

分析师：刘冉
登记编码：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

收入增长回落，业绩表现进一步分化

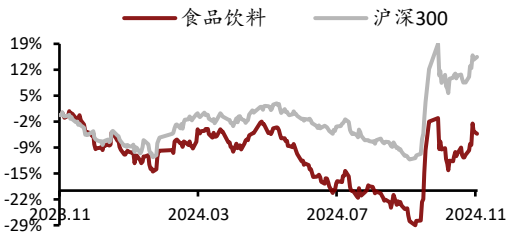
——食品饮料行业 2024 年三季度报分析

证券研究报告-行业分析报告

同步大市(维持)

食品饮料相对沪深 300 指数表现

发布日期：2024 年 11 月 15 日



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《食品饮料行业月报：重拾跌势，反弹证伪，估值回落》 2024-10-31

《食品饮料行业专题研究：销售增长突出，重视研发和投入》 2024-10-25

《食品饮料行业专题研究：未雨绸缪，拓宽 B 端市场》 2024-10-15

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

- 2024 年三季度，除了调味品，多数食品饮料子板块的收入增长回落，部分转负。三季度是传统上的消费旺季，有中秋和国庆双节对消费形成支撑，因而这个情况在历年同期中是罕见的。整体看，白酒销售增长大幅放缓；部分零食类上市公司的销售增长较好；调味品头部企业经历几年的渠道调整，销售增长已经恢复常态。
- 零食上市公司的销售增长相对较好，但是也并不是所有的上市公司都实现了正增长，内部分化因品类赛道、渠道差异和经营差异而出现。白酒板块整体收入增长出现“断崖”，从上年同期的 15.19% 跌至 0.73%，且白酒上市公司彼此间也出现明显分化。调味品上市公司的销售普遍增长较好：经历了几年的渠道调整后，基础调味品的运营重回正常轨迹，历年的稳健增长有望持续；复合调味品的高增长虽然回落，但仍保持着正增长；近两年，基础原料类市场增长较快、景气度较高。保健品板块整体营收下降 16.36%，较上年同期回落 22.12 个百分点。尽管保健品板块整体营收下降，但是就上市公司来看，多数上市公司的三季度收入增长较好，板块指标主要受到汤臣倍健的拖累。预加工食品板块整体营收下降 3.35%，较上年同期回落 9.84 个百分点。同时，预加工食品上市公司的收入也普遍转降，餐饮业景气度下行是其主要原因。
- 2024 年三季度，除了白酒、零食和调味品，食品饮料下各子板块的净利润均同比转降。白酒、零食和调味品板块的三季度净利润同比分别上涨 2.05%、60.18% 和 15.25%，是净利润录得上涨的三个子板块。同期，啤酒、烘焙、熟食、预加工食品和保健品板块的净利润分别同比下降 2.05%、5.88%、4.96%、29.99% 和 65.36%。
- 预加工食品板块整体净利润同比下降 29.99%，同比回落 54.54 个百分点，利润降幅远大于收入。同时，上市公司的净利润降幅也较大：除了克明食品和巴比食品的净利润同比增长外，其它上市公司的三季度净利润均同比下降，有的在本季录得亏损。保健品板块整体净利润下降 65.36%，降幅同比回落 66.79 个百分点。休闲食品板块整体净利润同比增长 21.13%，其中零食板块增长 60.18%，零食贡献了主要的板块增长。净利润录得同比增长的公司多集中在零食板块，烘焙、熟食等公司的净利润多为下降或亏损。调味品板块整体净利润增长 15.25%，较上年同期的 5.9% 大幅改善。同时，调味品上市公司的净利润也以增长为主，头部公司普遍有良好的增长表现。
- 投资建议：2024 年三季度，食品饮料板块的收入增长收窄甚至转负。相对而言，零食、调味品的收入增长较好。就净利润来看，白酒仍有微幅增长，调味品的净利润增长恢复常态，零食增长较为显著，而其它多数子板块的净利润均同比转降。对于四季度，我们维持行业“同步大市”的评级。

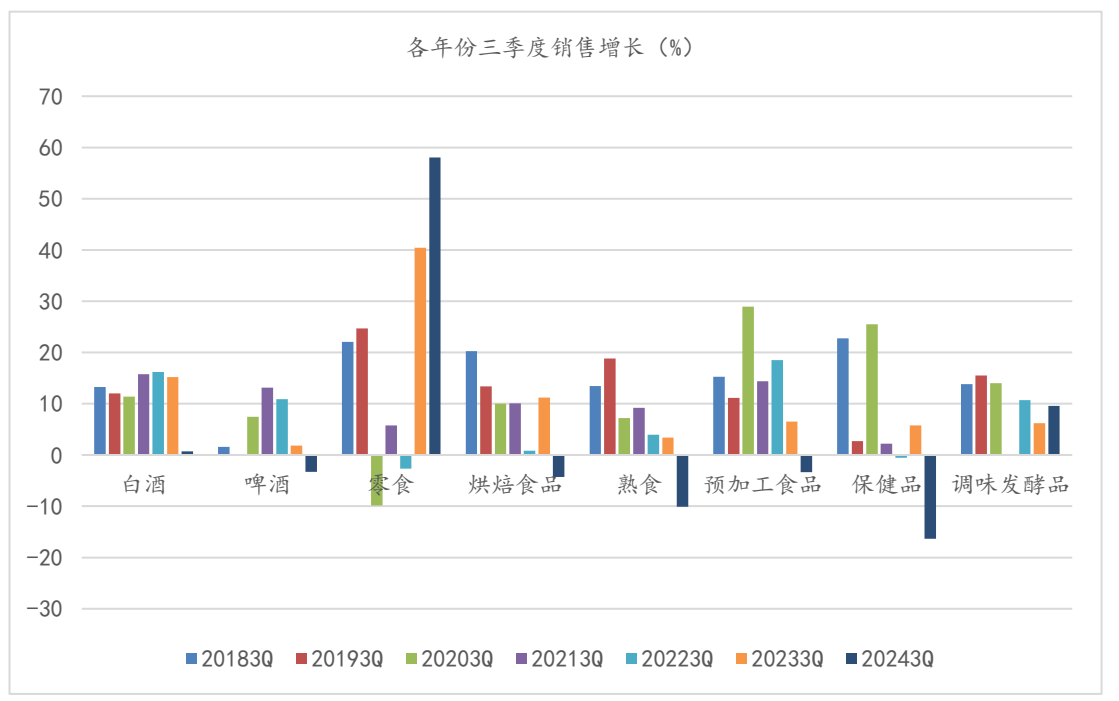
风险提示：销售持续下滑；海外市场订单减少，导致企业出口增长放缓。

1. 销售增长急速回落

2024年三季度，除了调味品，多数食品饮料子板块的收入增长急速回落，部分转负，而白酒收入增长基本归零。三季度是传统上的消费旺季，有中秋和国庆双节对消费形成支撑，因而这个情况在历年同期中是罕见的。

具体地，三季度，啤酒板块的收入增长录得-3.26%，烘焙录得-4.26%，熟食录得-10.12%，预加工食品录得-3.35%，保健品录得-16.36%，上述板块的收入初步呈现收缩迹象。三季度，收入录得正增长的板块包括白酒、零食和调味品：白酒板块的收入增长录得0.73%，零食录得58.02%，调味品录得9.55%。白酒销售增长大幅放缓；部分零食类上市公司的销售增长较好；调味品头部企业经历几年的渠道调整，销售增长已经恢复常态。

图 1：近年来三季度食品饮料各板块的收入增长情况



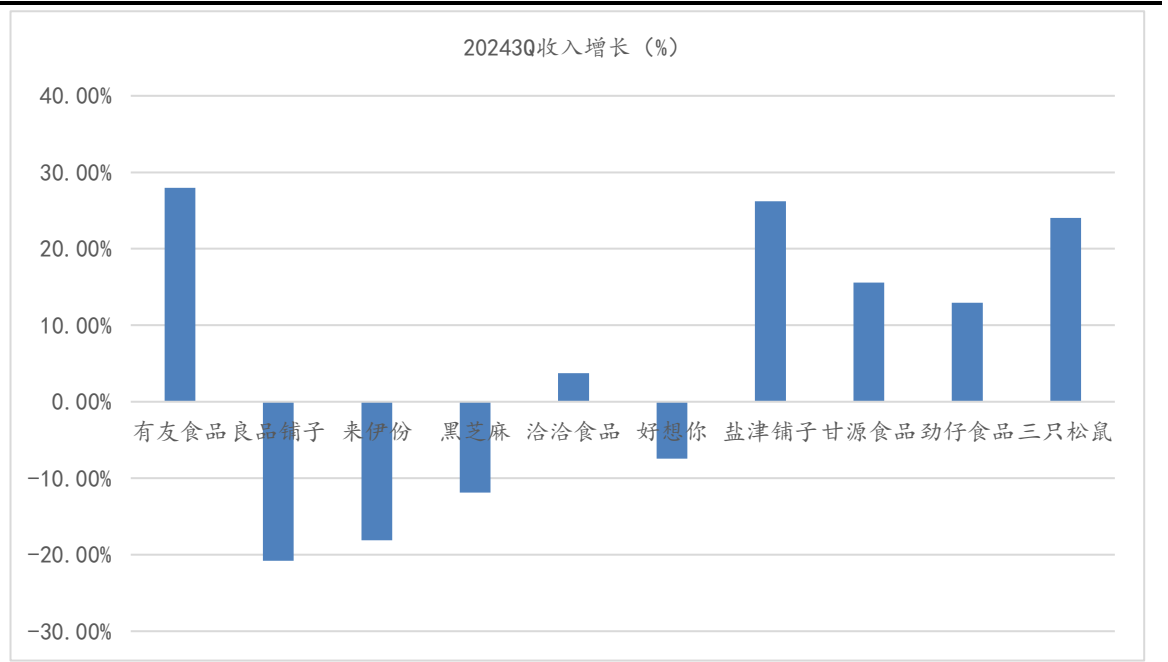
资料来源：中原证券研究所 IFIND

1.1. 零食

三季度，零食上市公司的销售增长表现相对较好。但是，也并不是所有的上市公司都实现了正增长，内部分化因品类赛道、渠道差异和经营差异而出现。

三季度，零食板块中实现收入正增长的上市公司包括：盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、三只松鼠、洽洽食品和有友食品，收入分别同比增长 26.2%、15.59%、12.94%、24.02%、3.72% 和 27.98%。上述公司的经营品类分属板栗、瓜子、凤爪、小鱼、鹌鹑蛋、坚果以及多元零食，共同特征是渠道铺货能力和渠道下沉能力较强。此外，前期行业调整幅度较大，市场基数回落。企业经营优秀，叠加目前的市场条件，本期以及前三季度零食市场表现均相对优异。

图 2：20243Q 零食上市公司的收入增长情况



资料来源：中原证券研究所 IFIND

1.2. 白酒

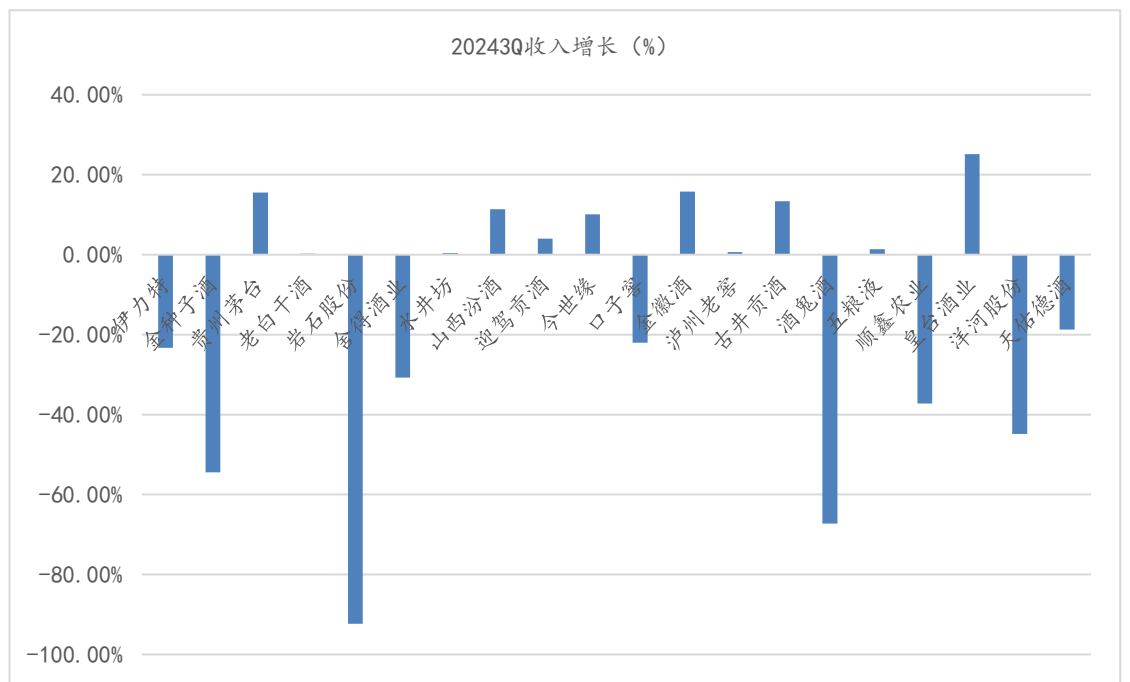
三季度，白酒板块整体收入增长出现“断崖”，从上年同期的 15.19% 跌至 0.73%，且白酒上市公司彼此间也出现明显分化。当前，白酒市场进入存量竞争阶段：上市公司的销售从以往的共同增长切换至零和博弈和增长分化，预计这种局面将会持续下去。

具体地，录得常态增长的公司包括贵州茅台、山西汾酒、今世缘、金徽酒、古井贡酒。全国头部白酒如贵州茅台和山西汾酒，地产头部白酒中如金徽酒（甘肃）、今世缘（苏酒）和古井贡（徽酒）均呈现了一以贯之的增长表现。地产头部白酒业绩稳健，得益于对地方市场的了解和深耕；茅台和汾酒持续增长，体现了酱香和清香两大香型的崛起以及公司多年来对渠道的重视和经营。

除此，其它白酒上市公司的三季度销售增长有所收窄，其中包括全国白酒和地方白酒，如泸州老窖、五粮液、水井坊，迎驾贡酒、老白干酒等，三季度收入增长均大幅收窄。具体地，泸州老窖、五粮液、水井坊，迎驾贡酒、老白干酒三季度收入增幅分别同比收窄 24.74、15.59、21.11、17.84、12.61 个百分点，至 0.67%、1.39%、0.38%、4.05%、0.26%。

三季度，部分白酒上市公司的收入同比下降，包括舍得酒业、口子窖、酒鬼酒和洋河股份。白酒市场进入存量竞争阶段：上市公司的销售从以往的共同增长切换至零和博弈和增长分化，预计这种局面将会持续下去。

图 3：20243Q 白酒上市公司的收入增长情况



资料来源：中原证券研究所 IFIND

1.3. 调味品

三季度，调味品上市公司的销售普遍增长较好。包括基础调味、复合调味、酱料和味精原料等，三季度都呈现了良好的增长。整体来看，经历了几年的渠道调整后，基础调味品的运营重回正常轨迹，历年的稳健增长有望持续；复合调味品的高增长虽然回落，但仍保持着正增长；近两年，基础原料类市场增长较快、景气度较高。

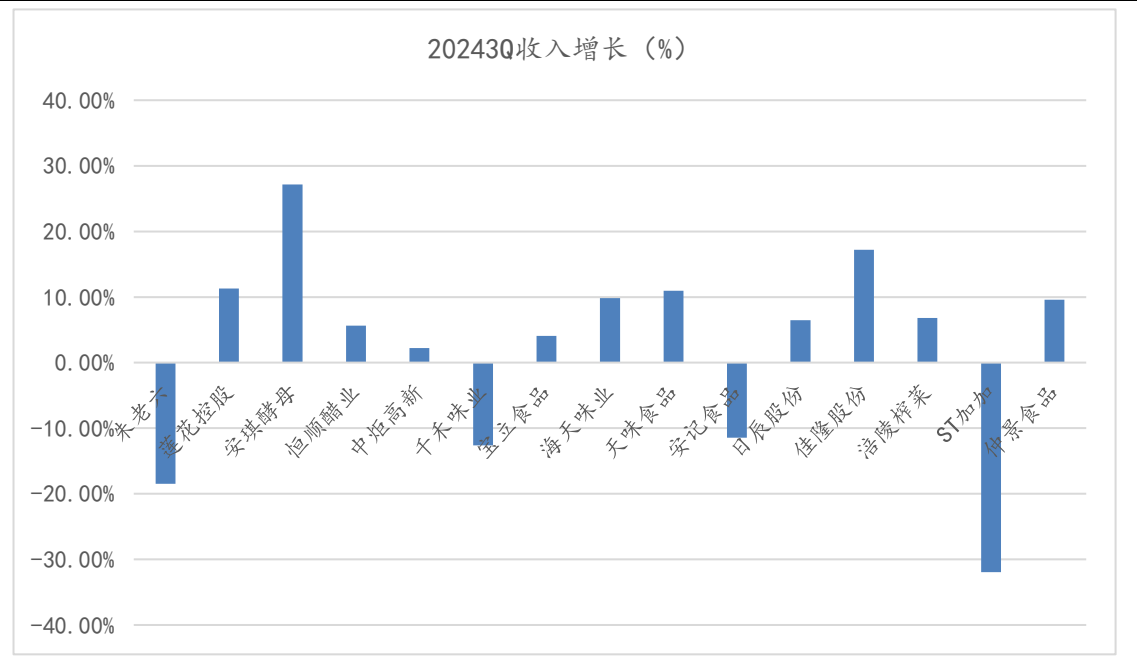
基础调味类上市公司包括海天味业、中炬高新、恒顺醋业等，三季度收入分别同比增长 9.83%、2.23%和 5.64%，基本恢复常态化增长。

复合调味类上市公司如天味食品、日辰股份、宝立食品等，三季度收入分别同比增长 10.93%、6.45%和 4.05%，增速较往期回落。复合调味品主要向下游餐饮供货，餐饮的景气度很大程度上决定了复合调味品的市场增长情况。

酱料如仲景食品和涪陵榨菜，三季度收入分别同比增长 9.57%和 6.81%。其中，仲景食品的收入增幅同比回落 5.87 个百分点，涪陵榨菜的增长提升 8.31 个百分点。

味精、鸡精等原料类如莲花控股和佳隆股份，三季度收入分别同比增长 11.28%和 17.21%。味精和鸡精属于基础原料类调味品，近两年市场增长快、景气度高；此外，上市公司的美好表现与市场集中度提升有关。

图 4：20243Q 调味品上市公司的收入增长情况



资料来源：中原证券研究所 IFIND

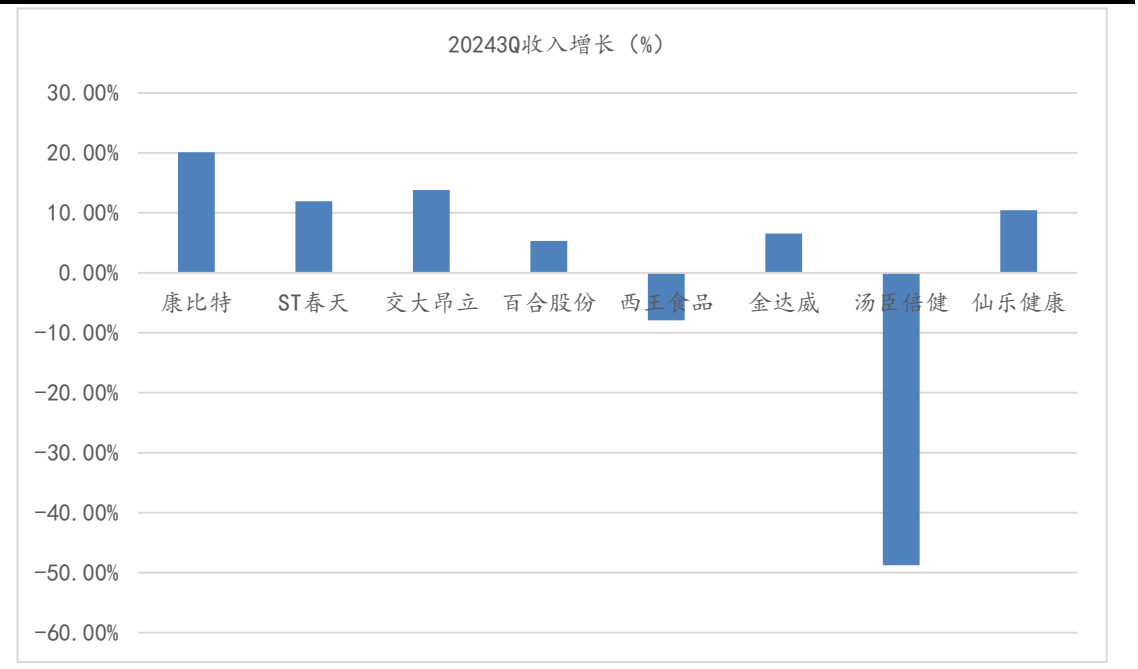
1.4. 保健品

三季度，保健品板块整体营收下降 16.36%，较上年同期回落 22.12 个百分点。

尽管保健品板块整体营收下降，但是就上市公司来看，多数上市公司的三季度收入增长较好，板块指标主要受到汤臣倍健的拖累。保健品市场保持较高景气度，我们之前的判断仍然成立。

康比特、ST 春天、交大昂立、百合股份、金达威、仙乐健康三季度收入分别同比增长 20.13%、11.93%、13.81%、5.34%、6.55%和 10.43%。其中，交大昂立、百合股份、金达威的收入增幅同比提升 47.75、8.79 和 2.70 个百分点；尽管仙乐健康回落 31.12 个百分点，但仍保持了双位数增长。

图 5: 20243Q 保健品上市公司的收入增长情况



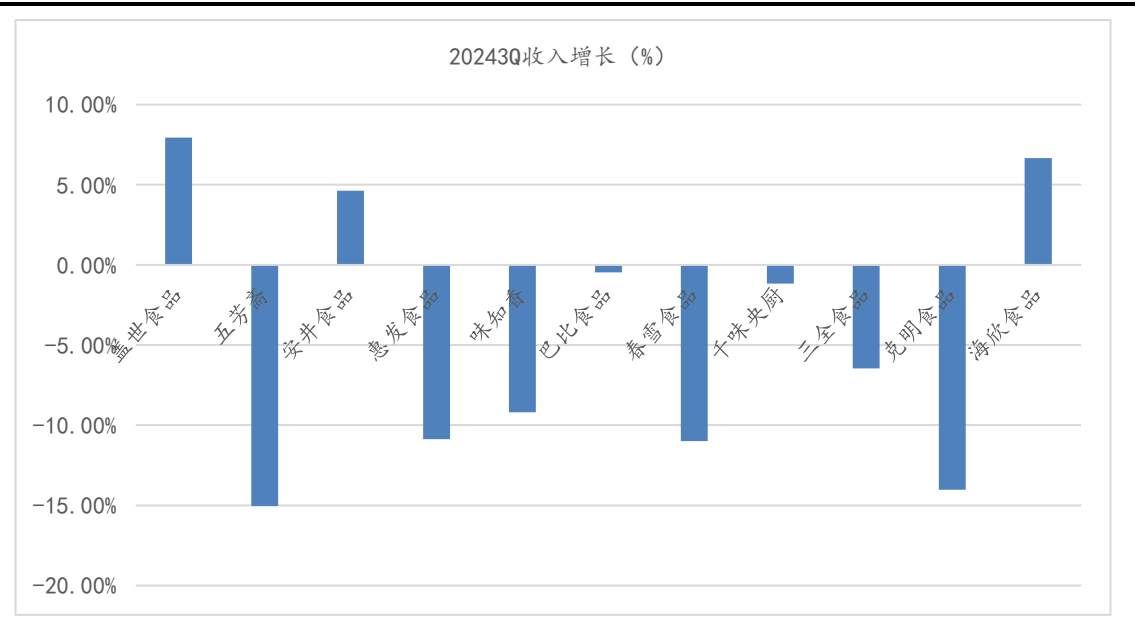
资料来源: 中原证券研究所 IFIND

1.5. 预加工食品

三季度, 预加工食品板块整体营收下降 3.35%, 较上年同期回落 9.84 个百分点。同时, 预加工食品上市公司的收入也普遍转降, 餐饮业景气度下行是其主要原因。

三季度, 五芳斋、惠发食品、味知香、巴比食品、春雪食品、千味央厨、三全食品、克明食品等营收同比转降, 分别同比下降 15.04%、10.87%、9.19%、0.47%、10.98%、1.17%、6.46% 和 14.02%, 多数降幅较大。收入录得增长的上市公司包括盖世食品、安井食品和海欣食品, 分别同比增长 7.95%、4.63%和 6.67%。

图 5: 20243Q 预制食品上市公司的收入增长情况



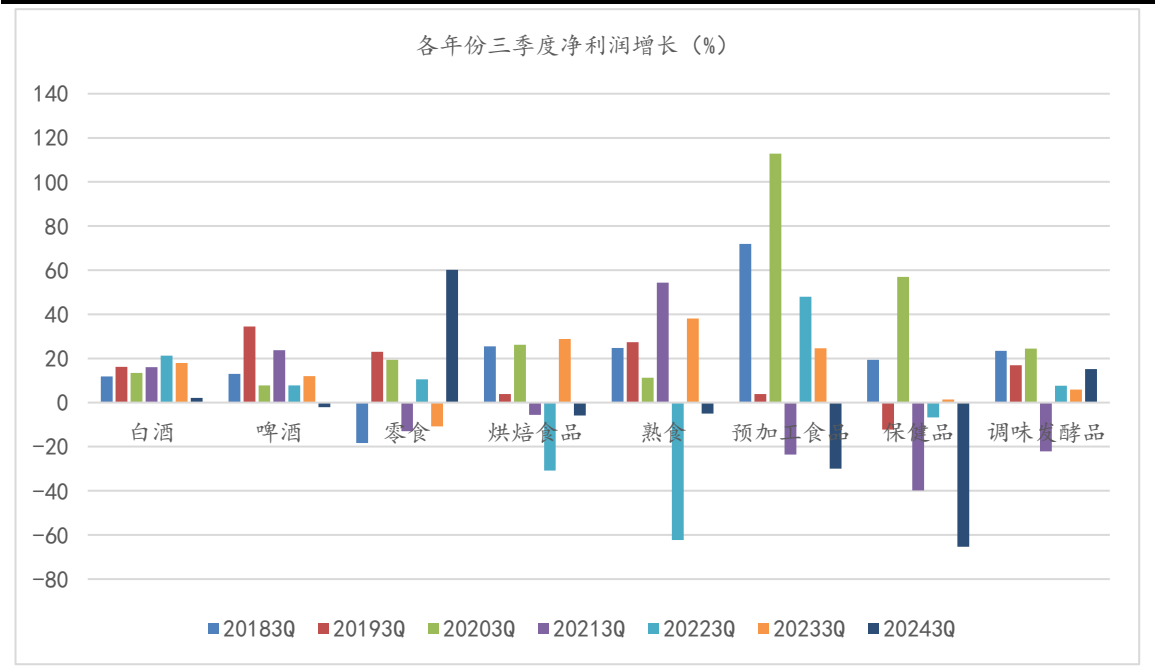
资料来源: 中原证券研究所 IFIND

2. 净利润增长下滑或转负

三季度，除了白酒、零食和调味品，食品饮料下各子板块的净利润均同比转降。

白酒、零食和调味品板块的三季度净利润同比分别上涨 2.05%、60.18%和 15.25%，是净利润录得上涨的三个子板块。同期，啤酒、烘焙、熟食、预加工食品和保健品板块的净利润分别同比下降 2.05%、5.88%、4.96%、29.99%和 65.36%。

图 7：历年三季度食品饮料板块净利润增长情况



资料来源：中原证券研究所 IFIND

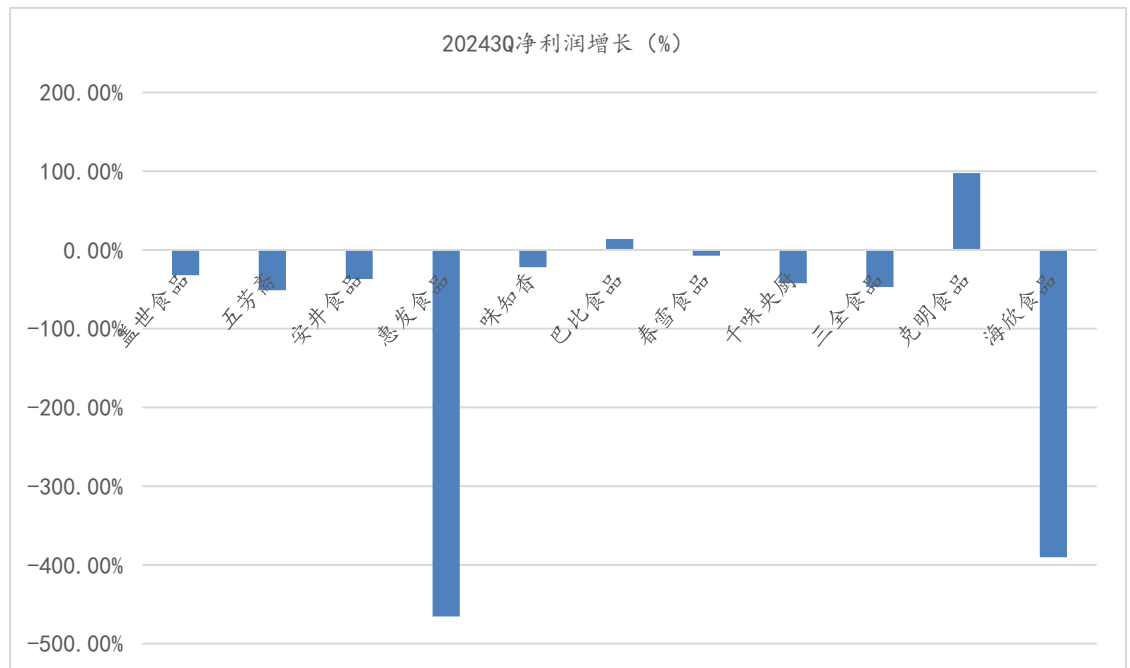
2.1. 预加工食品

三季度，预加工食品板块整体净利润同比下降 29.99%，同比回落 54.54 个百分点，利润降幅远大于收入。同时，上市公司的净利润降幅也较大：除了克明食品和巴比食品的净利润同比增长外，其它上市公司的三季度净利润均同比下降，有的在本季录得亏损。

比如，预制食品头部公司安井食品三季度净利润同比下降 36.93%，味知香下降 21.8%，千味央厨下降 42.07%，三全食品下降 47.03%，盖世食品下降 31.95%，春雪食品下降 7.16%，等等。

预加工食品的利润率普遍较低，因而业绩对收入的变动更为敏感。当收入转降时，其利润空间被进一步压缩，利润下降会被放大，甚至会进一步亏损。预制食品是新兴市场，且可选属性更大，下游餐饮消费是其主要服务领域，因而经济顺风对行业的发展至关重要。在经济逆风阶段，预加工行业的基本面不排除会进一步恶化。

图 8：预加工食品上市公司净利润增长情况（%；20243Q）



资料来源：中原证券研究所 IFIND

2.2. 保健品

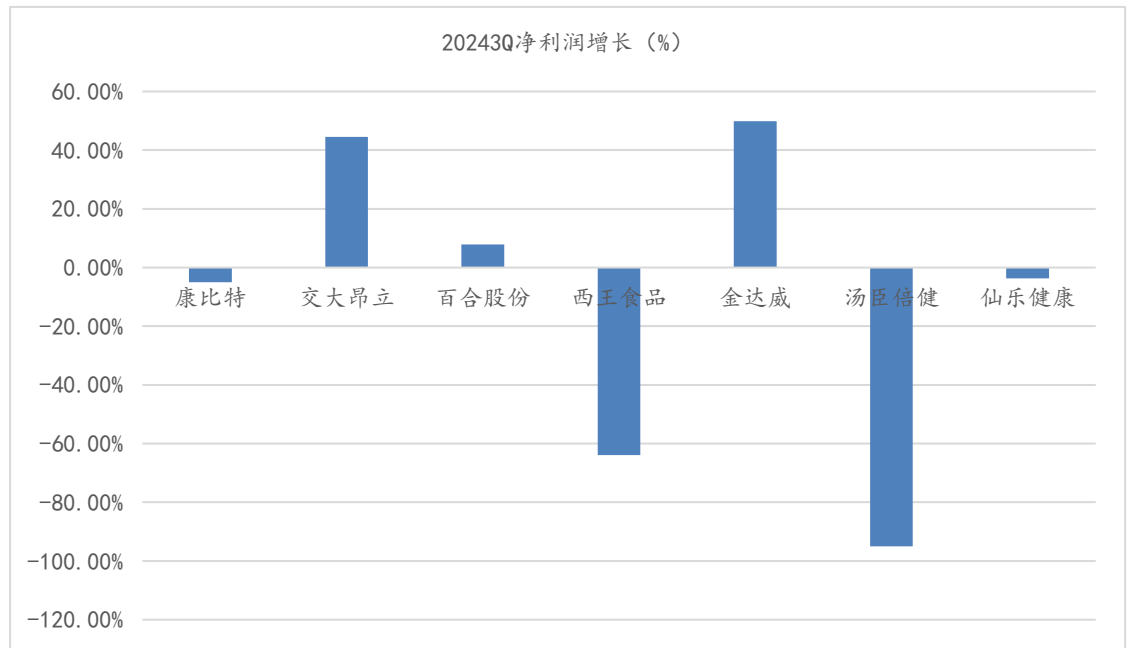
三季度，保健品板块整体净利润下降 65.36%，降幅同比回落 66.79 个百分点。从三季度的情况看，保健品板块中的业绩也在分化：百合股份、交大昂立和金达威的业绩表现相对较好；汤臣倍健的业绩波动较大；仙乐健康的业绩波动在正常范围之内，有阶段性特征。

保健品上市公司三季度净利润录得下降的包括康比特、西王食品、汤臣倍健和仙乐健康，分别同比下降 4.99%、63.88%、95.05%和 3.7%，其中汤臣倍健本季录得亏损。

本季，净利润同比上涨的上市公司包括交大昂立、百合股份和金达威，净利润分别上涨 44.52%、7.87%和 49.87%。

从三季度的情况看，保健品板块中的业绩也在分化：百合股份、交大昂立和金达威的业绩表现相对较好；汤臣倍健的业绩波动较大；仙乐健康的业绩波动在正常范围之内，有阶段性特征。

图 8：保健品上市公司净利润增长情况（%；20243Q）

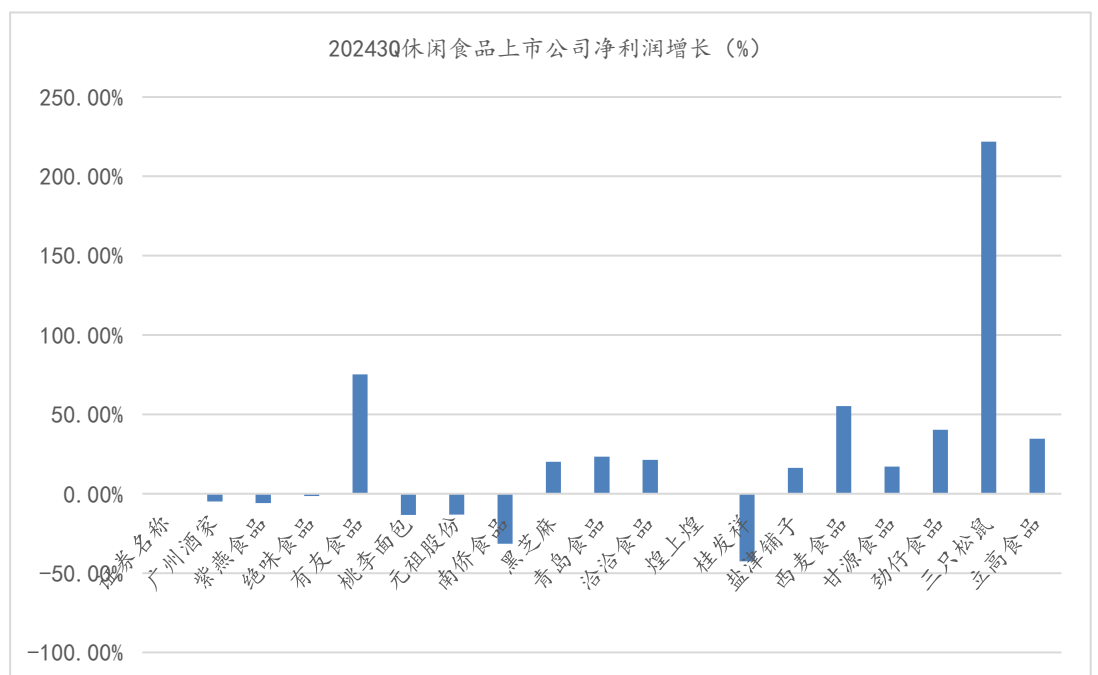


资料来源：中原证券研究所 IFIND

2.3. 休闲食品

三季度，休闲食品板块整体净利润同比增长 21.13%，其中零食板块增长 60.18%，零食贡献了主要的板块增长。净利润录得同比增长的公司多集中在零食板块，烘焙、熟食等公司的净利润多为下降或亏损。

图 9：休闲食品上市公司净利润增长情况（%；20243Q）



资料来源：中原证券研究所 IFIND

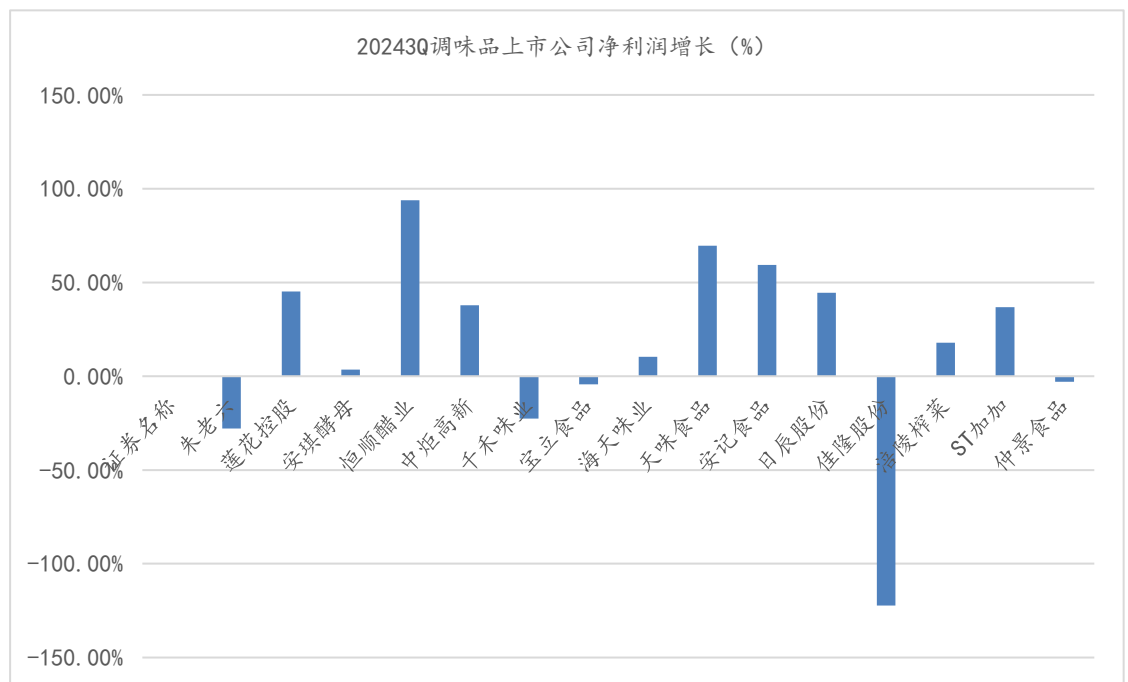
有友食品、青岛食品、黑芝麻、洽洽食品、盐津铺子、西麦食品、甘源食品、劲仔食品、三只松鼠和立高食品的净利润分别同比增长 75.22%、23.42%、20.21%、21.31%、16.4%、55.17%、17.1%、40.22%、221.86%、34.6%。上述公司多为零食类公司，烘焙食品中，立高食品的业绩表现较好，本季增长 34.6%。

2.4. 调味品

三季度，调味品板块整体净利润增长 15.25%，较上年同期的 5.9% 大幅改善。同时，上市公司的净利润也以增长为主，头部公司普遍有良好的增长表现。净利润改善一部分来自销售的增长，一部分来自成本回落。

恒顺醋业、中炬高新、天味食品、安记食品、日辰股份、涪陵榨菜、海天味业等本季净利润分别同比增长 93.78%、37.88%、69.62%、59.42%、44.46%、17.87% 和 10.38%。净利润改善一部分来自销售的增长，一部分来自成本回落。

图 10：调味品上市公司净利润增长情况（%；20243Q）



资料来源：中原证券研究所 IFIND

3. 投资建议及风险提示

投资建议

2024 年三季度，食品饮料板块的收入增长收窄甚至转负。相对而言，零食、调味品的收入增长较好。就净利润来看，白酒仍有微幅增长，调味品的净利润增长恢复常态，零食增长较为显著，而其它多数子板块的净利润均同比转降。对于四季度，我们维持行业“同步大市”的评级。

风险提示

居民收入和国内市场消费修复不及预期，导致销售下滑；海外市场订单不及预期，导致企业出口增长放缓；上半年毛利率普涨，主要是成本下行的结果而非内生原因，因而需要关注原料价格回涨的风险。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。