

食品饮料

预期改善，枯木逢春

2024年11月19日

——行业投资策略

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

张恒玮（分析师）

张思敏（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

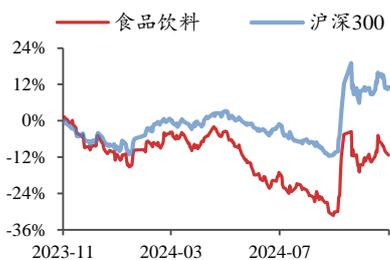
zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790524010001

证书编号：S0790123070080

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《以旧换新政策成效较好，10月社零增速延续回升——行业点评报告》-2024.11.18

《10月社零数据回暖，关注复调行业修复机会——行业周报》-2024.11.17

《预期改善，枯木逢春——行业投资策略》-2024.11.13

● 市场表现：食品饮料年初至今跑输大盘，板块市值下滑主因估值收缩

2024年1-10月食品饮料板块下跌4.4%，跑输沪深300约28.5pct，在一级子行业中排名靠后（第三十一）。分子行业看，软饮料板块涨幅较好（+33.9%），零食（+14.7%）、调味发酵品（+9.5%）表现相对靠前。预加工食品（-19.3%）、烘焙食品（-17.5%）走势较弱。食品饮料2024年1-10月PE较2023年底回落19.9%，预计2024年净利润增长13.6%，两者共同作用，年初至今板块市值下降9.0%。

● 总量判断：消费偏弱，短期承压

从宏观层面来看，2024Q3我国GDP增速为+4.6%，环比二季度回落，Q1-Q3我国GDP增速为+4.8%，在市场预期之内。观察2024Q3社会消费品零售总额同比+2.5%，增速环比2024Q2下降0.2pct，仍反映出消费需求恢复偏弱的现象。宏观经济增速与社零数据基本匹配，也反映三季度消费环境承压。展望2025年春节，我们预判消费场景释放利好消费，且春节时间错配，部分备货可能放在2024Q4，预计四季度消费增长情况相比三季度可能有所好转。从微观层面来看产业表现，产量承压，收入与利润增速也逐渐回落。

● 2024年总结：业绩承压，分化加大

食品饮料行业2024年持续承压。在经历年初春节旺销后，3月进入淡季，基本面开始持续回落，从财报业绩表现来看，2024Q2、2024Q3食品饮料上市公司整体营收增速（+0.0%、+3.5%）环比一季度（+7.0%）回落，其中白酒板块表现尤为明显。从公募基金持仓变化也可看出，2024Q2开始基金较大幅度减仓食品饮料，Q3主动权益基金仍在减配。9月底经济组合拳落地，市场对于宏观经济预期变得乐观，食品饮料板块前期估值较低，作为经济顺周期板块，在宏观经济预期转向时，获得了更多资金青睐。年内企业经营压力普遍增大，一方面在于全年消费需求持续走弱；另一方面部分企业给渠道减负，弱化对于回款完成率的要求。此外行业还体现出两个特性：一是业绩分化进一步拉大，多数龙头企业业绩保持稳定，如贵州茅台、海天味业等业绩仍在市场预期内平稳增长，但部分二线品牌出现收入降速的情况，也体现出外部环境出现压力的背景下龙头市占率仍有提升趋势；另一方面大众消费表现出较强的韧性，如白酒中地产酒增速普遍较好，东鹏饮料业绩表现突出。

● 投资机会展望：预期转向，大众为主，龙头更强

当前市场最大变化在于对未来宏观经济预期发生改变。9月末中央政治局会议上货币政策组合拳落地，总体来看超预期，使得市场对于未来经济走向更加乐观。往2025年展望，食品饮料行业主线仍是消费复苏。按照复苏路径推演，2025年我们更多期望经济活跃度提升带来商务消费提振，以及消费力提升带来消费升级表现。从估值角度来看，经过前期回调，食品饮料已步入合理布局区间，企业估值普遍位于近年来较低水平。我们预计2025年随着宏观经济逐步改善，行业估值可能企稳回升，同时板块仍需回归业绩增长主线，建议把握确定性原则。我们选取2025年食品饮料交易策略四条主线：一是选择经济顺周期，基本面稳健向上品种，布局各子行业龙头；二是关注景气度上行，仍处于红利期的子行业；三是关注企业由于自身业务周期向上，处于困境反转的投资机会；四是上游成本变化情况，布局成本回落品种。

● 风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原料价格波动风险。

目 录

1、 食品饮料跑输市场，软饮料板块表现较好.....	5
1.1、 2024年1-10月食品饮料板块跑输市场.....	5
1.2、 个股涨跌幅：行业景气度高、成长性和业绩较好的股票表现较好.....	7
1.3、 2024Q3全市场小幅加配食品饮料，主动权益基金减配.....	7
2、 行业：白酒调整蓄势，大众品持续分化.....	9
2.1、 白酒：酒企主动调整释放压力，蓄势长期健康发展.....	9
2.1.1、 产品升级驱动行业结构性繁荣，龙头企业竞争优势不断提升.....	9
2.1.2、 三季度白酒业绩增速环比放缓，高端和大众高端保持稳步增长.....	10
2.2、 啤酒：2024Q3啤酒需求再下台阶，卸下包袱，轻松上阵.....	18
2.3、 乳制品：乳制品需求仍承压，行业竞争理性.....	21
2.4、 肉制品：猪价上行背景下屠宰利润改善，肉制品吨利仍维持高位.....	23
2.5、 调味品：2024Q3整体收入回暖，盈利能力同比环比均有所改善.....	25
2.6、 休闲食品：三季度收入增长稳健，关注上市公司新渠道发展.....	28
3、 投资主线：预期回暖，枯木逢春.....	29
3.1、 总量判断：三季度消费低迷，短期承压.....	29
3.2、 2024年三季报总结：业绩承压，分化加大.....	31
3.3、 投资机会展望：大众为主，龙头更强.....	32
4、 风险提示.....	34

图表目录

图 1： 2024年1-10月食品饮料涨跌幅市场排名 31/31.....	5
图 2： 2024年1-10月软饮料在食品饮料子行业中表现较好.....	5
图 3： 2024年1-10月食品饮料板块市值下降，主要来自于估值下降.....	6
图 4： 2024年10月末食品饮料估值处于行业中等水平.....	6
图 5： 2024年10月末食品饮料估值环比有所回升.....	6
图 6： 2024年10月食品饮料涨跌幅市场排名最末.....	6
图 7： 2024年10月零食在食品饮料子行业中涨幅最好.....	7
图 8： 2024年1-10月行业景气度高、成长性和业绩较好的标的表现居前.....	7
图 9： 2024Q3全市场基金重仓食品饮料比例环比回升至11.3%水平.....	8
图 10： 2024Q3白酒与非白酒重仓比例回升.....	8
图 11： 2024Q3非白酒子行业重仓比例回落.....	8
图 12： 2009-2012年期间，白酒各价格带均有较快增长.....	9
图 13： 2015年起次高端、高端价格带收入表现好于整体.....	9
图 14： 2017年起全国白酒企业产量下滑（万千升）.....	9
图 15： 2017年开始，全国白酒平均价格持续上涨.....	9
图 16： 上市白酒公司市场份额持续提升.....	10
图 17： 规模以上白酒企业数量2018年以来下降明显.....	10
图 18： 2024Q3上市白酒企业收入同比增长1.3%.....	10
图 19： 2024Q3上市白酒企业利润同比增长2.4%.....	10
图 20： 2024Q3白酒企业预收账款规模减少.....	11
图 21： 2024Q3白酒企业经营性现金净流入同比减少.....	11
图 22： 2024Q3白酒企业整体毛利率同比下降.....	11

图 23: 2024Q3 上市白酒企业归母净利率同比下降.....	11
图 24: 2024Q3 白酒企业管理费用率同比下降.....	12
图 25: 2024Q3 白酒企业销售费用率同比上升.....	12
图 26: 2024Q3 高端收入增速更快.....	12
图 27: 2024Q3 大众普通利润增速最快.....	12
图 28: 飞天(散瓶)价格 2024 年有所波动(单位:元).....	15
图 29: 五粮液和国窖价格波动前行(单位:元).....	15
图 30: 高端白酒规模持续增长.....	16
图 31: 高净值人群数量持续增长(单位:万人).....	16
图 32: 高端酒(茅五泸)历史销量增长稳健.....	16
图 33: 高端酒价格仍在可接受范围内.....	16
图 34: 2023 年销售额角度看预计次高端占比较低.....	17
图 35: 销量角度看次高端销量仍有提升空间.....	17
图 36: 2023 年安徽省白酒市场 CR3 占比超 70%.....	17
图 37: 2023 年江苏省地产酒市占率超 60%.....	17
图 38: 2024 年 9 月啤酒产量同比增 1.4%.....	18
图 39: 2024 年 1-9 月啤酒累计产量同比降 1.5%.....	18
图 40: 2023 年 4 月以来进口大麦数量呈增长趋势.....	20
图 41: 2023 年以来大麦进口均价持续回落.....	20
图 48: 2024Q3 A 股上市乳企营收同比降 5.9%, 归母净利同比增 3.3%.....	21
图 42: 2024 年 10 月 15 日全脂奶粉中标价同比+19.8%.....	21
图 43: 2024 年 10 月 24 日生鲜乳价格同比-15.9%.....	21
图 51: 2024Q3 各类型乳企营收均下滑.....	23
图 52: 2024Q3 龙头乳企及地方乳企归母净利改善明显.....	23
图 53: 2024Q3 A 股上市肉企营收同比增加 0.5%, 归母净利同比增加 24.7%.....	23
图 44: 2024 年 11 月 2 日猪肉价格同比+19.2%.....	24
图 45: 2024 年三季度生猪定点屠宰量同比降 7.3%.....	24
图 46: 2024 年 9 月生猪存栏数量同比-3.5%.....	24
图 47: 2024 年 9 月能繁母猪存栏数量同比-4.2%.....	24
图 48: 2024Q3 调味品营收净利分别同增 5.2%/16.7%.....	25
图 49: 2024Q3 酱醋公司营收净利分别同增 4.7%/10.0%.....	25
图 50: 2024Q3 调味品上市公司毛销差同比+3.3pct.....	26
图 51: 2024Q3 调味品上市公司归母净利率同比/环比+1.9pct/+0.3pct.....	26
图 52: 2024 年以来大豆市场价均价(元/吨)持续回落.....	26
图 53: 2024 年以来白砂糖指数持续走低.....	26
图 54: 2024Q3 休闲食品行业整体营收同比增长 4.1%, 归母净利润同比增长 29.9%.....	28
图 55: 2024Q3 休闲食品上市公司毛销差扩大.....	28
图 56: 2024Q3 休闲食品上市公司归母净利率同比提升 1.35pct.....	28
图 57: 2024Q3 GDP 同比增 4.6%.....	30
图 58: 2024Q3 社零同比增速+2.5%, 环比回落.....	30
图 59: 2024 年食品制造企业营收与利润增速呈回落趋势.....	30
图 60: 2024 年 1-9 月食品饮料部分子行业产量增速较 2023 年仍有回落.....	30
表 1: 高端白酒 2024Q3 营收和利润增速环比下降, 毛利率、归母净利率相对平稳.....	13
表 2: 2024Q3 次高端品牌收入和净利润增速有所分化.....	13

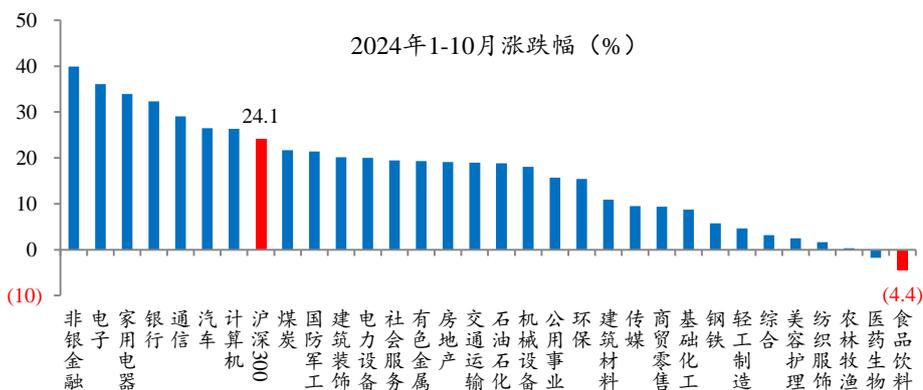
表 3: 大众高端白酒 2024Q3 业绩增速环比降低.....	14
表 4: 2024Q3 单季啤酒上市公司营收压力陡增.....	19
表 5: 2024Q3 多数啤酒企业毛利率同比提升.....	19
表 6: 2024Q3 主流酒企销售费用率同比稳中有升.....	19
表 7: 2024Q3 大多数啤酒企业净利率同比提升.....	20
表 8: 2024Q3 主流酒企归母净利润增速表现分化, 龙头压力更加明显.....	20
表 9: 调味品重点公司 2024Q3 收入端有所回暖、盈利能力有所优化.....	26
表 10: 2024Q3 休闲食品重点公司经营相对稳健.....	29
表 11: 2024Q3 食品饮料板块整体营收与利润增速均在低位.....	31
表 12: 重点公司盈利预测及估值.....	33

1、食品饮料跑输市场，软饮料板块表现较好

1.1、2024年1-10月食品饮料板块跑输市场

食品饮料跑输大盘，软饮料板块表现较好。2024年1-10月食品饮料板块下跌4.4%，跑输沪深300约28.5pct，在一级子行业中排名靠后（第三十一）。分子行业看，软饮料板块涨幅较好（+33.9%），零食（+14.7%）、调味发酵品（+9.5%）表现相对靠前。预加工食品（-19.3%）、烘焙食品（-17.5%）走势较弱。软饮料板块表现较好，主要是东鹏饮料（+54.2%）涨幅较多。整体来看在市场更多关注主题投资的背景下，食品饮料传统板块表现欠佳。

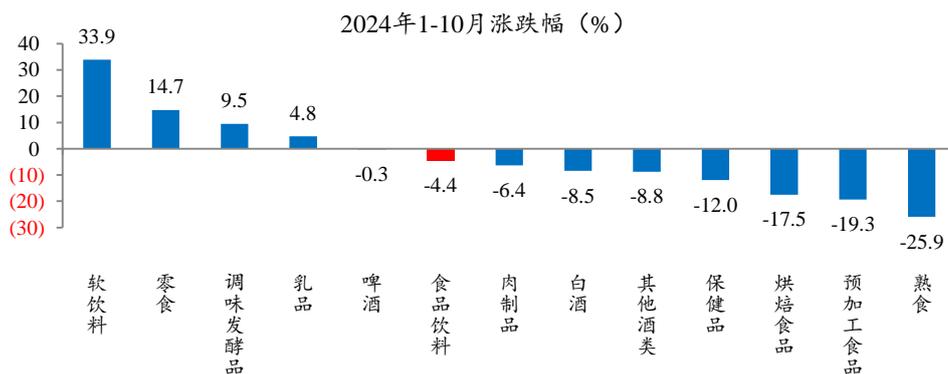
图1：2024年1-10月食品饮料涨跌幅市场排名 31/31



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：板块涨跌幅为总市值加权平均，股价涨跌幅截至2024年10月31日

图2：2024年1-10月软饮料在食品饮料子行业中表现较好

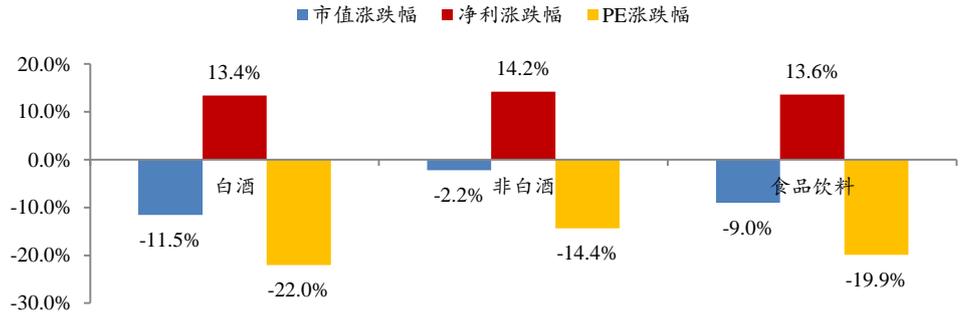


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：板块涨跌幅为总市值加权平均，股价涨跌幅截至2024年10月31日

2024年1-10月食品饮料板块市值下降，主要来自于估值下降。我们从市值分解角度观察，食品饮料2024年1-10月PE较2023年底回落19.9%，预计2024年净利增长13.6%，两者共同作用，年初至今板块市值下降9.0%。其中：白酒估值同比下降22.0%，预计2024年净利增长13.4%，白酒板块市值下降11.5%；非白酒估值下降14.4%，预计2024年净利增长14.2%，板块市值回落2.2%。整体来看2024年初以来食品饮料板块市值下降，估值下降是主要原因。

图3：2024年1-10月食品饮料板块市值下降，主要来自于估值下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2024年10月31日

食品饮料板块估值在31个行业处于中等水平，环比略有回升。10月末食品饮料估值（TTM）约20.9倍，与其他子行业相比处于中等位置，近期估值环比有所回升，但当前估值水平仍低于2019年初水平。

图4：2024年10月末食品饮料估值处于行业中等水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：市盈率截至2024年10月31日

图5：2024年10月末食品饮料估值环比有所回升

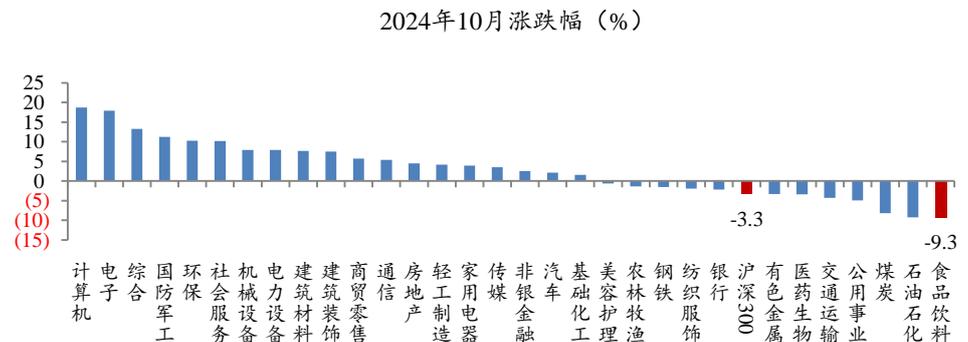


数据来源：Wind、开源证券研究所

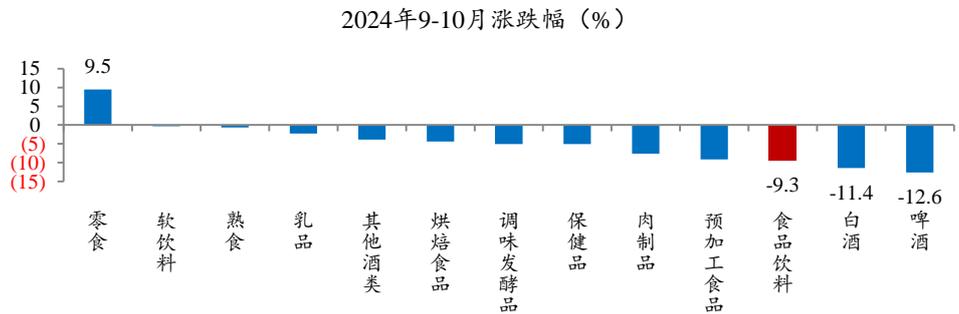
备注：估值截至2024年10月31日

2024年10月食品饮料股价涨幅跑输市场。进入四季度以来，2024年10月食品饮料板块下跌9.3%，跑输沪深300约6.0pct，在一级子行业中排名最末。分子行业看，零食(+9.5%)是唯一正收益的子行业，白酒(-11.4%)、啤酒(-12.6%)排名靠后。

图6：2024年10月食品饮料涨跌幅市场排名最末



数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：股价涨跌幅截至2024年10月31日）

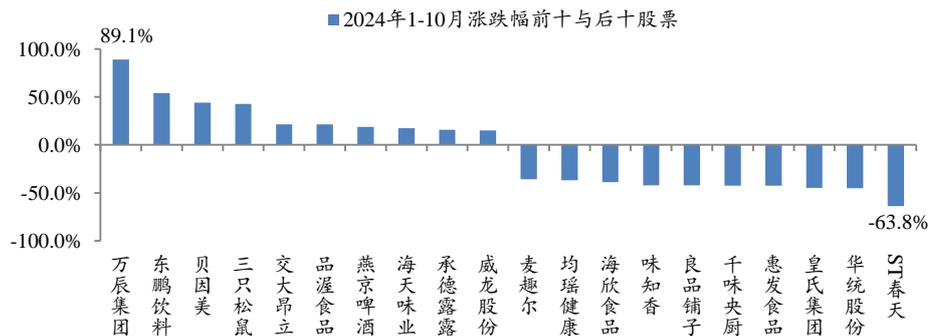
图7：2024年10月零食在食品饮料子行业中涨幅最好


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2024年10月31日

1.2、个股涨跌幅：行业景气度高、成长性和业绩较好的股票表现较好

行业景气度高、成长性和业绩较好的公司股价表现居前。2024年食品饮料板块整体走势相对平淡，春节后受益于节假日消费超预期以及春季糖酒会表现较为乐观，板块股价有所回升。进入5月后板块股价进入低位运行，一方面终端消费需求走弱，另一方面茅台酒批价波动影响市场情绪。9月底随着一揽子经济政策的出台和落地，市场信心好转，具有成长性、业绩增速快、基本面较好的标的实现较好表现。10月份随着市场对于业绩的修正，股价又有部分回调。2024年1-10月板块涨幅前10股票中：万辰集团(+89.1%)、东鹏饮料(+54.2%)、三只松鼠(+42.8%)行业景气度较高、成长性和业绩增速较好；贝因美(+44.1%)受益于三胎概念，股价表现较好。排名后十股票基本都是业绩预期较低，公司处于经营低谷阶段。

图8：2024年1-10月行业景气度高、成长性和业绩较好的标的表现居前


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2024年10月31日

1.3、2024Q3 全市场小幅加配食品饮料，主动权益基金减配

2024Q3 全市场基金食品饮料配置比例小幅回升。从基金重仓持股情况来看（全部市场基金），2024Q3 食品饮料配置比例（重仓持股市值占重仓股票总市值比例）由2024Q2的11.0%回升至11.3%水平，环比回升0.3pct，仍处于近年来偏低位置。分解来看，主要是白酒重仓比例回升0.4pct。

2024Q3 主动权益基金减配食品饮料。我们选取主动权益基金（普通股票、偏股混合、灵活配置三类基金），从基金重仓持股情况来看，2024Q3 食品饮料配置比例为 8.2%，和 2024Q2 的 8.6%相比，下降 0.4pct，说明三季度主动基金减少食品饮料配置。我们可推断出，三季度被动基金有加仓食品饮料的动作。主动权益基金的减仓行为反映出市场对于食品饮料的基本面情绪仍偏悲观。三季度市场较淡，消费需求较弱，叠加中秋节前飞天茅台酒批价受扰动下行，市场前期对于食品饮料情绪阶段性进一步走低。三季度末中央政治会议发布刺激经济政策，货币及财政政策齐发力，市场对宏观经济预期回暖，表现为国庆节前最后一周市场大盘升温，食品饮料前期回调较多，获得众多资金青睐，当周板块估值大幅提升。观察季末数据，食品饮料三季度末的仓位较二季度末有小幅回升。进入 10 月以来随着中秋国庆白酒消费不及预期，食品饮料股价出现回调。我们预判四季度末食品饮料持仓情况可能会有环比回落。

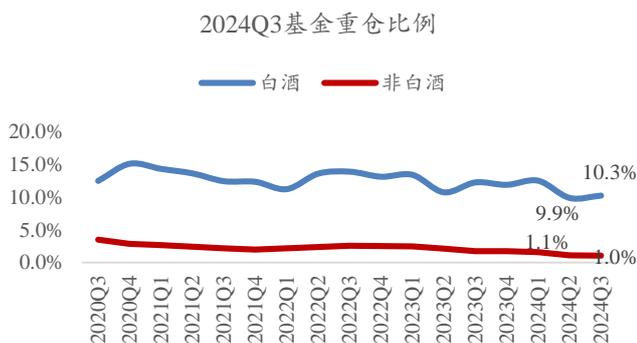
图9：2024Q3 全市场基金重仓食品饮料比例环比回升至 11.3%水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

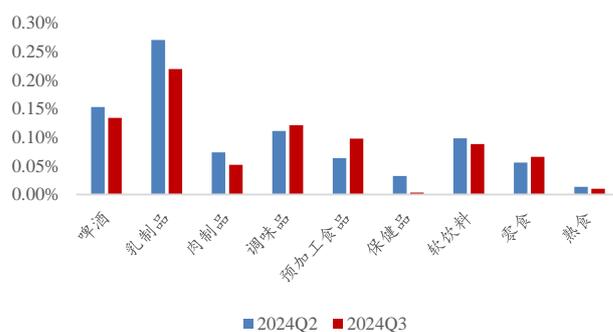
从子行业分解来看，基金重仓白酒比例由 2024Q2 的 9.9%回升至 2024Q3 的 10.3%水平。从重仓白酒的持股数量来看，老白干酒、五粮液、顺鑫农业、迎驾贡酒、贵州茅台、口子窖、洋河股份等被基金增持较多；今世缘、泸州老窖、舍得酒业、伊力特、古井贡酒、山西汾酒等被基金减持（持仓变动股份数为负）。从持仓市值（金额）变化情况来看，贵州茅台、五粮液、洋河股份、老白干酒、山西汾酒等基金持仓市值变动为正，泸州老窖、古井贡酒、今世缘、舍得酒业等基金持仓市值环比二季度均有下降。整体来看三季度白酒持仓虽有回升，但分化明显加大。2024Q3 整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回落 0.03pct 至 1.0%水平，其中除调味品、预加工食品、零食外，其余子行业被基金不同程度减持。

图10：2024Q3 白酒与非白酒重仓比例回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2024Q3 非白酒子行业重仓比例回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业：白酒调整蓄势，大众品持续分化

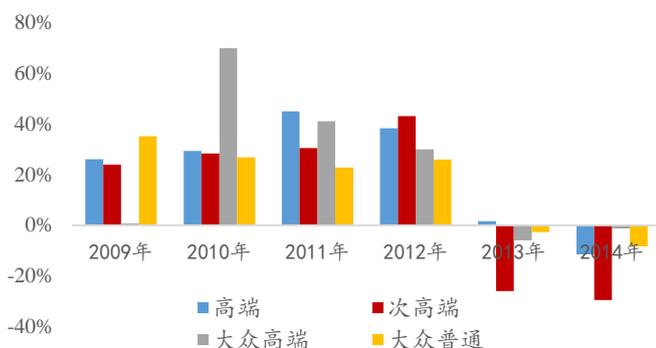
2.1、白酒：酒企主动调整释放压力，蓄势长期健康发展

2.1.1、产品升级驱动行业结构性繁荣，龙头企业竞争优势不断提升

三季度双节期间白酒消费较淡，酒企主动调控释放压力，2025年有望保持稳步增长。三季度消费需求偏弱，中秋期间消费氛围有所下滑。从消费端看，受宏观经济压力影响，居民消费相对谨慎，假日期间大众宴席、聚餐等需求表现仍不及预期，同时企业由于经营承压，政商务消费恢复偏慢。从酒企端来看，酒企在三季度并未向渠道进行过多发货和打款要求，主要以帮助渠道动销和去库存为主，通过主动调整释放市场压力，保障渠道健康良性发展。9月底随着一揽子增量政策的出台，市场信心短期改善较好，随着后续政策的落地执行，预计宏观经济有望逐步好转，带动大众消费需求回暖，白酒行业有望在2025年保持稳步增长趋势。

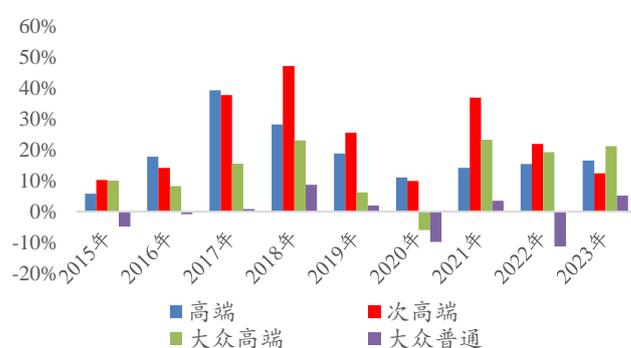
本轮白酒增长本质是由消费升级带动，行业呈现结构性繁荣。2009-2012年期间，白酒行业普惠式扩容，各个价格带的白酒都有较好表现，但是自2015年开始，白酒消费者群体由过去政务消费引领转变为大众消费、商务消费为主，消费者对品牌、品质更加重视。2015年以来高端白酒引领行业结构性增长，高端、次高端价格带增速明显快于中低端价格带，产品升级成为2015年以来白酒行业增长的主要驱动力。因此聚焦产品升级、掌控渠道秩序，成为白酒公司近年来的重点工作。

图12：2009-2012年期间，白酒各价格带均有较快增长



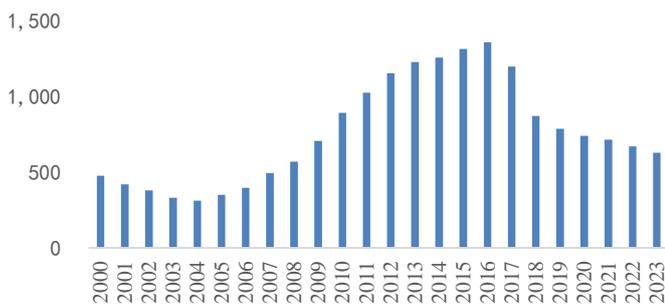
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2015年起次高端、高端价格带收入表现好于整体



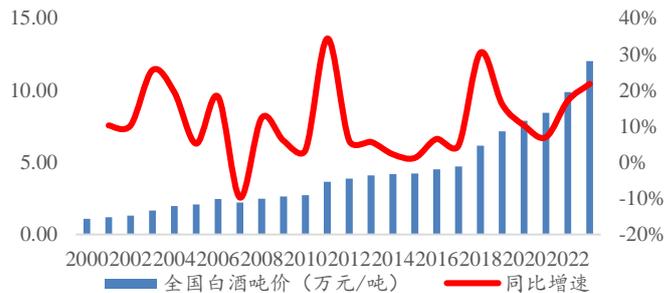
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2017年起全国白酒企业产量下滑（万千升）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2017年开始，全国白酒平均价格持续上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

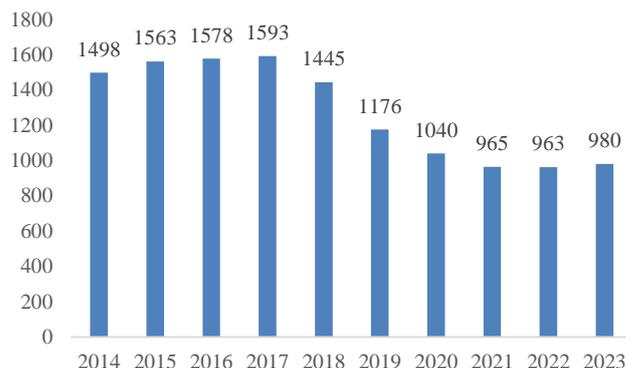
行业集中度持续提升。随着消费升级的快速演进，名优酒企之间也出现了明显的分化，提前在产品布局、渠道配合上做的较好的企业势能持续释放，而没有及时把握住升级时机的酒企发展遇到瓶颈。在当前存量竞争态势更加激烈的背景下，企业的综合内功显得更加重要：例如销售团队建设、对市场状态的判断、政策灵活度和执行能力、渠道关系建设和消费者服务能力等，不同品牌之间分化态势更加明显。

图16：上市白酒公司市场份额持续提升



数据来源：国家统计局、中国酒业协会、Wind、开源证券研究所

图17：规模以上白酒企业数量 2018 年以来下降明显

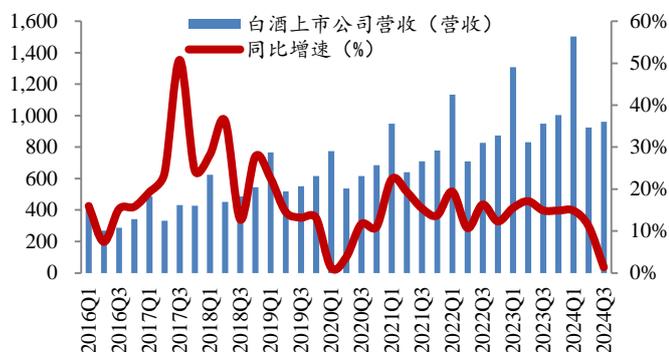


数据来源：国家统计局、中国酒业协会、开源证券研究所

2.1.2、三季度白酒业绩增速环比放缓，高端和大众高端保持稳步增长

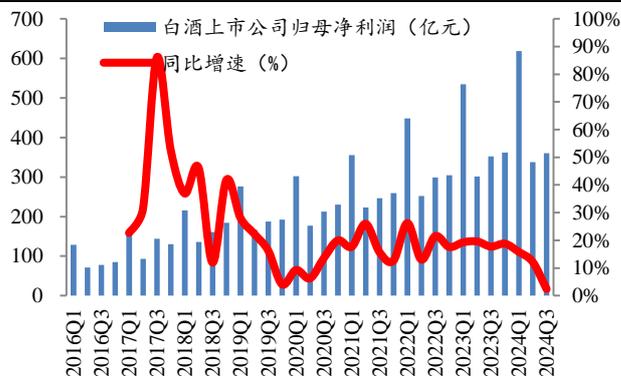
三季度节日期间需求平淡，白酒上市公司整体收入和净利润同比微增。三季度白酒行业消费偏淡，一方面由于经济增长偏缓，政商务消费需求有所承压；另一方面大众居民消费相对谨慎，中秋国庆期间宴席、餐饮等消费场景表现偏弱。整体来看，三季度白酒上市公司（剔除岩石股份与天佑德酒，下同）业绩保持稳步增长，但增速环比持续放缓，2024Q3 上市白酒公司整体收入 962.0 亿元，同比增长 1.3%，实现归母净利润 360.35 亿元，同比增长 2.4%。

图18：2024Q3 上市白酒企业收入同比增长 1.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2024Q3 上市白酒企业利润同比增长 2.4%



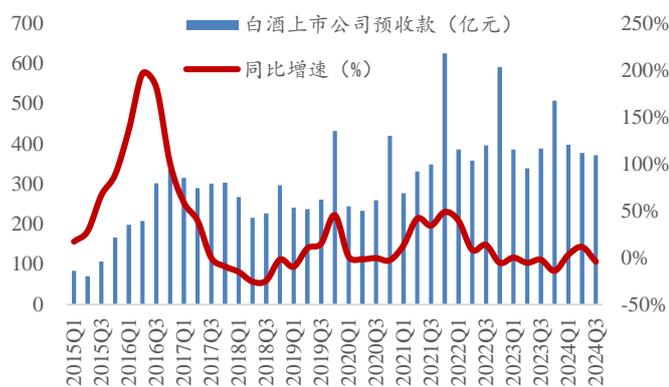
数据来源：Wind、开源证券研究所

2024 年 9 月末预收款规模同比减少，大部分酒企主动调整，帮助渠道清理库存，释放压力。由于三季度宏观经济持续承压，中秋国庆期间白酒动销端相对较淡，渠道普遍回款意愿相对偏弱，同时商务和团购需求在三季度依然较为疲软，大部分厂

家选择主动调整，帮助渠道消化库存为主，并未在回款上做过多要求和政策，酒企整体预收款规模相对表现较弱。2024年9月末上市白酒公司预收款总额371.5亿元，环比2024年Q2减少6.0亿元，同比2023年9月末减少16.5亿元。

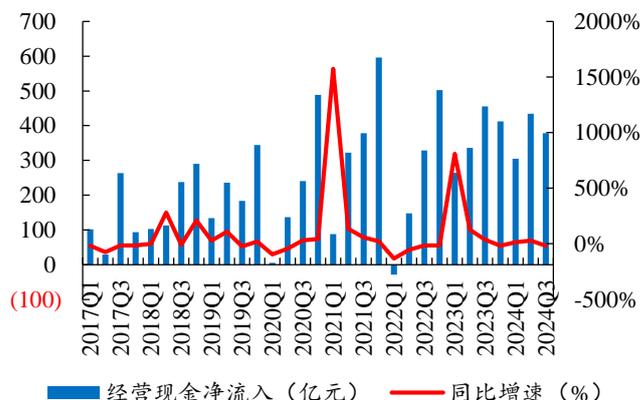
2024Q3上市公司经营现金流入较2023年Q3减少，主要系大部分酒企主动调整经营节奏。由于三季度大部分酒企主动调整经营节奏，2024年Q3经营现金流入增速同比下降，2023Q3-2024Q3上市公司整体经营性现金净流入额同比增速分别为+39%、-18%、+15%、+29%、-17%。2024年三季度贵州茅台和五粮液经营现金净流入相对较多，其他酒企现金流表现一般，剔除贵州茅台和五粮液后，其他公司经营现金净流入同比下滑8%，上市酒企整体经营活动现金流较2023年Q3减少。

图20: 2024Q3白酒企业预收账款规模减少



数据来源: Wind、开源证券研究所

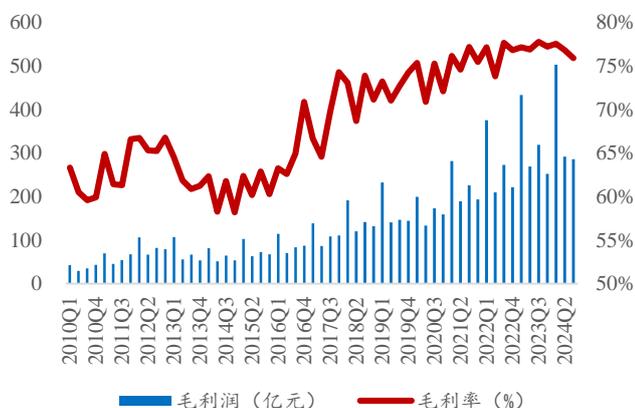
图21: 2024Q3白酒企业经营性现金净流入同比减少



数据来源: Wind、开源证券研究所

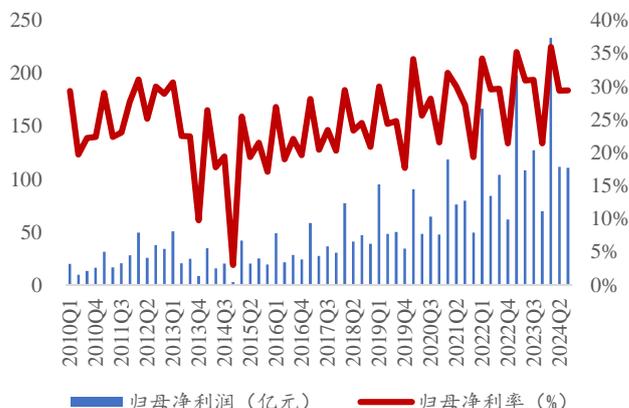
上市酒企毛利率下滑，销售费用率提升下，净利率同比下降。三季度宴席和政商务需求持续承压，酒企产品结构升级趋势有所放缓，2024Q3上市白酒公司（剔除茅五）毛利率为75.91%，同比2023Q3下降1.86pct。Q3管理费用率随着规模化提升呈现稳步下降趋势。酒企销售费用投放更侧重终端和消费者端，通过扫码红包、瓶盖活动等方式，加大消费者培育力度，促进终端提升开瓶率。2024Q3上市公司整体（剔除茅五）管理费用率和销售费用率分别为10.80%和17.02%，同比分别-0.40pct、+0.28pct；归母净利率为29.42%，同比下降1.62pct。

图22: 2024Q3白酒企业整体毛利率同比下降



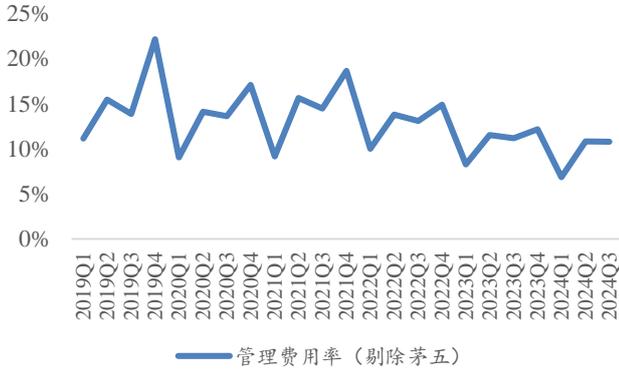
数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 2024Q3上市白酒企业归母净利率同比下降



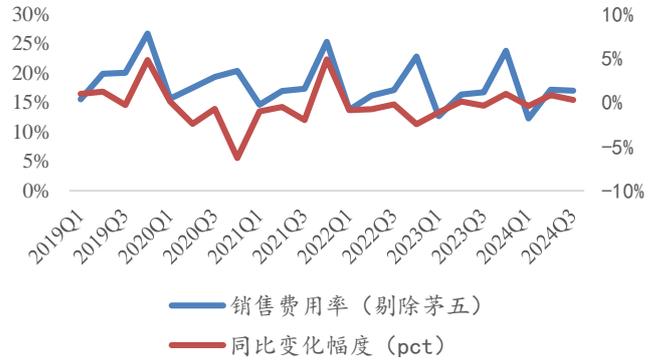
数据来源: Wind、开源证券研究所

图24：2024Q3 白酒企业管理费用率同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

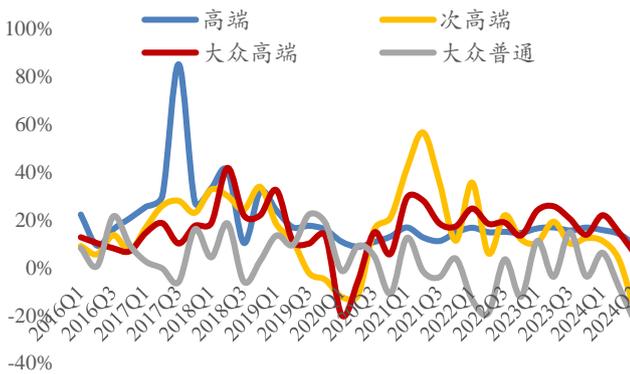
图25：2024Q3 白酒企业销售费用率同比上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

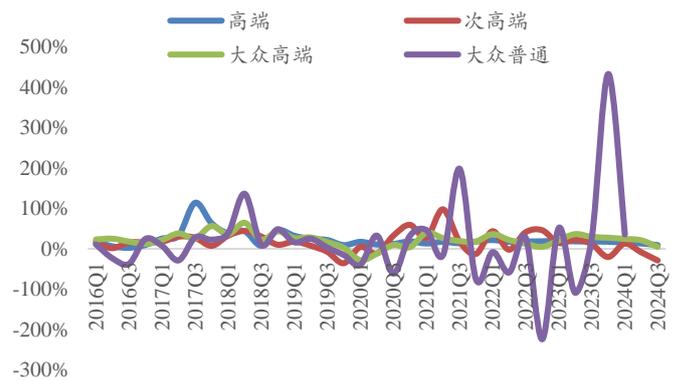
分价格带看：2024Q3 高端和大众高端价格带稳步增长，次高端依然承压。三季度消费需求仍相对疲软，中秋国庆旺季期间渠道和经销商反馈平淡，白酒行业仍延续K型复苏趋势，高端白酒需求维持平稳增长，大众高档白酒在宴席和餐饮场景仍有一定需求，次高端白酒增长存在一定压力。分价格带来看，高端酒整体保持稳健增长，2023Q4-2024Q3 高端酒收入同比增速分别为+17%、+16%、+14%、+10%。次高端消费大多以商务消费为主，三季度商务和团购需求复苏较为疲软，业绩增速环比有所下降，2023Q4-2024Q3 次高端酒收入同比增速分别为+12%、+11%、+4%、-19%。大众区域酒延续稳健增长，但头部区域酒企增速环比有所放缓，2023Q4-2024Q3 大众高端酒收入增速分别为+14%、+22%、+15%、+6%。

图26：2024Q3 高端收入增速更快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2024Q3 大众普通利润增速最快



数据来源：Wind、开源证券研究所

高端白酒业绩增速环比下降，酒企主动进行调整，收入利润符合预期。三季度高端酒企依托品牌优势和多元化需求保持稳健增长，虽然收入利润增速环比下降，但考虑宏观环境影响，业绩表现符合预期。贵州茅台三季度业绩平稳符合预期，其中茅台酒实现营收 326 亿元，同比+16.3%，三季度旺季公司茅台酒出货进度环比提速，Q3 系列酒营收 62 亿元，同比+13.1%，公司三季度减少 1935 投放，追加了王子等中低档产品的市场投入，产品结构也有所下降。五粮液 Q3 经营稳健，Q3 实现营收 172.68 亿元，同比增长 1.39%，归母净利润 58.74 亿元，同比+1.34%，三季度期

间公司为改善渠道利润，维护品牌价值，严格控制库存和发货量，三季度期间普五价格较为稳定，因此三季度收入有所放缓。泸州老窖 Q3 营收 74.0 亿元，同比+0.7%，归母净利润 35.7 亿元，同比+2.6%，Q3 业绩增速环比降低，主要系经济环境压力下，白酒需求持续走弱，公司通过调控发货和回款节奏，保障渠道平稳发展，缓解库存和资金压力，蓄势长期发展。

表1：高端白酒 2024Q3 营收和利润增速环比下降，毛利率、归母净利率相对平稳

简称	项目/时间	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
贵州茅台	营收增速	20.4%	13.1%	19.8%	18.0%	17.0%	15.6%
	归母净利润增速	21.0%	15.7%	19.3%	15.7%	16.1%	13.2%
	毛利率	91.0%	91.7%	92.7%	92.7%	90.9%	91.2%
	销售费用率	3.3%	3.7%	3.5%	2.5%	4.0%	4.1%
	归母净利率	48.0%	49.2%	48.3%	51.8%	47.7%	48.2%
五粮液	营收增速	5.1%	17.0%	14.0%	11.9%	10.1%	1.4%
	归母净利润增速	5.1%	18.5%	10.1%	12.0%	11.5%	1.3%
	毛利率	73.3%	73.4%	75.6%	78.4%	75.0%	76.2%
	销售费用率	15.4%	11.2%	7.6%	7.5%	17.3%	14.0%
	归母净利率	31.3%	34.0%	35.6%	40.3%	31.7%	34.0%
泸州老窖	营收增速	30.5%	25.4%	9.1%	20.7%	10.5%	0.7%
	归母净利润增速	27.2%	29.4%	24.8%	23.2%	2.2%	2.6%
	毛利率	88.6%	88.6%	87.9%	88.4%	88.8%	88.1%
	销售费用率	11.1%	12.8%	18.9%	7.8%	11.8%	11.8%
	归母净利率	48.4%	47.3%	32.3%	49.8%	44.8%	48.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

商务消费活动恢复较慢，次高端酒企仍处于承压阶段，业绩延续分化增长。2024 年三季度受宏观经济影响，商务消费场景恢复节奏相对较慢，次高端酒企由于品牌势能、渠道建设和库存情况不同，因此在业绩表现上存在较大差异。分品牌看，山西汾酒 Q3 营业总收入 86.1 亿元，同比+11.4%；归母净利润 29.4 亿元同比+10.4%，业绩符合预期，分产品看，Q3 中高价酒类/其他酒类分别实现收入 61.9/24.1 亿元，同比分别增长 6.7%/25.6%，Q3 青花系列经过前期库存消化，发货加速，玻汾 Q2 阶段性放货较多，Q3 控制了发货节奏，整体看前三季度中高端产品的增速仍处于良性发展状态。舍得酒业 Q3 中高档/普通酒分别实现营收 9.0/1.5 亿元，同比分别 -35.7%/-15.0%，中高档酒下滑主要原因是商务需求较弱，对次高端影响较大，公司考虑长期发展，主动控货去库存。市场也反馈次高端竞争更加激烈，公司下半年以来市场动作较为保守，对份额有一定影响。

表2：2024Q3 次高端品牌收入和净利润增速有所分化

简称	项目/时间	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
水井坊	营收增速	2.2%	21.5%	51.3%	9.4%	16.6%	0.4%
	归母净利润增速	508.9%	19.6%	53.2%	16.8%	29.6%	7.7%
	毛利率	81.6%	83.7%	83.1%	80.5%	81.5%	84.6%
	销售费用率	41.1%	12.4%	36.8%	35.1%	32.2%	8.4%
	归母净利率	6.4%	39.8%	18.0%	20.0%	7.1%	42.6%

舍得酒业	营收增速	32.1%	7.9%	27.6%	4.2%	-22.7%	-30.7%
	归母净利润增速	14.8%	3.0%	-1.9%	-3.4%	-88.4%	-79.2%
	毛利率	71.9%	74.6%	72.3%	74.2%	60.9%	63.7%
	销售费用率	15.2%	21.5%	16.5%	16.3%	27.0%	24.8%
	归母净利率	23.2%	21.9%	25.9%	26.1%	3.5%	6.6%
山西汾酒	营收增速	31.8%	13.6%	27.4%	20.9%	17.1%	11.4%
	归母净利润增速	49.6%	27.1%	2.0%	30.0%	10.2%	10.4%
	毛利率	77.8%	75.0%	72.1%	77.5%	75.1%	74.3%
	销售费用率	11.1%	10.6%	13.3%	7.5%	11.5%	10.5%
	归母净利率	30.8%	34.4%	19.4%	40.8%	29.0%	34.1%
酒鬼酒	营收增速	-32.0%	-36.7%	21.7%	-48.8%	-13.3%	-67.2%
	归母净利润增速	-38.2%	-77.7%	-10.1%	-75.6%	-60.9%	-213.7%
	毛利率	77.8%	75.7%	76.6%	71.1%	75.6%	64.0%
	销售费用率	29.7%	36.1%	39.6%	33.9%	35.5%	66.3%
	归母净利率	21.1%	9.4%	10.1%	14.9%	9.5%	-32.8%
洋河股份	营收增速	16.1%	11.0%	-21.5%	8.0%	-3.0%	-44.8%
	归母净利润增速	9.9%	7.5%	-161.3%	5.0%	-9.7%	-73.0%
	毛利率	75.1%	74.9%	69.6%	76.0%	73.7%	66.2%
	销售费用率	16.8%	15.5%	64.2%	8.5%	18.5%	27.8%
	归母净利率	30.7%	27.8%	-6.6%	37.3%	28.6%	13.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

宏观经济压力下，区域头部酒企主动放缓经营节奏，整体保持稳健增长。三季度区域头部酒企延续稳健增长趋势，但业绩增速环比有所下降，主要系宏观经济环境压力下，大众白酒消费需求表现平淡，江苏和安徽白酒行业竞争压力持续加剧，头部酒企主动调整经营节奏，释放报表压力。分品牌看，古井贡酒 Q3 营业总收入 52.6 亿元，同比增长 13.4%；归母净利润 11.74 亿元，同比增长 13.6%，业绩保持稳步增长，预计主要系大众价位产品贡献增量，次高端以上产品增速有所回落。口子窖 Q3 收入 12.0 亿元，同比-22.0%，归母净利润 3.6 亿元，同比-27.7%，Q3 高档白酒 11.4 亿元，同比-22.7%；中档白酒 0.1 亿元，同比-55.3%；低档白酒 0.2 亿元，同比+26.5%，三季度业绩低于市场预期，主要系老产品及兼系列高档产品动销承压，有所下滑。

表3：大众高端白酒 2024Q3 业绩增速环比降低

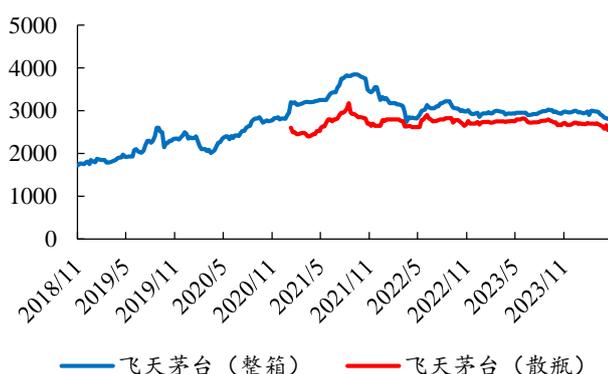
简称	项目/时间	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
古井贡酒	营收增速	26.8%	23.4%	8.9%	25.9%	16.8%	13.4%
	归母净利润增速	47.5%	46.8%	49.2%	31.6%	24.6%	13.6%
	毛利率	77.8%	79.4%	79.2%	80.3%	80.5%	77.9%
	销售费用率	24.3%	28.3%	25.0%	27.2%	24.6%	23.0%
	归母净利率	25.6%	22.3%	18.1%	24.9%	27.3%	22.3%
口子窖	营收增速	34.0%	4.7%	10.4%	11.1%	5.9%	-22.0%
	归母净利润增速	22.8%	8.4%	6.9%	10.0%	15.1%	-27.7%
	毛利率	70.5%	77.8%	75.1%	76.5%	75.0%	71.9%
	销售费用率	13.1%	24.5%	35.8%	14.2%	12.2%	20.6%
	归母净利率	23.6%	32.7%	24.6%	33.3%	25.7%	30.3%

今世缘	营收增速	30.6%	28.0%	26.7%	22.8%	21.5%	10.1%
	归母净利润增速	29.1%	26.4%	18.8%	22.1%	16.9%	6.6%
	毛利率	72.9%	80.7%	88.4%	74.2%	73.0%	75.6%
	销售费用率	21.5%	27.3%	19.9%	18.0%	21.0%	24.1%
	归母净利率	36.7%	24.5%	28.8%	32.8%	35.3%	23.7%
迎驾贡酒	营收增速	28.6%	21.9%	18.8%	21.3%	19.0%	4.0%
	归母净利润增速	59.0%	39.5%	26.0%	30.4%	28.0%	6.2%
	毛利率	70.6%	73.0%	70.7%	75.1%	71.1%	75.8%
	销售费用率	12.0%	8.3%	9.1%	6.7%	10.0%	9.0%
	归母净利率	29.7%	35.6%	33.0%	39.3%	31.9%	36.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

展望 2024 年全年，经济逐步复苏下，高端白酒价格有望企稳回升。2024 年春节前期间受益于高端礼赠需求较高，高端白酒整体批价相对平稳。春节后高端白酒批价普遍有所下滑，一方面行业进入淡季，消费需求有所减少；另一方面贵州茅台在巽风平台投放 375ml 飞天茅台，引发传统渠道担忧，导致茅台酒价格下滑。但长期来看高端白酒批价有望迎来稳步上升趋势，一方面当前消费场景恢复较快，高端宴请和礼赠需求得到释放；另一方面随着促经济政策逐步推出，社会经济活跃性开始稳步恢复，商务活动有望逐步增多。此外，高端酒企也将通过产品结构调整来提升整体均价水平，2024 年贵州茅台将加大非标酒和 1935 投放，推进精品、珍品、生肖酒、二十四节气酒等产品，通过差异化产品推动整体均价水平提升。五粮液对普五进行缩量 and 上调出厂价格，普五批价已逐步企稳回升，有望向千元价格带进发，同时将通过文创和定制产品投放，打造超高端产品矩阵，进而拉动普五品牌影响力提升。泸州老窖将坚持高低度国窖协同运作，高度国窖稳步推进控量挺价策略，紧跟五粮液向上挺价，打造高端品牌影响力，低度国窖承担放量增长，主要在华北等地区培育消费氛围。

图28：飞天（散瓶）价格 2024 年有所波动（单位：元）



数据来源：今日酒价、开源证券研究所

图29：五粮液和国窖价格波动前行（单位：元）



数据来源：今日酒价、开源证券研究所

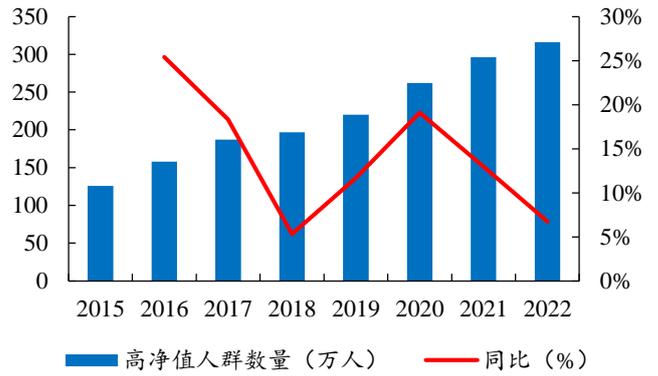
长期来看，高端酒确定性与成长性兼备。居民消费持续升级是高端白酒扩容的基础。2013 年以来我国居民收入快速增长，平均财富水平不断增加。一方面中产阶级不断扩容，另一方面富裕阶层财富水平也持续提升。随着财富的提升，消费信心增加，消费者更多的追求高价格、高品质、能体现个人财富地位的商品。2015-2023 年，高端白酒市场规模复合增速 21.5%，随着高净值人群数量和资产量的提升，高端白酒市场仍将持续扩容。

图30: 高端白酒规模持续增长



数据来源: Wind、各公司公告、开源证券研究所

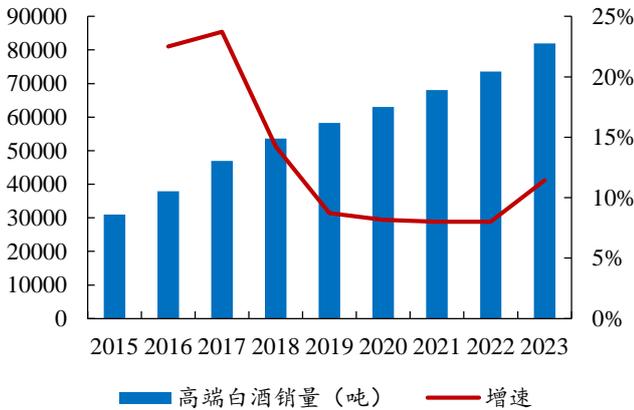
图31: 高净值人群数量持续增长 (单位: 万人)



数据来源: Wind、开源证券研究所

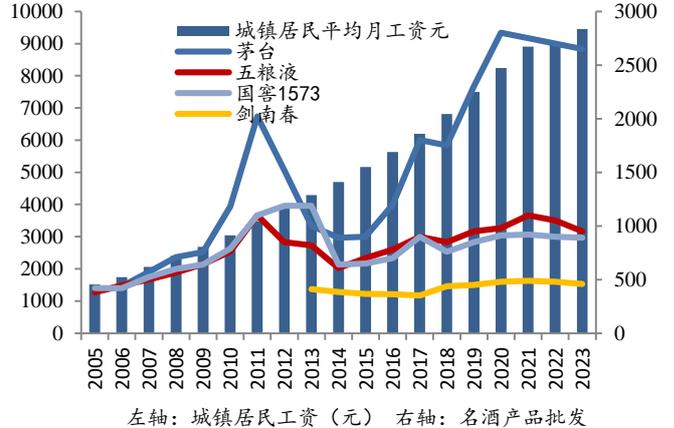
拆分来看, 高端白酒量价均有提升空间。高端白酒(茅五泸)2023年销量约8.2万吨, 2015-2023年复合增速12.9%, 受益于消费升级和品牌化带动, 预计未来高端酒销量仍能保持年均6%-10%左右增速。2023年末城镇居民平均月工资水平较2011年已经翻倍, 2023年11月1日, 飞天茅台宣布出厂价提升20%, 终端指导价格不变, 预计后续仍有提价动力和空间, 打开了高端白酒价格的天花板, 因此考虑到居民消费水平提升幅度与高端白酒产能的稀缺性, 预计目前高端白酒价格仍有提升空间。

图32: 高端酒(茅五泸)历史销量增长稳健



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图33: 高端酒价格仍在可接受范围内

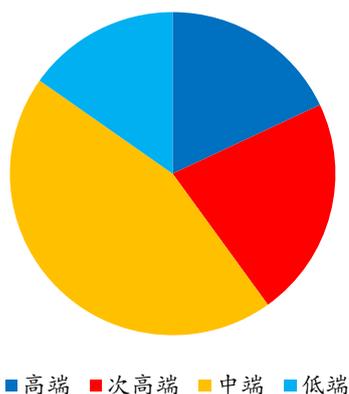


数据来源: Wind、酒趣公众号、开源证券研究所

2020-2023年受到经济环境影响, 次高端白酒经营状态波动较大。部分次高端企业仍处于渠道巩固、空白渠道建设阶段, 产品使用场景以商宴为主。相较于高端白酒家喻户晓的品牌知名度以及区域白酒多年完善的渠道建设, 部分次高端企业自2015年-2020年才陆续重塑经销商体系, 重点市场深耕程度仍有不足(山西汾酒大基地市场质量较好), 仍有较多潜力市场等待开发: 水井坊2015年开始重塑通路、酒鬼酒2019年正式开始以内参为先锋发力全国, 舍得酒业2020年开始重新大规模招商。2020年以来线下消费场景受限令空白市场招商和销售员异地拓展阶段性受阻, 消费者培育活动开展难度加大。次高端产品主要使用场景是商务宴请、企业活动等, 疫情防控常态化对该场景影响较大, 次高端酒企阶段性面临的调整和压力会较高端和大众产品更大一些。

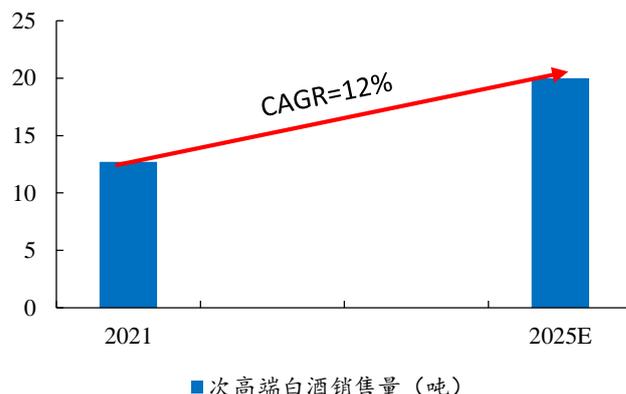
中长期经济复苏将拉动次高端酒价格带上移，次高端仍是成长潜力最大价格带。次高端酒消费升级与经济环境相关性较大，一方面在服务业、制造业经营改善后，居民就业率和收入水平得到提升，推动白酒消费升级趋势延续，大量 100-300 元消费群体将向升级至 300 元以上价格带，进而拉动次高端白酒价格提升。另一方面，经济增长下高端白酒批价将先于次高端白酒提升，随着五粮液和泸州老窖提升至千元价位后，将进一步打开次高端价格上限，为次高端酒价格上移提供良好环境。

图34：2023 年销售额角度看预计次高端占比较低



数据来源：中商情报网、开源证券研究所

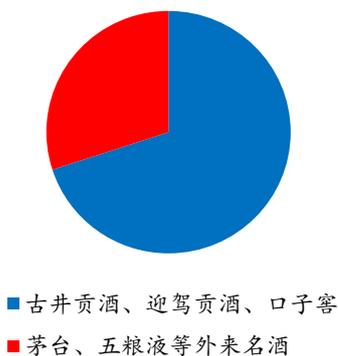
图35：销量角度看次高端销量仍有提升空间



数据来源：华夏酒报公众号、开源证券研究所

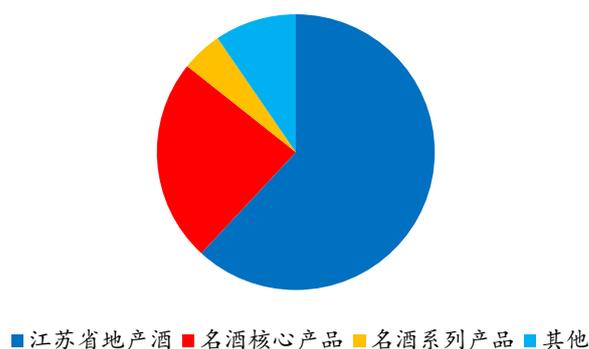
增量放缓背景下，区域酒企在基地市场集中度提升速度加快。面对严峻的行业环境，强势地产酒一方面通过强大的组织能力，进一步加大费用投入，咬定全年目标不放松。另一方面，渠道主动抛弃新兴品牌，加强与传统品牌的合作，区域强势市场份额进一步提升，从而实现了业绩的稳定增长。反观三四线弱势地产白酒，面对强势品牌的大力抢夺，弱势地产酒品牌营收普遍出现大幅下滑。

图36：2023 年安徽省白酒市场 CR3 占比超 70%



数据来源：酒业家公众号、开源证券研究所

图37：2023 年江苏省地产酒市占率超 60%



数据来源：酒说公众号、开源证券研究所

长期展望来看，区域白酒持续升级是主要增长动力。目前全国大部分地区大众宴席主流消费价格带区大部分在 200 元及以下，近年来区域强势酒企也在大本营市场积极推进产品升级，凭借坚实的渠道基础和消费者品牌忠诚度，近年来普遍在 300-500 元价格带布局上有了良好的成果，未来结构升级将是大众酒龙头业绩增长的主要驱动力之一。

总结：1、先量后价，销量的增长是价格恢复的先行阶段。2024年随着消费场景快速恢复，白酒销量有望实现较好提升，上半年场景修复下白酒完成库存去化，下半年多数酒企将以正常状态开展市场活动。

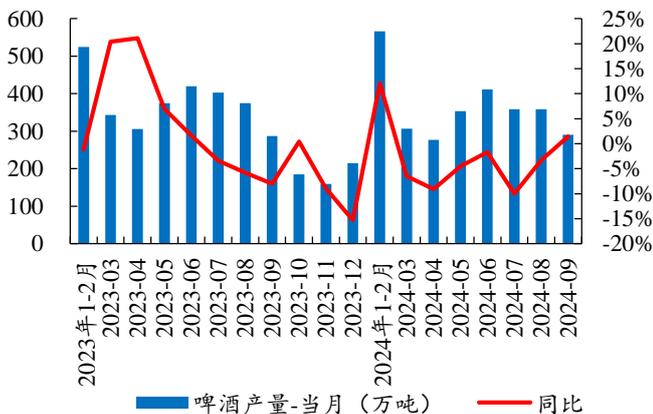
2、行业生态健康，需求持续恢复，价格有望实现从企稳到回升。对价格和升级趋势的担忧成为压制行业估值的主要因素。随着宏观经济形式逐步好转，经济增速和人均收入稳步提升，居民消费水平有望在2024年下半年逐步提升，推动白酒价格回升，行业重新进入量价良性循环。

3、高端兼具稳定性和成长性，次高端将跟随经济迎来弹性增长，区域龙头酒企持续加强竞争力。同时在分化进一步加剧的背景下，我们建议选择管理机制好、营运能力强的公司，推荐贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、五粮液。

2.2、啤酒：2024Q3 啤酒需求再下台阶，卸下包袱，轻松上阵

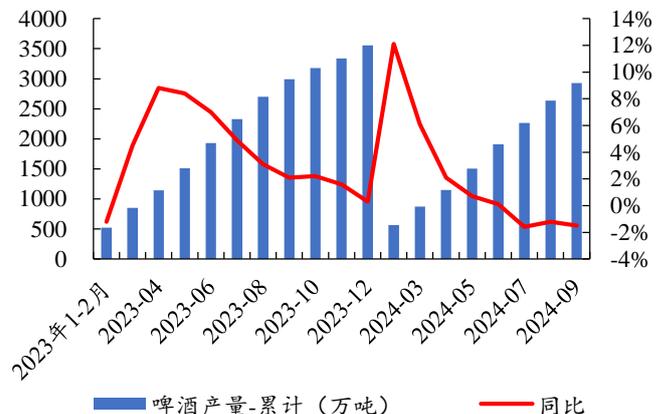
2024Q3 啤酒产量同比维持负增长，旺季需求承压。2024年1-9月国内啤酒累计产量同比降1.5%，其中7月、8月、9月啤酒产量同比分别降10%、降3.3%、增1.4%；从节奏来看，7-9月延续2024Q2相对疲软的需求趋势，虽然4-6月产量降幅同比收窄，但趋势并未延续，需求仍较低迷，动销低于预期，7月份以后产量快速下跌，行业重新调整生产节奏、去库存。我们认为主因餐饮需求疲软、基数较高、极端天气增多等因素影响导致啤酒销量、结构均承压。8-9月旺季逐渐结束，但行业产量同比数据逐渐恢复，我们认为一是因为低基数（2023年8-9月行业生产低迷），二是行业库存逐渐去化、维持合理补库状态。

图38：2024年9月啤酒产量同比增1.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：2024年1-9月啤酒累计产量同比降1.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2024Q3 餐饮需求延续疲软，行业营收压力陡增。2024Q3 主要上市啤酒企业营收压力陡增，但龙头企业呈现较大压力，青岛啤酒、重庆啤酒营收同比负增长，增速环比2024Q2 下滑。珠江啤酒、燕京啤酒营收虽然同比实现正增长，但增速环比2024Q2 亦有所下降。我们认为，2024Q3 啤酒行业量价均承压，从销量角度上看雨水天气增多、高温天气减少，同时餐饮关店下家庭消费并未弥补餐饮渠道损失的销量。从结构上看，消费下行、餐饮渠道下滑多于家庭渠道，导致产品结构承压。

表4：2024Q3 单季啤酒上市公司营收压力陡增

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
青岛啤酒	16.27%	8.16%	-4.58%	-3.37%	-5.19%	-8.89%	-5.28%
重庆啤酒	4.52%	9.64%	6.51%	-3.76%	7.16%	1.54%	-7.11%
珠江啤酒	18.75%	11.35%	5.94%	1.16%	7.05%	8.07%	6.89%
燕京啤酒	13.74%	7.65%	8.53%	-4.41%	1.72%	8.79%	0.19%
惠泉啤酒	7.04%	12.46%	4.15%	-64.66%	2.86%	-1.33%	-0.38%
兰州黄河	1.42%	-17.80%	-10.64%	-11.73%	-26.86%	4.05%	-4.94%
*ST 西发	-19.16%	-21.91%	228.62%	46.47%	-0.70%	81.12%	8.02%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2024Q3 受益原料价格下行带动吨成本下降，大多啤酒企业毛利率改善。从毛利率表现来看，2024Q3 啤酒企业毛利率大多有所改善，其中青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒等毛利率同比+1.19pct、-1.35pct、+4.03pct、+0.04pct。啤酒板块毛利率同比改善主因成本下降，其中主因麦芽、纸箱等包材原料价格下降。但 2024Q3 毛利率提升幅度相较 2024Q2 较少，主因吨价压力较 2024Q2 更加明显。从销售费用率来看，主流酒企销售费用率稳中有升，主因收入承压、市场竞争投入在增多。从净利率来看，啤酒企业净利率大多有所提升，主因成本改善。

2024Q3 龙头净利润增速承压，其他弹性较大的公司利润增速开始回落。2024Q3 利润增速分化更加明显，青岛啤酒、重庆啤酒等龙头相对承压，区域酒企表现相对较好。从利润弹性来看，各企业表现趋于收敛，青岛啤酒、重庆啤酒利润降幅相对一致，珠江啤酒、燕京啤酒等 2024Q2 利润弹性较大的企业于 2024Q3 增速回落。

表5：2024Q3 多数啤酒企业毛利率同比提升

证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
青岛啤酒	38.32%	40.08%	40.93%	27.47%	40.44%	42.79%	42.12%
重庆啤酒	45.16%	51.45%	50.53%	48.79%	47.90%	50.45%	49.17%
珠江啤酒	40.79%	48.24%	45.74%	27.70%	42.13%	53.11%	49.77%
燕京啤酒	36.78%	45.66%	47.96%	-6.57%	37.18%	48.33%	47.99%
惠泉啤酒	26.45%	34.11%	33.19%	-34.70%	30.64%	35.57%	35.87%
兰州黄河	15.32%	25.53%	26.35%	-16.74%	10.81%	16.51%	26.87%
*ST 西发	33.60%	24.09%	30.08%	30.40%	33.05%	39.47%	42.31%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：2024Q3 主流酒企销售费用率同比稳中有升

证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
青岛啤酒	13.84%	8.32%	11.67%	41.42%	12.83%	8.75%	14.08%
重庆啤酒	12.95%	15.93%	15.60%	33.10%	13.13%	17.20%	14.74%
珠江啤酒	15.36%	13.34%	13.09%	23.43%	16.62%	13.06%	15.22%
燕京啤酒	12.49%	9.37%	15.89%	-0.58%	11.93%	10.01%	13.86%
惠泉啤酒	9.09%	4.42%	1.13%	15.18%	9.09%	6.71%	1.72%
兰州黄河	11.90%	21.72%	15.46%	24.67%	16.17%	27.83%	43.97%
*ST 西发	2.65%	2.89%	1.78%	1.74%	2.30%	3.42%	4.16%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：2024Q3 大多数啤酒企业净利率同比提升

证券简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
青岛啤酒	13.76%	18.45%	16.17%	-21.99%	15.99%	21.15%	15.85%
重庆啤酒	19.34%	21.51%	21.36%	0.15%	20.94%	19.71%	20.64%
珠江啤酒	8.87%	16.49%	15.90%	-2.12%	11.37%	20.49%	16.47%
燕京啤酒	2.55%	12.66%	11.42%	-16.75%	3.61%	16.66%	13.37%
惠泉啤酒	0.56%	10.30%	17.26%	-68.98%	3.54%	12.81%	20.02%
兰州黄河	-12.52%	61.33%	-10.46%	-176.89%	-15.37%	-20.72%	-60.26%
*ST 西发	-43.22%	-17.41%	-7.07%	80.24%	10.61%	20.95%	26.03%

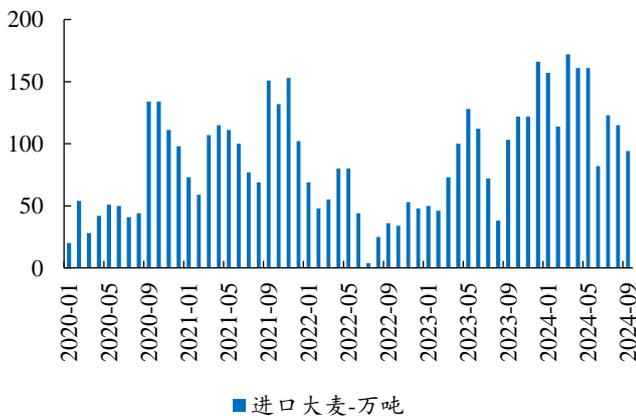
数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：2024Q3 主流酒企归母净利润增速表现分化，龙头压力更加明显

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
青岛啤酒	28.86%	14.40%	4.75%	-15.01%	10.06%	3.55%	-9.03%
重庆啤酒	13.63%	23.52%	5.32%	-109.23%	16.78%	-5.99%	-10.10%
珠江啤酒	22.15%	15.06%	8.03%	-171.86%	39.37%	35.63%	10.60%
燕京啤酒	7373.28%	28.47%	37.37%	2.78%	58.90%	45.91%	19.84%
惠泉啤酒	152.38%	20.03%	26.73%	-68.59%	468.51%	23.62%	15.36%
兰州黄河	9.19%	-21.60%	84.99%	-482.62%	70.92%	-135.74%	-381.35%
*ST 西发	-252.95%	-17.77%	46.27%	176.37%	102.74%	180.74%	203.76%

数据来源：Wind、开源证券研究所

短期景气度低迷，卸下包袱，轻装上阵。2024Q3 行业需求延续低迷趋势，受消费力下行、餐饮需求疲软影响，主流酒企量价表现有所回落，中高档啤酒竞争逐渐激烈、增速放缓，行业高端化进程阶段性告一段落。同时，行业利润也逐渐呈现压力，虽然大多数酒企毛利率有所改善，但销售费用率仍有所上升，行业利润未延续2024Q2 增长趋势。成本方面，2024 年进口大麦随着澳洲大麦双反政策取消之后快速增长，大麦进口价格持续下行。展望 2025 年，我们认为，随着宏观刺激政策落地，行业需求有望逐渐回暖，行业逐渐恢复韧性，销量有望较快恢复，结构呈现逐步弱复苏趋势。

图40：2023 年 4 月以来进口大麦数量呈增长趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

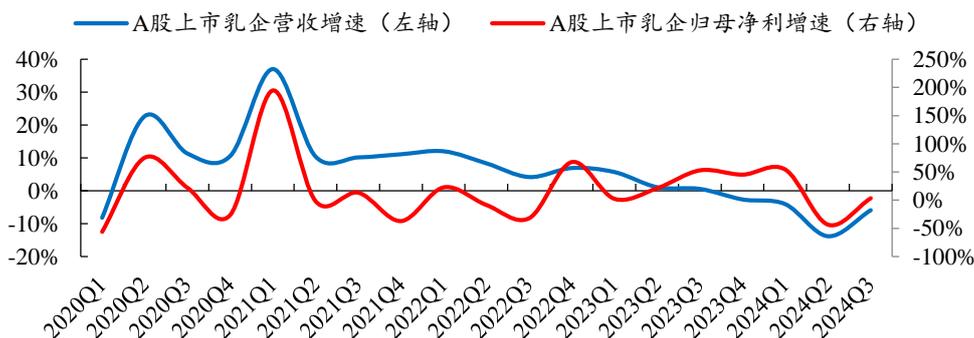
图41：2023 年以来大麦进口均价持续回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、乳制品：乳制品需求仍承压，行业竞争理性

乳制品需求仍偏弱，2024Q3 乳企营收、利润均环比改善。三季度乳制品需求仍然偏弱，终端动销压力较大，但乳企基本完成库存调整工作，在此影响下环比二季度有所改善，上市乳企 2024Q3 营收同比降 5.9%；同时，三季度上游奶价仍持续下行带来成本红利，叠加渠道调整完成后买赠促销力度减小、产品价格有所回升，2024Q3 上市乳企归母净利润同比增 3.3%，环比显著改善。尽管短期行业发展承压，但长期来看，中国人均牛奶饮用量仅为世界平均水平的三分之一，且各个子行业发展程度不一，未来乳制品行业发展空间广阔。

图 48：2024Q3 A 股上市乳企营收同比降 5.9%，归母净利润同比增 3.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

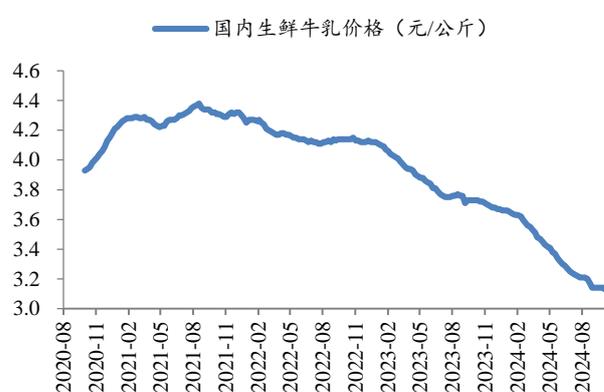
奶价延续下行趋势，预计四季度奶价压力趋缓。2024Q3 原奶供需环境仍宽裕，原奶价格延续下行趋势。2024 年 10 月 24 日，国内生鲜乳价格 3.1 元/公斤，环比+0.0%，同比-15.9%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中；2024 年 10 月 15 日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3553 美元/吨，环比-0.2%，同比+19.8%。2024 年前三季度上游奶源供给逐步出清、渠道调整成效显著，9 月底七部门联合出台了促牛奶消费相关政策，有望促进需求进一步修复，预计四季度原奶价格下行压力逐渐趋缓。长期看，我国奶牛存栏量仍处低位，在环保政策严格、土地资源紧缺的背景下，奶源供给增长仍较为缓慢；乳制品需求旺盛、上下游合作深化下，预计未来原奶长期会处于供需平衡状态，原奶价格相对平稳。

图 42：2024 年 10 月 15 日全脂奶粉中标价同比+19.8%



数据来源：GDT、开源证券研究所

图 43：2024 年 10 月 24 日生鲜乳价格同比-15.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2024Q3 乳制品行业促销力度减小，全年仍将保持理性。2024Q3 原奶供给宽裕，乳制品需求仍偏弱，但主要乳企基本完成渠道库存调整工作，促销力度相比二季度开始收缩。展望全年，原奶价格延续下行趋势，但因乳制品龙头企业均重视盈利能力提升，预计行业竞争仍较为理性。往长期展望，龙头乳企伊利股份、蒙牛乳业均要求保证盈利能力基础上的收入增长，费用投放更倾向于在品牌等方面投入，形成品牌渠道合力，进一步增强企业核心竞争力，预计长期行业竞争会较为理性。

行业集中度可持续提升，龙头领先优势稳固。2024 年前三季度龙头伊利股份领先优势稳固，2024Q3 公司液体乳、成人奶粉、冷饮市场份额继续稳居细分市场第一。龙头伊利股份、蒙牛乳业不断升级产品结构、坚持精耕策略、完善上游奶源战略布局、持续提升品牌力，领先优势稳固，毛利率持续提升，市场份额仍有望不断扩大，乳制品行业集中度有望持续提升。

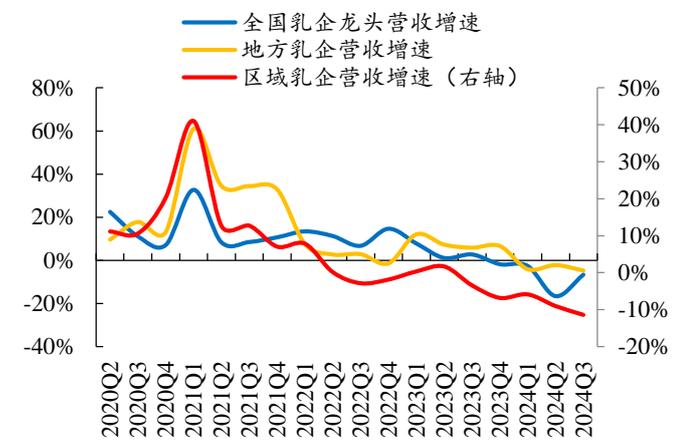
乳企营收均有下滑、净利稳步增长，全国乳企净利率改善明显。根据乳企规模和经营地域大小分类来看，全国性乳业（如伊利股份）多业务发展，终端需求延续弱势，而伊利经过前期渠道调整，库存恢复到健康水平，收入降幅环比 Q2 收窄，2024Q3 营收同比降 6.7%，其中液体乳同比降 10.3%；受益原奶价格下行、产品结构改善，2024Q3 毛利率同比提升 2.5pct 至 34.9%；由于渠道结构调整仍有一些费用投放，叠加奥运相关费用投入，2024Q3 销售费用率同比略提升 1.1pct 至 19.0%；2024Q3 扣非后净利率同比增 2.4pct 至 11.0%。区域乳企（如光明乳业、新乳业、三元股份）2024Q3 营收同比降 11.4%，归母净利同比降 107.9%，归母净利率同比降 1.4pct 至 -0.1%。区域性乳企整体营收下滑，但部分乳企积极推动主业发展，如新乳业推动鲜奶、低温奶等高毛利主业增长，三季度主营业务收入基本保持平稳；原奶成本红利叠加产品结构优化下净利率明显提升。地区乳企（如燕塘乳业、天润乳业）收入也在下降，同时三季度牛只淘汰水平回归常态，减值损失环比有所改善，2024Q3 营收同比降 4.7%，归母净利同比增 12.3%，归母净利率同比提升 1.2pct 至 8.1%。

乳制品行业估值较低，仍具配置价值。受宏观经济影响，乳制品行业弱复苏，不同子行业处于不同阶段，传统常温液态奶行业双寡头格局稳定，龙头注重净利率提升，竞争较为理性且偏于长期品牌投入；低温奶行业各个区域乳制品企业区域割据，仍处于跑马圈地时期。目前乳制品行业整体估值较低，未来可关注：（1）行业整体复苏，龙头乳企估值可修复；（2）所处子行业仍快速增长，盈利能力持续改善的公司。

推荐护城河稳固，领先优势稳固，多业务布局的龙头伊利股份。伊利股份具备产品、渠道优势，领先地位稳固。（1）产品端，布局多元品类，持续创新乳制品、探索非乳品类，完善业务版图。一方面以常温液奶为核心，伴随消费能力复苏，借助丰富产品矩阵及创新升级打造品牌力，夯实核心业务优势；另一方面继续发挥在奶粉板块的优势和潜力，新品持续发力，聚焦功能属性不断积累成人营养品的研发实力和运营能力，进一步优化产品结构；同时积极寻找新的消费趋势和机会，布局非乳品类。（2）渠道端，坚持传统渠道优势并进一步进行渠道深耕，同时积极尝试新兴渠道，打造多元渠道和 B 端运营能力。此外，公司国际化业务发展良好，产品已进入东南亚、美国、非洲等市场，同时优化全球供应链网络布局，未来有望借助全球经营网络加快国际化步伐。同时，公司充分发挥龙头企业作用，面对行业变化积极进行渠道调整，在长期维度上确保渠道健康度、正向促进盈利水平。展望 2024 年全年，行业竞争理性、原奶成本红利延续下预计公司毛利率会有一定提升；目前渠道调整已完成，销售费用投放将趋于稳定，预计全年销售费用率基本平稳。2025

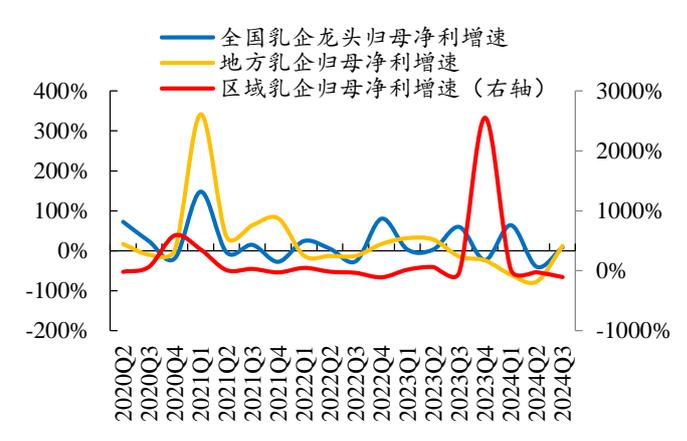
年春节较早，部分备货动作将于 2024Q4 发生，四季度营收、净利环比有望改善。长期来看，伊利股份集中度有望持续提升、多元化、全球化布局下业绩有望稳步增长，仍具有配置价值。

图 51：2024Q3 各类型乳企营收均下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 52：2024Q3 龙头乳企及地方乳企归母净利改善明显

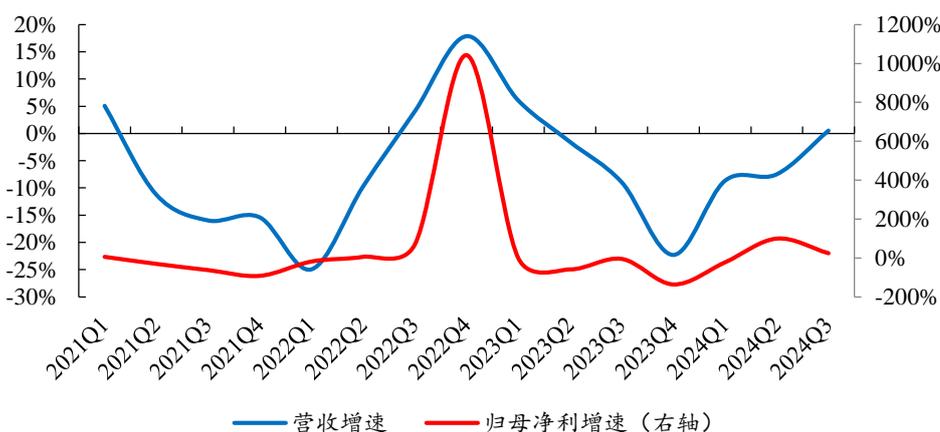


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、肉制品：猪价上行背景下屠宰利润改善，肉制品吨利仍维持高位

2024Q3 行业营收、净利均增长。肉制品上市企业 2024Q3 实现营收 276.3 亿元，同比增 0.5%；实现归母净利 18.3 亿元，同比增 24.7%。双汇发展 2024Q3 屠宰营收同比增 5.0%，其中屠宰量环比增长、同比下降；屠宰利润同比降 53.6%，利润承压主因 2024 年猪价上涨走势与 2023 年形成错位，2024 年 5 月份猪价开始上涨，低成本冻品带来的利润提升更多体现在 Q2；另一方面，Q3 猪价处于较高水平，不易于鲜品销售及盈利，进一步侵蚀生鲜品利润。肉制品方面，2024Q3 营收同比降 4.0%，环比 Q2 改善，主因公司在市场和渠道上采取积极措施成效显现。

图 53：2024Q3 A 股上市肉企营收同比增加 0.5%，归母净利同比增加 24.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

三季度猪价维持在高位。11 月 2 日，生猪出栏价格 17.3 元/公斤，同比+17.3%，环比-1.1%；猪肉价格 24.6 元/公斤，同比+19.2%，环比-0.4%。2024 年 5 月份猪价开始上涨，三季度猪价维持在高位。

三季度屠宰量、生猪存栏量均下降，预计四季度屠宰量逐渐恢复。2024Q3 生猪定点屠宰企业屠宰量为 7510 万头，同比降 7.3%。生猪存栏同比下降，2024 年 9 月生猪存栏同比降 3.5%；2024 年 9 月，能繁母猪存栏 4062.0 万头，同比降 4.2%，环比增 0.6%。2024 年三季度在猪价上行背景下，双汇发展屠宰量环比增长、同比仍然下降。全年维度来看，三季度低成本冻品加大出库，四季度仍属乳制品消费旺季，屠宰量有望逐渐恢复增长，叠加积极开拓增加网点数量，预计 2024 年屠宰业务的规模和利润均有望保持在平衡线上。

图44：2024 年 11 月 2 日猪肉价格同比+19.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：2024 年三季度生猪定点屠宰量同比降 7.3%



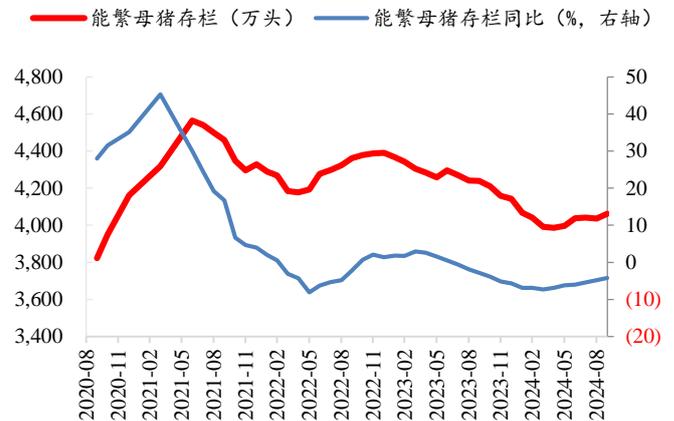
数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：2024 年 9 月生猪存栏数量同比-3.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：2024 年 9 月能繁母猪存栏数量同比-4.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

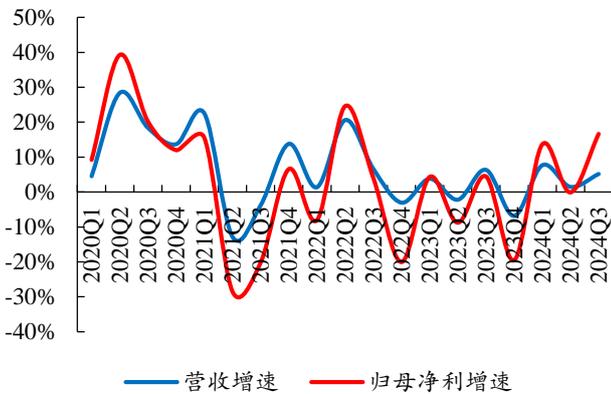
预计 2024 年肉制品吨利可维持高位。2024Q3 龙头双汇发展肉制品销售收入同比下滑 4.0%至 68.3 亿元，环比 Q2 降幅收窄，营业利润同比增 7.9%至 18.9 亿元，量利均环比改善，主因公司在市场和渠道上采取积极措施成效显著，且成本控制和产品结构调整下肉制品盈利能力较好，Q3 总盈利和吨利均创历史最佳水平。展望未来，(1) 公司将继续推进网点倍增计划，加快新渠道开发并积极参与市场竞争；(2) 坚持两调一控，加强市场专业化、立体化运作，稳高温、上低温、做大速冻产品，实现量利双增；(3) 加快数字化转型升级和科技赋能。预计 Q4 肉制品产销量和盈利同比均有望明显提升，全年规模和利润有望基本稳定。

推荐已形成产业闭环，布局新赛道，吨利长期稳中有升的龙头双汇发展。双汇发展采用自繁自养方式布局养殖业，构建养殖、屠宰、肉制品加工和销售的产业闭环后，可进一步平滑成本波动，增强产业协同效应，提升屠宰及肉制品业务的盈利能力。三季度公司加大冻品出库后，冻品库存量处于历史较低水平，展望四季度，肉制品消费旺季延续，生鲜品产销量均有望明显提高，盈利有望基本保持稳定。肉制品方面随着公司加大市场支持，预计 Q4 产销量和盈利同比均有望明显提升，全年规模和利润有望基本稳定。此外依托原料、加工、渠道优势布局预制菜等新板块亦有望贡献业绩增量。

2.5、调味品：2024Q3 整体收入回暖，盈利能力同比环比均有所改善

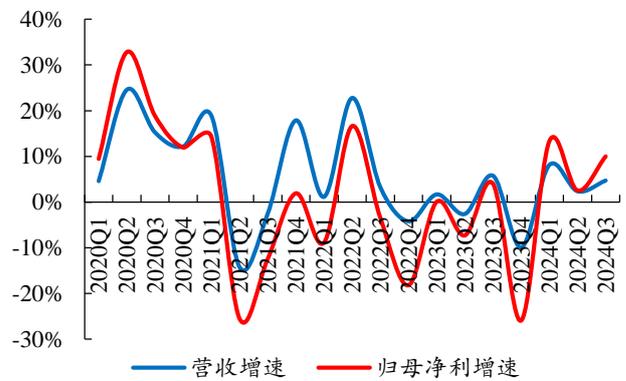
调味品上市公司 2024Q3 整体营收增长回暖，盈利能力同比、环比均有所改善。2024Q3 调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技，中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据）整体实现营业收入 111.7 亿元，同比增长 5.2%；整体归母净利润（中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据）为 21.6 亿元，同比+16.7%。我们观察酱醋公司，2024Q3 营收/归母净利润分别同比增长 4.7%/10.0%，营收利润均呈改善态势。我们认为主要系：（1）2024Q3 餐饮渠道需求略有复苏；（2）2024Q3 部分公司的改革成效开始逐步显现；（3）主要原材料成本进一步走低，成本红利释放带来毛利率改善。

图48：2024Q3 调味品营收净利分别同增 5.2%/16.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中炬高新采用调味品业务美味鲜子公司数据）

图49：2024Q3 酱醋公司营收净利分别同增 4.7%/10.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中炬高新采用调味品业务美味鲜子公司数据）

从盈利能力看，2024Q3 调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技）毛利率为 37.6%，同比/环比分别+3.2pct/+1.5pct，毛利率同比提升主要系原材料成本同比下降；2024Q3 调味品上市公司整体销售费用率为 8.5%，同比、环比均有所降低，分别降低 0.1pct/1.2pct，主要系整体促销投放力度略有缩减，同时部分公司在费用统计政策上略有调整。综合成本及费用投放情况，2024Q3 调味品上市公司整体盈利能力仍有所提升，2024Q3 调味品上市公司归母净利率为 19.3%，同比/环比分别提升 1.9pct/0.3pct。

图50: 2024Q3 调味品上市公司毛销差同比+3.3pct



数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据, 以公司整体销售费用作为美味鲜销售费用估计)

图51: 2024Q3 调味品上市公司归母净利率同比/环比+1.9pct/+0.3pct



数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据)

图52: 2024 年以来大豆市场价均价 (元/吨) 持续回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图53: 2024 年以来白砂糖指数持续走低



数据来源: Wind、开源证券研究所

2024Q3 海天味业彰显龙头风范, 天味食品营收增速最快, 调味品公司盈利能力整体优化。就调味品六家重点公司 (海天味业、中炬高新、恒顺醋业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品) 来看, 2024Q3 除千禾味业在高基数下增长承压外, 其他各家调味品公司营收均出现恢复性增长, 中炬高新、涪陵榨菜、天味食品 2024Q3 扭转了 2024Q2 营收下滑态势, 海天味业、恒顺醋业营收增速环比加快。增速上来看, 天味食品、海天味业 2024Q3 营收增长最快, 分别增长 10.9%/9.8%。盈利能力层面, 除千禾味业外, 各家调味品公司归母净利率同比均出现不同程度提升, 我们认为盈利能力提升主要系: (1) 受益成本红利释放, 如涪陵榨菜 2024Q3 开始使用低价青菜头原料; (2) 部分公司销售费用等费用投放力度略有收窄, 如天味食品。

表9: 调味品重点公司 2024Q3 收入端有所回暖、盈利能力有所优化

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
海天味业	-3.2%	-5.3%	2.2%	-9.3%	10.2%	8.0%	9.8%
中炬高新	1.5%	-1.4%	-0.4%	-14.4%	8.6%	-12.0%	2.2%
——美味鲜	7.9%	0.9%	3.9%	-13.4%	10.2%	-12.1%	2.6%
恒顺醋业	7.1%	-13.9%	0.0%	2.4%	-24.9%	3.4%	5.6%
千禾味业	69.8%	33.8%	48.4%	-0.8%	9.3%	-2.5%	-12.6%

	涪陵榨菜	10.4%	-21.3%	-1.5%	-0.8%	-1.5%	-3.4%	6.8%
	天味食品	21.8%	12.7%	16.4%	17.0%	11.3%	-6.8%	10.9%
	海天味业	36.9%	34.7%	34.5%	32.3%	37.3%	36.3%	36.6%
	中炬高新	6.1%	7.0%	7.7%	6.7%	7.1%	6.3%	8.3%
毛利率	恒顺醋业	35.1%	36.5%	26.1%	33.6%	41.4%	32.5%	35.6%
	千禾味业	39.0%	37.4%	36.9%	35.4%	36.0%	35.2%	37.5%
	涪陵榨菜	56.3%	48.8%	45.7%	50.6%	52.1%	49.2%	56.2%
	天味食品	40.6%	31.1%	38.1%	40.3%	44.1%	33.3%	38.8%
	海天味业	5.2%	5.6%	5.6%	4.9%	5.5%	6.6%	5.6%
	中炬高新	8.6%	8.4%	8.1%	10.7%	7.7%	14.8%	6.3%
销售费用率	恒顺醋业	12.4%	16.2%	12.8%	35.8%	17.0%	16.3%	18.8%
	千禾味业	11.7%	13.5%	11.9%	11.9%	11.8%	16.0%	14.9%
	涪陵榨菜	17.8%	9.4%	11.7%	13.2%	12.2%	12.1%	17.2%
	天味食品	14.8%	11.4%	15.6%	18.5%	17.0%	10.7%	7.8%
	海天味业	24.6%	23.1%	21.7%	22.0%	24.9%	23.7%	21.8%
	中炬高新	11.0%	12.0%	13.1%	250.3%	16.1%	9.8%	17.1%
	——美味鲜*	11.5%	13.1%	13.0%	7.5%	16.7%	9.8%	16.5%
归母净利率	恒顺醋业	11.9%	9.6%	2.9%	-11.0%	12.0%	7.1%	5.0%
	千禾味业	17.7%	15.6%	16.3%	16.4%	17.3%	13.8%	14.4%
	涪陵榨菜	34.4%	36.3%	30.7%	33.6%	36.3%	31.7%	33.9%
	天味食品	16.7%	12.1%	13.9%	14.9%	20.6%	11.5%	20.7%
	海天味业	-6.2%	-11.7%	-3.2%	-15.2%	11.9%	11.1%	10.5%
	中炬高新	-5.5%	-0.2%	61.3%	-393.7%	59.7%	-28.3%	32.9%
	——美味鲜	12.5%	8.7%	64.6%	-47.9%	59.5%	-34.4%	30.4%
净利增速	恒顺醋业	-5.7%	0.0%	-44.6%	212.0%	-24.2%	-24.1%	80.0%
	千禾味业	162.9%	75.1%	90.4%	-8.5%	6.7%	-14.2%	-22.6%
	涪陵榨菜	22.0%	-30.8%	4.8%	-17.3%	3.9%	-15.6%	17.9%
	天味食品	27.7%	21.0%	44.1%	39.9%	37.2%	-10.9%	64.8%

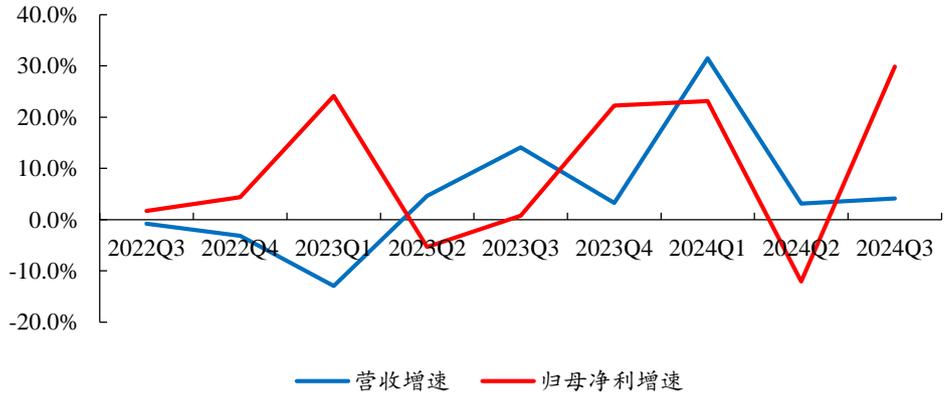
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：美味鲜为中炬高新调味品子公司，美味鲜*采用口径为美味鲜归母净利润率）

2025年春节+旺季来临，2024Q4收入增长有望延续回暖态势。收入端来看：我们认为2024Q4终端需求有望回暖，主要系：(1)调味品需求与餐饮渠道相关性较大，并且调味品需求呈现淡旺季愈发分明的特点，在2023Q4低基数背景下，2025年春节提前有望带动2024Q4需求增长；(2)各调味品企业积极进行内部管理优化、效率提升及激励改善动作，我们预计部分企业改革效果有望持续显现。**盈利端来看：**目前原材料成本下行趋势较为明显，上涨的概率较低，成本红利有望释放。但2024Q4旺季来临，部分企业或将加大费用投放力度，净利率变动情况需视成本下降幅度及费用投放力度综合判定。从2024年全年维度，我们认为调味品板块收入增长及盈利能力均有望明显改善，我们建议调味品两条布局思路：一是关注高景气度复合调味料赛道；二是关注基础调味品板块行业龙头的个股改善性机会。

2.6、休闲食品：三季度收入增长稳健，关注上市公司新渠道发展

三季度消费场景环比恢复，2024Q3 休闲食品上市公司营收利润均有提升。2024Q3 休闲食品上市公司整体实现营业收入 96.0 亿元，同比增长 4.1%，环比二季度小幅提速；整体归母净利润 6.6 亿元，同比提升 29.9%。整体看 2024Q3 环比二季度经营小幅恢复，二季度缺乏消费场景刺激，三季度暑假、开学季、中秋、黄金周等场景对终端有一定贡献，四季度即将进入春节备货旺季，预计收入环比有望加速，关注持续发力新产品新渠道的上市公司。

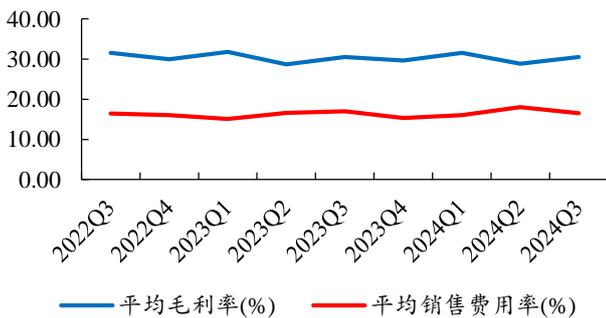
图54：2024Q3 休闲食品行业整体营收同比增长 4.1%，归母净利润同比增长 29.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

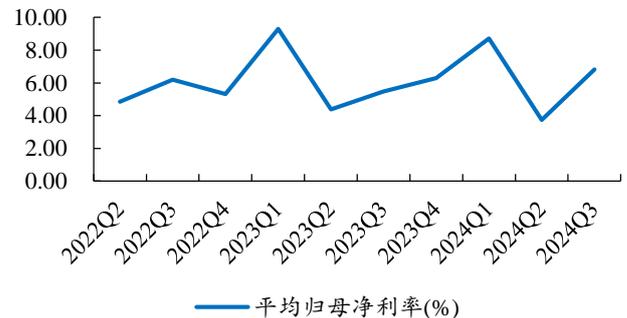
从盈利能力看，2024Q3 休闲食品上市公司的平均毛利率为 30.5%，同比下降 0.06pct，保持相对平稳，环比提升 1.61pct；2024Q3 休闲食品上市公司整体销售费用率为 16.5%，同比下降 0.53pct，2024Q3 整体毛销差环比扩大。2024Q3 休闲食品上市公司整体归母净利率为 6.82%，同比提升 1.35pct，归母净利率同比有所提升主因毛利率回升以及渠道营销费用投放减少所致。

图55：2024Q3 休闲食品上市公司毛销差扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图56：2024Q3 休闲食品上市公司归母净利率同比提升 1.35pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

2024Q3 休闲食品重点公司主要受益于成本回落和营销费用支持减少，利润实现较好增长。观察重点休闲食品五家上市公司（盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、三只松鼠、洽洽食品），收入端呈现稳健增长，三季度消费场景更多，刺激线下商超人流有所恢复。利润端，各公司随着销售收入增长，规模效应有所提升，以及部分公

司原材料端受益，毛利率均表现稳健，费用端各上市公司营销费用投放较为稳健，多数公司销售费用率环比下降，整体利润实现较好增长。我们持续看好产品端打造高势能新品，渠道端拥抱零食量贩、抖快社交电商和海外市场等新兴渠道的上市公司，四季度春节备货旺季，休闲食品公司经营表现有望加速成长。

表10：2024Q3 休闲食品重点公司经营相对稳健

		2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
营收增速 (%)	盐津铺子	57.6	46.2	20.2	37.0	23.4	26.2
	劲仔食品	35.2	45.9	26.5	23.6	20.9	12.9
	甘源食品	48.1	37.3	10.9	49.8	4.9	15.6
	三只松鼠	-3.1	38.6	29.2	91.8	43.9	24.0
	洽洽食品	8.3	5.1	-6.9	36.4	-20.2	3.7
毛利率 (%)	盐津铺子	36.0	32.9	31.1	32.1	33.0	30.6
	劲仔食品	26.5	26.8	32.6	30.0	30.8	30.1
	甘源食品	34.9	37.5	36.0	35.4	34.4	36.8
	三只松鼠	18.7	24.4	20.8	27.4	21.9	24.5
	洽洽食品	20.6	26.8	29.3	30.4	25.0	33.1
销售费用率 (%)	盐津铺子	11.5	11.8	13.2	13.0	13.5	12.1
	劲仔食品	10.5	11.9	9.0	13.1	12.1	12.2
	甘源食品	11.8	9.9	11.1	13.1	13.5	11.4
	三只松鼠	21.2	19.3	16.3	16.3	21.1	19.1
	洽洽食品	8.5	8.4	9.0	12.3	10.0	7.9
净利率 (%)	盐津铺子	14.1	13.5	9.9	13.1	13.0	12.5
	劲仔食品	9.1	9.0	13.5	13.8	12.0	11.2
	甘源食品	14.8	19.4	21.5	15.6	16.5	19.7
	三只松鼠	-3.8	0.9	2.0	8.5	-1.3	2.5
	洽洽食品	6.6	13.3	12.8	13.2	8.9	15.6
净利增速 (%)	盐津铺子	98.9	67.3	32.6	43.1	19.1	15.6
	劲仔食品	20.2	48.4	122.6	87.7	58.7	42.6
	甘源食品	246.5	95.3	67.0	65.3	16.9	17.1
	三只松鼠	52.0	40.9	39.7	60.8	51.2	221.9
	洽洽食品	-37.5	-13.5	-15.1	35.1	7.6	21.4

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、投资主线：预期回暖，枯木逢春

3.1、总量判断：三季度消费低迷，短期承压

从宏观层面来看，2024Q3 我国 GDP 同比增速为+4.6%，环比二季度回落，Q1-Q3 我国 GDP 同比增速为+4.8%，在市场预期之内。观察 2024Q3 社会消费品零售总额同比+2.5%，增速环比 2024Q2 下降 0.2pct，仍反映出消费需求恢复偏弱的现象。宏观经济增速与社零数据基本匹配，也反映三季度消费环境承压。展望 2025 年春节，我们预判消费场景释放利好消费，且春节时间错配，部分备货可能放在 2024Q4，预计四季度消费增长情况相比三季度可能有所好转。

图57: 2024Q3 GDP 同比增 4.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图58: 2024Q3 社零同比增速+2.5%, 环比回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

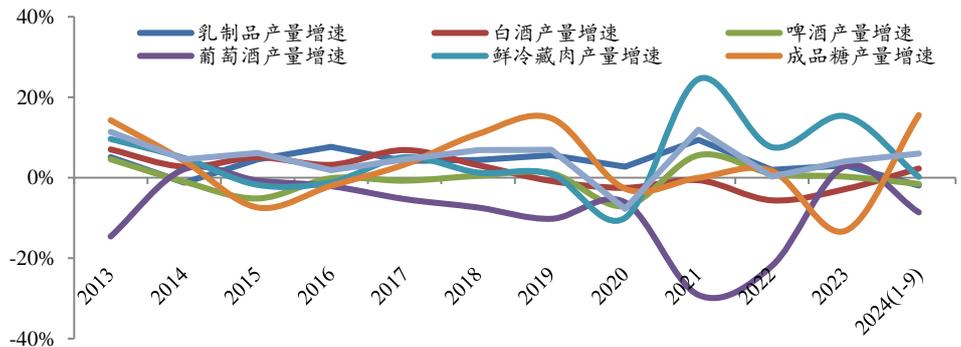
从微观层面来看产业表现, 产量承压, 收入与利润增速也逐渐回落: 食品制造企业 2024 年 1-9 月营收同比增速+4.8%, 从 4 月份开始累计增速呈下行趋势; 利润总额同比增长 6.2%, 增速也呈逐月回落趋势, 表明行业确实存在压力。观察行业产量数据, 部分子行业仍呈增速回落趋势: 与 2023 年相比, 2024 年 1-9 月白酒、成品糖产量增速由负转正; 软饮料产量增速回升, 其余子行业产量增速均有下行。整体来看行业产量仍承受压力。

图59: 2024 年食品制造企业营收与利润增速呈回落趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

图60: 2024 年 1-9 月食品饮料部分子行业产量增速较 2023 年仍有回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、2024年三季报总结：业绩承压，分化加大

上市公司三季报已经全部披露,整体来看 2024Q3 食品饮料板块营收同比增 3.5%,增速较 2024Q2 (0.0%) 略有回暖;利润同比增长 2.3%,增速较 2024Q2 (+10.7%) 有明显回落。其中白酒三季度收入增速+0.8%,回落较多,熟食行业收入增速-10.1%,下滑最多。大众品中零食(+100.8%)、保健品(+10.2%)、调味品(+9.6%)增速较高。此外三季报还体现了两个特性:一是业绩分化进一步拉大,多数龙头企业业绩保持稳定,如贵州茅台、海天味业等业绩仍在市场预期内平稳增长,但部分二线品牌出现收入降速的情况,也体现出外部环境出现压力的背景下龙头市占率仍有提升趋势;另一方面大众消费表现出较强的韧性,如白酒中地产酒增速普遍较好,东鹏饮料业绩表现突出。由于 2025 年春节时间提前,节日错配可能导致多数企业备货时间发生在 2024Q4,我们判断四季度多数行业应处于回暖过程,需求曲线可能缓慢上行,建议聚焦头部龙头公司进行布局。

表11: 2024Q3 食品饮料板块整体营收与利润增速均在低位

	营收增速						利润增速					
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
食品饮料	7.7%	7.7%	3.2%	7.0%	0.0%	3.5%	7.6%	18.1%	24.4%	16.0%	10.7%	2.3%
肉制品	1.4%	-6.7%	-20.4%	-6.7%	-7.8%	0.4%	-53.0%	-3.4%	-129.5%	-21.4%	86.8%	23.4%
预加工食品	59.7%	27.5%	11.5%	2.5%	-5.0%	-3.3%	53.3%	44.2%	-28.4%	4.0%	-0.4%	-30.0%
保健品	25.6%	20.9%	11.3%	-5.2%	-4.1%	10.2%	12.0%	-13.9%	-80.6%	-25.4%	-48.7%	-61.5%
白酒	17.8%	15.2%	14.9%	14.7%	10.6%	0.8%	19.8%	17.9%	18.7%	15.7%	11.8%	2.1%
啤酒	8.5%	1.8%	-3.4%	-0.8%	-1.6%	-3.3%	17.2%	12.0%	24.5%	16.3%	10.7%	-2.1%
其他酒类	21.3%	9.3%	14.0%	-2.4%	-2.9%	-7.8%	104.7%	88.2%	-144.1%	-30.0%	-3.2%	-45.0%
软饮料	16.3%	17.1%	7.5%	14.4%	14.4%	9.1%	32.9%	20.9%	-42.5%	26.9%	27.6%	18.2%
乳品	2.1%	0.3%	-2.0%	-3.9%	-13.6%	-6.1%	21.3%	52.5%	45.7%	54.8%	-43.6%	2.5%
零食	13.3%	12.5%	1.0%	27.9%	1.8%	100.8%	-3.2%	5.7%	65.9%	22.0%	-11.6%	44.8%
烘焙食品	-3.3%	10.7%	10.4%	6.8%	-0.4%	-1.8%	-1.5%	11.4%	-20.9%	11.5%	-7.3%	-8.4%
熟食	53.0%	3.4%	0.2%	-7.9%	-8.1%	-10.1%	440.9%	38.2%	84.7%	15.2%	6.0%	-5.0%
调味发酵品	-31.2%	6.2%	-3.7%	7.3%	4.7%	9.6%	-81.6%	5.8%	264.0%	10.9%	239.1%	15.3%

数据来源: Wind、开源证券研究所

我们观测到三季度白酒企业中营收普遍降速而且在市场预期范围内,部分企业营收、利润甚至下滑。一方面在于 2024Q3 市场需求进一步走低,商务消费低迷导致高端次高端白酒压力增大;另一方面酒企均给渠道减负,弱化对于回款完成率的要求,通过减少市场投放量的方式来促使渠道秩序向良性发展。展望 2025 年,白酒行业仍可乐观积极展望,一方面大部分酒企在帮助渠道加快动销和消化库存,减轻渠道压力;另一方面随着促经济政策落地,中长期来看宏观经济环境将呈现改善趋势,居民收入和消费意愿有望跟随改善,白酒消费预计渐进式回暖。

大众品三季度仍现分化,其中零食板块普遍业绩表现较好,主要是万辰集团营收增长较快(+261%),三只松鼠、盐津铺子、有友食品营收增速均在 20%以上保持较快增长。熟食板块营收下滑较多,主要是煌上煌与绝味食品下滑拖累板块增长,主因休闲食品各类繁多分流卤味需求,同时门店较多竞争加剧。而利润方面,零食仍然保持最快增长;乳制品利润增速提升较多,由二季度下滑 43.6%变为三季度的增长 2.5%,主要是原奶价格持续下降,以及产品结构贡献。往 2025 年展望,随着经济趋势逐渐向好,我们预计大众品增速应企稳回升,龙头公司业绩稳定性可能更强。

3.3、投资机会展望：大众为主，龙头更强

当前市场最大变化在于对未来宏观经济预期发生改变。9月末中央政治局会议上货币政策组合拳落地，总体来看超预期，使得市场对于未来经济走向更加乐观。食品饮料行业格局以及商业模式未变，前期估值回调更多是出于对宏观经济的担忧，进而对行业需求产生悲观情绪，实质上是在担忧板块景气度下行。随着当前政策改善预期扭转，市场悲观情绪得到缓解。以白酒为代表的食品饮料作为经济顺周期的重要行业之一，在经济预期转向时，更容易获得市场青睐。

食品饮料短期来看仍面临有效需求不足问题，如果需求切实改善，需要政策落地，对经济形成实质性刺激，进而推动经济活跃度增加与消费者消费力提升。政策传导到基本面尚需时日。在板块大涨的同时，我们也需冷静理解产业层面的变化，三季报结束后，食品饮料公司经历过业绩修正，市场下调部分公司2024年与2025年的盈利预测。短期风险点正逐步释放。政策出台使我们对于政策底的判断更加坚定，叠加板块估值已经回落，基金持仓食品饮料比例一直维持在低位，筹码结构相对较好，此时或已无悲观必要。

往2025年展望，食品饮料行业主线仍是消费复苏。而复苏的节奏及力度，与宏观经济较为相关。按照复苏路径推演，2025年我们更多期望经济活跃度提升带来商务消费提振，以及消费力提升带来消费升级表现。从估值角度来看，经过前期回调，食品饮料已步入合理布局区间，企业估值普遍位于近年来较低水平。我们预计2025年随着宏观经济逐步改善，行业估值可能企稳回升，同时板块仍需回归业绩增长主线，建议把握确定性原则。我们选取2025年食品饮料交易策略四条主线：一是选择经济顺周期，基本面稳健向上品种，布局各子行业龙头；二是关注景气度上行，仍处于红利期的子行业；三是关注企业由于自身业务周期向上，处于困境反转的投资机会；四是上游成本变化情况，布局成本回落品种。具体来看：

策略一：选择经济顺周期品种，尤其是基本面稳健向上的子行业龙头。国庆节前随着中央政治局会议召开，经济刺激政策引发催化，宏观经济中期预期转向，经济顺周期板块可能会更加乐观。白酒、啤酒、调味品等可能会受益。（1）白酒短期阶段来看，酒企增速可能回落，但硬着陆概率较低。当前地产酒表现较好，高端白酒压力显现，次高端白酒压力较大。中期阶段随着经济政策落地见效，白酒需求复苏，有望继续助推板块弹性显现。在短期基本面底部，中期展望乐观的背景下，白酒建议逢低布局，关注标的包括古井贡酒、贵州茅台、五粮液、山西汾酒等。（2）年内啤酒受到天气影响，销量低于预期，往2025年展望，在低基数的背景下，随着经济回暖，餐饮大概率复苏，也会对啤酒销量产生催化，同时啤酒行业结构升级仍在持续，可以关注青岛啤酒、华润啤酒等。（3）考虑到经济预期好转，餐饮行业可能会有回暖，调味品行业需求应有提振。我们认为2025年调味品板块收入增长及盈利能力均有望明显改善，建议关注高景气度复合调味料赛道，重视天味食品的修复机会。

策略二：关注景气度上行，仍处于红利期的子行业。零食量贩行业已步入整合阶段。零食很忙与赵一鸣合并，合并后门店数量居于行业第一，两家良性发展，减少同区域内部价格战等激烈竞争，达成经营默契。万辰系整合旗下品牌后，长江以北区域比较偏向万辰系，而长江以南“零食很忙+赵一鸣”成为行业龙头，两大集团已初步呈现出寡头格局。未来两大龙头可能在各自的优势地区发挥自己的优势品牌，同时与上游供应商如盐津铺子、甘源食品等有较深入的合作，帮助供应商降本，扩张SKU数量等，打造合作共赢的良性生态。同时零食出海成为行业新的增长点。甘

源食品在东南亚出海，公司在越南市场增长迅速，目前在越南现代渠道零售终端持续布局，公司后续在印尼、马来、泰国均有较大成长潜力，为公司开辟远期增长的蓝海市场。而其他企业大概率跟上海外市场扩张步伐，出海可能成为零食行业未来成长的重要逻辑。建议关注头部零食品牌，如盐津铺子、甘源食品等。

策略三：关注企业由于自身业务周期向上，处于困境反转的投资机会。2024年部分行业由于受到基数、组织架构、渠道结构转变等自身因素影响，处于经营困境。2025年在企业自身调整后，有望出现反转局面，或可能加速增长。重点关注调味品行业的机会，尤其是中炬高新已经步入改革深水区，期待未来调味品业务逐渐改善，中长期可以关注公司的经营发展情况。

策略四：把握上游成本变化情况，布局成本回落品种。2024年部分大宗商品以及农产品原料价格回落，减少企业利润压力。往2025年展望，部分上游成本价格仍可能继续回落，企业利润可能释放。其中重点关注燕麦价格下降带来的西麦食品的利润弹性释放机会；以及安琪酵母的主要成本糖蜜价格也可能进入下降周期，建议关注糖蜜价格回落带来的投资机会等。

表12：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价（元）	EPS（元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
贵州茅台	买入	1610.0	68.21	76.98	87.78	23.6	20.9	18.3
五粮液	买入	156.5	8.72	9.70	10.65	17.9	16.1	14.7
泸州老窖	买入	151.0	11.18	13.60	16.28	13.5	11.1	9.3
洋河股份	增持	91.9	6.79	6.99	7.36	13.5	13.1	12.5
山西汾酒	买入	226.1	10.52	12.35	14.69	21.5	18.3	15.4
口子窖	增持	42.9	3.18	3.47	3.79	13.5	12.4	11.3
古井贡酒	增持	212.4	11.16	13.94	17.51	19.0	15.2	12.1
金徽酒	增持	22.4	0.78	0.97	1.19	28.8	23.1	18.8
伊利股份	买入	30.1	1.83	1.82	1.98	16.5	16.6	15.2
新乳业	增持	13.4	0.64	0.75	0.89	21.0	17.9	15.1
双汇发展	增持	25.4	1.41	1.51	1.59	18.0	16.8	16.0
中炬高新	增持	24.2	0.90	1.10	1.41	26.9	22.0	17.2
涪陵榨菜	增持	15.8	0.76	0.83	0.92	20.8	19.1	17.2
海天味业	买入	48.8	1.12	1.27	1.44	43.6	38.4	33.9
恒顺醋业	增持	8.4	0.13	0.15	0.19	64.2	55.7	43.9
西麦食品	增持	13.8	0.56	0.69	0.82	24.6	20.0	16.8
嘉必优	买入	20.9	0.74	0.92	1.15	28.3	22.7	18.2
绝味食品	增持	20.2	1.01	1.17	1.30	20.0	17.3	15.6
煌上煌	增持	8.3	0.18	0.23	0.31	45.8	35.9	26.6
广州酒家	增持	17.2	0.90	1.06	1.23	19.1	16.2	14.0
甘源食品	买入	74.7	4.54	5.60	6.87	16.4	13.3	10.9
劲仔食品	增持	13.3	0.68	0.86	1.06	19.5	15.4	12.5
天味食品	增持	15.6	0.53	0.60	0.71	29.4	26.0	21.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2024年11月11日，表中公司盈利预测均来自开源证券研究所）

4、风险提示

(1) 宏观经济波动风险：宏观经济环境直接影响居民收入水平和消费意愿，如果宏观经济下行，将影响白酒、大众品消费需求。

(2) 消费复苏进度低于预期风险：消费复苏进度影响终端需求，若复苏进度低于预期、市场需求偏弱，公司终端动销将会承压，进而影响业绩。

(3) 原材料价格波动风险：部分子行业中原材料占成本的比例较高，若原材料价格波动较大，将影响企业生产成本，从而影响公司盈利能力。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn