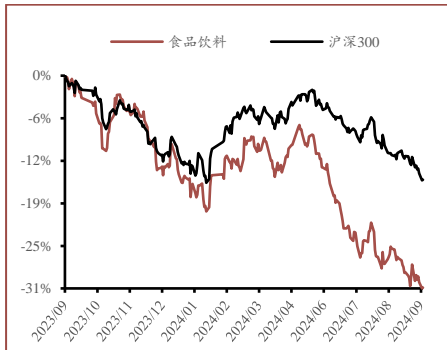


 投资评级:看好(维持)

最近 12 月市场表现



分析师 吴文德

SAC 证书编号: S0160523090004  
wuwd01@ctsec.com

分析师 李茵琦

SAC 证书编号: S0160523020001  
liyq03@ctsec.com

分析师 赵婕

SAC 证书编号: S0160523100002  
zhaojie@ctsec.com

分析师 任金星

SAC 证书编号: S0160524010001  
renjx@ctsec.com

## 分化加剧，龙头稳健，强化分红

## 核心观点

- ❖ **二季度分化加剧，需求有所承压，盈利维持改善趋势。**分板块看，白酒、饮料和零食收入相对较优，其中白酒板块集中度提升下，收入韧性较强，体现出白酒行业业绩的稳定性；软饮料受益出行以及高性价比；而零食则得益于渠道和品类红利。利润端的改善，一是成本端红利，二是企业重质提效，强化费效，释放弹性。
- ❖ **中报六大关键词：1) 分化加大：**龙头抗风险能力强，且集中度仍呈现出提升的趋势。**2) 高性价比：**在收入表现分化的背景下，高性价比成为了当前需求的主要贡献来源。**3) 餐饮疲软：**而与餐饮需求相关，或者说是偏可选的品类，则表现出较低的需求。**4) 竞争加剧：**在需求疲软的背景下，企业之间也加大了市场竞争。**5) 重质提效：**企业不是单纯的追求收入，而是选择主动降速调整，轻装上阵再出发。**6) 重视分红：**企业对股东回报的重视程度提升，更重视现金的创造能力，蓄力未来发展。
- ❖ **收入和利润的再平衡，供给端看行业发展趋势。**一方面，市场需求较为疲软，持续的低价竞争投入难以为继，企业对费效提升的要求或逐步提升；另一方面，行业承压或加剧格局的进一步优化，现金的留存是后续发力的重要保障；此外，资本开支也是重要的考量因素之一。结合以上三点，我们认为企业收入和利润或迎来再平衡，企业创现能力有望强化企业投资价值：稳定的创现能力叠加提分红预期，关注白酒、软饮料和乳制品行业。
- ❖ **投资建议：白酒短期仍有反弹机会、食品重视现金能力。**1) 白酒行业短期估值回调较多，随着中秋旺季预期的平稳过渡，以及酒企中报的韧性显现，板块仍可看一波反弹机会，推荐：贵州茅台、五粮液、山西汾酒、迎驾贡酒。2) 饮料行业仍是较为重要的方向，推荐东鹏饮料和统一企业中国，关注康师傅控股和承德露露。3) 关注乳制品头部竞合和原奶周期拐点，关注伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、新乳业。4) 餐饮链低预期下的弹性机会，推荐安井食品、千味央厨，关注立高食品、宝立食品、日辰股份。5) 其他超跌品种可关注青岛啤酒、盐津铺子、劲仔食品、安琪酵母、桃李面包等。
- ❖ **风险提示：**消费力恢复不及预期、行业竞争加剧、食品安全问题。

## 相关报告

- 《24Q2 食品饮料基金持仓分析》  
2024-07-23
- 《食品饮料 2024 年半年报前瞻》  
2024-07-03
- 《啤酒行业研究专题报告》  
2024-06-12

## 内容目录

1	行业总览：二季度分化加剧，需求有所承压，盈利维持改善趋势.....	5
1.1	板块收入表现分化，白酒、饮料、零食收入表现占优.....	5
1.2	重视股东回报，中期分红提升.....	6
1.3	24Q2 板块持仓比例下降，筹码结构持续优化.....	7
2	白酒：环比承压，积极应对.....	10
2.1	收入端：Q2 环比降速，分化态势加剧.....	10
2.1.1	高端酒：韧性凸显，对抗周期.....	14
2.1.2	次高端白酒：报表压力释放，主动调控为先.....	15
2.1.3	地产酒：苏皖景气延续，不乏亮眼个股.....	16
2.2	利润端：费控持续优化，盈利能力有所分化.....	17
2.2.1	毛利及费用端：酒企积极加大市场竞争投入，管理费用率持续收缩.....	18
2.2.2	利润增速：K 型分化持续凸显.....	19
3	啤酒：旺季不旺，个股分化.....	21
4	乳饮：出行和性价比消费利好，礼赠需求较弱，龙头趋向竞合.....	24
5	调味品：C 端需求承压，B 端复调稳健增长.....	27
5.1	基础调味品：餐饮需求弱复苏，主动调整收入承压.....	28
5.2	复合调味品：C 端有所承压，B 端表现亮眼.....	29
6	速冻食品：Q2 有所承压，静待旺季好转.....	30
7	休闲食品：板块成长性依旧突出，H2 持续推荐.....	32
8	投资建议：中报分化加大，龙头仍具韧性，重视现金能力.....	35
9	风险提示.....	36

## 图表目录

图 1. 食品饮料二季度营收增速放缓.....	6
图 2. 食品饮料二季度归母净利润增速放缓.....	6
图 3. 各子板块营收表现有所分化 (%).....	6
图 4. 各子板块归母净利润表现有所分化 (%).....	6
图 5. 食品饮料板块 24Q2 持仓比例降至行业第二.....	8
图 6. 食品饮料板块基金持仓变化.....	8

图 7. 白酒板块基金持仓变化.....	9
图 8. 大众品板块基金持仓变化.....	9
图 9. 白酒子版块单季收入增速(%).....	11
图 10. 白酒子版块季度累计收入增速(%).....	11
图 11. 白酒行业收入增速、订单额增速及收现增速对比.....	12
图 12. 高端酒收入增速、订单额增速及收现增速对比.....	12
图 13. 次高端酒收入增速、订单额增速及收现增速对比.....	12
图 14. 地产酒收入增速、订单额增速及收现增速对比.....	12
图 15. 1H24 白酒个股毛销差变动(pct).....	18
图 16. 24Q2 白酒个股毛销差变动(pct).....	18
图 17. 啤酒行业二季度营收增速放缓.....	21
图 18. 啤酒行业二季度归母净利润表现优于收入.....	21
图 19. 啤酒行业主要公司吨价呈上升趋势(元).....	21
图 20. 啤酒行业主要公司毛利率呈上升趋势(%).....	21
图 21. 进口大麦价格下行.....	22
图 22. 啤酒主要公司经营指标对比.....	24
图 23. 软饮料行业二季度营收表现较优.....	25
图 24. 软饮料行业二季度归母净利润持续提升.....	25
图 25. 乳品行业二季度营收承压.....	25
图 26. 乳品行业二季度归母净利润承压.....	25
图 27. CS 调味品行业营收变动情况.....	28
图 28. CS 调味品行业归母净利润变动情况.....	28
图 29. 速冻食品板块 2024H1 营收承压.....	31
图 30. 速冻食品板块 2024H1 归母净利润承压.....	31
图 31. 主要速冻食品公司 2024H1 营收承压.....	31
图 32. 主要速冻食品公司 2024H1 净利率维稳.....	31
图 33. 休闲食品板块 2024H1 营收保持较快增速.....	33
图 34. 休闲食品板块 2024H1 归母净利润保持较快增速.....	33
图 35. 主要休闲食品公司 2024H1 营收保持高增.....	33
图 36. 主要休闲食品公司 2024H1 净利率维稳.....	33
表 1. 食品饮料板块分红率及股息率持续提升.....	7

表 2. 食品饮料上市公司中期分红情况梳理.....	7
表 3. 分子板块基金重仓持仓比例.....	9
表 4. 分子板块基金重仓超配比例.....	9
表 5. 白酒板块公司 2020H1-2024H1 收入及归母净利润增速情况 .....	10
表 6. 白酒板块公司 2023Q2-2024Q2 单季收入及归母净利润增速情况 .....	11
表 7. 白酒子板块单季收入增速情况.....	13
表 8. 白酒子板块单季度收现增速情况.....	14
表 9. 高端酒公司点评.....	15
表 10. 次高端酒公司点评.....	16
表 11. 地产酒公司点评.....	17
表 12. 白酒子板块单季收入增速情况 (%) .....	17
表 13. 白酒子板块单季毛利率同比变动情况 (pct) .....	18
表 14. 白酒子板块单季销售费用率同比变动情况 (pct) .....	19
表 15. 白酒子板块单季毛销差同比变动情况 (pct) .....	19
表 16. 白酒子板块单季管理用率同比变动 (pct) .....	19
表 17. 白酒子板块归母净利增速情况 (%) .....	19
表 18. 白酒子板块扣非归母净利增速情况 (%) .....	20
表 19. 白酒子板块扣非净利增速-收入增速(pct) .....	20
表 20. 白酒上市公司 24Q1&24Q2 业绩概览 .....	20
表 21. 主要软饮料公司财务情况梳理.....	27
表 22. 基础调味品主要公司经营指标对比.....	29
表 23. 复合调味品主要公司经营指标对比.....	30
表 24. 速冻食品主要公司毛利率和净利率维稳.....	32
表 25. 休闲食品板块主要公司毛利率和净利率保持稳定.....	34

## 1 行业总览：二季度分化加剧，需求有所承压，盈利维持改善趋势

从行业半年报的季度情况看，二季度收入增速较一季度有明显的回落，我们认为：一是春节旺季催化一季度表现；二是消费需求回落，二季度消化一季度库存；三是竞争加剧使得价格表现承压；四是雨水天气等影响了餐饮相关需求，相关产业链表现承压。

总结半年报，特别是二季度的表现，我们得出以下几个关键词：

- 1) **分化加大**：龙头抗风险能力强，收入确定性较强，且集中度仍呈现出提升的趋势，特别是白酒各价格带的集中度，有望持续集中。
- 2) **高性价比**：在收入表现分化的背景下，高性价比成为了当前需求的主要贡献来源，例如饮料、零食量贩等，均展现出较高的增速。
- 3) **餐饮疲软**：而与餐饮需求相关，或者说是偏可选的品类，则表现出较低的需求。一方面是大家外出就餐的消费频次降低，另一方面餐饮的均价也出现了下降，叠加雨水天气的影响，使得与餐饮相关的速冻、啤酒等行业承压。
- 4) **竞争加剧**：在需求疲软的背景下，企业之间也加大了市场竞争，例如速冻、复调等，均出现了提高促销或价格战等现象。
- 5) **重质提效**：在参与竞争的同时，企业也不是单纯的追求收入，与往年的调整不同，更多的企业选择主动降速调整，轻装上阵再出发。
- 6) **重视分红**：最后，企业对股东回报的重视程度也提升，中期分红的比例在加大，同时企业也更重视现金的创造能力，蓄力未来发展。

### 1.1 板块收入表现分化，白酒、饮料、零食收入表现占优

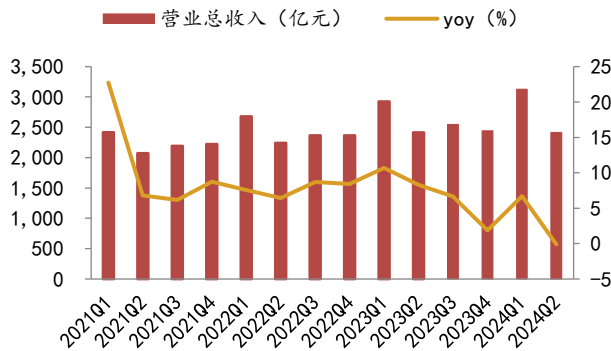
**24H1 白酒、软饮料及零食收入增幅领先，食品饮料整体利润表现优于收入。**  
24H1 食品饮料行业实现营收 5543.76 亿元，同比增长 3.63%；实现归母净利润 1283.02 亿元，同比增长 13.95%。

◇ 分板块看，收入端，2024H1 白酒/啤酒/软饮料/零食/调味发酵品/乳品/保健品/烘焙食品/熟食/肉制品/预加工食品分别同比 +13.07%/-1.23%/+14.38%/+16.22%/+6.07%/-9.16%/-4.70%/+3.06%/-7.99%/-8.18%/-1.43%。白酒、软饮料、零食实现双位数以上良好增长，其中白酒板块集中度提升下，收入韧性较强，体现出白酒行业业绩的稳定性；软饮料受益出行以及高性价比；而零食则得益于渠道和品类红利。此外，调味品、烘焙食品亦有正增，啤酒、乳品、保健品有所承压。其中与餐饮相关性较强的调

调味品、啤酒等表现承压。

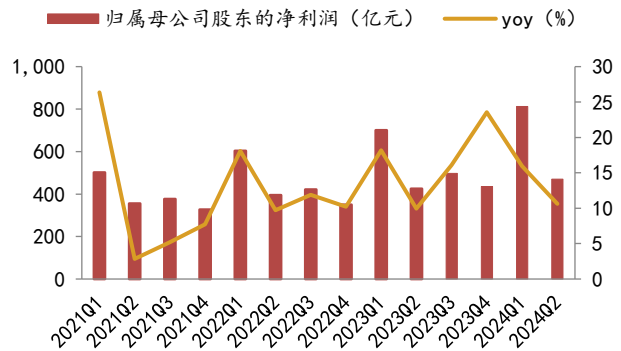
◇ 利润端，24H1 白酒/啤酒/软饮料/零食/调味发酵品/乳品/保健品/烘焙食品/熟食/肉制品/预加工食品分别同比+14.31%/+12.84%/+27.17%/+12.81%/+56.25%/+7.95%/-34.31%/+1.83%/+9.97%/+9.90%/+1.53%。利润端表现优于收入端，除保健品均实现正增长，其中调味品、软饮料利润增速领先。利润端的改善，一是成本端红利，二是企业重质提效，强化费效，释放弹性。

图1.食品饮料二季度营收增速放缓



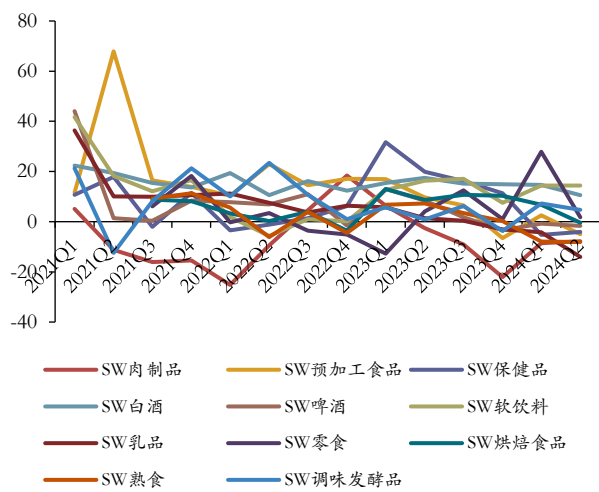
数据来源：Wind，财通证券研究所

图2.食品饮料二季度归母净利润增速放缓



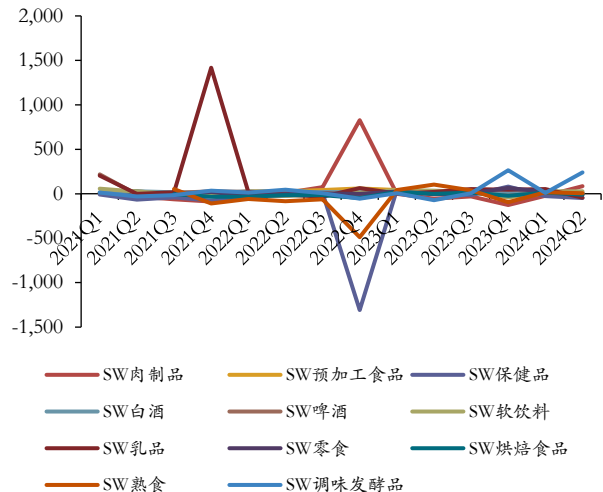
数据来源：Wind，财通证券研究所

图3.各子板块营收表现有所分化（%）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图4.各子板块归母净利润表现有所分化（%）



数据来源：Wind 财通证券研究所

## 1.2 重视股东回报，中期分红提升

分红率提升，中期分红公司数量增多。食品饮料板块分红率近年来稳步提升，板块2023年度平均分红率达到39.6%，平均股息率为2.2%。中期分红方面，2024年中报食品饮料板块共有17家上市公司公布中期分红方案，较2023年同期的4家大幅增加，食品饮料企业更加重视股东回报。多数企业分红率在50%以上（其中双汇发展分红率接近100%），平均分红率为56.1%。从2023年财报开始，食品饮料

公司加大对分红率的重视，并逐步行程常态化分红和提升的预期，板块投资者回报有望提升。

表1.食品饮料板块分红率及股息率持续提升

二级行业	分红比例(%)					股息率(%)				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
白酒	35.3	35.7	37.0	41.1	43.1	1.4	1.4	1.7	2.1	2.5
啤酒	36.1	21.9	36.3	43.6	40.6	0.7	0.5	1.1	1.5	1.6
其他酒	20.1	22.8	20.5	23.0	24.5	0.8	1.1	0.9	0.7	1.0
调味品	38.3	39.0	33.5	30.5	47.0	1.7	1.5	1.3	1.7	1.9
其他食品	5.9	29.6	33.9	28.4	34.0	1.3	2.4	1.9	1.3	1.8
肉制品	36.0	34.8	33.9	35.7	24.5	1.2	2.3	1.4	1.8	1.2
速冻食品	22.0	33.9	30.0	28.3	55.4	0.6	1.9	2.2	2.4	3.0
休闲食品	44.1	33.5	46.0	48.2	42.1	2.7	3.3	2.8	2.8	3.4
非乳饮料	21.5	34.8	40.7	48.7	54.9	2.3	2.4	2.2	2.5	3.2
乳制品	17.0	28.4	25.8	26.2	33.8	0.8	1.6	1.5	1.2	1.7
<b>食品饮料</b>	<b>28.7</b>	<b>31.4</b>	<b>35.2</b>	<b>36.2</b>	<b>39.6</b>	<b>1.5</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>2.2</b>

数据来源：Wind、财通证券研究所

注：股息率对应股价为 2024/8/30 收盘价

表2.食品饮料上市公司中期分红情况梳理

上市公司	24H1 归母净利润 (亿元)	中期分红总额 (亿元)	分红率
双汇发展	22.96	22.87	99.6%
有友食品	0.76	0.68	89.9%
桃李面包	2.90	1.92	66.2%
克明食品	1.03	0.65	63.4%
紫燕食品	1.98	1.24	62.7%
绝味食品	2.96	1.82	61.5%
甘源食品	1.67	1.00	60.1%
东鹏饮料	17.31	10.00	57.8%
宝立食品	1.08	0.60	55.3%
一鸣食品	0.26	0.14	53.0%
盐津铺子	3.19	1.64	51.3%
安井食品	8.03	4.03	50.2%
双塔食品	0.54	0.25	45.8%
劲仔食品	1.43	0.45	31.2%
益客食品	1.17	0.35	30.2%
天佑德酒	0.80	0.16	20.0%
好想你	-0.36	1.75	-
<b>平均</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>56.1%</b>

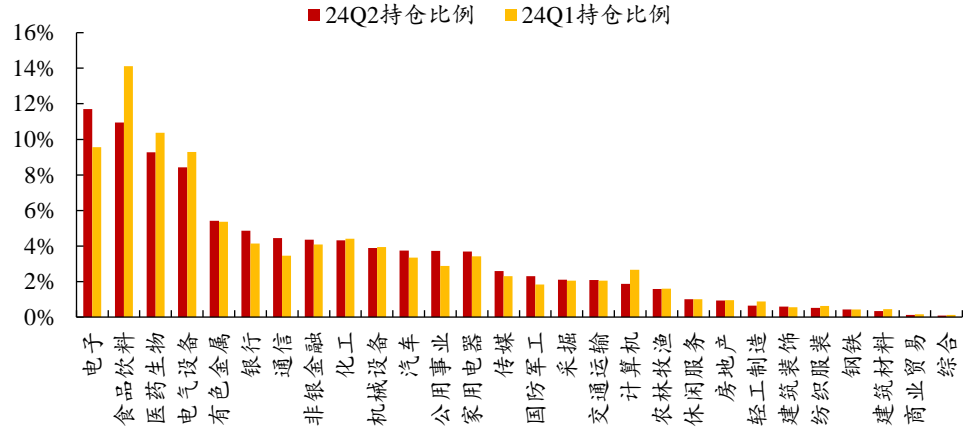
数据来源：Wind、各公司公告、财通证券研究所

### 1.3 24Q2 板块持仓比例下降，筹码结构持续优化

24Q2 食品饮料板块整体减配，基金重仓股持仓比例环比 24Q1 下降 3.16pct。24Q2 季末基金食品饮料板块重仓持股比例为 10.97%（食品饮料重仓持股市值/基金重仓持股总市值），较 24Q1 下降 3.16pct。23Q2-24Q2 公募基金食品饮料重仓

比例分别为 12.90%、14.00%、13.65%、14.14%、10.97%。全行业中，食品饮料板块重仓比例降至第二，被电子板块超越。

图5.食品饮料板块 24Q2 持仓比例降至行业第二

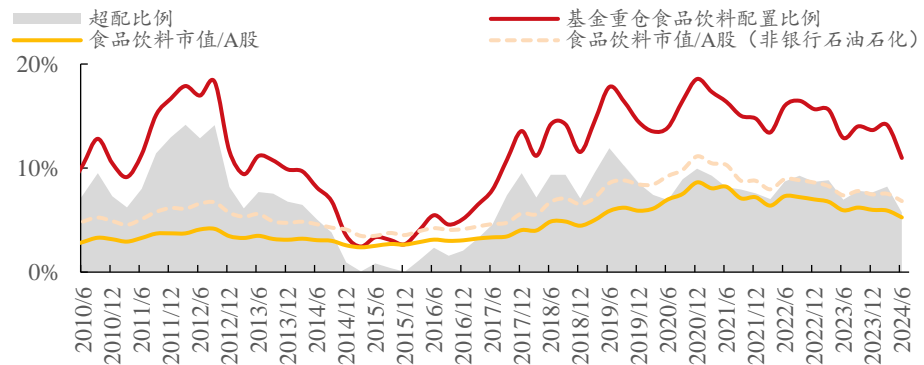


注：行业分类采用 SW 一级行业  
数据来源：Wind、财通证券研究所

**24Q2 食品饮料板块超配收窄，基金重仓股超配比例环比 24Q1 下降 2.51pct。**

24Q2 季末食品饮料市值占 A 股比重为 5.26%（剔除银行石油石化市值比重为 6.83%），食品饮料板块继续处于超配状态，超配 5.71pct，超配比例环比下降 2.51pct。24Q2 边际减仓幅度较大，24Q2 消费需求整体转淡，市场对食品饮料预期出现回落，白酒作为食饮核心板块面临较大幅度减配。

图6.食品饮料板块基金持仓变化



数据来源：Wind、财通证券研究所

**24Q2 白酒、大众品均边际减仓。**24Q2 白酒持仓比例环比下降 2.64pct 至 9.90%，23Q2-24Q2 季末白酒持仓比例分别为 10.76%、12.27%、11.91%、12.54%、9.90%。24Q2 大众品持仓比例为 1.07%，环比下降 0.53pct，其中饮料乳品、啤酒减仓较多，其余子板块持仓微降。

表3.分子板块基金重仓持仓比例

	24Q2 环比	24Q2	24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	22Q4	22Q3
食品饮料	-3.16 pct	10.97%	14.14%	13.65%	14.00%	12.90%	15.60%	15.67%	16.47%
白酒	-2.64 pct	9.90%	12.54%	11.91%	12.27%	10.76%	13.20%	13.14%	13.92%
大众品	-0.53 pct	1.07%	1.60%	1.74%	1.74%	2.14%	2.40%	2.53%	2.55%
啤酒	-0.16 pct	0.27%	0.43%	0.37%	0.52%	0.69%	0.89%	0.79%	0.90%
饮料乳品	-0.19 pct	0.40%	0.59%	0.59%	0.51%	0.62%	0.60%	0.72%	0.84%
食品加工	-0.06 pct	0.17%	0.24%	0.34%	0.29%	0.36%	0.35%	0.35%	0.36%
休闲食品	-0.07 pct	0.07%	0.14%	0.15%	0.14%	0.14%	0.17%	0.21%	0.15%
调味发酵品	-0.03 pct	0.12%	0.15%	0.18%	0.17%	0.19%	0.21%	0.27%	0.20%

数据来源：Wind、财通证券研究所

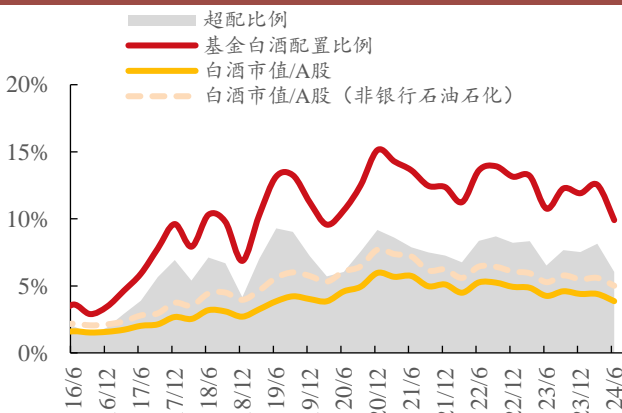
白酒基金超配比例环比下降，大众品转为低配。从超配比例来看，白酒 24Q2 超配比例环比下降 2.1pct 至 6.04%，23Q2-24Q2 季末白酒超配比例分别为 6.51%、7.67%、7.51%、8.15%、6.04%；大众品 24Q2 超配比例环比下降 0.41pct 至 -0.33%，转为低配，大众品各子板块中，啤酒仍处于超配状态，其余子板块为低配状态。

表4.分子板块基金重仓超配比例

	24Q2 环比	24Q2	24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	22Q4	22Q3
食品饮料	-2.51 pct	5.71%	8.22%	7.67%	7.80%	6.95%	8.84%	8.68%	9.26%
白酒	-2.10 pct	6.04%	8.15%	7.51%	7.67%	6.51%	8.34%	8.22%	8.68%
大众品	-0.41 pct	-0.33%	0.08%	0.16%	0.13%	0.45%	0.50%	0.46%	0.58%
啤酒	-0.15 pct	0.12%	0.27%	0.22%	0.34%	0.50%	0.66%	0.57%	0.68%
饮料乳品	-0.17 pct	-0.04%	0.13%	0.14%	0.06%	0.17%	0.14%	0.20%	0.34%
食品加工	-0.04 pct	-0.08%	-0.04%	0.04%	-0.01%	0.07%	0.04%	0.01%	0.04%
休闲食品	-0.04 pct	-0.07%	-0.03%	-0.03%	-0.05%	-0.06%	-0.06%	-0.05%	-0.06%
调味发酵品	0.01 pct	-0.24%	-0.25%	-0.23%	-0.23%	-0.26%	-0.35%	-0.35%	-0.44%

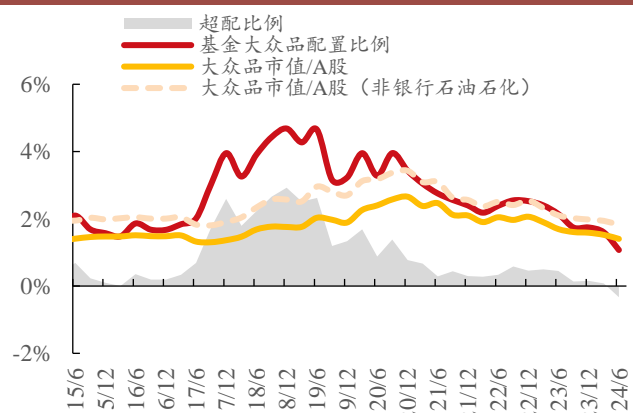
数据来源：Wind、财通证券研究所

图7.白酒板块基金持仓变化



数据来源：Wind、财通证券研究所

图8.大众品板块基金持仓变化



数据来源：Wind、财通证券研究所

## 2 白酒：环比承压，积极应对

### 2.1 收入端：Q2 环比降速，分化态势加剧

2024 年上半年白酒板块增速回落。2024H1 白酒板块营业收入同比增长 14.1%，归母净利润同比增长 13.9%。在消费需求疲软的环境下，行业收入增速较 2023H1 回落，但整体增长趋势仍然稳健。

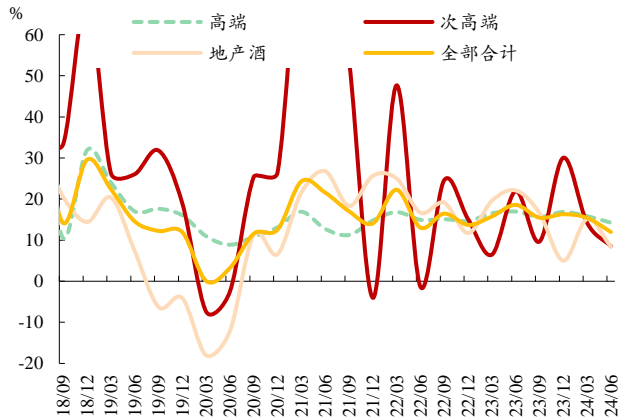
表5.白酒板块公司 2020H1-2024H1 收入及归母净利润增速情况

证券简称	收入同比增速					归母净利润同比增速				
	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1
<b>白酒合计</b>	<b>1.4%</b>	<b>23.6%</b>	<b>18.6%</b>	<b>17.3%</b>	<b>14.1%</b>	<b>8.3%</b>	<b>21.4%</b>	<b>22.0%</b>	<b>19.5%</b>	<b>13.9%</b>
<b>高端</b>	10.3%	15.5%	16.1%	17.3%	15.3%	14.5%	14.7%	19.8%	19.2%	14.4%
贵州茅台	11.3%	11.7%	17.4%	20.8%	17.8%	13.3%	9.1%	20.8%	20.8%	15.9%
五粮液	13.3%	19.4%	12.2%	10.4%	11.3%	16.3%	21.6%	14.4%	12.8%	11.9%
泸州老窖	-4.7%	22.0%	25.2%	25.1%	15.8%	17.1%	31.2%	30.9%	28.2%	13.2%
<b>次高端</b>	<b>-5.4%</b>	<b>91.1%</b>	<b>27.2%</b>	<b>11.5%</b>	<b>12.2%</b>	<b>9.9%</b>	<b>151.2%</b>	<b>34.2%</b>	<b>19.8%</b>	<b>12.7%</b>
山西汾酒	8.2%	75.6%	26.5%	24.0%	19.6%	34.9%	120.8%	41.5%	35.0%	24.3%
水井坊	-52.4%	128.4%	12.9%	-26.4%	12.6%	-69.6%	266.0%	-2.0%	-45.2%	19.5%
舍得酒业	-15.9%	133.1%	26.5%	16.6%	-7.3%	-11.5%	347.9%	13.6%	10.1%	-35.8%
酒鬼酒	1.9%	137.3%	48.0%	-39.2%	-35.5%	18.4%	176.5%	40.7%	-41.2%	-71.3%
<b>地产酒</b>	<b>-15.9%</b>	<b>23.5%</b>	<b>21.8%</b>	<b>20.5%</b>	<b>12.7%</b>	<b>-11.2%</b>	<b>17.2%</b>	<b>25.7%</b>	<b>20.4%</b>	<b>12.2%</b>
洋河股份	-16.1%	15.7%	21.6%	15.7%	4.6%	-3.2%	4.8%	21.8%	14.1%	1.1%
古井贡酒	-7.8%	27.0%	28.5%	25.6%	22.1%	-17.9%	34.5%	39.2%	44.9%	28.5%
老白干酒	-23.8%	10.6%	22.7%	10.2%	10.7%	-39.5%	6.1%	191.4%	-40.2%	40.3%
今世缘	-4.6%	32.2%	20.7%	28.5%	22.4%	-4.9%	30.9%	21.2%	26.7%	20.1%
迎驾贡酒	-27.3%	52.5%	21.3%	24.2%	20.4%	-25.1%	77.6%	31.7%	36.5%	29.6%
口子窖	-35.1%	42.9%	2.4%	26.8%	8.7%	-45.7%	41.3%	7.6%	14.6%	11.9%
金徽酒	-12.7%	36.6%	26.1%	24.2%	15.2%	-10.9%	55.9%	13.1%	20.1%	16.0%
<b>其他</b>	<b>-21.7%</b>	<b>38.3%</b>	<b>8.1%</b>	<b>13.7%</b>	<b>4.0%</b>	<b>-70.5%</b>	<b>233.8%</b>	<b>-8.8%</b>	<b>36.1%</b>	<b>22.7%</b>
金种子酒	-19.1%	33.0%	10.4%	27.6%	-13.2%	71.0%	79.8%	-43.6%	-31.3%	-129.3%
伊力特	-15.6%	29.9%	10.0%	7.7%	8.9%	-27.5%	45.0%	-39.5%	37.4%	12.1%
天佑德酒	-34.7%	63.6%	2.8%	11.0%	14.9%	-256.2%	-314.5%	32.3%	-3.0%	-17.5%

数据来源：Wind，财通证券研究所

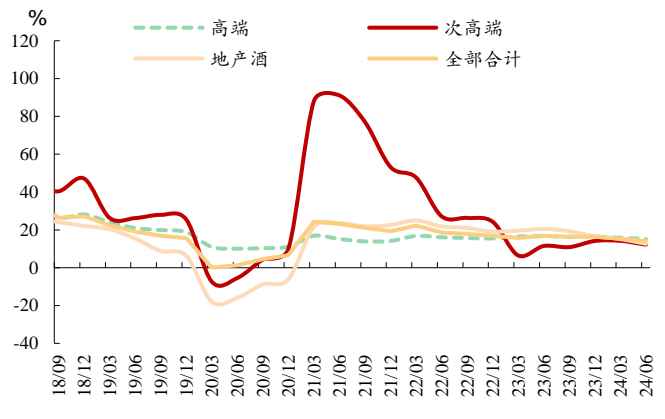
分季度看，2024Q2 承压环比降速，其中高端酒企展现较好韧性，次高端、地产酒企承压较多。23Q2~24Q2 白酒板块单季度收入同比增速分别为 18.6%、15.5%、16.3%、15.4%、12%。其中 24Q2 高端酒企收入增速仅小幅回落，展现较好韧性；次高端、地产酒承压较多，24Q2 收入增速明显回落。

图9.白酒子版块单季收入增速(%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图10.白酒子版块季度累计收入增速(%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

表6.白酒板块公司 2023Q2-2024Q2 单季收入及归母净利润增速情况

证券简称	收入同比增速					归母净利润同比增速				
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
<b>白酒合计</b>	<b>18.6%</b>	<b>15.5%</b>	<b>16.3%</b>	<b>15.4%</b>	<b>12.0%</b>	<b>21.0%</b>	<b>18.4%</b>	<b>16.2%</b>	<b>15.7%</b>	<b>10.6%</b>
<b>高端</b>	<b>16.9%</b>	<b>15.7%</b>	<b>16.9%</b>	<b>15.8%</b>	<b>14.2%</b>	<b>18.4%</b>	<b>18.0%</b>	<b>17.5%</b>	<b>15.2%</b>	<b>13.2%</b>
贵州茅台	20.4%	13.1%	19.8%	18.0%	17.0%	21.0%	15.7%	19.3%	15.7%	16.1%
五粮液	5.1%	17.0%	14.0%	11.9%	10.1%	5.1%	18.5%	10.1%	12.0%	11.5%
泸州老窖	30.5%	25.4%	9.1%	20.7%	10.5%	27.2%	29.4%	24.8%	23.2%	2.2%
<b>次高端</b>	<b>21.9%</b>	<b>9.6%</b>	<b>30.1%</b>	<b>14.2%</b>	<b>8.5%</b>	<b>36.0%</b>	<b>15.2%</b>	<b>5.1%</b>	<b>20.9%</b>	<b>-7.0%</b>
山西汾酒	31.8%	13.6%	27.4%	20.9%	17.1%	49.6%	27.1%	2.0%	30.0%	10.2%
水井坊	2.2%	21.5%	51.3%	9.4%	16.6%	508.9%	19.6%	53.2%	16.8%	29.6%
舍得酒业	32.1%	7.9%	27.6%	4.2%	-22.7%	14.8%	3.0%	-1.9%	-3.4%	-88.4%
酒鬼酒	-32.0%	-36.7%	21.7%	-48.8%	-13.3%	-38.2%	-77.7%	-10.1%	-75.6%	-60.9%
<b>地产酒</b>	<b>22.1%</b>	<b>16.6%</b>	<b>5.0%</b>	<b>15.2%</b>	<b>8.4%</b>	<b>25.0%</b>	<b>19.7%</b>	<b>2.6%</b>	<b>13.9%</b>	<b>8.7%</b>
洋河股份	16.1%	11.0%	-21.5%	8.0%	-3.0%	9.9%	7.5%	-161.3%	5.0%	-9.7%
古井贡酒	26.8%	23.4%	8.9%	25.9%	16.8%	47.5%	46.8%	49.2%	31.6%	24.6%
老白干酒	10.0%	12.9%	17.9%	12.7%	9.0%	18.5%	17.9%	42.2%	33.0%	46.7%
今世缘	30.6%	28.0%	26.7%	22.8%	21.5%	29.1%	26.4%	18.8%	22.1%	16.9%
迎驾贡酒	28.6%	21.9%	18.8%	21.3%	19.0%	59.0%	39.5%	26.0%	30.4%	28.0%
口子窖	34.0%	4.7%	10.4%	11.1%	5.9%	22.8%	8.4%	6.9%	10.0%	15.1%
金徽酒	21.0%	47.8%	17.3%	20.4%	7.7%	53.7%	884.8%	-15.4%	21.6%	1.9%
<b>其他</b>	<b>15.1%</b>	<b>73.5%</b>	<b>42.9%</b>	<b>13.3%</b>	<b>-9.4%</b>	<b>255.4%</b>	<b>194.3%</b>	<b>313.2%</b>	<b>54.5%</b>	<b>-92.9%</b>
金种子酒	30.5%	43.3%	6.8%	-3.0%	-26.2%	-107.9%	-103.7%	-124.9%	-142.9%	-295.6%
伊力特	-5.6%	143.9%	85.7%	12.4%	3.6%	39.8%	363.8%	331.2%	7.1%	38.9%
天佑德酒	53.0%	43.8%	42.0%	32.8%	-11.8%	-291.8%	2693.1%	-33.1%	40.4%	-248.1%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

现金流表现看, 收现分化加剧。23Q2、23Q3、23Q4+24Q1、24Q2 白酒板块收现同比增速分别为 10.4%、22.1%、12.5%、22.8%, 订单额(收入+△预收)同比增速分别为 24.8%、16.8%、16.9%、16.4%。

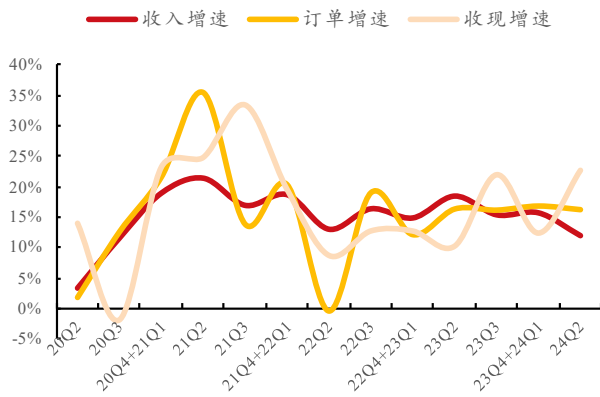
1) 高端酒: 五粮液收现亮眼, 贵州茅台稳健, 泸州老窖降速。24Q2 茅五泸订单

额分别增长 22.8%/51.6%/4.6%，收现分别+22.6%/+93.4%/-0.2%，茅台收现端维持稳健增长，五粮液高增主要源于超前回款及票据集中兑现，老窖主因高基数因素。

2) 次高端：收现普遍承压。山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒 24Q2 订单额同比-4.5%/-7.3%/-10.4%/-20.5%。整体来看，次高端仍处于调整阶段，24Q2 回款节奏普遍放缓。

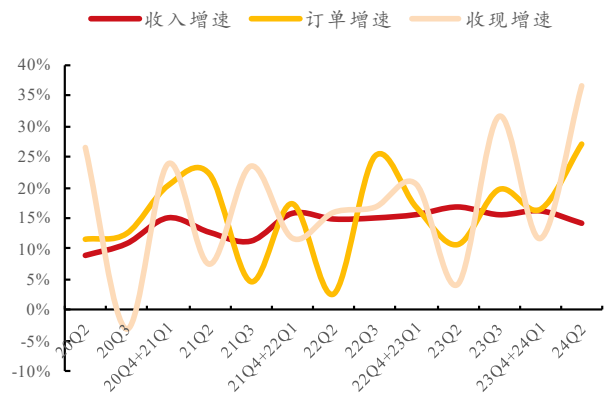
3) 地产酒：收现降速，分化凸显。24Q2 古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒订单额分别同比增长 3.8%/6.3%/14.4%，其余地产酒企同比均下滑。

图11.白酒行业收入增速、订单额增速及收现增速对比



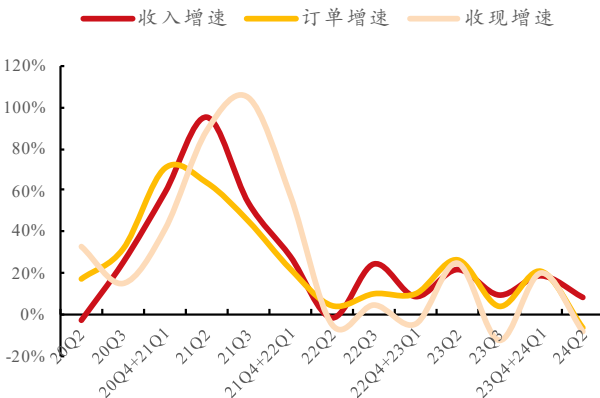
数据来源：Wind，财通证券研究所

图12.高端酒收入增速、订单额增速及收现增速对比



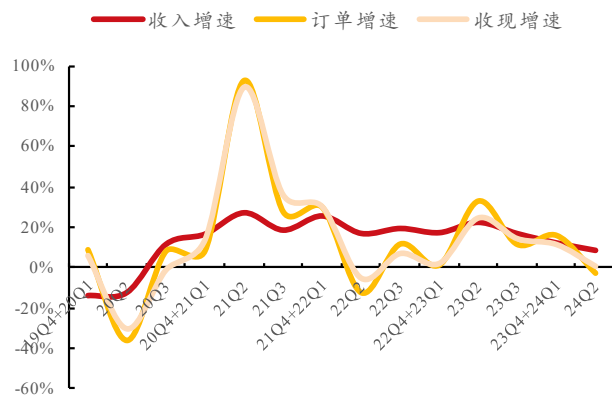
数据来源：Wind，财通证券研究所

图13.次高端酒收入增速、订单额增速及收现增速对比



数据来源：Wind，财通证券研究所

图14.地产酒收入增速、订单额增速及收现增速对比



数据来源：Wind，财通证券研究所

表7.白酒子板块单季收入增速情况

简称	收入增速						订单额(收入+△预收)增速					
	22Q3	22Q4+2 3Q1	23Q2	23Q3	23Q4+2 4Q1	24Q2	22Q3	22Q4+2 3Q1	23Q2	23Q3	23Q4+2 4Q1	24Q2
全行业	16.5%	14.9%	18.6%	15.5%	15.8%	12.0%	-0.6%	12.4%	24.8%	16.8%	16.9%	16.4%
<b>高端</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.7%</b>	<b>16.9%</b>	<b>15.7%</b>	<b>16.3%</b>	<b>14.2%</b>	<b>2.3%</b>	<b>17.2%</b>	<b>24.0%</b>	<b>11.2%</b>	<b>16.5%</b>	<b>27.4%</b>
贵州茅台	15.2%	17.6%	20.4%	13.1%	18.9%	17.0%	3.7%	14.5%	13.3%	11.8%	22.4%	22.8%
五粮液	12.2%	12.0%	5.1%	17.0%	12.7%	10.1%	-13.3%	20.8%	34.3%	4.5%	9.2%	51.6%
泸州老窖	22.3%	18.4%	30.5%	25.4%	14.9%	10.5%	46.9%	18.4%	48.3%	21.5%	13.4%	4.6%
<b>次高端</b>	<b>24.6%</b>	<b>8.9%</b>	<b>21.9%</b>	<b>9.6%</b>	<b>18.9%</b>	<b>8.5%</b>	<b>4.2%</b>	<b>10.0%</b>	<b>29.8%</b>	<b>26.3%</b>	<b>20.7%</b>	<b>-6.4%</b>
山西汾酒	32.5%	26.5%	31.8%	13.6%	22.5%	17.1%	12.7%	21.8%	41.4%	37.2%	29.3%	-4.5%
水井坊	7.0%	-33.1%	2.2%	21.5%	30.9%	16.6%	32.1%	-31.4%	-36.4%	12.6%	31.0%	-7.3%
舍得酒业	30.9%	6.6%	32.1%	7.9%	13.9%	-22.7%	-8.4%	39.8%	55.9%	3.2%	-1.2%	-10.4%
酒鬼酒	2.5%	-37.9%	-32.0%	-36.7%	-22.8%	-13.3%	-33.6%	-40.7%	-8.6%	-9.8%	-24.9%	-20.5%
<b>地产酒</b>	<b>19.1%</b>	<b>17.1%</b>	<b>22.1%</b>	<b>16.6%</b>	<b>12.0%</b>	<b>8.4%</b>	<b>-12.7%</b>	<b>1.1%</b>	<b>24.7%</b>	<b>33.1%</b>	<b>15.9%</b>	<b>-2.9%</b>
洋河股份	18.4%	13.6%	16.1%	11.0%	2.3%	-3.0%	-8.8%	-11.3%	18.5%	28.6%	11.0%	-8.3%
古井贡酒	21.6%	24.8%	26.8%	23.4%	19.5%	16.8%	-21.8%	11.3%	29.0%	22.1%	20.6%	3.8%
老白干酒	27.9%	1.6%	10.0%	12.9%	15.5%	9.0%	-17.0%	-2.9%	5.6%	20.0%	18.7%	-6.0%
今世缘	26.1%	27.4%	30.6%	28.0%	23.8%	21.5%	-5.0%	14.0%	41.3%	39.8%	22.8%	6.3%
迎驾贡酒	24.5%	18.7%	28.6%	21.9%	20.2%	19.0%	-6.6%	18.3%	21.5%	42.4%	17.7%	14.4%
口子窖	5.7%	9.3%	34.0%	4.7%	10.8%	5.9%	-15.9%	12.9%	45.7%	59.5%	8.3%	-16.3%
金徽酒	-9.1%	16.6%	21.0%	47.8%	19.4%	7.7%	-10.9%	8.2%	8.5%	57.3%	20.6%	-17.7%
<b>其他</b>	<b>-38.8%</b>	<b>-1.8%</b>	<b>15.1%</b>	<b>73.5%</b>	<b>23.9%</b>	<b>-9.4%</b>	<b>-10.8%</b>	<b>1.3%</b>	<b>17.1%</b>	<b>7.8%</b>	<b>21.2%</b>	<b>-8.6%</b>
金种子酒	-18.6%	7.3%	30.5%	43.3%	1.5%	-26.2%	3.7%	25.1%	55.0%	-4.9%	-5.7%	-22.6%
伊力特	-60.0%	-3.8%	-5.6%	143.9%	34.4%	3.6%	-16.0%	-8.9%	10.7%	-2.1%	38.7%	1.7%
天佑德酒	-23.2%	-9.0%	53.0%	43.8%	35.8%	-11.8%	-15.1%	-6.1%	-2.2%	55.7%	29.5%	-12.9%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

表8.白酒子板块单季度收现增速情况

简称	收现增速						收现比					
	22Q3	22Q4+2 3Q1	23Q2	23Q3	23Q4+2 4Q1	24Q2	22Q3	22Q4+2 3Q1	23Q2	23Q3	23Q4+2 4Q1	24Q2
全行业	12.9%	12.9%	10.4%	22.1%	12.5%	22.8%	1.13	1.63	1.07	1.20	1.05	1.18
<b>高端</b>	<b>16.8%</b>	<b>20.6%</b>	<b>4.2%</b>	<b>31.6%</b>	<b>11.7%</b>	<b>36.6%</b>	<b>1.21</b>	<b>1.10</b>	<b>1.08</b>	<b>1.29</b>	<b>1.05</b>	<b>1.29</b>
贵州茅台	19.6%	12.7%	12.3%	21.0%	22.7%	22.6%	1.15	1.04	1.05	1.23	1.08	1.10
五粮液	10.8%	43.7%	-18.6%	35.1%	-1.8%	93.4%	1.21	1.24	1.00	1.40	1.09	1.76
泸州老窖	20.1%	-8.2%	25.7%	90.4%	7.4%	-0.2%	0.90	0.89	1.37	1.37	0.83	1.23
<b>次高端</b>	<b>4.8%</b>	<b>-4.3%</b>	<b>24.9%</b>	<b>-12.2%</b>	<b>20.1%</b>	<b>-7.9%</b>	<b>1.19</b>	<b>0.97</b>	<b>1.22</b>	<b>0.90</b>	<b>0.98</b>	<b>1.03</b>
山西汾酒	5.1%	6.4%	35.5%	-15.9%	25.1%	-6.3%	1.14	0.96	1.25	0.85	0.98	1.00
水井坊	0.3%	-30.1%	9.4%	15.1%	29.5%	-5.9%	1.19	1.12	1.21	1.13	1.11	0.97
舍得酒业	1.6%	-3.3%	36.0%	-16.6%	12.8%	-14.4%	1.10	0.98	1.18	0.85	0.97	1.30
酒鬼酒	21.8%	-43.2%	-40.3%	-33.3%	-33.7%	-12.9%	0.92	0.88	1.03	0.97	0.76	1.04
<b>地产酒</b>	<b>7.3%</b>	<b>2.4%</b>	<b>25.0%</b>	<b>14.7%</b>	<b>11.8%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.96</b>	<b>1.09</b>	<b>0.98</b>	<b>1.10</b>	<b>1.08</b>	<b>0.92</b>
洋河股份	7.7%	-10.7%	13.8%	11.6%	13.0%	-12.0%	1.14	1.05	0.82	1.15	1.16	0.74
古井贡酒	-10.1%	13.5%	19.3%	26.8%	6.3%	12.8%	0.92	1.05	1.10	0.94	0.94	1.07
老白干酒	-0.1%	-5.7%	24.9%	12.8%	23.7%	-0.5%	1.14	1.15	0.93	1.14	1.23	0.84
今世缘	52.7%	12.5%	32.6%	4.3%	19.6%	7.1%	1.60	1.12	1.07	1.30	1.08	0.95
迎驾贡酒	29.6%	26.1%	42.5%	18.5%	11.4%	12.7%	1.15	1.21	1.13	1.11	1.12	1.07
口子窖	-13.2%	20.7%	48.9%	20.3%	-1.0%	-4.4%	0.80	1.06	1.10	0.91	0.95	1.00
金徽酒	-16.5%	16.7%	93.1%	30.1%	13.8%	-12.8%	1.24	1.29	1.16	1.09	1.23	0.94
<b>其他</b>	<b>18.4%</b>	<b>-16.7%</b>	<b>12.8%</b>	<b>52.1%</b>	<b>7.0%</b>	<b>-30.6%</b>	<b>1.06</b>	<b>1.08</b>	<b>1.04</b>	<b>1.21</b>	<b>0.93</b>	<b>0.80</b>
金种子酒	163.9%	-15.3%	52.1%	4.3%	-47.8%	-46.9%	1.85	1.09	1.25	1.35	0.56	0.90
伊力特	-26.2%	-25.4%	-21.6%	156.9%	35.6%	-26.5%	1.02	1.05	0.85	1.07	1.06	0.60
天佑德酒	-20.5%	0.6%	48.9%	54.0%	31.0%	-13.0%	1.17	1.13	1.11	1.25	1.09	1.09

数据来源: Wind, 财通证券研究所

### 2.1.1 高端酒: 韧性凸显, 对抗周期

**高端酒企 24Q2 增长稳健。**2024Q2 贵州茅台、五粮液、泸州老窖营收分别同增 17%、10.1%、10.5%，归母净利分别同增 16.1%、11.5%、2.2%，其中贵州茅台、五粮液 24Q2 收入增速环比 24Q1 仅略微降速，泸州老窖则环比降速明显。贵州茅台尽管经历批价波动，但行业压舱石作用不改；五粮液率先发力控货挺价，布局侧翼产品补增量，实现高质量增长；泸州老窖相对承压较多，发力控速提质、深耕挖潜，稳健势能犹在。

**表9.高端酒公司点评**

公司	点评
贵州茅台	<p><b>高质量双过半，提分红显信心。</b> 24H1 实现营收 819.3 亿元，同比+17.8%，归母净利润 417.0 亿元，同比+15.9%；24Q2 实现营收 361.6 亿元，同比+17.3%，归母净利润 176.3 亿元，同比+16.1%。分产品看：1) 茅台酒 24Q2 收入 289 亿元，同比+12.9%，高端酒需求韧性得以体现。考虑到传统渠道普飞配额/回款稳定，直销 Q2 降速，非标产品或是主增长来源；2) 系列酒 24Q2 收入 72.1 亿元，同比+42.5%，消费结构重塑促成系列酒增长契机。其中茅台 1935 提前完成半年目标，其他系列酒单品增速或高于整体，形成新增长极。分渠道看：24Q2 批发/直销收入同比+27.4%/+5.8%，直销占比为 40%，同比-4.5pct，其中 i 茅台收入 49.1 亿元，同比+10.6%。直销结构下降主因 Q2 直销渠道控量挺价（企业团购/数字平台等），考虑到公司经营理念调整，以及稳定渠道信心，预计直销端拓展将趋向谨慎。公司规划 2024~2026 年最低分红率 75%，分年度和中期两次实施。常规分红率确定性提升（往年仅年度分红存在确定性），特别分红常态化。据此测算，对应当前市值 2024 年股息率预计可达 3.7%，核心资产红利特征凸显。</p>
五粮液	<p><b>稳健双过半，蓄力新高度。</b> 2024H1 实现营收 506.5 亿元，同比+11.3%，归母净利润 190.6 亿元，同比+11.9%；2024Q2 实现营收 158.2 亿元，同比+10.1%，归母净利润 50.1 亿元，同比+11.5%。分产品看：1) 2024H1 五粮液产品收入 392 亿元，同比+11.4%，量/价分别同比+12.1%/-0.6%。普五在减量控货基础上推测微增；1618、低度通过扫码红包、宴席活动促动销补齐增长；经典五粮液推测增长贡献不大。2) 2024H1 系列酒收入 79 亿元，同比+17.8%。量/价分别同比-23.9%/+54.7%，主因 2023H1 尖庄放量导致量高基数/价低基数。2024H1 系列酒更加聚焦，五粮春升级转型、尖庄控量，发力产品结构优化，逐步补齐腰部短板。尽管当前环境偏弱，五粮液在千元绝对龙头的品牌力基础上，精准推进渠道调控，普五挺价坚决，批价、库存维持良性，有望以积极状态进入旺季。战略补充得当，1618、低度补齐短期增量，适时推出差异度数产品、经典年份酒谋求远期潜力。看好公司量价正循环下的稳健增长。</p>
泸州老窖	<p><b>Q2 降速提质，锚定长期稳增。</b> 24H1 实现营收 169 亿元，同比+15.8%，归母净利润 80.3 亿元，同比+13.2%；24Q2 实现营收 77.2 亿元，同比+10.5%，归母净利润 34.5 亿元，同比+2.2%。分产品看：1) 中高档酒 24H1 收入 152.1 亿元，同比+17.1%，量/价分别同比+25.7%/-6.8%。量的方面，国窖增长稳健，Q2 或降速至 10%+，低度优于高度，特曲/特曲 60 版受益商务降级、大众红利，增速或优于整体；价的方面，吨价下降主因高度出厂价回调、低度及中档酒占比提升。2) 其他酒收入 16.3 亿元，同比+6.9%，量/价分别同比+0.6%/+6.3%。低档酒表现平稳，期内头曲提价拉动吨价提升。当前弱环境下，酒企控速提质、谋求长期健康稳增已是行业普遍共识，愈发考验酒企内功。我们认为，公司在渠道控盘、深耕挖潜方面的相对优势，有望助力平稳穿越周期、实现稳定增长。</p>

数据来源：Wind、各公司公告、财通证券研究所

### 2.1.2 次高端白酒：报表压力释放，主动调控为先

次高端酒企整体表现为承压分化，积极主动调控下压力逐步释放。24Q2 山西汾酒/舍得酒业/水井坊/酒鬼酒收入分别同比+17.1%/+16.6%/-22.7%/-13.3%。其中山西汾酒虽环比降速，但仍展现出优于次高端整体的增长势能，Q2 控青花放中低档，战术灵活，提质谋求长期增长；水井坊依靠大众单品臻酿八号取得超预期单季表现；舍得酒业、酒鬼酒延续承压态势，收入利润均明显下滑，两者均积极应对，主动控货去库释放压力。

表10.次高端酒公司点评

公司	点评
山西汾酒	<p><b>Q2 战术调控，谋求长期发展。</b>2024H1 实现营收 227.5 亿元，同比+19.6%，归母净利润 84.1 亿元，同比+24.3%；2024Q2 实现营收 74.1 亿元，同比+17.1%，归母净利润 21.5 亿元，同比+10.2%。分产品看，2024Q2 中高价酒类/其他酒类实现收入 45.7/28 亿元，同比+1.5%/+58.3%。1) 青花系列增速放缓，青花 20 是 Q2 控量重点。2) 玻汾 Q2 投放量阶段性加大，省外市场做强清香氛围，同时补齐青花调控的增量。3) 腰部产品增长顺应大众消费需求。我们认为，当前弱环境下，一味追求短期高增会损伤经营根基，适时灵活调控才是可持续发展的正道。而汾酒的优势即在于多层次无短板的产品组合，赋予了产品互补调控、有的放矢的空间。当前来看，青花势能不减，经控量后批价、库存均保持良性，更加健康进入中秋，Q3 预计回归放量。玻汾下半年预计收缩控量，全年或回归合理稳增。腰部产品下半年升级产品导入省外市场，伴随全国化拓展全年将持续增长，中期或将补齐玻汾控量的缺口。</p>
舍得酒业	<p><b>Q2 承压延续，主动调整为先。</b>2024H1 实现营收 32.7 亿元，同比-7.3%，归母净利润 5.91 亿元，同比-35.8%；2024Q2 实现营收 11.7 亿元，同比-22.7%，归母净利润 0.41 亿元，同比-88.4%。2024Q2 酒类收入 10.2 亿元，同比-25%，单季表现低于预期，承压环比加剧。分产品看，2024Q2 中高档酒/普通酒收入 8.8/1.5 亿元，同比-19.3%/-47.3%。中高档酒方面，次高端及以上商务需求仍有承压，公司为维持渠道良性未大力压货，Q2 品味持续控货去库，降幅或较大；舍之道维持增长，宴席场景表现较优，但因小体量贡献较小。夜郎古酒显著改善，2024H1 实现营收 1.7 亿元，同比接近翻倍增长。普通酒方面，T68 受益大众消费增长较好，沱牌定制产品主动提质缩量形成拖累。当前次高端调整期内，公司坚守长期主义，“控量稳价”以维持渠道良性，主动释放库存压力，期待下半年轻装上阵后边际改善。</p>
水井坊	<p><b>Q2 超预期，新财年轻装上阵。</b>24H1 营收 17.2 亿元，同比+12.6%，归母净利润 2.42 亿元，同比+19.5%；24Q2 营收 7.85 亿元，同比+16.6%，归母净利润 0.56 亿元，同比+29.6%。24Q2 作为公司 F24 财年收官季，在市场认为回款不顺的低预期下仍实现了双位数增长。24Q2 酒类收入 7.42 亿元，同比+11.2%。分产品看，24Q2 高档酒/中档酒收入 7.2/0.23 亿元，同比+14.7%/-43.6%。臻酿八号持续受益大众消费红利增速高于整体，“加倍下注”成效开始显现，井台、典藏因商务场景承压预计增长贡献不大。上半年圆满收官定下良好基调，全年双增目标确定性提升，验证了调整期内经营策略的可行性。当前公司渠道库存良性、价盘稳定，Q3 开启新财年有望轻装上阵取得稳健增势，八号有望持续引领增长。</p>

数据来源：Wind、各公司公告、财通证券研究所

### 2.1.3 地产酒：苏皖景气延续，不乏亮眼个股

2024 年以来徽酒景气持续兑现、苏酒竞争有所加剧。24Q2 年地产酒上市公司整体营收、归母净利增速分别为 8.4%/8.7%。区域酒企竞争进一步加强，品牌集中度进一步提升。24Q2 企业营收及利润增速环比略有下滑，一方面二季度春节大众消费脉冲有所下滑，另一方面宴席市场受高基数影响同比略有承压。分区域来看，安徽、甘肃等区域相对占优，结构性增长下势能仍有余力。

表11.地产酒公司点评

公司	点评
洋河股份	24H1 实现营收 228.8 亿元，同比增长 4.6%；实现归母净利润 79.5 亿元，同比增长 1.1%。24Q2 分别实现营收、归母净利 66.2、18.9 亿元，同比变化-3.0%、-9.7%。分产品看，24H1 中高档(蓝色经典、珍宝坊等)/普通档收入 199.6 (+4.8%)/25.3 (5.2%) 亿元，中高档酒占比同比-0.04pct 至 88.8%。我们预计，24H1 商务需求修复不及预期且宴席市场高基数背景下，公司积极调整打法，一方面针对水晶梦等省内核心价位带进一步加大费用力度，同时 Q2 以后逐步注意 M6+控货挺价及渠道建设。②分区域来看，24H1 省内/省外分别实现营收 96.0 (+1.4%)/129.0 亿元 (+7.5%)，省外营收占比同比提升 1.0pct 至 57.3%，我们预计北京、江西等重点市场实现较好增速。分红承诺注重股东回报：公司公告 2024~2026 年年度现金分红总额不低于归母净利的 70%，且不低于人民币 70 亿元(含税)，若分红如期落实，现价股(以 2024 年 8 月 29 日收盘价)息率约 6.0%，配置性价比凸显。
古井贡酒	24H1 营收同增 22.1%，归母净利同增 28.5%；24Q2 营收、归母净利分别同增 16.8%、24.6%，毛销差提升带动净利率持续改善。24H1 公司白酒收入同增 22.3%，年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及分别同比增长 23.12%/11.47%/26.58%。分区域看，24H1 华中/华北/华南分别实现 118.7/11.1/8.2 亿元，同比+21.3%/+35.1%/+17.2%，我们预计，1 则安徽省内消费结构性增长势能有所延续，2 则公司通过古 7/古 20 等产品积极提升河北、山东华北市场产品结构推动省外市场稳步扩张。中秋展望来看，古井有望凭借渠道运作能力持续受益省内结构化(100-300 元)增长势能，目前整体回款进度复合预期，预计目标完成确定性较强。费用端来看，公司费率优化仍有空间。
今世缘	24H1 实现营收 73.1 亿元，同比增长 22.3%；实现归母净利润 24.6 亿元，同比增长 20.1%。24Q2 分别实现营收、归母净利 26.3、9.3 亿元，同比增长 21.5%、16.9%。2024 年，公司迎来建厂 80 周年、国缘品牌创立 20 周年、上市 10 周年。上市以来，公司通过持续精耕省内、逐步拓展省外，跑出跨越发展加速度。长期来看，公司产品布局完善，以大单品四开为基，向上通过 V 系实现品牌高度跃升，向下通过雅系及高沟等品牌实现势能扩张。市场方面，公司通过分品提升、分区精耕持续提升省内市场空间天花板，同时围绕长三角稳步推进省外市场培育。
迎驾贡酒	24H1 实现营收 37.9 亿元，同比增长 20.4%；实现归母净利润 13.8 亿元，同比增长 29.6%。24Q2 实现营收、归母净利 14.6、4.7 亿元，分别同比增长 19.0%、28.0%。Q2 利润增速超出市场预期，主因毛利率大幅提升。24Q2 公司白酒收入同增 20.2%，受高基数影响增速环比略有下滑。其中中高档酒、普通酒分别同增 24.9%、6.5%，产品高端化持续推进。分产品看：24H1 估算洞藏系列保持增长势能，伴随公司核心包量店签约推进洞 9 及产品占比实现有效提升，洞 6 增速保持稳定。展望 24H2，伴随安徽省内 100~300 元价格带集中效应提升，公司一方面持续加强销售网点下沉及客情维护，另一方面积极推进演唱会营销活动，带动洞 9 及以上产品推力进一步提升。安徽省内大众消费持续强劲，伴随洞藏系列自点率持续提升，公司保持消费者培育力度，推动产品结构稳步提升，品牌势能持续释放。

数据来源：Wind、各公司公告、财通证券研究所

表12.白酒子板块单季收入增速情况(%)

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
高端合计	16.95	15.66	16.86	15.84	14.24
次高端合计	21.93	9.64	30.06	14.22	8.50
地产酒合计	22.10	16.58	4.98	15.15	8.41
其他合计	15.08	73.45	42.89	13.29	-9.42
全部合计	18.58	15.45	16.31	15.43	11.98

数据来源：Wind，财通证券研究所

## 2.2 利润端：费控持续优化，盈利能力有所分化

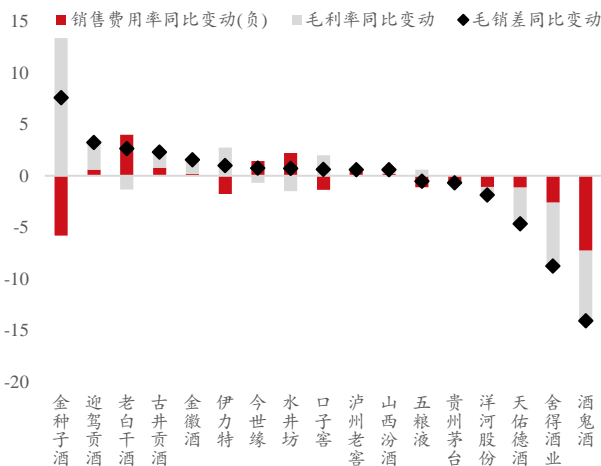
24Q2 我们统计的 17 家白酒上市公司中，净利润增速快于营收增速的仅有 7 家，白酒企业盈利能力持续承压。我们预计 1 则产品价格带聚集持续显著，高端化整

体趋缓；2 则存量竞争背景下，各公司淡季持续加大销售费用投放，聚焦市场份额占优。短期来看，白酒企业费用端或仍将承压，长期来看头部酒企有望凭借品牌、渠道以及价格带优势实现份额巩固，利润端有望逐步趋稳。

### 2.2.1 毛利及费用端：酒企积极加大市场竞争投入，管理费用率持续收缩

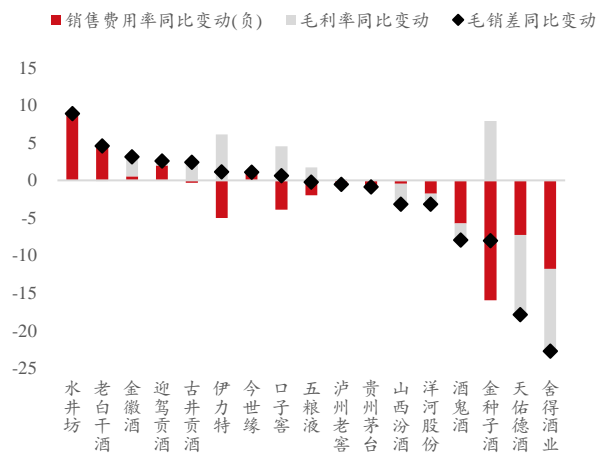
24Q2 白酒企业毛销差同比-0.31pct，行业承压背景下酒企营销竞争加大，盈利能力分化明显。①24Q2 高端酒毛销差同比-0.33pct，其中茅五泸销售费用率皆有一定程度提升。②24Q2 次高端毛销差同比-4.19pct，主因舍得毛销差下滑带动，其中仅水井坊毛销差阶段性提升，次高端商务需求短期承压进一步加剧。③24Q2 地产酒毛销差同比+0.33pct，大部分酒企环比有所改善仅洋河有所下滑，主要系二季度地产酒产品结构较春节相对提升，地产酒内部看，徽酒表现好于苏酒，古井、迎驾毛销差同比提升较多，我们预计主要系安徽省内结构性增长势能仍强，龙头酒企核心单品错位竞争，酒企营销投入压力相对温和。

图15.1H24 白酒个股毛销差变动(pct)



数据来源：Wind，财通证券研究所

图16.24Q2 白酒个股毛销差变动(pct)



数据来源：Wind，财通证券研究所

表13.白酒子板块单季毛利率同比变动情况 (pct)

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
高端合计	0.10	-0.02	1.30	0.22	0.58
次高端合计	-1.08	-2.86	1.00	0.43	-3.13
地产酒合计	4.65	1.54	-0.60	-0.05	0.76
其他合计	2.82	15.33	11.17	5.60	2.95
<b>全部合计</b>	<b>0.91</b>	<b>-0.02</b>	<b>1.05</b>	<b>0.28</b>	<b>0.46</b>

数据来源：Wind，财通证券研究所

表14.白酒子板块单季销售费用率同比变动情况 (pct)

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
高端合计	-0.59	0.40	1.18	0.40	0.90
次高端合计	-4.39	-3.38	4.03	-1.11	1.06
地产酒合计	2.48	1.77	1.13	0.27	0.43
其他合计	-4.15	-7.48	-5.82	-0.39	8.57
<b>全部合计</b>	<b>-0.29</b>	<b>0.16</b>	<b>1.11</b>	<b>0.15</b>	<b>0.77</b>

数据来源: Wind, 财通证券研究所

表15.白酒子板块单季毛销差同比变动情况 (pct)

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
高端合计	0.69	-0.42	0.12	-0.17	-0.33
次高端合计	3.31	0.52	-3.03	1.54	-4.19
地产酒合计	2.17	-0.24	-1.73	-0.33	0.33
其他合计	6.97	22.81	16.99	5.99	-5.62
<b>全部合计</b>	<b>1.20</b>	<b>-0.18</b>	<b>-0.05</b>	<b>0.13</b>	<b>-0.31</b>

数据来源: Wind, 财通证券研究所

管理费率方面, 酒企费控持续加强。24Q2 白酒企业管理费用率分别同比-0.48pct 管理费率延续优化趋势。

表16.白酒子板块单季管理用率同比变动 (pct)

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
高端合计	-0.11	-0.70	-0.24	-0.59	-0.73
次高端合计	-0.05	-0.73	-2.12	-0.15	-0.02
地产酒合计	-1.12	-0.30	0.10	-0.62	0.15
其他合计	0.01	-3.01	-4.08	0.09	-0.76
<b>全部合计</b>	<b>-0.32</b>	<b>-0.61</b>	<b>-0.42</b>	<b>-0.53</b>	<b>-0.48</b>

数据来源: Wind, 财通证券研究所

### 2.2.2 利润增速: K型分化持续凸显

净利润角度来看, 24Q2 高端酒及地产酒增速相对稳健。我们认为, 在行业承压背景下, 高端酒业绩韧性突出, 次高端酒在消费升级放缓趋势下承压较多, 地产酒由于产品结构适配区域价格端集中趋势, 品牌及渠道优势有效维持利润增速。

表17.白酒子板块归母净利增速情况 (%)

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
高端合计	18.36	17.97	17.48	15.21	13.17
次高端合计	35.99	15.19	5.14	20.93	-6.97
地产酒合计	25.02	19.69	2.56	13.87	8.68
全部合计	21.03	18.40	16.22	15.72	10.64

数据来源: Wind, 财通证券研究所

表18.白酒子板块扣非归母净利增速情况(%)

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
高端合计	18.47	17.59	17.56	15.49	12.84
次高端合计	36.04	15.52	5.84	20.58	-5.79
地产酒合计	29.91	21.21	-7.81	15.26	9.96
全部合计	21.81	18.36	15.58	16.14	10.70

数据来源: Wind, 财通证券研究所

表19.白酒子板块扣非净利增速-收入增速(pct)

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
高端合计	1.52	1.93	0.70	-0.35	-1.40
次高端合计	14.10	5.88	-24.21	6.36	-14.28
地产酒合计	7.81	4.63	-12.79	0.10	1.54
全部合计	3.23	2.90	-0.73	0.71	-1.28

数据来源: Wind, 财通证券研究所

表20.白酒上市公司 24Q1&amp;24Q2 业绩概览

证券简称	24Q2				24Q1			
	营业收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	营业收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY
贵州茅台	361.55	17.3%	176.30	16.1%	457.76	18.1%	240.65	15.7%
五粮液	158.15	10.1%	50.12	11.5%	348.33	11.9%	140.45	12.0%
泸州老窖	77.16	10.5%	34.54	2.2%	91.88	20.7%	45.74	23.2%
山西汾酒	74.08	17.1%	21.47	10.2%	153.38	20.9%	62.62	30.0%
水井坊	7.85	16.6%	0.56	29.6%	9.33	9.4%	1.86	16.8%
舍得酒业	11.65	-22.6%	0.41	-88.4%	21.05	4.1%	5.50	-3.4%
酒鬼酒	5.00	-13.3%	0.48	-60.9%	4.94	-48.8%	0.73	-75.6%
洋河股份	66.21	-3.0%	18.92	-9.7%	162.55	8.0%	60.55	5.0%
古井贡酒	55.19	16.8%	15.07	24.6%	82.86	25.9%	20.66	31.6%
老白干酒	13.40	9.0%	1.68	46.7%	11.30	12.7%	1.36	33.0%
今世缘	26.33	21.5%	9.29	16.9%	46.71	22.8%	15.33	22.1%
迎驾贡酒	14.61	19.0%	4.66	28.0%	23.25	21.3%	9.13	30.4%
口子窖	13.99	5.9%	3.59	15.1%	17.68	11.1%	5.89	10.0%
金徽酒	6.78	7.7%	0.74	1.9%	10.76	20.4%	2.21	21.6%
金种子酒	2.47	-26.2%	-0.07	-295.6%	4.19	-3.0%	0.18	142.9%
伊力特	4.98	3.6%	0.39	38.9%	8.31	12.4%	1.59	7.1%
天佑德酒	2.33	-11.8%	-0.29	-248.1%	5.26	32.8%	1.08	40.4%

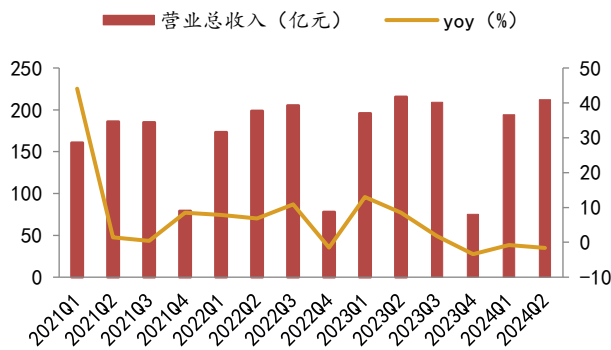
数据来源: Wind, 财通证券研究所

### 3 啤酒：旺季不旺，个股分化

啤酒板块二季度受雨水天气、消费力及基数影响有所承压，个股表现有所分化。二季度步入啤酒销售旺季，但一方面，受到雨水频繁天气因素扰动，消费场景受损导致销量承压，另一方面，高端消费力不足、餐饮娱乐渠道恢复偏弱，对吨价及结构表现有所不利。且各家公司由于优势价格带、优势区域不同，表现有所分化。

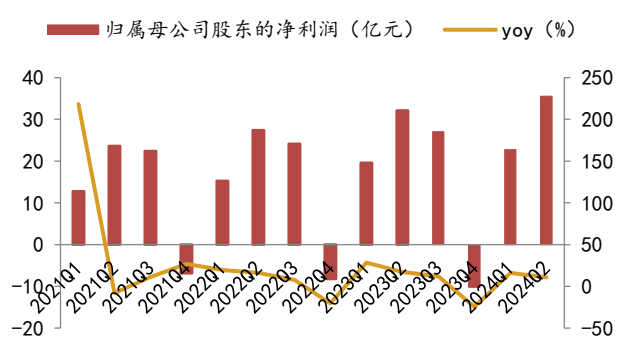
- ◇ 中档价格带较为利好，高端占比较高的公司影响更大。例如高端占比较高的重庆啤酒 24Q2 高端承压，吨价略有下滑。
- ◇ 基数略有影响，但核心还是即饮渠道的需求偏弱。例如青岛啤酒高基数下销量表现较弱，主因即饮渠道影响较大。
- ◇ 大单品依然能有  $\alpha$ ，同时非现饮渠道表现占优。燕京啤酒大单品 U8 带动销量及结构持续向好，珠江啤酒非即饮渠道占比较高使得量价齐升。

图17.啤酒行业二季度营收增速放缓



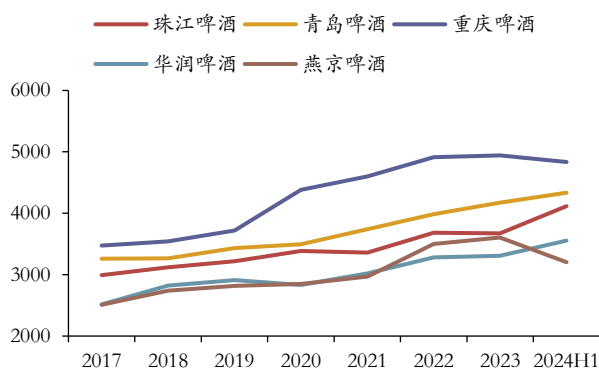
数据来源：Wind，财通证券研究所

图18.啤酒行业二季度归母净利润表现优于收入



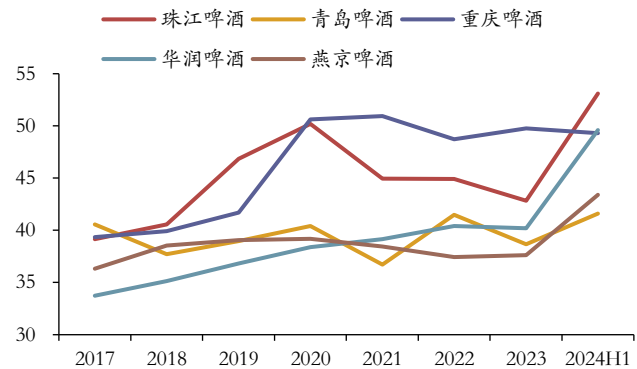
数据来源：Wind，财通证券研究所

图19.啤酒行业主要公司吨价呈上升趋势（元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图20.啤酒行业主要公司毛利率呈上升趋势（%）



数据来源：Wind，财通证券研究所

利润端，原材料价格回落带来的成本改善进一步显现，各家公司费效控制，利

**利润端表现优于收入端。**进口大麦成本改善显著，2024年6月进口大麦价格263美元/吨，环比下降1.7%，同比下降24.3%，改善显著。包材方面，2024年6月铝期货价格20320元/吨，环比下降5.6%，同比上升13.0%；玻璃价格1411元/吨，环比下滑8.3%，同比下滑15.4%。24Q2各啤酒公司毛利率基本呈持续改善趋势，全年有望继续受益。

图21.进口大麦价格下行



数据来源：Wind，财通证券研究所

- 青岛啤酒：**2024H1 公司实现营收 200.7 亿元，同比-7.1%；实现归母净利润 36.4 亿元，同比+6.3%。收入端，拆分量价，公司 24H1 实现销量约 463 万千升，同比-7.8%；吨价 4334.8 元，同比+1.0%。分档次看，24H1 主品牌/其他品牌销量为 261/202 万千升，同比-7.2%/-8.6%，中高端以上销量 189.6 万千升，同比-4.0%。中档产品压力更大，高档产品相对较好。利润端，得益于原材料成本改善、高价原材料逐步消化、旧瓶回收改善采购成本，二季度毛利率改善幅度提升。旺季为开拓新售点及拉动消费，销售费用投放力度略有提升，但整体公司费用率控制稳健，盈利能力向好。
- 重庆啤酒：**24H1/24Q2 公司分别实现营业收入 88.6/45.7 亿元，同比增长 4.2%/1.5%；实现归母净利润 9.01/4.49 亿元，同比变化+4.2%/-6.0%。收入端：销量稳健增长，结构表现有所承压。销量来看，24H1/24Q2 公司实现销量 178.38/91.7 万千升，同比+3.30%/1.53%。结构来看，公司实现吨价 4834.46/4848.30 元，同比+0.25%/-0.66%。Q2 吨价有所下滑，主因：1) 雨水天气影响以及餐饮承压，使得高档产品有所下滑；2) 消费力表现不及预期。利润端，费用率相对稳定，工厂折旧影响利润表现。24H1/24Q2 公司实现毛利率 49.22%/50.45%，同比+0.73/-1.00pcts；实现净利率 10.17%/9.84%，同比变动 0/-0.79pcts。

- ◇ **燕京啤酒**：24H1/24Q2 分别实现营业收入 80.5/44.6 亿元，同比变化 +5.5%/+8.8%；实现归母净利润 7.58/6.56 亿元，同比变化+47.5%/+45.9%。收入端，大单品持续放量，带动公司销量、结构持续向好。销量端，24H1 公司实现销量 230.49 万吨，同比+0.7%；结构端，实现吨价 3205.2 元，同比+3.9%。中高端占比不断提升，U8 大单品持续放量，销量表现优于同行，结构持续改善。利润端，一方面，公司大单品带动结构升级+原材料成本下行 + 采购策略及供应链效率改善，带动毛利率提升；另一方面，公司持续深化包括生产、市场和供应链等在内的九大变革，治理运营效率持续优化，盈利能力改善。

图22.啤酒主要公司经营指标对比

项目	单位	2020	2021	2022	2023Q1	2023Q2	2023H1	2023Q3	2023Q4	2023H2	2023	2024Q1	2024Q2	2024H1		
青岛啤酒	收入	亿元	277.6	301.7	321.7	107.1	108.9	215.9	93.9	29.6	123.4	339.4	101.5	99.2	200.7	
	yoy		-0.8%	8.7%	6.6%	16.3%	8.2%	12.0%	-4.6%	-3.4%	-4.3%	5.5%	-5.2%	-8.9%	-7.1%	
	毛利率		35.3%	36.7%	36.8%	38.3%	40.1%	39.2%	40.9%	27.5%	38.7%	38.7%	40.4%	42.8%	41.6%	
	净利率		8.4%	10.8%	11.8%	13.8%	18.1%	15.9%	16.2%	-22.0%	7.0%	12.8%	15.7%	20.6%	18.2%	
	销量	万千升	782.2	793.0	807.0	236.3	266.0	502.3	227.1	71.3	298.4	800.7	218.4	245.0	463.0	
	yoy		-2.8%	1.4%	1.8%	11.0%	2.7%	6.4%	-11.3%	-10.2%	-10.9%	-0.8%	-7.6%	-8.1%	7.8%	
	吨价		3496.1	3741.8	3986.6	4530.8	4092.4	4298.6	4133.0	4149.3	4137.0	4172.1	4647.4	4055.6	4334.8	
	yoy		1.9%	7.0%	4.8%	4.8%	5.4%	5.3%	7.5%	7.6%	7.4%	6.3%	2.6%	-0.9%	1.0%	
	人均产出	万元	77.8	91.6	101.5											
	产能利用率			57.6%	57.3%							66.1%				
重庆啤酒	收入	亿元	109.4	131.2	140.4	40.1	45.0	85.1	45.2	17.9	63.1	148.2	42.9	45.7	88.6	
	yoy		7.1%	19.9%	7.0%	4.5%	9.6%	7.2%	6.5%	-3.8%	3.4%	5.5%	7.1%	1.5%	4.2%	
	毛利率		50.6%	50.9%	50.5%	45.2%	51.5%	48.5%	50.5%	48.8%	49.1%	49.8%	47.9%	50.5%	49.3%	
	净利率		16.0%	18.3%	18.4%	19.3%	10.6%	10.2%	10.6%	0.2%	15.4%	18.3%	20.9%	9.9%	10.2%	
	销量	万千升	242.4	278.9	285.7	82.4	90.3	172.7	92.5	34.6	127.1	299.8	86.7	91.7	178.4	
	yoy		3.3%	15.1%	2.4%	3.7%	5.7%	4.8%	5.3%	4.8%	5.2%	4.9%	5.3%	1.5%	3.3%	
	吨价		4384.2	4601.4	4914.6	4863.8	4981.4	4925.3	4891.2	5164.8	4965.7	4942.5	4819.8	4848.3	4834.5	
	yoy		3.7%	5.0%	4.5%	0.8%	3.7%	2.3%	1.1%	-8.1%	-1.7%	0.6%	1.3%	-0.7%	0.3%	
	人均产出	万元	473.7	197.0	207.5											
	产能利用率			95.5%	97.5%											
华润啤酒	收入	亿元	324.7	343.9	364.3			228.9			150.6	389.3			237.4	
	yoy		-3.9%	5.9%	5.9%			6.5%			5.7%	10.4%			-0.5%	
	毛利率		38.4%	39.2%	40.4%			46.0%			33.9%	40.2%			49.6%	
	净利率		6.5%	13.4%	11.9%			19.5%			3.3%	13.2%			0.9%	
	销量	万千升	1110.0	1105.6	1109.6			657.1			458.0	1115.0			634.8	
	yoy		-2.6%	-0.4%	0.4%			4.4%			-4.6%	0.5%			-3.4%	
	吨价		2833.2	3019.8	3283.0			3632.8			3050.4	3306.0			3554.8	
	yoy		-2.4%	6.6%	5.5%			6.4%			2.8%	4.0%			2.0%	
	人均产出	万元		0.6	0.6											
	产能利用率															
燕京啤酒	收入	亿元	109.3	119.6	132.0	35.3	41.0	44.6	47.9	18.0	65.9	142.1	35.9	44.6	80.5	
	yoy		-4.7%	9.5%	10.4%	13.7%	7.7%	7.3%	8.5%	-4.4%	4.7%	7.7%	1.8%	8.8%	5.5%	
	毛利率		39.2%	38.4%	37.4%	36.8%	45.7%	41.6%	48.0%	-6.6%	37.6%	37.6%	37.2%	48.3%	43.4%	
	净利率		2.6%	2.5%	4.2%	2.6%	11.0%	6.7%	9.2%	-16.8%	3.7%	6.0%	3.6%	14.7%	9.4%	
	销量	万千升	353.5	362.1	377.0	96.3	132.7	229.0	114.1	51.2	165.2	394.2			230.5	
	yoy		-7.3%	2.4%	4.1%	12.8%	2.2%	6.4%	4.3%	-2.4%	2.1%	4.6%			0.7%	
	吨价		2851.3	3089.8	3501.7	3661.3	3089.0	3329.7	4199.3	3512.9	3987.0	3605.1			3205.2	
	yoy		1.2%	8.4%	6.0%	0.8%	5.3%	3.7%	4.1%	-2.1%	2.5%	3.0%			3.9%	
	人均产出	万元	39.1	45.7	55.7											
	产能利用率			40.2%	41.9%							71.2%				
珠江啤酒	收入	亿元	42.5	45.4	49.3	10.4	17.4	27.7	17.8	8.3	26.1	53.8	11.1	18.8	29.9	
	yoy		0.1%	6.8%	8.6%	18.8%	11.4%	14.0%	5.9%	1.2%	4.4%	9.1%	7.1%	8.1%	7.7%	
	毛利率		50.2%	45.0%	42.4%	40.8%	48.3%	45.5%	45.7%	27.7%	42.8%	42.8%	42.1%	49.0%	53.1%	
	净利率		13.8%	13.8%	12.3%	8.9%	16.9%	13.2%	15.6%	-2.4%	10.2%	11.6%	11.4%	20.5%	17.1%	
	销量	万千升	119.9	127.6	133.9	26.2	42.5	68.7	46.2	25.3	71.5	140.3	26.4	43.5	69.9	
	yoy		-4.7%	6.4%	4.9%	11.5%	4.6%	7.1%	1.4%	4.0%	2.4%	4.8%	0.8%	1.8%	1.4%	
	吨价		3386.1	3361.6	3681.8	3954.6	4090.6	4038.7	3853.6	3275.2	3646.2	3670.4	4201.2	4319.5	4116.4	
	yoy		5.2%	-0.7%	3.6%	6.5%	6.4%	6.4%	4.4%	-2.7%	1.9%	3.8%	6.2%	5.6%	6.1%	
	人均产出	万元	93.1	99.2	102.5											

数据来源：各公司财报，财通证券研究所

## 4 乳饮：出行和性价比消费利好，礼赠需求较弱，龙头趋向竞合

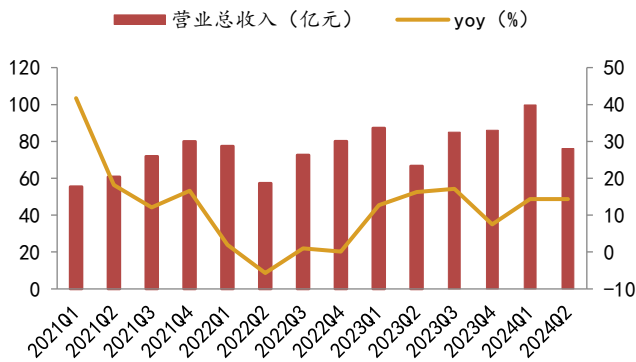
软饮料步入旺季，收入表现积极。二季度在消费整体相对疲软的环境下，软饮料公司收入表现较为可观。我们认为一是软饮料与出行的相关性较强，且单价较低，需求影响不大；二是高性价比的单品例如东鹏，表现亮眼；三是行业格局稳定下，

具备提价的能力；四是茶饮料，特别是无糖茶的需求强劲。

**改革或新品预期的标的，有所承压。**从二季度的表现来看，改革标的香飘飘、新业务预期的欢乐家等，在当前需求较弱的背景下，其改革的进度或收效较慢，需等待进一步的渠道夯实和产品推广，静待花开。

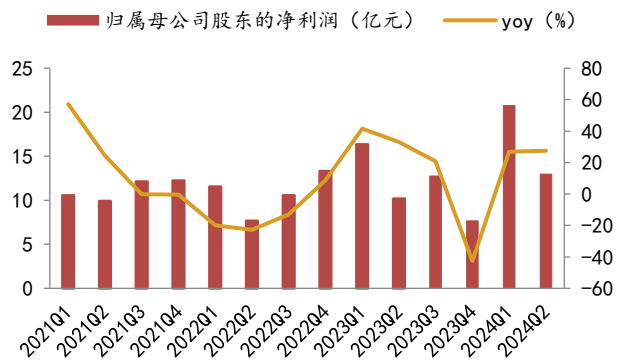
**礼赠属性产品收入承压，但龙头竞争有缓和态势。**礼赠属性主要是乳制品伊利蒙牛、养元饮品和承德露露，从二季度的情况看，除承德露露增长外，其他均出现双位数下滑，我们判断与去库存以及礼赠需求疲软有关。但从行业竞争或者费效的角度看，乳制品双寡头在行业需求疲软的背景下，主动对费用进行控制，同时对未来的资本开支也指引稳定，两龙头或朝着竞合的方向发展。此外，**该类型品种分红率高，业绩如若稳定，作为高股息标的，仍有较好的投资价值。**

图23.软饮料行业二季度营收表现较优



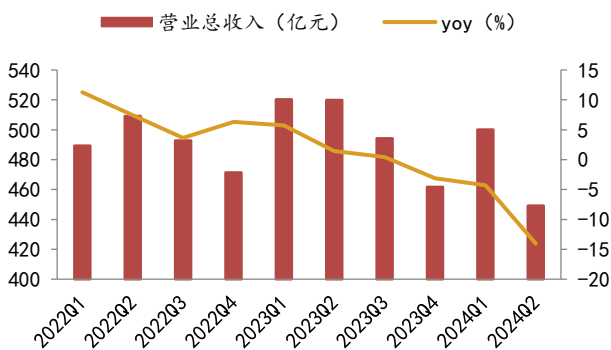
数据来源：Wind，财通证券研究所

图24.软饮料行业二季度归母净利润持续提升



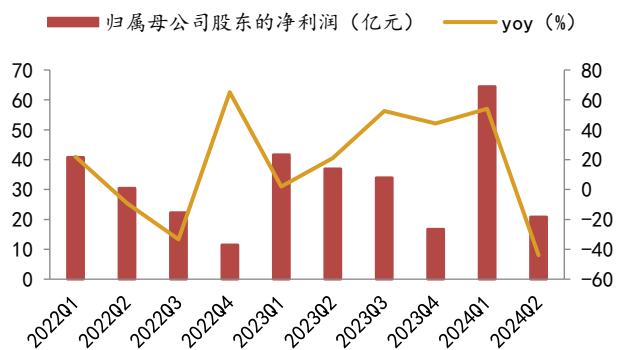
数据来源：Wind，财通证券研究所

图25.乳品行业二季度营收承压



数据来源：Wind，财通证券研究所

图26.乳品行业二季度归母净利润承压



数据来源：Wind，财通证券研究所

◇ **东鹏饮料：**2024H1 公司实现营收 78.7 亿元，同比+44.2%；实现归母净利润 17.3 亿元，同比+56.2%。其中，2024Q2 实现营收 43.9 亿元，同比+47.9%；实现归母净利润 10.7 亿元，同比+74.6%。收入端，分品类看，公司 24H1 东鹏特饮/补水啦/其他饮料实现营收 68.6/4.8/5.3 亿元，同比 +33.5%/281.1%/172.2%，24Q2 东鹏特饮/其他饮料实现营收 37.5/6.3 亿元，

同比+36.4%/193.8%。得益于终端网点开拓+冰冻化建设+单点卖力提升，公司能量饮料二季度旺季实现亮眼增长；补水啦新品势头强劲，人群及场景不断拓新；补水啦外其他饮料矩阵建设，同比亦有翻倍以上增长。截至报告期末，公司经销商达 2982 家，销售网点达 360 万家，较上年期末增长 9.09%，累计不重复触达终端消费者超 2.1 亿。利润端，公司 24H1/24Q2 实现毛利率 44.6%/46.15%，同比+1.5/3.3pcts；净利率 22.0%/24.3%，同比+1.7/3.7pcts。毛利率明显提升，一则受益原材料包材成本改善，二则与新品补水啦放量带来规模效应提升有关。得益于销售规模良好增长及冰柜投放节奏放缓，销售费用率改善明显。

- ◇ **香飘飘**：24H1/24Q2 公司分别实现营业收入 11.79/4.54 亿元，同比变化 +0.75%/-7.54%；实现归母净利润-0.30/-0.55 亿元，去年同期为-0.44/-0.50 亿元，上半年整体减亏。收入端，分产品看，公司 2024H1 冲泡类/即饮类饮料分别实现营收 6.14/5.47 亿元，同比变化-2.13%/+3.83%；2024Q2 分别实现营收 1.29/3.13 亿元，同比变化 -23.01%/-0.41%。冲泡板块下滑较多，主要系二季度公司进行库存消化；即饮板块收入基本持平，果茶战略初见成效。冻柠茶有所调整。利润端，24H1/24Q2 公司实现毛利率 30.58%/25.71%，同比变化+2.69/+2.13pcts，成本改善及产能利用率提升下，毛利率有所改善。公司二季度表现有所承压，主要系公司利用旺季开始前阶段进行策略布局及渠道调整，着眼长远发展。
- ◇ **百润股份**：24H1/24Q2 公司分别实现营业收入 16.3/8.3 亿元，同比变动-1.4%/-7.3%；实现归母净利润 4.02/2.33 亿元，同比变动-8.4%/-7.3%。收入端，24H1/24Q2 公司分别实现营业收入 16.3/8.3 亿元，同比-1.4%/-7.3%。分产品看，预调鸡尾酒（含气泡水等）/食用香精实现营业收入 14.31/1.76 亿元，同比变动-1.42%/7.51%。清爽去年同期基数较高、但核心人群消费稳定；清爽二季度导入工作较多表现较好；微醺整体保持稳定。利润端，24H1/24Q2 公司实现毛利率 70.08%/71.79%，同比+4.19/5.53pcts，毛利率维持改善趋势，主要系产品结构优化、原材料成本改善、货折减少所致。24H1/24Q2 公司实现净利率 24.72%/28.20%，同比-1.88/-0.01pcts。公司全年销售费用节奏控制，预计全年广告费用保持相对稳定，下半年投放策略更加精细化。
- ◇ **欢乐家**：24H1/24Q2 公司分别实现营业收入 9.5/3.9 亿元，同比 3.6%/-0.2%；实现归母净利润 0.82/0.00 亿元，同比-36.44%/-99.71%。收入端，24H1 椰子汁/其他饮料/水果罐头/其他罐头分别实现营收 4.52/0.83/3.63/0.17 亿元，同比变化+11.38%/+10.96%/-9.06%/-7.73%。公司上半年公司重点工作：1) 上半年终端网点净增加约 10 万家，加大对流通和餐饮渠道开发，加强陈列和

冰柜投放；2) 水果罐头及部分饮料产品进入头部零食量贩渠道，实现营业收入 0.35 亿元；3) 椰子加工项目推进，已初步形成多渠道的原料供应体系；4) 椰子水线上线下多渠道发展，线上通过直播和达人直播推广销售，线下积极拓展即饮渠道。利润端，24H1/24Q2 公司实现毛利率 35.85%/31.87%，同比-1.38/-5.84pcts；实现净利率 8.72%/0.09%，同比-5.50/-11.15pcts。公司销售费用增加较多，主要系增加了理货员等一线工作人员和新零售团队人员，以及加大宣传推广力度及兴趣电商等推广力度。

◇ **李子园**：24H1/24Q2 公司分别实现营业收入 6.79/3.45 亿元，同比变化-3.08%/-2.99%；实现归母净利润 0.95/0.38 亿元，同比变化-29.29%/-49.33%。收入端，公司 24H1 含乳饮料/其他分别实现营收 6.56/0.20 亿元，同比变化-4.87%/+139.46%。在消费力偏弱及基数压力下，公司收入端仍有所承压。一方面，华东地区作为公司基地市场，近年来由于人口流出等影响，使得基本盘承压；另一方面，消费购买力等因素影响，也使得公司全国化拓展的进程放缓。利润端，24H1/24Q2 公司实现毛利率 38.26%/38.33%，同比变化+1.52/+1.48pcts，成本下降带来的毛利率提升趋势延续；实现净利率 14.00%/11.06%，同比变化-5.19/-10.12pcts。公司净利率下滑较多、费用率提升较大，主要系：1) 销售承压导致营业收入下降；2) 为促进销售公司加大广宣力度，聘请新代言人，销售费用增加较多；3) 折旧及员工持股计划导致管理费用增加。

表21.主要软饮料公司财务情况梳理

	2024Q2			2024H1						
	营收 (亿元)	yoy (%)	归母净利润 (亿元)	yoy (%)	净利率 (%)	营收 (亿元)	yoy (%)	归母净利润 (亿元)	yoy (%)	净利率 (%)
东鹏饮料	43.90	47.90	10.70	74.60	22.00	78.70	44.20	17.30	56.20	24.30
香飘飘	4.54	7.54	0.55	/	/	11.79	0.75	-0.30	/	/
百润股份	8.30	-7.30	2.33	-7.30	28.20	16.30	-1.40	4.02	-8.40	24.72
欢乐家	3.90	-0.20	0.00	-99.71	0.09	9.50	3.60	0.82	-36.44	8.72
李子园	3.45	-2.99	0.38	-49.33	11.06	6.79	-3.08	0.95	-29.29	14.00
伊利股份	273.38	-16.54	16.08	-40.21	5.94	599.15	-9.49	75.31	19.44	12.69
妙可蓝多	9.73	-6.74	0.35	712.90	3.65	19.23	-6.93	0.77	168.77	3.99
新乳业	27.51	-0.94	2.07	17.72	7.68	53.64	1.25	2.96	25.26	5.68

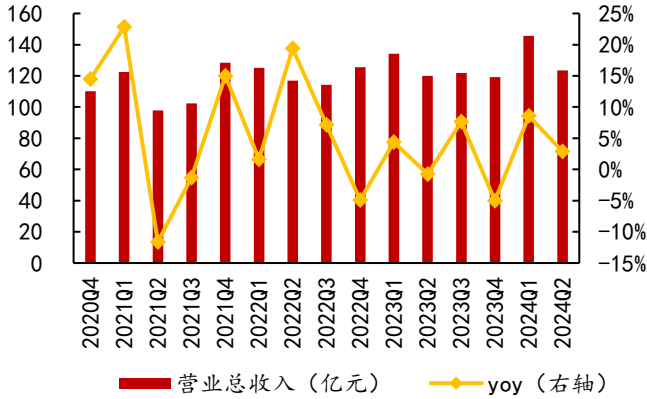
数据来源：Wind，财通证券研究所

## 5 调味品：C 端需求承压，B 端复调稳健增长

调味品行业 2024H1 缓慢复苏，龙头稳定性强，复调 B 端表现亮眼。调味品板块 2024Q2 实现营收 123.39 亿元，同比+2.88%，实现归母净利润 21.75 亿元，同比+387.99%。具体表现上，渠道有所分化，B 端表现好于 C 端，复调占优。从二季度的情况来看，C 端的表现弱于 B 端，我们认为一方面 C 端竞争加剧，同时伴随中炬高新和千禾味业的主动调整，使得收入承压；而 B 端表现相对较优，

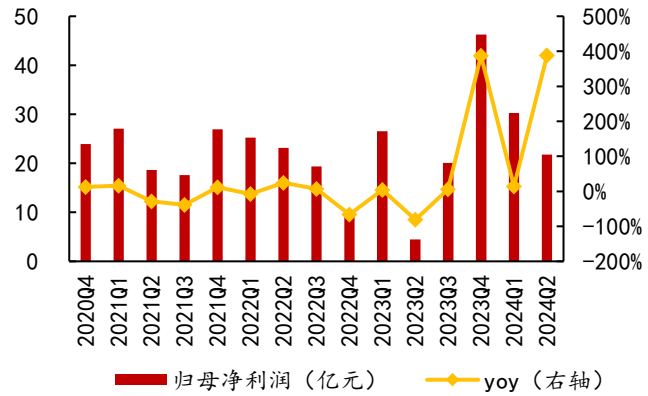
这也与龙头海天味业的调整，以及B端复调受益餐饮集中度提升有关系。

图27.CS 调味品行业营收变动情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

图28.CS 调味品行业归母净利润变动情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

### 5.1 基础调味品：餐饮需求弱复苏，主动调整收入承压

基础调味品存量市场下，各公司加大销售费用投入抢占市场份额。1) 海天味业 2024H1 营收、利润均稳健增长，推出 5 年持股计划提升员工积极性布局长远发展，头部企业在激烈行业竞争下韧性较强。2) 中炬高新 2024H1 改革进程波浪式前进，公司总结反思问题，坚定落实战略，期待改革成效显现；3) 千禾味业在高基数下主动调整，强化经销网络建设。二季度为调味品淡季，各家公司积极求变，蓄力未来发展。

◇ **中炬高新**：2024Q2 营收 11.34 亿元，同比-11.96%；归母净利润 1.11 亿元，同比+106.95%；扣非归母净利润 1.03 亿元，同比-32.37%。分产品看，2024H1 酱油、鸡精鸡粉有所承压，系市场需求疲软以及公司主动调整所致。利润端，2024H1/2024Q2 毛利率分别同比+4.68/+3.64pct；净利率分别同比+68.22/+133.58pct。毛利率有所提升，我们认为系 1) 原材料成本下降；2) 内部改革成效显现。费用端，2024Q2 销售/管理/研发/财务费率同比+6.43/+1.48/+0.10/+0.36pct，公司在渠道改革中加大促销费用投入，未来公司会更加注重提升费效比，保证收入前提下收敛费用。我们认为未来原材料成本无大幅上涨下，公司费用和利润仍有优化空间。

◇ **千禾味业**：2024Q2 营收 6.94 亿元，同比-2.53%；归母净利润 0.96 亿元，同比-14.16%；扣非归母净利润 0.95 亿元，同比-14.73%。分产品看，2024H1/2024Q2 酱油营收同比+3.50%/-3.07%。酱油为公司业绩增长的主要动力，健康的产品形象是公司护城河，上半年公司推出多款高品质高端酱油，但在高基数和需求疲软的背景下，有所承压。利润端，2024H1/2024Q2 毛利率分别同比-2.68/-2.27pct；净利率分别同比-0.99/-1.87pct。利润率下降系公

司加大营销，强化渠道建设费用增加。费用端，2024Q2 销售/管理/研发/财务费率同比+2.48/-0.80/+0.06/+0.35pct，销售费用增加系销售人员费用上升，财务费用率下降系利息收入增加。

**表22.基础调味品主要公司经营指标对比**

公司	项目	单位	2022年	2023年	2023年H1	2024年H1	2023年Q1	2023年Q2	2023年Q3	2023年Q4	2024年Q1	2024年Q2	
海天味业	营业收入	亿元	256.1 (2.42%)	245.59 (-4.10%)	129.66(-4.19%)	141.56 (9.18%)	69.81 (-3.17%)	59.85 (-5.34%)	56.85 (2.20%)	59.09 (-9.30%)	76.94 (10.21%)	64.62 (7.98%)	
	净利润	亿元	61.98 (-7.09%)	56.27 (-9.21%)	30.96(-8.76%)	34.53 (11.52%)	17.16 (-6.20%)	13.81 (11.74%)	12.32 (-3.24%)	12.98 (-15.20%)	19.19 (11.85%)	15.34 (11.12%)	
	毛利率	%	35.68	34.74	35.91	36.86	36.93	34.73	34.54	32.34	37.31	36.33	
	净利率	%	24.22	22.97	23.94	24.48	24.69	23.06	21.73	22.06	25.06	23.79	
	主要产品收入	亿元	208.62 (-2.45%)	193.16 (-7.41%)									
	主要产品销量	万吨	366.53 (-6.76%)	344.29 (-6.07%)									
	单价	万元/吨	0.57 (4.63%)	0.56 (-1.43%)									
	存货	亿元	23.92	26.19	18.18	18.76	20.59	18.18	21.04	26.19	19.99	18.76	
	存货周转天数	天	50.47	56.27	45.60	45.26	45.48	45.60	50.45	56.27	43.09	45.26	
	千禾味业	营业收入	亿元	24.36 (26.55%)	32.07 (31.62%)	15.31(50.89%)	15.89 (3.78%)	8.19 (69.81%)	7.12 (33.76%)	8.00 (48.45%)	8.75 (-0.82%)	8.95 (9.28%)	6.94 (-2.53%)
净利润		亿元	3.44 (55.35%)	5.30 (54.22%)	2.57(115.94%)	2.51 (-2.38%)	1.45 (162.94%)	1.11 (75.12%)	1.31 (90.43%)	1.43 (-8.47%)	1.55 (6.66%)	0.96 (-14.16%)	
毛利率		%	36.56	37.15	38.29	35.61	39.03	37.43	36.87	35.40	35.96	35.16	
净利率		%	14.12	16.54	16.76	15.77	17.74	15.64	16.30	16.37	17.32	13.77	
主要产品收入		亿元	18.91 (25.78%)	24.63 (30.23%)									
主要产品销量		万吨	44.74 (25.26%)	57.42 (28.33%)									
单价		万元/吨	0.42 (0.42%)	0.43 (-1.48%)									
存货		亿元	5.95	7.49	6.54	7.35	6.75	6.54	6.93	7.49	6.98	7.35	
存货周转天数		天	137.48	120.02	119.02	130.50	114.52	119.02	119.98	120.02	113.62	130.50	
中炬高新		营业收入	亿元	53.41 (4.41%)	51.39 (-3.78%)	26.54(0.08%)	26.18 (-1.35%)	13.67 (1.46%)	12.88 (-1.36%)	12.99 (-0.38%)	11.86 (-14.37%)	14.85 (8.64%)	11.34 (-11.96%)
	净利润	亿元	-5.92 (-179.82%)	16.97 (386.53%)	-14.43(-560.78%)	3.50 (124.24%)	1.50 (-5.33)	-15.93 (-1129.44%)	1.70 (61.35%)	29.69 (393.72%)	2.39 (59.70%)	1.11 (106.95%)	
	毛利率	%	31.70	32.71	31.95	36.63	31.41	32.53	33.86	33.14	36.98	36.17	
	净利率	%	-10.38	33.80	-53.51	14.72	11.67	-122.68	14.04	250.80	17.63	10.90	
	主要产品收入	亿元	48.88 (7.08%)	48.66 (-0.46%)									
	主要产品销量	万吨	69.56 (4.29%)	69.83 (0.40%)									
	单价	万元/吨	0.70 (2.67%)	0.70 (-0.85%)									
	存货	亿元	16.70	16.18	15.92	15.77	16.44	15.92	15.88	16.18	15.46	15.77	
	存货周转天数	天	165.17	171.13	162.53	173.29	159.07	162.53	165.02	171.13	152.18	173.29	

数据来源: Wind, 财通证券研究所

注: 营收的单位为亿元, 括号中数值为对应的同比增速。

## 5.2 复合调味品: C端有所承压, B端表现亮眼

**B端稳健增长, C端竞争加剧。**复调 B 端持续向好发展中, 2024Q2 持续恢复, 成为拉动增长引擎, 我们判断与下游大 B 客户韧性较强, 以及餐饮连锁化率的提升有关。而 C 端作为可选属性的品类, 在外部环境较弱的情况下, 有所承压, 且行业竞争有所加剧, 也使得头部企业收入受到影响。

◇ **宝立食品:** 2024Q2 营收 6.49 亿元, 同比+10.29%; 归母净利润 0.48 亿元, 同比-46.75%; 扣非归母净利润 0.47 亿元, 同比-14.79%。分产品看, 2024Q2 复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料营收分别同比+10.10%/+11.79%/+3.04%。各品类均保持增长, 复调增速较高, 受益于下游餐饮客户增长较好, 上半年公司积极推新品, 新品开发数量较去年同期同比增长超 11%, 对业绩的贡献率提升, C 端空刻意面保持细分市场领先地位。利润端, 2024H1/2024Q2 毛利率分别同比-2.70/-2.38pct; 净利率分别同比-5.30/-6.73pct, 利润率下降或因下游客户市场竞争激烈, 导致产品利润空间被压缩。费用端, 2024Q2 销售/管理/研发/财务费率同比+0.25/-1.38/+0.26/+0.06pct。

◇ **天味食品:** 2024Q2 营收 6.14 亿元, 同比-6.80%; 归母净利润 0.71 亿元, 同比-10.90%; 扣非归母净利润 0.63 亿元, 同比+6.07%。分产品看, 2024Q2 火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料/其他产品营收分别同比-

22.94%/+4.75%/-87.36%/-12.17%。1) 火锅料下滑，主因竞争加剧、需求疲软，同时大红袍亦有较大幅度调整。2) 中式菜品有所增长，主要是食萃贡献，以及西部地区深耕带来。3) 香肠腊肉调料淡季波动较大。利润端，2024H1/2024Q2 毛利率分别同比+3.33/+2.19pct；净利率分别同比+2.78/+0.30pct。费用端，2024Q2 销售/管理/研发/财务费率同比-0.72/-1.39/+0.61/+0.28pct。上半年销售费用增加系公司加大消费者端费用投入，积极应对竞争。

◇ **日辰股份**：2024Q2 营收 0.96 亿元，同比+15.58%；归母净利润 0.16 亿元，同比+20.37%；扣非归母净利润 0.15 亿元，同比+24.82%。分产品看，2024Q2 酱汁类调味料营收同比+25.39%，收入实现高速增长，受益于拓展新品带来增量。利润端，2024H1/2024Q2 实现毛利率分别同比-1.48/-2.49pct；净利率分别同比+0.70/+0.66pct，上半年利润率下降主要系餐饮渠道市场竞争激烈下新品不断增加，内卷导致产品毛利降低。费用端，2024Q2 销售/管理/研发/财务费率同比-1.21/-1.52/-0.44/+0.11pct，财务费用上升系利息收入下降。

表23.复合调味品主要公司经营指标对比

公司	项目	单位	2022年	2023年	2023年H1	2024年H1	2023年Q1	2023年Q2	2023年Q3	2023年Q4	2024年Q1	2024年Q2	
天味食品	营业收入	亿元	26.91 (32.84%)	31.49 (17.02%)	14.26 (17.42%)	14.68 (2.95%)	7.66 (21.79%)	6.59 (12.72%)	8.08 (16.39%)	9.15 (16.95%)	8.53 (11.34%)	6.14 (-6.80%)	
	净利润	亿元	3.42 (85.11%)	4.57 (33.65%)	2.08 (25.09%)	2.47 (18.79%)	1.28 (27.74%)	0.8 (21.03%)	1.13 (44.06%)	1.36 (39.90%)	1.76 (37.20%)	0.71 (-10.90%)	
	毛利率	%	34.22	37.88	36.23	39.56	40.62	31.13	38.06	40.30	44.05	33.33	
	净利率	%	12.66	14.78	14.57	17.35	16.68	12.11	13.86	15.95	20.90	12.41	
	主要产品收入	亿元	26.89 (32.88%)	31.45 (16.95%)									
	主要产品销量	万吨	11.75 (23.67%)	12.93 (10.06%)									
	单价	万元/吨	2.29 (7.45%)	2.43 (6.26%)									
	存货	亿元	1.47	1.59	1.17	0.94	1.62	1.17	1.57	1.59	1.79	0.94	
	存货周转天数	天	25.90	28.15	26.09	25.71	30.54	26.09	29.11	28.15	31.93	25.71	
	日辰股份	营业收入	亿元	3.09 (-8.84%)	3.59 (16.49%)	1.63 (12.30%)	1.87 (15.16%)	0.80 (7.21%)	0.83 (17.71%)	1.03 (16.86%)	0.94 (24.11%)	0.92 (14.73%)	0.96 (15.58%)
净利润		亿元	0.51 (-37.19%)	0.56 (10.52%)	0.24 (-6.79%)	0.29 (20.68%)	0.11 (-21.54%)	0.13 (9.99%)	0.18 (11.57%)	0.15 (54.90%)	0.13 (21.06%)	0.16 (20.37%)	
毛利率		%	39.38	38.76	39.64	38.16	38.71	40.55	38.42	37.62	38.28	38.06	
净利率		%	16.55	15.70	14.63	15.33	13.33	15.88	17.24	15.86	14.06	16.54	
主要产品收入		亿元	3.08 (8.84%)	3.58 (16.22%)									
主要产品销量		万吨	1.86 (-12.34%)	2.31 (24.48%)									
单价		万元/吨	1.66 (4.00%)	1.55 (-6.64%)									
存货		亿元	0.33	0.32	0.37	0.32	0.36	0.37	0.35	0.32	0.36	0.32	
存货周转天数		天	61.11	53.03	64.18	49.34	63.32	64.18	56.58	53.03	53.86	49.34	
宝立食品		营业收入	亿元	20.37 (29.10%)	23.69 (16.31%)	11.28 (23.86%)	12.73 (12.89%)	5.39 (27.20%)	5.89 (20.94%)	6.31 (11.80%)	6.10 (8.61%)	6.24 (15.72%)	6.49 (10.29%)
	净利润	亿元	2.15 (16.15%)	3.01 (39.78%)	1.66 (78.85%)	1.08 (-34.60%)	0.76 (82.37%)	0.90 (75.95%)	0.75 (23.68%)	0.60 (-2.98%)	0.61 (-20.36%)	0.48 (-46.75%)	
	毛利率	%	34.57	33.14	34.77	32.07	35.09	34.47	32.34	30.95	32.04	32.10	
	净利率	%	11.32	13.14	14.98	9.68	14.54	15.39	12.03	10.88	10.75	8.66	
	主要产品收入	亿元	20.26 (32.94%)	23.11 (14.04%)									
	主要产品销量	万吨	9.68 (6.14%)	12.28 (26.81%)									
	单价	万元/吨	2.09 (25.25%)	1.88 (-10.07%)									
	存货	亿元	2.20	2.67	2.11	2.29	2.22	2.11	2.36	2.67	2.52	2.29	
	存货周转天数	天	54.52	55.31	52.73	51.55	56.76	52.73	52.98	55.31	55.00	51.55	

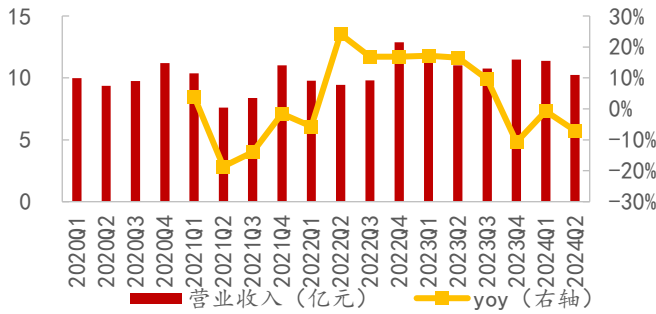
数据来源：Wind，财通证券研究所

注：营收的单位为亿元，括号中数值为对应的同比增速。

## 6 速冻食品：Q2 有所承压，静待旺季好转

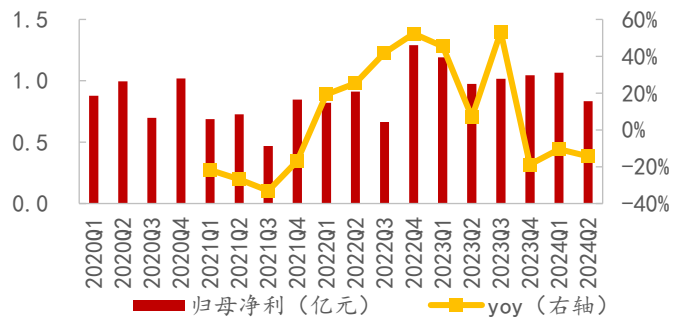
2024Q2 速冻食品行业总体有所承压，我们预计节后淡季、餐饮行业需求疲软有关。从利润率角度来看，相比 2024Q1 旺季表现有所回落，但是相比 2023Q4 还是略好，目前大部分原材料价格处于低位，叠加需求疲软，行业有一定价格竞争的情况。

图29.速冻食品板块 2024H1 营收承压



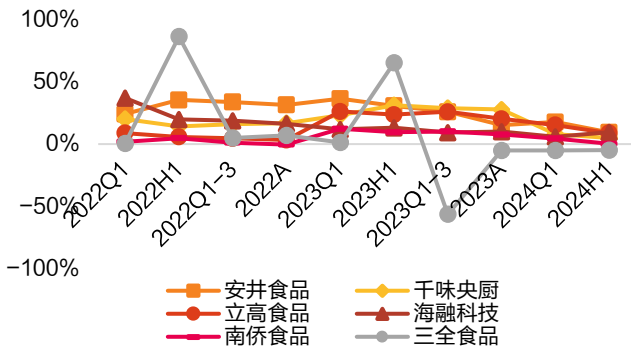
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图30.速冻食品板块 2024H1 归母净利润承压



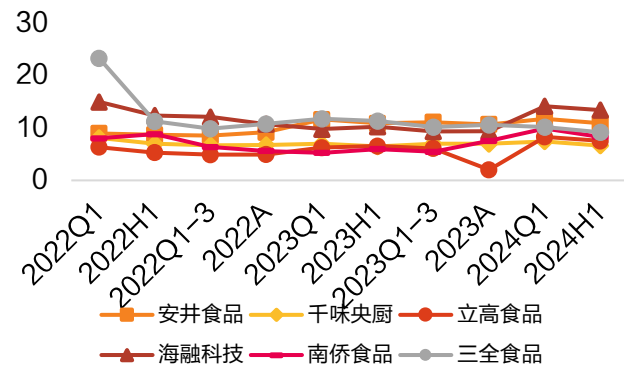
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图31.主要速冻食品公司 2024H1 营收承压



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图32.主要速冻食品公司 2024H1 净利率维稳



数据来源: Wind, 财通证券研究所

- ◇ **安井食品**: 2024Q2 实现营业收入 37.89 亿元, 同比+2.3%; 归母净利润 3.64 亿元, 同比-2.5%; 扣非净利润 3.52 亿元, 同比+0.8%。公司主业产品保持良好增长, 菜肴制品中预计小龙虾销售有一定拖累; 两家子公司表现: 新宏业 2024H1 营收同比-26.8%, 净利润同比-79%; 新柳伍 2024H1 实现营收同比-9.7%, 净利润同比-21.0%。
- ◇ **千味央厨**: 2024Q2 实现营业收入 4.29 亿元, 同比+1.65%; 实现归母净利润 0.25 亿元, 同比-3.36%; 实现扣非归母净利润 0.25 亿元, 同比+7.77%。2024H1 经销/直营分别实现营收 4.8/4.1 亿元, 同比+1.8%/8.5%。我们预计 Q2 小 B 端有所承压, 主要系需求疲软, 公司并未较大程度参与市场竞争。Q2 大 B 端恢复增长, 其中前四大客户分别同比 -12.6%/-6.6%/+105.2%/+38.6%。
- ◇ **立高食品**: 2024Q2, 公司实现营收 8.65 亿元, 同比+2.8%; 归母净利润 5850 万元, 同比+0.3%; 扣非净利润 5717 万元, 同比+3.5%。稀奶油销售额超过 2 亿元, 保持亮眼增长。2024H1 公司流通渠道收入占比接近 55%, 同比增长近 15%, 主要系稀奶油拉动增长; 商超渠道收入占比约 30%, 同比

个位数下滑，4-5月核心商超渠道部分产品阶段性下架所致；餐饮新零售等收入占比超过15%，同比增长近25%。

表24.速冻食品主要公司毛利率和净利率维稳

公司名称	指标	2022Q1	2022H1	2022Q1-3	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1	2024H1
安井食品	毛利率	24.20	21.86	21.06	21.96	24.71	22.10	22.06	23.21	26.55	23.18
	净利率	8.96	8.72	8.54	9.17	11.62	10.88	11.10	10.69	11.75	10.92
千味央厨	毛利率	22.56	22.47	22.71	23.41	23.95	23.24	22.94	23.70	25.45	24.46
	净利率	8.10	6.99	6.70	6.78	6.97	6.48	7.02	6.97	7.44	6.66
立高食品	毛利率	33.09	31.14	31.48	31.77	32.03	32.89	32.52	31.39	32.59	32.15
	净利率	6.36	5.32	4.89	4.93	6.26	6.57	6.08	2.02	8.30	7.55
海融科技	毛利率	36.31	34.48	33.72	32.98	34.34	34.51	34.35	35.07	38.04	37.39
	净利率	14.98	12.40	12.13	10.75	9.79	10.24	9.34	9.38	14.15	13.43
南侨食品	毛利率	26.20	25.87	23.19	21.73	19.93	21.86	22.51	23.76	27.00	25.55
	净利率	8.04	8.81	6.39	5.61	5.25	5.98	5.47	7.54	9.89	8.28
三全食品	毛利率	31.03	29.88	28.56	28.07	28.28	27.66	26.77	25.84	26.60	25.21
	净利率	23.31	11.28	9.86	10.78	11.78	11.34	10.20	10.62	10.19	9.18

数据来源：Wind，财通证券研究所

行业整体具备一定压力，其中安井食品主业表现依旧有较强韧性，千味央厨积极开拓大B新客户，立高食品抓住奶油结构升级的趋势。我们认为市场对于速冻板块收入端承压的情况已经有所反应，目前预期已经比较中性谨慎，头部公司在盈利端仍有韧性，此外安井食品提升分红率、千味央厨发布回购预案等，都显示出公司对提升资本市场回报的重视。

- ◇ **安井食品**：2024Q2 主业表现有韧性，进入下半年重点关注新品推广情况和小龙虾的价格走势。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 158.21/175.63/190.07 亿元，同比+12.64%/11.02%/8.22%；归母净利分别为 16.34/18.81/20.78 亿元，同比+10.56%/15.11%/10.46%。
- ◇ **千味央厨**：大 B 端公司加快新客户开发和产品推新，小 B 端公司坚持强化经销服务，增强经销商黏性。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 20.5/23.6/26.6 亿元，同比+7.8%/15.0%/12.9%；归母净利分别为 1.4/1.8/2.1 亿元，同比+1.1%/31.3%/20.2%。
- ◇ **立高食品**：公司利润端有明显改善，奶油趋势良好。我们预计公司 2024-2026 年营收为 38.43/44.17/49.68 亿元，同比+10%/15%/12%。归母净利为 2.81/3.80/4.31 亿元，同比+285%/35%/13%。

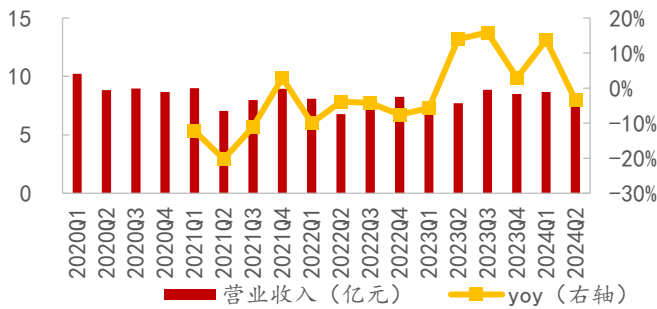
## 7 休闲食品：板块成长性依旧突出，H2 持续推荐

2024Q2 休闲食品环比 Q1 略有降速，但是依旧是增长相对亮眼的板块。个股来看，

三只松鼠依旧延续高增，改革效果释放；盐津铺子、劲仔食品在高基数下也保持较快增长。

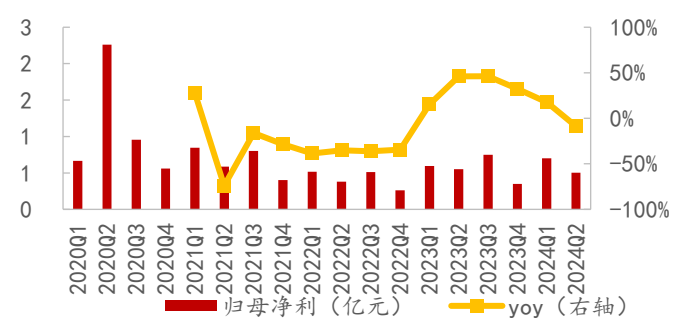
从利润率来看，大部分公司从 2023 年下半年以来净利率都逐步提升，2024Q2 这一趋势也得到延续，大部分公司利润率提升都来自于成本端的改善。但洽洽食品、绝味食品因为收入端压力导致规模效应减弱、销售费用提升，利润率边际改善不显著。

图33.休闲食品板块 2024H1 营收保持较快增速



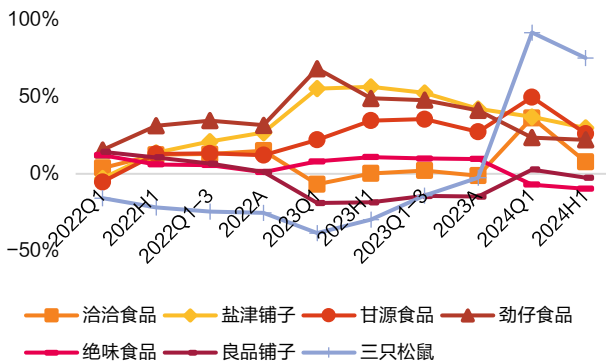
数据来源：Wind，财通证券研究所

图34.休闲食品板块 2024H1 归母净利润保持较快增速



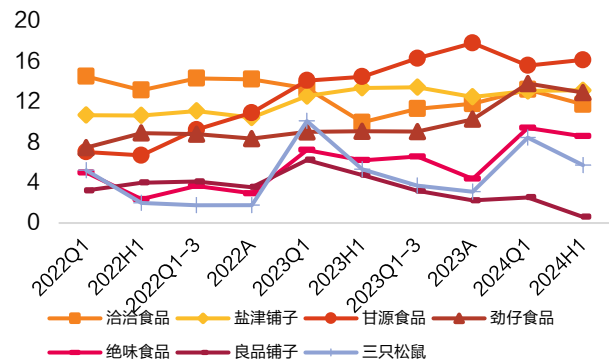
数据来源：Wind，财通证券研究所

图35.主要休闲食品公司 2024H1 营收保持高增



数据来源：Wind，财通证券研究所

图36.主要休闲食品公司 2024H1 净利率维稳



数据来源：Wind，财通证券研究所

◇ **盐津铺子**：2024Q2 实现营收 12.39 亿元，同增 23.44%；实现归母净利润 1.6 亿元，同增 19.12%；实现扣非净利润 1.35 亿元，同增 1.58%。2024H1 经销/直销/电商分别实现营收 17.7/1.1/5.8 亿元，同比+35%/-44%/-48%，直销系公司主动收缩，经销和电商渠道保持良好增长。

◇ **甘源食品**：2024Q2 实现营收 4.6 亿元，同比+4.9%；归母净利 0.75 亿元，同比+16.8%。分产品：青豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁/其他系列分别实现营收 2.4/1.4/1.2/3.4/2.0 亿元，同比增长 16.9%/12.8%/12.0%/48.5%/24.2%，均保持良好增速。分渠道：经销/电商分别实现营收 8.7/1.4 亿元，同比增长 27.7%/9.1%；公司电商渠道增速放缓，主要是传统电商承压，抖音渠道仍在

布局中。

- ◇ **劲仔食品**：2024Q2 实现营收 5.9 亿元，同比+20.9%；归母净利润 0.70 亿元，同比+58.7%；扣非归母净利润 0.64 亿元，同比+64.3%。鱼制品/豆制品/禽肉制品/蔬菜制品分别实现营收 7.0/1.1/2.6/0.4 亿元，同比+16.6%/9.5%/51.1%/15.6%，核心品类鱼干和鹌鹑蛋都保持良好增长。线下/线上分别实现营收 9.3/2.0 亿元，同比+29.5%/-3.3%，线上渠道有一定拖累。
- ◇ **三只松鼠**：2024Q2 实现营收 14.29 亿元，同比增长 43.93%；实现归母净利润-0.19 亿元，同比增长 51.21%。2024H1 公司线上/线下分销分别实现营收 40.9/6.7 亿元，同比+80%/100%以上。线上渠道中，抖音/天猫/京东分别实现营收 12.2/10.8/7.9 亿元，同比+180%/28%/20%。
- ◇ **洽洽食品**：2024Q2 实现营收 10.8 亿元，同比-20.2%；实现归母净利润 0.96 亿元，同比+7.6%；实现扣非净利 0.61 亿元，同比+7.1%。2024H1 葵花子实现收入 18.5 亿元，同比+3.0%；坚果类实现收入 6.6 亿元，同比+23.9%；其他产品实现收入 3.5 亿元，同比+10.4%；其他业务实现收入 0.3 亿元，同比-6.8%。2024Q2 收入端下滑预计系淡季影响。
- ◇ **绝味食品**：2024Q2 实现营收 16.44 亿元，同比-12.35%；归母净利 1.31 亿元，同比+25.08%；扣非净利 1.25 亿元，同比+36.63%。2024H1 鲜货/包装/加盟商管理/其他主营业务分别同比-12.0%/+45.7%/-21.9%/-11.0%。包装产品有不错增长系小包装产品带动，其他业务都有一定程度承压。

表25.休闲食品板块主要公司毛利率和净利率保持稳定

公司名称	指标	2022Q1	2022H1	2022Q1-3	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1	2024H1
洽洽食品	毛利率	30.86	29.29	30.47	31.96	28.52	24.52	25.43	26.75	30.43	27.75
	净利率	14.51	13.14	14.32	14.21	13.33	9.97	11.30	11.80	13.21	11.73
盐津铺子	毛利率	38.59	37.50	36.35	34.72	34.57	35.34	34.45	33.54	32.10	32.00
	净利率	10.67	10.64	11.09	10.43	12.56	13.36	13.43	12.47	13.06	13.13
甘源食品	毛利率	34.85	32.10	33.95	34.26	36.35	35.60	36.32	36.24	35.39	34.30
	净利率	7.03	6.69	9.24	10.91	14.10	14.47	16.30	17.81	15.58	16.13
劲仔食品	毛利率	26.56	27.59	26.04	25.62	25.98	26.26	26.47	28.17	30.02	30.04
	净利率	7.46	8.90	8.78	8.35	9.00	9.08	9.05	10.27	13.80	12.91
绝味食品	毛利率	30.31	28.02	26.47	25.57	24.30	23.31	24.15	24.77	30.03	29.71
	净利率	4.99	2.36	3.65	2.93	7.22	6.20	6.57	4.37	9.40	8.58
良品铺子	毛利率	26.30	27.47	28.17	27.57	29.16	28.95	28.54	27.75	26.43	25.85
	净利率	3.22	3.99	4.10	3.54	6.23	4.75	3.18	2.23	2.54	0.60
三只松鼠	毛利率	29.56	27.86	27.55	26.74	28.27	24.97	24.74	23.33	27.40	25.59
	净利率	5.23	2.00	1.75	1.77	10.09	5.31	3.70	3.09	8.46	5.73

数据来源：Wind，财通证券研究所

2024Q2 大部分零食公司都有亮眼表现，其中有量贩零食、抖音电商渠道红利，也有新品放量的逻辑。整体来看，我们认为零食赛道 2024 年仍处于有渠道风口的阶段，量贩零食和抖音渠道都有较强的增长确定性。除此之外，各家零食公司也不断在提升自身的内功，比如盐津在不断完善供应链能力、同时注重提升品牌力。展望 2024 年，我们认为结合渠道红利，叠加各家公司自身的效率优化和能力提升，预计零食赛道仍会是增速较快的赛道。

◇ **劲仔食品**：预计鹤鹑蛋新产能逐步释放，会进一步拓展空白渠道。我们预计公司 2024-2026 年营收为 24.92/29.52/34.39 亿元，同比 +20.65%/18.48%/16.49%；归母净利为 2.92/3.75/4.51 亿元，同比 +39.30%/28.56%/20.21%。

◇ **盐津铺子**：公司经营基本面稳健，而且品牌战略持续推进，旗下战略子品牌“大魔王”获得多项荣誉奖项，还发布了第二个战略子品牌“蛋皇”和包装设计大师潘虎合作推出品类创新型包装，多品牌运营的布局逐步完善。预计公司 2024-2026 年营收为 51.35/61.99/72.33 亿元，同比 +24.8%/20.7%/16.7%。归母净利为 6.55/8.66/10.98 亿元，同比 +29.5%/32.3%/26.7%。

◇ **三只松鼠**：公司延续高增态势，后续继续观察线下渠道表现。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 106.41/139.09/180.27 亿元，同比 +49.56%/30.72%/29.60%；归母净利分别为 3.75/5.09/7.72 亿元，同比 +70.63%/35.80%/51.66%。

## 8 投资建议：中报分化加大，龙头仍具韧性，重视现金能力

板块整体分化或加剧，自下而上看公司边际变化。基本上，从中报分析来看，企业间在外部环境承压的背景下，业绩表现差异明显，龙头公司韧性十足。从渠道反馈来看，中秋旺季白酒预计仍呈现强分化，一线白酒保持相对强势，二线品牌量价择一；而食品在企业积极调整策略的背景下，三季度或迎来好转，例如天味、安井、安琪、千味等，二季度或为报表低点，弱改善逐步呈现。

**重视企业创现能力，业绩稳定性仍可获得溢价。**一方面，市场需求较为疲软，持续的低价竞争投入难以为继，企业对费效提升的要求或逐步提升；另一方面，行业承压或加剧格局的进一步优化，现金的留存是后续发力的重要保障；此外，资本开支也是重要的考量因素之一。结合以上三点，我们认为企业收入和利润或迎来再平衡，**企业创现能力有望强化企业投资价值：稳定的创现能力叠加提分红预期，关注白酒、软饮料和乳制品行业。**

**投资建议：白酒短期仍有反弹机会、食品重视现金能力。**1) 白酒行业短期估值回调较多，随着中秋旺季预期的平稳过渡，以及酒企中报的韧性显现，板块仍可看一波反弹机会，推荐：贵州茅台、五粮液、山西汾酒、迎驾贡酒。2) 饮料行业仍是较为重要的方向，推荐东鹏饮料和统一企业中国，关注康师傅控股和承德露露。3) 关注乳制品头部竞合和原奶周期拐点，关注伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、新乳业。4) 餐饮链低预期下的弹性机会，推荐安井食品、千味央厨，关注立高食品、宝立食品、日辰股份。5) 其他超跌品种可关注青岛啤酒、盐津铺子、劲仔食品、安琪酵母、桃李面包等。

## 9 风险提示

**消费力恢复不及预期：**食品饮料行业与整体消费力关联度高，消费力恢复不及预期会对消费量及结构升级造成影响。

**行业竞争加剧：**食品饮料行业公司众多，进入壁垒较低，易产生行业竞争。

**食品安全问题：**食品安全问题存在一定风险，若产生问题，或对公司经营情况及品牌形象产生较大影响。

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证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理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。