

食品饮料

三季度整体承压，企业分化加大

2024年11月03日

——行业周报

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

张思敏（联系人）

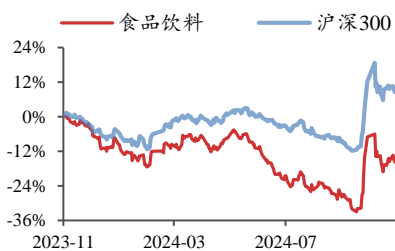
zhangyuguang@kysec.cn

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790123070080

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《秋糖气氛平淡，三季度行情开启—行业周报》-2024.10.27

《家电提速推动社零数据回暖，食品饮料仍有压力—行业点评报告》-2024.10.21

《短期需求平淡，关注三季度催化—行业周报》-2024.10.20

● 核心观点：白酒三季度业绩回落较多，大众品仍延续分化格局

10月28日-11月1日，食品饮料指数跌幅为0.4%，一级子行业排名第14，跑赢沪深300约1.3pct，子行业中乳品(+5.7%)、零食(+2.7%)、肉制品(+0.7%)表现相对领先。上市公司三季度已经全部披露，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。我们观测到白酒企业中营收普遍降速而且在市场预期范围内，部分企业营收及利润甚至大幅下滑。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年来看，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%以上保持了较快增长。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，主因在于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。三季度体现出两个特性：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。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。

● 推荐组合：五粮液、山西汾酒、贵州茅台、甘源食品

(1) 五粮液：公司严格控货，补贴政策落地后，批价略有下降但整体稳定，渠道信心增加。1618、低度五粮液等非标酒承载更多业绩，公司已步入渠道改善周期。(2) 山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。(3) 贵州茅台：公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。短期批价快速回升，此轮周期后茅台可看得更为长远。(4) 甘源食品：公司持续保持营收稳定增长，出海战略初见成效，看好公司出海战略下的中长期发展。

● 风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

目 录

1、每周观点：白酒三季度业绩回落较多，大众品仍延续分化格局.....	3
2、市场表现：食品饮料跑赢大盘	3
3、上游数据：部分上游原料价格回落	4
4、酒业数据新闻：1-9月贵州白酒工业增加值增长8.3%.....	7
5、备忘录：关注山西汾酒11月4日召开股东会.....	7
6、风险提示	8

图表目录

图 1： 食品饮料涨幅 0.4%，排名 14/28.....	4
图 2： 乳品、零食、肉制品表现相对较好	4
图 3： 有友食品、ST 加加、品渥食品涨幅领先.....	4
图 4： 莫高股份、日辰股份、香飘飘跌幅居前.....	4
图 5： 2024 年 10 月 15 日全脂奶粉中标价同比+19.8%.....	4
图 6： 2024 年 10 月 24 日生鲜乳价格同比-15.9%.....	4
图 7： 2024 年 11 月 2 日猪肉价格同比+19.2%.....	5
图 8： 2024 年 9 月生猪存栏数量同比-3.5%.....	5
图 9： 2024 年 9 月能繁母猪数量同比-4.2%.....	5
图 10： 2024 年 10 月 26 日白条鸡价格同比-0.5%.....	5
图 11： 2024 年 9 月进口大麦价格同比-16.9%.....	6
图 12： 2024 年 9 月进口大麦数量同比-8.7%.....	6
图 13： 2024 年 11 月 1 日大豆现货价同比-19.5%.....	6
图 14： 2024 年 10 月 24 日豆粕平均价同比-27.0%.....	6
图 15： 2024 年 11 月 1 日柳糖价格同比-11.2%.....	6
图 16： 2024 年 10 月 25 日白砂糖零售价同比-0.6%.....	6
表 1： 最近重大事件备忘录：关注山西汾酒 11 月 4 日召开股东会.....	7
表 2： 关注 10 月 27 日发布的行业周报	7
表 3： 重点公司盈利预测及估值	8

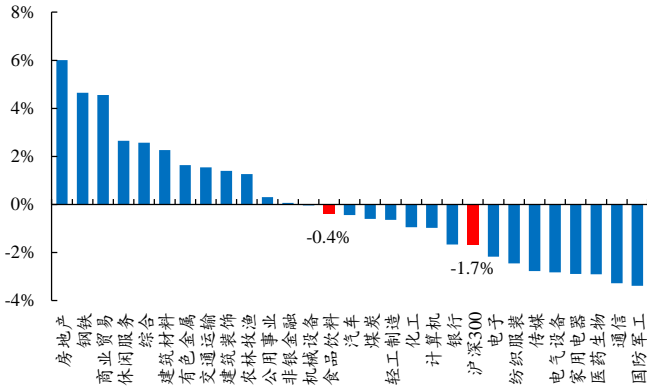
1、每周观点：白酒三季度业绩回落较多，大众品仍延续分化格局

10月28日-11月1日，食品饮料指数跌幅为0.4%，一级子行业排名第14，跑赢沪深300约1.3pct，子行业中乳品(+5.7%)、零食(+2.7%)、肉制品(+0.7%)表现相对领先。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。我们观测到白酒企业中营收普遍降速而且在市场预期范围内，部分企业营收及利润甚至大幅下滑。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年来看，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%以上保持了较快增长。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，主因在于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。三季报体现出两个特性：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。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。

2、市场表现：食品饮料跑赢大盘

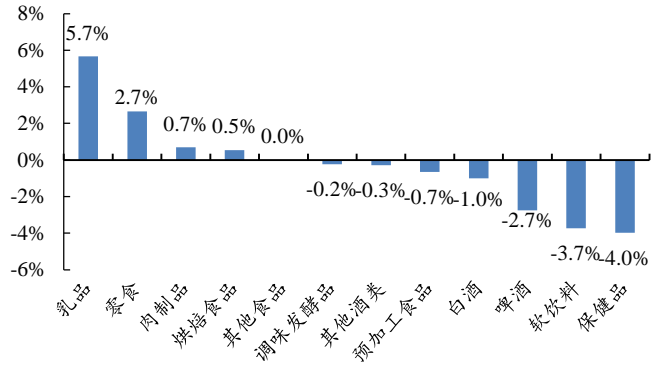
10月28日-11月1日，食品饮料指数跌幅为0.4%，一级子行业排名第14，跑赢沪深300约1.3pct，子行业中乳品(+5.7%)、零食(+2.7%)、肉制品(+0.7%)表现相对领先。个股方面，有友食品、ST加加、品渥食品涨幅领先；莫高股份、日辰股份、香飘飘跌幅居前。

图1: 食品饮料涨幅0.4%，排名 14/28



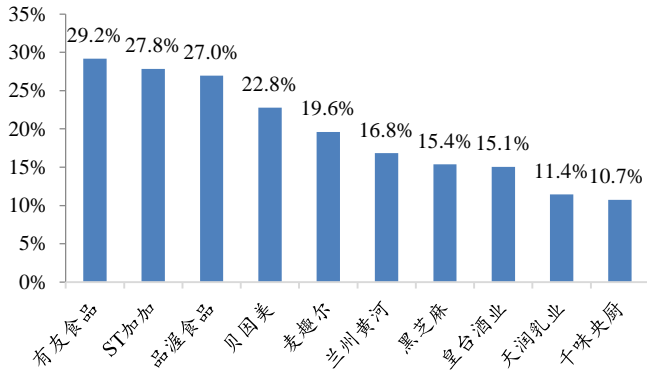
数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 乳品、零食、肉制品表现相对较好



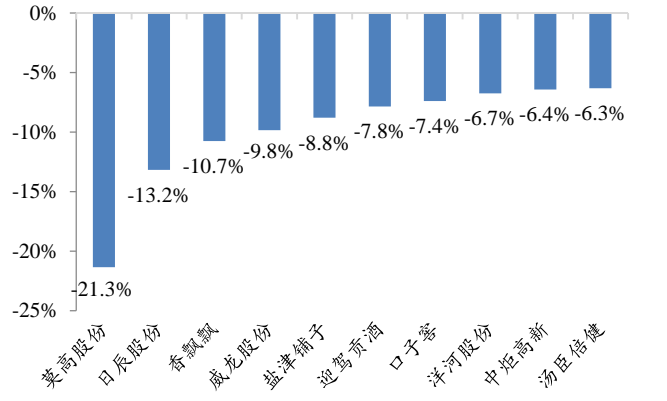
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 有友食品、ST加加、品渥食品涨幅领先



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 莫高股份、日辰股份、香飘飘跌幅居后

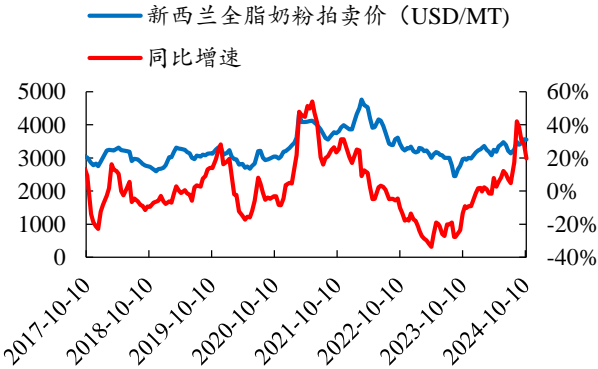


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、上游数据：部分上游原料价格回落

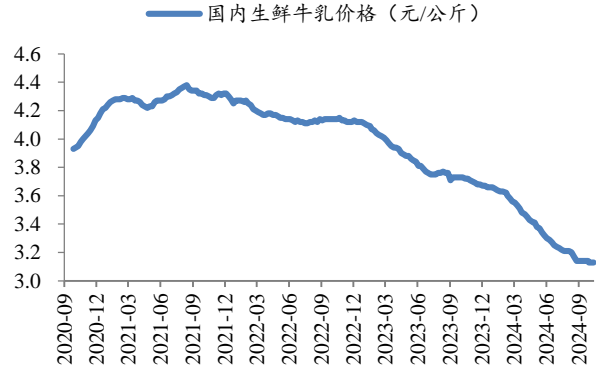
10月15日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3553 美元/吨，环比-0.2%，同比+19.8%，奶价同比上升。10月24日，国内生鲜乳价格 3.1 元/公斤，环比+0.0%，同比-15.9%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

图5: 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6: 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

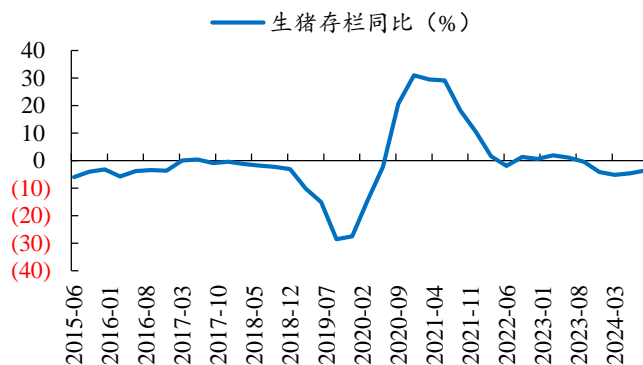
11月2日，生猪出栏价格17.3元/公斤，同比+17.3%，环比-1.1%；猪肉价格24.6元/公斤，同比+19.2%，环比-0.4%。2024年9月，能繁母猪存栏4,062.0万头，同比-4.2%，环比+0.6%。2024年9月生猪存栏同比-3.5%。2024年10月26日，白条鸡价格18.0元/公斤，同比-0.5%，环比-0.4%。

图7：2024年11月2日猪肉价格同比+19.2%



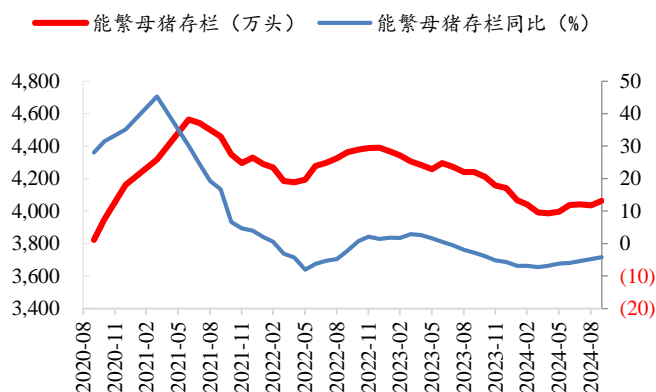
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024年9月生猪存栏数量同比-3.5%



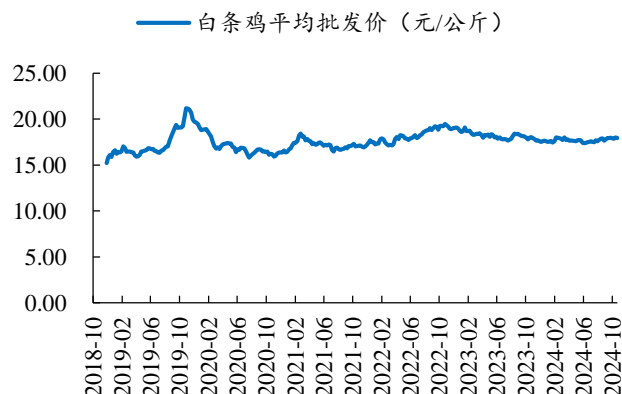
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024年9月能繁母猪数量同比-4.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

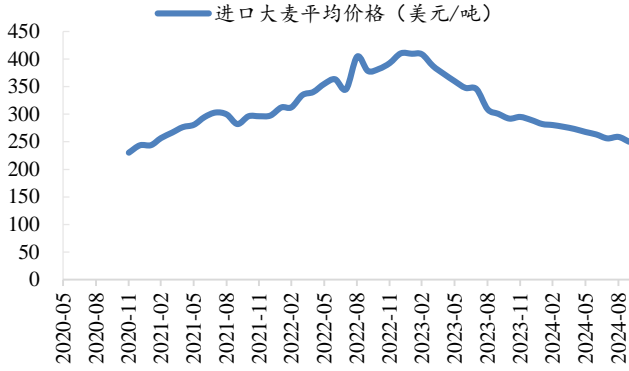
图10：2024年10月26日白条鸡价格同比-0.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

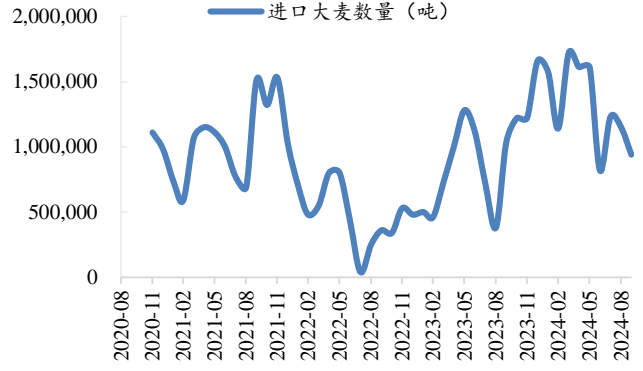
2024年9月，进口大麦价格249.7美元/吨，同比-16.9%。2024年9月进口大麦数量94.0万吨，同比-8.7%，进口大麦数量出现下降，同时平均价格持续下降，啤酒企业原料成本有望得到缓解。

图11: 2024年9月进口大麦价格同比-16.9%



数据来源: Wind、开源证券研究所

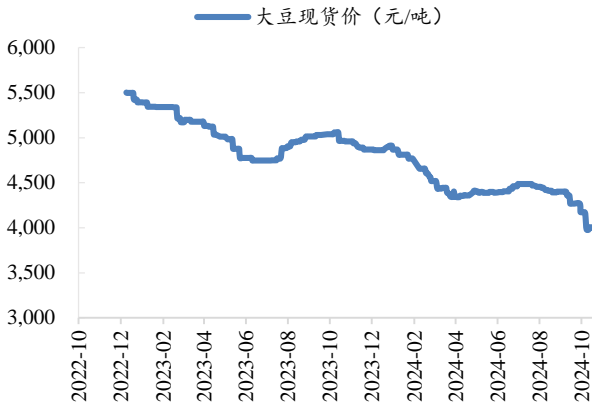
图12: 2024年9月进口大麦数量同比-8.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

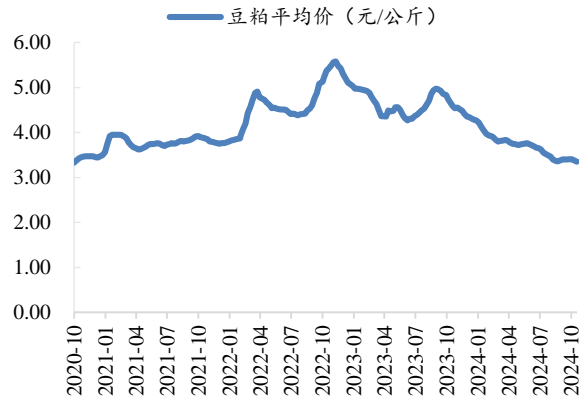
11月1日, 大豆现货价 3994.7 元/吨, 同比-19.5%。10月24日, 豆粕平均价格 3.4 元/公斤, 同比-27.0%。

图13: 2024年11月1日大豆现货价同比-19.5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

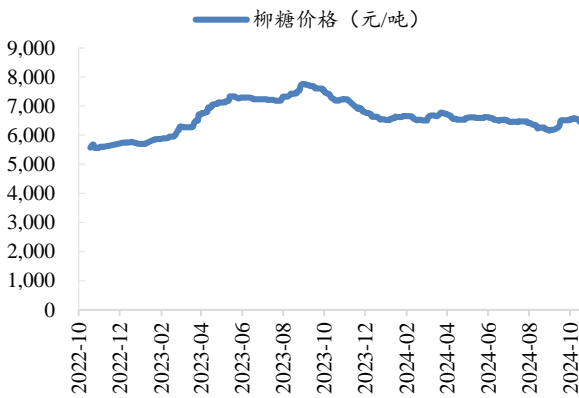
图14: 2024年10月24日豆粕平均价同比-27.0%



数据来源: Wind、开源证券研究所

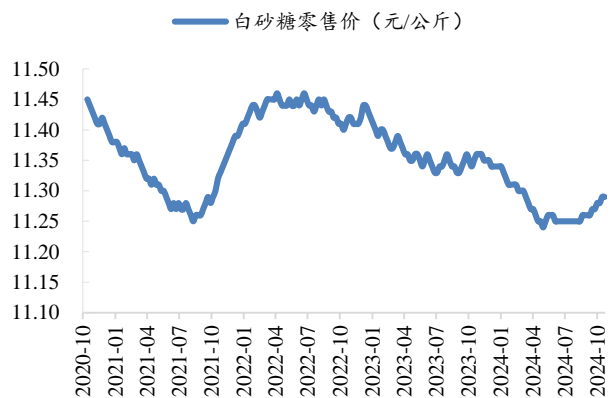
11月1日, 柳糖价格 6380.0 元/吨, 同比-11.2%; 10月25日, 白砂糖零售价格 11.3 元/公斤, 同比-0.6%。

图15: 2024年11月1日柳糖价格同比-11.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2024年10月25日白砂糖零售价同比-0.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：1-9月贵州白酒工业增加值增长8.3%

贵州省人民政府10月28日消息，贵州省2024年前三季度全省地区生产总值16052.90亿元，按不变价格计算，比2023年同期增长5.2%。其中，白酒产业规模以上工业增加值增长8.3%（来源于酒业家）。

日前，青岛市发展改革委转发下达了2024年第二批超长期特别国债资金支持设备更新项目清单，李沧区青岛啤酒二厂纯生基地数字化转型项目获超长期特别国债资金支持。资料显示，青岛啤酒二厂纯生基地数字化转型项目总投资66665万元，建设规模为61982.13平方米。项目建成后，在原有产能的基础上新增年产能30万千升，打造年产100万千升纯生啤酒生产基地（来源于微酒）。

据中铁二十二局集团电气化公司消息，10月29日，茅台3万吨酱香系列酒技改工程柑子坪片区14栋制酒生产房试生产任务顺利完成，标志着项目部施工生产任务全面完工。该项目位于习水县习酒镇瓮坪村和坪头村，与茅台酒产区水脉相通，同属赤水河谷酱香白酒黄金产区，属贵州省重点工程，分布在新寨、大地和柑子坪三个区域。项目建成后，每年可新增茅台酱香系列酒产能3万吨，新增白酒储能10万吨（来源于酒业家）。

5、备忘录：关注山西汾酒11月4日召开股东会

下周（10月4日-11月10日）将有3家公司召开股东大会。

表1：最近重大事件备忘录：关注山西汾酒11月4日召开股东会

日期	公司	股东会
11月4日	仲景食品	河南省西峡县(15:30)
11月4日	山西汾酒	山西省吕梁市(14:30)
11月8日	甘源食品	江西省萍乡市(14:30)

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注10月27日发布的行业周报

报告类型	报告名称	时间
行业周报	秋糖气氛平淡，三季度行情开启	10月27日
公司点评	天味食品：成本下行叠加费用优化，2024Q3盈利能力超预期	10月27日
公司点评	洽洽食品：2024Q3收入平稳微增，盈利能力同比改善	10月28日
公司点评	绝味食品：收入端仍有压力，成本红利推动利润提升	10月28日
公司点评	路德环境：传统固废业务承压，生物发酵业务稳健	10月28日
公司点评	中炬高新：营收表现短期承压，盈利能力同比改善	10月28日
公司点评	金徽酒：收入韧性持续，利润弹性显现	10月29日
公司点评	海天味业：龙头韧性凸显，收入利润稳健增长	10月29日
公司点评	贵州茅台：锚定全年目标，业绩平稳符合预期	10月29日
公司点评	盐津铺子：收入维持高速增长，品牌力稳步提升	10月30日
公司点评	嘉必优：生育政策落地，资产重组强化研发实力	10月30日
公司点评	舍得酒业：压力加速释放，关注底部反转机会	10月30日
公司点评	李子园：2024Q3业绩改善，毛利率大幅提升优化盈利能力	10月31日
公司点评	欢乐家：业绩表现仍有承压，零食渠道开拓进展较好	10月31日

报告类型	报告名称	时间
公司点评	涪陵榨菜：改革成效显著，Q3 盈利拐点如期来临	10月31日
公司点评	重庆啤酒：需求疲软，结构承压	11月1日
公司点评	五芳斋：业绩阶段性承压，中秋月饼逆势增长	11月1日
公司点评	安琪酵母：国内、国际业务双加速，糖蜜价格有望下降	11月1日
公司点评	青岛啤酒：卸下包袱，轻装上阵	11月1日
公司点评	立高食品：奶油业务加速增长，冷冻烘焙短期承压	11月1日
公司点评	双汇发展：2024Q3 业绩环比明显改善，肉制品吨利维持高位	11月1日
公司点评	东鹏饮料：持续高增，新品势头强劲	11月1日

资料来源：Wind、开源证券研究所

表3：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
贵州茅台	买入	1533.8	68.21	76.98	87.78	22.5	19.9	17.5
五粮液	买入	147.9	8.72	9.70	10.65	17.0	15.2	13.9
泸州老窖	买入	136.5	11.18	13.60	16.28	12.2	10.0	8.4
洋河股份	增持	80.5	6.79	6.99	7.36	11.9	11.5	10.9
山西汾酒	买入	208.8	10.52	12.35	14.69	19.8	16.9	14.2
口子窖	增持	39.3	3.18	3.47	3.79	12.3	11.3	10.4
古井贡酒	增持	192.0	11.16	13.94	17.51	17.2	13.8	11.0
金徽酒	增持	20.4	0.78	0.97	1.19	26.2	21.1	17.2
伊利股份	买入	28.3	1.83	1.82	1.98	15.5	15.5	14.3
双汇发展	增持	24.9	1.41	1.51	1.59	17.6	16.5	15.6
中炬高新	增持	22.3	0.90	1.10	1.41	24.8	20.3	15.8
涪陵榨菜	增持	15.2	0.76	0.83	0.92	20.0	18.3	16.5
海天味业	买入	44.2	1.12	1.27	1.44	39.5	34.8	30.7
恒顺醋业	增持	7.8	0.13	0.15	0.19	60.0	52.0	41.1
西麦食品	增持	12.8	0.59	0.72	0.86	21.7	17.8	14.9
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	17.5	1.01	1.17	1.30	17.3	14.9	13.4
煌上煌	增持	7.5	0.18	0.23	0.31	41.9	32.8	24.3
广州酒家	增持	16.1	0.90	1.06	1.23	17.9	15.2	13.1
甘源食品	买入	72.8	4.54	5.60	6.87	16.0	13.0	10.6
劲仔食品	增持	12.2	0.68	0.86	1.06	18.0	14.2	11.5

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024 年 11 月 1 日，盈利预测均采用开源证券预测值）

6、风险提示

宏观经济下行风险、食品安全风险、原料价格波动风险、消费需求复苏低于预期等。

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R3（中风险），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C3、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C3、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