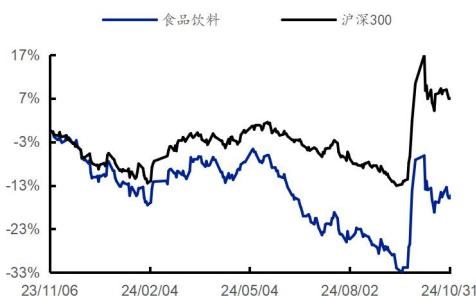


研究所：
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn
 联系人：景皓 S0350124030009
 jingh@ghzq.com.cn

白酒三季报释放压力，大众品环比改善

——食品饮料 2024 年三季报总结

最近一年走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料	-8.8%	13.4%	-14.8%
沪深 300	-3.2%	13.8%	8.9%

相关报告

《食品饮料行业周报：秋糖平淡，Q3 板块机构持仓环比下降（推荐）*食品饮料*刘洁铭，秦一方》——2024-10-28

《食品饮料行业周报：板块震荡回调，关注复苏进程（推荐）*食品饮料*刘洁铭，秦一方》——2024-10-20

《食品饮料行业周报：普涨后分化，关注财政政策加码（推荐）*食品饮料*刘洁铭，秦一方》——2024-10-13

《食品饮料行业周报：政策加码，情绪逆转，内需复苏（推荐）*食品饮料*刘洁铭，秦一方》——2024-09-29

《食品饮料行业周报：茅台首次回购强化市场信心，关注大众品边际改善（推荐）*食品饮料*刘洁铭，秦一方》——2024-09-22

投资要点：

■ **1、大盘整体下跌，板块跑赢大盘。**上周（2024/10/28-2024/11/01）一级行业中食品饮料跌幅 0.39%，跑赢上证综指（-0.84%）0.45 个百分点。各细分行业中乳品涨幅最大，上涨 5.67%，其次分别为零食和肉制品，涨幅分别为 2.66% 和 0.69%。个股方面，朱老六（+48.28%）、有友食品（+29.19%）、ST 加加（+27.84%）、贝因美（+22.78%）、麦趣尔（+19.62%）等领涨；莫高股份（-21.34%）、日辰股份（-13.17%）、香飘飘（-10.74%）、威龙股份（-9.84%）、盐津铺子（-8.78%）等领跌。

■ **2、白酒：分化加剧，主动调整，释放压力。**

(1) Q3 板块降速明显，报表压力集中释放。2024 年前三季度白酒板块营收/归母净利润同比分别+10.47%/+10.26%，其中 2024Q3 营收/归母净利润同比分别+2.34%/+1.71%，相较于上半年降速明显。我们认为整体宏观环境的压力明显传导到上市公司报表，不少酒企主动调整，为之后发展蓄力。

(2) 收入端：高端酒稳健增长，回款端承压但边际改善。2024Q3 营收同比增速：高端酒（+9.59%）>区域酒企（-7.53%）>区域次高端龙头（-8.72%）>三四线次高端（-21.09%）。由于双节错期叠加宏观消费偏弱，Q3 中秋旺季渠道回款意愿延续 Q2 较弱趋势，合同负债表现弱于收入端。现金流方面，2024Q3 白酒板块销售收现同比+1.42%，经营性现金流净额承压，同比-17.11%。

(3) 利润端：利润弹性收窄，盈利能力承压，费用投放增加。2024Q3 归母净利润同比增速：高端酒（+9.19%）>区域次高端龙头（-17.58%）>三四线次高端（-28.42%）>区域酒企（-29.55%），高端酒利润稳健，部分次高端及区域酒企报表端开始加速出清。利润率方面，2024Q3 白酒板块毛利率同比+0.24pct，除高端酒企外，其余酒企均表现出不同程度承压。销售净利率同比-0.15pct，我们预计由于：销售费用率同比+0.16pct；税金及附加费用率同比+0.23pct。

(4) 提升分红彰显龙头担当，高股息稳定市场信心。此次三季报业绩期，五粮液推出分红规划，在行业需求端整体承压的情况下，以

高分红积极回应投资者关切，彰显出龙头酒企的责任和担当。按照11月1日收盘价和2023年度分红总额计算，股息率超3%的白酒上市公司有：洋河股份（5.8%），泸州老窖（4.0%），口子窖（3.8%），舍得酒业（3.3%），贵州茅台（3.3%），五粮液（3.2%）。

(5) 展望未来：预计年底及明年行业分化将进一步加剧，关注经济刺激政策下行业动销改善。我们认为行业分化将进一步加剧，如何在保持渠道健康的情况下，维持业绩增速的稳健，是目前所有白酒上市公司都面临的课题。我们预计Q4报表仍然承压；经营扎实且有大本营市场的公司业绩或将保持稳健增长态势，而没有基地市场，品牌和渠道能力较弱的白酒公司业绩可能持续下滑，报表端出清仍需要一定时间。长期来看，白酒行业仍具备穿越周期的韧性，随着经济及消费刺激政策落地，宏观经济复苏，商务活动增加，白酒用酒场景增加，市场信心回升，白酒板块估值有望迎来修复。

■ **3、大众品：收入业绩环比Q2改善，最差时刻或已过去。2024Q3**

大众品整体收入同比下滑1.97%；归母净利润同比提升0.8%，整体的收入业绩表现好于二季度，或反映出大众消费最艰难的时候已经过去，后续改善可期。Q3大众品分子板块收入同比增速排序：调味品（+9.7%）>软饮料（+9.14%）>休闲零食（+3.05%）>肉制品（+0.59%）>预制速冻（-2.1%）>啤酒（-3.31%）>乳制品（-6.03%）>卤制品（-10.12%）>其他食品（-10.89%）。归母净利润同比增速排序：休闲食品（+27.37%）>肉制品（+25.02%）>软饮料（+18.24%）>调味品（+15.52%）>乳制品（+3.04%）>啤酒（-2.16%）>卤制品（-4.96%）>烘焙（-9.12%）>预制速冻（-28.61%）>其他食品（-39.68%）。从毛销差的角度看，除了烘焙、预制速冻、其他食品，其他子板块皆实现了毛销差同比改善，主要系原材料成本下行，毛利率改善幅度较大。

1) 休闲食品：景气延续，利润亮眼。三季度休闲零食板块仍呈现分化态势，抓住渠道红利的公司依然实现较高的收入业绩表现，渠道调整较为落后的公司压力延续。单Q3盐津铺子、有友食品、三只松鼠的收入同比增速皆超20%，盐津铺子Q3电商渠道同比增长35%，零食渠道更快；有友食品新品脱骨鸭掌今年7月进入山姆，动销反馈良好带动Q3收入同比高增；三只松鼠在D+N全渠道策略下，Q3各渠道皆实现了较好的放量。甘源食品、洽洽食品Q3收入端环比Q2实现显著改善，主要系公司积极进行渠道调整，在零食量贩渠道及海外渠道皆增长较快。利润端，Q3瓜子、小鱼干、鹌鹑蛋等原材料价格下行带动洽洽食品、劲仔食品利润表现显著好于收入端，规模效应叠加管理优化下带动三只松鼠、有友食品利润显著释放。展望后续，我们看到在渠道红利和产品周期的加持下，部分优秀的休闲零食连续保持较高的收入业绩增长，短期看，进入Q4旺季，休闲零食仍有望呈现较高的成长性，中长期看，在休闲零食万亿赛道中，头部零食公司份额仍小，未来有市占率提升逻辑。建议关注三只松鼠、万辰集团、盐津铺子、甘源食品。

(2) 乳制品:收入端环比改善, 利润端超此前市场预期。Q3 乳制品消费端仍有承压, 但收入同比下滑幅度环比 Q2 显著缩窄, 利润端, 原奶价格下行带动的毛利率改善红利仍然延续, 但进入 8 月乳制品消费旺季以来, 喷粉情况环比 Q2 显著减少, 叠加乳制品龙头如伊利股份在 Q3 积极进行费用优化, Q3 乳制品利润端普遍有较为超预期的表现。具体公司来看, 新乳业 Q3 仍体现出较强的阿尔法, 在行业整体承压背景下, 主营液态奶仍实现了正的收入增长; 妙可蓝多受益于蒙牛奶酪业务的并表效应, 实现了较好的正增; 伊利股份经过上半年的渠道调整, 终端产品新鲜度有所提升, 价盘也会逐步企稳回升, 带动其毛利率改善幅度显著好于 Q2。从毛销差表现看, Q3 伊利股份、新乳业、天润乳业毛销差分别同比+1.4/+1.1/+1.53pct, 其中伊利股份、天润乳业毛销差环比上半年由负转正, 新乳业毛销差改善幅度环比上半年仍有提升, 体现了乳制品龙头三季度在成本改善背景下, 销售策略并没有过于激进, 在费用端仍实现了较好的控制。展望后续, Q4 进入乳品销售旺季, 预计销售环比 Q3 进一步改善, 当前奶价下跌背景下, 由于龙头皆有提升利润率的诉求, 预计后续仍在费用端投放有所克制, 我们看好 Q4 乳制品的表现, 推荐伊利股份、新乳业。

(3) 调味品: 收入环比显著改善, 多因素共振贡献利润弹性。调味品进入存量博弈阶段, 且当前行业渠道切换速度快, 2024 年以来餐饮行业整体承压, 调味品需求或向 C 端回流, 这对企业的渠道能力提出更高的要求。海天味业本轮调整较早, 2024 年以来各季度维持高单位数增速; 中炬高新 2024Q3 同比增速环比大幅改善, 主要因随着改革有序推进经营重回正轨。其他品类来看, 安琪酵母在行业内具备龙头优势, 2024Q3 国内需求回暖叠加海外高增, 收入端实现高增; 天味食品进入销售旺季, 在食萃并表效应消失的前提下中式调料实现高质量增长。利润端, 2024Q3 利润同比增速整体优于收入, 主要四方面原因: (1) 大豆、包材等原材料价格环比 Q2 进一步下行; (2) 各公司通过改革从供应链、生产和渠道提高效率; (3) 多家公司存在结构优化逻辑; (4) 费效比整体提升, 行业整体毛利率环比+0.57pct, 毛销差环比+1.31pct。展望后续, 调味品需求刚性, 企业纷纷开启改革, 未来行业集中度有望进一步提升。2025 年春节较早, 渠道备货节奏或对 Q4 业绩有提振作用。建议关注安琪酵母、海天味业、中炬高新。

4) 啤酒和其他酒类: 由于三季度行业面临雨水增多, 餐饮增速放缓, 宏观需求不振等因素, 啤酒行业收入和利润分别同比 -3.31%/-2.16%, 下滑幅度较上半年有所扩大。餐饮增速放缓影响中高端啤酒销量, 产品结构上行承压。其他酒类中建议关注百润股份, 公司即将于 11 月 19 日发布威士忌产品, 目前威士忌品类在中国发展方兴未艾, 烈酒业务或将为公司带来第三成长曲线。

- **5、行业评级及投资策略:** 政策密集出台, 宏观经济预期扭转, 有望促进食品饮料板块估值和业绩双提升, 目前板块估值仍然较低, 基

于此我们维持食品饮料行业“推荐”评级。

白酒：推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖等，建议关注珍酒李渡等。

大众品：推荐百润股份、伊利股份、安琪酵母、三只松鼠、盐津铺子、劲仔食品、海天味业、新乳业等，建议关注东鹏饮料等。

- **6、风险提示：**1) 宏观经济波动导致消费升级速度受阻；2) 行业政策变化导致竞争加剧；3) 原材料价格大幅上涨；4) 重点关注公司业绩或不及预期；5) 食品安全事件等。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2024/11/01 股价	EPS (元/股)			PE			投资 评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600519.SH	贵州茅台	1,534	59.49	68.63	77.14	25.78	22.35	19.88	买入
600809.SH	山西汾酒	209	8.56	10.18	11.64	24.38	20.51	17.93	买入
000858.SZ	五粮液	148	7.78	8.50	9.12	19.01	17.40	16.22	买入
000568.SZ	泸州老窖	137	9.02	9.42	10.03	15.14	14.49	13.61	买入
000596.SZ	古井贡酒	192	8.68	10.81	12.41	22.12	17.76	15.47	买入
603369.SH	今世缘	44	2.52	2.86	3.16	17.68	15.55	14.08	买入
603198.SH	迎驾贡酒	61	2.86	3.24	3.66	21.25	18.76	16.61	买入
603589.SH	口子窖	39	2.87	2.92	3.37	13.68	13.45	11.65	买入
603919.SH	金徽酒	20	0.65	0.81	0.98	31.43	25.22	20.85	增持
002304.SZ	洋河股份	81	6.65	5.28	4.79	12.11	15.25	16.81	买入
600197.SH	伊力特	17	0.72	0.82	0.93	23.46	20.60	18.16	买入
600132.SH	重庆啤酒	59	2.76	3.70	4.34	21.26	15.86	13.52	增持
600600.SH	青岛啤酒	67	3.14	3.88	4.46	21.34	17.27	15.02	买入
002568.SZ	百润股份	23	0.78	0.69	0.85	29.76	33.64	27.31	买入
603288.SH	海天味业	44	1.01	1.12	1.22	43.79	39.49	36.25	增持
600298.SH	安琪酵母	37	1.46	1.59	1.81	25.16	23.11	20.30	买入
600872.SH	中炬高新	22	2.17	0.94	1.13	10.29	23.77	19.77	增持
600887.SH	伊利股份	28	1.64	1.84	1.74	17.26	15.38	16.26	买入
600419.SH	天润乳业	9	0.45	0.74	0.95	20.32	12.36	9.63	买入
605499.SH	东鹏饮料	211	5.10	6.70	8.40	41.31	31.44	25.08	买入
603345.SH	安井食品	87	5.04	5.88	6.65	17.17	14.71	13.01	买入
002557.SZ	洽洽食品	33	1.58	1.89	2.09	20.64	17.30	15.65	增持
002991.SZ	甘源食品	73	3.53	4.30	5.06	20.61	16.92	14.38	买入
603886.SH	元祖股份	13	1.15	1.36	1.55	11.57	9.79	8.59	增持
001215.SZ	千味央厨	31	1.58	1.52	1.89	19.71	20.49	16.48	买入
002847.SZ	盐津铺子	51	2.64	2.38	2.88	19.18	21.25	17.56	买入
002946.SZ	新乳业	12	0.50	0.65	0.78	24.82	19.09	15.91	增持
003000.SZ	劲仔食品	12	0.46	0.66	0.81	26.61	18.55	15.11	买入
300783.SZ	三只松鼠	27	0.55	1.00	1.39	48.56	26.71	19.22	买入
603711.SH	香飘飘	13	0.68	0.79	0.94	19.07	16.42	13.80	买入
603317.SH	天味食品	14	0.43	0.54	0.62	32.42	26.11	22.74	增持
603057.SH	紫燕食品	16	0.80	0.89	1.00	20.22	18.28	16.27	增持

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

内容目录

1、 上周行业回顾	8
2、 白酒：分化加剧，主动调整，释放压力	10
3、 大众品：Q3 收入业绩环比改善，最差时刻或已过去	12
4、 重点关注个股及逻辑	15
5、 重点关注公司及盈利预测	16
6、 风险提示	17

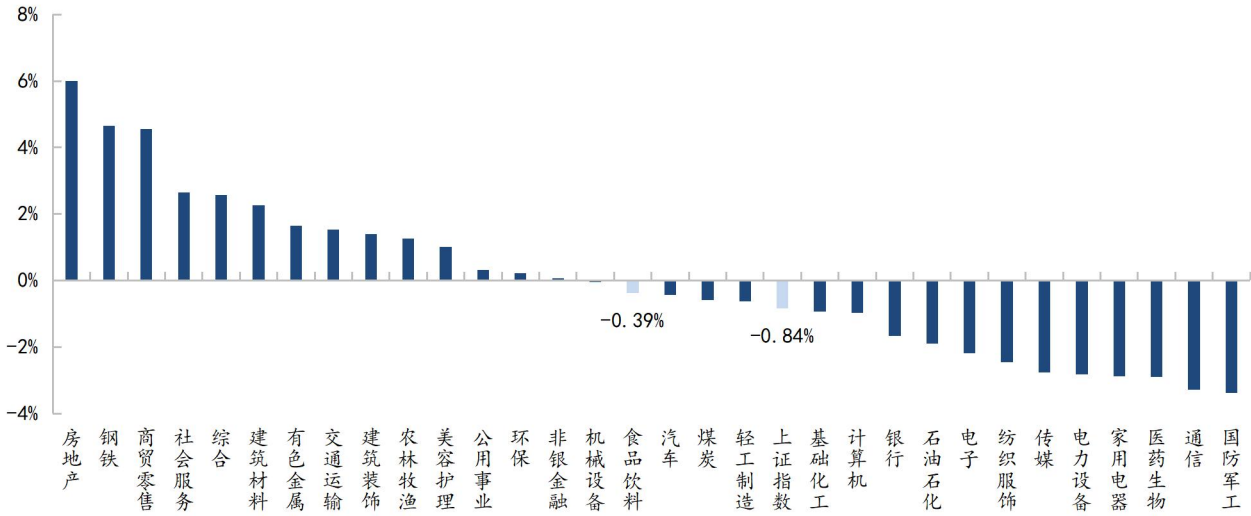
图表目录

图 1: 上周 (2024/10/28-2024/11/01) 申万一级行业与上证综指涨跌幅	8
图 2: 上周 (2024/10/28-2024/11/01) 食品饮料子行业涨跌幅	8
图 3: 上周 (2024/10/28-2024/11/01) 食品饮料上市公司涨跌幅前二十位和后二十位	9
图 4: 截至 2024/11/01 申万一级行业动态市盈率对比图 (PE: X)	9
图 5: 截至 2024/11/01 食品饮料子板块动态市盈率对比图 (PE: X)	10

1、上周行业回顾

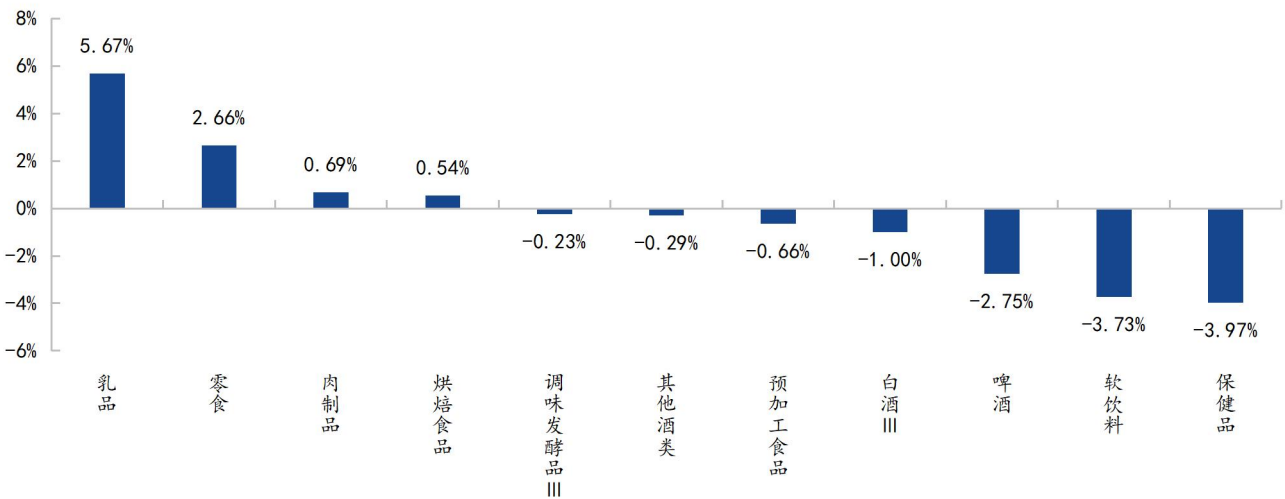
上周（2024/10/28-2024/11/01）一级行业中食品饮料跌幅 0.39%，跑赢上证综指（-0.84%）0.45 个百分点。各细分行业中乳品涨幅最大，上涨 5.67%，其次分别为零食和肉制品，涨幅分别为 2.66%和 0.69%。个股方面，朱老六(+48.28%)、有友食品(+29.19%)、ST 加加(+27.84%)、贝因美(+22.78%)、麦趣尔(+19.62%)等领涨；莫高股份(-21.34%)、日辰股份(-13.17%)、香飘飘(-10.74%)、威龙股份(-9.84%)、盐津铺子(-8.78%)等领跌。

图 1：上周（2024/10/28-2024/11/01）申万一级行业与上证综指涨跌幅



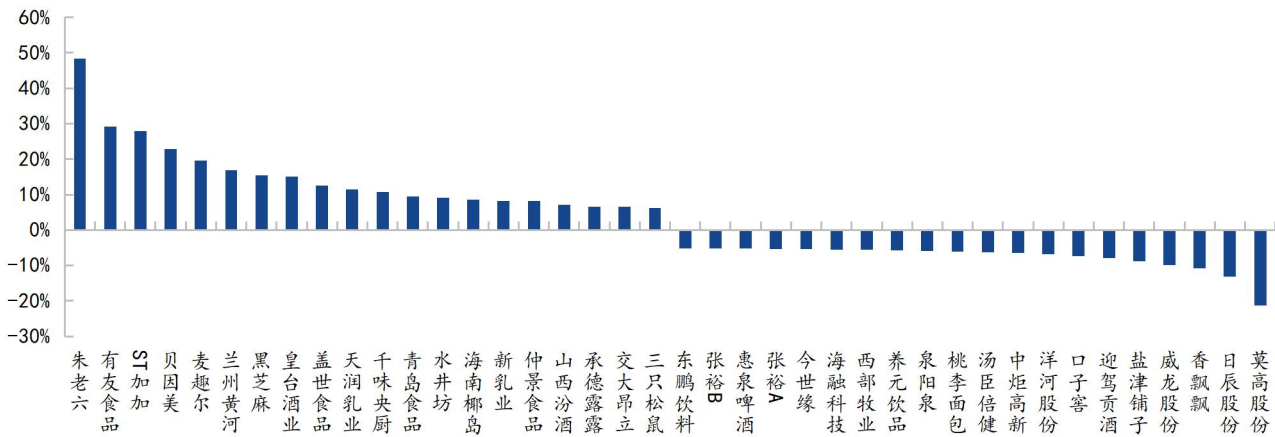
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：上周（2024/10/28-2024/11/01）食品饮料子行业涨跌幅



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：上周（2024/10/28-2024/11/01）食品饮料上市公司涨跌幅前二十位和后二十位



资料来源：Wind，国海证券研究所

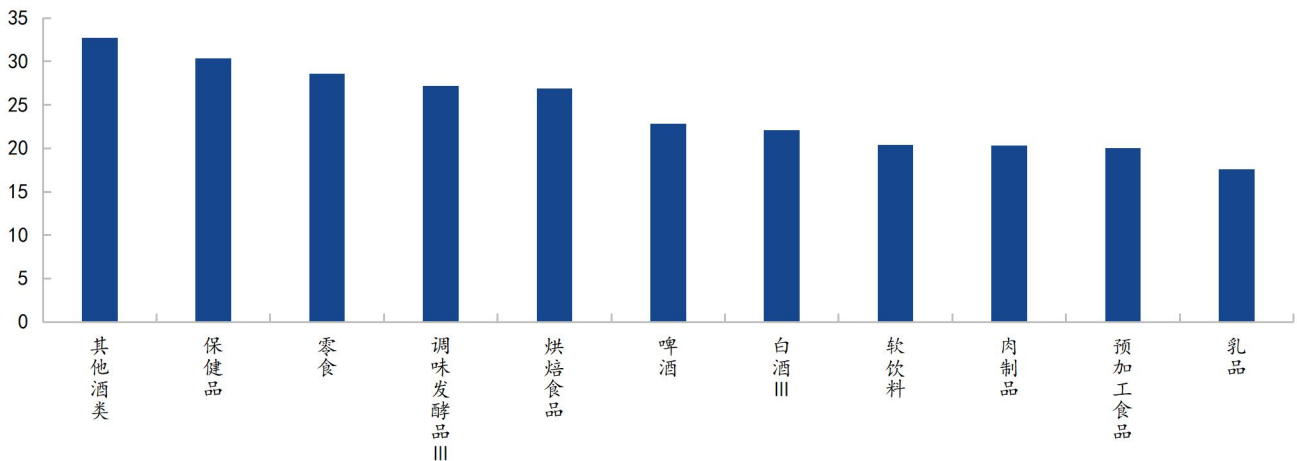
估值方面，截至 11 月 1 日食品饮料板块动态市盈率为 21.17x，位于一级行业中游位置。食品饮料子板块中，上周其他酒类（32.69x）估值排名第一，保健品（30.33x）、零食（28.61x）位列第二、三名，肉制品（20.31x）、预加工食品（19.99x）、乳品（17.58x）估值分列最后三位。

图 4：截至 2024/11/01 申万一级行业动态市盈率对比图（PE：X）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：截至 2024/11/01 食品饮料子板块动态市盈率对比图（PE: X）



资料来源：Wind，国海证券研究所

2、白酒：分化加剧，主动调整，释放压力

Q3 板块降速明显，报表压力集中释放。2024 年前三季度白酒板块营收/归母净利润同比分别+10.47%/+10.26%，其中 2024Q3 营收/归母净利润同比分别+2.34%/+1.71%，相较于上半年+14.09%/+13.87%的同比增速，Q3 降速明显。我们认为整体宏观环境的压力明显传导到上市公司报表，不少酒企主动调整，为之后发展蓄力。

收入端：高端酒稳健增长，回款端承压但边际改善。2024Q3 营收同比增速：高端酒（+9.59%）>区域酒企（-7.53%）>区域次高端龙头（-8.72%）>三四线次高端（-21.09%）；品牌力强，基地市场稳固的龙头公司增速较好，2024Q3 营收同比增速超 10%的公司有：金徽酒（+15.77%）>贵州茅台（+15.56%）>古井贡酒（13.36%）>山西汾酒（+11.35%）>今世缘（10.11%）。由于双节错期叠加宏观消费偏弱，Q3 中秋旺季渠道回款意愿延续 Q2 较弱趋势，合同负债表现弱于收入端，2024Q3 白酒板块整体合同负债同/环比分别-4.28%/-1.56%。现金流方面，2024Q3 白酒板块销售收现同比+1.42%，但增速仍普遍低于营收同比增速；经营性现金流净额承压，同比-17.11%。

利润端：利润弹性收窄，盈利能力承压，费用投放增加。2024Q3 归母净利润同比增速：高端酒（+9.19%）>区域次高端龙头（-17.58%）>三四线次高端（-28.42%）>区域酒企（-29.55%），高端酒利润稳健，部分次高端及区域酒企报表端开始加速出清；2024Q3 归母净利润同比增速超 10%的公司有：金徽酒（+108.84%）>老白干酒（+25.17%）>古井贡酒（+13.60%）>贵州茅台（+13.23%）>山西汾酒（+10.36%）。利润率方面，除高端酒企外，其余酒企均表现出不同程度承压。2024Q3 白酒板块毛利率同比+0.24pct，但是板块内表现分化，其中：高端酒（+0.84pct）>区域酒企（-0.07pct）>区域次高端龙头（-2.65pct）>三四线次高端（-2.84pct）。2024Q3 板块销售净利率同比-0.15pct，

我们预计由于：销售费用率同比+0.16pct，营销费用投放力度加大；税金及附加费用率同比+0.23pct。

提升分红彰显龙头担当，高股息稳定市场信心。此次三季报业绩期，五粮液推出分红规划，在行业需求端整体承压的情况下，以高分红积极回应投资者关切，彰显出龙头酒企的责任和担当。按照11月1日收盘价和2023年度分红总额计算，股息率超3%的白酒上市公司有：洋河股份（5.8%），泸州老窖（4.0%），口子窖（3.8%），舍得酒业（3.3%），贵州茅台（3.3%），五粮液（3.2%）。

展望未来：预计年底及明年行业分化将进一步加剧，关注经济刺激政策下行业动销改善。我们认为行业分化将进一步加剧，如何在保持渠道健康的情况下，维持业绩增速的稳健，是目前所有白酒上市公司都面临的课题。我们预计Q4报表仍然承压；经营扎实且有大本营市场的公司业绩或将保持稳健增长态势，而没有基地市场，品牌和渠道能力较弱的白酒公司业绩可能持续下滑，报表端出清仍需要一定时间。长期来看，我们认为白酒行业仍具备穿越周期的韧性，随着经济及消费刺激政策落地，宏观经济复苏，商务活动增加，白酒用酒场景增加，市场信心回升，白酒板块估值有望迎来修复。

表 1：白酒上市公司营收、归母净利润及同比增速（单位：亿元）

类型	公司名	2024 年前三季度				2024Q3				2024Q2			
		营收	YoY	利润	YoY	营收	YoY	利润	YoY	营收	YoY	利润	YoY
高端白酒	贵州茅台	1,231.2	17%	608.3	15%	396.7	16%	191.3	13%	369.7	17%	176.3	16%
	五粮液	679.2	9%	249.3	9%	172.7	1%	58.7	1%	158.2	10%	50.1	12%
	泸州老窖	243.0	11%	115.9	10%	74.0	1%	35.7	3%	77.2	11%	34.5	2%
	合计	2,153.4	13%	973.5	13%	643.4	10%	285.7	9%	605.0	14%	261.0	13%
区域次高端龙头	山西汾酒	313.6	17%	113.5	20%	86.1	11%	29.4	10%	74.1	17%	21.5	10%
	洋河股份	275.2	-9%	85.8	-16%	46.4	-45%	6.3	-73%	66.2	-3%	18.9	-10%
	古井贡酒	190.7	20%	47.5	24%	52.6	13%	11.7	14%	55.2	17%	15.1	25%
	今世缘	99.4	19%	30.9	17%	26.4	10%	6.2	7%	26.3	22%	9.3	17%
	迎驾贡酒	55.1	15%	20.1	21%	17.3	4%	6.3	6%	14.6	19%	4.7	28%
	口子窖	43.6	-2%	13.1	-3%	12.0	-22%	3.6	-28%	14.0	6%	3.6	15%
合计	977.6	8%	310.8	7%	240.8	-9%	63.6	-18%	250.4	11%	73.0	9%	
三四线次高端	舍得酒业	44.6	-15%	6.7	-48%	11.9	-31%	0.8	-79%	11.7	-23%	0.4	-88%
	水井坊	37.9	6%	11.3	10%	20.7	0%	8.8	8%	7.9	17%	0.6	30%
	酒鬼酒	11.9	-44%	0.6	-88%	2.0	-67%	-0.6	-214%	5.0	-13%	0.5	-61%
	合计	94.4	-14%	18.5	-34%	34.6	-21%	9.0	-28%	24.5	-11%	1.4	-72%
区域酒企	金徽酒	23.3	15%	3.3	22%	5.7	16%	0.4	109%	6.8	8%	0.7	2%
	老白干酒	40.9	6%	5.6	33%	16.2	0%	2.5	25%	13.4	9%	1.7	47%
	金种子酒	8.1	-25%	-1.0	-186%	1.4	-54%	-1.1	-3843%	2.5	-26%	-0.1	-296%
	伊力特	16.5	1%	2.4	5%	3.2	-23%	0.4	-18%	5.0	4%	0.4	39%
	天佑德酒	9.9	5%	0.6	-46%	2.3	-19%	-0.2	-334%	2.3	-12%	-0.3	-248%
合计	98.6	4%	10.9	10%	28.8	-8%	2.0	-30%	30.0	2%	2.5	3%	
白酒上市公司合计		3,324.0	10%	1,313.7	10%	947.5	2%	360.3	2%	909.9	12%	337.9	11%

资料来源：同花顺 iFind，国海证券研究所（注：利润指归母净利润）

3、大众品：Q3 收入业绩环比改善，最差时刻或已过去

大众品：三季度收入业绩环比二季度改善，最差时刻或已过去。2024Q3 大众品整体收入同比下滑 1.97%，下滑幅度环比 Q2 显著缩窄（Q2 收入同比-6.11%）；归母净利润同比提升 0.8%，由 Q2 的下滑 2.35%（剔除中炬影响）转为正增长，整体的收入业绩表现好于二季度，或反映出大众消费最艰难的时候已经过去，后续持续改善可期。Q3 大众品分子板块收入同比增速排序：调味品（+9.7%）> 软饮料（+9.14%）> 休闲零食（+3.05%）> 肉制品（+0.59%）> 预制速冻（-2.1%）> 啤酒（-3.31%）> 乳制品（-6.03%）> 卤制品（-10.12%）> 其他食品（-10.89%）。Q3 大众品分子板块归母净利润同比增速排序：休闲食品（+27.37%）> 肉制品（+25.02%）> 软饮料（+18.24%）> 调味品（+15.52%）> 乳制品（+3.04%）> 啤酒（-2.16%）> 卤制品（-4.96%）> 烘焙（-9.12%）> 预制速冻（-28.61%）> 其他食品（-39.68%）。从毛销差的角度看，Q3 除了烘焙、预制速冻、其他食品，其他大众品子板块皆实现了毛销差的同比改善，主要系原材料成本下行背景下，毛利率改善幅度较大。三季度呈现下行趋势的主要原材料有：生鲜乳（同比-14.9%）、黄豆期货（同比-13.6%），PET（同比-5.8%）；呈现上行趋势的原材料有猪肉（同比+22.5%），棕榈油（同比+4.2%）。

表 2：大众品板块收入&归母净利润同比增速

板块	营业收入			归母净利润		
	2024Q2	2024 前三季度	2024Q3	2024Q2	2024 前三季度	2024Q3
调味品	4.77%	-7.25%	9.70%	16.05%	-41.34%	15.52%
软饮料	14.37%	-12.52%	9.14%	27.56%	-24.27%	18.24%
休闲食品	2.73%	-11.80%	3.05%	-12.18%	-15.77%	27.37%
肉制品	-7.60%	5.24%	0.59%	110.82%	-17.72%	25.02%
预制速冻	-3.39%	1.67%	-2.10%	55.30%	-2.56%	-28.61%
乳制品	-13.53%	7.71%	-6.03%	-41.18%	-8.89%	3.04%
烘焙	-4.02%	3.64%	-7.44%	3.54%	-1.69%	-9.12%
卤制品	-8.11%	8.72%	-10.12%	5.97%	-4.09%	-4.96%
其他食品	-6.01%	7.56%	-10.89%	-19.70%	25.28%	-39.68%

资料来源：Wind，各公司公告，国海证券研究所

注：2023Q2 中炬高新由于诉讼案件计提非经常性损失导致归母净利润减少 14.43 亿元；2024Q1 伊利股份由于转让煤矿子公司产生投资收益 25.79 亿元。表格中归母净利润同比增速列示数据对上述影响进行了剔除。

休闲食品：景气延续，利润亮眼。三季度休闲零食板块仍呈现分化态势，抓住渠道红利的公司依然实现较高的收入业绩表现，渠道调整较为落后的公司压力延续。单 Q3 盐津铺子、有友食品、三只松鼠的收入同比增速皆超 20%，盐津铺子 Q3 电商渠道同比增长 35%，零食渠道更快；有友食品新品脱骨鸭掌今年 7 月进入山姆，动销反馈良好带动 Q3 收入同比高增；三只松鼠在 D+N 全渠道策略下，Q3 各渠道皆实现了较好的放量。甘源食品、洽洽食品 Q3 收入端环比 Q2 实现

显著改善，主要系公司积极进行渠道调整，在零食量贩渠道及海外渠道皆增长较快。利润端，Q3 瓜子、小鱼干、鹌鹑蛋等原材料价格下行带动洽洽食品、劲仔食品利润表现显著好于收入端，规模效应叠加管理优化下带动三只松鼠、有友食品利润显著释放。展望后续，我们看到在渠道红利和产品周期的加持下，部分优秀的休闲零食连续保持较高的收入业绩增长，短期看，进入 Q4 旺季，休闲零食仍有望呈现较高的成长性，中长期看，在休闲零食万亿赛道中，头部零食公司份额仍小，未来有市占率提升逻辑。建议关注三只松鼠、万辰集团、盐津铺子、甘源食品。

表 3：休闲食品各公司收入及业绩表现（单位：亿元）

个股	2024 前三季度				2024Q3				2024Q2			
	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY
有友食品	8.87	-17%	1.21	-14%	3.57	28%	0.45	75%	2.54	3%	0.33	0%
盐津铺子	38.61	-28%	4.93	-25%	14.02	26%	1.74	16%	12.36	23%	1.60	19%
三只松鼠	71.69	-56%	3.41	-101%	20.95	24%	0.52	222%	14.29	44%	-0.19	51%
甘源食品	16.06	-22%	2.77	-29%	5.63	16%	1.11	17%	4.56	5%	0.75	17%
劲仔食品	17.72	-19%	2.15	-61%	6.42	13%	0.71	43%	5.90	21%	0.70	59%
青岛食品	3.95	-5%	0.87	-16%	1.33	7%	0.27	23%	1.30	7%	0.31	19%
西麦食品	14.33	-26%	1.08	-17%	4.60	6%	0.42	54%	4.08	30%	0.22	-17%
洽洽食品	47.58	-6%	6.26	-24%	18.59	4%	2.89	21%	10.77	-20%	0.96	8%
好想你	11.77	-8%	-0.61	49%	3.61	-7%	-0.24	-8%	3.23	13%	-0.49	-60%
桂发祥	4.03	1%	0.36	43%	1.35	-8%	0.13	-43%	1.08	-9%	0.04	-72%
黑芝麻	15.88	17%	0.42	5%	6.15	-12%	0.31	15%	5.14	-15%	0.08	11%
来伊份	25.23	16%	-0.43	1038%	7.31	-18%	-0.58	-15%	7.31	-19%	-0.46	-176%
良品铺子	54.80	9%	0.19	90%	15.94	-21%	-0.05	-325%	14.35	-10%	-0.39	-195%

资料来源：Wind，国海证券研究所

注：利润为归母净利润

乳制品:收入端环比改善，利润端超此前市场预期。Q3 乳制品消费端仍有承压，但收入同比下滑幅度环比 Q2 显著缩窄，利润端，原奶价格下行带动的毛利率改善红利仍然延续，但进入 8 月乳制品消费旺季以来，喷粉情况环比 Q2 显著减少，叠加乳制品龙头如伊利股份在 Q3 积极进行费用优化，Q3 乳制品利润端普遍有较为超预期的表现。具体公司来看，新乳业 Q3 仍体现出较强的阿尔法，在行业整体承压背景下，主营液态奶仍实现了正的收入增长；妙可蓝多受益于蒙牛奶酪业务的并表效应，实现了较好的正增；伊利股份经过上半年的渠道调整，终端产品新鲜度有所提升，价盘也会逐步企稳回升，带动其毛利率改善幅度显著好于 Q2。从毛销差表现看，Q3 伊利股份、新乳业、天润乳业毛销差分别同比 +1.4/+1.1/+1.53pct，其中伊利股份、天润乳业毛销差环比 2024Q2 由负转正，新乳业毛销差改善幅度环比上半年仍有提升，体现了乳制品龙头三季度在成本改善背景下，销售策略并没有过于激进，在费用端仍实现了较好的控制。展望后续，Q4 进入乳品销售旺季，预计销售环比 Q3 进一步改善，当前奶价下跌背景下，由于龙头皆有提升利润率的诉求，预计后续仍在费用端投放有所克制，我们看好 Q4 乳制品的表现，推荐伊利股份、新乳业。

表 4：乳制品各公司收入及业绩表现（单位：亿元）

个股	2024 前三季度				2024Q3				2024Q2			
	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY
妙可蓝多	35.94	-17%	0.85	-151%	16.72	66%	0.08	56%	9.73	-7%	0.35	713%
贝因美	20.87	-9%	0.72	-45%	6.70	17%	0.20	294%	6.96	9%	0.29	-8%
天润乳业	21.56	-3%	0.22	84%	7.13	3%	0.50	201%	8.03	6%	-0.32	-146%
一鸣食品	20.58	-5%	0.37	-4%	6.86	0%	0.10	1%	7.29	6%	0.16	-22%
新乳业	81.50	1%	4.74	-24%	27.85	-4%	1.77	23%	27.51	-1%	2.07	18%
庄园牧场	6.49	9%	-1.18	578%	2.23	-5%	-0.31	-1232%	2.01	-13%	-0.43	-63%
伊利股份	890.39	9%	108.68	-16%	291.25	-7%	33.37	9%	273.38	-17%	16.08	-40%
均瑶健康	11.77	13%	0.49	40%	4.21	-12%	0.15	-58%	3.60	-17%	0.09	-64%
光明乳业	184.13	11%	1.16	64%	56.99	-13%	-1.64	-973%	62.97	-11%	1.08	-28%
麦趣尔	4.76	11%	-0.87	37%	1.68	-13%	-0.23	14%	1.55	-8%	-0.32	-11%
燕塘乳业	13.03	12%	0.81	43%	4.51	-13%	0.25	-44%	4.74	-11%	0.40	-43%
西部牧业	7.02	20%	-0.42	96%	2.50	-18%	-0.07	71%	2.16	-26%	-0.30	-3380%
三元股份	53.97	12%	1.03	55%	15.44	-18%	-0.25	-253%	18.11	-13%	0.55	-68%
熊猫乳品	5.69	20%	0.78	4%	2.08	-20%	0.31	-11%	1.75	-25%	0.21	-26%

资料来源：Wind，国海证券研究所

注：利润为归母净利润

调味品：收入环比显著改善，多因素共振贡献利润弹性。调味品进入存量博弈阶段，且当前行业渠道切换速度快，2024 年以来餐饮行业整体承压，调味品需求或向 C 端回流，这对企业的渠道能力提出更高的要求。海天味业本轮调整较早，2024 年以来各季度维持高单位数增速；中炬高新 2024Q3 同比增速环比大幅改善，主要因随着改革有序推进经营重回正轨。其他品类来看，安琪酵母在行业内具备龙头优势，2024Q3 国内需求回暖叠加海外高增，收入端实现高增；天味食品进入销售旺季，在食萃并表效应消失的前提下中式调料实现高质量增长。利润端，2024Q3 利润同比增速整体优于收入，主要四方面原因：（1）大豆、包材等原材料价格环比 Q2 进一步下行；（2）各公司通过改革从供应链、生产和渠道提高效率；（3）多家公司存在结构优化逻辑；（4）费效比整体提升，行业整体毛利率环比+0.57pct，毛销差环比+1.31pct。展望后续，调味品需求刚性，企业纷纷开启改革，未来行业集中度有望进一步提升。2025 年春节较早，渠道备货节奏或对 Q4 业绩有提振作用。建议关注安琪酵母、海天味业、中炬高新。

表 5：调味品各公司收入及业绩表现（单位：亿元）

个股	2024 前三季度				2024Q3				2024Q2			
	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY	收入	YOY	利润	YOY
安琪酵母	109.12	-13%	9.53	-5%	37.38	27%	2.62	8%	36.92	11%	3.72	18%
佳隆股份	1.86	9%	0.16	-156%	0.67	17%	0.08	124%	0.64	-18%	0.06	4%
莲花健康	19.35	-20%	1.65	-75%	7.13	11%	0.64	45%	6.45	25%	0.52	77%

天味食品	23.64	-6%	4.32	-35%	8.97	11%	1.86	65%	6.14	-7%	0.71	-11%
海天味业	203.99	-9%	48.15	-11%	62.43	10%	13.62	10%	64.62	8%	15.34	11%
仲景食品	8.39	-14%	1.49	-7%	3.01	10%	0.49	-3%	2.64	12%	0.49	-2%
涪陵榨菜	19.62	-1%	6.71	-2%	6.57	7%	2.23	18%	5.57	-3%	1.77	-16%
日辰股份	2.97	-12%	0.54	-31%	1.10	6%	0.26	45%	0.96	16%	0.16	20%
恒顺醋业	15.31	7%	1.20	13%	5.27	6%	0.26	80%	5.44	3%	0.38	-24%
宝立食品	19.30	-10%	1.73	28%	6.57	4%	0.65	-13%	6.49	10%	0.48	-47%
中炬高新	39.46	0%	5.76	-145%	13.28	2%	2.26	33%	11.34	-12%	1.11	107%
安记食品	4.54	7%	0.21	25%	1.69	-11%	0.13	60%	1.45	-6%	0.02	-73%
千禾味业	22.88	2%	3.52	9%	6.99	-13%	1.01	-23%	6.94	-3%	0.96	-14%
加加食品	10.36	15%	-0.68	167%	2.48	-32%	-0.38	-31%	3.02	-28%	-0.36	-298%

资料来源：Wind，国海证券研究所

注：利润为归母净利润

啤酒和其他酒类：由于三季度行业面临雨水增多，餐饮增速放缓，宏观需求不振等因素，啤酒行业收入和利润分别同比-3.31%/-2.16%，下滑幅度较上半年有所扩大。餐饮增速放缓影响中高端啤酒销量，产品结构上行承压。其他酒类中建议关注百润股份，公司即将于11月19日发布威士忌产品，目前威士忌品类在中国发展方兴未艾，烈酒业务或将为公司带来第三成长曲线。

4、重点关注个股及逻辑

政策密集出台，宏观经济预期扭转，有望促进食品饮料板块估值和业绩双提升，目前板块估值仍然较低，基于此我们维持食品饮料行业“推荐”评级。

白酒：推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖等，建议关注珍酒李渡等。

大众品：推荐安琪酵母、百润股份、三只松鼠、盐津铺子、劲仔食品、海天味业、伊利股份、新乳业等，建议关注东鹏饮料等。

5、重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2024/11/01 股价	EPS (元/股)			PE			投资 评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600519.SH	贵州茅台	1,534	59.49	68.63	77.14	25.78	22.35	19.88	买入
600809.SH	山西汾酒	209	8.56	10.18	11.64	24.38	20.51	17.93	买入
000858.SZ	五粮液	148	7.78	8.50	9.12	19.01	17.40	16.22	买入
000568.SZ	泸州老窖	137	9.02	9.42	10.03	15.14	14.49	13.61	买入
000596.SZ	古井贡酒	192	8.68	10.81	12.41	22.12	17.76	15.47	买入
603369.SH	今世缘	44	2.52	2.86	3.16	17.68	15.55	14.08	买入
603198.SH	迎驾贡酒	61	2.86	3.24	3.66	21.25	18.76	16.61	买入
603589.SH	口子窖	39	2.87	2.92	3.37	13.68	13.45	11.65	买入
603919.SH	金徽酒	20	0.65	0.81	0.98	31.43	25.22	20.85	增持
002304.SZ	洋河股份	81	6.65	5.28	4.79	12.11	15.25	16.81	买入
600197.SH	伊力特	17	0.72	0.82	0.93	23.46	20.60	18.16	买入
600132.SH	重庆啤酒	59	2.76	3.70	4.34	21.26	15.86	13.52	增持
600600.SH	青岛啤酒	67	3.14	3.88	4.46	21.34	17.27	15.02	买入
002568.SZ	百润股份	23	0.78	0.69	0.85	29.76	33.64	27.31	买入
603288.SH	海天味业	44	1.01	1.12	1.22	43.79	39.49	36.25	增持
600298.SH	安琪酵母	37	1.46	1.59	1.81	25.16	23.11	20.30	买入
600872.SH	中炬高新	22	2.17	0.94	1.13	10.29	23.77	19.77	增持
600887.SH	伊利股份	28	1.64	1.84	1.74	17.26	15.38	16.26	买入
600419.SH	天润乳业	9	0.45	0.74	0.95	20.32	12.36	9.63	买入
605499.SH	东鹏饮料	211	5.10	6.70	8.40	41.31	31.44	25.08	买入
603345.SH	安井食品	87	5.04	5.88	6.65	17.17	14.71	13.01	买入
002557.SZ	洽洽食品	33	1.58	1.89	2.09	20.64	17.30	15.65	增持
002991.SZ	甘源食品	73	3.53	4.30	5.06	20.61	16.92	14.38	买入
603886.SH	元祖股份	13	1.15	1.36	1.55	11.57	9.79	8.59	增持
001215.SZ	千味央厨	31	1.58	1.52	1.89	19.71	20.49	16.48	买入
002847.SZ	盐津铺子	51	2.64	2.38	2.88	19.18	21.25	17.56	买入
002946.SZ	新乳业	12	0.50	0.65	0.78	24.82	19.09	15.91	增持
003000.SZ	劲仔食品	12	0.46	0.66	0.81	26.61	18.55	15.11	买入
300783.SZ	三只松鼠	27	0.55	1.00	1.39	48.56	26.71	19.22	买入
603711.SH	香飘飘	13	0.68	0.79	0.94	19.07	16.42	13.80	买入
603317.SH	天味食品	14	0.43	0.54	0.62	32.42	26.11	22.74	增持
603057.SH	紫燕食品	16	0.80	0.89	1.00	20.22	18.28	16.27	增持

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

6、风险提示

- 1) 宏观经济波动导致消费升级速度受阻;
- 2) 行业政策变化导致竞争加剧;
- 3) 原材料价格大幅上涨;
- 4) 重点关注公司业绩或不及预期;
- 5) 食品安全事件等。

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。