0.6	0.6	2.8	2.5	2.2
	002304.SZ	洋河股份	7.0	7.5	8.2	11.7	10.9	10.0	2.3	1.4	1.2	3.5	3.3	3.0
	603369.SH	今世缘	3.0	3.7	4.4	12.9	10.7	9.0	0.6	0.5	0.5	4.0	3.3	2.8
	000596.SZ	古井贡酒	11.2	13.9	16.9	15.4	12.4	10.2	0.5	0.5	0.5	3.7	3.1	2.6
	603198.SH	迎驾贡酒	3.6	4.5	5.4	13.9	11.3	9.4	0.5	0.5	0.5	4.9	4.1	3.5
	603589.SH	口子窖	3.3	3.7	4.1	11.2	9.9	8.9	0.8	0.8	0.7	3.3	2.9	2.6
	600199.SH	金种子酒	0.1	0.2	0.4	130.8	49.1	29.0	0.4	0.3	0.4	4.7	4.0	3.3
	603919.SH	金徽酒	0.8	1.0	1.2	21.9	17.9	14.7	1.0	0.8	0.7	2.9	2.5	2.1
	600197.SH	伊力特	0.9	1.0	1.2	17.7	14.7	12.5	0.9	0.7	0.7	2.7	2.3	2.0
	002646.SZ	天佑德酒	0.2	0.4	0.5	36.3	25.8	19.6	1.1	0.6	0.6	3.1	2.7	2.3
	000860.SZ	顺鑫农业	0.7	0.9	1.1	21.7	16.6	13.4	0.1	0.5	0.5	1.1	1.0	0.9
啤酒	600600.SH	青岛啤酒	3.6	4.0	4.5	16.6	14.7	13.2	1.1	1.1	1.2	2.3	2.2	2.2
	600132.SH	重庆啤酒	2.9	3.1	3.4	19.1	17.7	16.6	3.4	2.3	2.4	1.7	1.7	1.6
	000729.SZ	燕京啤酒	0.3	0.5	0.6	27.8	21.5	17.6	0.5	0.7	0.8	1.8	1.7	1.6
	002461.SZ	珠江啤酒	0.4	0.4	0.5	24.1	21.0	18.7	0.9	1.4	1.5	3.3	3.1	2.9
	600573.SH	惠泉啤酒	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	000929.SZ	兰州黄河	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
软饮料	605499.SH	东鹏饮料	6.9	8.8	10.8	32.8	25.9	21.1	0.9	1.0	0.9	6.2	4.9	4.1
	603711.SH	香飘飘	0.8	1.0	1.2	13.7	11.2	9.4	0.8	0.5	0.5	1.1	1.0	0.9
	605337.SH	李子园	0.7	0.8	0.9	13.1	11.3	9.9	1.1	0.7	0.7	2.2	1.9	1.7
	300997.SZ	欢乐家	0.6	0.7	0.8	16.9	14.0	12.1	-5.3	0.7	0.7	2.2	2.0	1.8
	605388.SH	均瑶健康	0.1	0.1	0.2	49.7	37.8	29.4	48.2	1.2	1.0	1.6	1.5	1.3

	000848.SZ	承德露露	0.6	0.7	0.8	11.5	10.3	9.3	2.4	0.9	0.9	2.4	2.2	2.0
	603156.SH	养元饮品	1.2	1.4	1.5	14.9	13.5	12.2	1.9	1.4	1.1	3.7	3.5	3.3
	600300.SH	维维股份	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	002568.SZ	百润股份	0.8	0.9	1.1	20.7	17.9	15.4	4.2	1.1	1.0	5.1	4.5	4.0
零食	002847.SZ	盐津铺子	2.4	3.1	3.9	15.9	12.4	9.9	0.5	0.4	0.4	2.0	1.6	1.3
	003000.SZ	劲仔食品	0.7	0.8	1.0	16.7	13.1	10.6	0.4	0.5	0.4	1.9	1.6	1.3
	002991.SZ	甘源食品	4.2	5.2	6.2	12.6	10.2	8.5	0.7	0.4	0.4	2.1	1.7	1.5
	002557.SZ	洽洽食品	2.0	2.3	2.7	12.5	10.7	9.4	0.5	0.6	0.7	1.7	1.5	1.4
	603697.SH	有友食品	0.3	0.3	0.4	21.4	17.6	15.1	17.0	0.8	0.9	2.3	2.1	1.9
	002582.SZ	好想你	0.1	0.1	0.2	66.4	34.8	21.5	0.4	0.4	0.3	1.2	1.0	0.9
	603866.SH	桃李面包	0.4	0.4	0.5	14.4	13.2	11.9	2.3	1.4	1.1	1.3	1.2	1.1
	300783.SZ	三只松鼠	0.9	1.3	1.7	19.3	13.8	10.2	0.3	0.3	0.3	0.7	0.5	0.4
	603719.SH	良品铺子	0.5	0.6	0.7	22.1	18.6	15.6	3.2	1.0	0.8	0.5	0.5	0.4
	603777.SH	来伊份	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
餐饮供应链	603345.SH	安井食品	5.6	6.4	7.2	13.6	11.9	10.6	1.2	0.8	0.9	1.4	1.3	1.2
	002216.SZ	三全食品	0.8	0.9	1.0	12.7	11.7	10.7	-3.1	1.4	1.1	1.3	1.2	1.2
	002702.SZ	海欣食品	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	603536.SH	惠发食品	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	001215.SZ	千味央厨	1.5	1.9	2.2	16.1	13.4	11.4	1.1	0.7	0.7	1.2	1.0	0.9
	605089.SH	味知香	0.8	0.9	1.0	22.4	20.5	18.0	-1.3	2.2	1.3	3.3	3.1	2.9
	300973.SZ	立高食品	1.6	2.0	2.4	14.9	12.0	10.1	0.1	0.5	0.5	1.0	0.9	0.8
	300915.SZ	海融科技	1.4	1.8	2.4	19.4	14.8	11.3	0.5	0.5	0.4	2.0	1.6	1.3
	605339.SH	南侨食品	0.8	0.9	1.1	19.1	15.3	13.2	0.5	0.6	0.8	1.7	1.5	1.3
	605338.SH	巴比食品	1.0	1.1	1.3	14.7	12.9	11.3	1.2	0.9	0.8	1.9	1.7	1.5
肉制品卤味	000895.SZ	双汇发展	1.5	1.6	1.7	15.6	14.7	14.0	6.5	2.4	3.0	1.3	1.3	1.2
	002726.SZ	龙大美食	0.1	0.2	0.3	66.7	34.6	24.6	0.6	0.4	0.6	0.5	0.4	0.4
	600073.SH	光明肉业	0.4	0.5	0.5	15.8	13.2	11.8	0.3	0.7	1.0	0.2	0.2	0.2
	002330.SZ	得利斯	0.0	0.1	0.1	97.6	49.9	33.0	0.6	0.5	0.6	0.7	0.6	0.5
	603517.SH	绝味食品	1.2	1.4	1.6	11.0	9.3	8.2	0.1	0.5	0.6	1.0	0.9	0.9
	603057.SH	紫燕食品	0.9	1.1	1.2	16.3	14.3	12.7	1.1	1.0	1.0	1.6	1.5	1.3
	002695.SZ	煌上煌	0.2	0.3	0.3	30.8	23.9	22.2	0.5	0.8	3.0	1.7	1.5	1.4
调味品	603288.SH	海天味业	1.1	1.2	1.4	33.0	29.7	26.7	3.0	2.7	2.4	7.5	6.9	6.3
	600872.SH	中炬高新	1.0	1.2	1.5	18.2	14.5	11.8	-0.3	0.6	0.5	2.4	2.1	1.8
	603027.SH	千禾味业	0.6	0.7	0.9	21.5	18.1	15.4	1.0	1.0	0.9	3.7	3.2	2.8
	002650.SZ	ST 加加	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	600305.SH	恒顺醋业	0.1	0.2	0.2	51.6	42.6	36.3	0.7	2.0	2.1	3.7	3.4	3.1
	600298.SH	安琪酵母	1.6	1.8	2.1	19.7	17.1	14.8	2.3	1.1	0.9	1.8	1.6	1.4
	002507.SZ	涪陵榨菜	0.8	0.9	0.9	15.2	13.9	12.6	1.8	1.4	1.3	5.2	4.8	4.4
	300908.SZ	仲景食品	1.4	1.6	1.9	17.0	14.7	12.7	0.9	0.9	0.8	3.1	2.7	2.5
	603317.SH	天味食品	0.5	0.6	0.7	19.4	16.4	14.0	0.9	0.9	0.8	3.0	2.6	2.3
	603170.SH	宝立食品	0.7	0.8	1.0	16.5	13.8	11.8	-1.9	0.7	0.7	1.7	1.5	1.3
	603755.SH	日辰股份	0.7	0.9	1.1	32.8	26.7	22.3	1.2	1.2	1.1	5.5	4.6	4.0
	600887.SH	伊利股份	2.0	1.9	2.1	11.2	11.7	10.8	0.5	-2.8	1.2	1.1	1.1	1.0

	600597.SH	光明乳业	0.4	0.5	0.5	18.3	17.1	16.1	-0.5	2.3	2.8	0.4	0.4	0.4
	002946.SZ	新乳业	0.7	0.8	1.0	13.6	11.1	9.1	0.4	0.5	0.4	0.7	0.6	0.5
	600429.SH	三元股份	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	600419.SH	天润乳业	0.4	0.5	0.7	20.8	14.5	11.4	-1.1	0.3	0.4	0.8	0.8	0.7
	002329.SZ	皇氏集团	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	002732.SZ	燕塘乳业	1.3	1.5	1.7	10.7	9.4	8.2	1.0	0.6	0.6	1.0	0.9	0.8
	002910.SZ	庄园牧场	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	300106.SZ	西部牧业	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	001318.SZ	阳光乳业	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	300898.SZ	熊猫乳品	0.9	1.0	1.1	17.7	16.8	15.4	3.2	3.2	1.7	2.3	2.2	2.2
	002719.SZ	麦趣尔	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	002570.SZ	贝因美	0.1	0.1	0.2	27.3	19.3	15.2	0.3	0.5	0.5	0.9	0.8	0.7
	600882.SH	妙可蓝多	0.3	0.4	0.5	44.3	33.5	27.6	0.3	1.0	1.3	1.4	1.3	1.2
	605179.SH	一鸣食品	0.2	0.2	0.3	48.0	36.1	28.1	0.2	1.1	1.0	1.2	1.1	1.0
保健品	300146.SZ	汤臣倍健	0.8	1.0	1.1	13.7	11.6	10.2	-0.7	0.7	0.7	2.1	2.0	1.8
	300791.SZ	仙乐健康	1.7	2.1	2.5	14.2	11.5	9.7	0.3	0.5	0.5	1.3	1.1	1.0
	002626.SZ	金达威	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	300858.SZ	科拓生物	0.5	0.6	0.7	31.1	24.3	19.3	1.1	0.9	0.7	9.9	7.9	6.3
	603102.SH	百合股份	2.7	3.0	3.3	11.1	10.1	9.1	4.8	1.0	0.8	2.1	1.9	1.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 根据 Wind 一致预测, 股价截至 2024/8/30)

五、风险提示

原材料成本超预期上涨。当前大量子行业核心原材料成本向下, 若未来原材料成本上涨将影响盈利能力。

消费力及消费场景复苏不及预期。若需求偏弱、消费力及消费场景恢复不及预期, 企业收入端或面临压力。

行业竞争加剧。当前需求端有待持续恢复, 部分子行业产能释放, 若行业竞争趋于激烈将影响企业盈利能力。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com