

超配（维持）

复苏在途，期待改善

食品饮料行业 2025 年上半年投资策略

2024 年 11 月 21 日

投资要点：

分析师：魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

分析师：黄冬祎

SAC 执业证书编号：

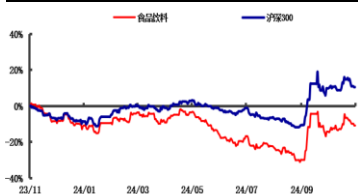
S0340523020001

电话：0769-22119410

邮箱：

huangdongyi@dgzq.com.cn

食品饮料（申万）指数走势



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

相关报告

- **食品饮料行业今年以来跑输沪深300指数。**2024年1-10月份（截至2024年10月31日），SW食品饮料行业指数整体下跌9.09%，涨幅在所有申万一级行业指数中居第二十九位，跑输同期沪深300指数约22.49个百分点。细分板块中，多数细分板块跑输同期沪深300指数。
- **维持对行业的超配评级。白酒板块：**近期，受外部市场环境、需求弱复苏、飞天批价波动等因素影响，板块波动较大。从白酒企业公布的业绩来看，板块内部呈现分化。目前，白酒仍处于消费淡季，需重点关注春节旺季备货情况。政策面来看，近期我国政策频出，对市场信心起到一定提振。白酒作为顺周期板块，中长期或存在自上而下的贝塔机会。从估值来看，白酒目前估值低于近五年均值水平，短期预计国内外市场环境、经销商信心、动销、库存等或是影响板块走势的重要因素。中长期来看，还要结合经济复苏进程进行判断。当前时点，建议关注二大主线：一是选择白酒中确定性强以及动销表现好的标的，二是选择业绩仍然处在磨底期，但在政策催化下，商务需求预期有所升温的次高端白酒。标的方面，建议关注贵州茅台（600519）、五粮液（000858）、泸州老窖（000568）、古井贡酒（000596）、山西汾酒（600809）等。**大众品板块：**大众品板块业绩表现延续分化态势。业绩具备确定性、存在边际改善预期、高成长、高性价比等板块可重点关注。当前时点，建议关注三大主线：一是存在边际改善预期的餐饮链板块，如啤酒、调味品板块等。二是关注高成长、高景气的板块，如零食板块等。三是关注低估值、高股息率，以及有政策催化的板块，如乳品龙头等。标的方面，可重点关注青岛啤酒（600600）、海天味业（603288）、中炬高新（600872）、三只松鼠（300783）、伊利股份（600887）等。
- **风险提示：**原材料价格波动，产品提价不及预期，渠道开展不及预期，行业竞争加剧风险，食品安全风险，宏观经济波动风险等。

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 2024 年 1-10 月食品饮料行业市场走势	5
1.1 食品饮料行业跑输沪深 300 指数	5
1.2 行业估值回落	6
2. 政策加码，期待需求改善	6
3. 白酒板块：需求平淡，关注政策催化带来的预期改善	8
3.1 白酒走势复盘	8
3.2 白酒动销平淡，积极关注旺季备货	9
3.3 飞天批价波动，持续关注需求恢复进度、经销商信心等指标	9
3.4 部分酒企推出回购或提高分红，提振市场信心	10
3.5 白酒 Q3 业绩降速，内部延续分化	11
3.6 白酒估值	12
4. 啤酒板块：成本压力趋缓，关注边际改善	13
4.1 我国啤酒需求弱复苏，关注边际改善	13
4.2 酒企部分成本压力下降	15
4.3 内部表现分化，精酿、无醇、低糖低脂等产品关注度提升	16
4.4 龙头企业优势明显，形成寡头垄断竞争格局	18
4.5 Q3 部分酒企务实去库存，业绩表现相对平淡	19
5. 调味品板块：BC 端推动需求增长，企业积极夯实基础	20
5.1 部分调味品动销改善，关注餐饮恢复进程	20
5.2 零添加等产品有望成为行业未来发展趋势之一	20
5.3 部分公司推出激励计划，激发经营积极性	21
5.4 原材料成本压力有所缓解	23
5.5 部分调味品 2024Q3 业绩改善	24
6. 乳品板块：供需结构有望改善，头部企业竞争优势明显	25
6.1 乳品供给边际去化，需求弱复苏	25
6.2 乳企成本压力趋缓，后续持续关注原料供给	25
6.3 龙头企业竞争优势突显	26
6.4 乳品头部企业 2024Q3 经营有所改善	26
7. 零食板块：零食量贩与电商推动行业发展	27
7.1 零食量贩蓬勃发展，市场加速整合	27
7.2 线上抖音等新兴电商模式实现较快增长	28
7.3 零食板块 2024Q3 业绩表现分化	29
8. 投资策略	30
9. 风险提示	31

插图目录

图 1：2024 年 1 月 1 日-10 月 31 日 SW 一级行业涨跌幅 (%)	5
图 2：2024 年 1 月 1 日-10 月 31 日 SW 食品饮料行业子行业涨跌幅 (%)	5
图 3：SW 食品饮料行业 PE (TTM, 剔除负值, 倍)	6
图 4：SW 食品饮料行业相对沪深 300PE (TTM, 剔除负值, 倍)	6
图 5：2004 年以来申万白酒行业复盘	8

图 6: 飞天茅台 2024 散装批价 (元/瓶)	10
图 7: 八代普五批价 (元/瓶)	10
图 8: 国窖 1573 批价 (元/瓶)	10
图 9: 我国白酒估值 (倍)	12
图 10: 2019 年-2024 年 9 月啤酒产量当月值 (万千升)	13
图 11: 我国啤酒渠道结构 (%)	14
图 12: 2019-2024 年 10 月我国社会消费品零售总额单月同比增速 (%)	15
图 13: 2019-2024 年 10 月我国社会消费品零售按消费类型单月同比增速 (%)	15
图 14: 大麦全国均价 (元/吨)	16
图 15: 玻璃现货价 (元/平方米)	16
图 16: 铝锭现货价 (元/吨)	16
图 17: 瓦楞纸现货价 (元/吨)	16
图 18: 啤酒分价格带销量占比 (%)	16
图 19: 2018-2025E 我国精酿啤酒消费量 (亿升)	17
图 20: 2017-2023 年我国无醇啤酒市场规模 (亿元)	18
图 21: 2014-2027E 年我国无糖饮料市场规模 (亿元)	18
图 22: 2023 年我国啤酒公司市场份额 (%)	19
图 23: 2024 年我国调味品各渠道份额占比 (%)	20
图 24: 不同就餐方式调味品人均摄入量 (g/公斤食物)	20
图 25: 调味品配料表的关注因素	20
图 26: 调味品配料表或营养成分表的关注度 (%)	20
图 27: 零添加、轻盐、有机等调味品	21
图 28: 大豆生产资料价格 (元/吨)	23
图 29: 豆粕现货价 (元/吨)	23
图 30: 白砂糖现货价格 (元/吨)	23
图 31: 玻璃现货价 (元/平方米)	23
图 32: 2020 年-2024 年 9 月我国乳品产量累计值 (万吨)	25
图 33: 我国生鲜乳均价 (元/公斤)	26
图 34: 我国乳制品行业市场竞争格局 (%)	26
图 35: 2017-2023 年我国零食量贩开店数与增速 (家, %)	27
图 36: 2017-2023 年我国零食量贩销售规模与增速 (亿元, %)	27
图 37: 2022 年量贩头部品牌市场份额 (%)	28
图 38: 2023 年量贩头部品牌市场份额 (%)	28

表格目录

表 1: 近期我国出台了一系列刺激政策	6
表 2: 影响我国白酒周期的因素	8
表 3: 2024 年以来部分白酒上市公司出台股份回购方案	11
表 4: 2024 年以来部分白酒上市公司发布分红方案	11
表 5: 2024 年前三季度 SW 白酒板块重点上市公司业绩情况 (亿元, %)	12
表 6: 2024 年前三季度 SW 啤酒板块重点上市公司业绩情况 (亿元, %)	19
表 7: 2024 年以来重点调味品公司股权激励计划梳理	21
表 8: 2024 年以来重点调味品公司员工持股计划梳理	22
表 9: 2024 年前三季度 SW 调味品板块重点上市公司业绩情况 (亿元, %)	24

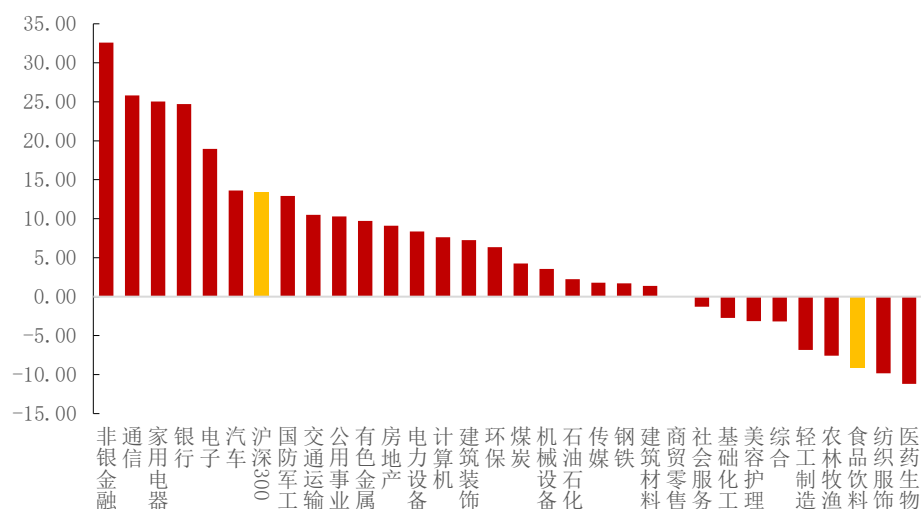
表 10: 2024 年前三季度 SW 乳品板块重点上市公司业绩情况 (亿元, %)	27
表 11: 头腰尾部零食厂商在各渠道的销售增速	29
表 12: 2024 年前三季度 SW 零食板块重点上市公司业绩情况 (亿元, %)	29
表 13: 重点公司盈利预测及投资评级 (2024/11/20)	30

1. 2024 年 1-10 月食品饮料行业市场走势

1.1 食品饮料行业跑输沪深 300 指数

食品饮料行业跑输沪深 300 指数。2024 年 1-10 月份（截至 2024 年 10 月 31 日），SW 食品饮料行业指数整体下跌 9.09%，涨幅在所有申万一级行业指数中居第二十九位，跑输同期沪深 300 指数约 22.49 个百分点。

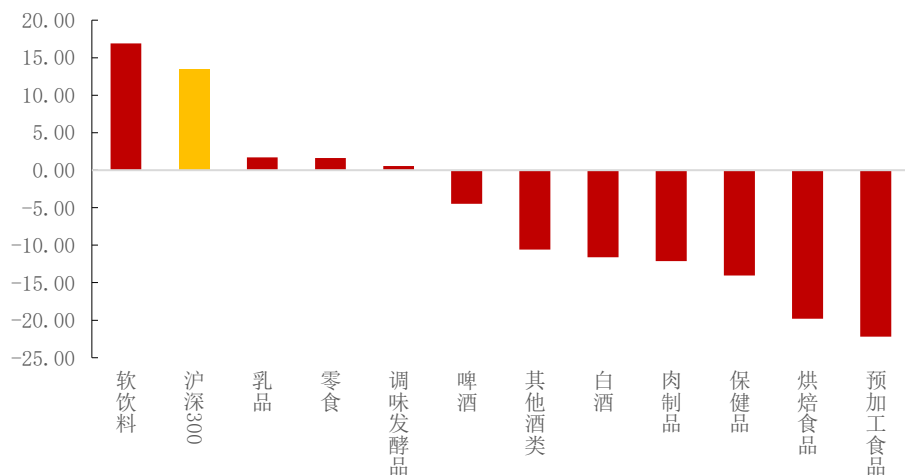
图 1：2024 年 1 月 1 日-10 月 31 日 SW 一级行业涨跌幅（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

多数细分板块跑输同期沪深 300 指数。细分板块中，仅软饮料板块跑赢同期沪深 300 指数，其余板块均跑输同期沪深 300 指数。其中，软饮料板块上涨 16.90%，板块涨幅最大；预加工食品板块下跌 22.18%，跌幅在细分板块中最大。

图 2：2024 年 1 月 1 日-10 月 31 日 SW 食品饮料行业子行业涨跌幅（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

1.2 行业估值回落

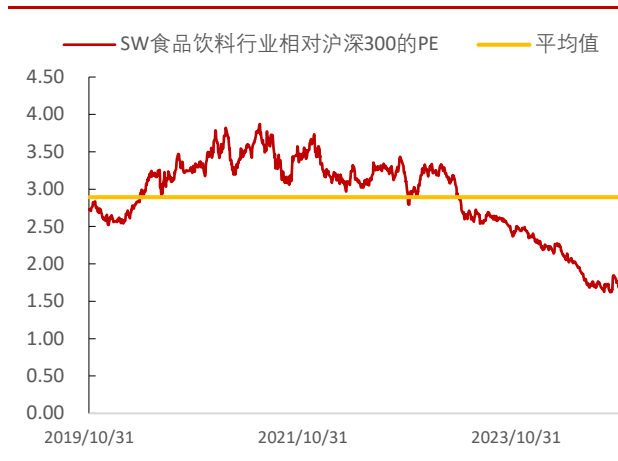
行业估值低于近五年估值中枢。截至 2024 年 10 月 31 日，SW 食品饮料行业整体 PE（TTM，整体法）约 21.01 倍，低于行业近五年均值水平（35.56 倍）；相对沪深 300 PE（TTM，整体法）为 1.78 倍，低于行业近五年相对估值中枢（2.90 倍）。

图 3：SW 食品饮料行业 PE（TTM，剔除负值，倍）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 4：SW 食品饮料行业相对沪深 300PE（TTM，剔除负值，倍）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

2. 政策加码，期待需求改善

我国出台一系列政策，推动经济发展。为进一步增加内生发展动能，促进经济平稳健康发展，近期国家出台了一系列积极政策，带动了市场情绪的修复。9 月 24 日，国新办举行新闻发布会，介绍金融支持经济高质量发展有关情况。会中提出要降低存款准备金率和政策利率；降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例。与此同时，针对资本市场方面，创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展，力度空前。9 月 26 日，中央政治局会议召开，提出要降低存款准备金率，实施有力度的降息，促进房地产市场止跌回稳等，市场信心进一步修复。此后，在 10 月 8 日与 10 月 17 日，国务院新闻办分别召开新闻发布会，推出一系列举措助力经济发展。11 月 8 日，全国人大常委会办公厅举行新闻发布会，建议增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。且新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施。除了国家推出多项宏观政策外，上海等地亦积极开展发放消费券活动，以提振消费场景，扩大国内需求。

期待行业需求改善。一系列刺激政策的出台有利于强化市场对宏观经济发展的预期。食品饮料作为顺周期板块，与宏观经济密切相关。在政策催化下，居民消费水平、商务宴席、餐饮等需求或有所复苏，市场信心有望企稳，行业存在边际改善预期。

表 1：近期我国出台了一系列刺激政策

时间	事件	内容
----	----	----

2024/9/24	国新办举行新闻发布会，介绍金融支持经济高质量发展有关情况	<p>降低存款准备金率和政策利率。</p> <p>(1) 下调存款准备金率 0.5 个百分点，向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元；在今年年内还将视市场流动性的状况，可能择机进一步下调存款准备金率 0.25 至 0.5 个百分点。</p> <p>(2) 降低中央银行的政策利率，即 7 天期逆回购操作利率下调 0.2 个百分点，从目前的 1.7% 调降至 1.5%，同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差的稳定。</p> <p>降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例。</p> <p>(1) 引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在 0.5 个百分点左右。</p> <p>(2) 统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25% 下调到 15%。</p> <p>(3) 将 5 月份人民银行创设的 3000 亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的 60% 提高到 100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。</p> <p>(4) 将年底前到期的经营性物业贷款和“金融 16 条”这两项政策文件延期到 2026 年底。</p> <p>创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。</p> <p>(1) 创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，这项政策将大幅提升机构的资金获取能力和股票增持能力。计划首期操作规模 5000 亿元。通过这项工具所获取的资金只能用于投资股票市场。</p> <p>(2) 创设股票回购、增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。首期额度 3000 亿元。</p>
2024/9/26	中央政治局会议	加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。
2024/10/8	国务院新闻办举行新闻发布会，介绍“系统落实一揽子增量政策 扎实推动经济向上结构向优、发展态势持续向好”有关情况	在有效落实存量政策的同时，围绕加大宏观政策逆周期调节、扩大国内有效需求、加大助企帮扶力度、推动房地产市场止跌回稳、提振资本市场等五个方面，加力推出一揽子增量政策，推动经济持续回升向好。
2024/10/17	国新办举行新闻发布会，介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况	<p>四个取消：取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。</p> <p>四个降低：降低住房公积金贷款利率、降低住房贷款的首付比例、降低存量贷款利率、降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。</p>

		两个增加： 新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造、年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿。
2024/11/8	全国人大常委会办公厅举行新闻发布会，介绍增加地方政府债务限额置换存量隐性债务有关政策情况	为贯彻落实党中央决策部署，在压实地方主体责任的基础上，建议增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。为便于操作、尽早发挥政策效用，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施。按此安排，2024 年末地方政府专项债务限额将由 29.52 万亿元增加到 35.52 万亿元。

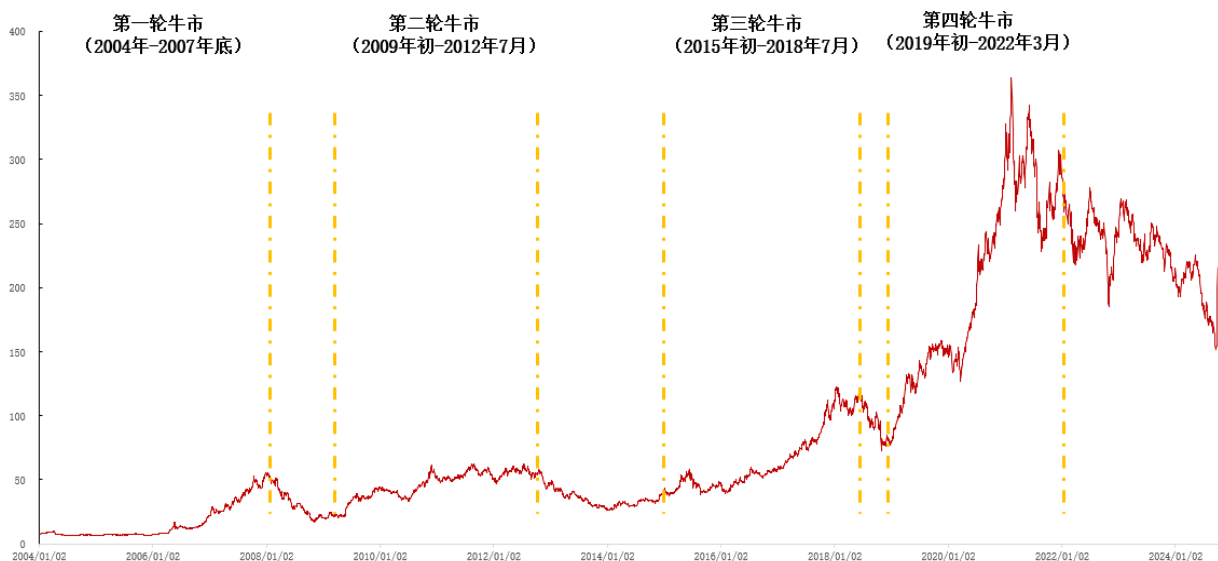
资料来源：中国政府网，东莞证券研究所

3. 白酒板块：需求平淡，关注政策催化带来的预期改善

3.1 白酒走势复盘

宏观经济回暖对白酒估值有一定的修复。如果将 2004 年以来的几轮白酒牛市进行复盘，可以发现虽然每轮周期的影响因素不完全相同，但是一个共性就是当宏观经济回暖时，白酒估值会出现一定程度的修复。近期，我国出台了一系列刺激政策，以促进经济平稳向好发展，白酒板块处于预期先行、基本面磨底的阶段。在此次政策落地及预期后续仍有增量政策出台的背景下，白酒板块后续走势值得期待。

图 5：2004 年以来申万白酒行业复盘



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

注：截止到 2024 年 11 月 18 日

表 2：影响我国白酒周期的因素

牛市区间	催化因素	结束原因
2004 年-2007 年底	宏观因素：经济快速增长、宽松的货币政策、居民消费水平提高 白酒公司：优化产品结构、提价	2007 年 A 股泡沫破裂；2008 年金融危机，白酒需求减少，白酒业绩增速放缓或下滑，行业景气度下行

2009 年初-2012 年 7 月	宏观因素： 2008 年 11 月推出“四万亿”财政刺激计划；2009 年各地政府大量从银行贷款，增加投资，白酒的政商务消费需求重新升温 白酒公司： 量价齐升	2012 年宏观经济放缓，2012 年底出台限制三公消费，叠加酒鬼酒催化剂事件，白酒需求出现断崖式下跌，2013 年白酒企业业绩普遍负增长
2015 年初-2018 年 7 月	宏观因素： 城镇居民可支配收入增加，消费升级红利 行业因素： 白酒消费以大众消费为主、品牌集中度提高 白酒公司： 收入业绩高增	2018 年中美贸易战对宏观经济的影响，白酒终端需求出现下降，白酒 Q3 业绩普遍放缓
2019 年初-2022 年 3 月	宏观因素： 消费升级，市场资金流向经营性强的企业 白酒公司： 马太效应凸，强者恒强	2022 年 2 月，俄乌冲突；2022 年 3 月美联储加息预期加强，暗示当年或将加 6 次息；2022 年 3 月疫情封控加重，多地封城

资料来源：同花顺，中国政府网，中国酒业协会，微酒，东莞证券研究所

3.2 白酒动销平淡，积极关注旺季备货

中秋国庆双节白酒动销反馈平淡。在消费弱复苏的背景下，今年中秋国庆白酒动销表现相对平淡，整体动销下滑约 10%-20%左右。分价格带来看，一般在中秋期间，白酒主要以高端礼赠宴请为主，而大众白酒需求会一直从中秋延续到国庆。因此，在今年国庆期间，部分 100-300 元白酒价格带的产品表现要好于行业整体水平。相比之下，高端白酒需求相对比较稳定；次高端白酒因为商务宴席仍然处于弱复苏，表现相对疲软。

秋糖会延续平淡趋势。一般来说，糖酒会是全年核心招商、新品发布的重要窗口期。主要观测指标包括实际布展热度、经销商参与热度、发布新品热度、渠道代理新品的情绪等等。今年深圳秋糖会整体反馈比较平淡，延续了中秋国庆的趋势，酒企领导出席率较低，经销商积极性不高，招商功能有所弱化。

部分经销商步入主动去库存阶段。从库存来看，在白酒动销存在压力的背景下，除了高端白酒和部分区域强势品牌的经销商仍在配合打款之外，其他小品牌经销商的配合度下降，陆续进入主动去库存阶段，库存水平或有所下降。

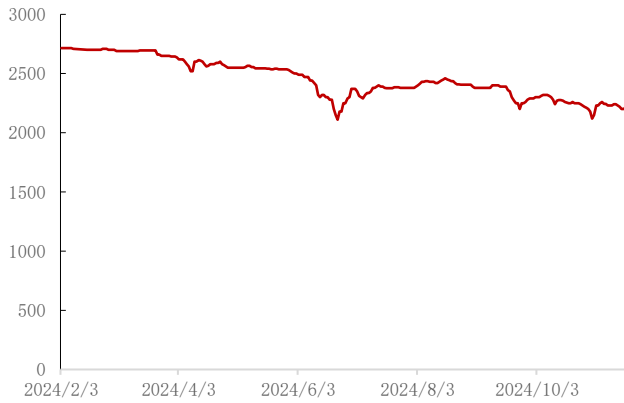
积极关注白酒旺季备货。目前为白酒消费淡季，后续可积极关注春节旺季备货情况。根据白酒的实际需求情况，预计 2025 年春节酒企仍会面临一定的压力测试，存在降速风险。但与此同时，期待渠道经销商信心在政策刺激下的边际改善。

3.3 飞天批价波动，持续关注需求恢复进度、经销商信心等指标

飞天批价波动，持续关注经济恢复进度、经销商信心等指标。一般来说，飞天批价是判断行业景气度的重要指标之一。今年以来，受市场环境影 响，飞天批价波动较大。中秋国庆双节后，白酒陆续进入消费淡季，经销商信心相对有限，一定程度放大了茅台价格波动。近日，茅台批价出现回落，主要系 11 月打款发货陆续启动，对渠道情绪造成一定影响。11 月 18 日，2024 年散瓶飞天批价为 2210 元/瓶，较 11 月 1 日增加 60 元/瓶。相比之下，普五、国窖 1573 批价表现相对比较坚挺，分别是 950 元/瓶

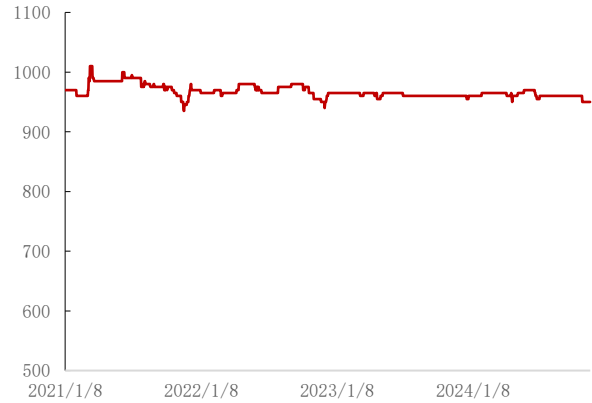
和 860 元/瓶。除供给外，批价走势还需与白酒的实际需求情况相结合。后续影响批价的重要观测指标主要包括增量政策、旺季备货、经销商信心以及宏观经济恢复进度等因素。

图 6：飞天茅台 2024 散装批价（元/瓶）



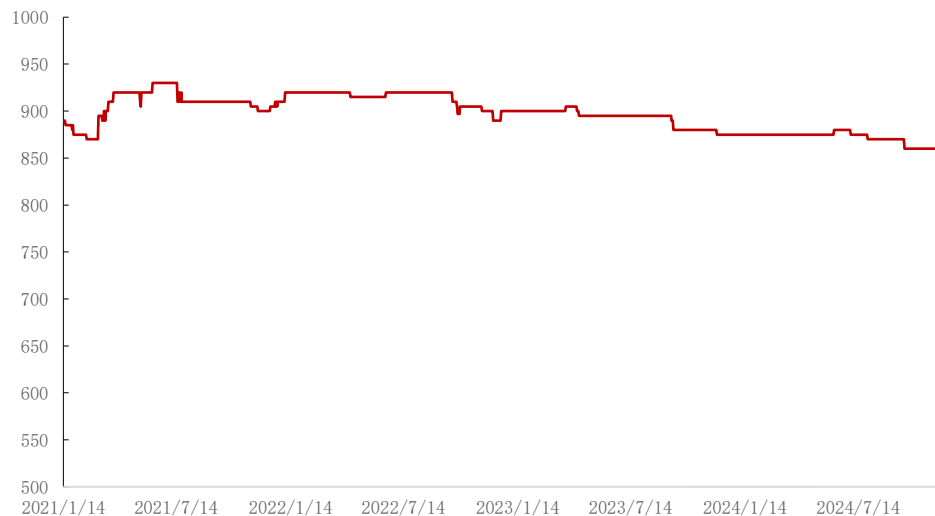
数据来源：茅帝，东莞证券研究所

图 7：八代普五批价（元/瓶）



数据来源：今日酒价，东莞证券研究所

图 8：国窖 1573 批价（元/瓶）



数据来源：今日酒价，东莞证券研究所

3.4 部分酒企推出回购或提高分红，提振市场信心

部分酒企推出回购或提高分红，提振市场信心。今年以来，受商务宴席恢复进度较慢、消费弱复苏、市场环境等因素影响，白酒需求相对疲软，市场波动较大。为提振市场情绪，增加投资者信心，今年以来茅台、舍得、水井坊等公司发布了股份回购方案。其中，贵州茅台拟以集中竞价方式回购不低于人民币 30 亿元（含）且不超过人民币 60 亿元（含），用于注销并减少公司注册资本，回购价格不超 1795.78 元/股。本次回购股份为公司上市以来首次回购。此外，茅台、五粮液、洋河等公司发布了分红方案，向市场传递了积极信号。发布回购和分红方案有利于维护酒企与投资者利益，增

强投资信心，彰显酒企担当。此外，考虑到部分白酒龙头已实施了回购和提高分红方案，后续其他上市酒企的表现值得期待。

表 3：2024 年以来部分白酒上市公司出台股份回购方案

公司名称	公告时间	回购主要内容
金徽酒	2024/3/16	拟以集中竞价方式回购股份的资金总额不低于人民币 1 亿元（含），不超过人民币 2 亿元（含），用于实施员工持股计划或股权激励。回购股份价格不超过人民币 28.00 元/股（含）。
贵州茅台	2024/9/21	拟以集中竞价方式回购不低于人民币 30 亿元（含）且不超过人民币 60 亿元（含），用于注销并减少公司注册资本。回购股份价格不超过 1795.78 元/股（含）。
舍得酒业	2024/10/29	拟以集中竞价方式回购不低于人民币 1 亿元（含）且不超过人民币 2 亿元（含），用于公司的员工持股计划或股权激励。回购价格不超过人民币 91.00 元/股（含）。
水井坊	2024/11/2	拟以集中竞价方式回购股份资金总额不低于人民币 7500 万元（含）且不超过人民币 15000 万元（含），用于实施员工持股计划或股权激励。回购价格不超过人民币 75.00 元/股（含）。

资料来源：上表公司中关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告，东莞证券研究所

表 4：2024 年以来部分白酒上市公司发布分红方案

公司名称	公告时间	主要内容
贵州茅台	2024/8/9	2024—2026 年度，公司每年度分配的现金红利总额不低于当年实现归属于上市公司股东的净利润的 75%，每年度的现金分红分两次（年度和中期分红）实施。
洋河股份	2024/8/30	2024 年度-2026 年度，公司每年度的现金分红总额不低于当年实现归属于上市公司股东净利润的 70%且不低于人民币 70 亿元（含税）。
五粮液	2024/10/31	2024-2026 年度，公司每年度现金分红总额占当年归母净利润的比例不低于 70%，且不低于 200 亿元（含税）；公司每年度的现金分红可分一次或多次（即年度分红、中期分红、特殊分红）实施。

资料来源：贵州茅台关于 2024—2026 年度现金分红回报规划的公告，五粮液关于 2024-2026 年度股东回报规划的公告，洋河股份关于现金分红回报规划（2024 年度-2026 年度）的公告，东莞证券研究所

3.5 白酒 Q3 业绩降速，内部延续分化

白酒 Q3 业绩降速，内部延续分化。在需求弱复苏背景下，今年三季度多数酒企调整发货节奏，白酒业绩整体存在降速，内部表现延续分化。分价格带来看，高端白酒中贵州茅台前三季度业绩表现相对稳健。2024 年前三季度，贵州茅台实现营业总收入 1231.23 亿元，同比增长 16.91%；实现归母净利润 608.28 亿元，同比增长 15.04%。单季度看，虽然三季度我国需求弱复苏，但公司作为白酒龙头，品牌影响力强，回款按目标正常推进。叠加去年 11 月公司对飞天提价提供业绩支撑，Q3 公司业绩表现稳健。2024Q3，贵州茅台实现营业总收入 396.71 亿元，同比增长 15.56%；实现归母净利润 191.32 亿元，同比增长 13.23%。相比之下，五粮液和泸州老窖主动调整经营节

奏，降速去库存，Q3 报表增速有所放缓。由于我国商务宴席弱复苏，次高端白酒部分公司三季度业绩仍承压。其中，山西汾酒、水井坊表现相对良性，而舍得、酒鬼酒等公司经营仍面临压力。对于此前表现较为强势的区域白酒，在需求弱复苏下，部分区域白酒三季度业绩环比亦出现降速。基于白酒实际需求情况，市场对今年四季度以及明年春节白酒的动销表现存在预期。

表 5：2024 年前三季度 SW 白酒板块重点上市公司业绩情况（亿元，%）

白酒层级	公司名称	营业总收入				归母净利润			
		2024 年前三季度	YOY	2024Q3	YOY	2024 年前三季度	YOY	2024Q3	YOY
高端白酒	贵州茅台	1231.23	16.91	396.71	15.56	608.28	15.04	191.32	13.23
	五粮液	679.16	8.60	172.68	1.39	249.31	9.19	58.74	1.34
	泸州老窖	243.04	10.76	73.99	0.67	115.93	9.72	35.66	2.58
次高端白酒	山西汾酒	313.58	17.25	86.11	11.35	113.50	20.34	29.40	10.36
	舍得酒业	44.60	-15.03	11.89	-30.92	6.69	-48.35	0.78	-79.23
	水井坊	37.88	5.56	20.70	0.38	11.25	10.03	8.83	7.67
	洋河股份	275.16	-9.14	46.41	-44.82	85.79	-15.92	6.31	-73.03
	酒鬼酒	11.91	-44.41	1.97	-67.24	0.56	-88.20	-0.65	-213.67
区域白酒	古井贡酒	190.69	19.53	52.63	13.36	47.46	24.49	11.74	13.60
	今世缘	99.42	18.85	26.37	10.11	30.86	17.08	6.24	6.61
	口子窖	43.62	-1.89	11.95	-22.04	13.11	-2.81	3.62	-27.72
	迎驾贡酒	55.13	13.81	17.28	1.58	20.06	20.19	6.28	3.67
大众白酒	老白干酒	40.88	6.29	16.18	0.26	5.56	33.00	2.52	25.17
	顺鑫农业	73.17	-16.92	16.30	-37.20	3.82	230.72	-0.41	80.83
	金徽酒	23.28	15.31	5.74	15.77	3.33	22.17	0.38	108.84
	金种子酒	8.06	-24.90	1.39	-54.41	-1.00	-185.51	-1.11	-3843.2

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

3.6 白酒估值

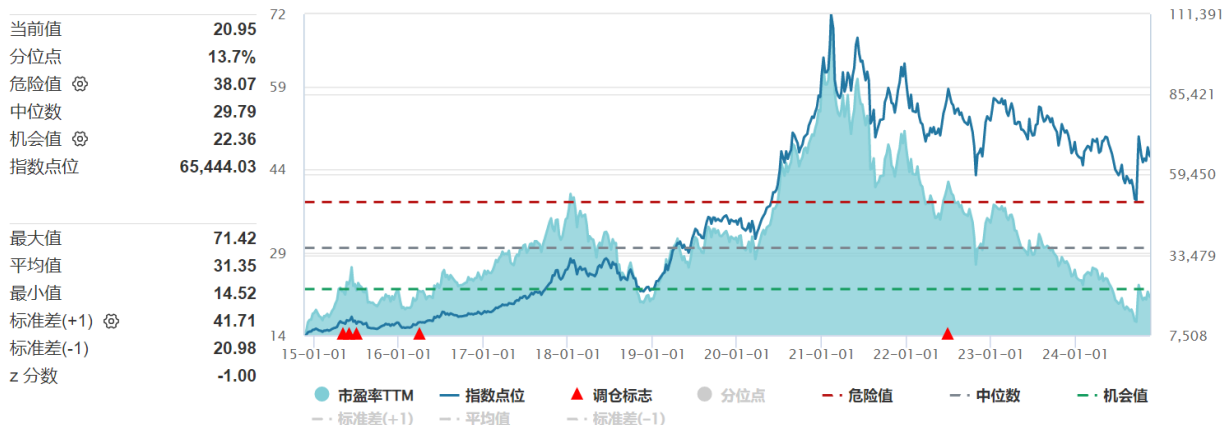
白酒估值低于近五年与近十年的均值水平，后续需结合经济复苏进度、经销商信心等进行判断。截至 11 月 18 日，中信白酒估值为 21 倍，低于近五年与近十年来的均值水平。白酒板块处于预期先行、基本面磨底的阶段。从绝对估值公式来看，在国内政策宽松的背景下，短期内不确定性下降，对分母端的压制得到一定改善。但随着市场预期回归理性，对白酒基本面的重视程度增加，后续需结合经济复苏进度、经销商信心、股息率等进行判断。

图 9：我国白酒估值（倍）

白酒(中信) CI005324.WI 65444.03 -0.78% | 历史PE/PB

市盈率TTM

市盈率TTM 分位点 标准差



数据来源：Wind，东莞证券研究所

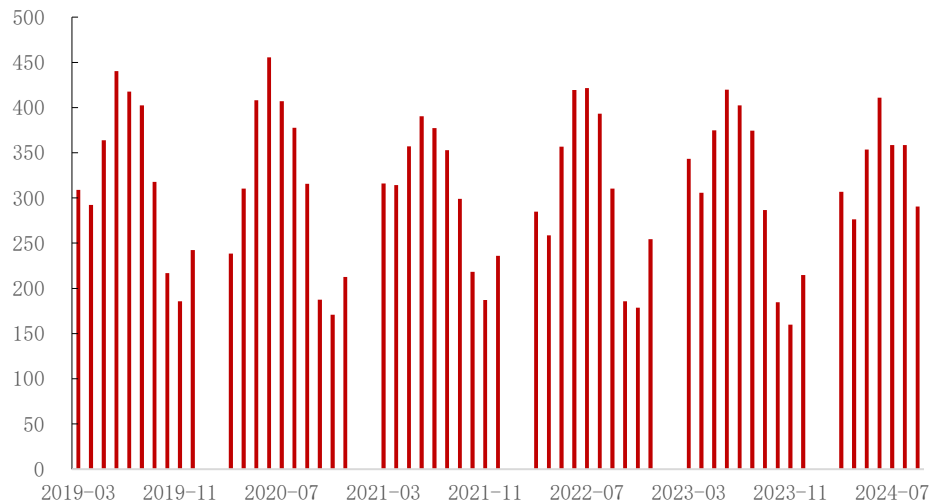
总结：从白酒企业公布的三季度业绩来看，由于白酒动销面临一定压力，板块内部呈现分化。近期，受外部市场环境、需求弱复苏、飞天批价下跌等因素影响，板块波动较大。目前，白酒处于消费淡季，部分渠道稳步去库存。考虑到目前我国消费的实际情况，预计 2025 年春节白酒仍面临一定的压力测试，市场对白酒的动销已有一定的预期。后续主要关注春节旺季备货以及酒企制定的明年经营目标，并且配合需求复苏进度对行业基本面进行判断。政策面来看，近期我国政策频出，对市场信心起到一定提振，后续可持续关注政策落地效果以及增量政策预期。从估值来看，白酒目前估值低于近五年均值水平，短期预计国内外市场环境、经销商信心、动销、库存等或是影响板块走势的重要因素。中长期来看，还要结合经济复苏进程进行判断。

4. 啤酒板块：成本压力趋缓，关注边际改善

4.1 我国啤酒需求弱复苏，关注边际改善

啤酒需求弱复苏。今年春节，在返乡、餐饮等消费场景的催化下，啤酒动销表现良性。但考虑到去年一季度疫情管控放开后短暂的报复性消费，啤酒产量存在高基数压力。进入 5-6 月旺季后，啤酒基数逐步走低。今年 5 月南方地区受雨水天气影响，啤酒销量有所承压，整体延续弱复苏。三季度以来，受餐饮场景恢复进度较慢等因素影响，啤酒需求在低基数下未能实现改善。根据国家统计局数据，2024 年 1-9 月，我国规模以上企业累计啤酒产量 2930.2 万千升，同比下降 1.5%。

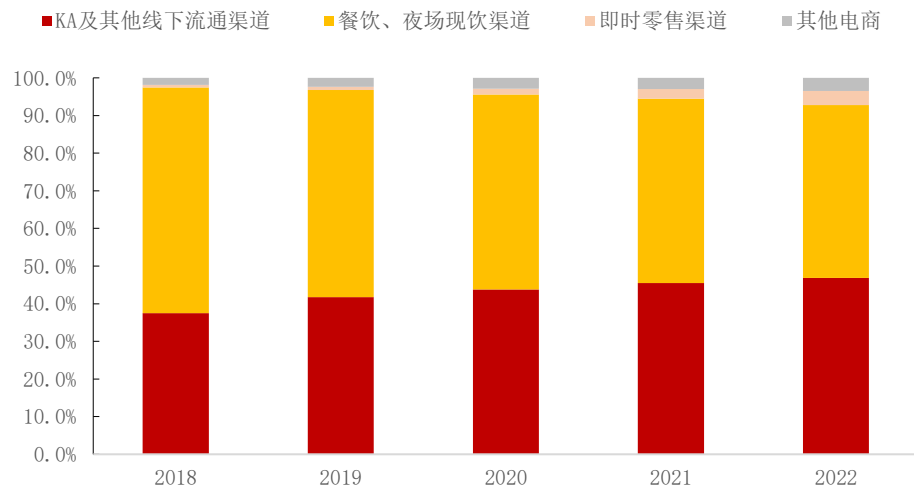
图 10：2019 年-2024 年 9 月啤酒产量当月值（万千升）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

我国啤酒渠道结构。从渠道分布来看，我国啤酒渠道以 KA 及其他线下流通渠道、餐饮夜场等现饮渠道为主。近几年我国餐饮等消费场景仍处于弱复苏，啤酒在餐饮、夜场等现饮渠道占比呈下降态势。2022 年，啤酒在 KA 及其他线下流通渠道、餐饮夜场现饮渠道的占比分别为 46.8%与 46.0%。此外，受益于电商渠道的发展，我国啤酒在电商渠道的占比从 2018 年的 1.9%增加到 2022 年的 3.5%。

图 11：我国啤酒渠道结构（%）



数据来源：中国酒业协会，知萌咨询，东莞证券研究所

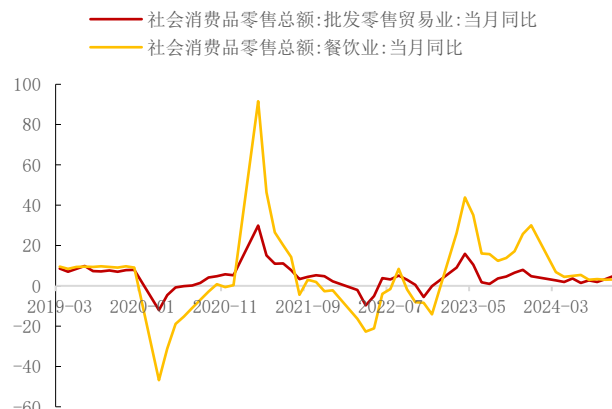
期待需求边际改善。从社零数据看，2024 年 1-10 月，我国社零总额 39.90 万亿元，同比增长 3.5%。分品类看，商品零售额 35.46 万亿元，同比增长 3.2%；餐饮收入 4.44 万亿元，同比增长 5.9%。单 10 月，社零总额为 4.54 万亿元，同比增长 4.8%。其中，商品零售额 4.04 万亿元，同比增长 5.0%；餐饮收入 4952 亿元，增长 3.2%，需求有所回暖。近期国家政策层面的支持，边际上或提升市场预期。若后续餐饮等消费场景稳步复苏，或对啤酒现饮消费起到提振。

图 12：2019-2024 年 10 月我国社会消费品零售总额单月同比增速（%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 13：2019-2024 年 10 月我国社会消费品零售按消费类型单月同比增速（%）



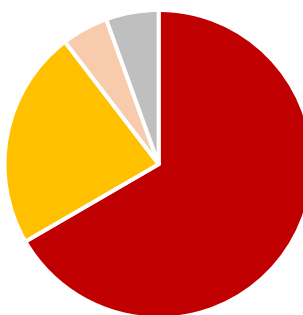
数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

4.2 酒企部分成本压力下降

啤酒成本结构。目前在啤酒的成本结构中，包材、大麦等酿酒原材料是其主要的成本构成。以青岛啤酒为例，在 2023 年成本构成中，直接材料占比为 66.63%，制造费用及其他、外购产成品与直接人工的占比分别为 22.96%、5.53%与 4.88%。

图 6：2023 年青岛啤酒成本构成（%）

■ 直接材料 ■ 制造费用及其他 ■ 直接人工 ■ 外购产成品



数据来源：2023 年青岛啤酒年报，东莞证券研究所

酒企部分成本压力下降。一般而言，啤酒公司在购买原材料时，一般于年底锁定第二年全年大麦的价格，玻璃、铝锭等其他原料价格一般以季度或市价为准。目前我国已取消对澳大利亚大麦的双反政策，大麦成本压力有所缓解。玻璃方面，9 月下旬以来受政策提振等因素影响，叠加玻璃供给收缩，玻璃价格呈上升走势。从供应端看，由于玻璃产线冷修增多，当前玻璃供给已出现缩减，且存在一定的减量预期。但终端需求尚未出现明显好转，仍有一定的不确定性，可积极关注需求变化情况。

图 14：大麦全国均价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 15：玻璃现货价（元/平方米）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 16：铝锭现货价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 17：瓦楞纸现货价（元/吨）

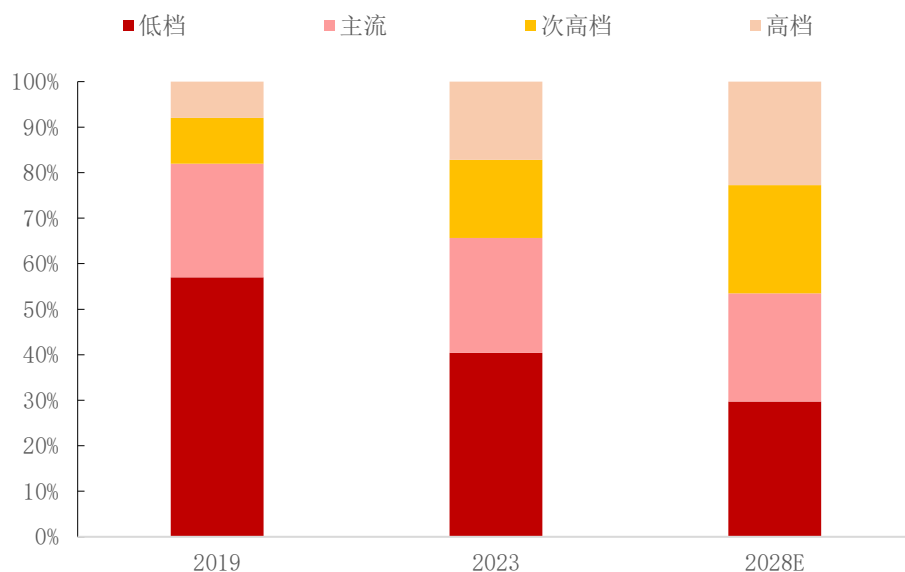


数据来源：同花顺，东莞证券研究所

4.3 内部表现分化，精酿、无醇、低糖低脂等产品关注度提升

啤酒内部产品结构分化。分价格带来看，随着消费者对啤酒品质的要求进一步提高，近几年低档啤酒销量占比呈下降态势，而次高档和高档啤酒占比呈上升态势。考虑到目前我国消费弱复苏，而高档啤酒的消费场景在夜场、酒吧等占比较高，预计短期内高档啤酒增速慢于次高档啤酒，次高档啤酒有望受益于主流品牌结构升级且价格相对高端产品更具有性价比而有一定的增长弹性空间。

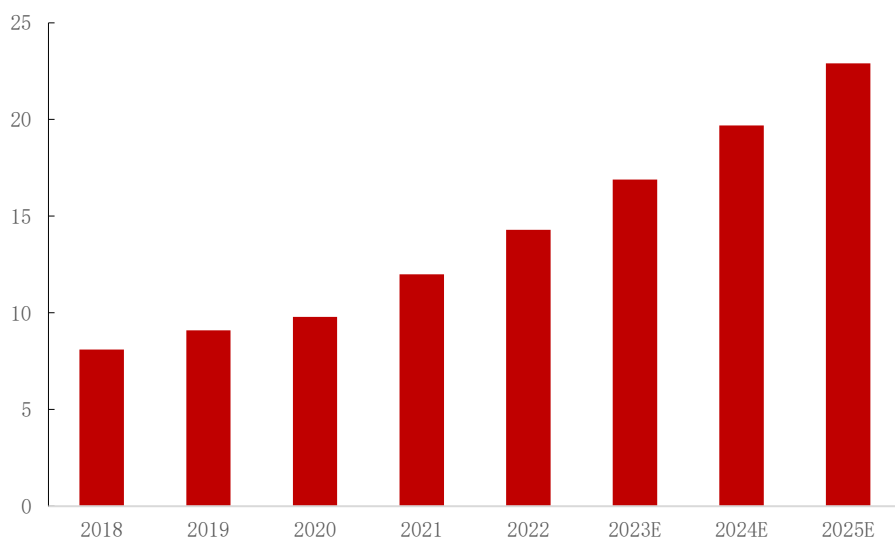
图 18：啤酒分价格带销量占比（%）



数据来源：嘉世咨询，东莞证券研究所

我国精酿啤酒消费量增速快于行业平均水平，企业纷纷布局精酿赛道。虽然我国啤酒产量在 2013 年达到高点之后整体呈下降态势，但在居民消费水平提高、消费观念转变等因素影响下，我国精酿啤酒消费量呈稳步增长态势，且增速快于行业平均水平。根据灼鼎咨询数据，2018-2022 年，我国精酿啤酒消费量从 8.1 亿升增加至 14.3 亿升，年均复合增速为 15.3%。预计到 2025 年，我国精酿啤酒消费量达到 22.9 亿升。在精酿潮兴起的背景下，企业纷纷布局精酿赛道，以提高市场竞争力。青岛啤酒在经营过程中推出 IPA、经典 1903 等精酿品类的高端产品，珠江啤酒推出了红色艾尔等多款精酿啤酒，而燕京啤酒推出了“燕京八景”“狮王世涛”等系列精酿啤酒。除单独生产啤酒的厂商之外，海底捞、盒马等餐饮、零售等其他业态也相继加入精酿啤酒赛道，推出“精酿啤酒+餐饮”、“精酿啤酒+零售”等多元业务，以提高自身的市场竞争力与品牌知名度。

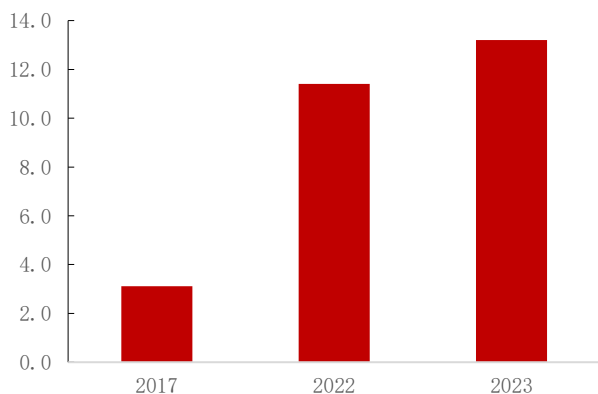
图 19：2018-2025E 我国精酿啤酒消费量（亿升）



数据来源：灼鼎咨询，东莞证券研究所

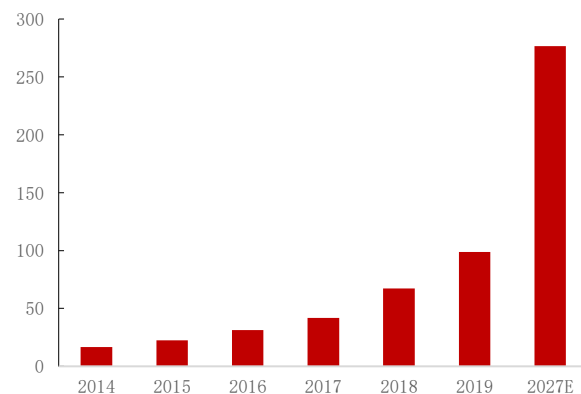
无醇、低糖低脂等产品的关注度得到提升。在消费者健康意识提高、对无醇啤酒的需求场景增加等因素影响下，无醇啤酒的市场关注度提升，带动我国无醇啤酒市场规模近几年稳健增长，从 2017 年的 3.12 亿元增加到 2023 年的 13.20 亿元，年均复合增速为 105.69%，远超过行业平均增速。此外，在消费者饮食观念转变的背景下，低糖低脂产品愈发受到市场欢迎。根据智研咨询数据显示，2014-2019 年，我国无糖饮料市场规模从 16.6 亿元增加至 98.7 亿元，年均复合增速约为 43%，预计低糖低脂有望成为啤酒行业未来发展的趋势之一。

图 20：2017-2023 年我国无醇啤酒市场规模（亿元）



数据来源：智研咨询，东莞证券研究所

图 21：2014-2027E 年我国无糖饮料市场规模（亿元）



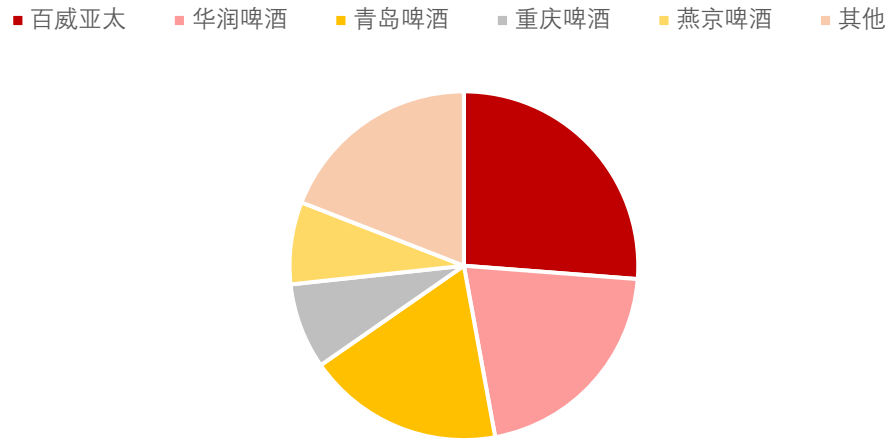
数据来源：智研咨询，东莞证券研究所

4.4 龙头企业优势明显，形成寡头垄断竞争格局

我国啤酒行业龙头优势明显，形成寡头垄断竞争格局。我国啤酒行业经过不断的发展，龙头优势明显，市场集中度较高，已形成寡头垄断的竞争格局。按营收口径计算，2023 年我国啤酒行业的 CR5 约为 81%。其中，百威亚太的市场份额最高，占比为 26.2%；华润啤酒的市场份额为 20.9%，位居第二。青岛啤酒、重庆啤酒与燕京啤酒的市场份

额分别位居第三位至第五位。随着市场规范度提高，部分经营不善的小企业有望加快退出啤酒市场，龙头竞争力有望进一步提升。

图 22：2023 年我国啤酒公司市场份额（%）



数据来源：国家统计局，同花顺，东莞证券研究所

注：市场份额按照营业收入口径计算

4.5 Q3 部分酒企务实去库存，业绩表现相对平淡

2024Q3 啤酒需求延续弱复苏，部分酒企务实去库存，业绩表现相对平淡。步入三季度，虽然啤酒基数走低，但需求延续弱复苏，餐饮消费场景恢复进度较慢，啤酒需求未能得到释放，酒企三季度业绩表现相对平淡，内部分化。其中，青岛啤酒与重庆啤酒 Q3 营收同比出现不同下滑。利润端，虽成本压力有所缓解，但受增加费投等因素影响，归母净利润三季度下滑幅度大于营收。燕京啤酒三季度受需求疲软以及雨水天气等影响，营收增速放缓，控费带动利润弹性释放。珠江啤酒由于现饮渠道占比较低，以非现饮渠道为主，因此受冲击相对较小，三季度业绩实现稳健增长。

表 6：2024 年前三季度 SW 啤酒板块重点上市公司业绩情况（亿元，%）

公司名称	营业总收入				归母净利润			
	2024 年前三季度	YOY	2024Q3	YOY	2024 年前三季度	YOY	2024Q3	YOY
青岛啤酒	289.59	-6.52	88.91	-5.28	49.90	1.67	13.48	-9.03
重庆啤酒	130.63	0.26	42.02	-7.11	13.32	-0.90	4.31	-10.10
燕京啤酒	128.46	3.47	48.00	0.19	12.88	34.73	5.30	19.84
珠江啤酒	48.87	7.37	19.01	6.89	8.07	25.35	3.07	10.60

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

总结：从需求来看，啤酒需求延续弱复苏，餐饮消费场景恢复进度较慢，部分酒企稳步去库存，为明年备货做准备。期待政策刺激下，需求边际改善。成本端来看，我国在对澳大利亚的大麦取消双反政策后，大麦成本压力趋缓，对利润产生增量贡献。中长期来看，啤酒板块高端化趋势不变，产品结构持续优化，精酿、无醇等产品有望成为酒企发展的对象，进而带动啤酒板块盈利水平上行。

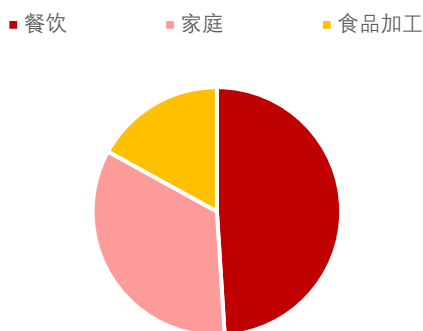
5. 调味品板块：BC 端推动需求增长，企业积极夯实基础

5.1 部分调味品动销改善，关注餐饮恢复进程

三季度以来部分调味品动销改善，关注春节旺季备货。今年上半年，部分调味品步入去库存尾声。9 月以来，在调味品企业内部积极改革的背景下，部分产品动销出现好转。考虑到 2025 年春节时间有所提前，渠道备货时间将提前至今年年末。叠加四季度调味品同期低基数，期待调味品表现。

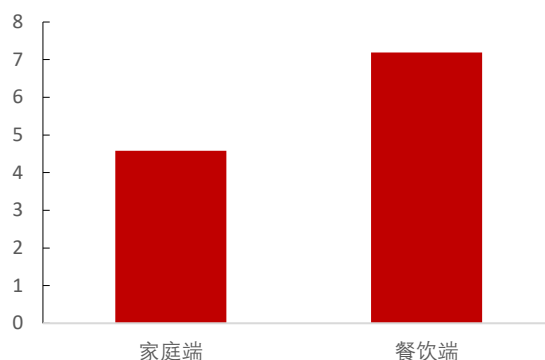
我国调味品需求结构以餐饮为主。目前，我国调味品的消费渠道包括餐饮、家庭与食品加工。其中，餐饮端的消费占比最大，约为 50%左右。家庭端与食品加工渠道占比分别为 30%与 20%左右。为追求食物口味的最佳效果，调味品在餐饮端的人均摄入量整体高于家庭端。具体数据来看，餐饮端调味品的人均摄入量为 7.2g/公斤，约为家庭端的 1.6 倍。在我国宏观政策刺激下，期待餐饮需求稳步恢复，进而带动调味品需求增加。

图 23：2024 年我国调味品各渠道份额占比（%）



数据来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

图 24：不同就餐方式调味品人均摄入量（g/公斤食物）



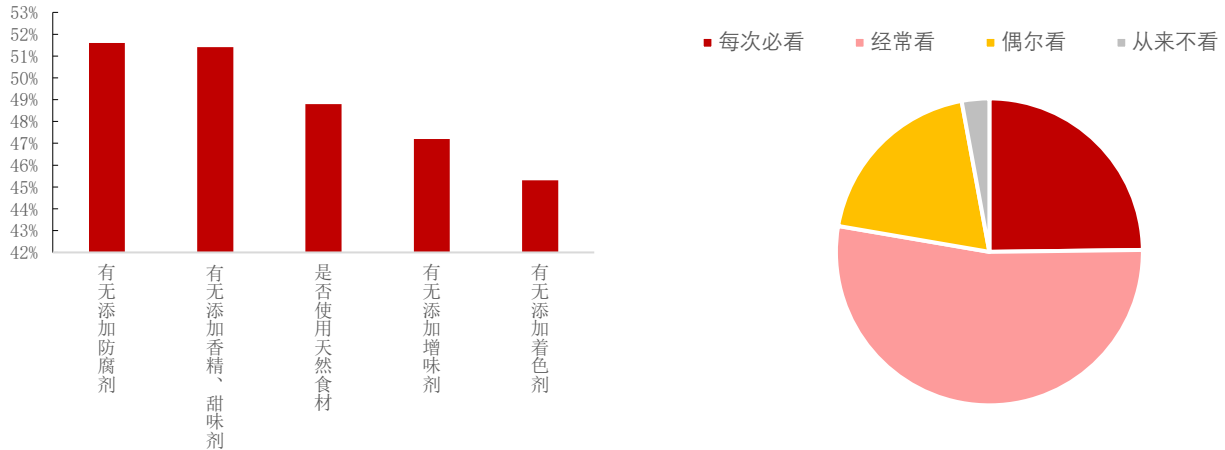
数据来源：智研咨询，东莞证券研究所

5.2 零添加等产品有望成为行业未来发展趋势之一

多数调味品消费者关注配料表与营养成分表。随着居民生活水平的提高，健康观念逐步深入人心，低盐、少糖、零添加等名词成为越来越多消费者在购买调味品时的重要考虑因素。根据艾媒咨询数据显示，在消费者购买调味品时，超九成的消费者关注配料表或营养成分表，每次必看配料表或营养成分表的消费者占比约 25%。同时，消费者在查看配料表时关注最多的因素是有无添加防腐剂、香精和甜味剂等。

图 25：调味品配料表的关注因素

图 26：调味品配料表或营养成分表的关注度（%）



数据来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

数据来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

少盐、零添加等有望成为调味品行业未来发展趋势之一。以酱油行业为例，我国酱油行业在消费升级的背景下，逐步呈现出高端化与多功能化的趋势，产品范围从传统的酱油、生抽、老抽扩大到高鲜酱油、零添加酱油、有机酱油等。为顺应市场发展需要，行业中的公司纷纷扩充自身品类，海天、千禾味业、李锦记等品牌目前旗下均有零添加、有机、轻盐等酱油产品供消费者选择。在健康观念升级的背景下，预计少盐、零添加等产品有望成为调味品企业后续布局的重点之一，产品结构有望优化升级。

图 27：零添加、轻盐、有机等调味品



数据来源：海天味业官网，千禾味业官网，李锦记官网，东莞证券研究所

5.3 部分公司推出激励计划，激发经营积极性

今年以来部分调味品公司推出激励计划，激发经营积极性。为提高企业经营效率、激发员工积极性，今年以来海天味业、中炬高新、天味食品、安琪酵母等公司纷纷推出股权激励计划或员工持股计划，为经营发展注入活力。

表 7：2024 年以来重点调味品公司股权激励计划梳理

公司名称	公告时间	公告名称	内容
中炬高新	2024/3/30	2024 年限制性股票激励计划（草案）	本激励计划拟授予激励对象 329 人，包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干人员，不包括公司独立董事、监事，亦不包括单独或合计持股 5% 以上的主要股东或实际控制人及其配偶、父母和子女。本次限制性股票的拟授予价格为 14.19 元/股，拟授予不超过 1438.80 万股限制性股票，占公司股本总额的 1.83%。限制性股票解除限售业绩考核时间为 2024-2026 年，对营业收入、营业利润率、净资产收益率等指标进行考核。
安琪酵母	2024/6/3	2024 年限制性股票激励计划（草案）	本计划拟向包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员、管理骨干等在内的 1006 人授予限制性股票。限制性股票的来源为公司从二级市场回购的本公司 A 股普通股股票，授予的限制性股票授予价格为 15.41 元/股。拟授予的限制性股票数量为 1189 万股，约占目前公司股本的 1.37%。限制性股票解除限售业绩考核时间为 2024-2026 年，对 ROE、主营业务收入、资产负债率等指标进行考核。
恒顺醋业	2024/6/22	2024 年限制性股票激励计划（草案）	本激励计划拟授予的激励对象不超过 517 人，包括公告本激励计划时在公司任职的公司董事、高级管理人员、管理人员、核心骨干人员及公司董事会认为需要激励的人员。拟向激励对象授予不超过 877.28 万股限制性股票，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.79%，限制性股票授予价格为每股 3.85 元。限制性股票解除限售业绩考核时间为 2024-2026 年，对主营业务收入增长率、利润总额增长率等指标进行考核。

资料来源：中炬高新 2024 年限制性股票激励计划（草案），安琪酵母 2024 年限制性股票激励计划（草案），恒顺醋业 2024 年限制性股票激励计划（草案），东莞证券研究所

表 8：2024 年以来重点调味品公司员工持股计划梳理

公司名称	公告时间	公告名称	主要内容
天味食品	2024/4/20	2024 年员工持股计划	本次员工持股计划的参与对象为公司董事（不含独立董事）、高级管理人员、中高层管理人员、核心业务（技术）骨干及董事会认为需要激励的其他人员，参与人数不超过 120 人，其中董事（不含独立董事）、高级管理人员不超过 6 人，具体参加人数根据员工实际缴款情况确定。本员工持股计划的考核年度为 2024 年-2025 年两个会计年度，分别为以 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 10%；以 2023 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 26.5%。
恒顺醋业	2024/7/9	2024 年员工持股计划	参加本员工持股计划的员工总人数不超过 1488 人，受让价格为 5.89 元/股。本员工持股计划的考核年度为 2024 年-2026 年三个会计年度，以 2023 年主营业务收入为基数，2024 年/2025 年/2026 年主营业务收入增长率不低于 10%/21%/33%。

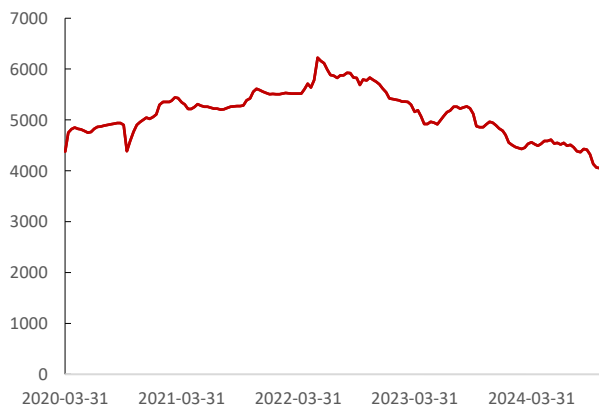
海天味业	2024/9/20	2024 年-2028 年员工持股计划	参与人员合计不超 800 人，其中参与 2024 年计划的董事、监事及高级管理人员总持股比例合计不超过 15%。2024 年计划的对应公司业绩考核指标为 2024 年归属于母公司的净利润相较于 2023 年增长不低于 10.8%，受让价格为 36.87 元/股。
------	-----------	---------------------	---

资料来源：天味食品 2024 年员工持股计划，恒顺醋业 2024 年员工持股计划，海天味业 2024 年-2028 年员工持股计划，东莞证券研究所

5.4 原材料成本压力有所缓解

原材料成本压力有所缓解。今年以来，大豆、豆粕等原材料价格有所下行，成本压力有所缓解。大豆、豆粕方面，国内近期新季大豆陆续上市，市场供应增加，价格有所下降，国际美豆产量亦有望创历史新高。但考虑到 11 月-12 月为大豆需求旺季，预计价格总体维持震荡走势。白糖方面，国内供给相对充足，消费信心未出现明显提振，白糖走势或震荡运行。玻璃方面，当前玻璃供给已出现缩减，且存在一定的减量预期。但终端需求尚未出现明显好转，仍有一定的不确定性，预计维持震荡走势。

图 28：大豆生产资料价格（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

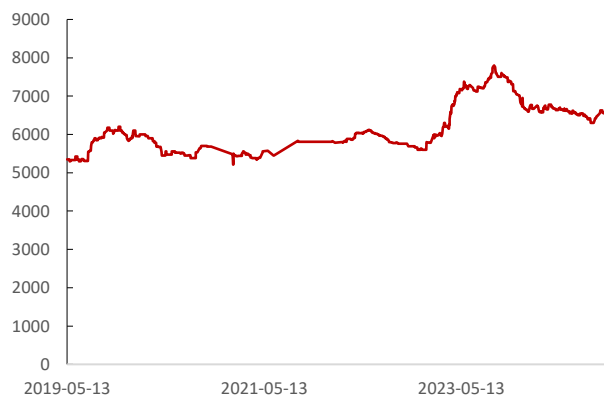
图 29：豆粕现货价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 30：白砂糖现货价格（元/吨）

图 31：玻璃现货价（元/平方米）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

5.5 部分调味品 2024Q3 业绩改善

部分调味品 2024Q3 业绩有所改善。虽然我国需求弱复苏，但调味品作为居民的生活必需品，需求相对稳定。此外，部分公司积极内部改革，叠加去年同期低基数，部分调味品三季度业绩有所改善。海天味业前三季度实现营业收入 203.99 亿元，同比增长 9.38%；实现归母净利润 48.15 亿元，同比增长 11.23%。在需求弱复苏的背景下，公司积极对产品、渠道、终端建设等方面进行变革，库存相对良性，Q3 业绩实现韧性增长。2024Q3，公司营业收入与归母净利润分别为 62.43 亿元/13.62 亿元，同比分别增长 9.83%/10.50%。涪陵榨菜 Q3 在成本下行、同期低基数下，业绩实现良性增长；中炬高新美味鲜经营边际改善，天味食品受益于火锅调料等业务催化三季度业绩表现较好。而千禾味业 Q3 业绩同比出现下滑，主要系零添加赛道竞争加剧，公司主动调整经营节奏，叠加去年同期三季度基数较高所致。

表 9：2024 年前三季度 SW 调味品板块重点上市公司业绩情况（亿元，%）

公司名称	营业总收入				归母净利润			
	2024 年前三季度	YOY	2024Q3	YOY	2024 年前三季度	YOY	2024Q3	YOY
海天味业	203.99	9.38	62.43	9.83	48.15	11.23	13.62	10.50
中炬高新	39.46	-0.17	13.28	2.23	5.76	145.28	2.26	32.90
天味食品	23.64	5.84	8.97	10.93	4.32	34.96	1.86	64.79
千禾味业	22.88	-1.85	6.99	-12.63	3.52	-9.19	1.01	-22.58
安琪酵母	109.12	13.04	37.38	27.14	9.53	4.23	2.62	7.02
涪陵榨菜	19.62	0.56	6.57	6.81	6.71	1.74	2.23	17.88
宝立食品	19.30	9.72	6.57	4.06	1.73	-28.01	0.65	-13.45
恒顺醋业	15.31	-6.51	5.27	5.64	1.20	-13.08	0.26	79.99
仲景食品	8.39	14.21	3.01	9.57	1.49	6.57	0.49	-2.97

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

总结：需求端，虽然我国需求弱复苏，但部分调味品公司积极进行内部经营改革，夯实基础、稳步去库存，三季度动销有所改善。考虑到 2025 年春节时间有所提前，渠

道备货时间将提前至今年年末。叠加四季度调味品同期低基数，期待调味品表现。此外，由于餐饮在调味品渠道结构中的占比较高，预计在餐饮等消费场景复苏的背景下，调味品需求有望释放。成本端，大豆、豆粕等原材料价格呈下降态势，成本压力或有所缓解。后续需持续关注大豆、豆粕、玻璃等原材料价格走势。中长期看，零添加、少盐等产品有望成为调味品行业未来发展的趋势之一，进而带动产品结构优化升级。

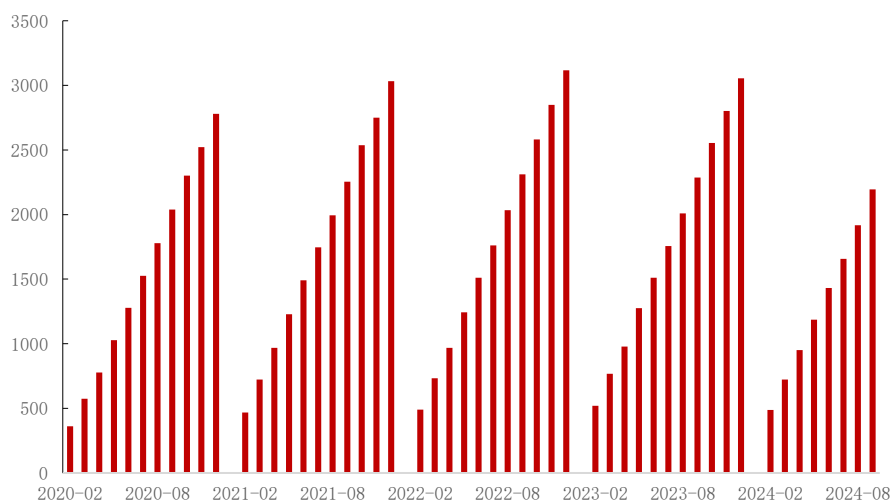
6. 乳品板块：供需结构有望改善，头部企业竞争优势明显

6.1 乳品供给边际去化，需求弱复苏

乳品供给边际去化，需求延续弱复苏。供给端来看，近几年大规模牧场扩张使乳品供给增加。随着牧场扩张趋于理性，今年以来乳品产量边际去化。根据国家统计局数据显示，2024 年 1-9 月，我国乳制品产量为 2194.60 万吨，同比下降 1.90%。需求端来看，今年三季度，乳品需求延续复苏，动销存在一定压力。

刺激政策出台，期待乳品需求改善。近期，农业农村部等七部门联合印发《关于促进肉牛奶牛生产稳定发展的通知》，稳定肉牛奶牛生产。其中，《通知》提出要促进牛肉牛奶消费，科学宣传展示鲜牛肉、鲜牛奶品质和营养价值，推广“学生饮用奶”，鼓励有条件的地方通过发放消费券等方式，拉动牛奶消费。此次国家发布的相关政策，是在定调促消费的基础上拉动乳品消费的细分举措。期待政策刺激下乳品需求的边际改善。

图 32：2020 年-2024 年 9 月我国乳品产量累计值（万吨）

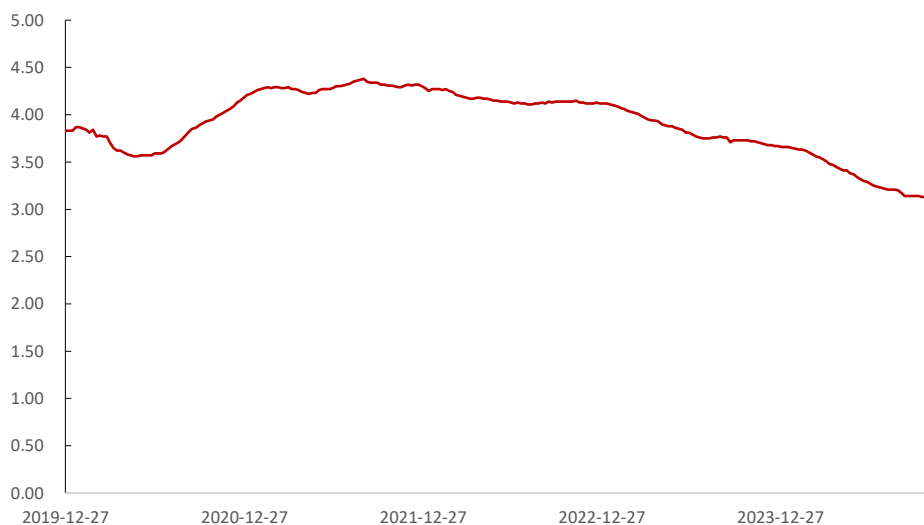


数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

6.2 乳企成本压力趋缓，后续持续关注原料供给

乳制品公司成本压力趋缓。我国生鲜乳价格今年以来呈下降态势，乳品企业的成本压力趋缓。2024 年 11 月 8 日，我国生鲜乳价格为 3.12 元/公斤，月环比下降 0.32%，同比下降 15.90%。考虑到目前生鲜乳供给有所收缩，后续需持续关注原料供给。

图 33：我国生鲜乳均价（元/公斤）

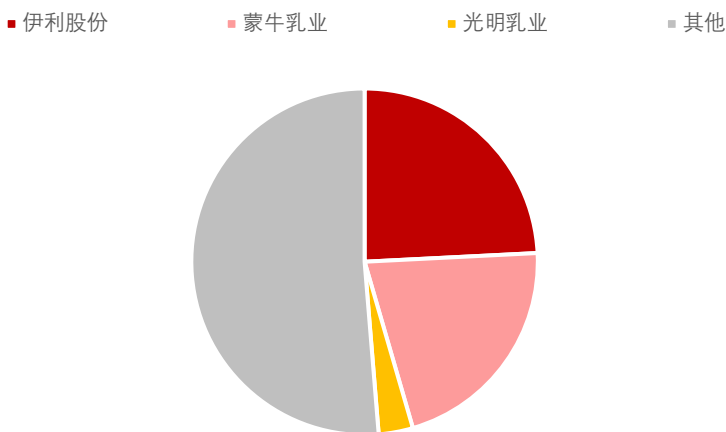


数据来源：同花顺，东莞证券研究所

6.3 龙头企业竞争优势突显

乳制品龙头企业竞争优势突显。从竞争格局来看，我国乳制品市场龙头企业竞争优势明显。目前在我国乳制品市场份额排名前三的公司分别为伊利股份、蒙牛乳业与光明乳业，其中伊利与蒙牛二者的市占率达到了 45% 以上，在市场中形成了一定的品牌壁垒。在品牌影响力增强、消费者认可度提高等因素影响下，预计龙头企业市场份额与竞争优势有望进一步提升。

图 34：我国乳制品行业市场竞争格局（%）



数据来源：智研咨询，东莞证券研究所

6.4 乳品头部企业 2024Q3 经营有所改善

乳品头部企业 2024Q3 经营有所改善。虽然三季度乳品需求仍然弱复苏，但此前乳企稳步去库存，叠加原材料成本下降趋缓后竞争有所缓解，乳品头部企业 2024Q3 经营有所改善。伊利股份 7 月库存调整步入尾声，渠道进货意愿有所提升，Q3 营收降幅季

环比收窄，同比下降 6.67%至 291.25 亿元。利润端，原奶价格呈下降趋势，叠加信用减值部分冲回等，公司 Q3 归母净利润同比增长 8.53%至 33.37 亿元。

表 10：2024 年前三季度 SW 乳品板块重点上市公司业绩情况（亿元，%）

公司名称	营业总收入				归母净利润			
	2024 年前三季度	YOY	2024Q3	YOY	2024 年前三季度	YOY	2024Q3	YOY
伊利股份	890.39	-8.59	291.25	-6.67	108.68	15.87	33.37	8.53
新乳业	81.50	-0.54	27.85	-3.82	4.74	24.37	1.77	22.92
光明乳业	184.13	-10.89	56.99	-12.66	1.16	-63.94	-1.64	-973.33
三元股份	53.97	-11.96	15.44	-18.46	1.03	-55.53	-0.25	-250.70
海融科技	7.66	8.31	2.48	5.98	0.88	32.44	0.18	3.44
阳光乳业	3.85	-8.72	1.31	-9.80	0.85	-9.81	0.30	-6.73
妙可蓝多	35.94	-9.40	16.72	-12.07	0.85	571.67	0.08	151.96
佳禾食品	16.80	-19.46	6.07	-20.06	0.83	-59.88	0.13	-81.25
燕塘乳业	13.03	-12.03	4.51	-13.10	0.81	-43.25	0.25	-44.30
熊猫乳品	5.69	-19.83	2.08	-20.45	0.78	-4.48	0.31	-11.20

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

注：选取 SW 乳品板块 2024 年前三季度归母净利润位居前十的上市公司

总结：需求端，我国乳品需求处于弱复苏，动销仍存压力。期待后续消费券等政策落地，对乳品需求产生一定支撑。成本方面，乳企成本压力有所下降，但后续随着供给量收窄，成本下降速度或出现放缓。中长期看，龙头企业可以通过优化产品结构、推出新品、扩大业务范围等方式提高产品竞争力，乳品市场份额有望向龙头企业集中。此外，乳品龙头低估值、高股息率等特征亦可重点关注。

7. 零食板块：零食量贩与电商推动行业发展

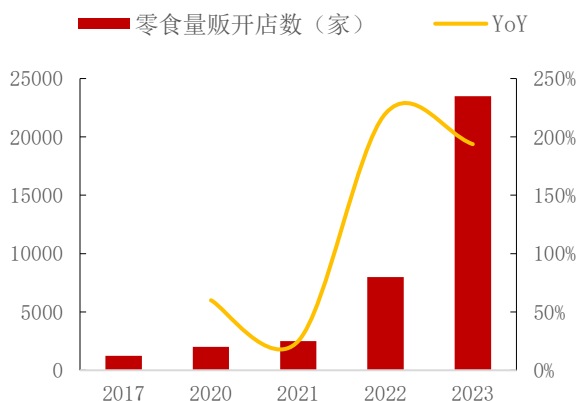
7.1 零食量贩蓬勃发展，市场加速整合

零食量贩具有“多快好省”的特点。零食量贩是指省去经销商环节，从工厂直接采购或贴牌产品，主打价格实惠、品类丰富的零售专卖店，具有产品品类丰富、上新速度快、价格实惠且性价比高特点，可以较好地满足消费者对产品高性价比的需求。

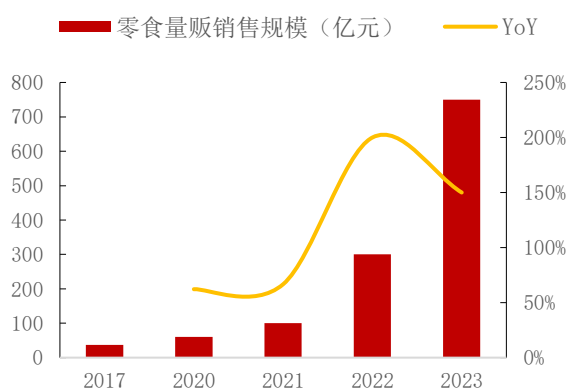
我国零食量贩蓬勃发展，开店数与销售规模呈井喷式增长。随着消费水平提高，零食需求日趋旺盛，具有“多快好省”特点的零食量贩迎来发展机遇。根据新经销数据，2023 年我国零食量贩门店数量超过 2 万家，同比增长超过 190%。在开店数增加的同时，我国零食量贩销售规模亦呈现井喷式增长。2023 年我国零食量贩销售规模超过 700 亿元，同比增长约 150%。

图 35：2017-2023 年我国零食量贩开店数与增速（家，%）

图 36：2017-2023 年我国零食量贩销售规模与增速（亿元，%）



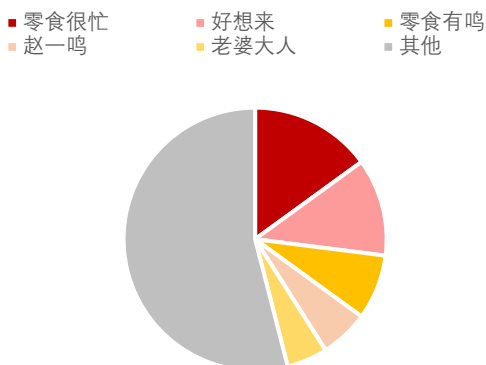
数据来源：新经销，东莞证券研究所



数据来源：新经销，东莞证券研究所

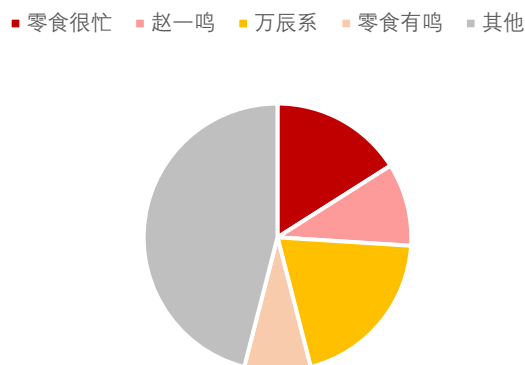
零食量贩市场加速整合。从零食量贩市场份额来看，2023 年前，在零食量贩带动下，量贩品牌相继出现，零食很忙、好想来、零食有鸣、赵一鸣等头部品牌逐步在市场中形成品牌优势。具体数据来看，在 2022 年零食量贩市场份额中，零食很忙占比 15%，好想来和零食有鸣分别占比 12%与 8%。2023 年 9 月，万辰集团将好想来、来优品、叮嘀叮、陆小馋合并，11 月零食很忙与赵一鸣合并，零食量贩市场进入加速整合阶段，品牌优势有望进一步凸显。

图 37：2022 年量贩头部品牌市场份额 (%)



数据来源：勤策消费研究，东莞证券研究所

图 38：2023 年量贩头部品牌市场份额 (%)



数据来源：勤策消费研究，东莞证券研究所

零食企业入局零食量贩业务。此前，三只松鼠发布公告，全资子公司安徽一件事创业投资有限公司拟合计投资不超过人民币 3.6 亿元，与爱零食、爱折扣、致养食品达成深度合作，借助三只松鼠品牌、供应链、管理赋能共同拓展线下市场及进入乳饮饮料新赛道。公司此举有望实现供应链产业集群效应，提高品牌影响力，达到降本增效的效果。在三只松鼠发布相关投资公告后，其他零食公司表现值得期待。

7.2 线上抖音等新兴电商模式实现较快增长

线上抖音等新兴电商模式实现较快增长。近几年，我国电商平台不断发展，短视频行业发展迅猛，以抖音、快手等为代表的社交电商快速崛起，通过“直播+短视频”等创新形式，帮助消费者种草，为消费者提供更加多元化、多链路的消费场景，传统电商

增速有所放缓。根据久谦数据,2023年休闲零食品类三大平台销售额同比上涨0.81%。其中,抖音受益于其决策成本低、复购率高等特点,增速超53%。细分到零食厂商,抖音成为零食厂商进行产品销售、吸引消费者的重要渠道,头腰尾部的零食厂商在抖音渠道的销售增速同比均实现快速增长。有所差异的是,头部零食厂商在传统电商平台如天猫的依赖度依然较高,腰部零食厂商在京东、天猫均有发展,其中在京东成长更快,而尾部零食厂商则更加依赖于抖音电商平台。

良品铺子、三只松鼠等为代表的零食公司电商渠道销售已取得成效,双十一线上零食实现双位数增长。零食企业在经营过程中根据自身定位,选择具有优势的电商渠道营销,以盐津铺子、三只松鼠等为代表的零食公司电商渠道销售已取得一定成效。根据星图数据显示,2024年双十一期间,休闲零食销售额为134亿元,同比增长10.74%。其中,三只松鼠延续亮眼表现,销售额在天猫与京东销售平台均位列第一。良品铺子、百草味等公司亦在榜单前五。

表 11: 头腰尾部零食厂商在各渠道的销售增速

		天猫	京东	抖音
某线下排名前 5 厂商	整体	-2.1%	9.8%	89.1%
	自营	6.3%	11.9%	—
某线下排名前 20 厂商	整体	-23.8%	3.3%	157.4%
	自营	-19.0%	12.2%	—
某线下排名 20+ 厂商	整体	-17.2%	0.3%	81.1%
	自营	-7.6%	1.4%	—

资料来源: 尼尔森, 东莞证券研究所

7.3 零食板块 2024Q3 业绩表现分化

零食板块 2024Q3 业绩表现分化。在零食量贩、电商等因素推动下,今年三季度三只松鼠、甘源食品等零食公司业绩表现亮眼。相比之下,受礼赠需求、传统渠道等因素扰动,洽洽食品等公司业绩受到影响。

表 12: 2024 年前三季度 SW 零食板块重点上市公司业绩情况 (亿元, %)

公司名称	营业总收入				归母净利润			
	2024 年前三季度	YOY	2024Q3	YOY	2024 年前三季度	YOY	2024Q3	YOY
三只松鼠	71.69	56.46	20.95	24.03	3.41	101.15	0.52	221.89
良品铺子	54.80	-8.66	15.94	-20.81	0.19	-89.86	-0.05	-325.2
洽洽食品	47.58	6.24	18.59	3.72	6.26	23.79	2.89	21.40
盐津铺子	38.61	28.49	14.02	26.20	4.93	24.55	1.74	15.62
来伊份	25.23	-15.96	7.31	-18.12	-0.43	-1,038.26	-0.58	-15.47
劲仔食品	17.72	18.65	6.42	12.94	2.15	61.20	0.71	42.58
甘源食品	16.06	22.23	5.63	15.58	2.77	29.48	1.11	17.10

资料来源: 同花顺, 东莞证券研究所

8. 投资策略

维持对行业的超配评级。白酒板块：近期，受外部市场环境、需求弱复苏、飞天批价波动等因素影响，板块波动较大。从白酒企业公布的业绩来看，板块内部呈现分化。目前，白酒仍处于消费淡季，需重点关注春节旺季备货情况。政策面来看，近期我国政策频出，对市场信心起到一定提振。白酒作为顺周期板块，中长期或存在自上而下的贝塔机会。从估值来看，白酒目前估值低于近五年均值水平，短期预计国内外市场环境、经销商信心、动销、库存等或是影响板块走势的重要因素。中长期来看，还要结合经济复苏进程进行判断。当前时点，建议关注二大主线：一是选择白酒中确定性高以及动销表现好的标的，二是选择业绩仍然处在磨底期，但在政策催化下，商务需求预期有所升温的次高端白酒。标的方面，建议关注贵州茅台（600519）、五粮液（000858）、泸州老窖（000568）、古井贡酒（000596）、山西汾酒（600809）等。

大众品板块：大众品板块业绩表现延续分化态势。业绩具备确定性、存在边际改善预期、高成长、高性价比等板块可重点关注。当前时点，建议关注三大主线：一是存在边际改善预期的餐饮链板块，如啤酒、调味品板块等。二是关注高成长、高景气的板块，如零食板块等。三是关注低估值、高股息率，以及有政策催化的板块，如乳品龙头等。标的方面，可重点关注青岛啤酒（600600）、海天味业（603288）、中炬高新（600872）、三只松鼠（300783）、伊利股份（600887）等。

表 13：重点公司盈利预测及投资评级（2024/11/20）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
600519	贵州茅台	1544.81	59.49	68.38	76.13	25.97	22.59	20.29	买入	维持
000858	五粮液	149.60	7.78	8.49	9.23	19.23	17.62	16.21	买入	维持
000568	泸州老窖	142.47	9.00	9.80	10.73	15.83	14.54	13.28	买入	维持
600809	山西汾酒	210.00	8.56	10.26	11.85	24.53	20.47	17.72	买入	维持
000596	古井贡酒	196.36	8.68	10.74	12.59	22.62	18.28	15.60	买入	维持
603288	海天味业	45.20	1.01	1.13	1.26	44.75	40.00	35.87	买入	维持
600872	中炬高新	22.24	2.16	0.98	1.19	10.30	22.69	18.69	买入	维持
600600	青岛啤酒	72.50	3.13	3.27	3.62	23.16	22.17	20.03	买入	维持
600132	重庆啤酒	63.20	2.76	2.79	2.96	22.90	22.65	21.35	增持	维持
000729	燕京啤酒	10.34	0.23	0.34	0.44	44.96	30.41	23.50	买入	维持
600887	伊利股份	29.04	1.64	1.87	1.71	17.71	15.53	16.98	买入	维持
300783	三只松鼠	30.65	0.55	0.99	1.38	55.73	30.96	22.21	买入	维持

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

9. 风险提示

- （1）**原材料价格波动风险。**行业原材料价格存在波动的风险，若原材料价格上涨幅度较大，将增加企业的成本压力，进而对业绩产生一定影响。
- （2）**产品提价不及预期。**后续若受终端需求不景气等因素扰动，企业提价节奏或将受到影响。
- （3）**渠道开展不及预期。**为扩大市场竞争力，行业中的公司积极进行渠道布局，扩张全国业务区域。若后续受经销商等因素影响而不能顺利开拓销售市场，将一定程度上影响公司渠道扩张进展。
- （4）**行业竞争加剧。**目前我国食品饮料行业中的部分子板块市场竞争格局相对分散，市场竞争较为激烈。市场竞争加剧或一定程度上影响市场竞争格局，进而影响行业盈利水平。
- （5）**食品安全风险。**食品安全问题是社会普遍关注的重要问题之一。若板块发生食品安全及品质问题，将对行业产生一定的负面影响。
- （6）**宏观经济波动风险。**食品饮料部分行业为顺周期行业，若经济波动将对其需求等产生一定影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn