



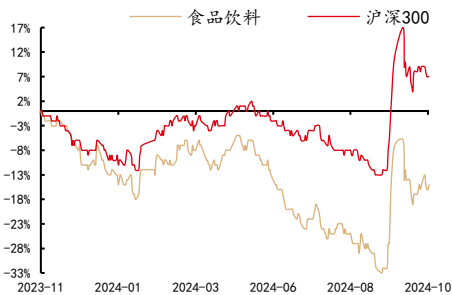
行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	18117.81
52周最高	21096.68
52周最低	14118.56

行业相对指数表现(相对值)



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师:蔡雪昱  
SAC 登记编号:S1340522070001  
Email:caixueyu@cnpsec.com  
分析师:杨逸文  
SAC 登记编号:S1340522120002  
Email:yangyiwen@cnpsec.com  
分析师:张子健  
SAC 登记编号:S1340524050001  
Email:zhangzijian@cnpsec.com

近期研究报告

《从精神消费的维度，看茅台定价权和长期增长中枢》 - 2024.10.29

食品饮料 2024 年三季度报总结：

白酒主动降速/蓄力明年，诸多大众品最大压力点已过，看好板块布局机会

● 投资要点

**白酒：**高端酒：茅台营收利润符合预期，五粮液老窖主动降速化风险，为长期蓄力。政策全面转向、看好高端酒进一步的估值修复。我们预计五粮液、泸州老窖在安排四季度的销售节奏上会遵循市场情况，为明年良性发展打下基础，今年业绩下修预期、当前消化的较为到位。同时，继茅台8月中报同步承诺未来3年不低于75%的分红率、9月公告回购注销方案后，五粮液于三季度报同时承诺三年分红率不低于70%且不低于200亿，我们预计老窖有望跟上。按最新估值，当前三家酒企的股息率为3.23%/3.47%/3.93%，是夯实的股息率。**次高端酒：**外部压力在报表端均有体现，汾酒轻踩刹车蓄力明年，水井平稳，舍得/酒鬼持续下滑。在此轮调整中次高端整个价格带在面临商务消费受损/民众消费力疲软的背景下、具备更强竞争优势的企业除了自身发展外、还占据了更多竞对的市场份额。未来经济/外部需求好转改善的背景下，这样的企业更能先一步感知市场回暖、抢夺机遇，看好汾酒的发展。建议关注舍得明年在结构上的恢复和利润端的弹性。**苏皖白酒：**古井韧性较足/适当降速，今世缘、迎驾放缓节奏蓄势春节，洋河加速下滑。此前我们复盘14-16年行业调整期，洋河相对白酒指数跑出超额收益，主因团队强+聚焦省内优势市场（作为彼时的根据地市场、洋河在省内品牌力强、整体省内表现出来更强的韧性）+强渠道推力+价格带适应当时行业消费趋势。站在当前时点，我们认为本轮调整中古井具备当年洋河几大优势特点，其基本面有望在此轮调整期保持相对稳健，股价有望跑出相对收益，看好古井。

**速冻食品：**经营压力最大时点过去，Q4收入端预期回暖，利润端静待改善。单三季度行业经营压力空前，归母净利润全面下修，业绩底部确认，四季度有望明显修复。单季度业绩增速均相较上半年进一步有下滑趋势，连锁大客户供应链压力持续，社会餐饮需求偏弱，行业竞争态势延续，促使行业公司纷纷加大促销力度，以保证市场份额不丢失，导致收入端表现微降、但利润端有较大下滑。展望Q4：市场需求预期回暖、叠加春节备货提前、预计收入端有望快速回弹；因费用端延续投入倾向、净利率仍可能承压、需较长时间恢复至原先水平。明年餐饮需求在政策推动、消费信心提升的带动下有望回暖、低基数下龙头企业收入增速将环比提升、利润具备较大弹性。

**休闲食品：**收入增长韧性强，建议积极布局Q4旺季的投资机会。零食整体增长稳定，品类成长周期与新渠道贡献仍是主线，高品质、高性价比趋势不变。原料周期不同导致成本表现不一，供应链能力进一步提升，净利率延续向上趋势。短期看，多家企业重点布局Q4电商年货节、叠加春节经销商备货提前，看好Q4盐津、甘源、劲仔收入端表现。中长期看，新渠道动能减弱后未来零食企业更注重提升内

功，聚焦品牌产品力，不断提升供应链能力。同时关注量贩品牌发展机遇。

**软饮料板块：**东鹏一骑绝尘，露露具备经营韧性，欢乐家静待净利率恢复带来的高弹性。东鹏传统单品势能强劲，第二曲线补水啦在下半年基数起来后继续强势提速增长，其他在产品矩阵中作为补充型的饮料也快速成长。承德露露估计前三季度产品结构延续上半年，核心大单品杏仁露稳健增长。低位锁定 PET、糖成本下行、规模效应带动东鹏毛利率和净利率继续提升，释放利润弹性。各家企业继续加大市场投入、销售费用率均同比有所增加。

**烘焙食品：**冷冻烘焙市场需求偏弱，原料业务（酵母、奶油等）增长亮眼。2024 年烘焙市场整体偏弱、中秋国庆旺季不旺，导致烘焙类产品增速下滑。尽管烘焙市场需求偏弱，但原料类业务保持较好增长。展望 Q4&明年，立高食品 24Q4 收入预计提速，利润端将有超强弹性，明年来看原料奶油业务仍是增长发力点，但成本目前来看同环比均有抬升，利润端弹性较弱。安琪酵母 10 月国内业务增长快于前三季度，全年度维持年初收入和利润增长目标去推进，Q4 去年基数较低、今年开局良好。明年需求端继续看恢复，成本上糖蜜继续在下行通道中，叠加海运费价格回落。

**连锁业态：**性价比消费品牌持续快速拓店，注重门店质量及盈利能力提升。休闲卤味收入仍承压、早餐刚需增长稳健、24 年盈利能力整体有改善、静待单店缺口进一步收窄。近两年连锁业态整体呈现承压状态，但不同行业存在差异，以零食量贩、瑞幸咖啡、蜜雪冰城为代表的高性价比赛道在 24 年表现亮眼，均保持高速开店。在性价比、质价比消费趋势下，量贩渠道、咖啡奶茶赛道中终端消费品牌仍具备开店空间；而较高客单的可选消费品牌仍需时间恢复。

**乳制品：**行业供需寻求新平衡，低温品类相对景气。10 月底原奶价格 3.13 元/公斤，仍处在历史低位，预计行业成本红利仍将延续。2024 年全年伊利扣除非经常性损益后的主业利润率有望维稳或提升。今年原奶产量增速放缓，展望 2025 年，供给端将进一步改善，需求侧预计恢复性改善，行业供需有望逐渐走向新的平衡，行业以价换量的竞争情况改善，伊利营收有望企稳改善，促销/资产和信用减值压力均有望同比减缓。新乳业产品结构逆势优化，叠加精细化运营降本增效，23-27 年净利率翻倍目标有望继续推进。

**啤酒：**成本延续改善趋势，产品结构和销量短期承压。拆分量价来看，24Q3 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒分别实现销量 216/87/114 万吨，同比-5.11%/-5.59%/+0.17%，均价分别为 4126/4813/4202 元/吨，同比-0.18%/-1.61%/0.03%，吨成本分别为 2388/2446/2185 元/吨，同比-2.20%/+1.09%/-0.04%。24Q3 啤酒市场消费相对低迷，酒企量价持续承压，静待需求复苏。

#### ● 风险提示：

食品安全的风险；行业竞争加剧的风险；需求复苏不及预期的风险；成本波动的风险。

## 目录

1 白酒：营收业绩环比放缓，需求短期承压 .....	5
1.1 高端酒：茅台营收利润符合预期，五粮液老窖主动降速化风险，为长期蓄力 .....	6
1.2 次高端酒：外部压力在报表端均有体现，汾酒轻踩刹车蓄力明年，水井平稳，舍得/酒鬼持续下滑..	7
1.3 苏皖白酒：古井韧性较足/适当降速，今世缘、迎驾放缓节奏蓄势春节，洋河加速下滑 .....	9
2 大众品：速冻、乳品经营底部确认，零食 Q4 迎来旺季.....	11
2.1 速冻食品：经营压力最大时点过去，Q4 收入端预期回暖，利润端静待改善.....	11
2.2 休闲零食：收入增长韧性强，建议积极布局 Q4 旺季的投资机会.....	13
2.3 软饮料：东鹏一骑绝尘，露露具备经营韧性，欢乐家静待净利率恢复带来的高弹性 .....	16
2.4 烘焙食品：冷冻烘焙市场需求偏弱，原料业务（酵母、奶油等）增长亮眼 .....	17
2.5 连锁业态：性价比消费品牌持续快速拓店，注重门店质量及盈利能力提升 .....	19
2.6 乳制品：伊利营收企稳/盈利表现超预期，新乳业主营增长/利润率提升持续兑现 .....	20
2.7 啤酒：板块整体营收增长承压，静待需求复苏 .....	22
3 风险提示.....	23

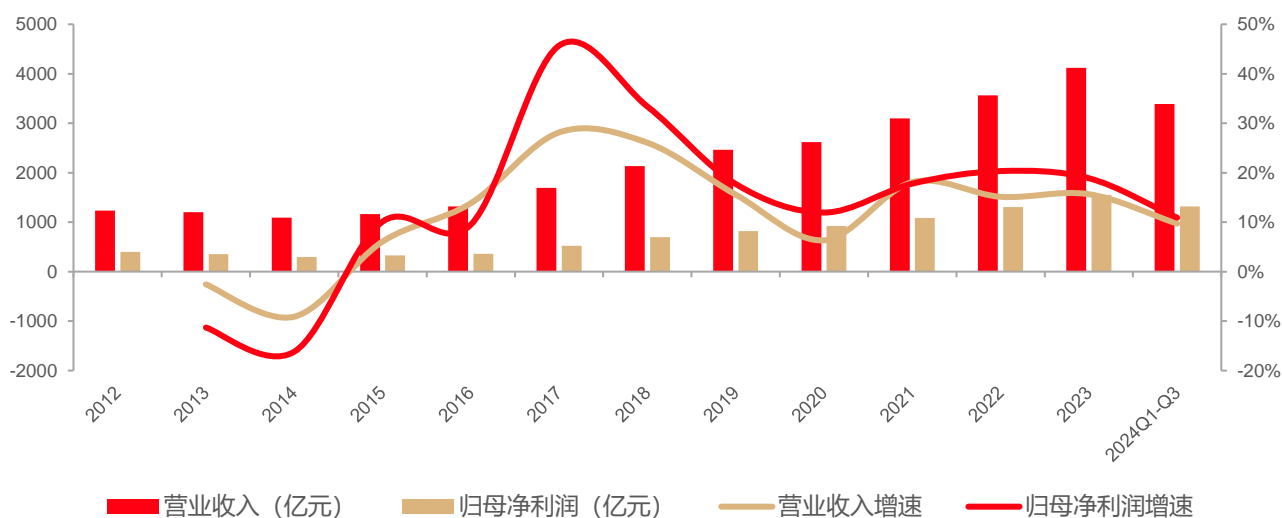
## 图表目录

图表 1: 白酒行业 2024 年前三季度整体营收和归母净利润 .....	5
图表 2: 各酒企 2024 年前三季度营收和归母净利润 .....	5
图表 3: 高端白酒茅五泸 2024 年单三季度财务数据 .....	7
图表 4: 高端白酒茅五泸前三季度合同负债和现金流表现 .....	7
图表 5: 次高端白酒 2024 年单三季度财务数据 .....	9
图表 6: 次高端白酒前三季度合同负债和现金流表现 .....	9
图表 7: 区域次高端白酒 2024 年单三季度财务数据 .....	11
图表 8: 区域次高端白酒前三季度合同负债和现金流表现 .....	11
图表 9: 速冻食品板块 2024 年前三季度业绩情况 .....	12
图表 10: 速冻食品板块 2024 年第三季度业绩情况 .....	13
图表 11: 休闲零食板块 2024 年前三季度业绩情况 .....	15
图表 12: 休闲零食板块 2024 年第三季度业绩情况 .....	15
图表 13: 软饮料板块 2024 年前三季度业绩情况 .....	17
图表 14: 软饮料板块 2024 年第三季度业绩情况 .....	17
图表 15: 烘焙食品板块 2024 年前三季度业绩情况 .....	19
图表 16: 烘焙食品板块 2024 年第三季度业绩情况 .....	19
图表 17: 连锁板块 2024 年前三季度业绩情况 .....	20
图表 18: 连锁板块 2024 年第三季度业绩情况 .....	20
图表 19: 乳制品板块 2024 年前三季度业绩情况 .....	22
图表 20: 乳制品板块 2024 年第三季度业绩情况 .....	22
图表 21: 啤酒板块 2024 年前三季度业绩情况 .....	23
图表 22: 啤酒板块 2024 年第三季度业绩情况 .....	23

## 1 白酒：营收业绩环比放缓，需求短期承压

白酒板块整体营收业绩环比放缓，短期需求承压。根据申万分类，白酒板块 2024 年前三季度整体实现营业总收入 3387.32 亿元，同比+9.71%，整体实现归母净利润 1316.92 亿元，同比+10.90%。白酒板块 2024 年单三季度整体实现营业总收入 961.54 亿元，同比+1.33%，整体实现归母净利润 360.09 亿元，同比+2.30%。

图表1：白酒行业 2024 年前三季度整体营收和归母净利润



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：各酒企 2024 年前三季度营收和归母净利润

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pts)	净利率 (%)	同比 (pts)
贵州茅台	1231.23	16.91	608.28	15.04	607.79	15.08	91.69	-0.18	49.40	-0.80
五粮液	679.16	8.60	249.31	9.19	248.33	9.19	77.06	1.20	36.71	0.20
泸州老窖	243.04	10.76	115.93	9.72	115.64	10.24	88.43	-0.01	47.70	-0.45
洋河股份	275.16	-9.14	85.79	-15.92	83.97	-17.39	73.81	-1.96	31.18	-2.52
山西汾酒	313.58	17.25	113.50	20.34	113.52	20.41	76.03	0.10	36.20	0.93
酒鬼酒	11.91	-44.41	0.56	-88.20	0.51	-89.27	71.81	-7.09	4.74	-17.60
舍得酒业	44.60	-14.97	6.69	-48.35	6.54	-47.97	67.90	-7.38	15.00	-9.69
水井坊	37.88	5.56	11.25	10.03	11.09	11.15	82.94	-0.25	29.70	1.20
古井贡酒	190.69	19.53	47.46	24.49	47.00	25.55	79.71	0.67	24.89	0.99
今世缘	99.42	18.85	30.86	17.08	30.74	16.59	74.27	-2.00	31.04	-0.47
口子窖	43.62	-1.89	13.11	-2.81	12.66	-4.89	74.76	-0.46	30.05	-0.28
迎驾贡酒	55.13	14.77	20.06	21.23	19.97	23.94	74.28	2.65	36.39	1.94

资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 1.1 高端酒：茅台营收利润符合预期，五粮液老窖主动降速化风险，为长期蓄力

前三季度茅/五/泸营收增速分别为 16.91%/8.60%/10.76%，归母净利润增速 15.04%/9.19%/9.72%，单三季度营收增速分别为 15.56%/1.39%/0.67%，归母净利润增速 13.23%/1.34%/2.58%。单三季度业绩增速均相较上半年放缓、茅台业绩达成度仍是最稳健、五粮液、泸州老窖跟随市场相应降速、质量为先、为明年的发展做好轻装上阵的准备。贵州茅台：前三季度茅台酒/系列酒收入同比 15.88%/24.36%，单三季度同比 16.32%/13.14%，外部环境疲软下高端酒继续稳健双位数增长，面对当下的市场压力、系列酒略降速以应对。五粮液：估计前三季度 1618 和低度增速好于整体，普五保持平稳增长，单三季度动销普遍放缓、估计报表端高端好于系列酒。泸州老窖：预计前三季度国窖双位数增长、特曲 60 版/老字号增速更快，单三季度国窖个位数增长、低度略快于高度，特曲 60 版持平，其他产品均有不同程度下滑。

从财务指标来看，单三季度茅/五/泸毛利率分别为 91.23%/76.17%/88.12%，同比-0.44/+2.77/-0.52pcts，销售费用率分别为 4.08%/14.03%/11.76%，同比+0.36/+2.83/-1.08pcts，归母净利率 48.23%/34.02%/48.19%，同比-0.99/-0.02/+0.90pcts。五粮液 Q3 毛利率提升明显，主因三季度开始发提价后的普五（出厂价 1019），茅台和老窖结构相对承压。五粮液销售费用率提升主因加大市场投入应对需求走弱。整体来看高端酒的净利率基本维稳。前三季度茅/五/泸经现净额分别同比-11.16%/33.08%/37.69%，五粮液老窖现金流增长主因银行承兑汇票到期收现。三季度末茅/五/泸合同负债分别为 99.31/70.72/26.54 亿元，分别同比-14.64/+31.23/-3.07 亿元，环比-0.62/-10.85/+3.12 亿元，去年同口径环比+40.60/+3/+10.28 亿元，从去年同口径看、经销商打款意愿普遍偏弱。

**政策全面转向、看好高端酒进一步的估值修复。**过去一周茅/五/泸股价涨幅 -1.61%/-0.13%/-0.07%，白酒龙头基本面承压在前期股价下调过程中已经交易的较为充分，三季报承压明显的五粮液和泸州老窖，也在披露后的两个交易日股价表现较平稳。我们预计五粮液、泸州老窖在安排四季度的销售节奏上会遵循市场情况，为明年良性发展打下基础，今年业绩下修预期、当前消化的较为到位。随着财政政策加大逆周期调节力度，经济基本面有望迎来改善，此前这一轮中受经

济影响最大的礼赠/商务需求及场景的恢复，高端龙头我们认为能率先感知到，动销改善是较库存去化/批价触底等、股价启动的更为重要的前瞻性指标，彼时有望迎来较好的一波估值再修复。

另外一条投资逻辑在于，高端酒无论是已经出台/或正在路上，均有较好的分红方式的回报。继茅台8月中报同步承诺未来3年不低于75%的分红率、9月公告回购注销方案后，五粮液于三季报同时承诺三年分红率不低于70%且不低于200亿，我们预计老窖有望跟上。按各个酒企更为理性的轻踩刹车的节奏、我们认为对于明年制定目标更为客观理性。经济预期改善/需求好转后，整体业绩基本盘预期较为稳定。按最新估值、单看当下分红，当前三家酒企的股息率为3.23%/3.47%/3.93%，是夯实过的股息率。

图表3：高端白酒茅五泸2024年单三季度财务数据

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pcts)	净利率 (%)	同比 (pcts)
贵州茅台	396.71	15.56	191.32	13.23	191.09	13.28	91.23	-0.44	48.23	-0.99
五粮液	172.68	1.39	58.74	1.34	58.94	1.61	76.17	2.77	34.02	-0.02
泸州老窖	73.99	0.67	35.66	2.58	35.70	3.52	88.12	-0.52	48.19	0.90

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：高端白酒茅五泸前三季度合同负债和现金流表现

	三季度末合同负债 (亿元)	合同负债同比变动 (亿元)	合同负债环比变动 (亿元)	24Q1-Q3销售费用率同比变动pct	24Q1-Q3销售收现同比增速	24Q1-Q3经现净额同比增速
贵州茅台	99.31	-14.64	-0.62	0.53	16.57%	-11.16%
五粮液	70.72	31.23	-10.85	1.51	16.52%	33.08%
泸州老窖	26.54	-3.07	3.12	-0.68	2.26%	37.69%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 1.2 次高端酒：外部压力在报表端均有体现，汾酒轻踩刹车蓄力明年，水井平稳，舍得/酒鬼持续下滑

前三季度汾酒/水井/舍得/酒鬼营收增速分别为 17.25%/5.56%/-14.97%/-44.41%，归母净利润增速 20.34%/10.03%/-48.35%/-88.20%，单三季度营收增速分别为 11.35%/0.38%/-30.72%/-67.24%，归母净利润增速 10.36%/7.67%/-79.22%/-213.67%。汾酒经营韧性强、主动轻踩刹车、增长质量高。水井较稳健。舍得下滑尚未改善，酒鬼下滑幅度进一步扩大。山西汾酒：前三季度腰部/中低

价位快于整体，看单品青 25/青 20/老白汾/玻汾增速好于平均，青 30 恢复增长（单三季度改善显著），与三季度公司市场重心更侧重于青花整体有关，玻汾顺应市场需求正常发货，腰部巴拿马平稳双位数增长，估计竹叶青在普竹带动下表现远好于平均。水井：前三季度高档/中档产品收入同比 1.39%/41.05%，单三季度高档/中档产品收入同比-2.0%/87.2%，中档提速显著。舍得：单三季度中高档酒收入同比-35.66%、加速下滑，普通酒收入同比-14.96%、下滑放缓，预计表现上 T68 好于舍之道好于品味。酒鬼酒：预计湘泉表现好于酒鬼和内参。

从财务指标来看，单三季度汾酒/水井/舍得/酒鬼毛利率分别为 74.29%/84.57%/63.66%/64.04%，同比-0.75/+0.86/-10.97/-11.65pcts，销售费用率分别为 10.54%/8.44%/24.84%/66.30%，同比-0.07/-3.99/+3.38/+30.21pcts，归母净利率 34.14%/42.65%/6.56%/-32.77%，同比 -0.31/+2.89/-15.31/-42.22pcts。汾酒三季度汾享礼遇升级 2.0 版、费用确认、兑现落地链路效率提升，但今年 Q3 费用率略有下降，估计和费用确认形式部分会体现在毛利率上有关，因此毛利率略有下降。水井 Q3 毛利率提升预计与去年同期基数偏低有关，销售费用率大幅下降预计主因公司优化营销费用支出。舍得酒鬼毛利率下滑，费用率提升，主因当前商务需求疲软继续影响主品市场表现拉低结构、以及营销等活动等继续加大、保持市场热度有关。前三季度汾酒/水井/舍得/酒鬼经现净额分别同比 56.56%/-42.93%/-124.86%/-817.04%，汾酒现金流表现较好、与销售货款增加和银行承兑汇票贴现收回现金有关。三季度末汾酒/水井/舍得/酒鬼合同负债分别为 54.81/10.55/1.74/2.07 亿元，分别同比+3.08/-0.66/-1.52/-0.44 亿元，环比-2.51/-0.16/+0.12/-0.50 亿元，去年同口径环比-5.81/+0.35/-1.83/-1.96 亿元。

过去一周汾酒/水井/舍得/酒鬼股价涨幅+7.06%/+9.10%/0.94%/-2.88%，汾酒三季报符合预期、水井坊超预期带动股价上涨，优秀企业、或者说本身基本面压力较小企业的降速、资本市场消化较充分。而大幅下滑的舍得/酒鬼三季报披露后股价相对平稳，业绩大幅下滑的预期在前期消化的较为充分，前期股价从底部修复 60%-70%、估值先于基本面修复的较为充分。在此轮调整中，不同于竞争格局已经清晰/整个大盘子受到经济等因素影响的高端白酒，次高端整个价格带在面临商务消费受损/民众消费力疲软的背景下、具备更强竞争优势（品牌力/产



品力/团队组织力/渠道把控力等)的企业除了自身发展外、还占据了更多竞对的市场份额、获得更多消费者的青睐。同样推演,未来经济/外部需求好转改善的背景下,这样的企业更能先一步感知市场回暖、抢夺机遇,看好汾酒的发展。建议关注舍得明年在结构上的恢复和利润端的弹性。

图表5: 次高端白酒 2024 年单三季度财务数据

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pcts)	净利率 (%)	同比 (pcts)
山西汾酒	86.11	11.35	29.40	10.36	29.42	10.27	74.29	-0.75	34.14	-0.31
酒鬼酒	1.97	-67.24	-0.65	-213.67	-0.66	-219.48	64.04	-11.65	-32.77	-42.22
舍得酒业	11.89	-30.72	0.78	-79.22	0.75	-79.11	63.66	-10.97	6.56	-15.31
水井坊	20.70	0.38	8.83	7.67	8.81	10.47	84.57	0.86	42.65	2.89

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

图表6: 次高端白酒前三季度合同负债和现金流表现

	三季度末合同负债 (亿元)	合同负债同比变动 (亿元)	合同负债环比变动 (亿元)	24Q1-Q3销售费用率同比变动pct	24Q1-Q3销售收现同比增速	24Q1-Q3经营净额同比增速
山西汾酒	54.81	3.08	-2.51	-0.18	24.34%	56.56%
酒鬼酒	2.07	-0.44	-0.50	10.08	-44.17%	-817.04%
舍得酒业	1.74	-1.52	0.12	2.57	-16.23%	-124.86%
水井坊	10.55	-0.66	-0.16	-2.52	-0.37%	-42.93%

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

### 1.3 苏皖白酒: 古井韧性较足/适当降速, 今世缘、迎驾放缓节奏蓄势春节, 洋河加速下滑

前三季度洋河/今世缘/古井/迎驾营收增速分别为-9.14%/18.85%/19.53%/14.77%, 归母净利润增速-15.92%/17.08%/24.49%/21.23%, 单三季度营收增速分别为-44.82%/10.11%/13.36%/4.05%, 归母净利润增速-73.03%/6.61%/13.60%/6.18%。单三季度业绩增速均相较上半年放缓、古井业绩达成相对稳健、今世缘、迎驾降速释放风险、洋河加速下滑。洋河双节期间加大M6+/水晶梦宴席政策、买赠力度拉动流速, 估计天之蓝、海之蓝同比降幅更大, 主因大众价位竞争加剧。今世缘: 前三季度特A+/特A/A/B/C+D/其他类收入同比18.86%/21.91%/12.28%/-5.72%/-11%/-27.93%, 单三季度收入同比11.70%/9.6%/8%/-12%/-18%/-29%, 各价格带均出现不同程度增速放缓/下滑。古

井：预计 Q3 增速表现古 8 好于古 16 好于古 5、古 20 承压。迎驾：前三季度中高档/普通白酒收入同比 18.6%/2.4%，单三季度同比 7.12%/-9.16%。

从财务指标来看，单三季度洋河/今世缘/古井/迎驾毛利率分别为 66.24%/75.59%/77.87%/75.84%，同比-8.63/-5.14/-1.55/2.88pcts，销售费用率分别为 27.75%/20.56%/23.01%/8.98%，同比+12.27/-3.90/-5.32/+0.73pcts，归母净利率 13.61%/23.68%/22.30%/36.31%，同比-14.23/-0.78/+0.05/+0.73pcts。三季度洋河/今世缘/古井毛利率下滑主因产品结构承压以及货折冲减收入，迎驾产品结构延续提升趋势。洋河 Q3 销售费用率大幅提升，主因收入下滑的背景下费用支出具有刚性，今世缘、古井费用率下降预计主因渠道费用确认节奏影响。前三季度洋河/今世缘/古井/迎驾经现净额分别同比-20.38%/12.55%/-6.56%/21.55%，迎驾现金流表现平稳。三季度末洋河/今世缘/古井/迎驾合同负债分别为 49.66/5.44/19.36/4.03 亿元，分别同比-5.50/-7.67/-13.80/-1.04 亿元，均有不同程度承压，环比+10.28/-0.84/-2.83/-0.59 亿元，去年同口径环比+1.94/+1.82/+2.90/+0.01 亿元。

过去一周洋河/今世缘/古井/迎驾股价均下跌、幅度为-6.74%/-5.42%/-0.63%/-7.84%，洋河三季度业绩大幅下滑，今世缘和迎驾业绩环比显著放缓，股价均出现不同程度回调。古井业绩基本符合预期，表现相对稳健，三季报披露后股价企稳略有修复。此前我们复盘 14-16 年行业调整期，洋河相对白酒指数跑出超额收益，主因团队强+聚焦省内优势市场（作为彼时的根据地市场、洋河在省内品牌力强、整体省内表现出来更强的韧性）+强渠道推力+价格带适应当时行业消费趋势。站在当前时点，我们认为本轮调整中古井具备当年洋河几大优势特点，其基本面有望在此轮调整期保持相对稳健，同样的逻辑：经济/需求改善预期下，具备竞争优势的企业更能先一步感知市场回暖、抢夺机遇，股价有望跑出相对收益，看好古井。

图表7：区域次高端白酒 2024 年单三季度财务数据

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pcts)	净利率 (%)	同比 (pcts)
洋河股份	46.41	-44.82	6.31	-73.03	4.56	-81.41	66.24	-8.63	13.61	-14.23
古井贡酒	52.63	13.36	11.74	13.60	11.59	14.52	77.87	-1.55	22.30	0.05
今世缘	26.37	10.11	6.24	6.61	6.28	7.33	75.59	-5.14	23.68	-0.78
口子窖	11.95	-22.04	3.62	-27.72	3.37	-32.34	71.91	-5.90	30.28	-2.38
迎驾贡酒	17.28	4.05	6.28	6.18	6.31	8.52	75.84	2.88	36.31	0.73

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表8：区域次高端白酒前三季度合同负债和现金流表现

	三季度末合同负债 (亿元)	合同负债同比变动 (亿元)	合同负债环比变动 (亿元)	24Q1-Q3销售费用率同比变动pct	24Q1-Q3销售收现同比增速	24Q1-Q3经现净额同比增速
洋河股份	49.66	-5.50	10.28	2.41	-5.13%	-20.38%
今世缘	5.44	-7.67	-0.84	-2.30	4.65%	12.55%
古井贡酒	19.36	-13.80	-2.83	-2.06	13.58%	-6.56%
迎驾贡酒	4.03	-1.04	-0.59	-0.18	10.89%	21.55%
口子窖	3.55	-0.29	0.38	0.04	3.66%	-13.96%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 2 大众品：速冻、乳品经营底部确认，零食 Q4 迎来旺季

### 2.1 速冻食品：经营压力最大时点过去，Q4 收入端预期回暖，利润端静待改善

单三季度行业经营压力空前、归母净利润全面下修，业绩底部确认、四季度有望明显修复。前三季度速冻行业龙头企业安井食品/千味央厨/三全食品营收同比+7.84%/+2.70%/-5.35%，归母净利润同比-6.65%/-13.49%/-28.61%。单 Q3 安井食品/千味央厨/三全食品营收同比+4.63%/-1.17%/-6.46%，归母净利润同比-36.76%/-42.08%/-47.02%。单季度业绩增速均相较上半年进一步有下滑趋势，连锁大客户供应链压力持续，社会餐饮需求偏弱，行业竞争态势延续，促使行业公司纷纷加大促销力度，以保证市场份额不丢失，导致收入端表现微降、但利润端有较大下滑。从财务数据来看，毛利率 Q3 普遍下滑、销售费用率提升，安井/千味/三全单季度净利率分别为 6.96%/4.68%/4.19%，分别同比-4.59%/-3.3%/-3.21 个百分点，净利率大幅下滑除了折扣促销力度加大等市场费用投入加大外，非经常损益也占据一定比重，如安井食品今年以来股权激励摊销费用每季度约两千万，

千味央厨因去年同期存在政府补助等较多非经常收入，单看扣非净利率单三季度下滑 1.41pct。

展望 Q4，市场需求预期回暖、叠加春节备货提前，预计收入端有望快速回弹。因费用端延续投入倾向，净利率仍可能承压，需较长时间恢复至原先水平。安井食品 Q3 经营压力最大时点过去，进入 10 月以后经营压力将明显减缓，一方面 2025 年春节较为靠前，主力发货时间提前至 12 月，核算口径错期下利好 Q4，另一方面今年入冬天气较为正常，有利于火锅消费季节的正常表现，相比去年暖冬造成需求不足来说今年需求端较为稳健。千味央厨因四季度为节前销售旺季，同时大 B 端份额企稳、加速新品上新，收入端表现有望回暖，同时需为明年打下基础，因此费用投入倾向延续。

明年餐饮需求在政策推动、消费信心提升的带动下有望回暖，低基数下龙头企业收入增速将环比提升，利润具备较大弹性。目前来看大 B 连锁供应链压力预计将在明年有所好转，下游客户逐渐从“以价换量”的竞争逻辑转向品质提升，小 B 经销渠道竞争压力也有望在市场需求回暖后有所缓解，安井、千味有望明年在收入端压力减缓、增速提升，利润弹性大于收入增长，成本预期偏平稳，短期带鱼等价格上涨但占安井成本比重较小，明年猪价预期下滑，整体来看成本端扰动因素不大，折扣促销力度有望环比减弱，毛利率有望回升，另一方面非经常损益影响减弱，在今年利润低基数下明年安井、千味净利率具备一定弹性。

图表9：速冻食品板块 2024 年前三季度业绩情况

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
安井食品	110.77	7.84%	10.47	-6.65%	10.01	-2.46%	22.64%	0.58	6.23%	0.15	9.59%	-1.51
千味央厨	13.64	2.70%	0.82	-13.49%	0.81	-1.25%	24.25%	1.31	5.31%	0.72	5.93%	-1.09
三全食品	51.25	-5.35%	3.94	-28.61%	3.13	-35.43%	25.03%	-1.74	13.43%	1.44	7.69%	-2.51
海欣食品	11.41	0.67%	-0.24	-750.84%	-0.27	-2723.64%	17.78%	-1.37	10.55%	0.18	-2.06%	-2.38
惠发食品	13.03	-0.12%	-0.28	5.71%	-0.32	6.51%	17.52%	0.41	7.64%	-0.47	-2.20%	-0.13
春雪食品	18.04	-13.93%	0.02	-88.64%	-0.01	-108.89%	7.15%	0.05	2.60%	0.31	0.13%	-0.87
盖世食品	3.87	7.60%	0.31	17.01%	0.26	-2.08%	17.74%	-2.15	2.74%	-0.56	8.09%	0.66
味知香	5.11	-17.50%	0.68	-36.83%	0.66	-36.79%	25.23%	-0.93	4.76%	-0.04	13.26%	-4.06
五芳斋	20.48	-15.20%	2.10	-12.80%	2.00	-13.61%	41.16%	2.59	19.90%	1.13	10.23%	0.26

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表10：速冻食品板块 2024 年第三季度业绩情况

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率 (pcts)	同比	销售费用率 (pcts)	同比	净利率 (pcts)	同比
安井食品	35.3283	4.63%	2.4443	-36.76%	2.29	-30.90%	19.93%	-2.04	6.40%	0.29	6.96%	-4.59
千味央厨	4.7165	-1.17%	0.2223	-42.08%	0.23	-23.54%	22.44%	0.04	4.89%	0.81	4.68%	-3.30
三全食品	14.5954	-6.46%	0.6117	-47.02%	0.44	-57.15%	22.75%	-1.81	15.67%	2.74	4.19%	-3.21
春雪食品	6.4072	-10.98%	0.0674	-7.23%	0.05	-20.29%	7.58%	0.70	2.66%	0.49	1.05%	0.04
海欣食品	4.2668	6.67%	-0.1113	-548.71%	-0.10	-1870.93%	17.56%	-2.72	10.02%	-0.05	-2.61%	-3.18
惠发食品	4.0953	-10.87%	-0.1181	-2065.22%	-0.14	-6127.85%	18.65%	-1.79	9.15%	0.80	-3.42%	-3.96
盖世食品	1.4423	7.94%	0.1180	-32.04%	0.11	-36.93%	17.63%	-4.39	2.63%	-0.35	8.20%	-4.81
味知香	1.8346	-9.19%	0.2544	-21.81%	0.25	-22.28%	25.91%	-0.34	4.06%	-1.79	13.86%	-2.24
五芳斋	4.6697	-15.04%	-0.2308	-53.27%	-0.26	-65.28%	28.79%	0.12	27.33%	2.10	-4.96%	-2.17

资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 2.2 休闲零食：收入增长韧性强，建议积极布局 Q4 旺季的投资机会

零食整体增长稳定、品类成长周期与新渠道贡献仍是主线，高品质、高性价比趋势不变。前三季度休闲食品行业龙头企业盐津铺子/甘源食品/劲仔食品/洽洽食品/三只松鼠营收同比+28.49%/+22.23%/+18.65%/+6.24%/+56.46%，归母净利润同比+24.55%/+29.48%/+61.20%/+23.79%/+101.15%。单 Q3 盐津铺子/甘源食品/劲仔食品/洽洽食品/三只松鼠营收同比+26.20%/+15.58%/+12.94%/+3.72%/+24.03%，归母净利润同比+15.62%/+17.10%/+42.58%/+21.40%/+221.89%。多品类供应链型企业如盐津铺子、三只松鼠在三季度收入表现亮眼，盐津铺子在 2024 年重点发展“大魔王”和“蛋皇”两大品牌、并且品类品牌打造成功，同比均实现高速增长，单三季度对收入贡献卓越。品类聚焦型企业如劲仔食品、洽洽食品单三季度传统大单品保持稳健增长，第二、三品类表现偏弱，洽洽坚果 9 月礼赠表现疲软导致单季度同比下滑，劲仔出于产品战略规划将在第四季度集中力量推出溏心鹌鹑蛋并于线上首发，因此三季度新品贡献较弱。另外从渠道角度看，零食量贩和抖快线上渠道增幅最快，各企业零食量贩渠道占比逐季提升，高端会员店渠道也逐渐起量，盐津山姆会员店 6 月进货后势能强劲，单月销售数据平稳，甘源、洽洽今年在山姆渠道同样有新品上架，初步表现良好。量贩渠道仍处于跑马圈地阶段，在终端竞争格局清晰的背景下头部品牌市占率愈发集中，万辰集团 24Q3 收入增长 261.32%，预计门店数达到万店规模，量贩净利率维持 2.7%。

原料周期不同导致成本表现不一、供应链能力进一步提升、净利率延续向上趋势。从成本角度看，洽洽食品、劲仔食品主要原料价格同比处于低位，单季度毛利率分别有 6.31、3.26 个百分点的提升，同时产品和渠道结构变化也对毛利率变动产生影响，如盐津铺子今年以来毛利率有 2.62% 的下滑，主因低毛利产品和渠道占比逐季提升，此外部分原料如魔芋在 Q3 涨价对毛利也造成了一定负面影响，但 Q3 毛利率下滑幅度较上半年逐渐收窄。从期间费用率角度看，甘源食品因 Q3 加大抖快渠道促销力度、导致单季度销售费用率提升 1.5 个百分点，其余公司剔除股份支付等因素外销售费用率基本保持平稳，进一步把控费投节奏，主要供应链型零食加工企业表现净利率同比均有提升（剔除所得税率影响，盐津铺子经营性净利率仍环比提升）。

**短期看：多家企业重点布局 Q4 电商年货节、叠加春节经销商备货提前、看好 Q4 盐津、甘源、劲仔收入端表现。**三只松鼠电商起家、预计今年四季度将延续高增长。盐津铺子电商渠道月销售额持续增长，公司战略性引入高端产品，预计渠道利润有望提升，且去年四季度基数较低，年货节带动下业绩有望超预期。甘源食品电商渠道新团队已于 7 月正式接手业务开展，预计春节年货节线上有更好表现。劲仔食品针对电商渠道已有专业人员到岗、团队搭建完毕，产品梳理后随着渠道战略落地、新品首发推广等方式，预计将在 Q4 有较好表现、争取补齐全年缺口，预计四季度销售费用短期加大投入，全年费用率仍平稳。

**中长期看：新渠道动能减弱后未来零食企业更注重提升内功、聚焦品牌产品力、不断提升供应链能力。**看明年，盐津铺子于量贩、电商渠道增长动能将边际减弱，未来将依托大魔王和蛋皇品牌重点发展传统定量流通渠道、以及山姆会员店等新渠道开发所带来的增量，延续双位数收入增长趋势，供应链精进稳定原料和生产端，今年公司净利率从 23 年的高点逐渐回归至正常区间，中短期内净利率预计维持 12%-13% 稳态水平，长期看品牌势能建立后净利率有进一步上行空间。劲仔食品新原料采购季预期平稳波动，明年成本弹性减弱，但今年电商渠道并未发力，明年看点在于抖快渠道的突破、带动鹤鹑蛋等品类增长。甘源食品 Q3 经营出现拐点、内部经营向好、外部需求回暖，线下模式调整完成，电商、山姆渠道、及海外市场均有所突破，收入端明年将颇有亮点。

**关注量贩品牌发展机遇。**万辰集团明年仍将保持较快开店速度，强化自身品牌建设，短期不过多追求净利率提升，维持现有 2-3%净利率水平。三只松鼠开启行业上下游并购，待投资落地后公司将与爱零食、爱折扣、致养食品达成深度合作，也助力公司开辟线下渠道，以及关注松鼠入局后带来竞争格局、以及产业模型的变化。

图表11：休闲零食板块 2024 年前三季度业绩情况

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
盐津铺子	38.61	28.49%	4.93	24.55%	4.2423	12.90%	31.84%	-2.62	12.85%	0.56	12.83%	-0.60
甘源食品	16.06	22.23%	2.77	29.48%	2.4787	32.01%	35.59%	-0.73	12.64%	0.97	17.27%	0.97
劲仔食品	17.72	18.65%	2.15	61.20%	1.8922	72.89%	30.28%	3.81	12.46%	1.02	12.24%	3.19
洽洽食品	47.58	6.24%	6.26	23.79%	5.5762	31.44%	30.25%	4.81	10.07%	0.96	13.16%	1.86
三只松鼠	71.69	56.46%	3.41	101.15%	2.6660	211.55%	25.44%	0.70	18.05%	0.06	4.76%	1.06
有友食品	8.87	16.77%	1.21	14.30%	1.0455	17.07%	30.06%	-0.56	10.87%	-0.64	13.67%	-0.29
良品铺子	54.80	-8.66%	0.19	-89.86%	-0.0315	-102.59%	26.84%	-1.70	20.59%	1.41	0.30%	-2.88
来伊份	25.23	-15.96%	-0.43	-1038.26%	-0.7515	-138.91%	40.74%	-1.74	29.03%	0.81	-1.77%	-1.92
黑芝麻	15.88	-17.37%	0.42	-5.26%	0.4431	39.53%	23.05%	1.81	8.35%	-0.75	3.21%	0.59
好想你	11.77	7.90%	-0.61	-48.66%	-0.6343	-15.63%	24.26%	-1.61	22.65%	-0.63	-5.24%	-1.23
万辰集团	206.13	320.63%	0.84	248.64%	0.7638	221.48%	10.42%	2.10	4.34%	-0.75	1.67%	4.46

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表12：休闲零食板块 2024 年第三季度业绩情况

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
盐津铺子	14.02	26.20%	1.74	15.62%	1.51	4.80%	30.62%	-2.32	12.13%	0.29	12.49%	-1.05
甘源食品	5.63	15.58%	1.11	17.10%	1.03	22.26%	36.80%	-0.74	11.41%	1.50	19.66%	0.25
劲仔食品	6.42	12.94%	0.71	42.58%	0.67	77.83%	30.06%	3.26	12.24%	0.30	11.17%	2.17
洽洽食品	18.59	3.72%	2.89	21.40%	2.75	22.24%	33.11%	6.31	7.86%	-0.55	15.56%	2.26
三只松鼠	20.95	24.03%	0.52	221.89%	0.38	210.13%	24.46%	0.11	19.08%	-0.21	2.46%	1.51
有友食品	3.57	27.98%	0.45	75.23%	0.44	111.80%	28.90%	1.94	9.29%	-4.51	12.63%	3.41
良品铺子	15.94	-20.81%	-0.05	-325.20%	-0.11	-410.34%	27.95%	0.22	22.96%	2.26	-0.41%	-0.48
来伊份	7.31	-18.12%	-0.58	-15.47%	-0.66	-0.32%	39.43%	-3.05	31.07%	-0.88	-7.90%	-2.36
黑芝麻	6.15	-11.86%	0.31	15.35%	0.34	67.73%	25.97%	0.95	8.42%	-2.82	6.24%	1.66
好想你	3.61	-7.44%	-0.24	-8.28%	-0.27	-723.52%	23.17%	-6.25	22.46%	-2.99	-6.79%	-0.78
万辰集团	96.98	261.32%	0.83	263.06%	0.79	246.85%	10.32%	2.65	4.16%	-0.90	2.07%	5.01

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

### 2.3 软饮料：东鹏一骑绝尘，露露具备经营韧性，欢乐家静待净利率恢复带来的高弹性

2024 年前三季度东鹏饮料/养元饮品/承德露露/香飘飘/欢乐家/李子园营收同比+45.34%/-7.81%/+6.1%/-2.05%/+2.61%/-0.49%，归母净利润同比+63.53%/-4.69%/-5.49%/+408.98%/-52.34%/-16.83%。单三季度东鹏饮料/养元饮品/承德露露/香飘飘/欢乐家/李子园营收同比+47.29%/-18.79%/-2.99%/-6.10%/+0.22%/+4.45%，归母净利润同比+78.42%/-47.26%/-2.30%/-0.62%/-97.16%/+13.91%。东鹏一骑绝尘，前三季度特饮、补水啦和其他饮料增速为31.43%/292.11%/145.43%、单三季度同增27.73%/299.58%/107.04%，传统单品势能强劲，第二曲线补水啦在下半基数起来后继续强势提速增长。其他在产品矩阵中作为补充型的饮料也快速成长。承德露露估计前三季度产品结构延续上半年、核心大单品杏仁露稳健增长。

**PET/糖/奶粉/杏仁等成本回落助力毛利率弹性，市场投入均加大。**单三季度东鹏饮料/养元饮品/承德露露/香飘飘/欢乐家/李子园毛利率分别为45.05%/46.53%/41.52%/34.64%/34.22%/39.23%，同比+2.53%/+1.22%/-1.62%/+2.4%/-3.43%/+2.85pcts，归母净利率21.56%/29.06%/19.41%/0.9%/6.25%/14.78%，同比+2.40%/+0.95%/-2.39%/+0.74%/-7.21%/-2.90pcts；单三季度毛利率分别为45.81%/45.49%/40.68%/40.94%/30.31%/40.95%，同比+4.29%/-0.15%/+3.22%/+2.41%/-8.30%/+5.24pcts，销售费用率分别同比+0.33%/+3.26%/4.39%/0.23%/3.37%/2.78pcts。低位锁定PET/糖成本下行/规模效应带动东鹏毛利率/净利率持续提升、释放利润弹性。承德露露进入新成本周期，开始助力毛利率弹性，预计Q4弹性更大。奶粉成本下行助力香飘飘、李子园毛利率上行。各家企业继续加大市场投入，销售费用率均同比有所增加。

#### 展望 Q4 及明年：

1) 东鹏两大单品势能继续释放，加大市场投入、冰柜投放、匹配动销，规模效应也将持续释放，成本端pet现阶段性低点有利于企业锁定成本，糖进入不止一年的下行周期，预计两者明年仍能给公司助力一定利润弹性，我们继续看好公司持续成长性以及净利率提升逻辑的持续兑现，利用高增长消化高估值。



2) 承德露露：公司在消费极度疲软的三季度证明了产品的韧性，对四季度来说，露露品类属性季节性较强，明年早春使得销售旺季提前、备货节奏体现在12月，对四季度收入有保障，新成本周期成本大幅回落，成本弹性助力公司对于市场费用的投入更有余力，看好Q4业绩表现。公司当前出台回购注销方案，我们继续看好并推荐。

3) 欢乐家：大单品椰汁受餐饮端需求影响、拖累整体，罐头开辟出零食量贩新渠道、挖掘出新的渠道增长点。今年费投较大、收入端承压、净利率受损严重。

静待下游餐饮等需求恢复下的净利率改善、助力利润高弹性。

图表13：软饮料板块 2024 年前三季度业绩情况

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
东鹏饮料	125.58	45.34%	27.07	63.53%	26.6323	77.30%	45.05%	2.53	16.42%	-0.03	21.56%	2.40
养元饮品	42.29	-7.81%	12.29	-4.69%	9.6675	-9.32%	46.53%	1.22	12.48%	1.04	29.06%	0.95
维维股份	26.89	-19.09%	2.46	83.74%	1.6900	25.63%	23.48%	4.64	7.27%	0.80	9.13%	5.18
承德露露	21.59	6.10%	4.19	-5.49%	4.1788	-5.13%	41.52%	-1.62	15.06%	2.01	19.41%	-2.39
香飘飘	19.38	-2.05%	0.18	408.98%	-0.0575	85.70%	34.64%	2.40	27.55%	-1.48	0.90%	0.74
欢乐家	13.40	2.61%	0.84	-52.34%	0.8285	-51.11%	34.22%	-3.43	16.87%	4.57	6.25%	-7.21
李子园	10.64	-0.49%	1.57	-16.83%	1.4944	-16.04%	39.23%	2.85	15.22%	4.28	14.78%	-2.90

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表14：软饮料板块 2024 年第三季度业绩情况

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
东鹏饮料	46.8499	47.29%	9.7680	78.42%	9.56	86.90%	45.81%	4.29	17.86%	0.33	20.85%	3.64
养元饮品	12.8694	-18.79%	1.9934	-47.26%	1.92	-45.17%	45.49%	-0.15	16.29%	3.26	15.49%	-8.36
维维股份	9.4535	-28.07%	0.9527	31.62%	0.99	30.30%	28.07%	8.68	8.28%	1.79	10.14%	4.64
承德露露	5.2496	-2.99%	1.2556	-2.30%	1.25	-0.44%	40.68%	3.22	9.95%	4.39	23.92%	0.13
香飘飘	7.5880	-6.10%	0.4723	-0.62%	0.37	-6.52%	40.94%	2.41	26.13%	0.23	6.22%	0.34
欢乐家	3.9470	0.22%	0.0131	-97.16%	0.02	-95.02%	30.31%	-8.30	18.25%	3.37	0.33%	-11.36
李子园	3.8453	4.45%	0.6212	13.91%	0.60	25.14%	40.95%	5.24	16.05%	2.78	16.15%	1.34

资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 2.4 烘焙食品：冷冻烘焙市场需求偏弱，原料业务（酵母、奶油等）增长亮眼

烘焙市场需求偏弱，但烘焙原料增长亮眼。前三季度立高食品/安琪酵母/桃李面包营收同比+5.22%/+13.04%/-8.27%，归母净利润同比+28.21%/+4.23%/-

5.28%，单 Q3 立高食品/安琪酵母/桃李面包营收同比-1.11%/+27.14%/-12.53%，归母净利润同比+35.07%/+7.02%/-13.43%。2024 年烘焙市场整体偏弱、中秋国庆旺季不旺，导致烘焙类产品增速下滑，如立高食品前三季度冷冻烘焙业务下滑约 7%，Q3 下滑幅度较上半年加大，桃李面包主业收入同样在前三季度下滑 7.3%，分渠道来看下滑主因商超渠道影响所致，立高商超渠道主要在山姆会员店，因今年以来分批次下架产品、再重新调整上架导致销售量受影响，桃李面包在东北、华南地区仍有双位数下滑，面包类业务需求承压明显。尽管烘焙市场需求偏弱，但原料类业务保持较好增长。其中安琪酵母前三季度酵母及深加工产品同比增长 11.7%，海外市场增长更为显著，国内市场也因居家消费增加而带动小包装快速增长，其他原料业务前三季度同比高增 44.2%。立高食品烘焙原料业务前三季度增长 30%，其中奶油类贡献较多、同比增长超 70%，高端稀奶油进口替代逻辑顺畅。

**盈利能力扰动因素较多：**立高食品因低毛利稀奶油产品占比提升，叠加棕榈油、进口奶制品成本抬升导致毛利率略微下滑，期间费用率下滑，经营性净利率环比 Q2 提升。安琪酵母单三季度毛利率同比下降 3.62 个百分点，主要系海运费用在三季度暴涨，增幅超过上半年，若剔除海运费用增长，毛利率呈现回升趋势。

#### 展望 Q4&明年：

1) 立高食品 24Q4 收入预计提速（春节备货、新奶油产线投产），利润端将有超强弹性（去年 Q4 一次性计提股权激励费用导致单季度报表端亏损），明年来看冷冻烘焙环比今年有所改善，商超渠道在老品迭代后将有所恢复，原料奶油业务仍是增长发力点，但成本目前来看同环比均有抬升，利润端弹性较弱。

2) 安琪酵母 10 月国内业务增长快于前三季度，国际业务增速受俄乌冲突、美国大选及海运费用上涨影响增速略有放缓，全年度维持年初收入和利润增长目标去推进，Q4 去年基数较低，今年开局良好。明年需求端继续看恢复，成本上糖蜜继续在下行通道中，叠加海运费价格回落，费用端新增折旧的高峰期逐渐过去，诸多因素助力 25 年净利率提升。

图表15: 烘焙食品板块 2024 年前三季度业绩情况

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
桃李面包	46.47	-8.27%	4.35	-5.28%	4.1437	-6.54%	23.81%	0.51	7.92%	-0.12	9.36%	0.30
元祖股份	19.02	-11.84%	2.53	-15.99%	2.4804	-11.05%	64.33%	2.56	40.43%	2.72	13.32%	-0.66
南侨食品	23.05	0.66%	1.50	20.05%	1.3972	18.38%	24.47%	1.96	8.31%	0.14	6.52%	1.05
立高食品	27.17	5.22%	2.03	28.21%	1.9149	31.32%	32.17%	-0.36	11.53%	-0.69	7.37%	1.29
安琪酵母	109.12	13.04%	9.53	4.23%	8.3933	3.69%	23.28%	-1.39	5.32%	0.06	8.89%	-0.95

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表16: 烘焙食品板块 2024 年第三季度业绩情况

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
桃李面包	16.27	-12.53%	1.4511	-13.43%	1.37	-15.79%	23.17%	0.17	7.87%	0.14	8.92%	-0.09
元祖股份	9.42	-13.15%	2.2039	-13.11%	2.26	-8.14%	66.94%	1.71	31.45%	0.91	23.41%	0.01
南侨食品	7.39	1.52%	0.2185	-31.35%	0.19	-42.73%	20.75%	-3.16	8.34%	-0.33	2.95%	-1.42
立高食品	9.36	-1.11%	0.6783	35.07%	0.67	57.43%	31.34%	-0.55	10.52%	-2.19	7.14%	1.89
安琪酵母	37.38	27.14%	2.6204	7.02%	2.43	22.78%	21.35%	-3.62	5.59%	-0.10	6.98%	-1.59

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

## 2.5 连锁业态: 性价比消费品牌持续快速拓店, 注重门店质量及盈利能力提升

休闲卤味收入仍承压, 早餐刚需增长稳健, 24 年盈利能力整体有改善, 静待单店缺口进一步收窄。前三季度紫燕食品/绝味食品/巴比食品营收同比-4.6%/-10.95%/+2.04%, 归母净利润同比+2.19%/+12.53%/+25.68%, 单 Q3 紫燕食品/绝味食品/巴比食品营收同比-4.61%/-13.29%/-0.46%, 归母净利润同比-6.78%/-3.33%/+14%。绝味食品今年开启门店优化以提升单店质量, 预计三季度仍处于净关店状态, 单店下滑幅度略有收窄。巴比食品团餐渠道回归增长, 但加盟店业务 Q3 仍略有下滑, 开店速度放缓, 单店缺口环比有改善。绝味食品原料价格下降带来的成本红利仍持续体现, 前三/单三毛利率分别提升 6.41/5.35 个百分点, 但销售费用投入加大(平台宣传费用增加)。巴比食品成本相对平稳, 单 Q3 猪肉价

格上行导致单季度毛利率略微下滑，费投相对收窄、Q3净利率同比提升 2.35 个百分点。

近两年连锁业态整体呈现承压状态，但不同行业存在差异。以零食量贩、瑞幸咖啡、蜜雪冰城为代表的高性价比赛道在 24 年表现亮眼，均保持高速开店，瑞幸咖啡自营门店同店利润率持续提升，万辰量贩业务净利率维持 2.7% 的水平，在性价比、质价比消费趋势下，量贩渠道、咖啡奶茶赛道中终端消费品牌仍具备开店空间；而较高客单的可选消费品牌仍需时间恢复。

图表17：连锁板块 2024 年前三季度业绩情况

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率 (pcts)	同比	销售费用率 (pcts)	同比	净利率 (pcts)	同比
紫燕食品	26.87	-4.60%	3.49	2.19%	3.0177	2.93%	26.22%	2.02	5.06%	-0.14	13.10%	1.03
绝味食品	50.15	-10.95%	4.38	12.53%	4.2400	15.73%	30.56%	6.41	9.20%	2.01	8.43%	1.86
煌上煌	14.52	-8.11%	0.79	-22.12%	0.6370	-26.80%	33.64%	4.93	15.28%	3.05	5.35%	-0.86
巴比食品	12.10	2.04%	1.94	25.68%	1.4671	19.92%	26.40%	0.29	4.42%	-1.24	16.26%	3.16

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表18：连锁板块 2024 年第三季度业绩情况

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率 (pcts)	同比	销售费用率 (pcts)	同比	净利率 (pcts)	同比
紫燕食品	10.2328	-4.61%	1.5089	-6.78%	1.39	-8.18%	28.54%	-0.64	5.04%	-0.41	14.96%	-0.19
绝味食品	16.7488	-13.29%	1.4264	-3.33%	1.43	2.11%	31.12%	5.35	9.75%	2.36	8.27%	0.99
煌上煌	3.9200	-9.64%	0.1795	-1.96%	0.15	-8.16%	36.92%	5.62	18.68%	3.78	4.39%	0.44
巴比食品	4.4691	-0.46%	0.8289	14.00%	0.59	6.06%	26.79%	-0.13	3.96%	-1.11	18.76%	2.34

资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 2.6 乳制品：伊利营收企稳/盈利表现超预期，新乳业主营增长/利润率提升持续兑现

行业供需寻求新平衡，低温品类相对景气。前三季度伊利股份/新乳业营收同比-8.59%/-0.54%，归母净利润同比+15.87%/+24.37%，单 Q3 伊利股份/新乳业营收同比-6.67%/-3.82%，归母净利润同比+8.53%/+22.92%。2023 年国内奶类产量达到 4281 万吨，超过了农业农村部《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》提出

的“到 2025 年，全国奶类产量达到 4100 万吨左右”的目标。因此进入 2024 年以来，乳制品行业整体表现出供需失衡的局面，但细分结构来看，低温品类仍表现出相对景气。伊利：分产品看，前三季度液体乳/奶粉及奶制品/冷饮/其他收入分别同比-12.09%/7.07%/-19.64%/25.35%，单三季度分别同比-10.31%/6.56%/-16.65%/22.70%，三季度液奶大日期货龄调整到位、下滑有所收窄，其中前三季度金典表现比基础白奶更好。新乳业：剔除酸奶牛业务剥离的影响，单三季度主营业务实现增长，低温实现 10%增长，常温中低个位数下滑，唯品保持双位数增长且环比加速。

从财务指标来看，单三季度伊利/新乳业毛利率分别为 35.05%/28.83%，同比+2.46/+2.40pcts，销售费用率分别为 18.96%/15.27%，同比+1.09/+1.30pcts，归母净利率 11.46%/6.36%，同比+1.61/+1.38pcts。两家乳企单三季度毛销差均有所增加，主因三季度原奶价格继续下滑高个位数，同时新乳业产品结构有所提升，而伊利货龄调整逐步到位后减小了折扣力度、单三季度伊利信用减值损失冲回 0.84 亿元，去年同期计提 0.74 亿元；资产减值损失计提 1.83 亿元，去年同期计提 0.83 亿元。新乳业前三季度信用减值冲回 0.17 亿元，资产减值损失 0.01 亿元，影响较小。

过去一周伊利/新乳业股价涨幅 6.07%/8.29%，伊利、新乳业业绩超预期带动股价上涨。10 月底原奶价格 3.13 元/公斤，仍处在历史低位，预计行业成本红利仍将延续。2024 年全年伊利扣除非经常性损益后的主业利润率有望维稳或提升。今年原奶产量增速放缓，展望 2025 年，供给端将进一步改善，需求侧预计恢复性改善，行业供需有望逐渐走向新的平衡，行业以价换量的竞争情况改善，伊利营收有望企稳改善，促销/资产和信用减值压力均有望同比减缓。新乳业产品结构逆势优化，叠加精细化运营降本增效，23-27 年净利率翻倍目标有望继续推进。  
**持续看好伊利和新乳业。**

图表19：乳制品板块 2024 年前三季度业绩情况

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pcts)	净利率 (%)	同比 (pcts)
伊利股份	890.39	-8.59	108.68	15.87	85.09	0.65	35.03	1.91	12.21	2.58
光明乳业	184.13	-10.89	1.16	-63.94	2.13	-31.66	19.28	0.61	0.63	-0.93
新乳业	81.50	-0.54	4.74	24.37	5.07	29.50	29.09	1.67	5.81	1.16
三元股份	53.97	-12.25	1.03	-55.21	0.71	192.05	23.86	0.40	1.92	-1.84
妙可蓝多	35.94	16.88	0.85	151.02	0.62	3354.68	28.93	-1.66	2.37	1.26
贝因美	20.87	8.91	0.72	45.44	0.49	129.36	42.88	-4.14	3.44	0.86
皇氏集团	15.10	-32.70	-0.15	-108.38	-0.33	10.55	24.41	4.83	-0.97	-8.77
天润乳业	21.56	3.50	0.22	-84.37	0.74	-48.52	18.15	-1.43	1.03	-5.81
燕塘乳业	13.03	-12.03	0.81	-43.25	0.80	-44.02	25.76	-1.63	6.23	-3.43
庄园牧场	6.49	-9.17	-1.18	-577.87	-1.28	-224.51	10.93	-7.36	-18.23	-15.79
熊猫乳品	5.69	-19.83	0.78	-4.48	0.68	-4.65	28.06	4.67	13.73	2.21
阳光乳业	3.85	-8.72	0.85	-9.81	0.90	-4.06	36.95	1.12	22.17	-0.27

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表20：乳制品板块 2024 年第三季度业绩情况

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pcts)	净利率 (%)	同比 (pcts)
伊利股份	291.25	-6.67	33.37	8.53	31.84	19.86	35.05	2.46	11.46	1.61
光明乳业	56.99	-12.66	-1.64	-973.33	-1.35	-2785.57	18.06	2.54	-2.88	-2.64
新乳业	27.85	-3.82	1.77	22.92	1.93	19.73	28.83	2.40	6.36	1.38
三元股份	15.44	-18.49	-0.25	-253.20	-0.34	-559.16	20.71	-0.98	-1.60	-2.46
妙可蓝多	16.72	65.63	0.08	55.57	0.05	214.13	22.45	-3.19	0.49	-0.03
贝因美	6.70	16.59	0.20	293.56	0.10	266.50	45.13	-6.81	3.02	2.13
皇氏集团	4.69	-9.81	-0.16	57.92	-0.13	71.69	22.66	2.51	-3.40	3.89
天润乳业	7.13	2.73	0.50	200.51	0.50	85.64	19.87	2.25	7.04	4.63
燕塘乳业	4.51	-13.10	0.25	-44.30	0.26	-40.41	25.40	-2.18	5.53	-3.09
庄园牧场	2.23	-4.56	-0.31	-1231.69	-0.38	-151.74	17.82	1.15	-13.69	-14.84
熊猫乳品	2.08	-20.45	0.31	-11.20	0.29	-7.22	29.10	5.77	14.74	1.53
阳光乳业	1.31	-9.80	0.30	-6.73	0.31	-5.52	37.81	1.49	23.07	0.76

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 2.7 啤酒：板块整体营收增长承压，静待需求复苏

成本延续改善趋势，产品结构和销量短期承压。前三季度青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒营收同比-6.52%/+0.26%/+3.47%/+7.37%，归母净利润同比+1.67%/-0.90%/34.73%/25.35%，单 Q3 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒营收同比 -5.28%/-7.11%/+0.19%/+6.89%，归母净利润同比 -9.03%/-10.10%/19.84%/10.60%。拆分量价来看，24Q3 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒分别实现销量 216/87/114 万吨，同比 -5.11%/-5.59%/+0.17%，均价分别为 4126/4813/4202 元/吨，同比 -0.18%/-1.61%/0.03%，吨成本分别为

2388/2446/2185 元/吨，同比-2.20%/+1.09%/-0.04%。24Q3 啤酒市场消费相对低迷，酒企量价持续承压，静待需求复苏。

图表21：啤酒板块 2024 年前三季度业绩情况

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pts)	净利率 (%)	同比 (pts)
青啤啤酒	289.59	-6.52	49.90	1.67	46.86	1.96	41.76	2.03	17.23	1.39
重庆啤酒	130.63	0.26	13.32	-0.90	13.06	-1.61	49.20	0.01	10.20	-0.12
燕京啤酒	128.46	3.47	12.88	34.73	12.61	45.68	45.09	1.07	10.03	2.33
珠江啤酒	48.87	7.37	8.07	25.35	7.68	27.23	49.32	3.75	16.50	2.37

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表22：啤酒板块 2024 年第三季度业绩情况

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pts)	净利率 (%)	同比 (pts)
青啤啤酒	88.91	-5.28	13.48	-9.03	12.60	-7.94	42.12	1.19	15.16	-0.63
重庆啤酒	42.02	-7.11	4.31	-10.10	4.18	-11.60	49.17	-1.35	10.25	-0.34
燕京啤酒	48.00	0.19	5.30	19.84	5.20	21.68	47.99	0.04	11.04	1.81
珠江啤酒	19.01	6.89	3.07	10.60	2.92	9.10	49.77	4.03	16.14	0.54

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

### 3 风险提示

**需求复苏不及预期的风险：**国内经济形势整体向好，但需求仍处于弱复苏阶段，导致部分地区消费需求波动并影响相关行业及公司营收增长。

**行业竞争加剧的风险：**若行业竞争加剧，出现价格战等现象，公司盈利能力将受到影响。

**食品安全的风险：**食品安全事件将影响消费者信心，对相关行业和公司造成影响。

**成本波动的风险：**食品饮料行业中原材料、能源等成本波动将增加公司盈利不确定性。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。



## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048