



大众品板块三季报总结

买入（维持评级）
行业专题研究报告

证券研究报告

食品饮料组
分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）

liuchengqian@gjzq.com.cn

chenyujun@gjzq.com.cn

成本红利兑现，需求依旧承压

投资逻辑

大众品板块三季度收入增速边际改善，尤其部分企业具备低基数+补库存红利，Q3收入增速略有回暖。但从实际的终端动销来看，并未出现较为明显的改善。细分来看，多数子板块收入端仍有压力，需求疲软+竞争加剧导致软饮、速冻、啤酒等板块Q3收入增速表现偏弱。而调味品、休闲零食板块相对较好，分别系需求偏刚性及行业新渠道红利释放。从利润层面来看，部分企业如甘源、天味利润超预期，主要体现在成本下行&销售费率优化，当下企业对降本增效诉求更强，费效比得到显著提升。另外，我们观察到龙头业绩表现更具韧性，如海天逆势争夺份额、东鹏补水啦持续超预期、伊利促销环比收缩毛利率改善。

在需求端弱复苏背景下，我们认为龙头向内提效，有助于维持现金流稳健同时提振EPS。展望后续我们认为更需关注需求驱动带来的业绩上修机会，我们率先看好餐饮链属性标的修复、推荐安井食品、中炬高新，同时建议关注具备基本面边际改善的个股，如洽洽食品、盐津铺子（春节旺季备货）、安琪酵母（新榨季成本改善）。

休闲食品：1) 新兴渠道流量延续高增长趋势，合作紧密的公司如盐津、甘源、劲仔等公司持续享受红利，对应24年前三季度收入端均有20%左右增长，但在基数压力及备货节奏扰动下，Q3较H1增速放缓。从成本端来看，原料价格回落对毛利率具备正向贡献，但渠道和产品结构变化存在对冲。各家Q3更注重费用投放效率，主要体现在毛销差改善。

2) 卤味连锁：门店数量和单店收入两个维度均具备增长压力，各家今年以收缩策略为主，由求数量向求质量转变。但从利润率角度看，行业呈现逐步修复态势，主要受益于禽肉类原材料成本下行。

调味品：1) 基础调味品：龙头呈现挤压式增长，海天去库存&渠道改革阶段性获得成效，在外部需求承压环境下依旧逆势增长；安琪酵母国内复苏叠加海外超预期，Q3收入具备高增长。行业毛利率持续改善，其中中炬优化最为显著（单Q3同比+5pct），系公司在管理层换届后对供应链进行梳理，降低采购、运输等成本。2) 复合调味品：定制餐调企业Q3收入端降速，主要与下游餐饮承压相关。天味Q2业绩显著超预期，主要系旺季动销改善、促销活动收窄。

速冻食品：在需求疲软的背景下，板块收入端在Q3持续承压，但龙头企业通过多途径积极促增长，市占率仍在稳步提升的过程中，同时渠道库存较去年同期也有明显好转，在此后低基数效应下或使得企业同比增速有所好转。安井在外部承压的背景下积极横向扩张品类&加大促销力度求增长，中长期看好好公司规模效应的持续提升，随着下游需求端的拐点出现，公司盈利端有望修复。千味央厨由于大客户竞争加剧、以价换量策略下毛利仍有承压。但中长期随着餐饮客户连锁率的提升，TOB端依旧存在高增长潜力，公司在新品持续投放下仍有长足成长空间。

乳制品：上半年乳制品公司面临下游消费疲软与上游原奶供给过剩的双重压力，随着头部企业对下游渠道库存的持续调整以及价盘的维护，三季度行业收入端实现环比改善，而原奶价格的持续下行也使得利润端表现更优。24Q1-Q3行业实现收入1403亿元，同比-8.26%，其中24Q3实现收入461亿元，同比-6.29%，收入端同比下滑幅度明显缩窄。利润方面来看，24Q3实现净利润35亿元，同比+2.43%，利润表现较Q2出现明显改善。展望Q4，预计行业依旧处于温和复苏的状态，在原奶价格持续维持低位的背景下，行业毛利率水平有望维持较高位置。

软饮料：Q3软饮动销不及预期，行业呈现传统品类价格竞争加剧、新兴品类爆发力强的特征，主打性价比+第二曲线的东鹏仍表现亮眼。短期淡季难以出现较强的基本面催化，我们更多期待来年旺季，量价均有望修复。我们仍看好高景气度赛道，有望借助品类渗透维持收入高增长；其次建议关注传统品类龙头，短期竞争加剧挤压中小品牌，中长期有望收割份额实现稳健增长。

风险提示

宏观经济增速放缓、原材料价格上涨风险、区域市场竞争风险、食品安全问题风险



内容目录

一、休闲食品板块：零食延续高景气，期待费效比改善.....	4
二、调味品板块：内部分化明显，龙头挤压增长.....	8
三、速冻食品：行业竞争仍未缓解，板块利润有所承压.....	12
四、乳制品：同比趋势有所好转，静待需求回暖.....	15
五、软饮料：新品红利释放，关注来年旺季改善.....	18
六、风险提示.....	20

图表目录

图表 1：休闲食品板块标的 24Q1-Q3/24Q3 营收和净利润对比.....	4
图表 2：2024 年 9 月零食很忙门店数破 5700 家.....	5
图表 3：24H1 盐津电商渠道维持高增（单位：亿元）.....	5
图表 4：健康食材新品放量速度快（单位：亿元）.....	5
图表 5：卫龙、洽洽大单品稳健增长（单位：亿元）.....	5
图表 6：24H1 卤味连锁门店数量逐步收缩.....	6
图表 7：24H1 周黑鸭仅交通枢纽门店数量实现增长.....	6
图表 8：休闲食品板块标的 24Q1-Q3/24Q3 毛利率和净利率对比.....	6
图表 9：休闲食品板块标的 24Q1-Q3/24Q3 销售、管理费率和毛销差对比.....	7
图表 10：24 年社零累计餐饮收入增速逐月放缓.....	8
图表 11：24 年限额以上餐饮收入表现弱于整体.....	8
图表 12：调味品板块标的 24Q1-Q3/23Q3 营收和净利润对比.....	9
图表 13：调味品板块标的 24Q1-Q3/24Q3 毛利率和净利率对比.....	10
图表 14：基础调味品核心原材料成本持续下降.....	10
图表 15：复合调味品核心原材料成本持续下降.....	10
图表 16：调味品板块标的 24Q1-Q3/23Q3 销售、管理费率和毛销差对比.....	11
图表 17：调味品重点公司 24-26 年重点标的盈利预测.....	11
图表 18：速冻食品重点企业收入与增速情况.....	12
图表 19：速冻食品重点企业归母净利润与增速情况.....	12
图表 20：速冻食品公司单季度营收增速.....	13
图表 21：速冻食品归母净利润单季度增速.....	13
图表 22：速冻食品企业销售费用率与毛利率.....	13
图表 23：行业重点公司单季度净利率变化情况.....	13



图表 24: 速冻食品企业毛销差与净利率	14
图表 25: 猪肉价格 (元/公斤)	14
图表 26: 冻品鸡大胸价格 (元/吨)	14
图表 27: 小麦价格 (元/吨)	14
图表 28: 棕榈油现货价 (元/吨)	14
图表 29: 速冻食品重点公司估值表	15
图表 30: 乳制品行业收入	15
图表 31: 乳制品单季度行业收入	15
图表 32: 乳制品行业净利润	15
图表 33: 乳制品单季度行业净利润	15
图表 34: 乳制品重点企业收入与增速情况	16
图表 35: 乳制品重点企业归母净利润与增速情况	16
图表 36: 乳制品公司单季度营收增速	16
图表 37: 乳制品公司单季度归母净利润增速	16
图表 38: 乳制品公司销售费用率与毛利率	17
图表 39: 乳制品公司管理费用率与财务费用率	17
图表 40: 乳制品公司毛销差与销售净利率	17
图表 41: 原奶价格 (元/公斤)	17
图表 42: 乳制品重点公司估值表	18
图表 43: 软饮料板块标的 24Q1-Q3/24Q3 营收和归母净利润对比	18
图表 44: 即饮茶行业于 2021 年重启增长	19
图表 45: 电解质水新品类维持高速增长 (单位: 亿元)	19
图表 46: 软饮料板块标的 24Q1-Q3/24Q3 毛利率和净利率对比	19
图表 47: 24Q1-Q3 软饮料行业原材料成本持续下行	19
图表 48: 24H1 统一和康师傅饮料净利率明显改善	19
图表 49: 软饮料板块标的 24Q1-Q3/23Q3 销售、管理费率 and 毛销差对比	20
图表 50: 软饮料板块重点公司 24-26 年盈利预测	20



一、休闲食品板块：零食延续高景气，期待费效比改善

■ 营收端：零食边际降速，卤味持续承压

休闲零食：新兴渠道如零食量贩、电商、会员店等渠道流量延续高增长趋势，合作紧密的公司如盐津、甘源、劲仔等公司持续享受红利，对应 24 年前三季度收入端均有 20% 左右增长，但在基数压力及备货节奏扰动下，Q3 较 H1 增速放缓。

其中，盐津铺子单 Q3 表现稳健，主要系线上/线下渠道持续渗透扩张，一是系零食量贩系统仍在快速开店，且公司持续上新合作的 SKU 数量。二是抖音大盘流量持续增长，公司主打爆品+性价比的策略卓有成效；三是公司今年新拓展山姆会员渠道，其优势品类鹤鹑蛋取得不错的月销表现。

甘源食品、洽洽食品收入增速具备明显的季度间波动，主要系其产品多为坚果，具备较强的送礼属性，Q2 淡季需求承压且需要消化 Q1 库存，导致收入端下滑，但 Q3 已恢复正增长趋势。从新渠道的表现来看，甘源合作程度更深且其具备出海红利，Q3 恢复势能显著。

劲仔食品 Q3 收入增速较此前进一步放缓，我们认为主要系电商渠道拖累，公司产品基本盘更依赖线下传统渠道，线上起步较晚，且考虑到产品价格体系的维护和公司利润率的健康发展，电商渠道的发展节奏偏慢。但公司目前已在积极进行战略调整，包括 Q4 预计首发溏心鹤鹑蛋品类、全面推广深海鳀鱼品类，电商渠道采取不同的产品矩阵和子品牌打法。

图表1：休闲食品板块标的 24Q1-Q3/24Q3 营收和净利润对比

公司名称	营业收入(亿元, %)				归母净利润(亿元, %)			
	24Q1-Q3	YOY	24Q3	YOY	24Q1-Q3	YOY	24Q3	YOY
盐津铺子	38.6	28%	14.0	26%	4.9	25%	1.7	16%
甘源食品	16.1	22%	5.6	16%	2.8	29%	1.1	17%
劲仔食品	17.7	19%	6.4	13%	2.1	61%	0.7	43%
洽洽食品	47.6	6%	18.6	4%	6.3	24%	2.9	21%
有友食品	8.9	17%	3.6	28%	1.2	14%	0.5	75%
三只松鼠	71.7	56%	20.9	24%	3.4	101%	0.5	222%
良品铺子	54.8	-9%	15.9	-21%	0.2	-90%	0.0	-325%
万辰集团	206.1	321%	97.0	261%	0.8	扭亏	0.8	扭亏
绝味食品	50.1	-11%	16.7	-13%	4.4	13%	1.4	-3%
煌上煌	14.5	-8%	3.9	-10%	0.8	-22%	0.2	-2%
紫燕食品	26.9	-5%	10.2	-5%	3.5	2%	1.5	-7%

来源：Wind，国金证券研究所

从渠道表现来看，流量逐步向具备便利性、性价比、多元选择的渠道转移。1) 线上天猫大盘流量逐步下滑，抖音、拼多多、O2O 到家等持续瓜分线上流量。2) 线下商超人流持续下滑，部分流通渠道受损明显，但新兴会员商超、零食专营、CVS 等业态持续发力。如零食很忙 24 年 9 月门店数量超 5700 家，合并赵一鸣后集团门店突破万家。

其中零食量贩上市标的万辰集团截至 24Q2 末零食门店网络分布在江苏省、安徽省、山东省等多个地区，共覆盖 6638 家门店，旗下“好想来品牌零食”已成为全国知名连锁品牌。三季度持续对应市场需求，点位布局等因素综合考虑开店规划，同时不断提升门店的运营质量和水平，单 Q3 收入接近 100 亿元，同比增长 261%。

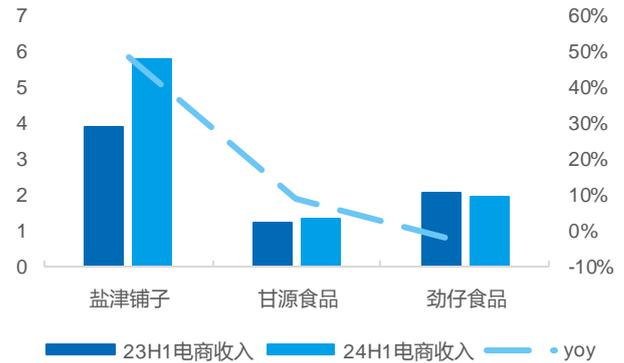
三只松鼠今年开始全面贯彻“抖+N”全渠道战略，同时公司在本次三季报同期公布重大投资公告，宣布投资量贩零食行业，便于整合产业链资源，实现内部经营效率持续提升。其公司全资子公司安徽一件事创业投资有限公司拟以不超过人民币 2 亿元收购湖南爱零食科技公司的控制权或相关业务及资产；拟以不超过人民币 0.6 亿元收购未来已来（天津）科技发展有限责任公司的控制权或相关业务及资产。



图表2: 2024年9月零食很忙门店数破5700家



图表3: 24H1盐津电商渠道维持高增(单位:亿元)



来源: 零食很忙公众号, 国金证券研究所

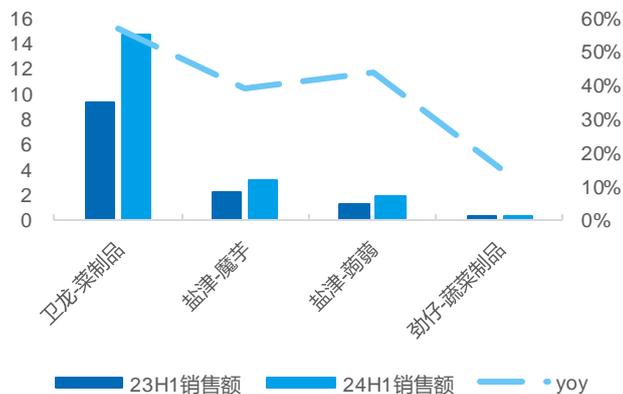
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

近年来坚果、魔芋、蒟蒻、鹌鹑蛋逐渐成为热门细分赛道,其食材具备高蛋白、低卡路里、营养素丰富等特征,满足现代消费者的健康、减脂需求。从Q3各公司收入表现来看,预计新品渗透率持续提升。

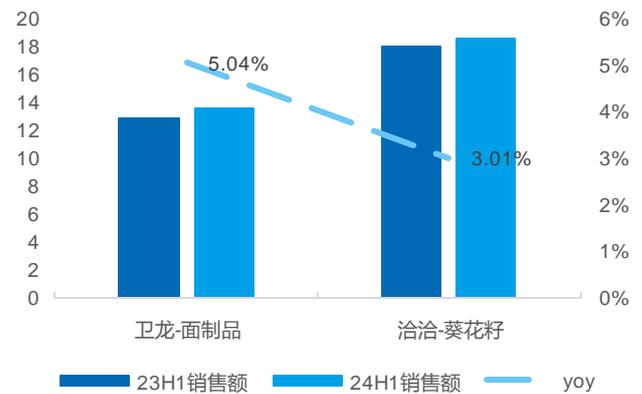
从产品上看,各家打法虽有明显差异,但共同之处在于老品增长相对乏力、新品朝健康方向发展。1)盐津、甘源品类较为丰富,新品势能强劲,如盐津魔芋跻身最大单品,甘源调味坚果起量更快。2)劲仔、卫龙更加第二曲线,如劲仔鹌鹑蛋、卫龙菜制品增速显著跑赢自身大盘。

分公司来看,盐津24H1辣卤魔芋/蒟蒻/蛋类零食收入分别为3.1/1.83/2.39亿元,分别同比+38.9%/+44.0%/+150.5%。甘源24H1老三样/综合果仁及豆果系列分别实现营收4.98/3.42亿元,同比+14.49%/+48.5%。公司积极开发新口味&新规格的组合产品,上半年新品散装综合果仁和缤纷豆果取得不错成效。劲仔24H1禽制品收入2.58亿元,同比+51.1%,其中鹌鹑蛋持续实现环比高速增长。

图表4: 健康食材新品放量速度快(单位:亿元)



图表5: 卫龙、洽洽大单品稳健增长(单位:亿元)



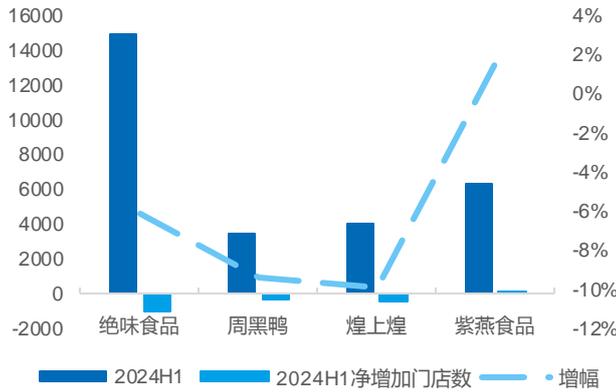
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

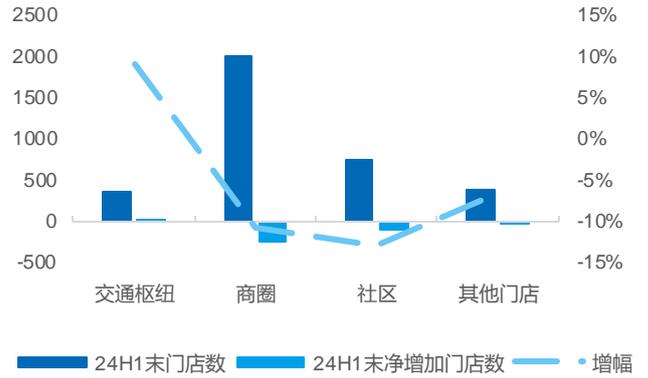
连锁卤味:量价维度均具备压力,各家采取收缩策略。绝味/煌上煌/紫燕24Q3收入分别同比-11%/-8%/-5%。拆分门店数量和单店收入来看,我们预计单Q3延续门店收缩态势,且单店收入表现依旧承压。24H1上半年较23年底减少约10%的门店,其中绝味/周黑鸭/煌上煌/紫燕分别较年底-981/-360/-445/+103家门店,仅紫燕食品实现门店数扩张。从门店类别看,高势能门店具备相对优势,但仍未恢复至19年水平,以周黑鸭披露数据为例,24H1交通枢纽门店数增长9%以上。



图表6: 24H1 卤味连锁门店数量逐步收缩



图表7: 24H1 周黑鸭仅交通枢纽门店数量实现增长



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 周黑鸭公司公告, 国金证券研究所

■ 利润端: 成本压力减轻, 竞争加剧致费投加大

1、休闲零食: 从成本端来看, 大宗商品如面粉、大豆、白糖等价格明显回落, 行业内公司成本压力逐步减轻, 对毛利率具备正向贡献, 如劲仔/洽洽/有友单 Q3 毛利率分别+3/+6/+2pct, 主要系核心原料鳀鱼/葵花籽/禽副产品采购单价下降所致。

但反馈到报表来看, 盐津和甘源并未如期兑现成本红利, 主要系 1) 渠道结构变化, 如盐津近年来正面临向高效率、低加价倍率的渠道转型, 低毛利率的渠道占比逐渐提升。2) 产品结构变化, 如甘源加大传统老三样品类投放力度, 但老三样的毛利率在所有业务中偏低。3) 产品规模效应及竞争加剧等影响, 公司促销力度加大对 ASP 产生冲击。

图表8: 休闲食品板块标的 24Q1-Q3/24Q3 毛利率和净利率对比

公司名称	毛利率(%)				净利率(%)			
	24Q1-Q3	同比变动	24Q3	同比变动	24Q1-Q3	同比变动	24Q3	同比变动
盐津铺子	31%	-3%	31%	-2%	16%	0%	12%	-1%
甘源食品	35%	-1%	37%	-1%	21%	1%	20%	0%
劲仔食品	30%	4%	30%	3%	14%	3%	11%	2%
洽洽食品	30%	5%	33%	6%	14%	2%	16%	2%
有友食品	29%	-1%	29%	2%	16%	0%	13%	3%
三只松鼠	25%	1%	24%	0%	7%	1%	2%	2%
良品铺子	26%	-2%	28%	0%	0%	-3%	0%	0%
万辰集团	10%	2%	10%	3%	2%	2%	1%	3%
绝味食品	30%	6%	31%	5%	8%	2%	9%	1%
煌上煌	33%	5%	37%	6%	5%	-1%	5%	0%
紫燕食品	26%	2%	29%	-1%	12%	1%	15%	0%

来源: Wind, 国金证券研究所

从费用端来看, 年初以来大部分公司销售费率呈现提升趋势, 尤其上半年普遍加大预算投放, 各家在 Q3 费用投放时更注重效率, 尤其注重毛销差的改善。如盐津/甘源/劲仔/洽洽 24Q1-Q3 销售费率均+1pct, 而单 24Q3 盐津和劲仔保持费率平稳, 甘源小幅提升 1pct, 洽洽甚至收缩 1pct。结合毛利率表现, 单 Q3 盐津/甘源/劲仔/洽洽毛销差分别同比-3/-2/+3/+7pct, 各家之前存在较为明显的分化, 主要系原材料成本下降幅度不同造成的差异。

最终落脚到净利率角度看, 除盐津下降 1pct 之外, 23Q4 甘源/劲仔/洽洽/有友净利率分别同比+0/+2/+2/+3pct。而三只松鼠/万辰集团等渠道型企业, 分别凭借较强的大单品规模效应及供应链优化提效, 最终净利率分别提升 2/3pct。



图表9：休闲食品板块标的 24Q1-Q3/24Q3 销售、管理费率 and 毛销差对比

公司名称	销售费率(%)				毛销差(%)				管理+研发费率(%)			
	24Q1-Q3	同比变动	24Q3	同比变动	24Q1-Q3	同比变动	24Q3	同比变动	24Q1-Q3	同比变动	24Q3	同比变动
盐津铺子	13.0%	1%	12.1%	0%	19%	-3%	18%	-3%	5.5%	-1%	4.5%	-2%
甘源食品	12.8%	1%	11.4%	1%	23%	-2%	25%	-2%	5.0%	0%	4.9%	0%
劲仔食品	12.5%	1%	12.2%	0%	18%	3%	18%	3%	5.5%	0%	5.4%	0%
洽洽食品	10.2%	1%	7.9%	-1%	20%	4%	25%	7%	5.7%	0%	4.8%	0%
有友食品	11.0%	-1%	9.3%	-5%	18%	0%	20%	6%	4.0%	0%	3.5%	-1%
三只松鼠	18.1%	0%	19.1%	0%	7%	1%	5%	0%	2.4%	-2%	2.8%	-1%
良品铺子	20.7%	1%	23.0%	2%	7%	-3%	5%	-2%	5.4%	-1%	4.3%	-2%
万辰集团	4.3%	-1%	4.2%	-1%	5%	3%	6%	4%	3.0%	-2%	2.8%	-2%
绝味食品	9.3%	2%	9.7%	2%	23%	4%	21%	3%	7.3%	0%	7.3%	0%
煌上煌	15.4%	3%	18.7%	4%	21%	2%	18%	2%	12.7%	3%	14.2%	3%
紫燕食品	5.1%	0%	5.0%	0%	20%	2%	23%	0%	5.5%	1%	5.2%	1%

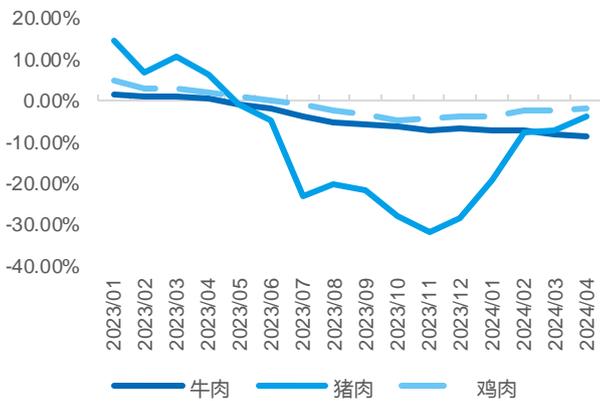
来源：Wind, 国金证券研究所

2、连锁卤味：从成本端来看，鸭副价格自 23 年以来呈震荡下行趋势，23 年年初餐饮需求恢复，而同期上游投苗量和屠宰量均在低位，供需错配导致成本激增，3 月达到最高点，5-6 月逐步回落。今年卤味连锁在成本端最为受益，因鸭副、牛肉等成本降幅较大，绝味/周黑鸭/煌上煌 24Q1-Q3 毛利率分别同比+6/+5/+2pct，Q3 仍延续原材料价格同比下行趋势，利润弹性持续释放。

从费用端来看，今年主线为精简门店、降本增效，各家销售费率和管理费率仍呈现提升趋势，主要系收入下降导致费率被动抬升。24Q3 绝味食品/煌上煌/紫燕食品销售费率分别+2/+4/+0pct，最终净利率分别+1pct/持平/持平。

图表 6：24 年各项家禽/家畜类价格同比下降

图表 7：24 年鸭苗、毛鸭单价明显回落



来源：Wind, 国金证券研究所



来源：Wind, 国金证券研究所

■ 盈利预测及投资建议

随着新渠道红利行至过半，市场对小零食板块收入降速具备较强的担忧。且随着下游渠道开店空间趋于饱和，净利率诉求持续加强，市场亦担心其挤压上游供应商利润率。我们认为短期供给增加导致的竞争加剧为必然趋势，新渠道的出现为中小品牌提供发展机会，原材料降价让渡的利润大多转化为向渠道及终端的折扣。但长期来看，具备供应链优势&品牌优势的企业有望通过“加量不加价”、“子品牌让利”等措施积极应对，实现终端价盘和渠道利润的稳定，长期品质优秀且合理价格的产品会在市场大浪淘沙中生存下来。

短期我们看好 Q4 春节旺季备货超预期，推荐洽洽食品。中长期我们看好多渠道和多品类带来的增长空间，推荐盐津铺子、劲仔食品。建议关注三只松鼠分销渠道开拓进展，同时关注万辰集团门店数量增长及净利率提升带来的业绩弹性。



图表 9：休闲食品板块重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入（亿元）			YOY			归母净利（亿元）			YOY			PE	
		24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E
休闲零食	盐津铺子	52	66	81	27%	27%	22%	6	8	11	28%	26%	24%	21	17
	劲仔食品	25	30	36	21%	21%	20%	3	4	5	42%	28%	23%	19	15
	甘源食品	22	27	32	22%	20%	18%	4	5	6	18%	22%	18%	18	14
	洽洽食品	74	82	90	9%	10%	11%	10	11	12	19%	15%	11%	17	15
	卫龙	56	64	71	15%	14%	12%	10	12	14	16%	17%	15%	16	13

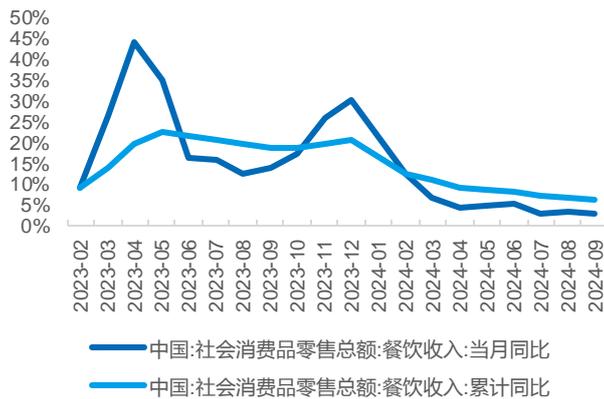
来源：Wind，国金证券研究所（注：股价截至 2024 年 11 月 3 日，汇率采用 1HKD=0.91CNY）

二、调味品板块：内部分化明显，龙头挤压增长

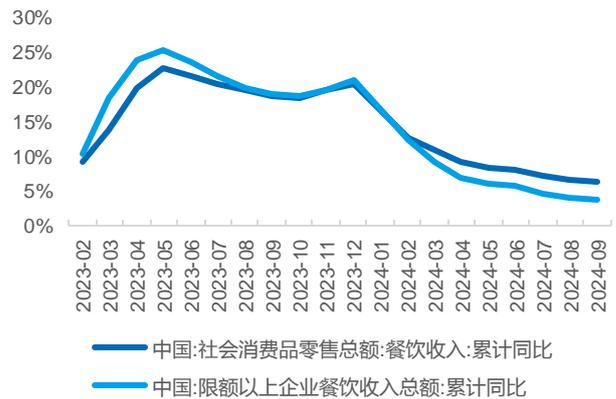
■ 收入端：需求依旧承压，龙头具备韧性

基础调味品：行业大多公司 Q3 收入增速边际回暖，主要系 1) Q2 去库存效果较好，步入下半年 C 端补库需求增加，且企业主动巩固基地市场份额，在外埠市场渠道持续扩张和下沉。2) 但实质动销上我们并未观察到显著改善，一方面是餐饮端环比走弱，且大 B 亦表现疲软；另一方面是 C 端竞争加剧，市场价格竞争较为激烈，尤其原本掀起的零添加风潮并未充分体现吨价升级趋势。

图表 10：24 年社零累计餐饮收入增速逐月放缓



图表 11：24 年限额以上餐饮收入表现弱于整体



来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

从酱油公司 Q3 业绩表现来看，存在明显的龙头挤压式增长效应。

1) 海天味业复苏势能延续，Q3 核心品类提速。24Q3 酱油/调味酱/蚝油/其他产品分别实现收 30.75/11.05/10.19/5.83 亿元，同比+8.8%/+10.2%/+7.9%/+15.1%。其中酱油、蚝油相较 Q2 明显提速，我们推测系定制化需求增长所致、餐饮端取得增量，此外料酒等其他产品低基数下维持高增。

2) 中炬高新 24Q3 美味鲜子公司收入同比+2.7%，24Q3 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入分别为 7.41/1.81/1.30/1.47 亿元，同比+0.5%/+14.0%/-9.2%/-9.0%。Q3 受益于低基数+内部调整，酱油基本盘开始修复；食用油收入下滑主要系下游囤货时点差异及高基数扰动。

3) 千禾味业分产品来看，酱油/食醋/其他业务 24Q3 分别实现收入 4.3/0.84/1.36 亿元，分别同比-13.8%/-15.6%/-30.3%。期间内公司对性价比零添加产品进行升级优化，对渠道进行优化调整，导致收入短期内承压。

从龙头公司地区拆分来看，各家主动巩固基地市场份额，在外埠市场渠道持续扩张和下沉。1) 海天味业：东部/南部/西部/北部/中部单 Q3 收入同比+19.9%/+7.8%/-0.8%/+8.1%/+11.6%。线下渠道维持稳健增长，公司单 Q3 环比 Q2 净增经销商 48 家，主要集中在东部、南部、中部区域。



2) 中炬高新：主销区动销改善，外埠区域加快网点渗透。24Q3 南部/东部/中西部/北部地区收入同比+1.2%/+8.6%/-12.9%/2.5%。24 年前三季度经销商净增加 311 家，主要集中在中西部 (+117)、北部 (+176)；地级市/区县市场开发率持续提升。

3) 千禾味业：西部及中部大本营受经销商调整影响收入显著下滑，其他区域均有承压。西部/东部/北部/中部/南部收入 Q3 分别同比-11.9%/-8.4%/-17.7%/-21.1%/-0.03%。单 Q3 经销商数量减少 136 家，其中中部和西部经销商分别减少 35/97 家，24Q3 经销/直销分别同比-17.3%/-0.4%，直销模式 Q3 转为下滑主要系电商平台仍处于调整阶段。

■ 从龙头差异化的业绩表现来看，我们认为海天能够实现逆势增长的主要原因：

1) 库存控制得当：海天通过 23 年变革顺利减轻渠道库存压力，并通过转化部分一批商为二批商有效降低了经销商资金周转压力。年后经销商仍以合理库存运作，且压力释放后积极性得到提升。

2) 市场增量挖掘：海天的渠道结构中 BC 占比更为均衡，改革思路更为灵活。23 年公司深刻反思内部产品和渠道存在的问题，今年强化对于餐饮客户柔性定制需求的响应，同时加大力度挖掘 C 端碎片化渠道，实现 B/C 两方面的增量。

3) 产品矩阵差异：海天产品矩阵更加丰富，从产品拆分开看，酱油和耗油增速偏低，但调味酱、其他产品仍实现较强的双位数增长。而千禾和中炬主要依赖优势大单品酱油，但目前酱油市场逐步趋于饱和，市场竞争加剧背景下，持续提升市占率难度较大。

图表12：调味品板块标的 24Q1-Q3/23Q3 营收和净利润对比

公司名称	营业收入(亿元, %)				归母净利润(亿元, %)			
	24Q1-Q3	YOY	24Q3	YOY	24Q1-Q3	YOY	24Q3	YOY
海天味业	204.0	9%	62.4	10%	48.1	11%	13.6	10%
中炬高新	39.5	0%	13.3	2%	5.8	/	2.3	33%
千禾味业	22.9	-2%	7.0	-13%	3.5	-9%	1.0	-23%
天味食品	23.6	6%	9.0	11%	4.3	35%	1.9	65%
宝立食品	19.3	10%	6.6	4%	1.7	-28%	0.6	-13%
日辰股份	3.0	12%	1.1	6%	0.5	31%	0.3	45%
恒顺醋业	15.3	-7%	5.3	6%	1.2	-13%	0.3	80%
安琪酵母	109.1	13%	37.4	27%	9.5	5%	2.6	8%
涪陵榨菜	19.6	1%	6.6	7%	6.7	2%	2.2	18%
仲景食品	8.4	14%	3.0	10%	1.5	7%	0.5	-3%

来源：Wind, 国金证券研究所(注：中炬高新 23H1 具备大额预提负债，与主业无关，故不展示 24Q1-Q3YOY)

其他基础调味品在低基数增速回暖，主要针对 C 端的恒顺醋业/涪陵榨菜/安琪酵母 24Q3 营收分别+6/+7%/+27%，相较上半年具备边际改善。其中安琪酵母 Q3 收入明显加速系主业显著修复，海外维持高增长。1) 24Q3 酵母及深加工实现收入 25.92 亿元，同比+17.8%。Q3 制糖/包装/其他业务同比+5.5%/+16.3%/77.3%，其他贸易类业务显著增厚收入。2) 24Q3 国内/国外销售收入 22.69/14.33 亿元，分别同比+20.7%/+30.2%，国内提速系主业修复+其他贸易类产品高增。国外延续高增长趋势，系公司加快海外重点市场销售人员本土化及营销网络搭建。

从复合调味品板块业绩表现来看，营收增长普遍好于基础调味品。如宝立食品/日辰股份/仲景食品 24Q1-Q3 均具备双位数的收入增长，主要系下游大客户为连锁餐饮企业，订单需求相对稳定。单 Q3 来看定制餐调企业普遍降速，主要系去年同期高基数及下游餐饮客户开始降速。但天味食品在旺季加大香肠腊肉调料铺货，Q3 收入端出现明显的加速态势。

天味食品：24Q3 火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉销售收入 3.03/3.85/1.86 亿元，同比+1.14%/+18.07%/+19.68%。随着火锅底料、香肠腊肉调料逐步进入销售旺季，经销商囤货需求增加，Q3 各品类恢复正增长，并有望在 Q4 旺季加速改善。分渠道来看，24Q3 线上/线下收入 1.39/7.56 亿元，分别同比+55.38%/+5.98%。线下伴随着经销商质量优化及核心单品放量，Q3 重启增长。另公司借助食萃优势拓展传统电商渠道，并积极发力新媒体、社区团购、O2O 等渠道，Q3 线上延续高增。

宝立食品：24Q3 复调/轻烹/饮品甜点配料营收分别为 3.5/2.5/0.3 亿元，分别同比+0.7%/+9.6%/+1.9%。复调增速放缓主要系餐饮大客户需求偏弱，轻烹业务延续修复态势



系新品推出+线下渠道扩张。24Q3 直销/非直销实现收入 5.2/1.2 亿元，分别同比+4.2%/+1.5%，直销渠道延续增长。

日辰股份：24Q3 餐饮客户/食品加工/品牌定制分别实现收入 0.58/0.37/0.14 亿元，分别同比+20.8%/-9.1%/+18.9%。其中餐饮渠道仍旧实现 20%+增长，主要系公司老客户需求稳定，同时品牌定制渠道新客户订单稳定释放。

■ 盈利端：原料成本持续下行，盈利能力得到改善

基础调味品：各项原材料（大豆、白糖、小麦等）价格延续前期回落趋势，24Q3 海天味业/中炬高新/千禾味业毛利率分别+2/+5/+1pct，我们认为主要系黄豆、包材等采购价下降。其中中炬高新毛利率优化更为显著，主要系公司在管理层换届后对供应链进行梳理，降低采购、运输等成本，公司 24Q1-Q3 毛利率水平达到 37%，高于海天和千禾。

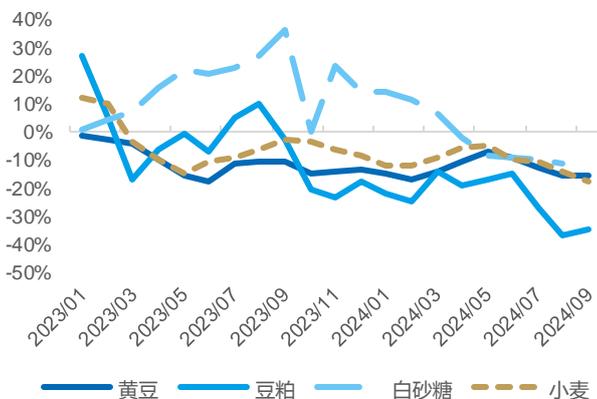
对于核心原材料占比更高的公司而言，毛利率波动较大。如榨菜在 Q2 将高价青菜头使用完毕，Q3 开始释放压力，24Q3 毛利率同比+10pct。安琪酵母 24Q3 毛利率-4pct，系海运费大幅上涨，同时其他低毛利的贸易类产品占比提升，后续仍有成本端优化空间。恒顺醋业主要使用糯米和高粱等粮食酿造，24Q3 毛利率同比+9 pct，主要系原料价格下降，叠加今年促销搭赠活动持续减少。

图表13：调味品板块标的 24Q1-Q3/24Q3 毛利率和净利率对比

公司名称	毛利率(%)				净利率(%)			
	24Q1-Q3	同比变动	24Q3	同比变动	24Q1-Q3	同比变动	24Q3	同比变动
海天味业	36%	1%	37%	2%	26%	0%	22%	0%
中炬高新	37%	5%	39%	5%	15%	/	17%	4%
千禾味业	36%	-1%	38%	1%	15%	-1%	14%	-2%
天味食品	39%	2%	39%	1%	19%	4%	21%	7%
宝立食品	31%	-2%	31%	-1%	10%	-5%	10%	-2%
日辰股份	38%	-1%	39%	1%	20%	3%	23%	6%
恒顺醋业	35%	3%	36%	9%	7%	-1%	5%	2%
安琪酵母	23%	-1%	21%	-4%	10%	-1%	7%	-1%
涪陵榨菜	52%	2%	56%	10%	34%	0%	34%	3%
仲景食品	42%	1%	41%	-2%	20%	-1%	16%	-2%

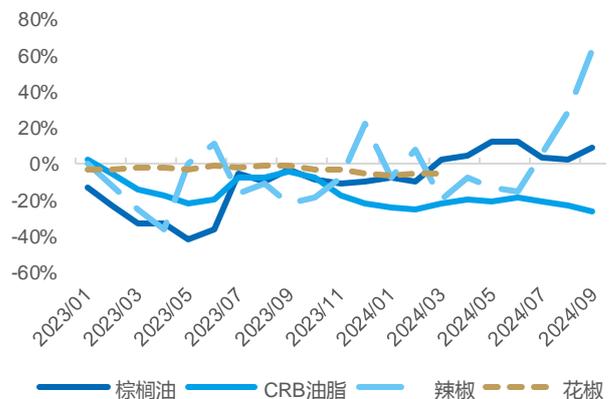
来源：Wind，国金证券研究所（注：中炬高新 23H1 具备大额预提负债，与主业无关，故不展示 24Q1-Q3 数据）

图表14：基础调味品核心原材料成本持续下降



来源：Wind，国金证券研究所

图表15：复合调味品核心原材料成本持续下降



来源：Wind，国金证券研究所



复合调味品 24Q3 行业持续享受成本下行红利，但客户和产品结构变化略有扰动。核心原材料为棕榈油、辣椒、花椒等年初以来单价持续下降，24Q3 天味/宝立/日辰毛利率分别同比+1pct/-1pct/+1pct。天味、日辰毛利率提升主要系高毛利产品增加、促销活动减少；宝立毛利率下降系高毛利的 C 端、大客户产品占比下降。

从费率角度看，由于基础调味品行业需求端尚未完全修复，因此多数公司以优化费率对冲经营压力，除了收入表现较差的公司费率被动抬升。其中海天/中炬/千禾 24Q3 销售费率分别+0pct/-2pct/+3pct，对应毛销差分+2/+7/-2pct。而复调企业近年来部分小企业出清或者行动更加谨慎，行业竞争格局略有改善。但 B 端企业受到下游客户挤压，具备一定的降价压力，其中 24Q3 天味/宝立/日辰毛销差分分别+9pct/-2pct/-1pct。

图表16: 调味品板块标的 24Q1-Q3/23Q3 销售、管理费率 and 毛销差对比

公司名称	销售费率(%)				毛销差(%)				管理+研发费率(%)			
	24Q1-Q3	同比变动	24Q3	同比变动	24Q1-Q3	同比变动	24Q3	同比变动	24Q1-Q3	同比变动	24Q3	同比变动
海天味业	5.9%	0%	5.6%	0%	31%	1%	31%	2%	5.0%	0%	6.0%	1%
中炬高新	9.4%	1%	6.3%	-2%	28%	4%	33%	7%	10.1%	0%	9.8%	0%
千禾味业	14.1%	2%	14.9%	3%	23%	-3%	23%	-2%	5.9%	-1%	6.6%	0%
天味食品	12.0%	-2%	7.8%	-8%	24%	5%	31%	9%	7.0%	-1%	6.5%	-1%
宝立食品	14.4%	0%	13.1%	1%	17%	-2%	18%	-2%	4.4%	0%	4.6%	0%
日辰股份	7.5%	0%	7.1%	1%	31%	-1%	32%	-1%	9.0%	-4%	3.2%	-8%
恒顺醋业	17.6%	4%	18.8%	6%	21%	0%	17%	3%	9.7%	1%	10.0%	1%
安琪酵母	5.4%	0%	5.6%	0%	17%	-1%	16%	-4%	7.3%	-1%	6.8%	-2%
涪陵榨菜	14.0%	0%	17.2%	6%	38%	1%	39%	5%	3.5%	0%	3.5%	0%
仲景食品	15.8%	1%	14.9%	-1%	28%	0%	26%	-1%	7.4%	0%	7.3%	0%

来源: Wind, 国金证券研究所

■ 盈利预测与投资建议

龙头 Q2 持续稳健复苏，从品牌、渠道角度具备先发优势，预计仍可实现挤压式增长，实现市占率逐步提升，建议关注海天味业、安琪酵母。海天去库存&渠道改革阶段性获得成效，在外部需求承压环境下依旧逆势增长，预计 Q4 仍能在低基数红利下延续收入和利润改善态势。中炬 Q2 需求端压力较大，主要系内部改革进入深水区，组织架构扁平化放权后效果有待观察；新增啤酒经销商处于培育阶段，期待 Q4 释放潜在动能。千禾高基数下增长压力较大，但我们仍看好公司差异化的产品开发策略，渠道高激励驱动下全国化扩张仍有机会。安琪酵母采购新榨季即将到来，根据糖料种植面积预计成本端有明显下降的可能性，同时海外业务维持双位数稳健增长，建议关注成本改善。

复合调味品：随着预制菜工业客户、餐饮客户对于定制餐调需求逐步增加，TO B 端依旧存在高增长潜力。但从下游客户压价看，毛利率预计年内依旧承压。TO C 逐步进入增长瓶颈期，尤其是火锅底料品类增速逐步放缓。但中式菜品调料、零添加产品仍具备结构性增长机会，且 C 端产品毛利率预计较为稳定，建议关注龙头企业颐海国际、天味食品。

图表17: 调味品重点公司 24-26 年重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入(亿元)			YOY			归母净利润(亿元)			YOY			PE	
		24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E
基础调味品	海天味业	275	306	240	12%	11%	11%	63	69	77	12%	10%	11%	39	35
	中炬高新	56	63	74	8%	14%	17%	8	9	11	-55%	9%	11%	23	19
	千禾味业	33	36	40	1%	12%	11%	5	6	7	-1%	12%	14%	24	21
	安琪酵母	154	174	197	13%	13%	13%	14	17	19	7%	22%	16%	24	19
复合调味品	天味食品	34	38	42	8%	13%	11%	6	7	7	24%	15%	13%	26	23
	颐海国际	67	74	82	10%	10%	10%	8	9	10	-7%	14%	11%	17	15

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 股价截至 2024 年 11 月 3 日, 汇率采用 1HKD=0.91CNY)



三、速冻食品：行业竞争仍未缓解，板块利润有所承压

三季度需求端回暖有限，行业收入端增长承压。速冻食品行业需求受餐饮业的影响持续承压，行业需求偏弱的背景下，各家企业收入端依旧承压，24Q2 安井/三全/千味/立高收入端分别同比+4.6%/+6.5%/-1.2%/-1.1%，除安井食品外其余企业 Q3 增速环比 Q2 出现下滑。我们认为主要原因有：1. 进入三季度以来，下游餐饮整体依旧需求承压，7-9 月份社零餐饮收入同比增速分别为 3%/3.3%/3.1%，较二季度同比增速有所放缓，宴席等社会餐饮场景增长承压。2. 餐饮大客户端存在降本增效压力，企业在大客户份额和毛利率方面均存在一定的压力。3. 流通客户端竞争依旧激烈，策略方面多家企业选择保收入轻利润，企业 Q3 价格战方面有所增加，产品搭赠/促销政策较此前有所加强。从龙头企业表现差异化现象来看，我们认为米面类产品竞争激烈程度强于调制食品，速冻米面价格竞争较为激烈；安井渠道方面优势明显，一方面在传统流通渠道积极挖掘下沉市场，另一方面通过新品积极开拓新零售和大 B 客户；此外在低需求背景下公司积极求变，通过扩展小吃车等销售方式促进增长，虽然公司在利润率方面出现一定程度的下滑，但是收入端环比好转。

从产品角度来看，各家企业新品推广依旧维持较好增速。立高食品烘焙食品原料前三季度同比增长约 30%，其中稀奶油新品持续放量下推动奶油类产品营收同比增长超过 70%。千味央厨下游大客户短时推新节奏有所放缓，但是公司大包子、烧卖、预制菜肴等产品有较好增长表现，且公司研发能力优秀，未来仍有新品持续推广助力业绩增长。

图表18：速冻食品重点企业收入与增速情况

公司名称	营业收入（亿元）				营业收入 YOY			
	23Q1-3	23Q3	24Q1-Q3	24Q3	23Q1-3	23Q3	24Q1-Q3	24Q3
安井食品	102.71	33.77	110.77	35.33	25.93%	17.21%	7.84%	4.63%
三全食品	54.15	15.60	51.25	14.60	1.50%	3.03%	-5.35%	-6.46%
千味央厨	13.28	4.77	13.64	4.72	28.88%	25.04%	2.70%	-1.17%
立高食品	25.83	9.46	27.17	9.36	25.90%	30.07%	5.22%	-1.11%
海欣食品	11.34	4.00	11.41	4.27	3.56%	-1.06%	0.67%	6.67%
惠发食品	13.04	4.59	13.03	4.10	16.08%	5.26%	-0.12%	-10.87%

来源：Wind，国金证券研究所

图表19：速冻食品重点企业归母净利润与增速情况

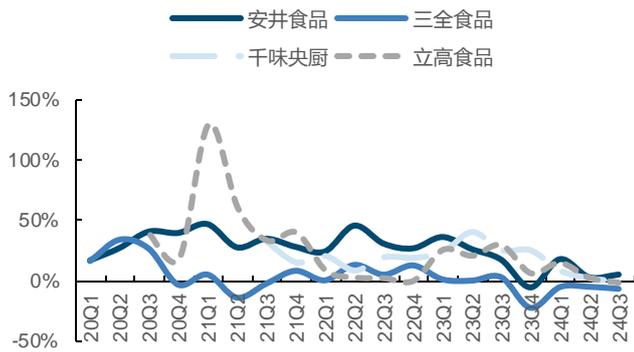
公司名称	归母净利润（亿元）				归母净利润 YOY			
	23Q1-3	24Q1-Q3	23Q3	24Q3	23Q1-3	23Q3	24Q1-Q3	24Q3
安井食品	11.22	10.47	3.86	2.44	62.69%	63.75%	-6.65%	-36.76%
三全食品	5.52	3.94	1.15	0.61	5.05%	22.05%	-28.61%	-47.02%
千味央厨	0.94	0.82	0.38	0.22	35.29%	60.35%	-13.49%	-42.08%
立高食品	1.58	2.03	0.50	0.68	57.66%	66.94%	28.21%	35.07%
海欣食品	0.04	-0.24	0.02	-0.11	-93.14%	-92.43%	-750.84%	-548.71%
惠发食品	-0.30	-0.28	0.01	-0.12	60.62%	-102.83%	5.71%	-2065.22%

来源：Wind，国金证券研究所

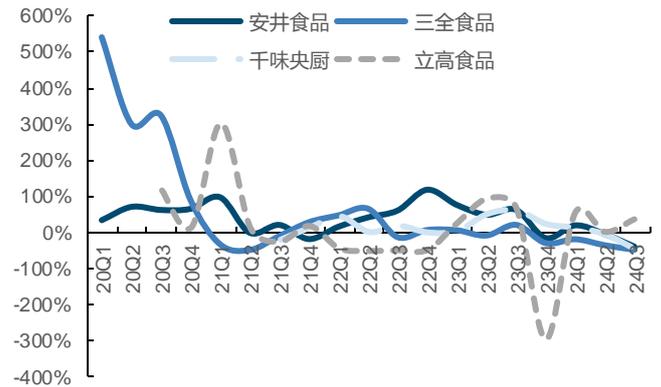
从成本角度看，Q3 生猪价格上涨对原材料成本略有扰动，但是综合小麦、鸡肉、油脂类等其他产品价格来看，整体原材料成本仍有下降趋势。由于行业价格竞争激烈，整体毛利率水平略有下滑。24Q3 安井/三全/千味/立高毛利率分别为 19.9%/22.8%/22.4%/31.3%，分别同比-2.0/-1.8/+0.0/-0.6pct，我们认为安井毛利率下滑主要系产品结构和行业竞争所致，今年公司烤肠、牛羊肉等新品的推广在短期销售优惠有所增加，同时小龙虾等农产品价格表现偏弱也对毛利造成了一定的影响。立高食品毛利下滑主要系奶油产品销售占比增加对产品结构影响所致。



图表20: 速冻食品公司单季度营收增速



图表21: 速冻食品归母净利润单季度增速



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

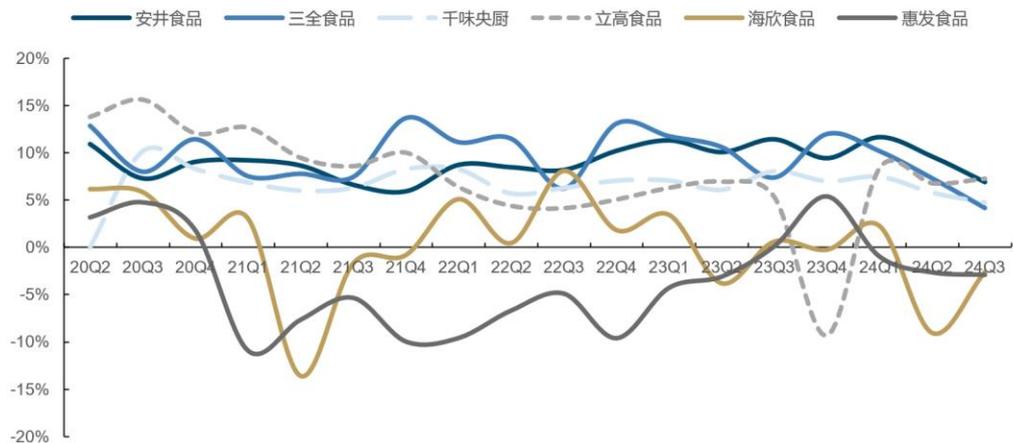
图表22: 速冻食品企业销售费用率与毛利率

公司名称	销售费用率				毛利率			
	24Q1-Q3	同比	24Q3	同比	24Q1-Q3	同比	24Q3	同比
安井食品	6.23%	0.15%	6.40%	0.29%	22.64%	0.58%	19.93%	-2.04%
三全食品	13.43%	1.44%	15.67%	2.74%	25.03%	-1.74%	22.75%	-1.81%
千味央厨	5.31%	0.72%	4.89%	0.81%	24.25%	1.31%	22.44%	0.04%
立高食品	11.53%	-0.69%	10.52%	-2.19%	32.17%	-0.36%	31.34%	-0.55%
海欣食品	10.55%	0.18%	10.02%	-0.05%	17.78%	-1.37%	17.56%	-2.72%
惠发食品	7.64%	-0.47%	9.15%	0.80%	17.52%	0.41%	18.65%	-1.79%

来源: Wind, 国金证券研究所

从费用角度看: 速冻食品在下游需求偏弱的背景下竞争加剧, 行业价格战程度环比并未出现改善, 所以整体销售/管理费用率均有所增加, 在毛利也有所下滑的背景下, 整体净利率出现一定程度的下滑。24Q3 安井/三全/千味/立高销售费用率分别为 6.4%/15.7%/4.9%/10.5%, 分别同比+0.3/+2.7/+0.8/-2.2pct, 各家费用率的增长主要系终端促销活动的增加, 立高费用率下降主要系内控管理的优化。

图表23: 行业重点公司单季度净利率变化情况



来源: Wind, 国金证券研究所



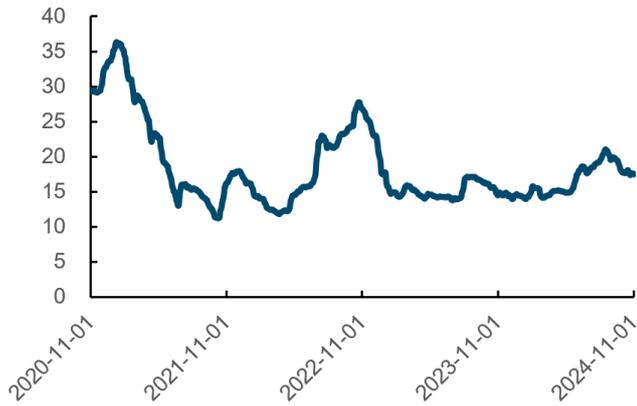
图表24: 速冻食品企业毛销差与净利率

公司名称	毛销差				销售净利率			
	24Q1-Q3	同比	24Q3	同比	24Q1-Q3	同比	24Q3	同比
安井食品	16.41%	0.43%	13.53%	-2.33%	10.82%	-0.07%	6.96%	-3.29%
三全食品	11.60%	-3.18%	7.08%	-4.54%	9.09%	-2.25%	4.19%	-6.43%
千味央厨	18.95%	0.59%	17.55%	-0.77%	6.59%	0.11%	4.68%	-1.30%
立高食品	20.64%	0.33%	20.83%	1.64%	7.50%	0.93%	7.14%	0.27%
海欣食品	7.22%	-1.54%	7.54%	-2.67%	-1.73%	-1.91%	-2.61%	1.02%
惠发食品	9.88%	0.88%	9.51%	-2.59%	-1.64%	1.85%	-3.42%	-0.64%

来源: Wind, 国金证券研究所

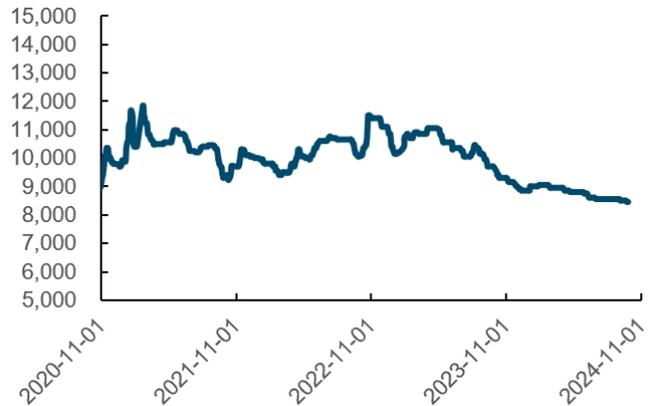
原材料价格展望: 受益于粮食供给宽松影响, 小麦价格预计有望持续维持在较低位置, 虽然油脂类产品地缘政治的影响下价格短期存在上涨预期, 但是在大豆供给偏宽松的背景下, 预计油脂类价格上涨幅度有限, 米面类制品成本预计较为宽松。从肉类原料来看, 生猪价格在 Q3 触顶后开始回落, 预计旺季仍有小幅反弹预期, 而禽类产品在供给较为充足的背景下或上涨幅度有限, 整体来看成本端较为平稳。

图表25: 猪肉价格 (元/公斤)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 冻品鸡大胸价格 (元/吨)



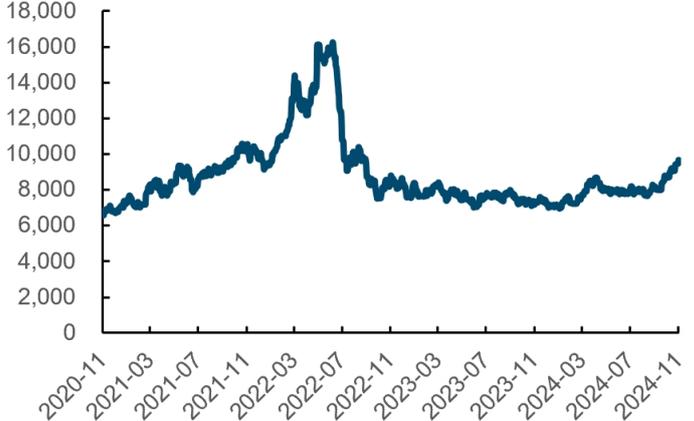
来源: Wind, 国金证券研究所

图表27: 小麦价格 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 棕榈油现货价 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

■ 投资建议

在需求疲软的背景下, 板块收入端在 Q3 持续承压, 但是龙头企业通过多途径积极促增长, 市占率仍在稳步提升的过程中, 同时渠道库存较去年同期也有明显好转, 在此后低基数效应下或使得企业同比增速有所好转。建议关注安井食品、千味央厨等。安井食品在外部承压的背景下积极横向扩张品类&加大促销力度求增长, 虽然短时利润端有所承压, 但是中



长期看利好公司规模效应的持续提升，随着下游需求端的拐点出现，公司在盈利端有望修复。千味央厨短期业绩方面仍有压力，由于大客户竞争加剧，预计公司以价换量策略下毛利仍有承压。但是中长期看随着餐饮客户连锁率的提升，TOB 端依旧存在高增长潜力，公司在新品持续投放下仍有长足成长空间。

图表29：速冻食品重点公司估值表

公司名称	收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE		
	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E
安井食品	140.5	154.2	168.4	183.4	140.5	14.2	15.6	17.0	18	16	15
千味央厨	19.0	19.7	21.4	23.5	19.0	1.2	1.4	1.6	26	23	19
立高食品	35.0	39.9	44.4	49.0	35.0	2.7	3.3	3.6	23	19	17
三全食品	70.6	70.5	72.9	76.7	70.6	6.6	7.1	7.8	14	13	12

来源：Wind，国金证券研究所（三全食品盈利预测采用 Wind 一致性预期，时间截至 2024/11/1）

四、乳制品：同比趋势有所好转，静待需求回暖

上半年乳制品公司面临下游消费疲软与上游原奶供给过剩的双重压力，随着头部企业对下游渠道库存的持续调整以及价盘的维护，三季度行业收入端实现环比改善，而原奶价格的持续下行也使得利润端表现更优。24Q1-Q3 行业实现收入 1403 亿元，同比-8.26%，其中 24Q3 实现收入 461 亿元，同比-6.29%，收入端同比下滑幅度明显缩窄。利润方面来看，24Q3 实现净利润 35 亿元，同比+2.43%，利润表现较 Q2 出现明显改善。

图表30：乳制品行业收入



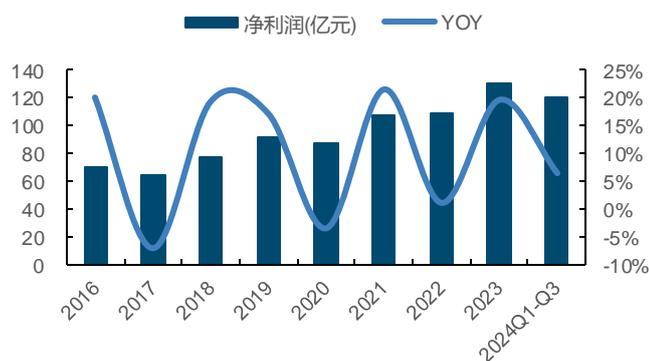
图表31：乳制品单季度行业收入



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表32：乳制品行业净利润



图表33：乳制品单季度行业净利润



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所



伊利股份：2024Q1-Q3 实现营业收入 890.39 亿元，同比-8.61%；24Q3 实现营收 291.25 亿元，同比-6.67%。受宏观环境影响，产品消费需求偏弱，收入端增速符合预期，分产品来看，经过上半年渠道库存的调整，液态奶 Q3 降幅环比缩窄，奶粉业务在婴配粉市占率提升的背景下有所增长。利润端来看，24Q1-Q3 实现归母净利润 108.68 亿元，同比+15.87%；24Q3 实现归母净利润 33.37 亿元，同比+8.53%，随着下游价盘的调整，公司毛利率出现回升，同时公司费用端控制加强，销售费用绝对值有所下降。短期来看：公司下游库存情况有所好转，随着新一轮铺货预计有望实现稳健增长，而公司产品结构的持续优化也能带动利润率的提升。中长期看：公司作为乳制品行业龙头，有望通过产品结构升级与品类扩张实现稳健增长，而较高的分红率亦凸显其投资价值。

图表34：乳制品重点企业收入与增速情况

公司名称	营收 (亿元)				营收 YOY			
	23Q1-3	24Q1-Q3	23Q3	24Q3	23Q1-3	24Q1-Q3	23Q3	24Q3
伊利股份	974.04	890.39	312.07	291.25	3.84%	-8.61%	2.66%	-6.67%
妙可蓝多	30.75	35.94	10.09	16.72	-19.69%	-9.40%	-18.30%	-12.07%
新乳业	81.94	81.50	28.96	27.85	9.55%	-0.54%	7.25%	-3.82%
天润乳业	20.83	21.56	6.94	7.13	12.50%	3.50%	12.25%	2.73%
光明乳业	206.64	184.13	65.25	56.99	-3.37%	-10.89%	-6.44%	-12.66%

来源：Wind，国金证券研究所

图表35：乳制品重点企业归母净利润与增速情况

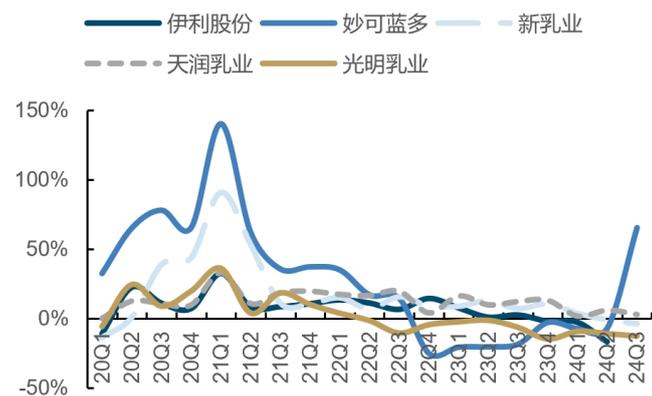
公司名称	归母净利润 (亿元)				归母净利润 YOY			
	2023Q1-3	2024Q1-Q3	23Q3	24Q3	23Q1-3	24Q1-Q3	23Q3	24Q3
伊利股份	93.80	108.68	30.75	33.37	16.36%	15.87%	73.05%	8.53%
妙可蓝多	0.34	0.85	0.05	0.08	-76.42%	571.67%	-29.05%	55.57%
新乳业	3.81	4.74	1.44	1.77	22.78%	24.37%	46.38%	22.92%
天润乳业	1.43	0.22	0.17	0.50	-7.44%	-84.37%	9.05%	200.51%
光明乳业	3.23	1.16	-0.15	-1.64	-12.67%	-63.94%	-286.35%	973.33%

来源：Wind，国金证券研究所

从收入与利润方面看：收入端看行业三季度收入持续承压，多数企业呈下滑态势，但是环比已经出现改善，预计随着消费端的回暖和低基数效应，板块收入端有望趋势好转。从利润端来看，行业成本红利持续体现，Q3 多数企业利润端实现较好增长。

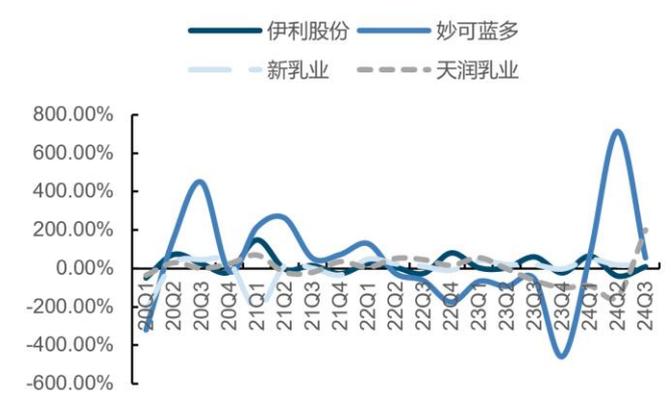
2021 年中旬以来原奶价格处于下行通道，2023 年受益于原奶价格持续下滑，乳制品企业盈利能力恢复性提升，根据农业农村部数据显示，截至 2023 年末奶牛存栏依旧处于高位，扩产周期下 24 年原奶价格进一步回落，目前原奶价格已经跌至近十年低位。2024 年上半年虽然行业内已经出现淘汰奶牛的现象，但是目前依旧处于淘汰早期，预计原奶价格仍会处于较低区间，乳制品企业成本红利有望进一步体现。

图表36：乳制品公司单季度营收增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表37：乳制品公司单季度归母净利润增速



来源：Wind，国金证券研究所



图表38: 乳制品公司销售费用率与毛利率

公司名称	销售费用率				毛利率			
	2024Q1-Q3	同比	24Q3	同比	2024Q1-Q3	同比	24Q3	同比
伊利股份	19.26%	1.61%	18.96%	1.09%	34.81%	1.90%	34.85%	2.48%
妙可蓝多	19.17%	-4.67%	15.11%	-5.02%	28.93%	-1.66%	22.45%	-3.19%
新乳业	15.83%	0.77%	15.27%	1.30%	29.09%	1.67%	28.83%	2.40%
天润乳业	6.11%	0.65%	6.40%	0.72%	18.15%	-1.43%	19.87%	2.25%
光明乳业	12.55%	0.12%	14.46%	1.48%	19.28%	0.61%	18.06%	2.54%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表39: 乳制品公司管理费用率与财务费用率

公司名称	管理费用率				财务费用率			
	2024Q1-3	同比	24Q3	同比	2024Q1-3	同比	24Q3	同比
伊利股份	4.42%	-0.13%	4.27%	-0.31%	-0.29%	0.38%	-0.41%	-0.21%
妙可蓝多	6.36%	-0.41%	6.10%	-0.50%	0.53%	-0.63%	0.99%	1.03%
新乳业	4.70%	-0.01%	4.42%	-0.17%	1.33%	0.37%	1.01%	-0.57%
天润乳业	4.46%	0.43%	4.81%	0.41%	0.67%	-0.68%	1.07%	0.44%
光明乳业	4.25%	0.73%	4.78%	1.53%	0.79%	-0.25%	0.83%	0.13%

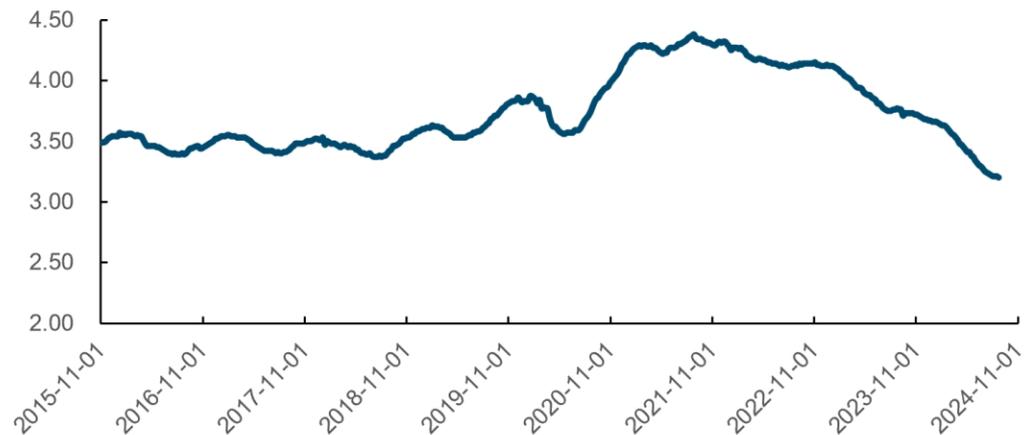
来源: Wind, 国金证券研究所

图表40: 乳制品公司毛销差与销售净利率

公司名称	毛销差				销售净利率			
	2024Q1-Q3	同比	24Q3	同比	2024Q1-Q3	同比	24Q3	同比
伊利股份	15.54%	0.30%	15.89%	1.40%	12.28%	2.63%	11.45%	1.62%
妙可蓝多	9.76%	3.01%	7.34%	1.83%	2.37%	0.73%	0.49%	-0.03%
新乳业	13.26%	0.90%	13.56%	1.10%	5.97%	1.20%	6.54%	1.52%
天润乳业	12.03%	-2.08%	13.47%	1.53%	0.13%	-6.87%	6.32%	4.17%
光明乳业	6.74%	0.49%	3.60%	1.06%	-0.95%	-2.45%	-7.06%	-5.41%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表41: 原奶价格 (元/公斤)



来源: Wind, 国金证券研究所



■ 投资建议

我国人均乳制品消费仍有较大成长空间，叠加区域消费不均衡，看好需求端持续增长。展望下半年，预计行业依旧处于温和复苏的状态，在原奶价格持续维持低位的背景下，行业毛利率水平有望维持较高位置，而在去年前高后低的态势或使得企业下半年增速回暖。行业龙头企业利润端诉求明确，有望通过产品结构升级和费用把控，持续提升净利率。区域性乳企产品结构升级和覆盖面拓宽趋势不变，短期弹性仍存。建议关注分红比较稳定的伊利股份，虽然上半年受经销商库存调整的影响出现下滑，在公司积极调整下 Q3 收入端环比增速出现改善，同时公司费用端投放更加理性，盈利能力有望逐步提升。

图表42：乳制品重点公司估值表

公司名称	收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE		
	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E
伊利股份	1261.8	1214.4	1269.8	1325.9	104.3	119.8	116.0	126.4	15	16	14
新乳业	109.9	113.7	122.4	132.2	4.3	5.5	6.7	8.0	19	16	13

来源：Wind，国金证券研究所（新乳业采用 Wind 一致性预期，截至 2024/11/1）

五、软饮料：新品红利释放，关注来年旺季改善

■ 收入端：Q3 持续承压，东鹏具备强 α

从收入端来看，Q3 软饮动销不及预期，行业呈现传统品类价格竞争加剧、新兴品类爆发力强的特征，主打性价比+第二曲线的东鹏仍表现亮眼。以农夫为代表的龙头针对绿瓶水加大促销力度，行业瓶装水价格竞争加剧。随着老品类行至成熟期，消费者对于口味汰换、健康减脂的需求催生了一批新品类，无糖茶、电解质水、椰子水等品类相继爆发，驱动相关企业收入稳健增长。具体而言，24Q3 东鹏饮料/百润股份/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品收入增速分别为+47%/-6%/+4%/-6%/-3%/-19%，大多数企业收入降速系存量竞争加剧、核心品类老化增长承压所致。

东鹏持续超预期，成为软饮料板块最具 α 的标的，24Q1-Q3/Q3 收入增速分别为 45%/47%，Q3 进一步提速的原因主要系，1) 分产品，24Q3 东鹏特饮/补水啦/其他饮料实现营收 36.52/7.35/2.81 亿元，同比+27.73%/+299.58%/-12.07%。东鹏特饮精细化管理渠道、加强冰冻化陈列，有效拉动终端动销。其他饮料具备多品类补充，其中电解质水借助现有网点优势，不断拓宽消费场景，销售表现超预期。2) 分渠道，24Q3 经销/直营/线上渠道营收同比+41.0%/79.0%/140.0%，特通、餐饮等渠道持续开拓，24Q3 经销商环比净增加 11 家（三季度末经销商 2993 家）。3) 分区域，24Q3 广东大本营收入增长 23.8%，其他区域增速均在 40%+，华中/西南表现更为亮眼，销售全国化持续推进。

图表43：软饮料板块标的 24Q1-Q3/24Q3 营收和归母净利润对比

公司名称	营业收入(亿元, %)				归母净利润(亿元, %)			
	24Q1-Q3	YOY	24Q3	YOY	24Q1-Q3	YOY	24Q3	YOY
东鹏饮料	125.6	45%	46.8	47%	27.1	64%	9.8	78%
百润股份	23.9	-3%	7.6	-6%	5.7	-14%	1.7	-24%
李子园	10.6	0%	3.8	4%	1.6	-17%	0.6	14%
香飘飘	19.4	-2%	7.6	-6%	0.2	409%	0.5	-1%
承德露露	21.6	6%	5.2	-3%	4.2	-5%	1.3	-2%
养元饮品	42.3	-8%	12.9	-19%	12.3	-5%	2.0	-47%

来源：Wind，国金证券研究所

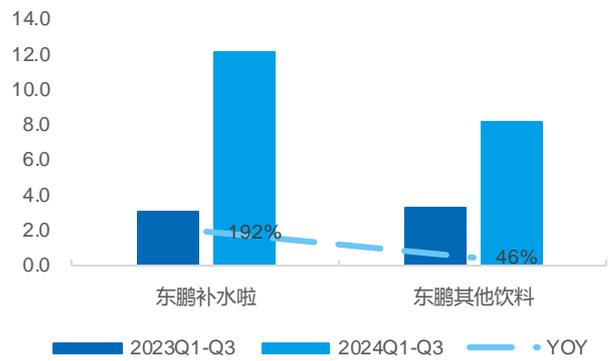
随着大众健康意识提升，软饮料低糖无糖/健康化趋势逐步明确，无糖茶、电解质水实现快速增长。据欧睿数据显示，茶饮料自 2021 年开始恢复增长态势，并呈现加速增长态势，2021-2023 年增速分别为 4.7%/7.7%/10%。对应到农夫山泉/康师傅/统一企业中国 24H1 茶饮料规模分别为 84.3/113.9/46.5 亿元，增速分别为 59%/13%/12%，其中无糖茶为增长核心驱动力。东鹏补水啦 24Q1-Q3 共实现销售收入 12.1 亿元，同比+192%；单 Q3 销售加速，实现销售额 7.25 亿元。



图表44: 即饮茶行业于2021年重启增长



图表45: 电解质水新品类维持高速增长 (单位: 亿元)



来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 东鹏饮料公司公告, 国金证券研究所

■ 盈利端: 原材料成本下行, 毛利率呈现明显改善

从成本端来看, 随着占比较大的PET/白糖/纸箱等原材料价格持续下行, 板块个股毛利率持续改善, 24Q3 东鹏/百润/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品毛利率分别+4/+1/+5/+2/+3/+0pct。其中东鹏和李子园毛利率改善更为明显, 主要系大单品规模效应体现, 叠加成本端如大包粉降价更为显著。

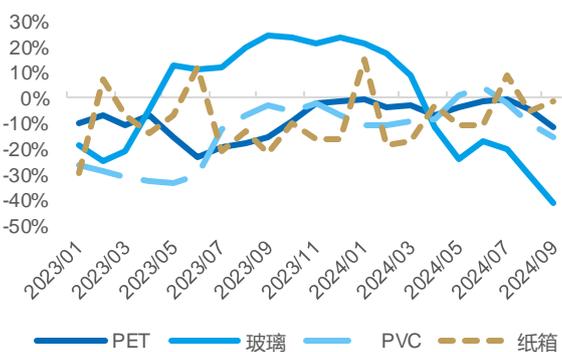
图表46: 软饮料板块标的24Q1-Q3/24Q3毛利率和净利率对比

公司名称	毛利率 (%)				净利率 (%)			
	24Q1-Q3	同比变动	24Q3	同比变动	24Q1-Q3	同比变动	24Q3	同比变动
东鹏饮料	45%	3%	46%	4%	31%	2%	21%	4%
百润股份	68%	3%	70%	1%	23%	-3%	23%	-5%
李子园	39%	3%	41%	5%	15%	-3%	16%	1%
香飘飘	34%	2%	41%	2%	1%	1%	6%	0%
承德露露	41%	-2%	41%	3%	21%	-2%	24%	0%
养元饮品	46%	1%	45%	0%	27%	1%	15%	-8%

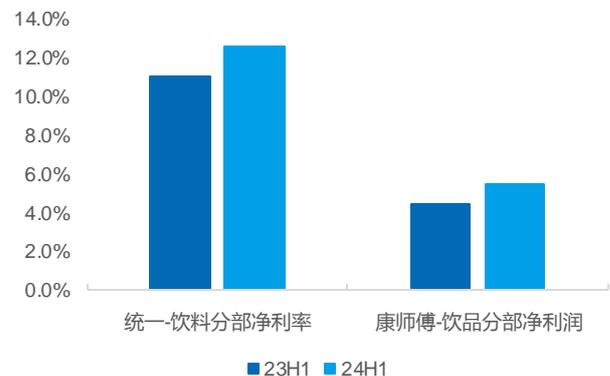
来源: Wind, 国金证券研究所

从费率端来看, 终端需求疲软+市场竞争加剧, 各家普遍强化费用投放, 内部优化管理和研发费用。24Q3 东鹏/百润/李子园/承德露露/养元饮品销售费率分别+0/+3/+3/+0/+4/+3pct; 管理和研发费率分别-1/+0/+1/+2/+0/+1pct。东鹏Q3销售费率持平主要系规模效应, 实际上奥运广告、冰柜投放计入Q3, 销售费用明显增长。最终从净利率的角度看, 单Q3多数企业仍呈现承压状态, 龙头表现相对稳健。24Q3 东鹏/百润/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品净利率分别+4/-5/+1/+0/+0/-8pct。

图表47: 24Q1-Q3 软饮料行业原材料成本持续下行



图表48: 24H1 统一和康师傅饮料净利率明显改善



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所



图表49: 软饮料板块标的 24Q1-Q3/23Q3 销售、管理费率 and 毛销差对比

公司名称	销售费率(%)				毛销差(%)				管理+研发费率(%)			
	24Q1-Q3	同比变动	24Q3	同比变动	24Q1-Q3	同比变动	24Q3	同比变动	24Q1-Q3	同比变动	24Q3	同比变动
东鹏饮料	16.6%	0%	17.9%	0%	28%	3%	28%	4%	2.8%	-1%	2.9%	-1%
百润股份	25.5%	4%	23.5%	3%	47%	-1%	47%	-2%	9.0%	1%	9.2%	0%
李子园	15.4%	4%	16.1%	3%	28%	-1%	25%	2%	7.5%	2%	7.0%	1%
香飘飘	27.8%	-1%	26.1%	0%	5%	3%	15%	2%	10.4%	1%	9.6%	2%
承德露露	15.2%	2%	10.0%	4%	28%	-4%	31%	-1%	2.2%	0%	2.9%	0%
养元饮品	12.6%	1%	16.3%	3%	34%	0%	29%	-3%	2.6%	1%	3.1%	1%

来源: Wind, 国金证券研究所

■ 盈利预测与投资建议

短期淡季难以出现较强的基本面催化,我们更多期待来年旺季备货,量的维度预计弱修复,价的维度预计回暖。我们仍看好高景气度赛道,短期有望借助品类渗透维持收入高增长;其次建议关注传统品类龙头,短期竞争加剧挤压中小品牌,中长期有望收割份额实现稳健增长。推荐具备确定性的龙头东鹏,建议关注百润 H2 新品上市。

图表50: 软饮料板块重点公司 24-26 年盈利预测

板块	公司名称	收入(亿元)			YOY			归母净利润(亿元)			YOY			PE		
		24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	24E
软饮料	东鹏饮料	157	197	236	40%	25%	20%	31	40	50	54%	29%	25%	35	27	157
	百润股份	32	36	41	-4%	15%	13%	8	10	12	-1%	24%	19%	30	25	32

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 股价截至 11 月 3 日)

六、风险提示

- 宏观经济增速放缓——经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏。
- 原材料价格上涨风险——若原材料价格大幅提升将挤压企业利润。
- 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策。
- 食品安全问题风险——食品安全问题会对所处行业声誉等造成影响。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究