

## 食品饮料行业跟踪周报

# 24Q3 季报前瞻：白酒降速去库，大众品分化待突围

增持（维持）

2024年10月14日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 罗頔影

执业证书：S0600523080002

luody@dwzq.com.cn

证券分析师 周韵

执业证书：S0600524080009

zhouyun@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

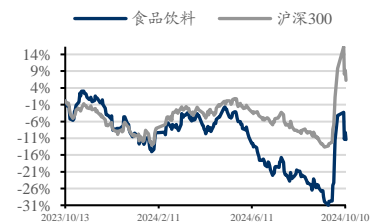
执业证书：S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

### 投资要点

- 消费信心尚待修复，Q3 细分行业普遍承压，务实为先。**24Q3 食品饮料消费加速探底，其中居民消费表现相对稳定，商务消费和企业礼赠需求边际走弱。1) 居民端：24Q3 居民消费变化趋缓，Q3 消费者信心指数环比 Q2 变化不大，中秋旅游收入、国庆发运客流同比增速环比五一、端午波动可控；餐饮渠道亦反馈中秋国庆期间居民宴席及聚餐表现环比五一端午力度相近。2) 企业端：伴随工业企业利润同比增速回落，企业送礼预算压缩，中秋高端酒送礼需求显著回落，商务招待需求仍然低迷。需求弱势环境下，渠道态度愈发谨慎，纷纷加快推进主动去库，品牌选择也更趋集中；白酒企业亦作务实调整，普遍相对淡化回款要求，优先推进去库稳价工作。
- 白酒：降速筑底彰显务实，化解风险稳定预期。**24Q3 上市酒企大多主动放松回款要求，加强库存及价格管控，以便更好为来年春节旺季蓄力排雷。1) 高端酒：24Q3 受中秋礼赠需求走弱冲击较大，为维护价盘稳定，茅五泸均加强出货管控以保持库存良性，预计 Q3 单季收入增速环比放缓。后续需重点关注 10~11 月年底出货节奏及批价影响，以及来年增速目标制定情况。2) 次高端酒：需求弱势背景下，多数酒企难以保量，转而优先维护价格稳定，预计 Q3 单季收入增速环比放缓。同时，酒企努力通过产品结构调节、渠道精耕/下沉、数字化营销管理等手段加强销售赋能，以巩固自身品牌份额。3) 区域酒：Q3 居民消费保持韧性背景下，苏皖区域龙头回款兑现相对稳定，预计 Q3 单季收入增速表现分化，优质龙头酒企 Q3 单季增速仍保持在板块前列。从产品结构看，区域酒企均明确高价位带单品 M6+、V3、古 20 等价位在量先，更多以腰部产品承担放量任务，增长压力相对好于高端、次高端酒企。
- 大众品：低位整固，分化突出。**由于 Q3 整体消费疲弱，大众品众多子行业增长仍在低速区间，零食板块以盐津、松鼠等表现为佳，得益于经营战略调整及时，渠道红利释放。乳业龙头营收仍然承压下滑，传统蛋白饮料礼品属性突出，Q3 普遍下滑，新饮料龙头东鹏饮料表现优异；调味品龙头改革起效，份额支撑营收较快增长达双位数；餐饮供应链板块继续承压低位运行，期待后续改善。
- 投资建议：**当前与 2014 年存在相似性，板块行情先是资金面推动行业估值早于盈利确认向上拐点，随后盈利二阶导企稳（业绩不至于更差），提供板块情绪支撑。现价看，认为板块回调波动有限：1) 在实质性刺激政策跟进、落地前，基于纵向复盘，无论是对比 2014 年估值修复节奏，还是对比 2023 年 6 月及 2024 年 5 月位置（即宏观悲观预期情绪发酵以前），认为受益资金面及风偏改善，白酒估值有望修复至 20-25x 区间，当前仍然具备修复空间。2) 后续基本面验证不会急于一时，Q4 主要关注：政策跟进及落地情况、双十一茅台批价是否稳住及去库情况、年底财政及酒企目标是否务实。若酒企延续当前务实调整思路，认为白酒行业有望在 24Q3~25Q1 期间完成渠道库存消化、报表筑底企稳。白酒业绩稳定+股息率突出个股，存在增持再贷款的资金面支撑，同时期待后续存量房贷利率下调、消费券发放等政策释放居民消费潜力，推荐迎驾贡酒、泸州老窖、山西汾酒，关注贵州茅台、五粮液、古井贡酒、舍得酒业等。食品，除优质稳健品种外（东鹏，盐津等），从“产品，渠道，市场，市值管理”四维寻找边际改善品种，重点关注：涪陵榨菜，三只松鼠，万辰集团，洽洽食品，安琪酵母，承德露露等，持续跟踪乳业出清进程。
- 风险提示：**宏观转向效果有待观察，消费修复不及预期、竞争加剧风险。

### 行业走势



### 相关研究

《大众品观点更新：云开见月，估值修复，景气回升》

2024-10-10

《白酒行业：刺激政策修渠引水，估值修复拨云见月》

2024-09-27

## 内容目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 1. Q3 消费普遍承压，企业转向务实为先 .....    | 4  |
| 1.1. 企业礼赠需求偏弱，居民消费弱势企稳 .....   | 4  |
| 2. 白酒：降速筑底彰显务实，化解风险稳定预期 .....  | 5  |
| 2.1. 酒企大多降速稳价，着眼长期良性发展 .....   | 5  |
| 2.2. 库存、价格和业绩前瞻概览 .....        | 5  |
| 2.3. 公司情况 .....                | 6  |
| 3. 大众品：需求承压增长维持低速，四维度看分化 ..... | 8  |
| 3.1. 整体承压龙头有分化，细分亮点仍存 .....    | 8  |
| 4. 投资建议 .....                  | 11 |
| 4.1. 白酒：盈利降速筑底，估值修复在途 .....    | 11 |
| 4.2. 食品：选股着眼四维度边际改善 .....      | 11 |
| 5. 风险提示 .....                  | 12 |

## 图表目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图 1: 中国消费者信心指数变化.....       | 4  |
| 图 2: 全国工业企业利润累计同比、当月同比..... | 4  |
| 图 3: 社零增长走势 (%) .....       | 4  |
| 图 4: 烟酒食品社零走势 (%) .....     | 4  |
| 图 5: 高端酒批价走势 (元/瓶) .....    | 5  |
| 图 6: 高端酒库存变化.....           | 5  |
| 图 7: 次高端批价走势 (元/瓶) .....    | 6  |
| 图 8: 次高端酒企库存变化.....         | 6  |
| <br>                        |    |
| 表 1: 白酒公司 24Q3 业绩前瞻 .....   | 6  |
| 表 2: 大众品公司 24Q3 业绩前瞻 .....  | 10 |

## 1. Q3 消费普遍承压，企业转向务实为先

### 1.1. 企业礼赠需求偏弱，居民消费弱势企稳

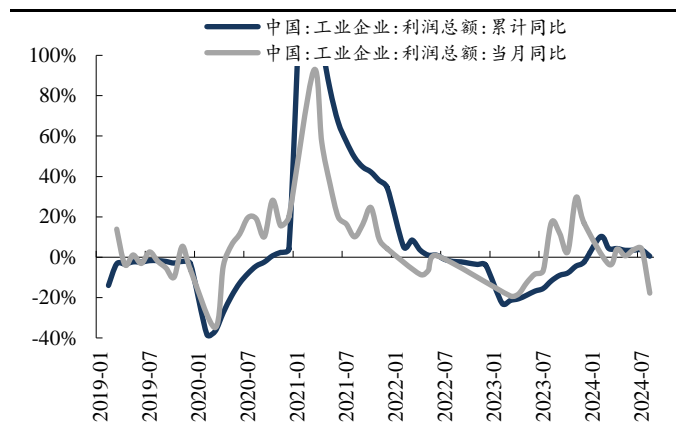
24Q3 餐饮消费加速探底，其中居民消费表现相对稳定，主要是企业礼赠需求边际走弱。1)居民端：受收入预期及经济周期筑底预期影响，消费者对未来不确定性的担忧加重，24Q2 居民消费信心边际下台阶。而 24Q3 居民消费变化趋缓，Q3 消费者信心指数环比 Q2 变化不大，中秋旅游收入、国庆发运客流同比增速环比五一、端午波动可控；餐饮渠道亦反馈中秋国庆期间居民宴席及聚餐表现环比五一端午力度相近。2)企业端：伴随工业企业利润同比增速回落，企业送礼预算压缩，中秋高端酒送礼需求显著回落，商务招待需求仍然低迷。

图1：中国消费者信心指数变化



数据来源：wind、东吴证券研究所

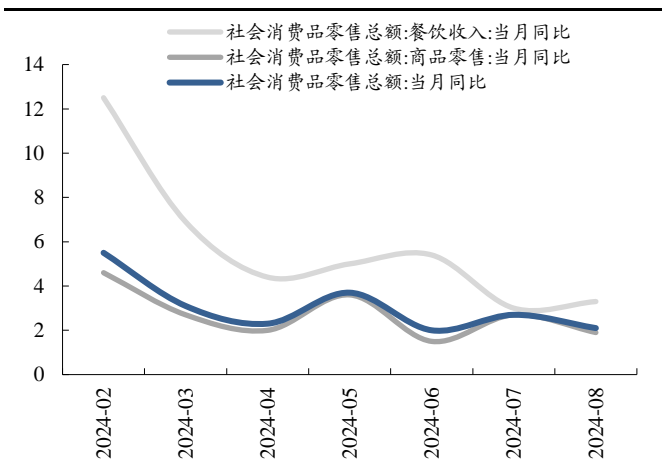
图2：全国工业企业利润累计同比、当月同比



数据来源：wind、东吴证券研究所

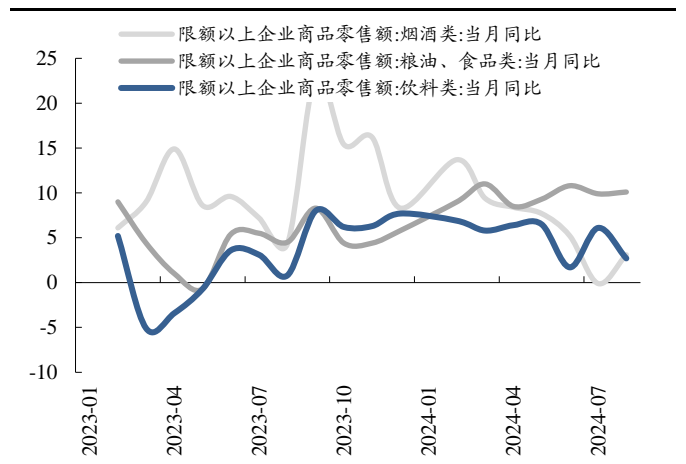
社零数据持续走弱，7-8 月社零总额，餐饮和商品零售平均增速均较 4-6 月回落，其中烟酒类（限额以上）7 月出现 23 年来首次下滑，8 月继续仅低速增长 3.1%。

图3：社零增长走势 (%)



数据来源：wind、东吴证券研究所

图4：烟酒食品社零走势 (%)



数据来源：wind、东吴证券研究所

## 2. 白酒：降速筑底彰显务实，化解风险稳定预期

### 2.1. 酒企大多降速稳价，着眼长期良性发展

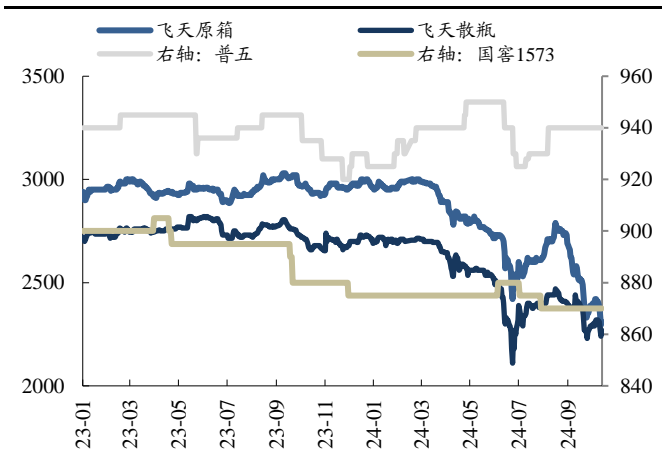
需求弱势环境下，酒水渠道态度愈发谨慎，加快推进去库，品牌选择也更趋集中；白酒企业亦作务实调整，普遍相对淡化回款要求，优先推进去库稳价工作。企业礼赠消费边际收缩背景下，渠道预判 2024 中秋国庆~2025 春节将是动销集中承压阶段，2024 年底的春节备货压力，将对渠道库存消化、现金回笼情绪推波助澜。面对年底潜在的乱价窜货风险，多数酒企普遍提前着手防范风险，24Q3 适当放松回款要求，并加强开瓶培育等动作执行力度，以便逐步化解渠道库存压力。

### 2.2. 库存、价格和业绩前瞻概览

24Q3 上市酒企大多主动放松回款要求，加强库存及价格管控，以便更好为来年春节旺季蓄力排雷。

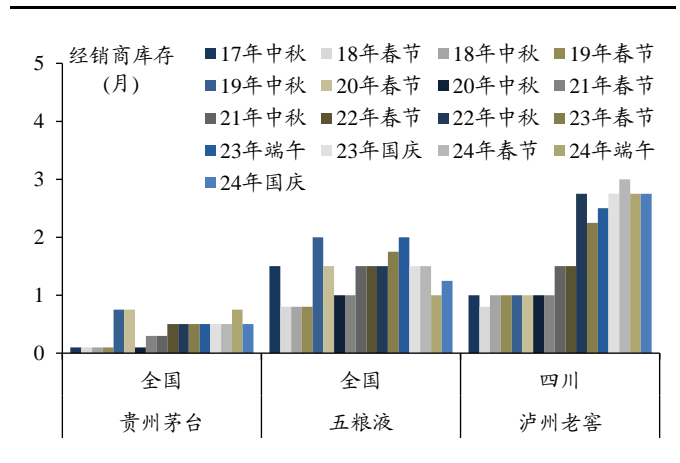
- 1) **高端酒**：24Q3 受中秋礼赠需求走弱冲击较大，为维护价盘稳定，茅五泸均加强出货管控以保持库存良性，预计 Q3 单季收入增速环比放缓。后续需重点关注 10~11 月年底出货节奏及批价影响，以及来年增速目标制定情况。

图5：高端酒批价走势（元/瓶）



数据来源：wind、东吴证券研究所

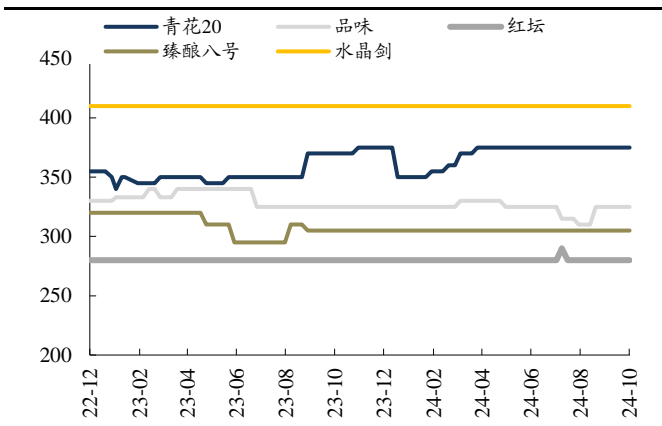
图6：高端酒库存变化



数据来源：wind、东吴证券研究所

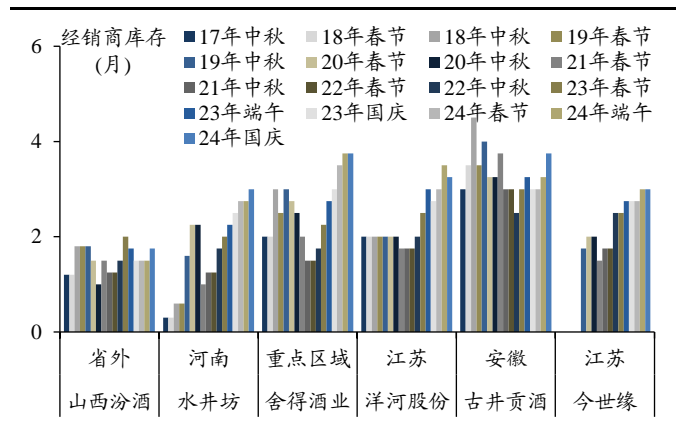
- 2) **次高端**：需求弱势背景下，多数酒企难以保量，维护价格稳定是优先选择，预计 Q3 单季收入增速环比放缓。同时，酒企也在攻坚克难，努力通过产品结构调节、渠道精耕/下沉、数字化营销管理等手段加强销售赋能，以巩固自身品牌份额。例如汾酒 Q3 推进老白汾焕新升级，并优化费用分配，对各省份跟进库存摸底；舍得引入宴席数字化管理，并推进县乡渠道下沉工作等。

图7: 次高端批价走势 (元/瓶)



数据来源: wind、东吴证券研究所

图8: 次高端酒企库存变化



数据来源: wind、东吴证券研究所

3) 区域酒: Q3 居民消费保持韧性背景下, 苏皖区域龙头回款兑现相对稳定, 预计 Q3 单季收入增速表现分化, 优质龙头酒企 Q3 单季增速仍保持在板块前列。从产品结构看, 区域酒企均明确高价位带单品 M6+、V3、古 20 等价在量先, 更多以 100~300 元腰部产品承担放量任务, 增长压力相对好于高端、次高端酒企。

表1: 白酒公司 24Q3 业绩前瞻

| 代码        | 公司   | 24Q2 单季 YoY |        | 24Q3 单季 YoY* |           | 24H1 累计 YoY |        | 24Q3 累计 YoY* |           |
|-----------|------|-------------|--------|--------------|-----------|-------------|--------|--------------|-----------|
|           |      | 收入          | 归母净利润  | 收入           | 归母净利润     | 收入          | 归母净利润  | 收入           | 归母净利润     |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 17.3%       | 16.1%  | 13%~15%      | 13%~15%   | 17.8%       | 15.9%  | 16%~17%      | 15%~16%   |
| 000858.SZ | 五粮液  | 10.1%       | 11.5%  | 2%~5%        | 2%~5%     | 11.3%       | 11.9%  | 9%~10%       | 9%~10%    |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 10.5%       | 2.2%   | 0%~5%        | 0%~5%     | 15.8%       | 13.2%  | 11%~12%      | 9%~11%    |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 17.1%       | 10.2%  | 5%~10%       | 7%~12%    | 19.6%       | 24.3%  | 15%~17%      | 19%~21%   |
| 600702.SH | 舍得酒业 | -22.6%      | -88.4% | -40%~-35%    | -60%~-55% | -7.3%       | -35.7% | -18%~-16%    | -43%~-41% |
| 000799.SZ | 酒鬼酒  | -13.3%      | -60.9% | -50%~-40%    | -55%~-45% | -35.5%      | -71.3% | -40%~-37%    | -69%~-68% |
| 600779.SH | 水井坊  | 16.6%       | 29.6%  | -15%~0%      | -17%~0%   | 12.6%       | 19.5%  | -3%~5%       | -10%~-4%  |
| 000596.SZ | 古井贡酒 | 16.8%       | 24.6%  | 13%~15%      | 17%~19%   | 22.1%       | 28.5%  | 19%~20%      | 25%~26%   |
| 603198.SH | 迎驾贡酒 | 19.0%       | 28.0%  | 15%~17%      | 19%~22%   | 20.4%       | 29.6%  | 19%~19%      | 26%~27%   |
| 002304.SZ | 洋河股份 | -3.0%       | -9.7%  | -30%~-20%    | -35%~-25% | 4.6%        | 1.1%   | -5%~-2%      | -7%~-5%   |
| 603369.SH | 今世缘  | 21.5%       | 16.9%  | 15%~17%      | 13%~15%   | 22.4%       | 20.1%  | 20%~21%      | 19%~19%   |
| 600559.SH | 老白干酒 | 9.0%        | 46.7%  | 5%~8%        | 20%~25%   | 10.7%       | 40.3%  | 8%~10%       | 31%~33%   |
| 600197.SH | 伊力特  | 3.6%        | 38.9%  | 3%~8%        | 5%~10%    | 8.9%        | 12.1%  | 7%~9%        | 10%~12%   |
| 603919.SH | 金徽酒  | 7.7%        | 1.9%   | 15%~18%      | 20%~25%   | 15.2%       | 16.0%  | 15%~16%      | 16%~17%   |

数据来源: wind、东吴证券研究所 (24Q3 收入利润为东吴证券研究所预测)

### 2.3. 公司情况

贵州茅台: 24Q3 累计收入增速预计仍维持在全年 15% 目标附近, 24Q3 单季收入增速预计略有下浮, 主要考虑 Q3 国资平台放货暂缓、9 月中下旬经销渠道发货节奏略有

调控。预计后续公司将持续优化渠道及产品结构调节，通过加强窜货查处、控制普飞出货保证普飞批价基准稳定，通过专卖店等渠道挖潜提升团购挖潜。

**五粮液：**24Q3 受高基数影响，预计营收、利润同比增速放缓至低个位数。23Q3 伴随大商打款节奏修复，公司营收增速提振，Q3 单季同比达 17%；而 2024 年公司各季度增速严格按照“4231”节奏平稳推进，预计基数扰动 24Q3 同比略有降速。此外，中秋国庆高端礼赠需求偏弱，9 月中下旬以来公司普五出货节奏也略有放缓。

**泸州老窖：**24Q3 淡化回款要求，以动销去库为主基调，预计单季收入、利润增速同比放缓至持平或略增。24Q2 以来公司延续降速提质、防范风险思路，持续围绕开瓶做好核心市场氛围营造及渠道深耕，并借助数字化手段推动扁平化管理，进一步向管理要效益。伴随渠道主动去库情绪渐强，公司适时淡化回款要求，但西南、华北动销开瓶表现仍然稳定，期待公司在 2025 年迎来去库完成、报表反转。

**山西汾酒：**24Q3 在动销边际放缓背景下，公司优先保证渠道质量，预计单季收入增速放缓至高单附近，利润增速略快于收入。2024 年公司中期会议顺时而动，进一步强化管理及组织部署：1 是对后续增长未做激进要求；2 是调整费用结构，适当降低模糊返利比例，相应提升年中确定性兑现比例；3 是持续推进销售梯队年轻化建设，提拔更新销售中层，从而进一步激活环山西及长江以南市场的渠道管理能效。预计经过去库调整及人员磨合，后续公司清香势能仍将积极释放。

**舍得酒业：**24Q3 预计加大调整力度，预计单季收入增速放缓至下滑 35%+，利润降幅甚于收入（旺季动销培育费用延续投入）。2024 年新总裁上任以来，公司销售管理逐步梳理清晰，未来舍得重点以品味和舍之道为抓手，推进市场下沉（千县万镇工程）和宴席数字化，同时价格整治也在加强落实。

**酒鬼酒：**24Q3 伴随渠道加大主动去库力度，预计当季收入、利润降幅再次放大。当前环境下，公司持续坚定推进营销模式转型，重点做深省内市场、打造样板市场，下一阶段还将聚焦突破、深度挖潜，对重点市场、重点客户进行精准化服务，期待终端建设及 BC 联动成果逐步显现。

**水井坊：**24Q3 在高基数+弱动销基础上，预计单季收入、利润略有下滑。23Q3 受益渠道补库及提价刺激，单季回款进度相对超前；24Q3 回款进度趋于正常，预计收入增速相应放缓。

**古井贡酒：**24Q3 单季收入增速预计略有放缓，毛销差维持改善趋势。分市场看，2024 年公司省内市场保持强势兑现，回款进度一马当先，古 5、古 18、古 16 增速均表现亮眼；省外市场由于渠道态度趋于谨慎，扩渠道、强动销进展放缓，公司以保障渠道良性为先，同时亦适度推进古 8、古 16 销售稳量。

**迎驾贡酒：**24Q3 单季收入增速预计小幅放缓，洞藏驱动产品结构保持良好升势。公司持续推进“双核工程”，包量店签约力度加大、终端客情维护加强，洞藏培育沿合六

淮→皖北→皖南→省外路线次第打开局面。对标古井，洞藏系列空间仍大，仍将有力推动公司结构与规模并进。

**洋河股份：**24Q3 预计仍将延续降速调整基调，收入降幅环比放大。24Q3 以来，由于行业性动销趋缓，公司省内、省外回款节奏均持续放慢，对比以往 9 月扎帐惯例，2024 年公司将在 Q4 继续追补销售回款。但考虑渠道谨慎态度，预计全年收入追平存在一定压力。

**今世缘：**24Q3 单季收入增速预计适度放缓，24H1 公司沿全年目标稳步兑现，24H2 规划通过红包力度加大、销售捆绑、费用精准投放等举措巩固中秋国庆动销，股权激励护航全年业绩兑现置信度高。

**老白干酒：**24Q3 公司本部回款有一定放缓，武陵小体量增速相对平稳，综合估计单季收入增速放缓至 5~8% 区间，费效优化持续兑现。24Q3 伴随渠道信心偏弱，在出货考核机制下，公司老白干本部回款进度同比适度放缓；武陵在大客户挖掘及常德大本营产品补充推动下，回款增速波动相对平稳。

**金徽酒：**24Q3 淡季收入增速预计与全年目标增速保持一致，公司当前经营仍按照全年目标稳步推进，价格调整较为到位，整体库存处良性水平，省内渠道基本面稳健，省外聚焦打造样板市场，预计 H2 有望加速冲刺全年目标。

**伊力特：**24Q3 由于小老窖旺季促销跟进及其他新品招商推进略慢于预期，预计单季收入实现小幅增长。2024 年以来公司产品布局、渠道模式等相关营销规划逐步清晰，目前二代伊力王、壹号窖等新品基本打板确认，正在陆续推进首批试销工作。综合考虑外部环境与改革难度，后续预计公司新品推广与全国化招商稳步落地，预计 24H2 收入增长以稳为主。

### 3. 大众品：需求承压增长维持低速，四维度看分化

#### 3.1. 整体承压龙头有分化，细分亮点仍存

**需求整体疲弱背景下，可选品和大众品均有较大增长压力。**调味品板块餐饮需求弱复苏+成本红利延续，关注板块个股渠道调整节奏；乳制品板块供需矛盾延续，关注乳企业绩稳定性、股息率兑现度，把握供需改善后奶价周期向上的机会；速冻食品板块餐饮；速冻食品板块餐饮需求偏弱，龙头企业韧性更强；零食渠道变革红利延续，明星大单品仍处于放量期，把握赛道高景气度。

**海天味业：**收入端，24Q3 低基数+双节拉动需求，公司收入有望稳健增长。利润端，2024Q3 调味品主要原材料中，大豆期货价/白糖期货价/玻璃期货价/PET 切片现货价分别同比-21.5%/-12.3%/-23%/-5.8%，原材料降幅均较 24Q2 扩大，公司有望持续享受成本红利，预计 24Q3 利润端同样保持稳健增长。



**天味食品:** 24Q2 公司为维护渠道良性主动控货, 24Q3 低库存+底料新品上市+底料旺季到来, 经销商补库需求旺盛, 预计公司 24Q3 收入有望较 24Q2 加速增长。利润端, 高毛利的鱼调料等产品占比提升推动公司产品结构升级, 叠加低价原材料成本红利延续+主动控费, 预计 24Q3 公司利润端增速快于收入。

**中炬高新:** 24Q3 公司对部分主力产品平均出厂价涨价 2~3%, 渠道补货需求较为旺盛, 预计 24Q3 公司收入端较 24Q2 环比改善。利润端, 成本红利延续+公司强化控费, 预计 24Q3 公司利润增速边际改善。

**千禾味业:** 收入端, 24Q3 公司主动控货以清理库存+推动产品结构升级, 预计 24Q3 收入增速持续疲软。利润端, 公司包材、能源等多为阶梯式采购, 收入承压削弱成本及费用规模效应, 预计 24Q3 利润增速同样承压。

**伊利股份:** 收入端, 24 年 7 月下旬公司渠道调整已进入尾声, 渠道库存健康+双节需求拉动, 预计 24Q3 公司收入增速较 24Q2 边际改善。利润端, 2024Q3 生鲜乳均价同比 14.9%, 降幅较 24Q2 扩大, 公司有望持续享受成本红利, 但考虑到 24Q3 行业供需矛盾延续, 我们预计 24Q3 公司费投力度及喷粉减值均同比增加, 利润增速慢于收入增速。

**天润乳业:** 收入端, 24Q3 行业需求疲软, 叠加新农并表基数效应减弱, 预计 24Q3 公司收入增速较 24Q2 放缓。利润端, 24Q3 生鲜乳均价同比降幅扩大, 公司持续享受成本红利, 叠加去年同期低基数, 预计 24Q3 利润增速快于收入。

**安井食品:** 收入端, 24Q3 处于淡季, 餐饮需求整体疲软, 火锅料预期表现强于米面, 预计 24Q3 收入增速环比 24Q2 稳健。利润端, 公司对部分新品和大单品加大费用投放, 同时考虑今年有股权激励费用摊销和 23Q3 主业利润率基数较高的影响, 预期 24Q3 利润承压。

**千味央厨:** 收入端, 预期 24Q3 餐饮需求整体偏弱, 预期 24Q3 收入增速环比保持稳定。利润端, 小 B 端米面竞争激烈, 大 B 客户降本增效需求强, 压力较大, 预期 24Q3 利润下滑。

**立高食品:** 收入端, 烘焙终端需求相对低迷, 稀奶油新品需求较好, 但新产能预期 24Q4 开始释放, 收入端预计延续 24Q2 表现, 保持低个位数。利润端, 今年成本端整体保持稳健, 同时股权激励费用变少, 预期 24Q3 利润增速快于收入。

**三全食品:** 收入端, 行业需求偏弱, 米面竞争激烈, 促销加大, 预期 24Q3 公司收入、利润持续下滑。

**宝立食品:** 收入端, B 端需求偏弱, 预期环比 24Q2 降速, C 端公司调整后增速回正, 保持稳健, 预计 24Q3 收入环比 24Q2 略有降速。利润端, 考虑到今年公司加大费用投放与下游大客户降本增效影响, 预期 24Q3 扣非净利润下滑。

**巴比食品:** 收入端, 终端需求持续疲软, 预期公司门店业务单店承压, 团餐业务环比改善, 24Q3 回正, 预期低个位数增长。利润端, 成本费用均保持稳健, 预期 24Q3 利润增速与收入相当。

**洽洽食品:** 收入端, 考虑到公司 24Q2 着力于清理渠道库存, 新业务年渠道积极性更强, 预期 24Q3 修复至个位数增长。利润端, 成本保持稳健, 预期 24Q3 利润增速与收入相当。

**盐津铺子:** 收入端, 公司在零食量贩渠道与抖快兴趣内容电商平台积极布局, 流通渠道以大魔王素毛肚、鹤鹑蛋稳步扩张, 24Q3 收入预期环比 24Q2 保持稳健。利润端, 公司费用与成本环比保持稳定, 预期 24Q3 利润增速与收入相当。

**甘源食品:** 收入端, 24Q3 公司内部商超渠道持续调整, 预期环比 24Q2 环比加速。利润端, 公司费用与成本环比保持稳定, 但去年因费用确认节奏问题利润率基数较高, 预期 24Q3 利润增速低于收入增速。

**劲仔食品:** 收入端, 鹤鹑蛋大单品仍处于放量期, 公司北海产能释放后, 鹤鹑蛋销售持续爬坡, 预期 24Q3 收入端延续稳健表现。利润端, 鹤鹑蛋成本红利延续, 加之规模效应释放, 预期 24Q3 利润增速快于收入增速。

**三只松鼠:** 收入端, 考虑 23H2 新战略落地后基数变高, 预期 24Q3 收入环比降速。利润端, 公司规模效应提升, 控制费效比多管齐下, 利润保持高速释放。

**仙乐健康:** 收入端, 24Q3 预计美洲区需求恢复后保持较快增速, 亚太区低基数下保持高速增长, 中国、欧洲区相对稳健, 预期 24Q3 收入环比 24Q2 保持稳健。利润端, 考虑今年处于费用投放阶段, 费用率环比稳定, BF 24Q3 仍处减亏过程中, 23Q3 基数相对高, 因此预计 24Q3 业绩增速略慢于收入。

表2: 大众品公司 24Q3 业绩前瞻

| 代码        | 公司   | 24Q2 单季 YoY |         | 24Q3 单季 YoY* |           | 24H1 累计 YoY |         | 24Q3 累计 YoY* |             |
|-----------|------|-------------|---------|--------------|-----------|-------------|---------|--------------|-------------|
|           |      | 收入          | 归母净利润   | 收入           | 归母净利润     | 收入          | 归母净利润   | 收入           | 归母净利润       |
| 603288.SH | 海天味业 | 8.0%        | 11.1%   | 5%~10%       | 5%~10%    | 9.2%        | 11.5%   | 8%~9%        | 10%~11%     |
| 603317.SH | 天味食品 | -6.8%       | -10.9%  | 10%~15%      | 25%~30%   | 3.0%        | 18.8%   | 6%~7%        | 21%~23%     |
| 600872.SH | 中炬高新 | -12.0%      | 107.0%  | 0%~5%        | 0%~5%     | -1.4%       | 124.2%  | -1%~1%       | 扭亏为盈        |
| 603027.SH | 千禾味业 | -2.5%       | -14.2%  | 0%~5%        | -5%~0%    | 3.8%        | -2.4%   | 2%~4%        | -3%~2%      |
| 600887.SH | 伊利股份 | -16.6%      | -40.2%  | -8%~-3%      | -15%~-10% | -9.5%       | 19.4%   | -9%~-7%      | 8%~10%      |
| 600419.SH | 天润乳业 | 5.9%        | -145.8% | -5%~0%       | 60%~70%   | 3.9%        | -122.2% | 1%~3%        | -101%~-100% |
| 603345.SH | 安井食品 | 2.3%        | -2.5%   | 3%~5%        | -5%~0%    | 9.4%        | 9.2%    | 7%~8%        | 4%~6%       |
| 001215.SZ | 千味央厨 | 1.6%        | -3.4%   | 0%~5%        | -10%~-5%  | 4.9%        | 6.1%    | 3%~5%        | 0%~2%       |
| 300973.SZ | 立高食品 | 2.8%        | 0.3%    | 0%~5%        | 20%~30%   | 8.9%        | 25.0%   | 6%~7%        | 23%~27%     |
| 002216.SZ | 三全食品 | -4.7%       | -34.4%  | -2%~-7%      | -40%~-30% | -4.9%       | -23.7%  | -4%~-6%      | -27%~-25%   |
| 605338.SH | 巴比食品 | -1.9%       | 75.6%   | 0%~5%        | 0%~5%     | 3.6%        | 36.0%   | 2%~4%        | 19%~21%     |

|           | (扣非) |        |        |         |           |       |        |         |           |
|-----------|------|--------|--------|---------|-----------|-------|--------|---------|-----------|
| 603170.SH | 宝立食品 | 10.3%  | -46.7% | 3%~8%   | -5%~0%    | 12.9% | -34.6% | 9%~11%  | -25%~-24% |
|           | (扣非) |        |        |         |           |       |        |         |           |
| 002557.SZ | 洽洽食品 | -20.2% | 7.6%   | 5%~10%  | 5%~10%    | 7.9%  | 25.9%  | 7%~9%   | 16%~18%   |
| 002847.SZ | 盐津铺子 | 23.4%  | 19.1%  | 20%~25% | 20%~25%   | 29.8% | 30.0%  | 26%~28% | 26%~28%   |
| 002991.SZ | 甘源食品 | 4.9%   | 16.9%  | 10%~15% | 10%~15%   | 26.1% | 39.3%  | 20%~22% | 26%~29%   |
| 003000.SZ | 劲仔食品 | 20.9%  | 58.7%  | 15%~20% | 30%~40%   | 22.2% | 72.4%  | 19%~21% | 56%~60%   |
| 300783.SZ | 三只松鼠 | 43.9%  | 51.2%  | 20%~25% | 200%~225% | 75.4% | 88.6%  | 55%~57% | 99%~101%  |
| 300791.SZ | 仙乐健康 | 23.3%  | 27.4%  | 15%~20% | 15%~20%   | 28.8% | 52.7%  | 24%~25% | 36%~38%   |

数据来源: wind、东吴证券研究所 注: 巴比食品、宝立食品利润项预测为扣非净利润而非归母净利润, 24Q3 收入利润为东吴证券研究所预测

## 4. 投资建议

### 4.1. 白酒: 盈利降速筑底, 估值修复在途

当前与 2014 年存在相似性, 板块行情先是资金面推动行业估值早于盈利确认向上拐点, 随后盈利二阶导企稳 (业绩不至于更差), 提供板块情绪支撑。

现价看, 认为板块回调波动有限: 1) 在实质性刺激政策跟进、落地前, 基于纵向复盘, 无论是对比 2014 年估值修复节奏, 还是对比 2023 年 6 月及 2024 年 5 月位置 (即宏观悲观预期情绪发酵以前), 认为受益资金面及风偏改善, 白酒估值有望修复至 20-25x 区间, 当前仍然具备修复空间。2) 后续基本面验证不会急于一时, Q4 主要关注: 政策跟进及落地情况、双十一茅台批价是否稳住及去库情况、年底财政及酒企目标是否务实。若酒企延续当前务实调整思路, 认为白酒行业有望在 24Q3~25Q1 期间完成渠道库存消化、报表筑底企稳。

受益流动性改善叠加顺周期刺激加码, 白酒作为早周期品种, 且业绩稳定性较强, 攻守兼备属性突出。 1) 业绩稳定+股息率突出个股, 存在增持再贷款的资金面支撑, 推荐估值对风险偏好敏感、估值修复空间较大的泸州老窖、贵州茅台, 关注珍酒李渡。 2) 存量房贷利率下调、消费券发放等政策释放居民消费潜力, 行业周期底部左侧, 推荐业绩增长能见度较高的山西汾酒、五粮液、迎驾贡酒, 关注古井贡酒、舍得酒业等。

### 4.2. 食品: 选股着眼四维度边际改善

我们认为大众品众多子行业从 2021 年下半年即进入需求转向景气下行态势, 持续至 2024Q2, 其中 2024Q1 略有改善, 但宏观维度消费压力下 2024Q2 再度回落, 基本面持续筑底, 总体是低位和低速增长态势, 2024Q2 也是估值低位, 在这一位置, 我们建议着眼边际。

在成本回落背景下（糖，青菜头，糖蜜，葵花籽，原奶，广告单价），我们关注上下游出清、成本收益程度，以及公司主动作为，在产品，渠道，市场和市值管理（新政策鼓励回购，还包含股权期权激励，员工持股等）四维度有所作为，边际变化呈现的公司。

投资建议方面，**除优质稳健品种外（东鹏，盐津等），从“产品，渠道，市场，市值管理”四维度寻找边际改善品种**，重点关注：涪陵榨菜，三只松鼠，万辰集团，洽洽食品，安琪酵母，承德露露，持续跟踪乳业出清进程。

## 5. 风险提示

**消费修复不及预期风险：**经济复苏进度不及预期或导致消费修复兑现缓慢，次高端及以上产品价格带上升以及扩容可能不及预期。

**行业竞争加剧风险：**一方面行业内竞争持续加剧推动酒企持续出清，另一方面由于竞争加剧导致酒企盈利能力下降。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>