

➤ **零食：龙头业绩韧性较强，产品和渠道周期驱动叠加成本改善，持续释放盈利弹性。**盐津铺子、劲仔食品等全渠道布局的企业抗风险能力更强，仍能保持双位数增长；同时，抖音电商等短视频直播平台也为休闲食品企业提供了新增长渠道，下沉市场增长空间仍在，三只松鼠借助抖音平台，持续打造热销商品，提升品牌影响力；原料成本持续下行，但行业竞争较激烈背景下，企业优先保市场份额，促销费用有所提升，规模效应明显、产品结构完善的企业盈利水平更加稳定。

➤ **乳制品：中秋节令拉动乳品需求阶段性回暖，奶价下行持续释放成本红利。**得益于上半年乳制品终端渠道库存去化，终端价盘逐渐企稳回升，奶价下行持续推动毛利率改善。同时，竞争格局改善叠加费效比控制提高，头部企业业绩环比改善，区域乳企业绩表现更佳。

➤ **调味品：边际改善，强者恒强。**短期看调味品仍面临餐饮需求疲软&下游客户降本、C 端头部存量竞争等压力，但行业需求整体保持相对稳定，Q3 在渠道补库、复调进入备货旺季下迎来边际改善，海天于行业内率先着手改革，龙头地位进一步稳固；中炬针对前期问题积极调整；天味积极铺市环比改善明显。利润端调味品企业受益成本红利毛利普遍有所改善，费投方面延续投放以抢占份额，利润表现有所分化。

➤ **食品加工：稳住份额，盈利承压。**下游餐饮需求承压、C 端品类竞争趋严，Q3 行业整体延续承压，企业收入普遍降速。为稳住市场份额，各食品加工企业以价换量，安井调整定价策略主动参与竞争，干味、三全加大费投，虽部分原料成本有所下滑，但盈利端普遍承压。立高 Q3 主动控费、巴比拓店放缓下盈利有所改善。

➤ **投资建议：1) 零食板块在性价比趋势下品类及渠道扩张逻辑持续验证，关注渠道及供应链能力边际强化的公司：推荐三只松鼠（“高端性价比”改革成效持续显现，24 年目标收入规模重回百亿）、盐津铺子、洽洽食品、甘源食品，关注劲仔食品、卫龙；2) 乳制品板块布局中长期、低预期下关注后续需求改善：推荐股息率已具吸引力、现金流较优的伊利股份，关注蒙牛股份；3) 调味品板块推荐经营改善的龙头公司，推荐海天味业、安琪酵母，关注涪陵榨菜；4) 餐饮弱复苏、低预期下关注后续需求改善，推荐长期逻辑清晰的安井食品、干味央厨、立高食品。**

➤ **风险提示：**下游需求恢复不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅上涨，食品安全风险等。

推荐
维持评级

分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

研究助理 范锡蒙

执业证书：S0100123090030

邮箱：fanximeng@mszq.com

相关研究

- 食品饮料行业周动态：库存去化周期开启，茅台回购提振信心-2024/09/22
- 大众品行业 2024 年中报业绩综述：份额优先，业绩分化-2024/09/09
- 低度酒及饮料行业 2024 年中报业绩综述：需求分化，把握结构性景气-2024/09/09
- 白酒行业 2024 年中报业绩综述：降速、提费，守住市场份额-2024/09/08
- 食品饮料行业周动态：速冻龙头布局饮品供应链，饮品小料市场前景几何-2024/08/12

重点公司盈利预测、估值与评级

| 代码 | 简称 | 股价 (元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | | 评级 |
|--------|------|-----------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|----|
| | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E | |
| 002847 | 盐津铺子 | 55.79 | 2.64 | 2.23 | 2.87 | 21 | 25 | 19 | 推荐 |
| 300783 | 三只松鼠 | 31.87 | 0.55 | 1.01 | 1.46 | 58 | 32 | 22 | 推荐 |
| 600887 | 伊利股份 | 29.61 | 1.64 | 1.89 | 1.86 | 18 | 16 | 16 | 推荐 |
| 603288 | 海天味业 | 46.26 | 1.01 | 1.12 | 1.25 | 46 | 41 | 37 | 推荐 |
| 600298 | 安琪酵母 | 36.32 | 1.47 | 1.57 | 1.86 | 25 | 23 | 20 | 推荐 |
| 603345 | 安井食品 | 89.55 | 5.04 | 4.91 | 5.61 | 18 | 18 | 16 | 推荐 |
| 300973 | 立高食品 | 38.09 | 0.43 | 1.67 | 1.93 | 89 | 23 | 20 | 推荐 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 11 月 14 日收盘价）

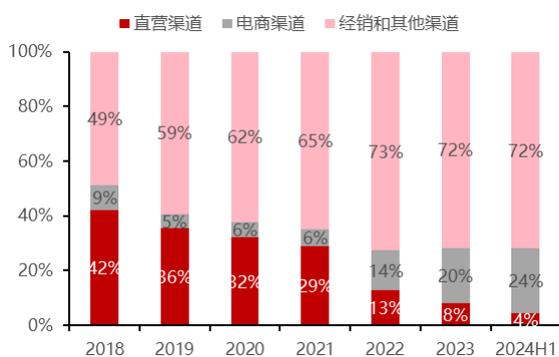
目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 1 零食：成本红利兑现，行业景气仍在 | 3 |
| 2 乳制品：24Q3 需求小幅回暖，业绩有所改善 | 6 |
| 3 调味品：边际改善，强者恒强 | 8 |
| 4 食品加工：稳住份额，盈利承压..... | 15 |
| 5 投资建议 | 20 |
| 6 风险提示 | 21 |
| 插图目录 | 22 |
| 表格目录 | 22 |

1 零食：成本红利兑现，行业景气仍在

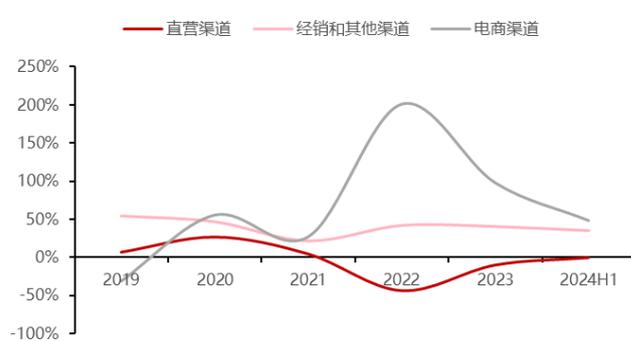
全渠道多品类布局抗风险能力更强，收入增长持续性高。持续受益新渠渗透及新品扩容，24Q3 盐津铺子/劲仔食品营收同比+26.20%/12.94%，收入延续双位数高增。受自身基数偏高以及内部组织渠道调整的二季度增速放缓的洽洽食品和甘源食品 24Q3 环比均改善明显，营收分别实现同比 3.72%/15.58%的增长；三只松鼠“高端性价比”战略成效持续显现，抓住抖音短视频红利，持续打造热销商品，24Q3 营收实现同比+24.03%的高增。

图1：2018-2024H1 盐津铺子渠道结构



资料来源：盐津铺子公司公告，民生证券研究院

图2：2019-2024H1 盐津铺子分渠道收入增速



资料来源：盐津铺子公司公告，民生证券研究院

表1：部分零食企业分季度营收情况（亿元）

| 证券名称 | 营业收入 | | | | | 同比变动 | | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|---------|--------|---------|---------|
| | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 |
| 甘源食品 | 4.87 | 5.34 | 5.86 | 4.56 | 5.63 | 37.27% | 10.85% | 49.75% | 4.90% | 15.58% |
| 盐津铺子 | 4.87 | 5.34 | 5.86 | 4.56 | 5.63 | 46.17% | 20.22% | 37.00% | 23.44% | 26.20% |
| 劲仔食品 | 11.11 | 11.11 | 12.23 | 12.36 | 14.02 | 45.92% | 26.51% | 23.58% | 20.90% | 12.94% |
| 洽洽食品 | 5.69 | 5.72 | 5.40 | 5.90 | 6.42 | 5.12% | -6.90% | 36.39% | -20.25% | 3.72% |
| 良品铺子 | 17.93 | 23.27 | 18.22 | 10.77 | 18.59 | -4.53% | -16.02% | 2.79% | -10.43% | -20.81% |
| 三只松鼠 | 20.13 | 20.46 | 24.51 | 14.35 | 15.94 | 38.56% | 29.18% | 91.83% | 43.93% | 24.03% |

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表2：部分零食企业分季度归母净利润情况（亿元）

| 证券名称 | 归母净利润 | | | | | 同比变动 | | | | |
|------|-------|-------|------|-------|-------|---------|----------|---------|----------|----------|
| | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 |
| 甘源食品 | 0.95 | 1.15 | 0.91 | 0.75 | 1.11 | 95.31% | 67.08% | 65.50% | 16.79% | 17.10% |
| 盐津铺子 | 1.50 | 1.10 | 1.60 | 1.60 | 1.74 | 67.28% | 32.62% | 43.11% | 19.11% | 15.62% |
| 劲仔食品 | 0.50 | 0.76 | 0.74 | 0.70 | 0.71 | 48.56% | 122.76% | 87.73% | 58.74% | 42.58% |
| 洽洽食品 | 2.38 | 2.97 | 2.40 | 0.96 | 2.89 | -13.53% | -15.01% | 35.15% | 7.58% | 21.40% |
| 良品铺子 | 0.02 | -0.11 | 0.62 | -0.39 | -0.05 | -97.88% | -122.91% | -57.98% | -195.02% | -325.20% |
| 三只松鼠 | 0.16 | 0.50 | 3.08 | -0.19 | 0.52 | 40.86% | 41.07% | 60.80% | -51.21% | 221.89% |

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表3：部分零食企业分季度扣非归母净利润情况（亿元）

| 证券名称 | 扣非归母净利润 | | | | | 同比变动 | | | | |
|------|---------|-------|------|-------|-------|----------|----------|---------|----------|---------|
| | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 |
| 甘源食品 | 0.85 | 1.04 | 0.84 | 0.61 | 1.03 | 93.63% | 45.39% | 69.25% | 13.46% | 22.26% |
| 盐津铺子 | 1.45 | 1.00 | 1.38 | 1.35 | 1.51 | 82.89% | 21.23% | 40.09% | 1.58% | 4.80% |
| 劲仔食品 | 0.38 | 0.77 | 0.58 | 0.64 | 0.67 | 26.30% | 153.92% | 77.45% | 64.28% | 77.83% |
| 洽洽食品 | 2.25 | 2.86 | 2.21 | 0.61 | 2.75 | -10.68% | -11.51% | 55.80% | 7.14% | 22.24% |
| 良品铺子 | -0.02 | -0.57 | 0.55 | -0.47 | -0.11 | -102.31% | -514.99% | -48.69% | -382.92% | 410.34% |
| 三只松鼠 | 0.12 | 0.16 | 2.63 | -0.35 | 0.38 | 175.39% | 34.95% | 92.84% | 45.02% | 210.13% |

资料来源：iFinD，民生证券研究院

24Q3 原材料价格成本红利持续兑现，毛利率有所提高。成本端来看，24Q3 鹌鹑蛋价格同比有所回落，棕榈油、葵花籽、花生米、大豆价格存在波动，洽洽食品/劲仔食品/三只松鼠/良品铺子 24Q3 毛利率同比分别提升 6.31/3.26/0.11/0.22pcts 至 33.11%/30.06%/24.46%/27.95%，成本压力逐步缓和；甘源食品、盐津食品由于产品结构变化导致毛利率略有下降。

图3：原材料成本价格走势（元/吨）

| 24度精炼棕榈油：进口均价 | 葵花籽：现货价 | 花生米：现货价 | 大豆：生产资料价格 | 鹌鹑蛋 | 纸箱 | 同比增速 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---------------|---------|---------|-----------|------|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | | | | | 2022-01 | 2022-02 | 2022-03 | 2022-04 | 2022-05 | 2022-06 | 2022-07 | 2022-08 | 2022-09 | 2022-10 | 2022-11 | 2022-12 | 2023-01 | 2023-02 | 2023-03 | 2023-04 | 2023-05 | 2023-06 | 2023-07 | 2023-08 | 2023-09 | 2023-10 | 2023-11 | 2023-12 | 2024-01 | 2024-02 | 2024-03 | 2024-04 |
| 54% | 38% | -19% | 5% | 3% | 17% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 61% | 38% | -24% | 3% | 14% | 10% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 83% | 44% | -23% | 2% | 17% | 8% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 91% | 28% | -14% | 7% | 10% | 10% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 83% | 24% | -5% | 11% | 25% | 1% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 63% | 26% | 5% | 16% | 55% | 1% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 58% | 19% | 9% | 12% | 63% | 1% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 34% | 12% | 10% | 13% | 65% | 1% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 24% | 11% | 13% | 11% | 60% | 0% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 18% | 10% | 19% | 7% | 39% | -6% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2% | 6% | 19% | 4% | 24% | -8% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| -16% | 3% | 23% | 2% | 11% | -6% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| -12% | -3% | 31% | -2% | -2% | -4% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| -15% | -4% | 38% | -3% | 2% | -3% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| -31% | -7% | 45% | -5% | -1% | -5% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| -37% | -18% | 35% | -10% | 3% | -6% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| -32% | -25% | 34% | -16% | -7% | -7% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| -33% | -29% | 31% | -18% | -26% | -7% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| -40% | -23% | 29% | -11% | -30% | -9% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| -36% | -16% | 25% | -11% | -28% | -10% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| -23% | -16% | 8% | -11% | -23% | -9% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| -18% | -15% | -3% | -15% | -22% | -7% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| -15% | -13% | -12% | -15% | -24% | -7% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| -10% | -11% | -11% | -14% | -15% | -6% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| -12% | -12% | -8% | -15% | -3% | -5% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| -10% | -15% | -11% | -17% | -16% | -5% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| -9% | -20% | -15% | -14% | -28% | -3% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| -8% | -17% | -12% | -11% | -21% | -3% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| -5% | -15% | -18% | -7% | -14% | -3% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| -1% | -12% | -23% | -9% | 86% | -2% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 5% | 2% | -1% | -13% | 186% | 0% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 5% | -2% | 2% | -3% | 286% | 0% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 1% | 7% | -8% | -1% | 2% | 0% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 0% | 2% | -2% | -6% | -7% | 0% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：数据截至 2024 年 10 月）

24Q3 费投略有增加，环比二季度有所改善，精细化管理渐显。休闲食品在销售淡季，加大促销力度和品牌广宣投入，24Q3 销售费用略有提升，甘源食品、盐津铺子、劲仔食品、洽洽食品、良品铺子 24Q3 销售费用率同比+1.50/0.29/0.30/-0.55/2.26pcts，最终，录得净利率表现不一，劲仔食品受规模效应和毛利率提高明显，扣非净利率同比+3.79pcts，三只松鼠受全链路全要素成本优化影响，24Q2 扣非净利率同比+1.09pcts。总之，在行业竞争加剧需求疲软的背景下，成本下行带来的利润空间更多会进一步让利消费者，报表端盈利弹性会有所受限。

表4：部分零食企业 2024Q3 毛利率/管理费用率/销售费用率/净利率/扣非净利率情况

| 证券名称 | 毛利率 | yoy (pcts) | 管理费用率 | yoy (pcts) | 销售费用率 | yoy (pcts) | 净利率 | yoy (pcts) | 扣非净利率 | yoy (pcts) |
|------|--------|------------|-------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|
| 甘源食品 | 36.80% | -0.74 | 3.74% | 0.29 | 11.41% | 1.50 | 19.66% | 0.25 | 18.37% | 1.00 |
| 盐津铺子 | 30.62% | -2.32 | 3.11% | -0.34 | 12.13% | 0.29 | 12.39% | -1.13 | 10.81% | -2.21 |
| 劲仔食品 | 30.06% | 3.26 | 3.40% | -0.37 | 12.24% | 0.30 | 11.11% | 2.31 | 10.40% | 3.79 |
| 洽洽食品 | 33.11% | 6.31 | 3.94% | -0.37 | 7.86% | -0.55 | 15.57% | 2.27 | 14.78% | 2.24 |
| 良品铺子 | 27.95% | 0.22 | 4.03% | -1.86 | 22.96% | 2.26 | -0.28% | -0.38 | -0.67% | -0.56 |
| 三只松鼠 | 24.46% | 0.11 | 2.52% | -0.45 | 19.08% | -0.21 | 2.46% | 1.51 | 1.82% | 1.09 |

资料来源：iFinD，民生证券研究院

2 乳制品：24Q3 需求小幅回暖，业绩有所改善

24 Q3 乳制品需求环比改善，龙头收入降幅收窄。2024 年上半年以来，受宏观经济和消费力影响，乳制品行业整体需求延续较低景气度。双寡头伊利、蒙牛主动推动渠道调整，上半年收入均承压。24 Q1-Q3 伊利股份收入同比-8.6%，24Q3 伊利股份收入同比-6.7%，降幅环比收窄。区域乳企，天润乳业、妙可蓝多表现相对较好，24Q3 收入同比+2.7%/+65.6%。

图4：2024 Q1-Q3 及单季度部分乳企收入表现（亿元）

| 公司 | 24Q1 | 同比变化% | 24Q2 | 同比变化% | 24Q3 | 同比变化% | 24Q1-Q3 | 同比变化% |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|
| 伊利股份 | 325.8 | -2.6 | 273.4 | -16.5 | 291.2 | -6.7 | 890.4 | -8.6 |
| 新乳业 | 26.1 | 3.7 | 27.5 | -0.9 | 27.9 | -3.8 | 81.5 | -0.5 |
| 天润乳业 | 6.4 | 1.5 | 8.0 | 5.9 | 7.1 | 2.7 | 21.6 | 3.5 |
| 妙可蓝多 | 9.5 | -7.1 | 9.7 | -6.7 | 16.7 | 65.6 | 35.9 | 16.9 |
| 燕塘乳业 | 3.8 | -11.6 | 4.7 | -11.4 | 4.5 | -13.1 | 13.0 | -12.0 |

资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：2024Q1-Q3 及单季度部分乳企归母净利润表现（亿元）

| 公司 | 24Q1 | 同比变化% | 24Q2 | 同比变化% | 24Q3 | 同比变化% | 24Q1-Q3 | 同比变化% |
|------|------|-------|------|--------|------|-------|---------|-------|
| 伊利股份 | 59.2 | 63.8 | 16.1 | -40.2 | 33.4 | 8.5 | 108.7 | 15.9 |
| 新乳业 | 0.9 | 46.9 | 2.1 | 17.7 | 1.8 | 22.9 | 4.7 | 24.4 |
| 天润乳业 | 0.0 | -91.7 | -0.3 | -145.8 | 0.5 | 200.5 | 0.2 | -84.4 |
| 妙可蓝多 | 0.4 | 70.6 | 0.4 | 712.9 | 0.1 | 55.6 | 0.9 | 151.0 |
| 燕塘乳业 | 0.2 | -42.9 | 0.4 | -42.7 | 0.2 | -44.3 | 0.8 | -43.2 |

资料来源：Wind，民生证券研究院

竞争加剧促销费用增加，24H1 销售费用率普遍提升。24Q3 中秋国庆双节拉动乳品消费小幅回暖，奶价下行持续释放成本红利。受益于奶价下行，2024Q3 伊利股份毛利率同比+2.5pcts，销售费用率同比+1.1pcts，毛销差同比+1.4pcts，24Q3 伊利股份扣非后净利率同比+2.4pcts，区域乳企中，低温产品为主的企业去库存压力较小，销售费用率提升幅度较低，叠加奶价下行带来成本端改善，盈利表现相对较好。24Q3 新乳业毛销差同比+1.1pcts，扣非后净利率同比+1.4pcts。

图6：2024 Q1-Q3 及单季度部分乳企费用率表现（%）

| 公司 | 24Q1-Q3销售费用率 | 同比变动pcts | 24Q3销售费用率 | 同比变动pcts | 24Q1-Q3管理费用率 | 同比变动pcts | 24Q3管理费用率 | 同比变动pcts |
|------|--------------|----------|-----------|----------|--------------|----------|-----------|----------|
| 伊利股份 | 19.3 | 1.6 | 19.0 | 1.1 | 3.8 | -0.2 | 3.5 | -0.4 |
| 新乳业 | 15.8 | 0.8 | 15.3 | 1.3 | 4.3 | 0.0 | 4.0 | -0.2 |
| 天润乳业 | 6.1 | 0.6 | 6.4 | 0.7 | 3.6 | 0.4 | 3.9 | 0.2 |
| 妙可蓝多 | 19.2 | -4.7 | 15.1 | -5.0 | 5.4 | -0.3 | 5.1 | -0.4 |
| 燕塘乳业 | 11.6 | 1.6 | 12.0 | 1.5 | 5.1 | 0.6 | 5.4 | 0.8 |

资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：2024 Q1-Q3 及单季度部分乳企毛销差水平表现 (%)

| 公司 | 24Q1-Q3毛利率 | 同比变动pcts | 24Q3毛利率 | 同比变动pcts | 24Q1-Q3毛销差 | 同比变动pcts | 24Q3毛销差 | 同比变动pcts |
|------|------------|----------|---------|----------|------------|----------|---------|----------|
| 伊利股份 | 35.0 | 1.9 | 35.0 | 2.5 | 15.8 | 0.3 | 16.1 | 1.4 |
| 新乳业 | 29.1 | 1.7 | 28.8 | 2.4 | 13.3 | 0.9 | 13.6 | 1.1 |
| 天润乳业 | 18.1 | -1.4 | 19.9 | 2.2 | 12.0 | -2.1 | 13.5 | 1.5 |
| 燕塘乳业 | 28.9 | -1.7 | 22.5 | -3.2 | 9.8 | -7.6 | 7.3 | -9.7 |
| 妙可蓝多 | 25.8 | -1.6 | 25.4 | -2.2 | 14.1 | 7.4 | 13.3 | 7.8 |

资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：2024 Q1-Q3 及单季度部分乳企盈利水平表现 (%)

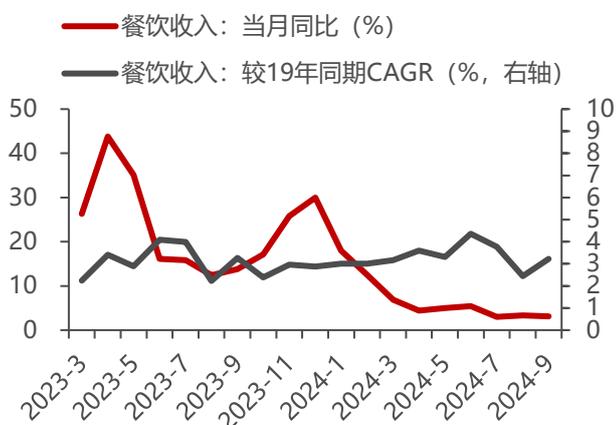
| 公司 | 24Q1-Q3归母净利率 | 同比变动pcts | 24Q3归母净利率 | 同比变动pcts | 24Q1-Q3扣非后归母净利率 | 同比变动pcts | 24Q3扣非后归母净利率 | 同比变动pcts |
|------|--------------|----------|-----------|----------|-----------------|----------|--------------|----------|
| 伊利股份 | 12.2 | 2.6 | 11.5 | 1.6 | 9.6 | 0.9 | 10.9 | 2.4 |
| 新乳业 | 5.8 | 1.2 | 6.4 | 1.4 | 6.2 | 1.4 | 6.9 | 1.4 |
| 妙可蓝多 | 1.0 | -5.8 | 7.0 | 4.6 | 3.4 | -3.5 | 7.1 | 3.2 |
| 天润乳业 | 2.4 | 1.3 | 0.5 | 0.0 | 1.7 | 1.8 | 0.3 | 0.8 |
| 燕塘乳业 | 6.2 | -3.4 | 5.5 | -3.1 | 6.1 | -3.5 | 5.8 | -2.6 |

资料来源：Wind，民生证券研究院

3 调味品：边际改善，强者恒强

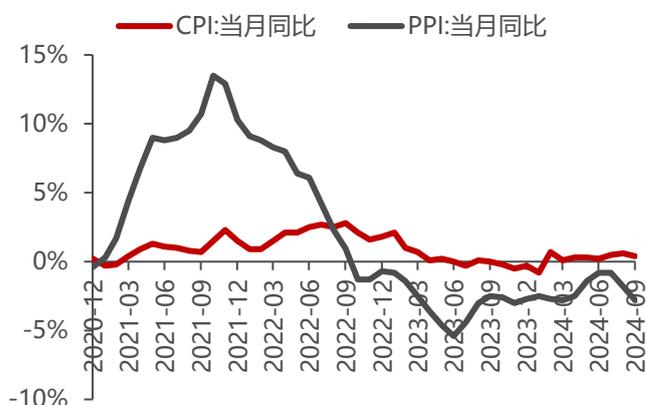
板块整体：收入增速环比改善，毛利率提升、费投延续，盈利能力边际略有修复。Q3 餐饮需求相对疲软，9月社零餐饮较19年CAGR环比小幅提升0.8pcts。24Q2/24Q3 SW 调味品板块收入同比+2.9%/+5.4%，收入增速环比改善主因：1) 基调 Q2 淡季叠加行业去库，Q3 迎来部分补库；2) 复调 Q3 进入备货旺季。24Q3 受益成本下降、收入规模改善，毛利率同比+3.1pcts，费用端延续投放下24Q3 销售费用率同比基本持平，24Q3 板块扣非净利率同比+1.3pcts。

图9：社零餐饮同比增速及较19年同期CAGR



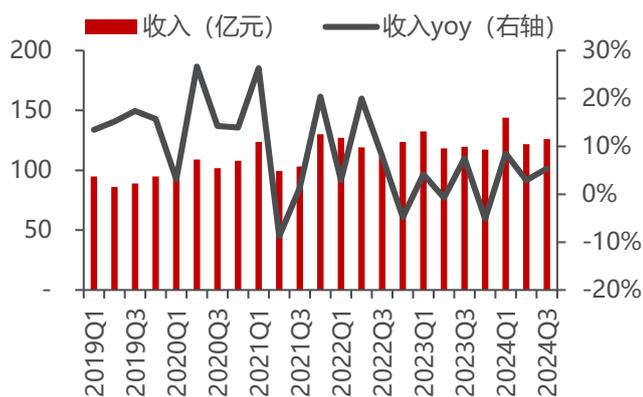
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图10：CPI及PPI同比情况



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图11：调味品板块单季度收入及增速



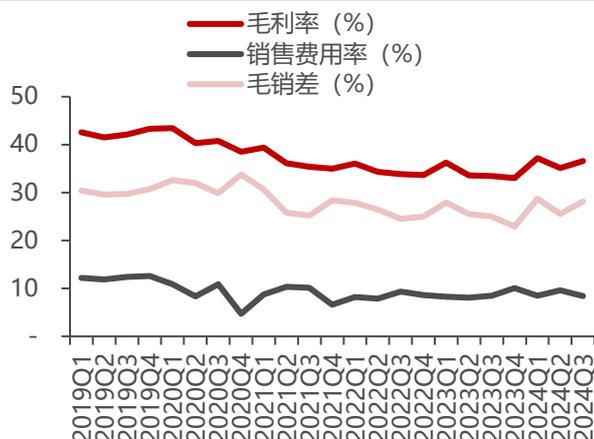
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为SW调味品，部分标的可能存在出入）

图12：调味品板块单季度扣非净利润及增速



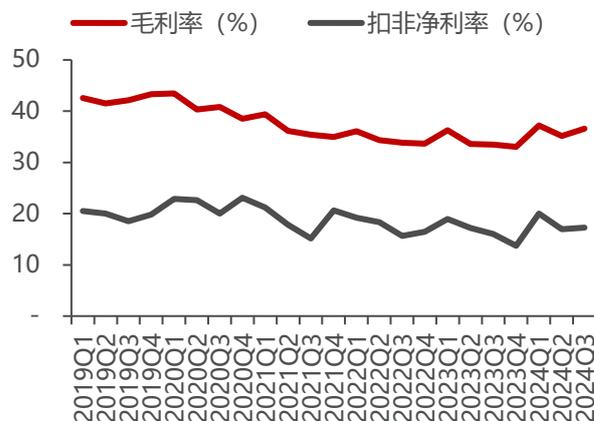
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为SW调味品，部分标的可能存在出入）

图13：调味品板块单季度毛利率、销售费用率、毛销差



资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 调味品，部分标的可能存在出入）

图14：调味品板块单季度毛利率、扣非净利率



资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 调味品，部分标的可能存在出入）

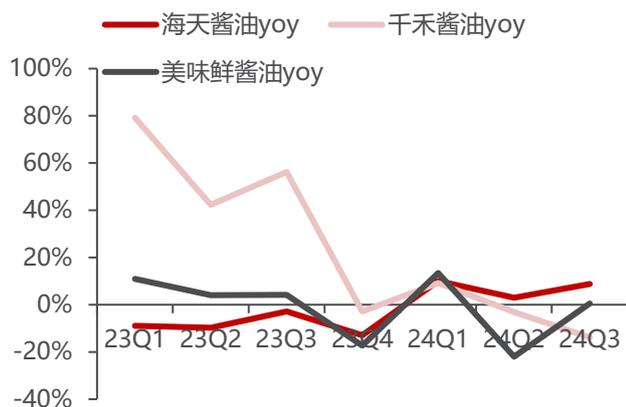
收入端：表现分化，加速集中。(1) 基调：短期看基础调味品仍面临餐饮需求疲软&下游客户降本、C 端头部存量竞争等压力，但行业需求整体保持稳定。分品类看，**1) 酱油：**24Q3 海天酱油/美味鲜酱油/千禾酱油收入增速分别为 +8.7%/+0.5%/-13.82%，海天 Q3 延续改善，Q3 经销商净增数自 Q2 转正以来维持正增，渠道理顺效果持续显现；23 年海天先于行业着手渠道改革，24 年以来库存水平控制合理，渠道持续精细，存量竞争背景下我们预计海天市场份额稳中有升；Q3 中炬/千禾主动控货，中炬 9 月对部分产品提价后以费用形式投入市场，千禾以提升经营质量为主线对产品进行战略升级，同时优化经销商队伍聚焦单点提升，仍需关注后续调整效果。**2) 非酱油：**24Q3 恒顺醋/千禾醋收入增速分别为 -0.3%/-15.7%，行业整体竞争加剧背景下恒顺醋 Q3 增速转负，收入增长主要系低基数下酱系列增长带动；安琪 Q3 收入环比提速，系国内需求复苏、海外延续高增；涪陵榨菜加大费投下 Q3 环比改善。

(2) 复调：三季度进入火锅类产品备货旺季，以 C 端线下渠道为基本盘的天味食品主动调整产品结构、铺货节奏，Q3 经营环比改善，其中火锅底料增速回正，中式调料高增预计主因小 B 贡献、密集推新；冬调预计主因积极铺市、产品升级。对于定制餐调，目前下游客户经营边际上暂未明显好转，但部分客户 Q3 更重提升自身经营质量，倾向合作长期稳定供应商，故 Q3 部分复调企业表现预计好于下游，日辰 Q3 收入增速放缓，其中餐饮业务同比+20.8%，主要系与大客户合作进一步深化，订单增加带动；宝立食品 24Q3 复合调味料营收同比+0.8%，受餐饮景气回落、大客户推新动作放缓等影响，较 Q2 边际降速。

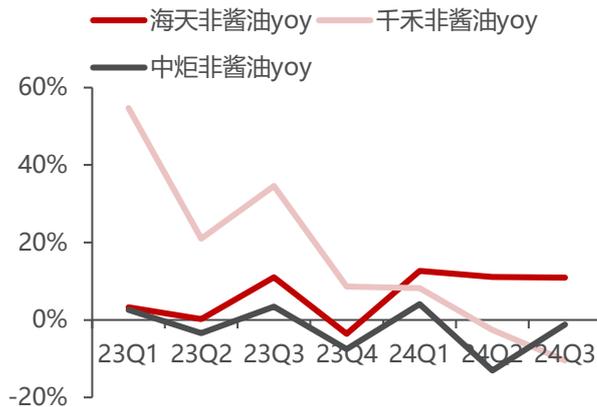
表5：调味品企业收入（亿元）及增速（%）

| 证券名称 | 三季报表现 | | 单季度收入增速 | | | | |
|------|-------------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2024Q1-3 收入 | 2024Q1-3 增速 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
| 海天味业 | 203.99 | 9.38% | 2.20% | -9.30% | 10.21% | 7.98% | 9.83% |
| 安琪酵母 | 109.12 | 13.05% | 1.62% | 1.76% | 2.53% | 11.31% | 27.17% |
| 中炬高新 | 39.46 | -0.17% | -0.38% | -14.37% | 8.64% | -11.96% | 2.23% |
| 千禾味业 | 22.88 | -1.85% | 48.45% | -0.82% | 9.28% | -2.53% | -12.63% |
| 涪陵榨菜 | 19.62 | 0.56% | -1.50% | -0.84% | -1.53% | -3.37% | 6.81% |
| 天味食品 | 23.64 | 5.84% | 16.39% | 16.95% | 11.34% | -6.80% | 10.93% |
| 恒顺醋业 | 15.31 | -6.51% | 0.03% | 2.44% | -24.89% | 3.36% | 5.64% |
| 宝立食品 | 19.30 | 9.72% | 11.80% | 8.61% | 15.72% | 10.29% | 4.06% |
| 仲景食品 | 8.39 | 14.21% | 15.44% | 14.37% | 22.78% | 11.51% | 9.57% |
| 日辰股份 | 2.97 | 11.78% | 16.86% | 24.11% | 14.73% | 15.58% | 6.45% |
| 安记食品 | 4.54 | -7.28% | 15.31% | -7.45% | -3.48% | -5.68% | -11.45% |

资料来源：iFinD，民生证券研究院

图15：海天/中炬/千禾酱油类产品收入增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图16：海天/中炬/千禾非酱油类产品收入增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

毛利率：(1) 基调：24Q3 普遍受益成本红利，毛利端改善明显。成本端来看，调味品主要原料、包材等成本 Q3 均有不同程度回落，其中从成本结构中占比较高的大豆、白糖、包材等原料价格自 5 月起同比持续回落。基础调味品中，受益于原料成本下行，24Q3 海天味业/中炬高新/涪陵榨菜/千禾味业毛利率同比+2.1/+5.0/+10.5/+0.7pcts；恒顺醋业毛利率同比+9.5pcts 除受益成本改善，主因去年同期低价处理长尾产品盈利低基数；安琪酵母毛利率同比-3.6pct，主因海运费上涨。

(2) 复调：成本及产品定价影响下表现分化。24Q3 天味食品毛利率同比+0.8pcts，毛销差同比+8.6pcts，实际毛利端优化更多，主因成本下降、中式调料及冬调占比提升；日辰股份毛利率同比+0.6pcts，环比+1.0pcts，主因成本改

善、产品结构影响；宝立食品毛利率同比-1.1pcts，环比-0.8pcts，主因 C 端占比下降、B 端客户压力传导。

图17：调味品主要原材料价格下行

| | 黄豆 | 脱脂大豆 (豆粕) | 白糖 | 玻璃瓶 | PET (塑料瓶) | 纸箱 |
|-------------|---------|-----------|---------|---------|-----------|---------|
| 同比增速 | | | | | | |
| 2022-01 | 4.80% | -5.49% | 6.22% | 17.28% | 39.08% | 8.23% |
| 2022-02 | 2.96% | 11.98% | 5.26% | 6.41% | 27.47% | 3.50% |
| 2022-03 | 2.10% | 43.27% | 5.43% | -3.21% | 13.52% | -0.05% |
| 2022-04 | 7.03% | 30.29% | 6.02% | -9.63% | 19.08% | 4.42% |
| 2022-05 | 11.38% | 18.18% | 4.27% | -31.37% | 27.96% | -2.27% |
| 2022-06 | 15.93% | 20.98% | 5.80% | -36.61% | 39.13% | -4.18% |
| 2022-07 | 12.34% | 14.36% | 3.77% | -48.44% | 25.06% | -5.31% |
| 2022-08 | 12.62% | 17.74% | 2.52% | -43.73% | 23.10% | -10.03% |
| 2022-09 | 11.13% | 29.23% | 1.76% | -39.97% | 23.24% | -10.57% |
| 2022-10 | 7.24% | 45.80% | 1.47% | -32.35% | 0.58% | -18.01% |
| 2022-11 | 3.68% | 57.78% | -0.93% | -19.54% | -7.18% | -19.12% |
| 2022-12 | 1.59% | 37.11% | -0.19% | -13.97% | -5.38% | -16.16% |
| 2023-01 | -1.61% | 27.69% | 0.61% | -18.30% | -10.05% | -16.54% |
| 2023-02 | -2.79% | 6.65% | 3.03% | -24.33% | -7.04% | -17.46% |
| 2023-03 | -4.56% | -17.19% | 5.31% | -20.29% | -10.88% | -23.76% |
| 2023-04 | -9.83% | -6.50% | 11.45% | -13.31% | -6.97% | -23.61% |
| 2023-05 | -15.96% | -0.65% | 18.13% | -9.75% | -14.77% | -22.43% |
| 2023-06 | -17.96% | -8.33% | 20.52% | -9.76% | -22.74% | -22.26% |
| 2023-07 | -11.25% | 4.35% | 22.16% | 9.56% | -19.64% | -21.90% |
| 2023-08 | -11.02% | 9.72% | 24.13% | 9.64% | -18.34% | -21.03% |
| 2023-09 | -11.14% | -3.21% | 30.14% | 15.79% | -15.46% | -17.81% |
| 2023-10 | -15.41% | -19.54% | 28.52% | 11.96% | -9.85% | -14.14% |
| 2023-11 | -14.66% | -22.95% | 26.45% | 23.20% | -2.21% | -16.05% |
| 2023-12 | -13.89% | -17.71% | 20.03% | 22.81% | -1.86% | -12.62% |
| 2024-01 | -15.33% | -22.33% | 16.28% | 5.88% | -0.43% | -10.79% |
| 2024-02 | -17.16% | -25.84% | 14.83% | 13.94% | -3.82% | -10.12% |
| 2024-03 | -14.31% | -15.14% | 10.14% | -1.24% | -3.48% | -1.87% |
| 2024-04 | -10.79% | -19.40% | 3.42% | -13.20% | -6.56% | -5.95% |
| 2024-05 | -6.99% | -17.67% | -3.66% | 0.91% | -4.29% | -9.85% |
| 2024-06 | -9.21% | -14.15% | -7.16% | 4.51% | -1.37% | -7.06% |
| 2024-07 | -13.16% | -27.24% | -7.95% | -12.30% | -0.83% | -6.78% |
| 2024-08 | -16.00% | -37.79% | -10.06% | -22.40% | -4.87% | -5.19% |
| 2024-09 | -15.68% | -34.84% | -14.65% | -36.35% | -11.99% | -7.28% |
| 2024-10 | -16.05% | -29.72% | -11.90% | -22.77% | -10.46% | -9.97% |

资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：数据截至 2024 年 11 月 5 日）

表6：调味品企业毛利率情况

| 证券名称 | 毛利率 | | | | | 同比变动 (pcts) | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
| 海天味业 | 34.54% | 32.34% | 37.31% | 36.33% | 36.61% | -0.75 | -1.71 | 0.38 | 1.60 | 2.07 |
| 安琪酵母 | 24.97% | 23.02% | 24.66% | 23.92% | 21.35% | 3.03 | -0.91 | -0.74 | 0.28 | -3.62 |
| 中炬高新 | 33.86% | 33.14% | 36.98% | 36.17% | 38.82% | 2.71 | 1.49 | 5.57 | 3.64 | 4.95 |
| 千禾味业 | 36.87% | 35.40% | 35.96% | 35.16% | 37.54% | 3.33 | -4.36 | -3.07 | -2.28 | 0.67 |
| 涪陵榨菜 | 45.69% | 50.65% | 52.11% | 49.18% | 56.17% | -7.71 | 3.35 | -4.17 | 0.38 | 10.48 |
| 天味食品 | 38.06% | 40.30% | 44.05% | 33.33% | 38.83% | 5.40 | 6.32 | 3.44 | 2.19 | 0.76 |
| 恒顺醋业 | 26.14% | 33.63% | 41.38% | 32.46% | 35.61% | -7.77 | 1.62 | 6.29 | -4.00 | 9.47 |
| 宝立食品 | 32.34% | 30.95% | 32.04% | 32.10% | 31.28% | -2.22 | -4.40 | -3.05 | -2.38 | -1.06 |
| 仲景食品 | 43.16% | 41.63% | 44.50% | 42.99% | 40.94% | 5.64 | 6.98 | 4.41 | 1.88 | -2.22 |

| | | | | | | | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 日辰股份 | 38.42% | 37.62% | 38.28% | 38.05% | 39.04% | -2.27 | -0.46 | -0.43 | -2.49 | 0.61 |
| 安记食品 | 13.91% | 20.60% | 15.80% | 13.38% | 13.79% | -1.28 | 4.83 | -2.01 | -2.48 | -0.13 |

资料来源: iFinD, 民生证券研究院

费用端: 加大费投, 龙头费效比提升。(1) 基调方面, 海天味业 Q3 存量竞争下费投仍保持相对稳定, 分母端稳健增长下预计费效比有所提升; 中炬高新上半年渠道改革费用投入力度较大, Q3 主动控费下销售费用率同比-1.9pcts; 千禾味业/恒顺醋业/涪陵榨菜加大渠道费用投入, 销售费用率同比均有不同程度提升, 其中恒顺醋业去年基数偏低仍有一定影响。(2) 复调方面, 24Q2 天味食品/宝立食品/日辰股份销售费用率同比分别-7.8/+0.9/+1.1pcts, 其中天味食品 Q3 调整销售政策, 渠道费用改为货折冲减收入; 日辰股份 Q3 管理费用率同比-8.0pcts, 主因加速计提股份支付费用同时冲回定制费用。

表7: 调味品企业销售、管理费用率情况

| 证券名称 | 销售费用率 | | | | | 同比变动 (pcts) | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
| 海天味业 | 5.59% | 4.90% | 5.50% | 6.60% | 5.58% | -0.28 | -0.68 | 0.27 | 1.03 | -0.01 |
| 安琪酵母 | 5.69% | 4.98% | 4.84% | 5.49% | 5.59% | -0.25 | 0.12 | -0.37 | 0.56 | -0.10 |
| 中炬高新 | 8.12% | 10.66% | 7.73% | 14.83% | 6.26% | -1.01 | 0.73 | -0.85 | 6.43 | -1.86 |
| 千禾味业 | 11.95% | 11.93% | 11.82% | 15.96% | 14.93% | -2.17 | -0.53 | 0.12 | 2.48 | 2.98 |
| 涪陵榨菜 | 11.73% | 13.21% | 12.21% | 12.09% | 17.24% | -11.08 | 9.05 | -5.63 | 2.74 | 5.50 |
| 天味食品 | 15.59% | 18.47% | 17.02% | 10.70% | 7.81% | 2.95 | 4.03 | 2.18 | -0.72 | -7.78 |
| 恒顺醋业 | 12.77% | 35.77% | 17.02% | 16.32% | 18.81% | -4.51 | 14.63 | 4.61 | 0.07 | 6.04 |
| 宝立食品 | 12.21% | 15.69% | 14.85% | 15.06% | 13.14% | -2.01 | -0.09 | -1.24 | 0.25 | 0.93 |
| 仲景食品 | 15.65% | 17.07% | 16.78% | 15.28% | 14.90% | 3.34 | 2.63 | 4.77 | 0.55 | -0.75 |
| 日辰股份 | 5.97% | 9.93% | 8.11% | 6.96% | 7.10% | -0.79 | 0.09 | 0.49 | -1.21 | 1.13 |
| 安记食品 | 3.31% | 7.27% | 4.38% | 5.06% | 4.79% | -1.50 | 1.04 | -0.30 | 0.82 | 1.48 |

| 证券名称 | 管理费用率 | | | | | 同比变动 (pcts) | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
| 海天味业 | 2.38% | 2.69% | 1.61% | 2.13% | 2.42% | 0.13 | 0.91 | 0.00 | 0.15 | 0.03 |
| 安琪酵母 | 3.93% | 3.00% | 3.69% | 3.13% | 3.07% | 0.07 | 0.89 | 0.43 | -0.33 | -0.86 |
| 中炬高新 | 5.90% | 11.16% | 6.36% | 7.75% | 7.01% | -2.30 | 5.83 | -0.04 | 1.48 | 1.10 |
| 千禾味业 | 4.52% | 3.31% | 2.66% | 3.37% | 3.86% | 1.75 | 0.43 | -0.91 | -0.80 | -0.65 |
| 涪陵榨菜 | 3.26% | 4.85% | 2.57% | 3.95% | 3.13% | 0.41 | 0.00 | -0.60 | 0.56 | -0.14 |
| 天味食品 | 5.92% | 5.55% | 5.07% | 6.85% | 5.19% | -0.33 | -1.06 | -0.83 | -1.39 | -0.73 |
| 恒顺醋业 | 5.04% | 6.13% | 6.15% | 4.50% | 5.00% | -0.50 | -0.68 | 1.68 | 0.16 | -0.04 |
| 宝立食品 | 2.43% | 2.45% | 2.37% | 2.49% | 2.36% | -0.30 | -1.20 | -0.14 | -1.38 | -0.07 |
| 仲景食品 | 4.39% | 6.36% | 4.37% | 4.48% | 4.20% | -0.19 | 0.94 | -0.33 | -0.15 | -0.19 |
| 日辰股份 | 8.23% | 6.54% | 9.92% | 7.84% | 0.28% | -1.70 | -3.54 | -1.68 | -1.52 | -7.95 |
| 安记食品 | 2.88% | 3.78% | 3.24% | 3.09% | 3.55% | -0.39 | -0.06 | 0.05 | -0.12 | 0.66 |

资料来源: iFinD, 民生证券研究院

利润端：表现分化，龙头稳健。 (1) 基调：24Q3 成本端红利延续释放，为稳住市场份额买赠促销费投等仍在加大，综合影响下 Q3 海天味业利润端保持平稳，中炬高新/涪陵榨菜扣非净利率同比+3.2/+4.4pcts，其中中炬高新 Q3 成本下降、调整费投节奏，涪陵榨菜确认低价青菜头原料，其他基调企业盈利承压。(2) 复调：24Q3 天味食品/日辰股份扣非净利率同比+7.2/+6.6pcts，除受益成本改善，天味食品主因销售政策，日辰股份主因 Q3 管理费用集中调整。宝立食品在 C 端占比下降、B 端客户压力传导下，扣非净利率同比-2.0pcts。

表8：调味品企业归母净利润率、扣非净利率情况

| 证券名称 | 归母净利润率 | | | | | 同比变动 (pcts) | | | | |
|------|--------|---------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
| 海天味业 | 21.68% | 21.97% | 24.94% | 23.74% | 21.81% | -1.22 | -1.53 | 0.37 | 0.67 | 0.13 |
| 安琪酵母 | 8.27% | 9.13% | 9.16% | 10.08% | 7.01% | 0.34 | -1.86 | -1.22 | 0.54 | -1.26 |
| 中炬高新 | 13.12% | 扭亏 | 16.10% | 9.77% | 17.05% | 5.02 | 扭亏 | 5.15 | 扭亏 | 3.94 |
| 千禾味业 | 16.30% | 16.37% | 17.32% | 13.77% | 14.45% | 3.59 | -1.37 | -0.42 | -1.87 | -1.86 |
| 涪陵榨菜 | 30.72% | 33.57% | 36.29% | 31.68% | 33.91% | 1.84 | -6.69 | 1.91 | -4.58 | 3.18 |
| 天味食品 | 13.93% | 14.90% | 20.63% | 11.53% | 20.70% | 2.68 | 2.44 | 3.89 | -0.53 | 6.77 |
| 恒顺醋业 | 2.95% | -10.95% | 11.99% | 7.07% | 5.02% | -2.38 | -7.36 | 0.10 | -2.55 | 2.07 |
| 宝立食品 | 11.90% | 9.85% | 9.74% | 7.35% | 9.90% | 1.14 | -1.18 | -4.41 | -7.87 | -2.00 |
| 仲景食品 | 18.35% | 12.45% | 18.56% | 18.71% | 16.25% | 1.87 | 2.03 | 1.05 | -2.61 | -2.10 |
| 日辰股份 | 17.24% | 15.86% | 14.06% | 16.54% | 23.41% | -0.82 | 3.15 | 0.74 | 0.66 | 6.17 |
| 安记食品 | 4.14% | 1.78% | 4.79% | 1.37% | 7.46% | 0.33 | 3.28 | -4.37 | -3.42 | 3.32 |

| 证券名称 | 扣非净利率 | | | | | 同比变动 (pcts) | | | | |
|------|--------|---------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
| 海天味业 | 20.78% | 21.03% | 24.18% | 22.67% | 20.65% | -0.86 | -1.51 | 0.67 | 0.46 | -0.14 |
| 安琪酵母 | 6.75% | 7.51% | 8.46% | 8.16% | 6.51% | -0.58 | -0.44 | -1.26 | -0.30 | -0.24 |
| 中炬高新 | 12.82% | 5.16% | 15.94% | 9.07% | 16.01% | 5.04 | -5.89 | 5.37 | -2.74 | 3.19 |
| 千禾味业 | 16.29% | 16.44% | 16.95% | 13.63% | 14.35% | 3.76 | -1.24 | -0.74 | -1.95 | -1.94 |
| 涪陵榨菜 | 27.88% | 30.62% | 34.57% | 29.78% | 32.32% | 2.51 | -5.29 | 2.54 | -2.87 | 4.44 |
| 天味食品 | 12.75% | 13.44% | 17.22% | 10.26% | 19.94% | 2.70 | 3.88 | 1.69 | 1.24 | 7.19 |
| 恒顺醋业 | 2.77% | -11.76% | 9.86% | 6.63% | 4.59% | -1.85 | -8.01 | -1.66 | -2.34 | 1.83 |
| 宝立食品 | 11.06% | 6.24% | 8.39% | 7.21% | 9.04% | 0.42 | -3.15 | -2.05 | -2.12 | -2.02 |
| 仲景食品 | 17.28% | 12.51% | 18.17% | 18.09% | 15.79% | 2.68 | 3.80 | 0.86 | -1.00 | -1.49 |
| 日辰股份 | 16.25% | 14.64% | 13.22% | 15.99% | 22.80% | -0.17 | 3.55 | 1.04 | 1.18 | 6.55 |
| 安记食品 | 5.41% | 6.74% | 6.46% | 2.64% | 2.76% | 0.75 | 4.83 | 0.12 | -3.50 | -2.65 |

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表9：调味品企业利润（亿元）及增速（%）

| 证券名称 | 归母净利润 | | | | | | |
|------|-------------|-------------|------------|----------|---------|---------|---------|
| | 三季报表现 | | 单季度归母净利润增速 | | | | |
| | 2024Q1-3 归母 | 2024Q1-3 增速 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
| 海天味业 | 48.15 | 11.23% | -3.24% | -15.20% | 11.85% | 11.12% | 10.50% |
| 安琪酵母 | 9.53 | 4.55% | 5.98% | -15.48% | -9.48% | 17.65% | 7.84% |
| 中炬高新 | 5.76 | 145.28% | 61.35% | 393.72% | 59.70% | 106.95% | 32.90% |
| 千禾味业 | 3.52 | -9.19% | 90.43% | -8.47% | 6.66% | -14.16% | -22.58% |
| 涪陵榨菜 | 6.71 | 1.74% | 4.78% | -17.32% | 3.93% | -15.58% | 17.88% |
| 天味食品 | 4.32 | 34.96% | 44.06% | 39.90% | 37.20% | -10.90% | 64.79% |
| 恒顺醋业 | 1.20 | -13.08% | -44.61% | -212.02% | -24.23% | -24.06% | 79.99% |
| 宝立食品 | 1.73 | -28.01% | 23.68% | -2.98% | -20.36% | -46.75% | -13.45% |
| 仲景食品 | 1.49 | 6.57% | 28.51% | 36.62% | 30.12% | -2.16% | -2.97% |
| 日辰股份 | 0.54 | 30.88% | 11.57% | 54.90% | 21.06% | 20.37% | 44.52% |
| 安记食品 | 0.21 | -25.35% | 25.30% | 210.19% | -49.48% | -73.09% | 59.54% |

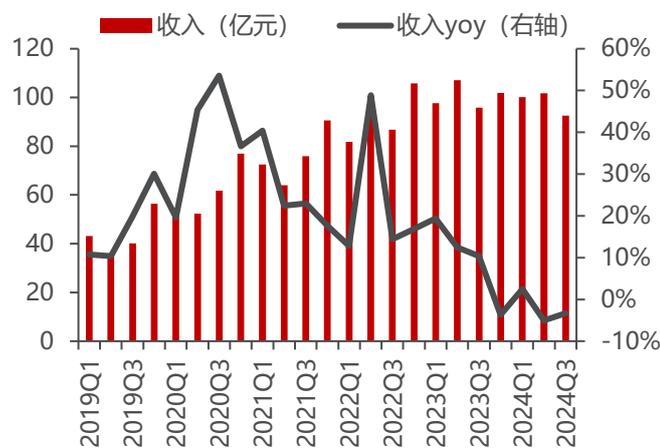
| 证券名称 | 扣非净利润 | | | | | | |
|------|-------------|-------------|------------|---------|---------|---------|---------|
| | 三季报表现 | | 单季度扣非净利润增速 | | | | |
| | 2024Q1-3 扣非 | 2024Q1-3 增速 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
| 海天味业 | 46.15 | 11.14% | -1.87% | -15.39% | 13.34% | 10.24% | 9.11% |
| 安琪酵母 | 8.39 | 3.69% | -6.41% | -3.84% | -10.80% | 7.32% | 22.68% |
| 中炬高新 | 5.52 | 19.25% | 64.10% | -60.02% | 63.91% | -32.37% | 27.66% |
| 千禾味业 | 3.47 | -10.25% | 93.03% | -7.76% | 4.69% | -14.73% | -23.04% |
| 涪陵榨菜 | 6.37 | 5.60% | 8.26% | -15.44% | 6.29% | -11.85% | 23.80% |
| 天味食品 | 3.89 | 38.10% | 47.64% | 64.39% | 23.47% | 6.07% | 73.44% |
| 恒顺醋业 | 1.06 | -19.72% | -40.04% | 221.28% | -35.71% | -23.57% | 75.35% |
| 宝立食品 | 1.59 | -12.44% | 16.22% | -27.84% | -7.04% | -14.79% | -14.95% |
| 仲景食品 | 1.45 | 10.51% | 36.65% | 64.37% | 28.86% | 5.68% | 0.14% |
| 日辰股份 | 0.52 | 35.38% | 15.68% | 63.85% | 24.55% | 24.82% | 49.39% |
| 安记食品 | 0.18 | -39.42% | 33.74% | 225.56% | -1.65% | -59.46% | -54.86% |

资料来源：iFinD，民生证券研究院

4 食品加工：稳住份额，盈利承压

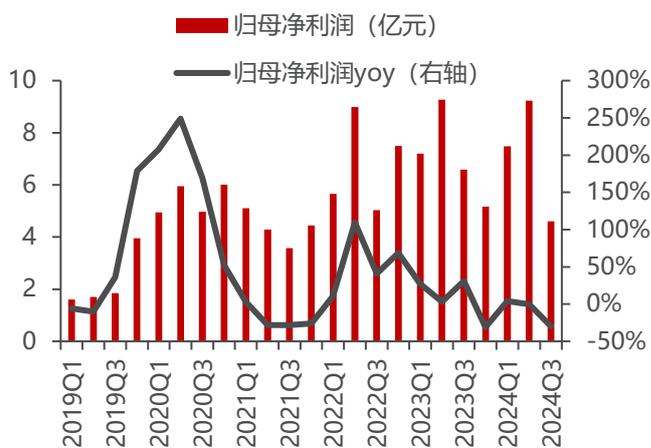
板块整体：Q3 收入端延续承压，费投加大压制盈利。 24Q3 预加工食品板块收入同比-3.4%，下游餐饮等场景需求复苏仍然较弱，行业竞争趋紧，收入端仍有承压，Q3 下滑幅度略有收窄。利润端受调整价格、加大促销等影响承压明显，24Q3 板块销售/管理费用率分别为 8.7%/4.8%，同比+0.8/+0.9pcts，毛利率/扣非净利率分别为 20.4%/4.5%，同比-0.3/-1.9pcts。

图18：预加工食品板块单季度收入及增速



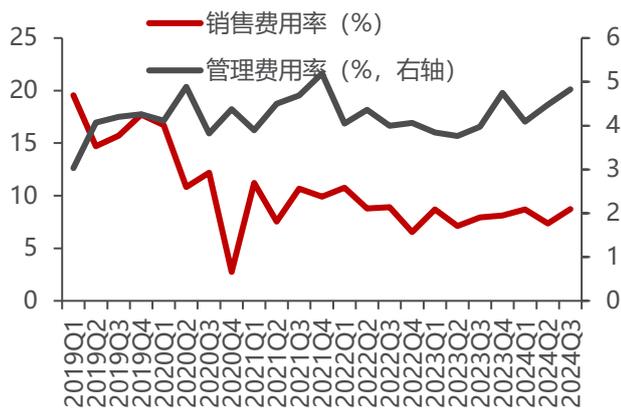
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 预加工食品，部分标的可能存在出入）

图19：预加工食品板块单季度归母净利润及增速



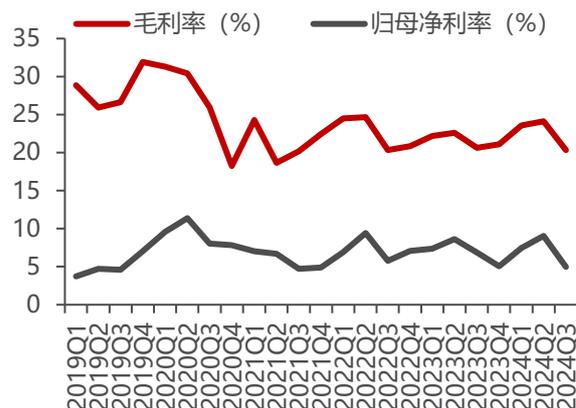
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 预加工食品，部分标的可能存在出入）

图20：预加工食品板块单季度销售、管理费用率



资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 预加工食品，部分标的可能存在出入）

图21：预加工食品板块单季度毛利率、归母净利率



资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为 SW 预加工食品，部分标的可能存在出入）

收入端：需求疲软，Q3 压力延续。(1) B 端：24 年以来餐饮相对疲软，大 B 客户降本增效需求提升、竞争趋紧，24Q3 压力延续，24Q3 安井食品/立高食品/干味央厨收入增速分别为 4.6%/-1.1%/-1.2%。**(2) C 端：**传统米面类产品进入门槛较低、品类成熟增速放缓，三季度竞争压力延续，24Q3 三全食品收入同比-6.5%；巴比食品 24Q3 收入同比-0.5%，单店缺口环比有所收窄。

表10：食品加工企业收入（亿元）及增速（%）

| 证券名称 | 三季报表现 | | 单季度收入增速 | | | | |
|------|-------------|-------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| | 2024Q1-3 收入 | 2024Q1-3 增速 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
| 安井食品 | 110.77 | 7.84% | 17.21% | -6.27% | 17.67% | 2.31% | 4.63% |
| 三全食品 | 51.25 | -5.35% | 3.03% | -21.83% | -5.01% | -4.74% | -6.46% |
| 立高食品 | 27.17 | 5.22% | 30.07% | 6.67% | 15.31% | 2.80% | -1.11% |
| 巴比食品 | 12.10 | 2.04% | 8.13% | 4.58% | 10.74% | -1.93% | -0.46% |
| 干味央厨 | 13.64 | 2.70% | 25.04% | 25.02% | 8.04% | 1.65% | -1.17% |
| 味知香 | 5.11 | -17.50% | -11.89% | -5.67% | -17.92% | -24.94% | -9.19% |

资料来源：iFinD，民生证券研究院

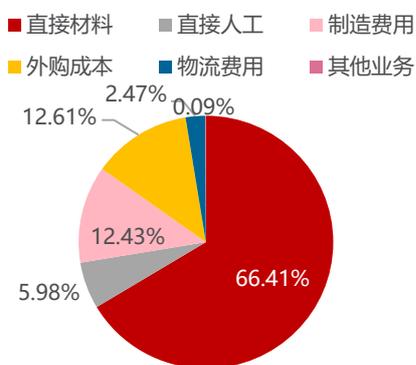
毛利率：竞争趋紧、下游降本，速冻企业降价、加大折让稳住份额，毛利普遍承压。成本端，24Q2 鸡大胸、小麦粉、鸡蛋等原料价格同比回落，白鲢鱼、猪肉、肥膘等价格有所回升，受益于成本回落，24Q2 安井食品/干味央厨受行业竞争趋紧、下游客户降本等影响，Q3 部分速冻企业降价或加大折让以稳住份额，成本端猪肉、白鲢鱼等价格有所回升，小麦粉、白糖、鸡蛋等同比回落，24Q3 安井食品/干味央厨/三全食品毛利率同比-2.0/持平/-1.8pcts；立高食品同比-0.6pcts，主因奶油产品部分原料成本压力较大、产品结构变动；巴比食品毛利率同比略有下滑主因猪肉等原料价格有所上涨。

图22：食品加工企业主要原材料成本情况

| | 白鲢鱼：批发价 | 猪肉：平均批发价 | 鸡大胸：批发价 | 小麦粉：平均批发价 | 肥膘：大宗价 |
|---------|---------|----------|---------|-----------|---------|
| 同比增速 | | | | | |
| 2022-01 | 21.84% | -52.67% | -8.44% | - | -57.45% |
| 2022-02 | 15.89% | -53.50% | -12.51% | - | -53.85% |
| 2022-03 | 10.73% | -51.28% | -11.57% | - | -59.09% |
| 2022-04 | 0.90% | -42.12% | -4.69% | - | -59.09% |
| 2022-05 | -6.82% | -24.79% | -7.18% | - | -55.56% |
| 2022-06 | -12.72% | -7.27% | -1.18% | - | -33.33% |
| 2022-07 | -18.34% | 31.01% | 4.86% | - | 22.73% |
| 2022-08 | -20.74% | 36.01% | 2.18% | 6.51% | 30.30% |
| 2022-09 | -16.69% | 54.94% | 4.58% | 1.29% | 21.82% |
| 2022-10 | -18.27% | 73.55% | 12.94% | 8.94% | 74.42% |
| 2022-11 | -17.63% | 41.21% | 15.84% | 7.13% | 66.67% |
| 2022-12 | -12.09% | 22.02% | 8.33% | 4.43% | 8.33% |
| 2023-01 | -9.31% | 7.54% | 4.06% | 7.34% | -20.83% |
| 2023-02 | -9.62% | 5.02% | 12.21% | 11.26% | -16.67% |
| 2023-03 | -9.38% | 12.79% | 14.19% | 9.38% | 0.00% |
| 2023-04 | -12.85% | 5.26% | 10.24% | 5.45% | 0.00% |
| 2023-05 | -10.42% | -6.23% | 6.17% | 3.02% | 0.00% |
| 2023-06 | -8.20% | -11.50% | -1.27% | 4.51% | -8.89% |
| 2023-07 | -7.18% | -34.40% | -5.50% | 3.74% | -46.30% |
| 2023-08 | -5.28% | -22.92% | -3.61% | 3.64% | -47.67% |
| 2023-09 | -3.36% | -27.58% | -5.43% | 4.55% | -35.82% |
| 2023-10 | -0.67% | -38.11% | -13.17% | -1.75% | -46.67% |
| 2023-11 | -1.84% | -39.92% | -19.59% | -1.12% | -43.33% |
| 2023-12 | -4.98% | -31.05% | -18.38% | 1.86% | -31.54% |
| 2024-01 | -5.00% | -15.68% | -12.42% | -1.35% | -5.26% |
| 2024-02 | -2.96% | 2.70% | -16.22% | -1.80% | 2.86% |
| 2024-03 | 4.78% | -2.00% | -17.61% | -1.55% | 0.00% |
| 2024-04 | 11.54% | 5.09% | -19.95% | -3.48% | 4.17% |
| 2024-05 | 10.94% | 7.68% | -17.55% | -3.57% | 5.56% |
| 2024-06 | 9.74% | 27.20% | -16.94% | -4.50% | 25.00% |
| 2024-07 | 12.24% | 29.65% | -15.37% | -3.72% | 41.38% |
| 2024-08 | 9.43% | 19.86% | -16.71% | -5.48% | 38.67% |
| 2024-09 | 8.73% | 19.52% | -13.28% | -6.60% | 29.84% |
| 2024-10 | 7.09% | 16.29% | -9.78% | -6.53% | 31.25% |

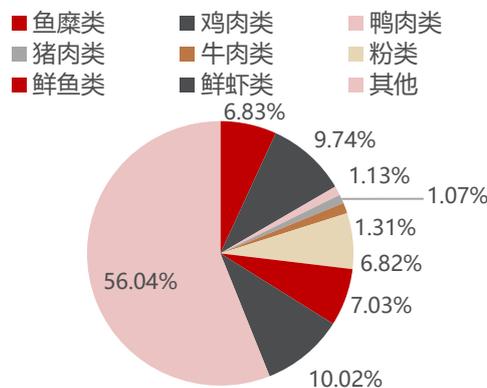
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：数据截至2024年11月5日）

图23：安井食品成本结构



资料来源：安井食品公司公告，民生证券研究院

图24：安井食品主要原材料采购额占比



资料来源：安井食品公司公告，民生证券研究院（注：上述占比为当年原材料采购额/直接材料计算得出，上述构成为估计数）

表11：食品加工企业毛利率情况

| 证券名称 | 毛利率 | | | | | 同比变动 (pcts) | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
| 安井食品 | 21.97% | 26.34% | 26.55% | 21.29% | 19.93% | 2.37 | 2.57 | 1.85 | 1.44 | -2.04 |
| 三全食品 | 24.56% | 22.76% | 26.60% | 24.87% | 22.75% | -0.67 | -4.05 | -1.68 | -1.80 | -1.81 |
| 立高食品 | 31.89% | 28.19% | 32.59% | 32.61% | 31.34% | -0.21 | -4.26 | 0.56 | -1.09 | -0.55 |
| 巴比食品 | 26.93% | 26.98% | 25.92% | 26.38% | 26.79% | 0.69 | -0.86 | 1.72 | -0.32 | -0.13 |
| 千味央厨 | 22.41% | 25.46% | 25.45% | 24.95% | 22.44% | -0.70 | 0.46 | 1.49 | 2.43 | 0.04 |
| 味知香 | 26.25% | 27.15% | 25.00% | 24.70% | 25.91% | 2.39 | 3.43 | -1.21 | -1.33 | -0.34 |

资料来源：iFinD，民生证券研究院

费用端：加大费投，稳住份额。市场竞争加剧下行业内部分企业为抢占市场份额，费用投放力度普遍增加。Q3 安井食品/千味央厨/三全食品销售费用率同比+0.3/+2.7/+0.8pcts；立高食品 Q3 严格执行预算下费率同比下降，巴比拓店谨慎下门店支出减少。受股份支付费用影响，24Q3 安井食品/巴比食品管理费用率同比+1.4/+2.2pcts。

表12：食品加工企业销售、管理费用率情况

| 证券名称 | 销售费用率 | | | | | 同比变动 (pcts) | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
| 安井食品 | 6.11% | 8.00% | 7.45% | 4.85% | 6.40% | -0.16 | 0.94 | 0.09 | -0.09 | 0.29 |
| 三全食品 | 12.94% | 9.78% | 12.23% | 13.04% | 15.67% | -2.91 | 3.04 | -0.38 | 3.04 | 2.74 |
| 立高食品 | 12.71% | 17.27% | 12.10% | 12.02% | 10.52% | 0.75 | 5.99 | 0.20 | 0.05 | -2.19 |
| 巴比食品 | 5.07% | 5.57% | 5.01% | 4.41% | 3.96% | -0.74 | -1.25 | -2.27 | -0.66 | -1.11 |
| 千味央厨 | 4.08% | 4.91% | 5.89% | 5.13% | 4.89% | -0.23 | 0.22 | 0.81 | 0.48 | 0.81 |
| 味知香 | 5.85% | 5.73% | 6.00% | 4.27% | 4.06% | 2.30 | 1.29 | 1.69 | 0.01 | -1.79 |

| 证券名称 | 管理费用率 | | | | | 同比变动 (pcts) | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
| 安井食品 | 2.14% | 3.77% | 3.12% | 3.27% | 3.53% | -0.18 | 1.60 | 0.30 | 1.11 | 1.39 |
| 三全食品 | 2.90% | 0.75% | 1.87% | 3.79% | 3.34% | 0.02 | -2.07 | -0.18 | 0.01 | 0.44 |
| 立高食品 | 7.88% | 14.90% | 6.57% | 7.47% | 6.89% | -0.51 | 6.41 | -0.73 | -0.30 | -0.98 |
| 巴比食品 | 6.64% | 5.74% | 7.62% | 6.77% | 8.83% | -0.38 | -1.54 | -2.02 | -1.01 | 2.19 |
| 千味央厨 | 8.07% | 8.92% | 8.35% | 10.47% | 9.26% | -0.74 | -0.40 | 0.53 | 1.65 | 1.19 |
| 味知香 | 6.15% | 7.63% | 7.53% | 6.50% | 7.17% | 2.57 | 2.77 | 2.94 | 3.03 | 1.02 |

资料来源：iFinD，民生证券研究院

利润端：毛利承压、费投加大压制盈利表现。24Q3 安井食品/三全食品/千味央厨扣非净利率同比-3.3/-3.6/-1.4pcts，其中安井食品主因主动加大促销折让，三全食品毛利、费用双重承压，千味央厨毛利基本持平、费投有所增加。24Q3 立高食品/巴比食品扣非净利率同比+2.6/+0.8pcts，立高食品主因 Q3 控费提效、股权激励费用缩减，巴比食品系拓店谨慎门店支出减少。

表13：食品加工企业归母净利率、扣非净利率情况

| 证券名称 | 归母净利率 | | | | | 同比变动 (pcts) | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
| 安井食品 | 11.45% | 9.44% | 11.68% | 9.61% | 6.92% | 3.25 | -0.78 | 0.34 | -0.48 | -4.53 |
| 三全食品 | 7.40% | 12.01% | 10.19% | 7.32% | 4.19% | 1.15 | -1.10 | -1.58 | -3.30 | -3.21 |
| 立高食品 | 5.31% | -9.32% | 8.38% | 6.76% | 7.25% | 1.17 | -14.35 | 2.10 | -0.17 | 1.94 |
| 巴比食品 | 16.19% | 13.30% | 11.20% | 17.54% | 18.55% | 12.34 | -7.53 | -1.64 | 7.74 | 2.35 |
| 千味央厨 | 8.04% | 6.98% | 7.46% | 5.77% | 4.71% | 1.77 | -0.05 | 0.40 | -0.30 | -3.33 |
| 味知香 | 16.10% | 15.65% | 11.39% | 14.51% | 13.86% | -1.36 | -1.50 | -6.23 | -3.68 | -2.24 |

| 证券名称 | 扣非净利率 | | | | | 同比变动 (pcts) | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
| 安井食品 | 9.82% | 8.97% | 11.18% | 9.30% | 6.48% | 2.04 | -0.80 | 0.36 | -0.14 | -3.33 |
| 三全食品 | 6.57% | 9.85% | 8.76% | 5.05% | 3.01% | 0.97 | -2.68 | -1.39 | -4.45 | -3.56 |
| 立高食品 | 4.47% | -2.61% | 7.40% | 6.61% | 7.11% | 0.67 | -8.32 | 1.32 | 0.04 | 2.64 |
| 巴比食品 | 12.36% | 12.55% | 10.66% | 12.24% | 13.17% | 1.56 | 1.54 | 4.35 | 1.06 | 0.81 |
| 千味央厨 | 6.22% | 7.06% | 7.27% | 5.84% | 4.81% | -0.02 | 0.08 | 0.38 | 0.33 | -1.41 |
| 味知香 | 15.65% | 14.90% | 11.23% | 14.09% | 13.40% | -0.95 | -0.24 | -5.96 | -3.57 | -2.26 |

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表14：食品加工企业利润（亿元）及增速（%）

| 证券名称 | 归母净利润 | | | | | | |
|------|-------------|-------------|------------|----------|---------|---------|---------|
| | 三季报表现 | | 单季度归母净利润增速 | | | | |
| | 2024Q1-3 归母 | 2024Q1-3 增速 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
| 安井食品 | 10.47 | -6.65% | 63.75% | -13.41% | 21.24% | -2.51% | -36.76% |
| 三全食品 | 3.94 | -28.61% | 22.05% | -28.37% | -17.76% | -34.36% | -47.02% |
| 立高食品 | 2.03 | 28.21% | 66.94% | -297.22% | 53.96% | 0.30% | 35.07% |
| 巴比食品 | 1.94 | 25.68% | 354.55% | -33.21% | -3.43% | 75.60% | 14.00% |
| 千味央厨 | 0.82 | -13.49% | 60.35% | 24.12% | 14.16% | -3.36% | -42.08% |
| 味知香 | 0.68 | -36.83% | -18.76% | -13.91% | -46.94% | -40.12% | -21.81% |

| 证券名称 | 扣非净利润 | | | | | | |
|------|-------------|-------------|------------|----------|---------|---------|---------|
| | 三季报表现 | | 单季度扣非净利润增速 | | | | |
| | 2024Q1-3 扣非 | 2024Q1-3 增速 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
| 安井食品 | 10.01 | -2.46% | 47.95% | -13.93% | 21.56% | 0.79% | -30.90% |
| 三全食品 | 3.13 | -35.43% | 20.91% | -38.54% | -18.04% | -49.36% | -57.15% |
| 立高食品 | 1.91 | 31.32% | 52.93% | -148.83% | 40.29% | 3.50% | 57.43% |
| 巴比食品 | 1.47 | 19.92% | 23.70% | 19.25% | 87.07% | 7.40% | 6.06% |
| 千味央厨 | 0.81 | -1.25% | 24.57% | 26.50% | 14.05% | 7.77% | -23.54% |
| 味知香 | 0.66 | -36.79% | -16.93% | -7.14% | -46.36% | -40.12% | -22.28% |

资料来源：iFinD，民生证券研究院

5 投资建议

1) 零食板块在性价比趋势下品类及渠道扩张逻辑持续验证，关注渠道及供应链能力边际强化的公司：推荐三只松鼠（“高端性价比”改革成效持续显现，24年目标收入规模重回百亿）、盐津铺子、洽洽食品、甘源食品，关注劲仔食品、卫龙；**2) 乳制品板块**布局中长期、低预期下关注后续需求改善：推荐股息率已具吸引力、现金流较优的伊利股份，关注蒙牛股份；**3) 调味品板块**推荐经营改善的龙头公司，推荐海天味业、安琪酵母，关注涪陵榨菜；**4) 餐饮弱复苏、低预期下关注后续需求改善**，推荐长期逻辑清晰的安井食品、千味央厨、立高食品。

表15：大众品行业重点关注个股

| 证券代码 | 证券简称 | 股价 (元) | EPS | | | PE | | | 评级 |
|--------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E | |
| 002847 | 盐津铺子 | 55.79 | 2.64 | 2.23 | 2.87 | 21 | 25 | 19 | 推荐 |
| 002991 | 甘源食品 | 72.06 | 3.58 | 4.22 | 4.73 | 20 | 17 | 15 | 推荐 |
| 002557 | 洽洽食品 | 31.81 | 1.58 | 1.92 | 2.14 | 20 | 17 | 15 | 推荐 |
| 300783 | 三只松鼠 | 31.87 | 0.55 | 1.01 | 1.46 | 58 | 32 | 22 | 推荐 |
| 600887 | 伊利股份 | 29.61 | 1.64 | 1.89 | 1.86 | 18 | 16 | 16 | 推荐 |
| 002946 | 新乳业 | 12.77 | 0.50 | 0.64 | 0.76 | 26 | 20 | 17 | 推荐 |
| 603288 | 海天味业 | 46.26 | 1.01 | 1.12 | 1.25 | 46 | 41 | 37 | 推荐 |
| 600298 | 安琪酵母 | 36.32 | 1.47 | 1.57 | 1.86 | 25 | 23 | 20 | 推荐 |
| 600872 | 中炬高新 | 23.19 | 2.20 | 1.02 | 1.02 | 11 | 23 | 23 | 推荐 |
| 603027 | 千禾味业 | 13.15 | 0.54 | 0.49 | 0.49 | 24 | 27 | 27 | 推荐 |
| 603317 | 天味食品 | 14.75 | 0.43 | 0.56 | 0.62 | 34 | 26 | 24 | 推荐 |
| 600305 | 恒顺醋业 | 8.16 | 0.08 | 0.13 | 0.15 | 102 | 63 | 54 | 推荐 |
| 603345 | 安井食品 | 89.55 | 5.04 | 4.91 | 5.61 | 18 | 18 | 16 | 推荐 |
| 002216 | 三全食品 | 11.68 | 0.85 | 0.62 | 0.64 | 14 | 19 | 18 | 推荐 |
| 300973 | 立高食品 | 38.09 | 0.43 | 1.67 | 1.93 | 89 | 23 | 20 | 推荐 |
| 605338 | 巴比食品 | 16.44 | 0.86 | 1.03 | 1.02 | 19 | 16 | 16 | 推荐 |
| 001215 | 千味央厨 | 35.67 | 1.35 | 1.13 | 1.28 | 26 | 32 | 28 | 推荐 |

资料来源：Wind，民生证券研究院（注：股价为2024年11月14日收盘价）

6 风险提示

- 1) **下游需求恢复不及预期。**调味品、食品加工企业作为 B 端餐饮等客户的上游供应商，同时也通过商超等渠道向消费者销售 C 端产品。在消费场景放开、门店等场景客流恢复下，下游需求若持续遇冷将对企业业绩产生负面影响。
- 2) **行业竞争加剧。**未来若市场竞争更为激烈，公司或将面临份额收缩的风险。
- 3) **原材料价格大幅上涨。**大众品行业原材料多为农副产品、肉类等，易受自然条件、市场供求等因素影响，其价格存在一定的波动性，行业采购成本存在随农副产品市场价格波动而变动的风险，若未来原材料价格大幅波动且无法及时消除原材料价格波动造成的不利影响，将对行业盈利能力和财务状况产生不利影响。
- 4) **食品安全风险。**采购、生产及流通环节可能存在一定食品安全风险，企业层面无法完全管控；此外，行业层面若发生重大食品安全事故等会使消费者产生信任危机，对行业内企业的业绩产生负面影响。

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 2018-2024H1 盐津铺子渠道结构 | 3 |
| 图 2: 2019-2024H1 盐津铺子分渠道收入增速 | 3 |
| 图 3: 原材料成本价格走势 (元/吨) | 4 |
| 图 4: 2024 Q1-Q3 及单季度部分乳企收入表现 (亿元) | 6 |
| 图 5: 2024Q1-Q3 及单季度部分乳企归母净利润表现 (亿元) | 6 |
| 图 6: 2024 Q1-Q3 及单季度部分乳企费用率表现 (%) | 6 |
| 图 7: 2024 Q1-Q3 及单季度部分乳企毛销差水平表现 (%) | 7 |
| 图 8: 2024 Q1-Q3 及单季度部分乳企盈利水平表现 (%) | 7 |
| 图 9: 社零餐饮同比增速及较 19 年同期 CAGR | 8 |
| 图 10: CPI 及 PPI 同比情况 | 8 |
| 图 11: 调味品板块单季度收入及增速 | 8 |
| 图 12: 调味品板块单季度扣非净利润及增速 | 8 |
| 图 13: 调味品板块单季度毛利率、销售费用率、毛销差 | 9 |
| 图 14: 调味品板块单季度毛利率、扣非净利率 | 9 |
| 图 15: 海天/中炬/千禾酱油类产品收入增速 | 10 |
| 图 16: 海天/中炬/千禾非酱油类产品收入增速 | 10 |
| 图 17: 调味品主要原材料价格下行 | 11 |
| 图 18: 预加工食品板块单季度收入及增速 | 15 |
| 图 19: 预加工食品板块单季度归母净利润及增速 | 15 |
| 图 20: 预加工食品板块单季度销售、管理费用率 | 15 |
| 图 21: 预加工食品板块单季度毛利率、归母净利率 | 15 |
| 图 22: 食品加工企业主要原材料成本情况 | 17 |
| 图 23: 安井食品成本结构 | 17 |
| 图 24: 安井食品主要原材料采购额占比 | 17 |

表格目录

| | |
|--|----|
| 重点公司盈利预测、估值与评级 | 1 |
| 表 1: 部分零食企业分季度营收情况 (亿元) | 3 |
| 表 2: 部分零食企业分季度归母净利润情况 (亿元) | 3 |
| 表 3: 部分零食企业分季度扣非归母净利润情况 (亿元) | 4 |
| 表 4: 部分零食企业 2024Q3 毛利率/管理费用率/销售费用率/净利率/扣非净利率情况 | 5 |
| 表 5: 调味品企业收入 (亿元) 及增速 (%) | 10 |
| 表 6: 调味品企业毛利率情况 | 11 |
| 表 7: 调味品企业销售、管理费用率情况 | 12 |
| 表 8: 调味品企业归母净利率、扣非净利率情况 | 13 |
| 表 9: 调味品企业利润 (亿元) 及增速 (%) | 14 |
| 表 10: 食品加工企业收入 (亿元) 及增速 (%) | 16 |
| 表 11: 食品加工企业毛利率情况 | 18 |
| 表 12: 食品加工企业销售、管理费用率情况 | 18 |
| 表 13: 食品加工企业归母净利率、扣非净利率情况 | 19 |
| 表 14: 食品加工企业利润 (亿元) 及增速 (%) | 19 |
| 表 15: 大众品行业重点关注个股 | 20 |

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026