



食品饮料行业研究

买入（维持评级）

行业周报
证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） liuchengqian@gjzq.com.cn
分析师：叶韬（执业 S1130524040003） yetao@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君（执业 S1130524070005） chenyujun@gjzq.com.cn

淡季基本面平稳，三季报窗口期关注兑现

投资建议

白酒板块：本周迎来秋糖及三季报窗口期，其中：1) 从目前观察来看，秋糖对基本面的反馈较国庆后基本一致，需求在目前偏真空的淡季并未呈现明显拐点，批价层面环周飞天茅台仍有所回落、也与需求平淡相关。2) 周五盘后贵州茅台、金徽酒等酒企披露三季报，均符合预期兑现、仍录得双位数以上增长，考虑市场已经在前期密集下修三季度业绩预期，我们预计业绩不及预期风险较低，但部分酒企环比明显降速或仍会对板块配置情绪有所扰动。

本周亦陆续披露基金三季报，从现已披露基金重仓持股情况来看，公募基金对白酒板块配置环季度变动不大，三季度公募基金对白酒板块持股市值占基金股票投资市值比为 4.6%、环比+0.01pct，但内部结构分化相对较明显。一方面，指数型基金环季度对贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等标的均有增持；另一方面，非指数型基金环季度对上述标的均有所减持，对迎驾贡酒、老白干酒等标的有所增持。整体而言，非指数型基金对白酒板块的配置力度环比仍在降低、出清幅度已较可观。

我们认为短期基本面承压已经充分反映至板块估值内，围绕经济复苏的系列政策催化预期下，板块相较于此前的核心差别是可以期待中期会迎来基本面/EPS 拐点、行业从缩量市场扭转至增量市场、自商务到居民端消费带动板块新一轮成长周期。短期我们预计 25 年春节景气度仍会比较承压，基于消费力&消费情绪疲软导致的降档降频趋势仍会延续，但春节考虑被动型消费、预计动销下滑幅度较中秋国庆会有所收窄，基本面有望在春节后筑底并观察拐点。

考虑中期景气拐点的确定性，结合当下酒企的估值水平（多数酒企 24E PE 在 15-20X 区间），我们仍推荐板块配置价值。从中期修复链条来看，商务需求改善相对前置，而居民收入预期改善伴随的大众消费修复相对后置，因此当下建议持续关注白酒顺周期属性下的配置价值。推荐个体性禀赋较强的高端酒（茅五泸）、各自赛道龙头（山西汾酒、古井贡酒等），关注估值低位标的在龙头估值修复过程中的优势。

调味品：本周中炬和天味公布三季报，整体来看收入端依旧存在压力，但相较 Q2 环比明显改善。利润端更多超预期在销售费率的优化，我们认为当下龙头对于费用投放更为理性，且投放方式也更多倾向买赠促销及终端建设，费效比得到显著提升。展望后续我们认为更需关注需求驱动带来的业绩上修机会，我们率先看好餐饮链属性标的持续修复，同时建议关注具备基本面边际改善的个股，如安琪酵母新榨季成本改善。

休闲食品：本周甘源、劲仔和洽洽公布三季报，从收入端角度来看增速有所放缓，系市场竞争加剧及新兴渠道扩容方面遇到瓶颈，且传统经销商层面备货情绪更加谨慎。从利润端角度看，主要体现为成本红利和规模效应的兑现，毛利率实现明显改善，因此最终利润弹性不菲。我们重申观点，零食量贩渠道快速开店预计仍可持续 1 年以上，且各家仍在补齐渠道短板、提升新品类渗透率的阶段，我们依旧看好板块业绩增长的确定性。年内视角，考虑到 Q4 具备春节旺季催化，推荐需求逐步改善的洽洽食品、渠道和品类快速扩张的盐津铺子、劲仔食品。

软饮料：行业步入淡季，市场竞争逐步趋缓，同时终端价盘得到修复，为来年开门红蓄力。中长期来看，我们更关注传统品类龙头及新品类扩容红利。传统品类方面，龙头有望凭借规模化优势，持续提升价格竞争力，强化市占率。新品类方面，如无糖茶、电解质水仍有渗透率提升空间，具备渠道、品牌优势的企业有望受益。我们推荐业绩持续超预期的能量饮料龙头东鹏饮料，中长期视角下新品放量+大单品全国化仍有较大发展空间。

风险提示

宏观经济恢复不及预期、区域市场竞争风险、食品安全问题风险。



内容目录

一、周观点：24Q3 白酒非指数基金重仓仍有减持，关注三季报兑现情况.....	3
二、行情回顾.....	5
三、食品饮料行业数据更新.....	7
四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总.....	8
五、风险提示.....	8

图表目录

图表 1： 2014Q1~2024Q3 高端酒基金重仓持股占流通股比（剔除指数类基金）.....	3
图表 2： 2014Q1~2024Q3 次高端酒基金重仓持股占流通股比（剔除指数类基金）.....	3
图表 3： 2014Q1~2024Q3 区域酒基金重仓持股占流通股比（剔除指数类基金）.....	3
图表 4： 2014Q1~2024Q3 其他酒企基金重仓持股占流通股比（剔除指数类基金）.....	3
图表 5： 2024Q3 白酒板块重点标的基金重仓持股明细.....	4
图表 6： 周度行情.....	5
图表 7： 周度申万一级行业涨跌幅.....	5
图表 8： 周度食品饮料子板块涨跌幅.....	6
图表 9： 申万食品饮料指数行情.....	6
图表 10： 周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10.....	6
图表 11： 非标茅台及茅台 1935 批价走势（元/瓶）.....	6
图表 12： 白酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	7
图表 13： 高端酒批价走势（元/瓶）.....	7
图表 14： 国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）.....	7
图表 15： 中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）.....	7
图表 16： 啤酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	8
图表 17： 啤酒进口数量（万千升）与均价（美元/千升）.....	8
图表 18： 近期上市公司重要事项.....	8



一、周观点：24Q3 白酒非指数基金重仓仍有减持，关注三季报兑现情况

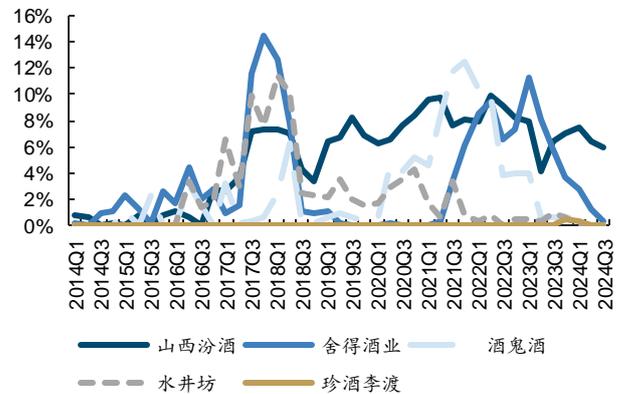
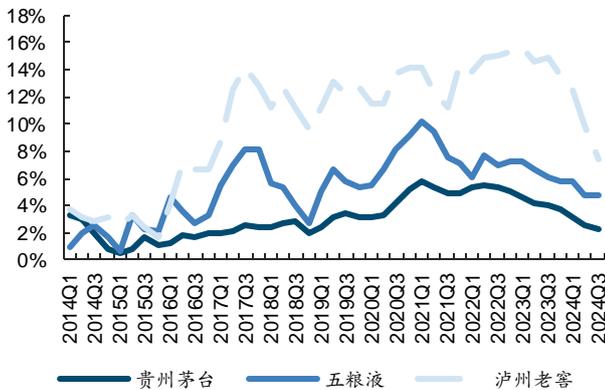
● 白酒板块

本周迎来秋糖及三季报窗口期，其中：1) 从目前观察来看，秋糖对基本面的反馈较国庆后基本一致，需求在目前偏真空的淡季并未呈现明显拐点，批价层面环周飞天茅台仍有所回落、也与需求平淡相关。2) 周五盘后贵州茅台、金徽酒等酒企披露三季报，均符合预期兑现、仍录得双位数以上增长，考虑市场已经在前期密集下修三季度业绩预期，我们预计业绩不及预期风险较低，但部分酒企环比明显降速或仍会对板块配置情绪有所扰动。

本周亦陆续披露基金三季报，从现已披露基金重仓持股情况来看，公募基金对白酒板块配置环季度变动不大，三季度公募基金对白酒板块持股市值占基金股票投资市值比为 4.6%、环比+0.01pct，但内部结构分化相对较明显。一方面，指数型基金环季度对贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等标的均有增持；另一方面，非指数型基金环季度对上述标的均有所减持，对迎驾贡酒、老白干酒等标的有所增持。整体而言，非指数型基金对白酒板块的配置力度环比仍在降低、出清幅度已较可观。

图表1：2014Q1~2024Q3 高端酒基金重仓持股占流通股比（剔除指数类基金）

图表2：2014Q1~2024Q3 次高端酒基金重仓持股占流通股比（剔除指数类基金）

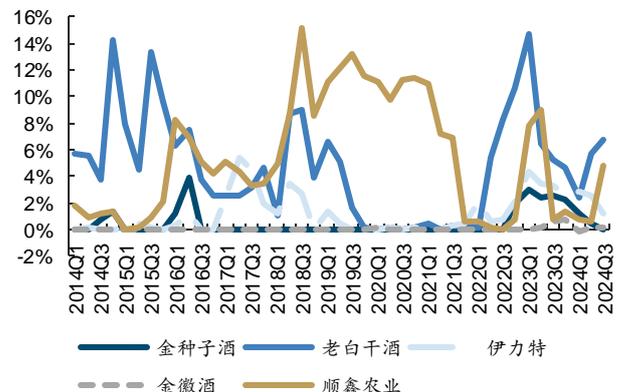
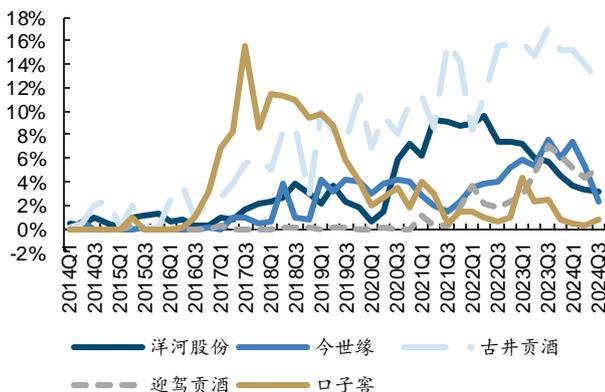


来源：Ifind, 国金证券研究所

来源：Ifind, 国金证券研究所

图表3：2014Q1~2024Q3 区域酒基金重仓持股占流通股比（剔除指数类基金）

图表4：2014Q1~2024Q3 其他酒企基金重仓持股占流通股比（剔除指数类基金）



来源：Ifind, 国金证券研究所

来源：Ifind, 国金证券研究所



图表5: 2024Q3 白酒板块重点标的基金重仓持股明细

名称	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	季报持仓变动幅度	持股占流通股比(%)	持股占流通股比(剔除指数, %)	Δ持股占流通股比(剔除指数, %)	剔除指数持股环比	Q3涨跌幅	持股总市值(亿元)	持股市值占基金股票投资市值比(%)
贵州茅台	1242	9259	1183	15%	7.37	2.28	-0.23	-9%	19%	1618	2.30
五粮液	706	40501	3618	10%	10.43	4.72	-0.09	-2%	32%	658	0.94
山西汾酒	229	12732	-117	-1%	10.44	5.91	-0.49	-8%	6%	279	0.40
泸州老窖	245	17981	-3585	-17%	12.26	7.33	-2.61	-26%	9%	269	0.38
古井贡酒	114	6963	-555	-7%	17.04	12.44	-1.61	-11%	-4%	141	0.20
洋河股份	88	11815	343	3%	7.86	3.23	-0.04	-1%	23%	117	0.17
今世缘	85	9921	-3738	-27%	7.91	2.32	-3.07	-57%	12%	51	0.07
迎驾贡酒	129	6617	1209	22%	8.27	5.20	0.84	19%	27%	48	0.07
老白干酒	42	10766	5647	110%	11.91	6.73	1.09	19%	28%	25	0.04
口子窖	22	4176	399	11%	6.98	0.73	0.39	113%	27%	20	0.03
顺鑫农业	6	3557	3146	766%	4.79	4.79	4.24	766%	20%	7	0.01
伊力特	3	529	-677	-56%	1.12	1.12	-1.43	-56%	10%	1	0.00
舍得酒业	5	100	-1976	-95%	0.30	0.30	-1.00	-77%	6%	1	0.00
珍酒李渡	2	287	225	362%	0.08	0.08	0.07	363%	18%	0	0.00
金徽酒	4	55	7	14%	0.11	0.11	0.02	18%	21%	0	0.00
酒鬼酒	3	17	1	7%	0.05	0.05	0.00	7%	21%	0	0.00
水井坊	3	7	5	157%	0.02	0.02	0.01	158%	25%	0	0.00

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 按照持股总市值倒序)

我们认为短期基本面承压已经充分反映至板块估值内, 围绕经济复苏的系列政策催化预期下, 板块相较于此前的核心差别是可以期待中期会迎来基本面/ EPS 拐点、行业从缩量市场扭转至增量市场、自商务到居民端消费带动板块新一轮成长周期。短期我们预计 25 年春节景气度仍会比较承压, 基于消费力&消费情绪疲软导致的降档降频趋势仍会延续, 但春节考虑被动型消费、预计动销下滑幅度较中秋国庆会有所收窄, 基本面有望在春节后筑底并观察拐点。

考虑中期景气拐点的确定性, 结合当下酒企的估值水平 (多数酒企 24E PE 在 15-20X 区间), 我们仍推荐板块配置价值。从中期修复链条来看, 商务需求改善相对前置, 而居民收入预期改善伴随的大众消费修复相对后置, 因此当下建议持续关注白酒顺周期属性下的配置价值。推荐个体性禀赋较强的高端酒 (茅五泸)、各自赛道龙头 (山西汾酒、古井贡酒等), 关注估值低位标的在龙头估值修复过程中的优势。

● 大众品板块

调味品: 本周中炬和天味公布三季报, 整体来看收入端依旧存在压力, 但相较 Q2 环比明显改善。利润端更多超预期在销售费率的优化, 我们认为当下龙头对于费用投放更为理性, 且投放方式也更多倾向买赠促销及终端建设, 费效比得到显著提升。在需求端弱复苏背景下, 我们认为龙头主动向内求变, 有助于维持现金流稳健同时提振 EPS。展望后续我们认为更需关注需求驱动带来的业绩上修机会, 我们率先看好餐饮链属性标的持续修复, 同时建议关注具备基本面边际改善的个股, 如安琪酵母新榨季成本改善。

休闲食品: 本周甘源、劲仔和洽洽公布三季报, 从收入端角度来看增速有所放缓, 系市场竞争加剧及新兴渠道扩容方面遇到瓶颈, 且传统经销商层面备货情绪更加谨慎。从利润角度看, 主要体现为成本红利和规模效应的兑现, 毛利率实现明显改善, 因此最终利润弹性不菲。近期资金对于成长性赛道关注度提升, 零食板块流动性和估值层面得到明显改善。我们重申观点, 零食量贩渠道快速开店预计仍可持续 1 年以上, 且各家仍在补齐渠道短板、提升新品类渗透率的阶段, 我们依旧看好板块业绩增长的确定性。年内视角, 考虑到 Q4 具备春节旺季催化, 推荐需求逐步改善的洽洽食品、渠道和品类快速扩张的盐津铺子、劲仔食品。

软饮料: 行业步入淡季, 市场竞争逐步趋缓, 同时终端价盘得到修复, 为来年开门红蓄力。



短期来看，行业各项催化因素趋弱，市场更多关注个股基本面变化，如 Q3 业绩前瞻及新品表现。中长期来看，我们更关注传统品类龙头及新品类扩容红利。传统品类方面，龙头有望凭借规模化优势，持续提升价格竞争力，强化市占率。新品类方面，如无糖茶、电解质水仍有渗透率提升空间，具备渠道、品牌优势的企业有望受益。我们推荐业绩持续超预期的能量饮料龙头东鹏饮料，中长期视角下新品放量+大单品全国化仍有较大发展空间。

二、行情回顾

本周（10.21-10.25）食品饮料（申万）指数收于 17948 点（+2.19%），沪深 300 指数收于 3956 点（+0.79%），上证综指收于 3300 点（+1.17%），深证综指收于 1975 点（+3.56%），创业板指收于 2239 点（+2.00%）。

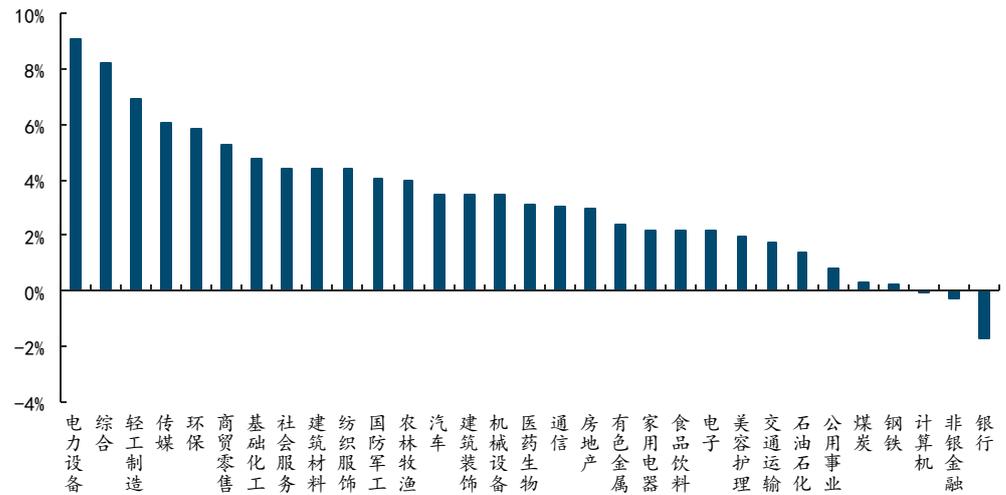
图表6：周度行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	24 年至今涨跌幅
申万食品饮料指数	17948	2.19%	-8.08%
沪深 300	3956	0.79%	15.31%
上证综指	3300	1.17%	10.92%
深证综指	1975	3.56%	7.44%
创业板指	2239	2.00%	18.37%

来源：Iifind，国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看，周度涨跌幅前三的行业为电力设备（+9.10%）、综合（+8.24%）、轻工制造（+6.95%）。

图表7：周度申万一行业涨跌幅

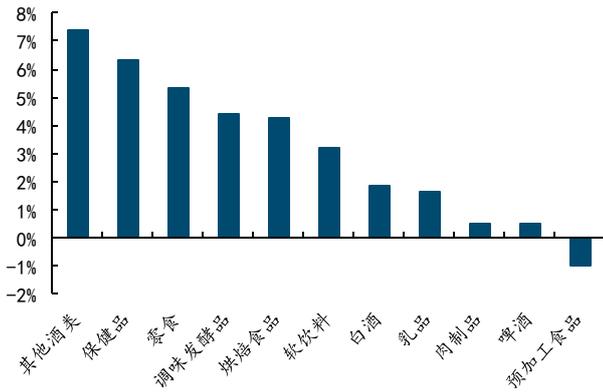


来源：Iifind，国金证券研究所

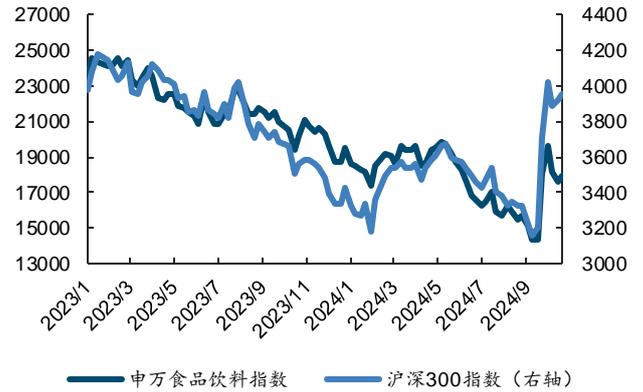
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为其他酒类（+7.37%）、保健品（+6.31%）、零食（+5.34%）。



图表8: 周度食品饮料子板块涨跌幅



图表9: 申万食品饮料指数行情



来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所

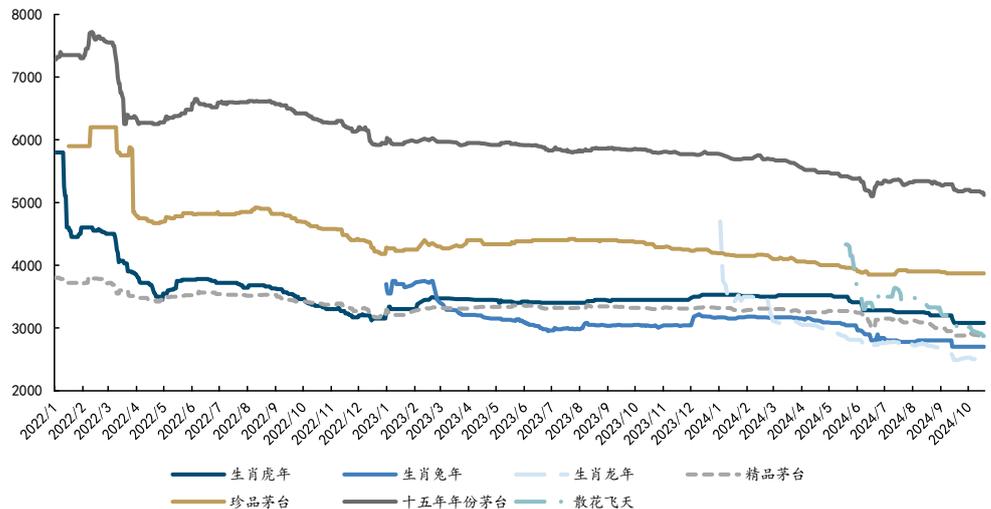
从个股表现来看, 周度涨跌幅居前的为: 岩石股份(+42.00%)、威龙股份(+28.68%)、ST 加加(+27.63%)、莫高股份(+22.82%)、香飘飘(+22.00%)等。涨跌幅靠后的为: 劲仔食品(-6.37%)、安井食品(-4.09%)、仙乐健康(-2.81%)、紫燕食品(-1.76%)、珠江啤酒(-1.39%)等。

图表10: 周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10

涨跌幅前十名	涨幅 (%)	涨跌幅后十名	跌幅 (%)
岩石股份	42.00	劲仔食品	-6.37
威龙股份	28.68	安井食品	-4.09
ST 加加	27.63	仙乐健康	-2.81
莫高股份	22.82	紫燕食品	-1.76
香飘飘	22.00	珠江啤酒	-1.39
贝因美	21.57	双汇发展	-1.09
绝味食品	21.40	西部牧业	-0.89
交大昂立	19.38	重庆啤酒	-0.83
佳隆股份	16.13	燕京啤酒	-0.19
金达威	14.01	天润乳业	-0.12

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 周涨跌幅不考虑新股上市首日涨跌幅)

图表11: 非标茅台及茅台 1935 批价走势 (元/瓶)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 24 年 10 月 26 日)



三、食品饮料行业数据更新

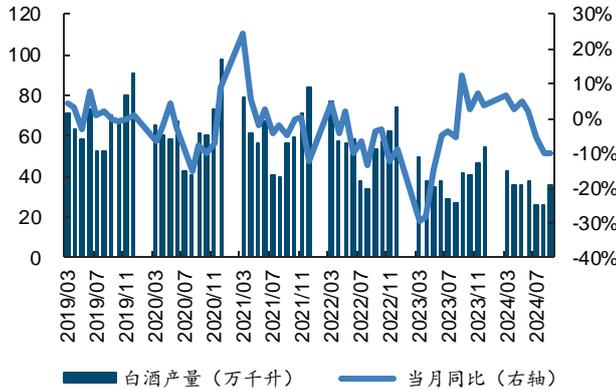
■ 白酒板块

2024年9月，全国白酒产量36.30万千升，同比-9.90%。

据今日酒价，10月26日，飞天茅台整箱批价2260元（环周-20元），散瓶批价2225元（环周-30元），普五批价960元（环周持平），高度国窖1573批价860元（环周持平）。

图表12：白酒月度产量（万千升）及同比（%）

图表13：高端酒批价走势（元/瓶）



来源：I find，国金证券研究所（注：数据更新至24年9月）

来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据更新至24年10月26日）

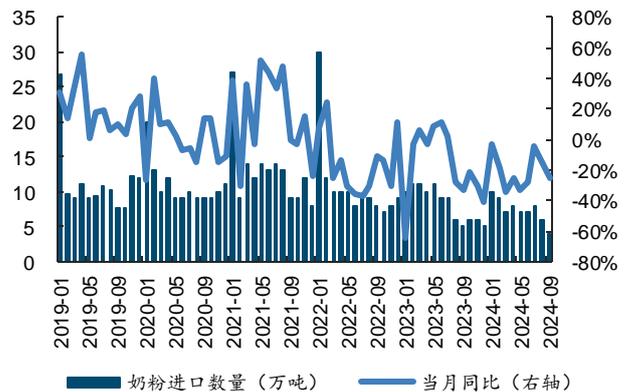
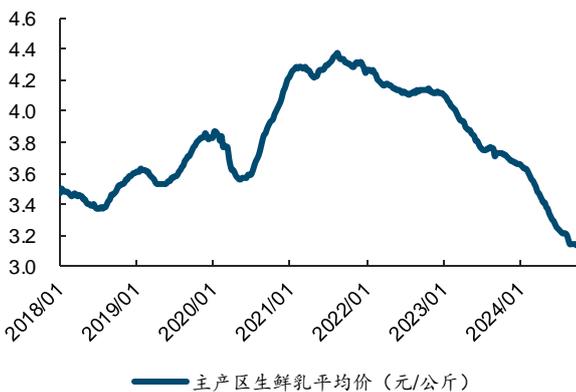
■ 乳制品板块

2024年10月18日，我国生鲜乳主产区平均价为3.13元/公斤，同比-16.10%，环比持平。

2024年1~9月，我国累计进口奶粉65.0万吨，累计同比-21.0%；累计进口金额为47.3亿美元，累计同比-18.1%。其中，单9月进口奶粉4.0万吨，同比-25.0%；进口金额4.45亿元，同比+10.6%。

图表14：国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）

图表15：中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）



来源：I find，国金证券研究所（注：数据更新至24年10月18日）

来源：I find，国金证券研究所（注：数据更新至24年9月）

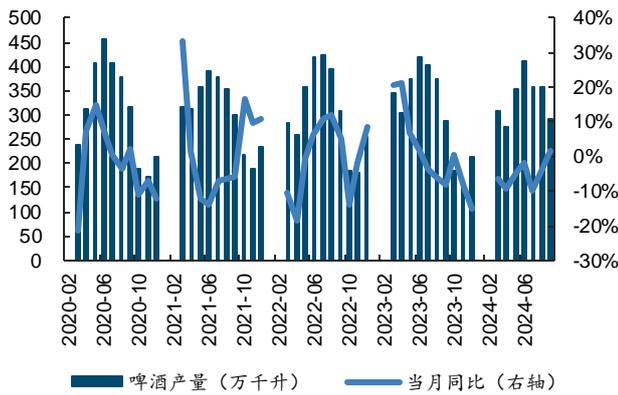
■ 啤酒板块

2024年9月，我国啤酒产量为290.40万千升，同比+1.4%。

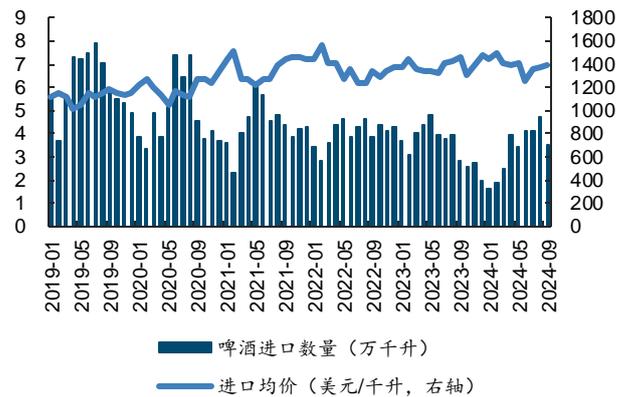
2024年1~9月，我国累计进口啤酒数量为29.89万千升，同比-13.4%；进口金额4.13亿美元，同比-13.4%。其中，单9月进口数量3.55万千升，同比+24.5%；进口金额0.49亿美元，同比+18.5%。



图表16: 啤酒月度产量(万千升)及同比(%)



图表17: 啤酒进口数量(万千升)与均价(美元/千升)



来源: Ifind, 国金证券研究所(注: 数据更新至24年9月)

来源: Ifind, 国金证券研究所(注: 数据更新至24年9月)

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

■ 公司及行业要闻

10月24日,百威集团在华40周年暨啤酒产业对中国经济社会影响交流会在京举行。现场,中国酒业协会理事长宋书玉提及了啤酒产业2024年的表现。宋书玉表示,啤酒产业2024年继续延续效益增长的态势,实现“量价齐升”的良好发展局面。预测2024年,规模以上啤酒企业完成销售收入约1900亿元,增长3%,实现利润总额270亿元,增长7%。(糖酒快讯)

据汾阳市融媒体中心,2024年全市打造集中连片100亩以上高粱种植基地11.58万亩,涉及全市13个镇(街道)142个村的9525户,创建了3个千亩高粱高产创建示范片。此外,全市年产白酒总量约20万吨,高粱总需求量约50万吨。(糖酒快讯)

10月22日,日本朝日啤酒公司宣布,受原材料价格和物流成本上涨的影响,将从2025年4月1日起提高包括主打产品朝日超爽啤酒等226种产品的价格,涨价产品占其所有产品的44%。涨价对象包括发泡酒、第三类啤酒、罐装烧酒、威士忌、进口葡萄酒等。(糖酒快讯)

■ 近期上市公司重要事项

图表18: 近期上市公司重要事项

日期	公司	事项
11月4日	仲景食品	2024年第二次临时股东大会
11月8日	甘源食品	2024年第四次临时股东大会
11月11日	一鸣食品	2024年第三次临时股东大会
11月11日	承德露露	2024年第三次临时股东大会
11月11日	朱老六	2024年第一次临时股东大会
11月11日	有友食品	2024年第二次临时股东大会
11月11日	万辰集团	2024年第六次临时股东大会
11月12日	维维股份	2024年第三次临时股东大会
11月12日	ST西发	2024年第一次临时股东大会

来源: Ifind, 国金证券研究所

五、风险提示

- 宏观经济恢复不及预期——经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏;
- 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策;
- 食品安全问题风险——食品安全问题会对所处行业声誉等造成影响。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究