

2024年食品饮料板块三季报总结

报表验证复苏节奏分化，白酒进入去库存阶段

行业研究 · 行业专题

食品饮料

投资评级：优于大市

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

证券分析师：柴苏苏

联系人：张未艾

联系人：王新雨

zhangxiangwei@guosen.com.cn

yangyuan4@guosen.com.cn

chaisusu@guosen.com.cn

zhangweiai@guosen.com.cn

wangxinyu8@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523090003

S0980524080003

总体上，2024年前三季度同环比降速，主动释放风险

- **食品饮料三季度业绩总结：**食品饮料整体单三季度收入增长3.45%，利润增长2.33%，分板块，白酒（单三季度收入增长+0.78%、利润+2.10%，下同）、啤酒（-3.26%、-2.05%）、乳品（-6.12%、+2.47%）、饮料（+9.14%、+18.24%）、调味品（+9.55%、+15.35%）、预加工食品（-3.35%、-29.99%）、休闲食品（+45.71%、+7.54%），其中休闲食品、饮料、调味品表现最好。具体来说，
 - **白酒：**Q3白酒板块收入、利润同环比降速，渠道压力传导至上市公司报表端。量缩环境下，多数单品以价换量，价格端压力增大。板块主动降速有助于风险释放，头部酒企茅五汾报表质量仍然较高。
 - **啤酒：**Q3啤酒板块收入降幅环比扩大、利润增速转负，反映弱需求环境下，啤酒行业量、价压力增大，结构升级速度进一步放缓。部分中高档产品Q3销售表现弱化，但区域型啤酒企业维持较强经营韧性。
 - **休闲食品：**Q3休闲食品板块收入、利润增速均环比提升。休食企业收入端延续分化表现，与渠道及产品结构、自身渠道及组织调整速度有关；利润端，多数企业受益于成本下行、效率提升，盈利能力有所改善。
 - **饮料：**Q3饮料板块维持较高景气度，能量饮料、茶饮等核心品类均维持较快增长，新品类在低基数及旺季背景下，普遍加速增长。成本红利下整体毛利率提升，费用率同比亦有提升，最终龙头盈利能力改善，中小企业业绩分化明显。
 - **乳品：**Q3双节带动下需求弱改善，龙头乳企液奶降幅收窄，区域型优势乳企液奶（尤其低温奶）景气度延续。生鲜乳成本仍在低位，帮助毛利率改善，减值损失减少，Q3龙头乳企及区域型优势乳企盈利能力普遍提升。
 - **餐饮供应链：**Q3餐饮供应链淡季需求承压，供给端价格竞争激烈。原材料成本压力不大，调味品毛利率改善，速冻毛利空间受价格竞争挤压。费用增投叠加其他收益减少对盈利能力产生负向扰动。调味品龙头开启经营上行周期。
- **为便于投资我们将所覆盖的公司分为四类：**
 - **抗风险能力强，压力暂未传导表内，报表质量高，如**五粮液、贵州茅台、山西汾酒、燕京啤酒、珠江啤酒、东鹏饮料、盐津铺子等；
 - **压力传导至表内，公司降速以降低风险，如**泸州老窖、今世缘、青岛啤酒、重庆啤酒、洽洽食品、劲仔食品、百润股份、仙乐健康、安井食品、千味央厨、立高食品等；
 - **风险加速释放，寻底阶段，如**口子窖、洋河股份、酒鬼酒、舍得酒业等；
 - **报表已有改善迹象，如**海天味业、安琪酵母、涪陵榨菜、伊利股份、农夫山泉、甘源食品等；
- **风险提示：**宏观经济增长动力不足导致需求持续偏弱；行业竞争加剧导致企业盈利能力受损；地缘政治冲突等因素导致原材料成本大幅上涨；食品安全事故导致消费品企业品牌形象受损；市场系统性风险导致公司估值大幅下降。

主要公司盈利预测及估值



国信证券
GUOSEN SECURITIES

表：食品饮料主要公司盈利预测及估值

证券简称	市值	2024年				2025年				2024年PE	2025年PE	股息率	
		收入	收入YoY	利润	利润YoY	收入	收入YoY	利润	利润YoY				
白酒	贵州茅台	19,267	1739	15.5%	852	14.0%	1916.3	10.2%	940.6	10.4%	22.6	20.5	3.30%
	五粮液	5,742	891.8	7.1%↓	326.6	8.1%↓	965.9	8.3%	358.6	9.8%	17.6	16	3.20%
	泸州老窖	2,010	318.1	5.2%↓	138.8	4.8%↓	334.9	5.3%↓	148.1	6.7%↓	14.5	13.6	4.00%
	山西汾酒	2,547	373.2	16.9%↓	124.6	19.4%	422.5	13.2%	143.5	15.1%	20.4	17.8	2.10%
	洋河股份	1,213	300.1	-9.4%↓	85.2	-14.9%↓	284.2	-5.3%↓	79.7	-6.5%↓	14.2	15.2	5.80%
	今世缘	558	116.4	15.2%↓	35.5	13.2%↓	130.6	12.2%↓	39.9	12.4%↓	15.7	14	2.20%
	古井贡酒	1,015	237.2	17.1%↓	56	22.0%↓	269.4	13.6%↓	65.6	17.2%↓	18.1	15.5	2.30%
	迎驾贡酒	486	75.4	12.2%↓	27	18.2%↓	85.2	13.0%↓	31.4	16.3%↓	18	15.5	2.10%
啤酒	华润啤酒	870	396.2	1.8%	54.3	5.4%	405.9	2.4%	57.5	5.9%	16	15	3.50%
	青岛啤酒	780	322.2	-5.1%↓	44.5	4.4%↓	325.2	0.9%↓	47.4	6.3%↓	21	20	3.00%
	燕京啤酒	285	148.7	4.6%	10.1	56.1%	158.4	6.5%	12.9	28.0%	29	23	1.00%
	重庆啤酒	284	148.3	0.1%↓	13.3	-0.9%↓	150.8	1.7%↓	13.6	2.9%↓	21	21	4.80%
饮料	东鹏饮料	1,095	162.8	44.6%	32.2	57.7%	209.5	28.7%	41.9	30.4%	34	26	1.20%
调味品	海天味业	2,459	268.9	9.5%	62.5	11.0%	296.4	10.2%	68.6	9.8%	39	36	1.50%
	中炬高新	175	53	3.1%↓	7	-59.0%↓	57.9	9.4%↓	7.7	10.9%↓	25	23	1.80%
	天味食品	150	33.9	7.6%	5.7	25.2%	37.4	10.5%	6.4	11.0%	26	24	2.80%
	涪陵榨菜	175	25	1.9%	8.4	6.8%	26.7	2.1%	8.9	5.0%	21	20	2.00%
速冻	安井食品	254	151.9	8.2%↓	14.6	-1.4%↓	163.9	7.9%↓	16.2	11.4%↓	17	16	2.90%
	千味央厨	31	19.9	4.6%↓	1.3	-7.1%↓	22	10.5%↓	1.5	17.8%↓	25	21	0.60%
	立高食品	61	37.3	6.7%	2.5	243.3%	41.3	10.7%	2.8	11.6%	24	22	1.40%
	三全食品	95	67.7	-4.1%↓	5.6	-25.3%↓	70.6	4.3%↓	5.9	4.7%↓	17	16	4.60%
休闲	洽洽食品	166	74.6	9.7%	9.3	16.0%	81.9	9.7%	10.5	12.3%	18	16	3.10%
	盐津铺子	138	52.2	26.8%	6.6	26.8%	65.1	24.8%	8.5	24.8%	21	16	3.00%
	甘源食品	68	22.5	21.8%	3.9	19.1%	27.1	20.5%	4.6	18.4%	17	15	3.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2024/11/1

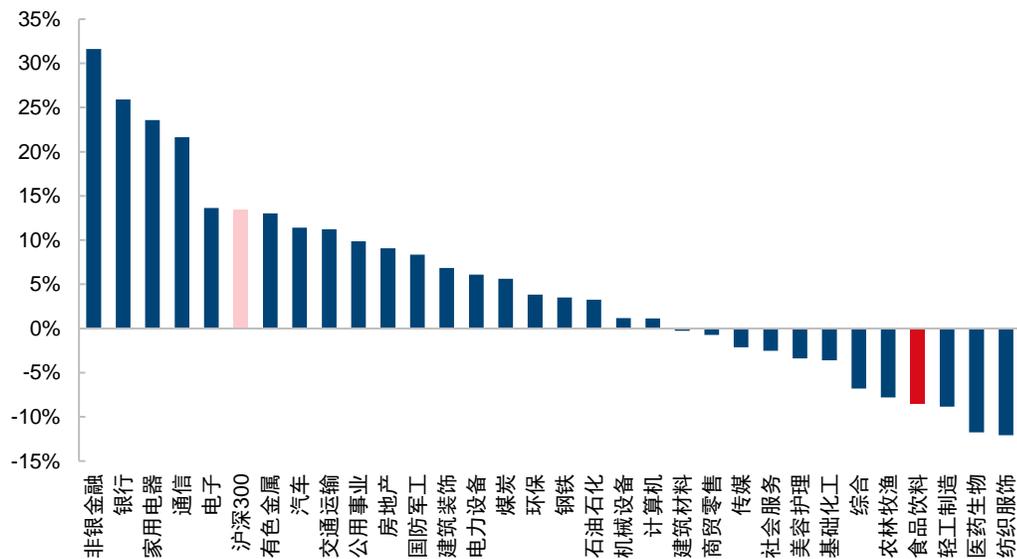
一、食品饮料板块

食品饮料板块：2024年以来股价跑输大盘，第三季度子板块表现分化

股价表现：食品饮料股价跑输大盘，软饮料板块表现较优

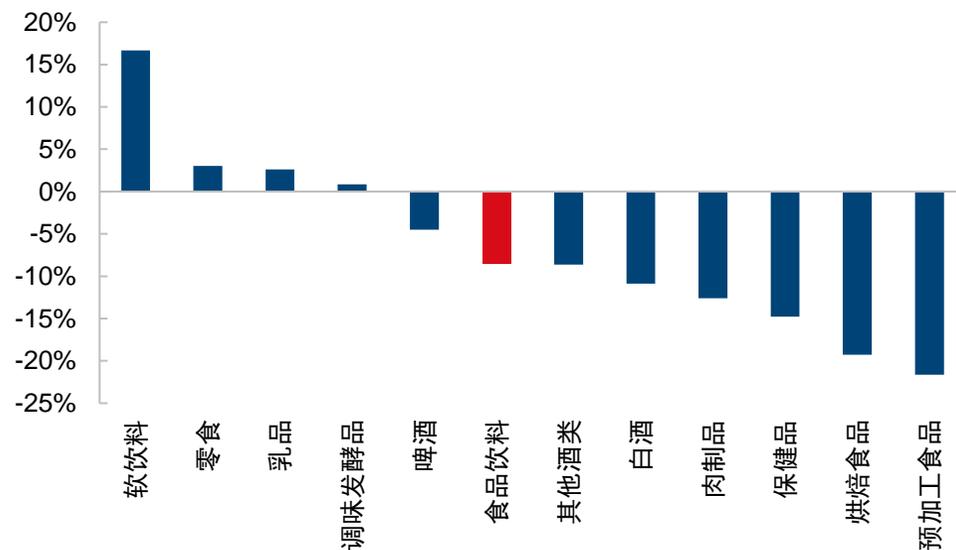
2024年1月1日至2024年11月1日A股食品饮料板块股价跌幅为-8.44%，跑输沪深300指数21.81pcts。分板块看，2024年Q3软饮料/零食/乳品/调味品/啤酒板块表现优于食品饮料行业整体，涨幅分别为16.65%/3.01%/2.62%/0.84%/-4.49%，其他酒类/白酒/肉制品/保健品/烘焙食品/预加工食品涨幅表现弱于食品饮料行业整体。

图：2019年至今白酒板块与上证综指PE (TTM) 变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2019年至今大众品板块与上证综指PE (TTM) 变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

经营表现：2024Q3食品饮料板块收入同比增长3.5%，子板块表现分化



国信证券
GUOSEN SECURITIES

2024Q3食品饮料板块收入同比增长3.5%，利润同比增长2.3%。子板块经营有所分化：

- **白酒**：板块表现稳健，2024Q3板块收入同比增长0.8%，净利润同比增长2.1%。
- **大众品**：2024Q3大众品板块收入同比增速相对较快的子板块包括零食、调味发酵品、软饮料，同比增速分别为100%/10%/9%，乳品、啤酒、预加工食品等板块相对承压，增速分别为-6%/-3%/-3%。

表：2024Q1-Q3食品饮料子板块收入表现

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	yoy	2024Q2	yoy	2024Q3	yoy
食品饮料	292	241	255	244	313	7.0%	241	0.0%	264	3.5%
白酒	132	84	96	101	151	14.7%	93	10.6%	96	0.8%
啤酒	20	22	21	8	19	-0.8%	21	-1.6%	20	-3.3%
调味发酵品	17	15	15	16	18	7.3%	16	4.7%	16	9.6%
预加工食品	10	11	10	10	10	2.5%	10	-5.0%	9	-3.3%
保健品	5	5	4	4	5	-5.2%	5	-4.1%	5	10.2%
其他酒类	3	3	3	4	3	-2.4%	3	-2.9%	3	-7.8%
软饮料	9	7	9	9	10	14.4%	8	14.4%	9	9.1%
乳品	52	52	49	46	50	-3.9%	45	-13.6%	46	-6.1%
零食	10	8	10	12	13	27.9%	8	1.8%	20	100.8%
烘焙食品	5	5	7	6	5	6.8%	5	-0.4%	7	-1.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：2024Q1-Q3食品饮料子板块利润表现

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	yoy	2024Q2	yoy	2024Q3	yoy
食品饮料	70	42	50	44	81	16.0%	47	10.7%	51	2.3%
白酒	54	30	35	36	62	15.7%	34	11.8%	36	2.1%
啤酒	2	3	3	-1	2	16.3%	4	10.7%	3	-2.1%
调味发酵品	3	1	2	5	3	10.9%	3	239.1%	3	15.3%
预加工食品	1	1	1	1	1	4.0%	1	-0.4%	0	-30.0%
保健品	1	1	1	0	1	-25.4%	0	-48.7%	0	-61.5%
其他酒类	1	0	0	0	0	-30.0%	0	-3.2%	0	-45.0%
软饮料	2	1	1	1	2	26.9%	1	27.6%	2	18.2%
乳品	4	4	3	2	6	54.8%	2	-43.6%	3	2.5%
零食	1	0	1	1	1	22.0%	0	-11.6%	1	44.8%
烘焙食品	0	0	1	0	0	11.5%	0	-7.3%	1	-8.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

估值表现：当前食品饮料估值处于低位，白酒估值溢价低于2011年以来均值

2024年以来板块估值震荡下行，白酒、大众品板块当前市盈率低于2011年以来中枢水平。

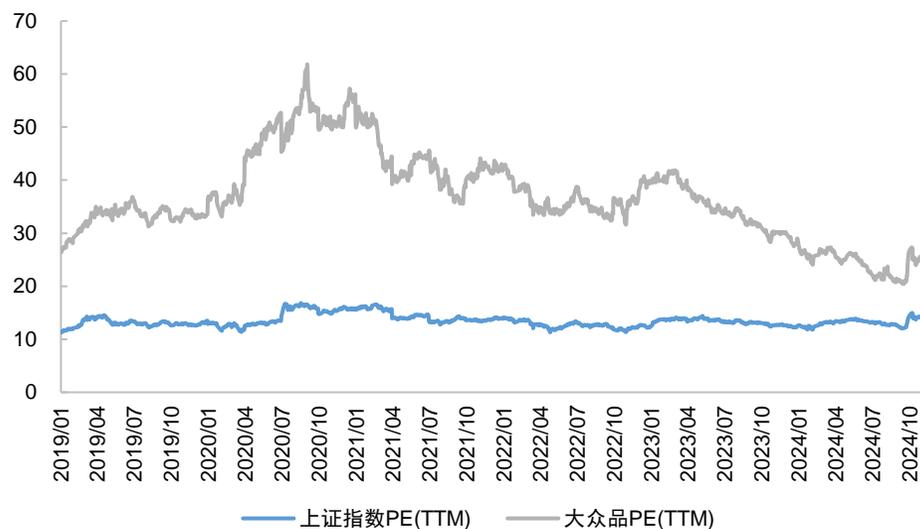
- **白酒**：2024年初至今白酒板块市盈率均值21.6倍，低于2011年以来市盈率均值（27.3倍）与2019年以来市盈率均值（34.8倍）；2024年初至今白酒板块相对上证指数估值溢价均值为67%，低于2011年以来的估值溢价平均值（105%）与2019年以来的估值溢价平均值（157%）。
- **大众品**：年初至今大众品板块市盈率均值24.3倍，低于2011年以来市盈率均值（35.3倍）与2019年以来市盈率均值（36.8倍）；年初至今大众品板块相对上证指数估值溢价均值为86%，低于2011年以来的估值溢价平均值（169%）与2019年以来的估值溢价平均值（172%）。

图：2019年至今白酒板块与上证综指PE(TTM)变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2019年至今大众品板块与上证综指PE(TTM)变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

二、白酒

主动调整已成行业共识，供给端或将迎来改善

2024年前三季度看，白酒板块收入及净利润同环比降速，主动释放风险



- 2024年前三季度，全国规模以上白酒企业营收同比增长9.25%，利润同比增长10.57%。
- 2024年前三季度，白酒上市公司实现销售总收入3370.56亿元，同比+11.96%；净利润1306.73亿元，同比+9.79%。
 - ✓ 高端（茅五泸）销售收入2153.42亿元，占上市公司64%，同比+13.46%，快于其他价位；利润973.51亿元，占上市公司74%，同比+12.84%
 - ✓ 次高端（舍得/水井/酒鬼）销售收入94.39亿元，占上市公司3%，同比-14.00%，利润18.5亿元，占上市公司1.4%，同比-33.83%。
 - ✓ 区域白酒销售收入1049.05亿元，占上市公司31%，同比+4.61%；利润310.89亿元，占上市公司24%，同比+3.80%。

表：2024年前三季度白酒行业经营数据

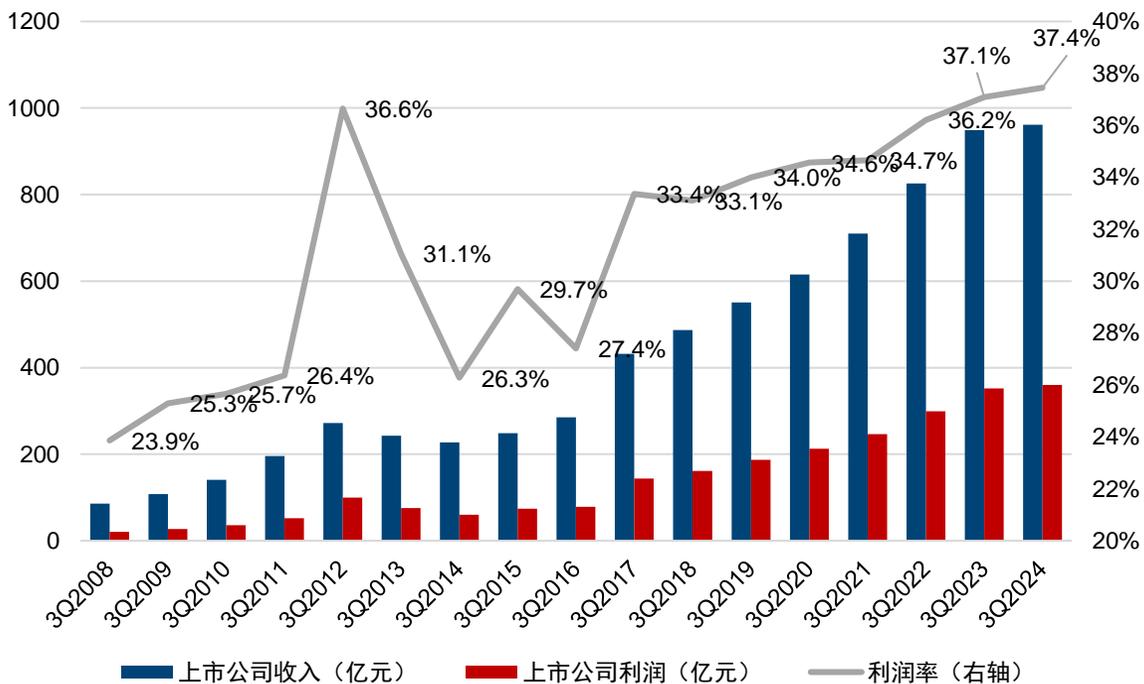
前三季度白酒行业经营数据					
价位	公司	收入	收入增速	净利润	利润增速
全国化高端	贵州茅台	1231.23	16.91%	608.28	15.04%
	五粮液	679.16	8.60%	249.31	9.19%
	泸州老窖	243.04	10.76%	115.93	9.72%
	合计	2153.42	13.46%	973.51	12.84%
全国化次高端	舍得酒业	44.60	-15.03%	6.69	-48.35%
	水井坊	37.88	5.56%	11.25	10.03%
	酒鬼酒	11.91	-44.41%	0.56	-88.20%
	合计	94.39	-14.00%	18.50	-33.83%
区域性白酒	洋河股份	275.16	-9.14%	85.79	-15.92%
	山西汾酒	313.58	17.25%	113.50	20.34%
	古井贡酒	190.69	19.53%	47.46	24.49%
	今世缘	99.42	18.85%	30.86	17.08%
	迎驾贡酒	37.90	20.40%	13.80	29.60%
	口子窖	31.70	8.70%	9.50	11.90%
	老白干酒	40.88	6.29%	5.56	33.00%
	金徽酒	23.28	15.31%	3.33	22.17%
	伊力特	16.54	0.64%	2.41	5.27%
	天佑德酒	9.87	4.89%	0.57	-45.80%
	金种子酒	8.06	-24.90%	-1.00	-185.51%
	青海春天	1.98	23.22%	-0.90	-28.61%
	合计	1049.05	4.61%	310.89	3.80%
光瓶酒	顺鑫农业	73.71	-16.92%	3.82	230.72%
上市公司合计		3370.56	11.96%	1306.73	9.79%
白酒行业			9.25%		10.57%

资料来源：公司公告、中国酒业协会，国信证券经济研究所整理

单三季度看，板块收入及净利润增速为2016年复苏以来最低，报表确认进入调整阶段

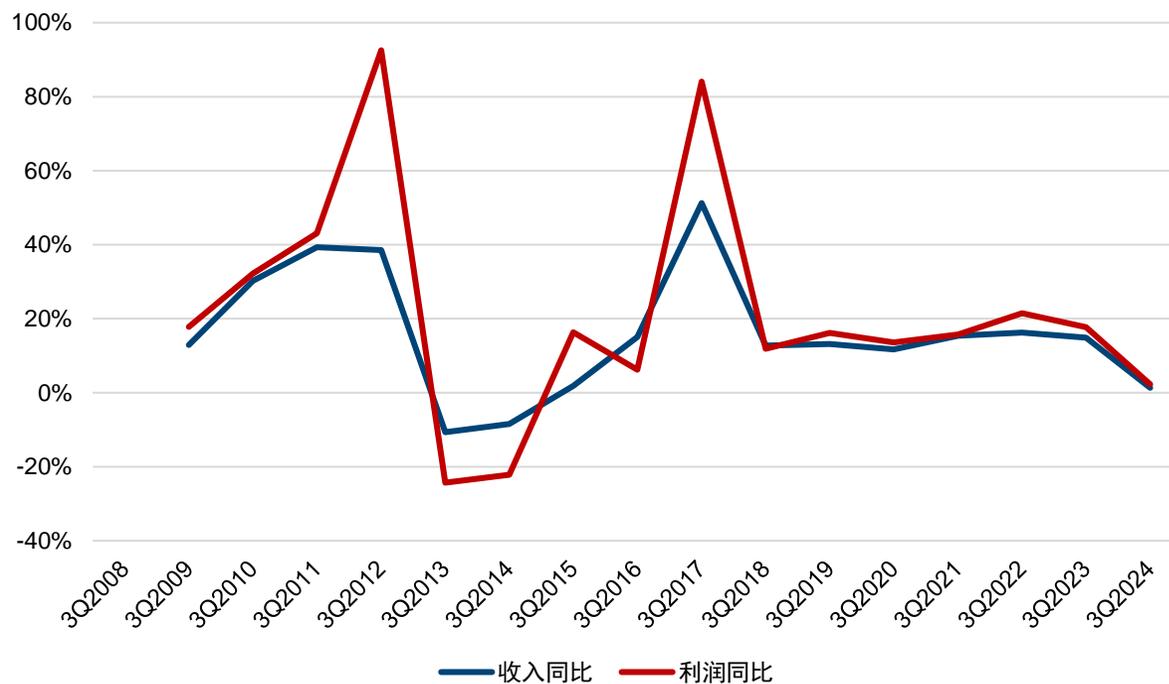
- 2024Q3上市公司收入、归母净利润、净利率均为历史单三季度最高值，但增速很低。2024Q3白酒上市公司实现总收入961亿元/同比+0.7%，实现归母净利润360亿/同比+2.3%，为2016年复苏以来单三季度最低增速，归母净利率37.4%。
- 业绩增速及净利率提升已呈明显放缓趋势。2021年白酒上市公司收入及净利润增速波动收敛至10%，另一方面归母净利率提升趋势明显放缓，2024Q3净利率同比仅+0.3pcts。

图：历年Q3上市公司收入、净利润及净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：历年Q3上市公司收入及净利润同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

报表经营质量：渠道压力传导至表内，茅五汾报表质量仍然较高

表：2024Q3白酒上市公司经营核心指标概览，茅台、五粮液、汾酒报表质量较好

(亿元)		预收款		收入+Δ预收		经营性现金流净额				销售收现			
价位带	证券简称	3Q24	yoy	3Q24	yoy	1-3Q24	yoy	3Q24	yoy	1-3Q24	yoy	3Q24	yoy
全国化 高端	贵州茅台	99.31	-12.8%	396.09	3.2%	444.21	-11%	78.00	-60%	1,296.85	17%	425.92	1%
	五粮液	70.72	79.1%	161.82	-6.6%	297.94	33%	163.66	48%	778.60	17%	282.11	19%
	泸州老窖	26.54	-10.4%	77.11	-8.0%	124.65	38%	42.40	25%	282.69	2%	81.07	-19%
全国化 次高端	舍得酒业	1.74	-46.6%	12.01	-21.7%	-1.44	-125%	-1.24	上年为负	45.85	-16%	11.47	-21%
	水井坊	10.55	-5.9%	20.54	-2.1%	7.74	-43%	10.68	-20%	40.03	0%	23.08	-1%
	酒鬼酒	2.07	-17.6%	1.47	-63.8%	-4.11	-817%	-2.03	上年为负	10.81	-44%	2.44	-58%
地产酒	洋河股份	49.66	-10.0%	56.69	-34.1%	34.58	-20%	14.15	-65%	242.32	-5%	64.20	-33%
	山西汾酒	54.81	6.0%	83.60	16.9%	114.35	57%	35.05	67%	301.55	24%	85.60	31%
	古井贡酒	19.36	-41.6%	49.80	1.0%	53.44	-7%	13.34	35%	197.05	14%	54.60	25%
	今世缘	5.44	-58.5%	25.53	-0.9%	22.30	13%	9.83	-17%	92.89	5%	30.64	-2%
	迎驾贡酒	4.03	-20.5%	16.69	0.4%	12.75	22%	6.91	-9%	57.41	11%	18.65	1%
	口子窖	3.55	-7.5%	12.33	3.6%	3.58	-14%	3.55	-8%	42.23	4%	14.26	2%
	老白干酒	17.50	-13.6%	15.05	-14.8%	6.42	-23%	4.19	-37%	47.42	2%	16.24	-12%
	伊力特	0.45	20.6%	3.07	-24.0%	0.24	-89%	0.39	-9%	15.25	-3%	4.47	-1%
	金徽酒	4.76	10.3%	5.68	16.8%	3.49	42%	0.03	转正	24.87	13%	6.10	13%
	金种子酒	1.02	4.0%	1.78	-42.8%	-2.56	-323%	-0.66	-152%	8.15	-37%	1.54	-63%
其他	顺鑫农业	6.60	-54.7%	17.11	-18.9%	-9.08	上年为负	1.10	-43%	61.85	-10%	19.79	-21%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

个股表现看，收入端： 主动调整成为共识，业绩调节工具充足的公司兑现稳健增长

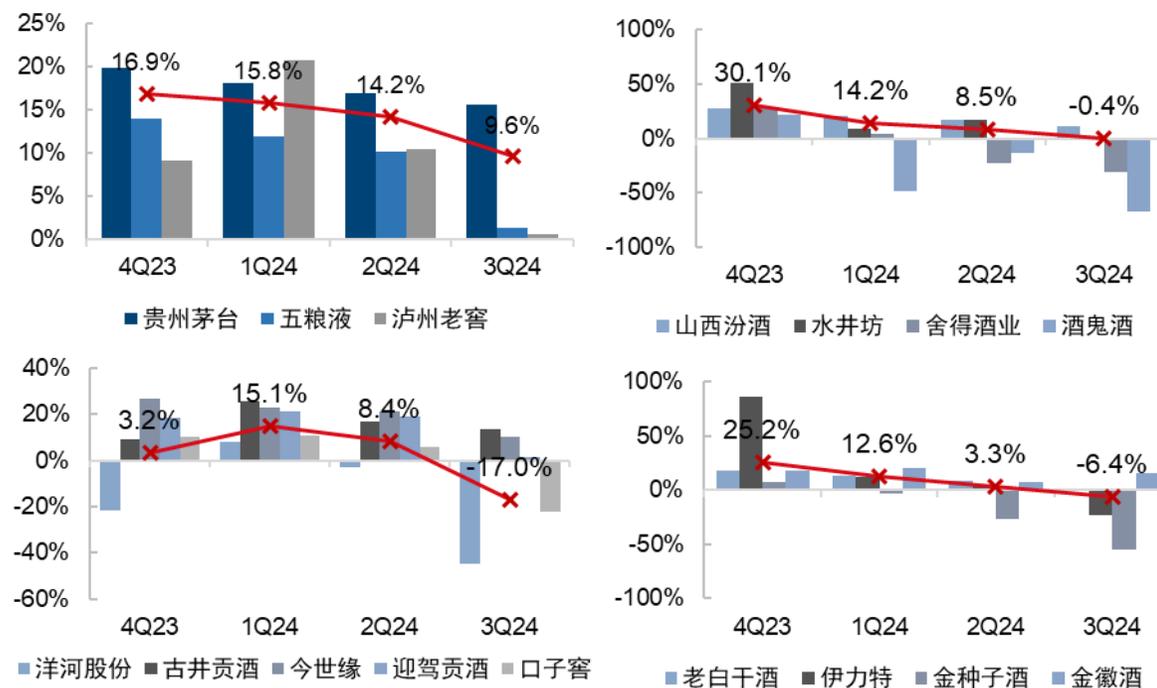
- 第三季度收入增速环比下降，经销商资金压力和高库存水位倒逼酒企主动调整经营节奏。1) 五粮液、迎驾贡酒、口子窖、老白干酒等表现增速较为贴近动销端；2) 泸州老窖、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份等在需求压力下主动释放渠道风险，聚焦库存去化。
- 业绩调节工具充足的公司仍兑现了收入端稳健增长：1) 贵州茅台在本轮周期尚未调动渠道蓄水池能力，在产品结构上仍有熨平业绩波动的工具，单Q3非标&系列酒（除1935外）大单品增加投放量；2) 古井贡酒、山西汾酒、今世缘兑现稳健增长主因省内市场仍能作为坚实的调节项。

表：2024Q3多数公司主动放缓经营节奏

(亿元)		2024Q1-3		2024Q3			
证券代码	证券简称	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy	收入+Δ预收	yoy
600519.SH	贵州茅台	1,231.23	16.9%	396.71	15.6%	396.09	3.2%
000858.SZ	五粮液	679.16	8.6%	172.68	1.4%	161.82	-6.6%
000568.SZ	泸州老窖	243.04	10.8%	73.99	0.7%	77.11	-8.0%
600809.SH	山西汾酒	313.58	17.2%	86.11	11.4%	83.60	16.9%
002304.SZ	洋河股份	275.16	-9.1%	46.41	-44.8%	56.69	-34.1%
600779.SH	水井坊	37.88	5.6%	20.70	0.4%	20.54	-2.1%
600702.SH	舍得酒业	44.60	-15.0%	11.89	-30.9%	12.01	-21.7%
000799.SZ	酒鬼酒	11.91	-44.4%	1.97	-67.2%	1.47	-63.8%
000596.SZ	古井贡酒	190.69	19.5%	52.63	13.4%	49.80	1.0%
603369.SH	今世缘	99.42	18.8%	26.37	10.1%	25.53	-0.9%
603198.SH	迎驾贡酒	55.13	13.8%	17.28	1.6%	16.69	0.4%
603589.SH	口子窖	43.62	-1.9%	11.95	-22.0%	12.33	3.6%
600559.SH	老白干酒	40.88	6.3%	16.18	0.3%	15.05	-14.8%
600197.SH	伊力特	16.54	0.6%	3.24	-23.3%	3.07	-24.0%
600199.SH	金种子酒	8.06	-24.9%	1.39	-54.4%	1.78	-42.8%
603919.SH	金徽酒	23.28	15.3%	5.74	15.8%	5.68	16.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2024Q3各价位带收入增速环比前几个季度明显降低



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：红线为该价位带平均

个股表现看，毛利率&销售费用率： 加大买赠及红包力度促进动销，多数公司毛销差同比下降

- 板块整体毛销差同比+1.18pcts，但多数公司同比下降，存量竞争下“以费用保份额”成为普遍现象。1) 酒企加大宴席买赠等促销力度，以货折形式冲减收入，即便产品结构上有所改善的公司毛利率端也受到吨价的拖累；2) 多数公司费用倾斜C端，以促进消费者开瓶动销拉动终端和渠道积极性，扫码红包在会计处理上有所差异，毛利率和销售费用率或都有影响。
- 1) 受益于消费升级趋势、竞争格局较优的区域酒龙头表现较好，古井、迎驾、老白干毛销差同比+3.76/+2.16/+0.49pcts，一方面结构上仍然受益于宴席场景消费价位刚性，一方面费用端仍有规模效应；2) 水井坊销售费率端同比-3.99pcts，公司费用倾斜于品牌侧，在前期库存包袱不高的情况下渠道端的投入可以相对理性克制。

表：2024Q3多数酒企毛销差同比下降

证券代码	证券简称	2024Q1-3				2024Q3							
		毛利率	yoy	销售费用率	yoy	毛销差	yoy	毛利率	yoy	销售费用率	yoy	毛销差	yoy
600519.SH	贵州茅台	89.79%	-0.14pct	3.44%	0.53pct	86.35%	-0.67pcts	91.05%	-0.47pct	4.08%	0.36pct	86.97%	-0.83pcts
000858.SZ	五粮液	77.06%	1.2pct	11.47%	1.51pct	65.59%	-0.31pcts	76.17%	2.77pct	14.03%	2.83pct	62.14%	-0.07pcts
000568.SZ	泸州老窖	88.43%	-0.01pct	10.29%	-0.68pct	78.15%	0.66pcts	88.12%	-0.52pct	11.76%	-1.08pct	76.37%	0.55pcts
600809.SH	山西汾酒	76.03%	0.1pct	9.27%	-0.18pct	66.76%	0.28pcts	74.29%	-0.75pct	10.54%	-0.07pct	63.76%	-0.67pcts
002304.SZ	洋河股份	73.81%	-1.96pct	14.17%	2.41pct	59.64%	-4.37pcts	66.24%	-8.63pct	27.75%	12.27pct	38.48%	-20.9pcts
600779.SH	水井坊	82.94%	-0.25pct	19.93%	-2.52pct	63.01%	2.27pcts	84.57%	0.86pct	8.44%	-3.99pct	76.13%	4.85pcts
600702.SH	舍得酒业	67.90%	-7.38pct	21.38%	2.57pct	46.52%	-9.95pcts	63.66%	-10.97pct	24.84%	3.38pct	38.82%	-14.34pcts
000799.SZ	酒鬼酒	71.81%	-7.09pct	39.92%	10.08pct	31.89%	-17.16pcts	64.04%	-11.65pct	66.30%	30.21pct	-2.26%	-41.86pcts
000596.SZ	古井贡酒	79.71%	0.67pct	25.29%	-2.06pct	54.42%	2.73pcts	77.87%	-1.55pct	23.01%	-5.32pct	54.86%	3.76pcts
603369.SH	今世缘	74.26%	-1.99pct	15.35%	-2.3pct	58.91%	0.31pcts	75.59%	-5.14pct	20.56%	-3.9pct	55.03%	-1.24pcts
603198.SH	迎驾贡酒	74.28%	2.65pct	8.30%	-0.18pct	65.98%	2.82pcts	75.84%	2.88pct	8.98%	0.73pct	66.86%	2.16pcts
603589.SH	口子窖	74.76%	-0.46pct	14.31%	0.04pct	60.46%	-0.5pcts	71.91%	-5.9pct	12.38%	-3.03pct	59.53%	-2.88pcts
600559.SH	老白干酒	66.21%	-0.54pct	26.32%	-2.24pct	39.89%	1.7pcts	66.77%	0.6pct	25.54%	0.11pct	41.23%	0.49pcts
600197.SH	伊力特	52.35%	3.84pct	11.46%	2.28pct	40.89%	1.56pcts	59.85%	9.22pct	13.90%	4.53pct	45.95%	4.69pcts
600199.SH	金种子酒	38.67%	2.9pct	25.72%	8.04pct	12.95%	-5.13pcts	15.68%	-34.36pct	57.10%	28.56pct	-41.42%	-62.92pcts
603919.SH	金徽酒	64.14%	0.65pct	20.38%	-0.93pct	43.76%	1.58pcts	61.13%	-1.52pct	24.08%	-3.19pct	37.05%	1.67pcts

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

个股表现看，净利润&净利率： 净利率提升速度放缓，内部分化加剧，高端酒稳定性凸显

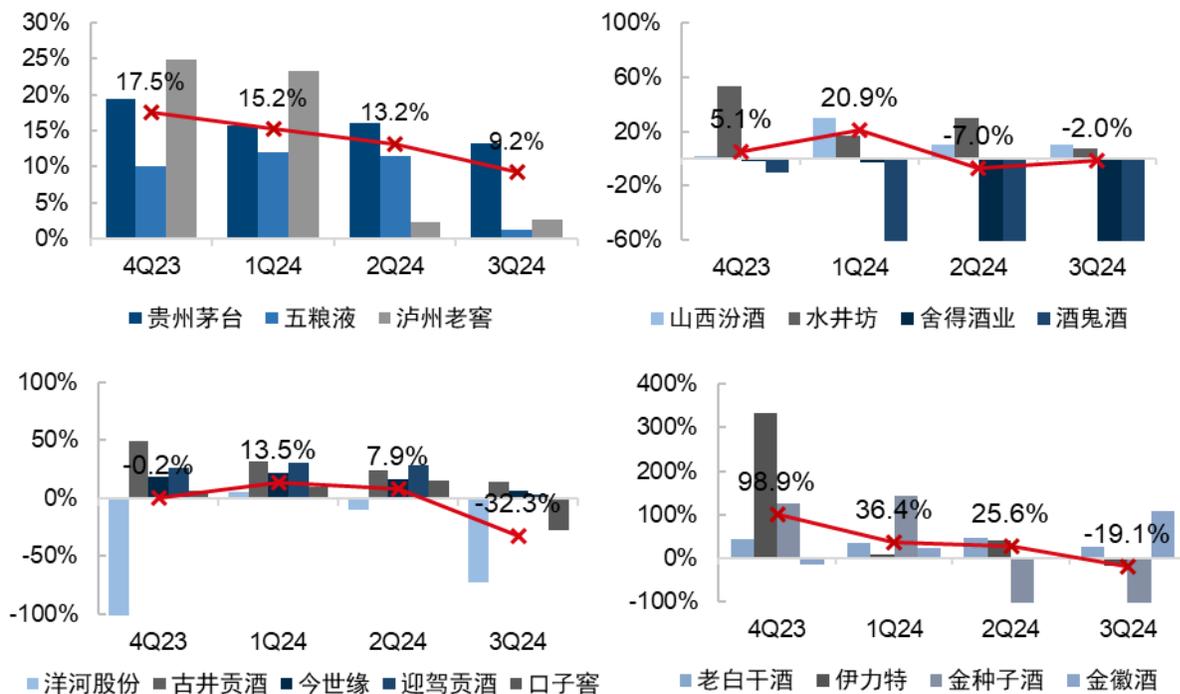
- 净利润增速跟随收入端同比收窄，次高端酒企降幅更大。今年以来板块净利率提升斜率放缓，虽然双节整体产品结构环比24Q2有所改善，但货折力度、费用投入拖累净利率表现。泸州老窖、古井贡酒受益于结构改善、精细化管理能力承托，水井坊、老白干酒高基数下收缩费用投入力度，实现净利率提升；金徽酒净利率提升较多系捐赠费用大部分前置于第二季度确认。次高端酒企酒鬼酒、舍得酒业、洋河股份收入同比下滑、费用刚性投入，净利润下滑幅度更大。

表：2024Q3酒企净利率提升斜率放缓

证券代码	证券简称	2024Q1-3		2024Q3		净利率	同比变动
		归母净利润	yoy	归母净利润	yoy		
600519.SH	贵州茅台	608.28	15.0%	191.32	13.2%	48.2%	-0.99pcts
000858.SZ	五粮液	249.31	9.2%	58.74	1.3%	34.0%	-0.02pcts
000568.SZ	泸州老窖	115.93	9.7%	35.66	2.6%	48.2%	0.9pcts
600809.SH	山西汾酒	113.50	20.3%	29.40	10.4%	34.1%	-0.31pcts
002304.SZ	洋河股份	85.79	-15.9%	6.31	-73.0%	13.6%	-14.23pcts
600779.SH	水井坊	11.25	10.0%	8.83	7.7%	42.6%	2.89pcts
600702.SH	舍得酒业	6.69	-48.3%	0.78	-79.2%	6.6%	-15.31pcts
000799.SZ	酒鬼酒	0.56	-88.2%	-0.65	-213.7%	-32.8%	-42.22pcts
000596.SZ	古井贡酒	47.46	24.5%	11.74	13.6%	22.3%	0.05pcts
603369.SH	今世缘	30.86	17.1%	6.24	6.6%	23.7%	-0.78pcts
603198.SH	迎驾贡酒	20.06	20.2%	6.28	3.7%	36.3%	0.73pcts
603589.SH	口子窖	13.11	-2.8%	3.62	-27.7%	30.3%	-2.38pcts
600559.SH	老白干酒	5.56	33.0%	2.52	25.2%	15.6%	3.1pcts
600197.SH	伊力特	2.41	5.3%	0.43	-17.8%	13.3%	0.9pcts
600199.SH	金种子酒	-1.00	-185.5%	-1.11	-3843.2%	-79.5%	-80.43pcts
603919.SH	金徽酒	3.33	22.2%	0.38	108.8%	6.6%	2.95pcts

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2024Q3各价位带净利润增速环比前几个季度明显降低，高端酒凸显韧性



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：红线为该价位带平均

个股表现看，销售收现&合同负债： 渠道回款及库存压力进一步传导，现金流承压明显，合同负债处于历史低位



- 现金流承压明显，剔除茅台五粮液后板块销售收现同比下滑9.2%。五粮液、古井贡酒经营性现金流量净额同比增加系应收款项转入的影响，山西汾酒焕新青20包装+提升经销商回款任务现金流增加，泸州老窖当季支付现金下降有所贡献；区域酒中金徽酒表现相对好，主因Q3召开年份系列等中高端产品订货会；舍得、酒鬼延续去年同期负现金流表现。
- 合同负债环比变动情况相较于去年同期恶化明显，库存压力传导至表内。贵州茅台按照月度打款、发货，Q4仍留有余力；泸州老窖、洋河股份、口子窖环比上升与发货节奏放缓有关；今年区域成长性酒企的动销压力也逐步体现在报表端，今世缘、古井、迎驾回款节奏较去年同期亦有放缓。我们判断酒企蓄水池能力转弱、需求并未显著改善的环境下，今年四季度或延续较大增长压力。

表：2024Q3销售收现及合同负债充分反应渠道压力

(亿元)		经营性现金流量净额				销售收现				合同负债		
证券代码	证券简称	1-3Q24	yoy	3Q24	yoy	1-3Q24	yoy	3Q24	yoy	截至Q3	环比变动	去年环比
600519.SH	贵州茅台	500.02	-11%	78.00	-60%	1112.54	17%	425.92	1%	99.31	(0.62)	40.60
000858.SZ	五粮液	223.89	33%	163.66	48%	668.18	17%	278.79	19%	70.72	(10.85)	3.00
000568.SZ	泸州老窖	90.53	38%	42.40	25%	276.45	2%	95.21	-19%	26.54	3.12	10.28
600809.SH	山西汾酒	73.04	57%	35.05	67%	242.53	24%	73.93	31%	54.81	(2.51)	(5.81)
002304.SZ	洋河股份	43.43	-20%	14.15	-65%	255.42	-5%	49.06	-33%	49.66	10.28	1.94
600779.SH	水井坊	13.55	-43%	10.68	-20%	40.17	0%	7.65	-1%	10.55	(0.16)	0.35
600702.SH	舍得酒业	5.80	-125%	-1.24	上年为负	54.73	-16%	15.20	-21%	1.74	0.12	(1.83)
000799.SZ	酒鬼酒	0.57	-817%	-2.03	上年为负	19.36	-44%	5.18	-58%	2.07	(0.50)	(1.96)
000596.SZ	古井贡酒	57.20	-7%	13.34	35%	173.50	14%	58.79	25%	19.36	(2.83)	2.90
603369.SH	今世缘	19.81	13%	9.83	-17%	88.76	5%	24.96	-2%	5.44	(0.84)	1.82
603198.SH	迎驾贡酒	10.49	22%	6.91	-9%	51.78	11%	15.56	1%	4.03	(0.59)	0.01
603589.SH	口子窖	4.17	-14%	3.55	-8%	40.74	4%	13.94	2%	3.55	0.38	(3.43)
600559.SH	老白干酒	8.29	-89%	4.19	-37%	46.71	-3%	11.32	-12%	17.50	(1.13)	1.54
600197.SH	伊力特	2.09	-89%	0.39	-9%	15.76	-3%	3.01	-1%	0.45	(0.17)	(0.18)
600199.SH	金种子酒	1.15	-323%	-0.66	-152%	12.86	-37%	2.23	-63%	1.02	0.39	0.07
603919.SH	金徽酒	2.45	42%	0.03	转正	22.04	13%	6.39	13%	4.76	(0.07)	(0.10)

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

价格指标：缩量环境下，多数单品以价换量，酱酒批价下降较多



- **各家公司都面临很大增长压力，行业存在以价换量。**头部企业基于考核目标，需通过多产品、多渠道实现业绩增长，比如茅台持续增量茅台1935，价格跌至680元；五粮液加码1618和39度，消费者实际成本约800元和600元；洋河费用增加后，M6+成交价跌至530-550元等，对竞品产生一些挤压。
- **香型动销分化大。**酱酒受益于茅台需求外溢，随着茅台1935价格下移，呈现**量价齐跌**。而浓香的价格相对稳定。
- **千元价位价差进一步来拉大，多数单品生存空间被压缩到800元以内**，如茅台1935、君品、内参、青花30等。目前除了五粮液以外，800元以上放量难度较大。

备注：国窖1573、五粮液1618、剑南春全面导入数字化，价格很难真实反映供需变化。

舍得、酒鬼、舍得等单品已经失去流动性，价格变化亦不能反馈需求变化。

表：白酒行业主要大单品批价情况

公司	核心单品	销售体量 (亿元)	价格(元)			
			2024年双节	2024年春节	2023年双节	
全国化 高端	贵州茅台	茅台·尊品15	130	5200 (环↓, 同↓)	5690	5850
		茅台·精品	110	2850↓↓	3300	3320
		茅台·生肖	180	2500↓↓	3450	3040
		53度飞天茅台酒	516	2250↓↓	3000	2980
		茅台1935	97	680↓↓	930	990
	五粮液	八代五粮液	501	930↑↓	925	935
		五粮液1618	40	930	930	930
	泸州老窖	52度国窖	117	870↓	870	880
38度国窖		81	640↓	650	650	
全国化 次高端	习酒	君品习酒	44	770↓↓	815	835
		习酒窖藏系列-1988	87	440↓↓	480	482
	郎酒	青花郎	70	780↓↓	815	825
		红花郎·红10	56	280↓↓	290	293
	剑南春	水晶剑	144	400	400	400
	珍酒李渡	珍十五	20	310↓↓	330	345
	舍得酒业	品位舍得	37	325	325	325
	水井坊	水井坊·臻酿八号	25	305	305	305
	酒鬼酒	酒鬼·内参	7	700↓↓	850	750
	区域性 白酒	洋河股份	梦之蓝M6+	52	540↓↓	560
梦之蓝M3			45	370↓↓	380	390
山西汾酒		青花30复兴版	35	770↓↓	820	790
		青花系列(20&25)	106	350	350	350
		玻汾-红盖/黄盖	80	38/39↓	40/41	40/41
古井贡酒		古20	29	470	470	470
		古16-高度		340↓	340	345
		古8	35	195↓↓	200	205
今世缘	四开	28	390↓↓	400	405	
迎驾贡酒	洞9	30	190	190	190	

资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理&测算

经营目标：除贵州茅台、水井坊外，大部分公司前三季度低于年初报表指引目标



国信证券
GUOSEN SECURITIES

表：主要公司报表目标与当年实际完成情况

公司	目标	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
贵州茅台	报表目标		20%	3%	1%	4%	15%	15%	14%	10%	11%	15%左右	15%左右	15%左右
	实际完成		17%	2%	3%	19%	50%	26%	16%	10%	12%	17%	18%	16.9%
	完成情况		x	x	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
五粮液	报表目标	20%	15%	正增长	业绩平稳	10%	10%	26%	25%	10%	10%	10%左右	10%左右	10%左右
	实际完成	34%	-9%	-15%	3%	13%	23%	33%	25%	14%	16%	12%	13%	8.6%
	完成情况	√	x	x	√	√	√	√	√	√	√	√	√	x
泸州老窖	报表目标	32%	21%	12%	45%	16%	22%	25%	20%		15%	15%	15%	15%
	实际完成	37%	-10%	-49%	29%	20%	25%	26%	21%	5%	24%	22%	20%	10.8%
	完成情况	√	x	x	x	√	√	√	√	x	√	√	√	x
山西汾酒	报表目标		25%	平稳增长	平稳增长	10%	30%	40%	20%	20%	30%	25%	20%	20%
	实际完成		-6%	-36%	5%	7%	37%	47%	27%	18%	43%	31%	22%	17.2%
	完成情况		x	x	√	x	√	√	√	x	√	√	√	x
洋河股份	报表目标	30%	10%	基本持平	5%	10%	10%	20%	12%	0%	10%	15%	15%	5-10%
	实际完成	36%	-13%	-2%	9%	7%	16%	21%	-4%	-9%	20%	19%	10%	-9.1%
	完成情况	√	x	x	√	x	√	√	x	x	√	√	x	x
水井坊	报表目标	20%	持平	3.35亿	扭亏为盈	10%	35%	40%	20%	0%	43%	15%	15%	正增长
	实际完成	10%	-70%	3.65	134%	38%	74%	38%	26%	-15%	54%	1%	6%	5.6%
	完成情况	x	x	√	√	√	√	x	√	x	√	x	x	√
舍得酒业	报表目标	18亿	22亿	17亿	18亿	73%	51%							正增长
	实际完成	19.59	14.19	14.45	11.56	25%	12%	35%	20%	2%	84%	22%	17%	-15.0%
	完成情况	√	x	x	x	x	x	x			√	x	x	x
古井贡酒	报表目标				增长			14%	18%	11%	17%	15%	22%	21%
	实际完成				13%	15%	16%	25%	20%	-1%	29%	24%	21%	19.5%
	完成情况				√			√	√	x	√	√	√	x
今世缘	报表目标				26亿	11%	15%	19%	30%	10%	15%	17%	100亿元	122亿元
	实际完成				24.25	5%	16%	27%	37%	5%	25%	23%	28%	18.8%
	完成情况				x	x	√	√	√	x	√	√	√	x

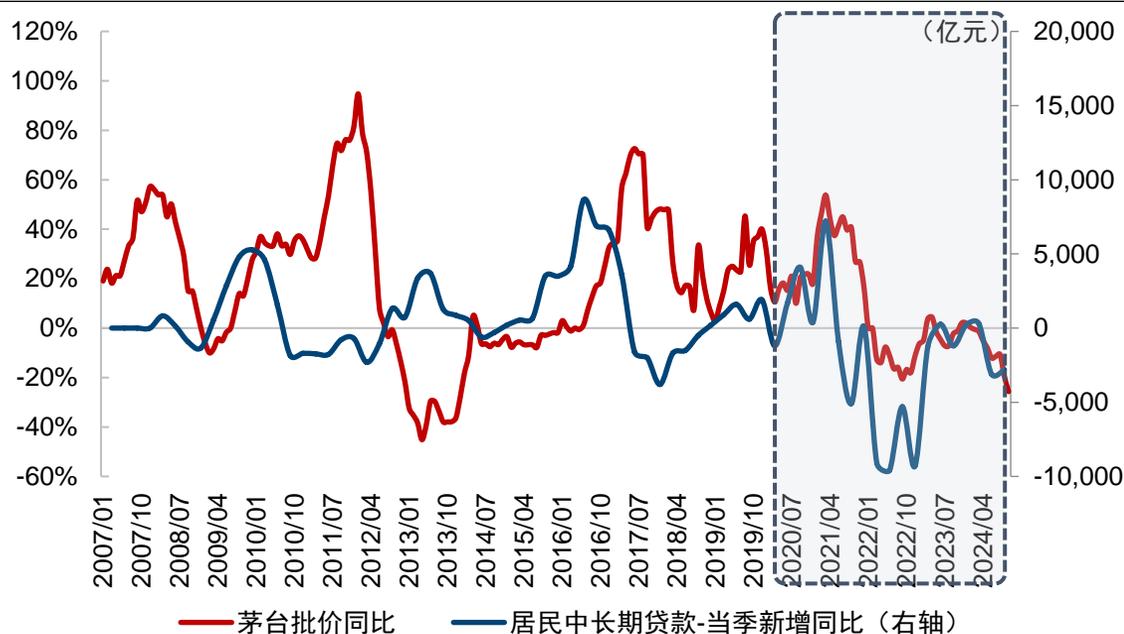
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

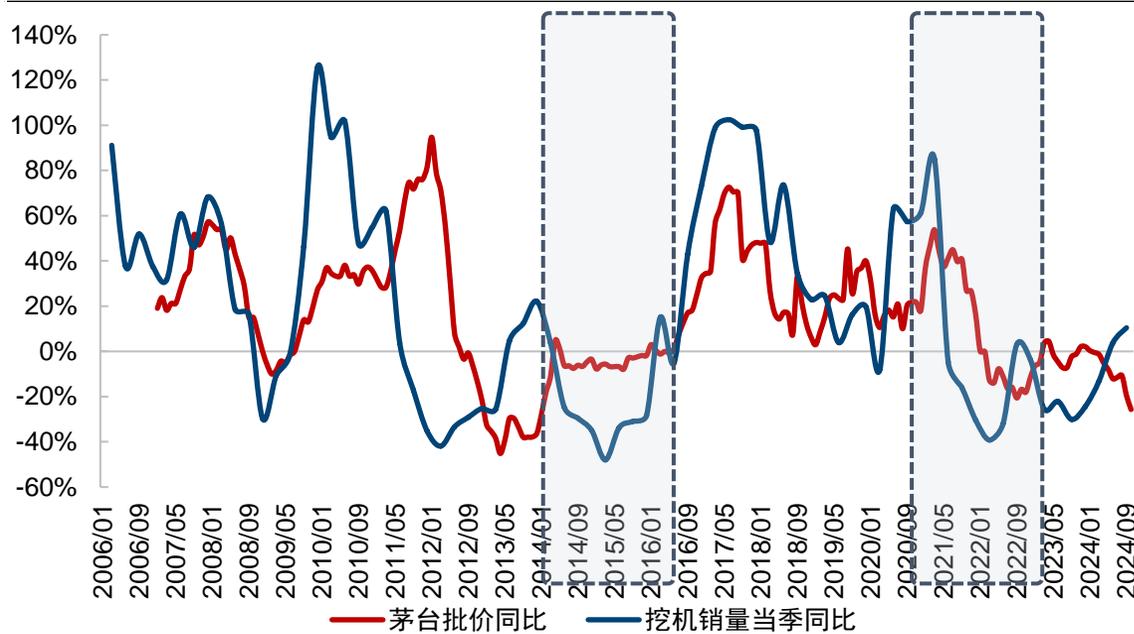
白酒行业景气度：仍在磨底中缓慢修复，静待政策加码，需求改善

- 需求仍在磨底中缓慢修复，预计短期茅台批价端仍将承压。我们以新增居民中长期贷款同比变动值作为茅台批价变动较好的拟合指标，短期消费端信心仍然偏低，预计2024Q4-2025Q1礼赠、商务、宴席等需求修复缓慢，短期茅台批价仍有较大压力。随大环境需求走弱，茅台在供给侧积极因素增加，包括推进治理结构改革、调整产品和渠道结构等；我们认为茅台批价可视为来年板块基本面拐点性指标，批价见底后或将迎来新一轮供需行情。

图：箱装飞天茅台批价同比增速与居民中长期贷款拟合



图：箱装飞天茅台批价同比增速与挖机销量拟合



■ 行业观点：需求磨底复苏，基本面仍有压力，估值可以适当乐观。

- 基本面看，三季报反映白酒行业需求端的压力已经传导至表内，多数酒企主动调整经营节奏、释放渠道风险，上市公司基本面进入磨底阶段；由于白酒本身具有渠道调节项工具，因此基本面反应供需变化具有一定滞后性；我们判断2024Q4-2025H1主流公司仍将以促进终端动销、去化渠道库存为核心，基本面或延续压力，但价格风险、下降幅度预计逐季收窄。
- 估值端看，年初至今板块估值承压，提前消化年内增长中枢放缓预期，目前白酒指数PE-TTM处于2019年以来6.5%分位数水平；9月底一揽子积极性政策出台后修复幅度有限，主因下修三季报增速预期、内需复苏仍有不确定性所致；后续增量政策预期升温，消费需求有望在疤痕修复后逐步提升，估值端有望提前修复。

■ 投资建议：当下优选韧性较强、多轮周期验证的白酒龙头；关注政策预期升温下的估值修复标的。1) 三季报报表质量仍然较高，品牌韧性经多轮周期考验的五粮液、贵州茅台、山西汾酒仍是首选；2) 前期估值超跌、基本面弹性受益于需求复苏的泸州老窖及次高端白酒；3) 基地市场稳固，攻守兼备的区域龙头古井贡酒、今世缘。

- 五粮液：灵活调整渠道策略，厂商关系改善，回款及动销韧性较好；公司积极回报股东，指引2024-2026年年度分红率不低于70%、分红总额不低于200亿元。预计2024-2026年公司营业总收入891.68/965.55/1043.37亿元，同比+7.1%/+8.3%/+8.1%；预计归母净利润326.69/358.58/394.98亿元，同比+8.1%/+9.8%/+10.2%；当前股价对应2024/2025年17.6/16.0xP/E。
- 贵州茅台：短期供给侧积极信号逐步增多（组织治理改善、市场化管理等），长期品牌溢价的商业模式并未改变。预计2024-2026年公司实现营业总收入1739/1916/2067亿元，同比+15.5%/+10.2%/+7.9%；实现归母净利润852/940/1023亿元，同比+14.0%/+10.4%/+8.8%；当前股价对应2024/2025年22.6/20.5P/E。
- 山西汾酒：年内基本面韧性优于整体，长期产品升级、区域扩容增长工具充分。预计2024-2026年收入373.12/422.49/474.38亿元，同比+16.9%/+13.2%/+12.3%；预计2024-2026年归母净利润124.63/143.44/163.89亿元，同比+19.4%/+15.1%/+14.3%；当前股价对应2024/2025年20.0/17.8xP/E。

三、啤酒

第三季度需求承压，结构升级速度进一步放缓

收入端，啤酒板块收入降幅环比扩大，结构升级速度进一步放缓

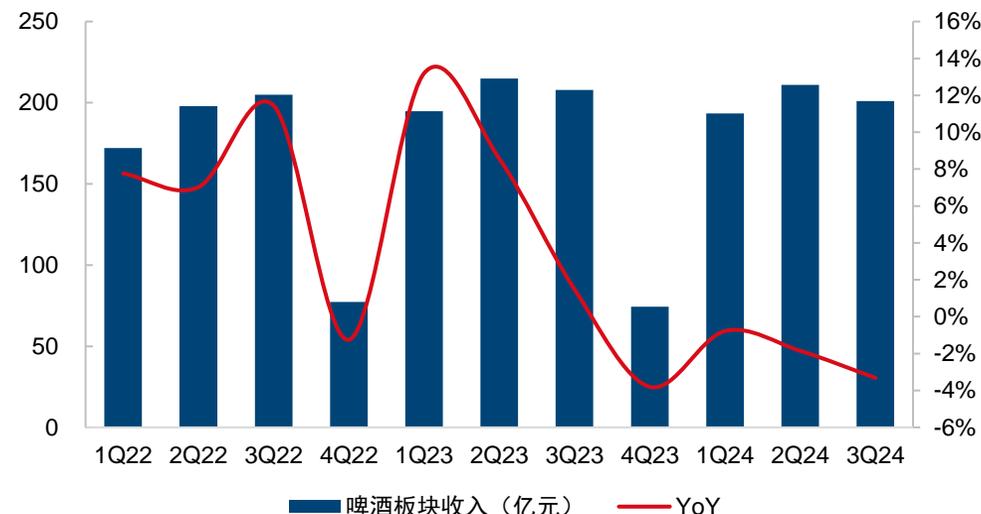
■ 收入端，3Q24啤酒板块营业收入201.0亿元，同比-3.3%，降幅环比2Q24扩大（2Q24营业收入同比-1.9%），**主要系啤酒消费市场需求持续疲弱**。拆分量价来看，3Q24燕京啤酒、珠江啤酒延续量价齐升趋势，百威亚太、青岛啤酒、重庆啤酒量价均同比下降，3Q24啤酒行业量价压力均有所增大，结构升级速度进一步放缓。据国家统计局数据，3Q24规模以上企业啤酒产量同比下降4-5%，百威亚太、青岛啤酒、重庆啤酒销量降幅大于行业平均。

图：啤酒企业收入、销量、均价及同比增速

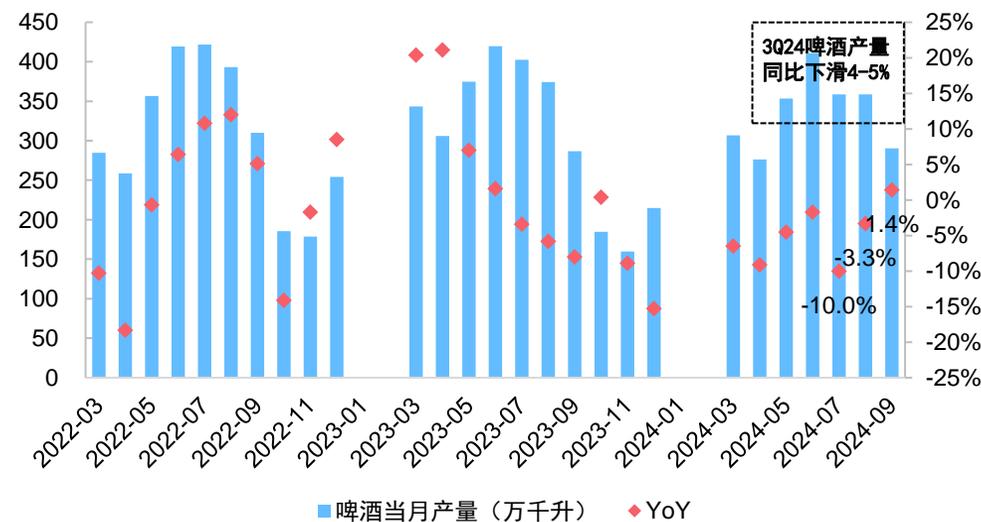
证券简称	2024Q2						2024Q3					
	收入	yoy	销量	yoy	均价	yoy	收入	yoy	销量	yoy	均价	yoy
青岛啤酒	99.18	-8.9%	244.6	-8.1%	4,054.9	-0.9%	88.91	-5.3%	215.5	-5.1%	4,125.7	-0.2%
重庆啤酒	45.68	1.5%	91.7	1.5%	4,848.3	-0.7%	42.02	-7.1%	87.3	-5.6%	4,812.5	-1.6%
燕京啤酒	44.59	8.8%	-	-	-	-	48.00	0.2%	114.2	0.1%	4,202.0	0.1%
珠江啤酒	18.78	8.1%	43.5	1.8%	4,319.5	6.2%	19.01	6.9%	48.3	4.7%	3,932.4	2.0%
惠泉啤酒	2.07	-1.3%	6.9	-1.1%	3,007.3	-0.2%	2.43	-0.4%	8.5	-1.2%	2,849.4	0.8%
百威亚太	125.15	-7.8%	254.6	-7.3%	4,915.8	-0.5%	119.48	-9.4%	246.3	-11.4%	4,687.0	2.2%
百威亚太-中国	-	-15.2%	-	-10.3%	-	-5.4%	-	-16.1%	-	-14.2%	-	-2.1%
华润啤酒	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

*注：百威亚太使用内生增速数据

图：啤酒板块营业总收入及同比增速



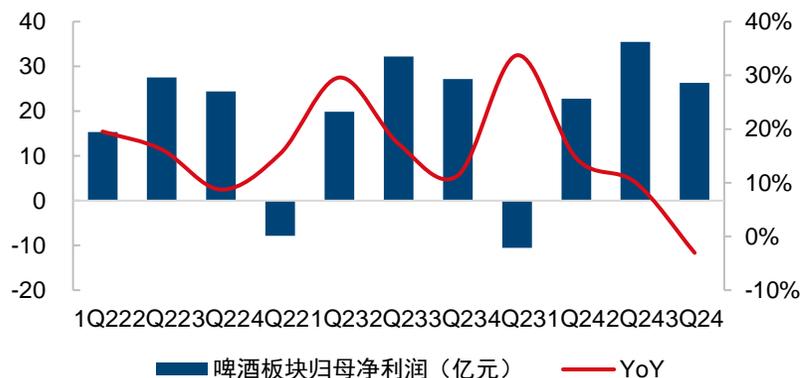
图：啤酒行业当月产量及同比增速



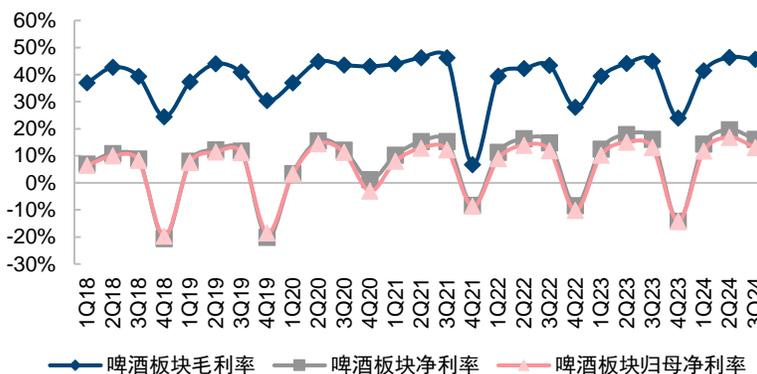
利润端，单三季度利润同比增速转负，毛利率增幅收窄

■ 利润端，3Q24啤酒板块归母净利26.3亿元，同比-3.0%，单季度利润转为下滑（2Q24归母净利同比+10.1%），**主要系收入端压力增大、费用投放增多抵消原材料成本下行对净利率的正向贡献**。3Q24板块归母净利率13.1%，同比持平，未能延续盈利改善趋势。其中毛利率45.6%，同比+0.7%，增幅环比2Q24收窄，主要系产品结构升级速度进一步放缓；销售费用率14.2%，同比+0.7%，主要系啤酒企业增大销售费用投入以应对需求低迷环境、收入下滑致规模效益减弱。

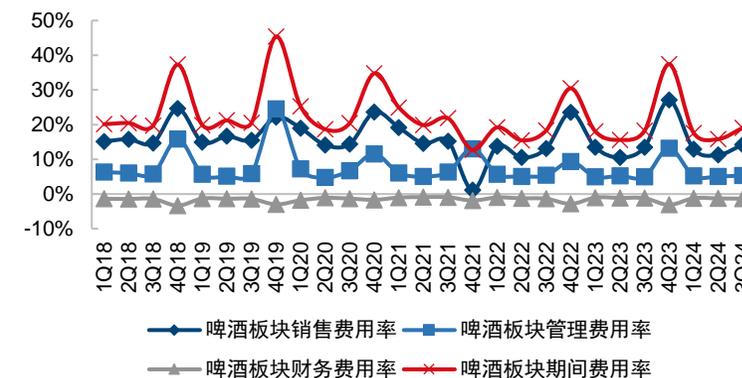
图：啤酒板块归母净利润及同比增速



图：啤酒板块毛利率及净利率



图：啤酒板块费用率



图：啤酒企业归母净利率、毛利率、销售费用率及同比变化

证券简称	2024Q1						2024Q2						2024Q3					
	归母净利率	yoy	毛利率	yoy	销售费用率	yoy	归母净利率	yoy	毛利率	yoy	销售费用率	yoy	归母净利率	yoy	毛利率	yoy	销售费用率	yoy
青岛啤酒	15.7%	2.2pcts	40.4%	2.1pcts	12.8%	-1.0pcts	20.6%	2.5pcts	42.8%	2.7pcts	8.7%	0.4pcts	15.2%	-0.6pcts	42.1%	1.2pcts	14.1%	2.4pcts
重庆啤酒	10.5%	0.9pcts	47.9%	2.7pcts	13.1%	0.2pcts	9.8%	-0.8pcts	50.5%	-1.0pcts	17.2%	1.3pcts	10.2%	-0.3pcts	49.2%	-1.4pcts	14.7%	-0.9pcts
燕京啤酒	2.9%	1.0pcts	37.2%	0.4pcts	11.9%	-0.6pcts	14.7%	3.7pcts	48.3%	2.7pcts	10.0%	0.6pcts	11.0%	1.8pcts	48.0%	0.0pcts	13.9%	-2.0pcts
珠江啤酒	10.9%	2.5pcts	42.1%	1.4pcts	16.6%	1.3pcts	20.2%	4.1pcts	53.1%	4.9pcts	13.1%	-0.3pcts	16.1%	0.5pcts	49.8%	4.0pcts	15.2%	2.1pcts
惠泉啤酒	3.6%	3.0pcts	30.6%	4.2pcts	9.1%	0.0pcts	12.8%	2.6pcts	35.6%	1.5pcts	6.7%	2.3pcts	19.8%	2.7pcts	35.9%	2.7pcts	1.7%	0.6pcts

现饮渠道需求持续低迷，部分啤企产品结构压力增大

■ 3Q24多数中高档啤酒单品销量增速环比1H24放缓，主要系受到现饮渠道需求持续低迷的影响，高端化动力不足。3Q23重庆啤酒旗下乐堡销量增速转负（1H24预计为中高个位数增长），百威亚太旗下百威经典红瓶销量降幅扩大。

■ 区域型啤企燕京啤酒、珠江啤酒凭借8-10元细分价格带大单品燕京U8、97纯生持续放量，结构升级速度显著高于其他啤企。

图：各啤酒企业产品结构表现

公司	档次	主要单品	销量增速				销量/收入占比（1-3Q24）
			2022	2023	1H24	1-3Q24	
华润啤酒	次高档及以上	喜力	30%左右	接近60%	20%以上		
		雪花纯生	单位数增长	10%以上	-		
		SPX	单位数增长	单位数增长	-		
	合计	12.6%	接近20%	单位数增长			
	全部啤酒产品		0.4%	0.5%	-3.4%	-	-
青岛啤酒	青岛主品牌	青岛经典	7-8%	10%以上	中高端产品销量	中高端产品销量同比-	青岛主品牌销量占比56.5%，其中中高端产品销量占比41.0%
		青岛纯生	双位数下滑	单位数增长	同比-4.0%	4.2%	
		青岛白啤	50%以上	-			
	合计	2.6%	2.7%	-7.2%	-6.2%		
	全部啤酒产品		1.8%	-0.8%	-7.8%	-7.0%	-
百威亚太-中国	高档及超高档	超高端系列	-	10%以上	-	-	
		百威系列	-	10%以上	-	-	
	全部啤酒产品		0.7%	4.3%	-8.5%	-10.6%	-
重庆啤酒	高档及主流	嘉士伯	-	10%以上			高档产品收入占比60.0%
		乐堡	中到大个位数	8%左右	高档产品销量同比增长中单位数	-	
	重庆	-	接近5%				
	全部啤酒产品		2.4%	4.9%	3.3%	0.2%	-
燕京啤酒	中高档产品	U8	超50%	超36%	-	-	中高档产品收入占比68.5%
	全部啤酒产品		4.1%	4.6%	0.6%	0.5%	-
珠江啤酒	高档	97纯生	40.7%	-	高档产品销量同比增长14.3%	高档产品销量同比增长	高档产品收入占比70.9%
		纯生系列	15.3%	预计10%以上		14.8%	
	全部啤酒产品		4.9%	4.8%	1.4%	2.8%	-
	啤酒行业*		1.1%	0.3%	0.1%	-1.5%	-

*注：啤酒行业数据为国家统计局规模以上企业啤酒产量数据

啤酒行业观点与投资建议：紧握确定性资产，加大布局低估值白马



国信证券
GUOSEN SECURITIES

■ **行业观点：**行业格局稳定、龙头酒企库存水平健康，啤酒行业盈利有望逐步修复。三季报反映第三季度啤酒行业需求端压力仍大，全国化龙头公司因高端产品占比更高或现饮渠道占比更高，受损程度更为明显。展望明年，近期积极性宏观政策密集出台，大幅提升需求改善的概率，目前啤酒行业已转入淡季，需求是否有所改善或需等待春节小旺季的验证。供给侧，五大龙头继续维持对于行业未来高端化发展方向的判断，故持续培育中高端产品的战略大方向不变，虽短期内部分企业适度加大费用投入，但行业并未出现市场所担心的激烈价格战。此外，龙头酒企已在积极寻找新的增长点，一方面在产品创新、新场景的创造上发力，以顺应当前高端啤酒消费需求的变化，另一方面逐步加大对于非现饮渠道的重视程度。**故我们继续看好啤酒行业，明年随着需求逐步回暖，啤酒行业有望在健康的库存水平、低销量基数之上迎来修复弹性。**

■ **投资建议：**当下确定性优先，逐步加大布局低估值白马龙头。我们继续首推处于改革增效过程中、核心单品U8成长势能强的燕京啤酒；推荐97纯生放量、广东区域市占率持续提升的珠江啤酒，业绩成长最具确定性。目前市场预期逐步改善，建议逐步加大布局低估值白马龙头，推荐渠道基础稳固、喜力维持较快渗透速度的华润啤酒，重点关注青岛啤酒、重庆啤酒。

- **燕京啤酒：**燕京U8大单品维持高增长势能，渠道拓展能力强化，内部改革持续释放效能。预计2024-2026年公司实现营业总收入148.7/158.4/168.6同比+4.6%/+6.5%/+6.4%；实现归母净利润10.1/12.9/15.3同比+56.1%/+28.0%/+18.5%；当前股价对应PE分别为29/23/19倍。
- **珠江啤酒：**以97纯生为代表的高档产品持续较快增长，公司在广东省市场有望获得份额持续提升。预计2024-2026年公司实现营业总收入57.3/60.6/63.9亿元，同比+6.6%/+5.6%/+5.5%；实现归母净利润8.0/9.1/10.2亿元，同比+28.4%/+13.1%/+12.5%；当前股价对应PE分别为26/23/20倍。
- **华润啤酒：**喜力渠道渗透能力强、品牌势能持续积累，渠道基础稳固。预计2024-2026年公司实现营业总收入396.2/405.9/420.3亿元，同比+1.8%/+2.4%/+3.5%；实现归母净利润54.3/57.5/62.1亿元，同比+5.4%/+5.9%/+8.0%；当前股价对应PE分别为13/12/11倍。
- **青岛啤酒：**聚焦青岛主品牌、崂山品牌，青岛经典、青岛白啤、青岛纯生等中高端产品有望改善。预计2024-2026年公司实现营业总收入322.2/325.2/328.6亿元，同比-5.1%/+0.9%/+1.1%；实现归母净利润44.5/47.4/49.9亿元，同比+4.4%/+6.3%/+5.2%；当前股价对应PE分别为21/20/19倍。
- **重庆啤酒：**加大非现饮渠道及拉罐产品的布局以对冲现饮渠道压力，嘉士伯、风花雪月等品牌知名度持续提升，期待明年需求回暖、公司多品牌发力促进销售改善。预计2024-2026年公司实现营业总收入148.3/150.8/154.4亿元，同比+0.1%/+1.7%/+2.4%；实现归母净利润13.3/13.6/14.1亿元，同比-0.9%/+2.9%/+3.5%；当前股价对应PE分别为21/21/20倍。

四、休闲食品

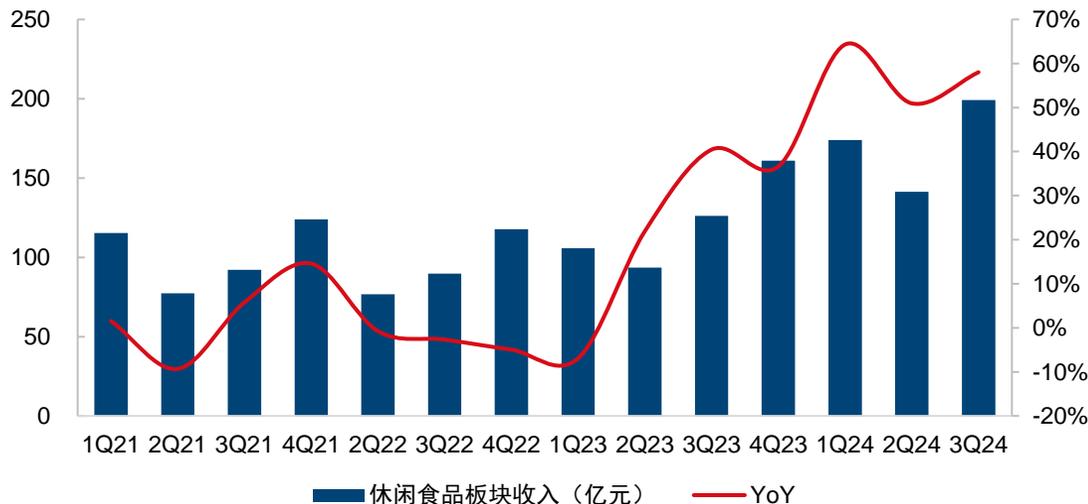
企业收入延续分化表现，盈利能力普遍提升

收入端，板块收入增速环比提升，企业间延续分化表现

■ 收入端，3Q24休闲食品板块营业收入199.2亿元，同比+58.0%，板块收入增速环比2Q24有所提升（2Q24收入同比+50.9%）。板块内部企业收入表现延续分化：

- 1、3Q24收入增速环比提升的公司包括：洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、有友食品。具体来看，洽洽食品2Q24完成库存去化，3Q24收入恢复增长；盐津铺子魔芋、鹌鹑蛋两大品类发力，进一步强化在量贩零食、高端会员店、定量流通、电商渠道的渗透；甘源食品2Q24进行人员及渠道模式的调整，3Q23传统流通及电商渠道边际改善、量贩零食及海外渠道延续高增；有友食品3Q24凭借山椒味脱骨鸭掌进入高端会员店渠道，实现收入增量。
- 2、3Q24收入增速环比下降的公司包括：劲仔食品、三只松鼠、万辰集团、良品铺子。具体来看，劲仔食品3Q24线上渠道收入降幅扩大；三只松鼠、万辰集团因基数抬升，3Q24收入增速自然回落；良品铺子仍处于经营调整阶段，受到新兴渠道冲击。

图：休闲食品板块营业总收入及同比增速



图：休闲食品企业收入及同比增速

证券简称	1Q24		2Q24		3Q24	
	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy
洽洽食品	18.22	36.4%	10.77	-20.2%	18.59	3.7%
盐津铺子	12.23	37.0%	12.36	23.4%	14.02	26.2%
甘源食品	5.86	49.8%	4.56	4.9%	5.63	15.6%
劲仔食品	5.40	23.6%	5.90	20.9%	6.42	12.9%
好想你	4.94	19.1%	3.23	12.7%	3.61	-7.4%
有友食品	2.75	18.0%	2.54	3.0%	3.57	28.0%
黑芝麻	4.59	-25.7%	5.14	-15.2%	6.15	-11.9%
三只松鼠	36.46	91.8%	14.29	43.9%	20.95	24.0%
万辰集团	48.30	534.0%	60.85	318.3%	96.98	261.3%
良品铺子	24.51	2.8%	14.35	-10.4%	15.94	-20.8%
来伊份	10.61	-12.5%	7.31	-18.5%	7.31	-18.1%

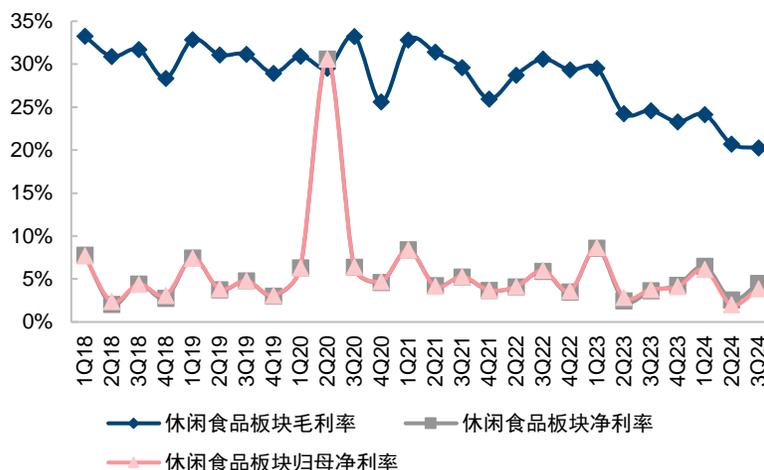
利润端，成本下行、效率提升，多数零食企业盈利能力提升

■ 利润端，3Q24休闲食品板块归母净利润7.7亿元，同比+60.2%，板块利润增速环比2Q24显著提升（2Q24利润同比+5.6%），净利率/归母净利率同比+0.9/+0.1pct。虽然净利率水平偏低的万辰集团收入占比持续提升，但板块整体净利率水平仍有小幅提升，主要原因包括：1）部分企业显著受益于成本红利，如洽洽食品受益于葵花子原材料价格下行，3Q24毛利率/净利率同比+6.3/+2.3pct，劲仔食品受益于鳀鱼价格下行，3Q24毛利率/净利率同比+3.3/+2.3pct；2）部分企业收入快速增长带来规模效益放大，且供应链效率不断提升，如万辰集团3Q24毛利率/净利率同比+2.7/+2.8pct，三只松鼠3Q24毛利率/净利率同比+0.1/+1.5pct。

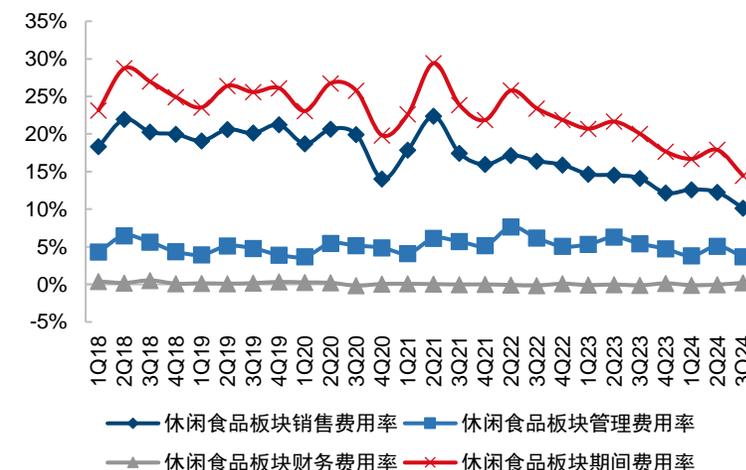
图：休闲食品板块归母净利润及同比增速



图：休闲食品板块毛利率及净利率



图：休闲食品板块费用率



利润端，成本下行、效率提升，多数零食企业盈利能力提升



■ 利润端，3Q24休闲食品板块归母净利润7.7亿元，同比+60.2%，板块利润增速环比2Q24显著提升（2Q24利润同比+5.6%），净利率/归母净利润同比+0.9/+0.1pct。虽然净利率水平偏低的万辰集团收入占比持续提升，但板块整体净利率水平仍有小幅提升，主要原因包括：1）部分企业显著受益于成本红利，如洽洽食品受益于葵花子原材料价格下行，3Q24毛利率/净利率同比+6.3/+2.3pct，劲仔食品受益于鳀鱼价格下行，3Q24毛利率/净利率同比+3.3/+2.3pct；2）部分企业收入快速增长带来规模效益放大，且供应链效率不断提升，如万辰集团3Q24毛利率/净利率同比+2.7/+2.8pct，三只松鼠3Q24毛利率/净利率同比+0.1/+1.5pct。

图：休闲食品企业归母净利润率、毛利率、销售费用率及同比变化

证券简称	2024Q1						2024Q2						2024Q3					
	归母净利率	yoy	毛利率	yoy	销售费用率	yoy	归母净利率	yoy	毛利率	yoy	销售费用率	yoy	归母净利率	yoy	毛利率	yoy	销售费用率	yoy
洽洽食品	13.2%	-0.1pcts	30.4%	1.9pcts	12.3%	1.7pcts	8.9%	2.3pcts	25.0%	4.4pcts	10.0%	1.5pcts	15.6%	2.3pcts	33.1%	6.3pcts	7.9%	-0.5pcts
盐津铺子	13.0%	0.6pcts	32.1%	-2.5pcts	13.0%	-0.8pcts	12.9%	-0.5pcts	33.0%	-3.1pcts	13.5%	2.1pcts	12.4%	-1.1pcts	30.6%	-2.3pcts	12.1%	0.3pcts
甘源食品	15.6%	1.5pcts	35.4%	-1.0pcts	13.1%	-0.6pcts	16.5%	1.7pcts	34.4%	-0.6pcts	13.5%	1.7pcts	19.7%	0.3pcts	36.8%	-0.7pcts	11.4%	1.5pcts
劲仔食品	13.6%	4.7pcts	30.0%	4.0pcts	13.1%	1.2pcts	11.8%	2.8pcts	30.8%	4.3pcts	12.1%	1.6pcts	11.1%	2.3pcts	30.1%	3.3pcts	12.2%	0.3pcts
好想你	2.6%	-0.4pcts	29.4%	2.7pcts	21.8%	2.1pcts	-15.1%	-4.5pcts	17.6%	-2.2pcts	24.1%	-1.3pcts	-6.8%	-1.0pcts	23.2%	-6.3pcts	22.5%	-3.0pcts
有友食品	15.7%	-4.6pcts	31.4%	-2.4pcts	11.8%	2.4pcts	12.9%	-0.4pcts	30.2%	-1.5pcts	12.1%	1.2pcts	12.6%	3.4pcts	28.9%	1.9pcts	9.3%	-4.5pcts
黑芝麻	0.7%	-1.0pcts	20.3%	1.4pcts	7.6%	0.1pcts	1.5%	0.4pcts	22.0%	2.8pcts	8.9%	0.7pcts	5.0%	1.2pcts	26.0%	1.0pcts	8.4%	-2.8pcts
三只松鼠	8.5%	-1.6pcts	27.4%	-0.9pcts	16.3%	1.1pcts	-1.3%	2.5pcts	21.9%	3.2pcts	21.1%	-0.1pcts	2.5%	1.5pcts	24.5%	0.1pcts	19.1%	-0.2pcts
万辰集团	0.1%	-6.8pcts	9.8%	-5.7pcts	4.0%	-0.6pcts	-0.1%	3.9pcts	11.1%	5.4pcts	4.9%	-0.5pcts	0.9%	2.8pcts	10.3%	2.7pcts	4.2%	-0.9pcts
良品铺子	2.5%	-3.7pcts	26.4%	-2.7pcts	17.4%	0.4pcts	-2.7%	-5.2pcts	26.3%	-2.3pcts	23.3%	2.8pcts	-0.3%	-0.4pcts	28.0%	0.2pcts	23.0%	2.3pcts
来伊份	5.8%	-0.1pcts	41.5%	-1.6pcts	25.4%	0.5pcts	-6.3%	-4.5pcts	40.9%	-0.6pcts	32.3%	3.2pcts	-7.9%	-2.3pcts	39.4%	-3.1pcts	31.1%	-0.9pcts

■ **行业观点：短期渠道红利仍有释放，中长期增长需看供应链、产品及全渠道运营能力。**年内维度看，第四季度休闲食品板块逐步进入年底春节备货旺季，零食板块龙头在本轮渠道变革中的调整较为迅速，大多数已实现与量贩零食、短视频电商等高景气度渠道的合作，故零食板块有机会再次呈现同比较大幅度的收入增长，我们建议继续关注享受渠道扩张红利的个股。中长期维度看，考虑到随着量贩零食赛道龙头扩店速度逐渐放慢、上市休闲食品企业在量贩零食赛道的渗透率已有较大提升，部分企业的单一渠道红利预计将逐步减弱，后续成长持续性需看核心产品的动销能力及多渠道渗透能力。目前行业内公司积极应变，1) 部分企业加速探索出海销售路径，在东南亚等市场开始取得较好进展，后续休闲食品行业需求空间有望进一步打开；2) 部分企业基于此前搭建的全渠道网络持续叠加品类，后续有望贡献更多收入增量；3) 部分企业持续夯实供应链内功，以更高的供应链效率、更低的成本加强市场竞争优势。

■ **投资建议：坚守综合竞争实力突出、强抗风险能力标的，布局基本面有积极变化的个股。**继续推荐渠道拓展及渗透能力突出、新品类品牌快速成长的盐津铺子；推荐海外渠道加速扩张、估值低位的甘源食品；关注短期产品价格策略积极应变的低估值龙头洽洽食品。

- **洽洽食品：**预计2024-2026年公司实现营业总收入74.6/81.9/89.7亿元，同比+9.7%/+9.7%/+9.6%；实现归母净利润9.3/10.5/11.7亿元，同比+16.0%/+12.3%/+12.0%；当前股价对应PE分别为18/16/14倍。
- **盐津铺子：**预计2024-2026年公司实现营业总收入52.2/65.1/78.9亿元，同比+26.8%/+24.8%/+21.1%；实现归母净利润6.6/8.5/10.5亿元，同比+30.6%/+28.5%/+23.5%；当前股价对应PE分别为21/16/13倍。
- **甘源食品：**预计2024-2026年公司实现营业总收入22.5/27.1/32.5，同比+21.8%/+20.5%/+19.9%；实现归母净利润3.9/4.6/5.5，同比+19.1%/+18.4%/+19.2%；当前股价对应PE分别为17/15/12倍。

五、软饮料

企业收入延续分化表现，盈利能力普遍提升

软饮料：龙头延续年初以来亮眼表现，中小饮料环比Q2改善

饮料Q3旺季延续景气，其中龙头依然表现亮眼，而成本红利扩大背景及竞争边际改善背景下，大多数中小饮料企业环比Q2业绩有所改善

- **东鹏**：24Q3特饮维持高增&补水啦与其他饮料翻倍以上增长，盈利提升主要系成本红利及规模效应明显。
- **香飘飘**：24Q3冲泡/即饮收入同比-15%/+18%（果汁茶+43%，冻柠茶-33%），业绩略提升主要系生产效率优化、成本下行。
- **李子园**：含乳/其他饮料同比+2%/+378%，业绩改善主要系大包粉&白砂糖降低，产能利用率提升折旧摊销降低，毛销差扩大。
- **承德露露**：24Q3营收小幅下滑3%，主因礼赠等场景承压；业绩环比改善主因杏仁采购价降低，带来毛利率同比提升3pcts。
- **养元饮品**：一是收入大幅下滑致费率提升（受消费承压&竞争激烈影响，华东华中西南下滑幅度加大），二是联营企业投资收益大幅减少。

表：软饮料主要公司三季度收入和利润情况

	2024Q3				2024Q1-Q3			
	收入		利润		收入	yoy	利润	yoy
		yoy		yoy				
香飘飘	7.59	-6.10%	0.47	-0.62%	19.38	-2.05%	0.18	408.98%
养元饮品	12.87	-18.79%	1.99	-47.26%	42.29	-7.81%	12.29	-4.69%
承德露露	5.25	-2.99%	1.26	-2.30%	21.59	6.10%	4.19	-5.49%
李子园	3.85	4.62%	0.62	12.73%	10.64	-0.49%	1.57	-16.83%
东鹏饮料	46.85	47.29%	9.77	78.42%	125.58	45.34%	27.07	63.53%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

收入：板块整体依然景气，龙头恒强，中小饮料表现有所分化

板块整体维持8%增速，24Q1-Q3同比+11%。其中东鹏收入维持40%+增长，康统农夫预计也有较好表现，其他饮料表现分化。

- 主业表现分化，礼赠品类受损较大：茶饮依旧景气（康统含糖茶/农夫无糖茶均有较好增长），其他饮料则是能量饮料>含乳饮料≈果汁>杏仁奶>冲泡奶茶≈核桃乳。故24Q3景气度排序，东鹏>康统农夫>李子园>欢乐家>露露>香飘飘>养元。露露/养元主业均有下滑，预计与今年中秋国庆消费力承压礼赠场景受损有关，牛奶金典、特仑苏同样有类似表现。
- 新品类在低基数及旺季背景下，普遍加速增长：以东鹏补水啦为代表，24Q3同比增长+299.02%，前三季度报表收入实现12亿元，李子园其他饮料/香飘飘即饮/露露核桃乳增长环比Q2均提速。

表：软饮料主要公司三季度收入和利润情况

证券简称	2024Q1-Q3				2024Q3			
	营业总收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	营业总收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY
东鹏	125.58	45.34%	27.07	63.53%	46.85	47.28%	9.77	78.61%
欢乐家	13.40	2.61%	0.84	-52.34%	3.95	0.25%	0.01	-97.83%
承德露露	21.59	6.10%	4.19	-5.49%	5.25	-2.96%	1.26	-2.33%
李子园	10.64	-0.49%	1.57	-16.83%	3.85	4.62%	0.62	13.91%
香飘飘	19.38	-2.05%	0.18	408.98%	7.59	-6.06%	0.47	-0.62%
养元饮品	42.26	-7.81%	12.29	-4.69%	12.87	-18.80%	1.99	-47.26%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：软饮公司24Q3分品类收入及增速

证券简称	24Q3收入	24H1收入增速	24Q3收入增速
东鹏	46.85	44.12%	47.28%
东鹏特饮	36.52	33.49%	27.73%
补水啦	7.34	281.13%	299.02%
其他饮料	2.81	172.16%	107.03%
李子园	3.85	-3.14%	4.62%
含乳饮料	3.66	-4.93%	1.86%
其他饮料	0.14	109.09%	377.93%
香飘飘	7.59	0.75%	-6.06%
冲泡类奶茶	4.96	-2.07%	-14.94%
快饮即饮类	2.54	3.80%	17.91%
承德露露		9.39%	-2.33%
杏仁露		8.72%	预计中单下滑
其他饮料		36.11%	预计高双增长

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

业绩：成本红利下毛利率提升，费率同比仍然提升，毛销差主导业绩分化明显



毛利率改善明显：白砂糖自23Q3起下行，24Q3降幅进一步扩大，PET仍在较低位置，龙头东鹏PET锁价在去年低点。其他大部分农产品成本同样降低，承德露露/李子园受益于苦杏仁/大包粉同比大幅降低，但欢乐家则受到橘子、椰子、橙子成本压力较大。

费率同比仍然提升，但毛销差同比分化：中小饮料企业毛销差环比Q2下滑态势普遍改善，主要系费率提升幅度普遍环比改善，一是收入规模上来后有效摊薄；二是行业竞争环比看确实有所收缩。而龙头东鹏受益于费投前置，Q2费率下降Q3平稳，毛销差同比仍大幅改善。

最终板块业绩+16%，龙头盈利提升兑现，中小饮料业绩分化明显。预计龙头公司东鹏、康师傅统一等三季报盈利都将稳步提升（康统分别提价减促，且白糖占成本比较高），大部分中小饮料成本红利及费率增幅环比改善下亦有提升，但欢乐家净利率依然大幅下滑。

图：软饮主要原材料市价及同比增速

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
白砂糖	5,965	6,879	6,987	6,755	6,421	6,384	5,998
yoy	3.9%	16.6%	24.0%	20.5%	7.6%	-7.2%	-14.2%
PET	7,258	7,232	7,071	6,865	7,055	7,034	6,768
yoy	-0.6%	-17.4%	-18.0%	-7.2%	7.6%	-7.2%	-4.3%
PP	7,800	7,283	7,534	7,538	7,371	7,595	7,557
yoy	-8.9%	-15.9%	-6.4%	-3.8%	-5.5%	4.3%	0.3%
瓦楞纸	3,724	3,511	3,319	3,492	3,437	3,338	3,244
yoy	-15.0%	-17.7%	-18.7%	-13.8%	-7.7%	-4.9%	-2.3%
苦杏仁	30	30	37	39	36	32	25
yoy	-10.89%	-11.88%	33.73%	56.00%	20.00%	7.87%	-32.43%

图：软饮料细分企业毛利率、费用率及净利率同比变化情况

	毛利率yoy				销售费用率yoy				毛销差yoy				净利率yoy			
	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
东鹏饮料	0.50%	-0.80%	3.30%	4.29%	0.90%	1.40%	-1.60%	0.33%	-0.34%	-2.19%	4.89%	3.96%	-0.10%	-0.90%	3.70%	3.64%
养元饮品	2.20%	0.20%	6.40%	-0.15%	1.30%	-1.20%	7.30%	3.26%	0.87%	1.47%	-0.91%	-3.41%	-15.60%	5.10%	1.00%	-8.36%
承德露露	-9.80%	-3.90%	-1.30%	3.22%	-3.50%	-2.00%	10.30%	4.39%	-6.30%	-1.93%	-11.61%	-1.17%	-4.00%	-0.90%	-9.90%	0.13%
李子园	-1.30%	1.60%	1.50%	5.24%	4.20%	-0.90%	10.80%	2.78%	-5.49%	2.49%	-9.33%	2.47%	-5.30%	-0.10%	-10.10%	1.34%
欢乐家	6.80%	1.80%	-5.80%	-8.30%	5.30%	3.90%	7.00%	3.37%	1.56%	-0.16%	-12.87%	-11.67%	0.60%	-1.60%	-11.20%	-11.36%
香飘飘	3.20%	2.60%	2.10%	2.41%	6.80%	-2.80%	-1.70%	0.23%	-3.64%	5.43%	3.81%	2.18%	-1.30%	2.60%	-1.90%	0.34%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

持续推荐东鹏，同时加大关注盈利提升&边际改善的饮料龙头



东鹏基本面持续景气，康师傅/统一在股息率保护下格局改善盈利提升，同时建议加大关注预期边际改善的农夫、露露。

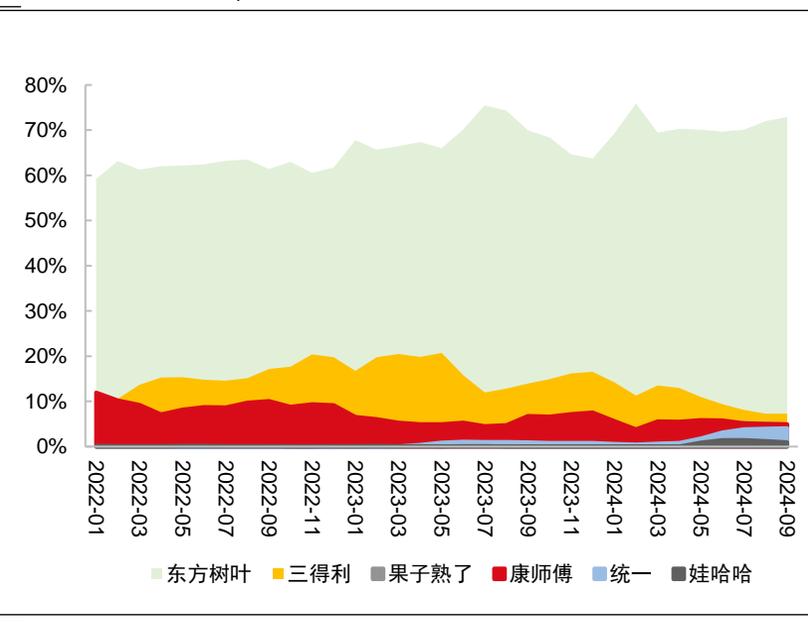
- **东鹏**：公司定位高性价比，上市以来能力不断迭代，是软饮料行业稀缺的平台型企业。主业特饮加速全国化，补水啦超出市场预期，我们给予24/25/26年业绩32e+/42/53e（同比+57%/+30%+27%），对应24/25年估值35/27/22X。
- **康师傅/统一**：饮料业务仍有增长，且提价&减促下茶饮&方便面竞争格局相对改善，坚持100%及以上分红，估值有保护。
- **农夫**：年初至今市场担忧水战及无糖茶竞争加剧，农夫估值和业绩双杀，但H2以来水份额企稳回升（9月部分渠道绿水占比下滑），树叶优势扩大。明年格局改善背景下，水恢复性增长，东方树叶单品势能仍较强，公司是软饮料超一流企业，业绩向上和估值修复弹性较大。
- **露露**：基地市场稳，全国化潜力足。且公司年初发布股权激励，锚定24/25/26收入32.5/36.0/40.0亿，同比+10.0%/10.8%/11.1%，利润6.8/7.4/8.0亿，同+6.6%/8.8%/8.1%。此外近期大额回购注销（占总股本5.7%），增强投资者信心。明年礼赠场景修复或有较好表现。

图：承德露露在软饮料板块估值性价比较高

	股息率	分红率	PE-ttm	近五年估值分位数	
				上市以来	近5年/3年
康师傅	5.19%	98.01%	17.51	91.49%	38.80%
统一	6.46%	109.90%	16.21	10.45%	24.35%
农夫	2.78%	69.55%	24.10	2.89%	3.86%
露露	4.44%	64.36%	15.45	7.46%	36.61%
东鹏	1.83%	57.77%	35.43	3.96%	4.13%
李子园	4.86%	81.73%	19.44	14.63%	18.18%
香飘飘	2.70%	51.34%	18.09	15.25%	20.86%
养元	7.73%	137.89%	18.61	81.82%	77.76%
欢乐家	2.69%	52.22%	28.95	53.68%	61.29%

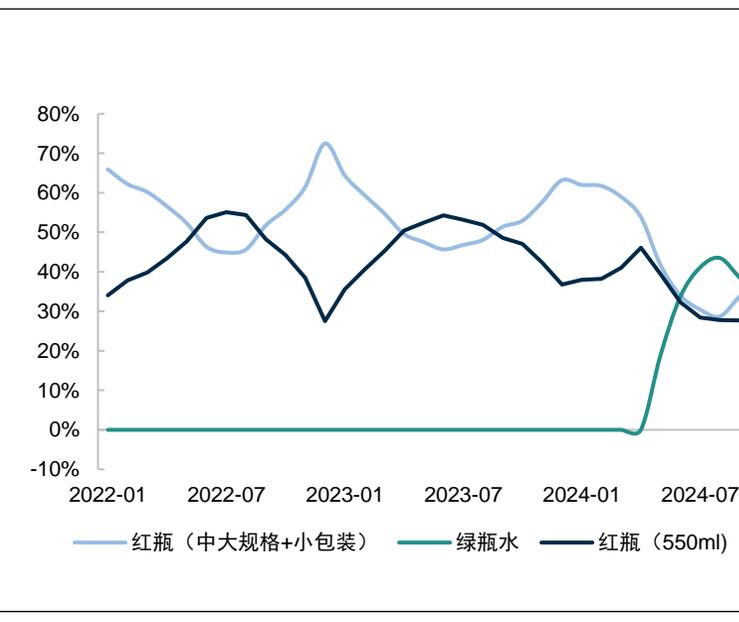
资料来源：wind（注：农夫 东鹏 李子园 欢乐家为近三年估值分位数

图：无糖茶赛道，东方树叶份额在较大占比下Q3仍有提升



资料来源：百观科技，国信证券经济研究所整理

图：部分渠道显示农夫绿水占比9月开始往下走



资料来源：百观科技，国信证券经济研究所整理

六、乳制品

企业收入延续分化表现，盈利能力普遍提升

乳制品：收入基本符合预期，业绩超预期，龙头乳企报表开始改善



国信证券
GUOSEN SECURITIES

乳制品Q3液奶收入好转，业绩均符合或超出预期，表明经历龙头乳企Q2去库、大幅喷粉减值后，报表收入业绩环比均有所改善。

伊利：2024Q1-Q3营业收入890.39亿元，同比-8.61%，归母净利润108.68亿元，同比+15.86%。其中24Q3营业收入291.25亿元，同比-6.71%；归母净利润33.37亿元，同比+8.53%。得益于原奶供给放缓和渠道调整，业绩较好释放。

新乳业：2024Q1-Q3营业收入为81.50亿元，同比-0.54%，归母净利润为4.74亿元，同比+24.37%。其中24Q3营业收入27.85亿元，同比-3.83%，归母净利润1.77亿元，同比+22.92%。盈利能力维持高水平。

天润乳业：2024Q1-Q3营业收入21.56亿元，同比+3.50%；实现归母净利润0.22亿元，同比-84.37%。其中24Q3营业收入7.13亿元，同比+2.73%；归母净利润0.50亿元，同比+200.51%。Q3内生增长仍有低单位数，略超预期。

妙可蓝多：2024Q1-Q3营业收入为35.94亿元，同比-9.40%，归母净利润为0.85亿元，同比+571.67%。其中24Q3营业收入16.72亿元，同比+61.46%，归母净利润0.08亿元，同比-76.47%。收入短期仍承压，奶酪业务仍在复苏中。

表：乳企分季度收入情况（单位：亿元）

	2024Q3				2024Q1-Q3			
	收入	yoy	利润	yoy	收入	yoy	利润	yoy
伊利股份	291.25	-6.67%	33.37	8.53%	890.40	-8.61%	108.68	15.87%
新乳业	27.85	-3.82%	1.77	22.92%	81.50	-0.54%	4.74	24.37%
天润乳业	7.13	2.73%	0.50	200.51%	21.56	3.50%	0.22	-84.37%
妙可蓝多	16.72	-12.07%	0.08	151.96%	35.94	-9.40%	0.85	-

收入：液奶收入环比Q2改善，低温依然景气，龙头库存降至合理/低位

双节带动下需求弱改善，龙头乳企液奶降幅收窄，区域型优势乳企液奶（尤其低温业务）延续H1以来景气度。乳企亦积极挖掘新增长，具体来看：

- 1) 低温业务仍好于常温，低温鲜奶又好于低温酸奶：24Q3新乳业低温业务Q3接近双位数，天润乳业低温业务4%，蒙牛伊利低温业务均有增长。
- 2) 乳企积极开发2B业务：新乳业唯品2B增长快于2C；蒙牛每日鲜语绑定霸王茶姬。

同时，龙头乳企经历Q2起的去库后，渠道库存也处于健康状态。

表：乳企分季度收入情况（单位：亿元）

证券简称	2024H1		24Q1	24Q2	2024Q3	
	收入	yoy	yoy	yoy	收入	yoy
伊利股份	599.15	-9.5%	-2.6%	-16.5%	291.25	-6.7%
新乳业	53.64	1.3%	3.7%	-0.9%	27.85	-3.8%
天润乳业	14.43	3.9%	1.5%	5.9%	7.13	2.7%
妙可蓝多	19.23	-6.9%	-7.1%	-6.7%	16.72	-12.1%
光明乳业	127.14	-10.1%	-9.2%	-10.9%	56.99	-12.7%
燕塘乳业	8.53	-11.4%	-11.6%	-11.4%	4.51	-13.1%

表：乳企24Q3分品类收入及增速

	24Q3收入	24H1yoy	24Q3yoy
伊利	290.37	-9.49%	-6.66%
液奶	206.37	-13.05%	-10.31%
奶粉/奶制品	81.36	7.31%	6.56%
冰激凌	2.75	-20.04%	-16.62%
新乳业	81.5	1.25%	-3.82%
低温鲜/酸		中高单/中单 增长	近双位数增长
常温		中低单下滑	中低单下滑
天润	20.95	3.88%	1.00%
常温	11.52	-0.08%	-1.61%
低温	8.61	3.48%	3.92%
畜牧业	0.75	42.66%	8.35%

业绩：成本红利下毛利率大幅改善，减值降低，综合改善业绩



生鲜乳价格仍在底部，毛利率普遍改善。生鲜乳24Q3同比下滑15%，叠加买赠促销改善，伊利/新乳业/天润/光明毛利率均有2pcts以上改善。

销售费率，大多数乳企毛销差同比环比改善。Q3以来由于热应激原奶产量增速环比往下，同时双节需求有所支撑，叠加龙头库存已去化到合理偏低位置，行业性买赠促销改善，销售费率同比虽仍有提升，但提升幅度环比Q2有所改善。最终乳企毛销差普遍提升。

最终，毛销差改善，叠加减值有所控制（24Q3喷粉环比减少），龙头乳企及区域型优势乳企盈利能力普遍提升。

表：乳企分季度毛利率、费用率及净利率同比变化情况

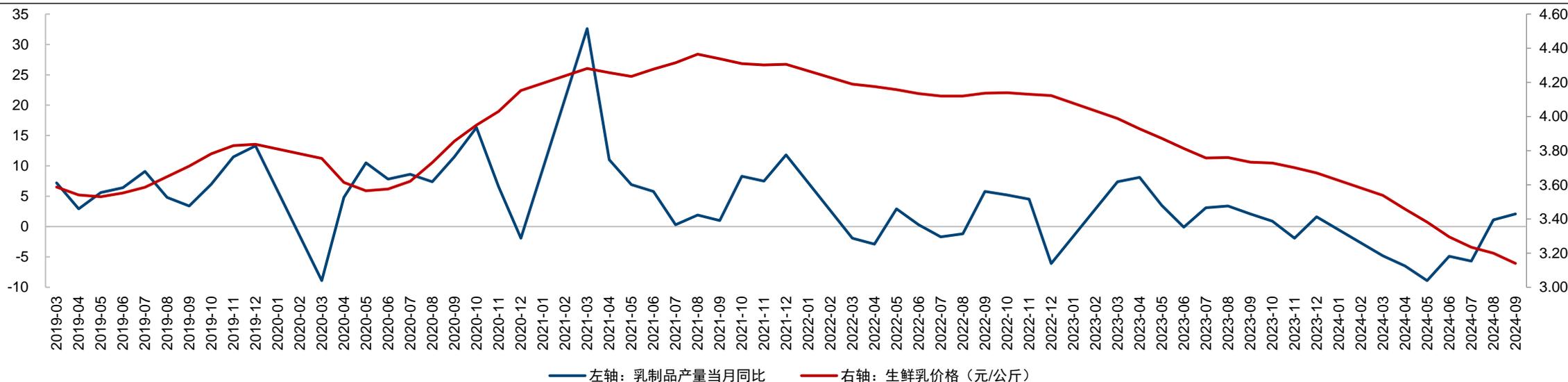
代表企业	毛利率yoy				销售费用率yoy				毛销差yoy				归母净利率yoy			
	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
伊利股份	0.32%	2.02%	1.06%	2.48%	-0.32%	1.38%	2.51%	1.09%	0.65%	0.64%	-1.45%	1.40%	-1.03%	7.37%	-2.33%	1.61%
新乳业	3.52%	2.32%	0.29%	2.40%	3.81%	1.59%	-0.60%	1.30%	-0.29%	0.73%	0.89%	1.10%	-0.24%	1.01%	1.19%	1.38%
天润乳业	-0.07%	-3.62%	-2.99%	2.25%	1.89%	0.15%	1.00%	0.72%	-1.96%	-3.76%	-3.99%	1.53%	-7.71%	-8.00%	-13.39%	4.63%
妙可蓝多	-8.30%	0.40%	2.70%	-3.19%	-9.86%	-1.85%	-4.02%	-5.02%	1.56%	2.25%	6.72%	1.83%	3.86%	1.98%	3.23%	-0.03%
光明乳业	3.71%	-0.32%	-0.26%	2.54%	-2.37%	-0.26%	-0.69%	1.48%	6.09%	-0.06%	0.43%	1.06%	11.20%	0.03%	-0.41%	-2.64%
燕塘乳业	0.07%	-1.10%	-1.52%	-2.18%	-0.85%	2.36%	1.09%	1.48%	0.91%	-3.46%	-2.61%	-3.66%	4.67%	-2.34%	-4.64%	-3.09%

投资建议：需求弱改善&上游出清中，龙头乳企低估值业绩修复弹性大

三季度报板块收入业绩均有所修复。H2以来龙头库存去化甩清包袱，供需最差时点已过，短期动销弱改善，长期政策加码有助于液奶渗透率提升。乳制品作为明年稀缺的供需均改善赛道，板块性推荐，其中龙头伊利蒙牛格局或修复、估值有保护，重点推荐。

- **伊利：液奶环比改善，业绩大超预期。** Q2开始去库，Q3液奶收入降幅缩小，奶粉和低温业务抢份额，三季度报表环比已有改善。
- **蒙牛：opm提升兑现，回购彰显信心。** 短期液奶收入仍有压力，但库存降至正常偏低水平，且结构上金典和低温奶表现优秀。
- **天润：Q3收入优于预期，疆外持续拓展。** 并表新农后原奶自给率接近100%是H1业绩亏损主因，但好在大包粉减值基本告一段落，Q3起公司以市场价向子公司收购原料奶，资产减值损失仅500w（Q2为5600w），在去年Q3新农并表亏损致利润极低基数背景下，呈现较高业绩弹性。
- **飞鹤：中短期行业需求平稳，飞鹤依然抢份额提结构。** Q3线下环比H1有所改善，线上仍延续高增，结构依然在改善，生育政策受益标的，估值安全边际充分。
- **妙可蓝多：C端企稳B端增长，更看蒙牛奶酪并表后B端协同与盈利提升。** 蒙牛协同后，公司坚持产生利润的收入，能产生现金流的利润，重点突破B端业务，当前已有大B在谈或有订单；业绩端国产成本替代持续推进，或贡献一定弹性，建议积极关注。

图：Q3以来单月原奶产量增长放慢，生鲜乳价格磨底



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

七、餐饮供应链

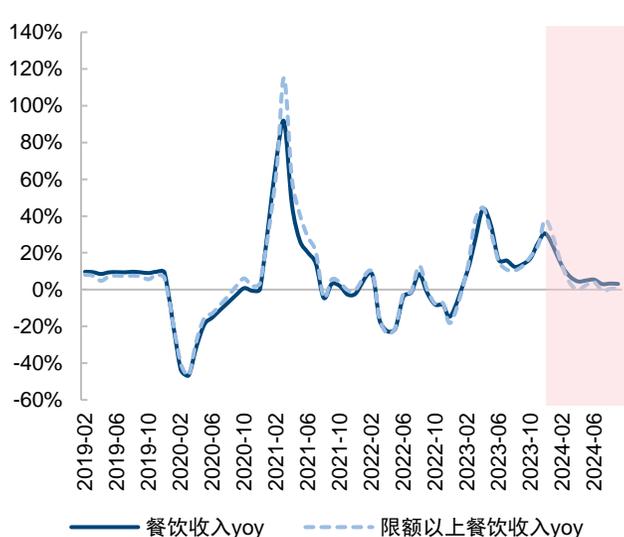
调味品龙头经营周期向上，速冻食品经营短暂承压

淡季需求承压，行业内竞争较为激烈

收入：淡季需求承压，行业内竞争较为激烈。2024Q3餐饮供应链板块收入端承压，受制于餐饮环境压力和下游消费力偏弱，其中调味品收入223.9亿元，同比增长2.5%；速冻食品收入97.1亿元，同比减少1.6%。由于需求端餐饮渠道压力延续，供给端价格竞争激烈，餐饮供应链板块表现主要呈现以下特点：（1）分品类看，基础调味品>复合调味品>速冻食品；（2）分渠道看：C端>B端。

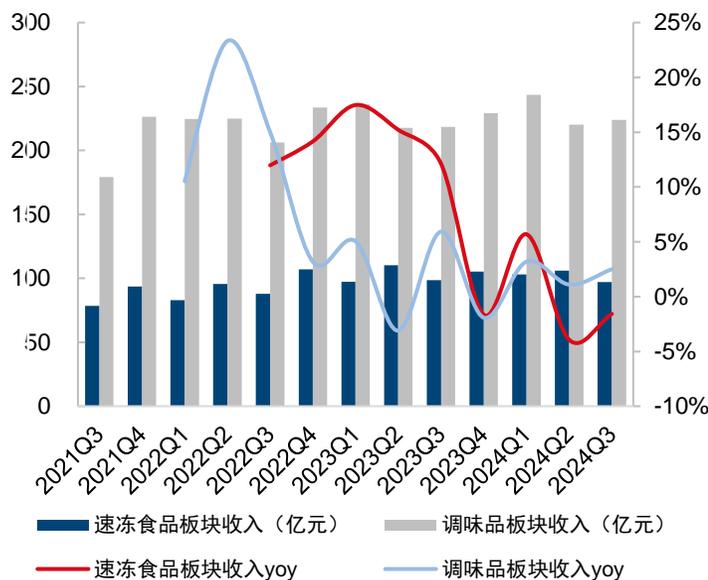
- **需求端：餐饮占比重，场景受损，需求持续走弱。**三季度为复调、冻品传统淡季，而行业下游场景餐饮占比重，宴席等场景受损严重，连锁和社会餐饮商家经营压力向上传导，延续了2024年初以来的走弱趋势。另外，由于基调需求刚性，表现更加稳健，但是由于消费力与理性消费趋势影响，中低价位带表现更优。
- **供给端：BC端竞争均有加剧，价格端下行亦有负面影响。**大B端供应商被迫压价保住渠道份额，以量换价现象仍然存在；C端部分品类价格竞争延续，单价同比下行对于收入端造成冲击。

图：2024年以来餐饮行业收入增速呈现放缓趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2024Q3餐饮供应链需求承压



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：餐饮供应链板块公司2024年三季度报收入、利润表现

证券简称	2024Q1-Q3		2024Q1		2024Q2		2024Q3	
	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy
海天味业	203.99	9.4%	76.94	10.2%	64.62	8.0%	62.43	9.8%
中炬高新	39.46	-0.2%	14.85	8.6%	11.34	-12.0%	13.28	2.2%
恒顺醋业	15.31	-6.5%	4.60	-24.9%	5.44	3.4%	5.27	5.6%
千禾味业	22.88	-1.9%	8.95	9.3%	6.94	-2.5%	6.99	-12.6%
涪陵榨菜	19.62	0.6%	7.49	-1.5%	5.57	-3.4%	6.57	6.8%
安琪酵母	109.12	13.0%	34.83	2.5%	36.92	11.3%	37.38	27.1%
天味食品	23.64	5.8%	8.53	11.3%	6.14	-6.8%	8.97	10.9%
宝立食品	19.30	9.7%	6.24	15.7%	6.49	10.3%	6.57	4.1%
日辰股份	2.97	11.8%	0.92	14.7%	0.96	15.6%	1.10	6.5%
安井食品	110.77	7.8%	37.55	17.7%	37.89	2.3%	35.33	4.6%
千味央厨	13.64	2.7%	4.63	8.0%	4.29	1.6%	4.72	-1.2%
三全食品	51.25	-5.4%	22.54	-5.0%	14.12	-4.7%	14.60	-6.5%
立高食品	27.17	5.2%	9.16	15.3%	8.65	2.8%	9.36	-1.1%
巴比食品	12.10	2.0%	3.54	10.7%	4.10	-1.9%	4.47	-0.5%
味知香	5.11	-17.5%	1.66	-17.9%	1.61	-24.9%	1.83	-9.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

原材料成本压力不大，调味品毛利率改善，速冻受到价格端挤压

毛利率：原材料成本压力不大，调味品毛利率有所改善，速冻食品受到价格端冲击。2024Q3调味品毛利率同比提升1.4pct至21.9%，海天/中炬/恒顺/榨菜/天味均出现毛利率改善；速冻整体毛利率承压，2024Q3速冻食品毛利率同比下滑1.4pct至21.5%。一方面调味品原材料较为单一，大豆原材料成本处于下行周期，榨菜进入新采购季低价原料优势红利明显，另一方面速冻食品价格端竞争，对毛利造成挤压。

- **原材料成本对于毛利影响冲击不大：**根据Wind数据，2024Q3棕榈油/豆粕/猪肉/面粉/豆油/大豆/白糖平均价格同比4.5%/10.1%/-26.1%/19.2%/-0.4%/-2.6%/-9.7%/-10.9%，除棕榈油、白鲢鱼价格有所上升外，其他原材料基本都处于正常区间，叠加龙头公司选择定期锁价合同、囤货等措施对冲成本压力，原材料价格对于毛利率影响并不大。
- **速冻食品毛利空间被价格下行挤压：**速冻食品原材料成本结构中品类更为复杂，包括油脂类、面粉类、调味料类、肉类、蔬果类、乳品类等，因此整体较为平稳，成本红利不如调味品明显。在此基础上，速冻食品价格端竞争造成产品单价有所下滑，挤占毛利空间。

图：2024年前三季度餐饮供应链板块多数品类成本价格同比回落

	棕榈油	白鲢鱼	豆粕	猪肉	面粉	豆油	大豆	白糖
1月	-6%	-5%	-16%	-18%	0%	-4%	-10%	16%
2月	-7%	-3%	-21%	-6%	0%	-4%	-12%	15%
3月	2%	5%	-17%	-6%	1%	-4%	-14%	10%
4月	5%	12%	-15%	1%	0%	-3%	-15%	3%
5月	6%	11%	-17%	4%	1%	-4%	-11%	-4%
6月	8%	10%	-14%	19%	0%	-3%	-8%	-7%
7月	2%	12%	-19%	24%	0%	-2%	-6%	-8%
8月	2%	9%	-28%	17%	-1%	-2%	-10%	-10%
9月	9%	9%	-31%	17%	-1%	-3%	-13%	-15%
10月	28%	7%	-28%	15%	-1%	-3%	-19%	-12%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2024Q3调味品毛利率有所改善，速冻食品毛利率主要受到价格端冲击

证券简称	2023A	2024H1	2024Q1	yoy	2024Q2	yoy	2024Q3	yoy
海天味业	34.7%	36.9%	37.3%	0.4pcts	36.3%	1.6pcts	36.6%	2.1pcts
中炬高新	32.7%	36.6%	37.0%	5.6pcts	36.2%	3.6pcts	38.8%	5.0pcts
恒顺醋业	33.0%	36.5%	41.4%	6.3pcts	32.5%	-4.0pcts	35.6%	9.5pcts
千禾味业	37.1%	35.6%	36.0%	-3.1pcts	35.2%	-2.3pcts	37.5%	0.7pcts
涪陵榨菜	50.7%	50.9%	52.1%	-4.2pcts	49.2%	0.4pcts	56.2%	10.5pcts
安琪酵母	24.2%	24.3%	24.7%	-0.7pcts	23.9%	0.3pcts	21.4%	-3.6pcts
天味食品	37.9%	39.6%	44.1%	3.4pcts	33.3%	2.2pcts	38.8%	0.8pcts
宝立食品	33.1%	32.1%	32.0%	-3.1pcts	32.1%	-2.4pcts	31.3%	-1.1pcts
日辰股份	38.8%	38.2%	38.3%	-0.4pcts	38.1%	-2.5pcts	39.0%	0.6pcts
安井食品	23.2%	23.9%	26.6%	1.8pcts	21.3%	1.4pcts	19.9%	-2.0pcts
千味央厨	23.7%	25.2%	25.4%	1.5pcts	25.0%	2.4pcts	22.4%	0.0pcts
三全食品	25.8%	25.9%	26.6%	-1.7pcts	24.9%	-1.8pcts	22.8%	-1.8pcts
立高食品	31.4%	32.6%	32.6%	0.6pcts	32.6%	-1.1pcts	31.3%	-0.5pcts
巴比食品	26.3%	26.2%	25.9%	1.7pcts	26.4%	-0.3pcts	26.8%	-0.1pcts
味知香	26.4%	24.9%	25.0%	-1.2pcts	24.7%	-1.3pcts	25.9%	-0.3pcts

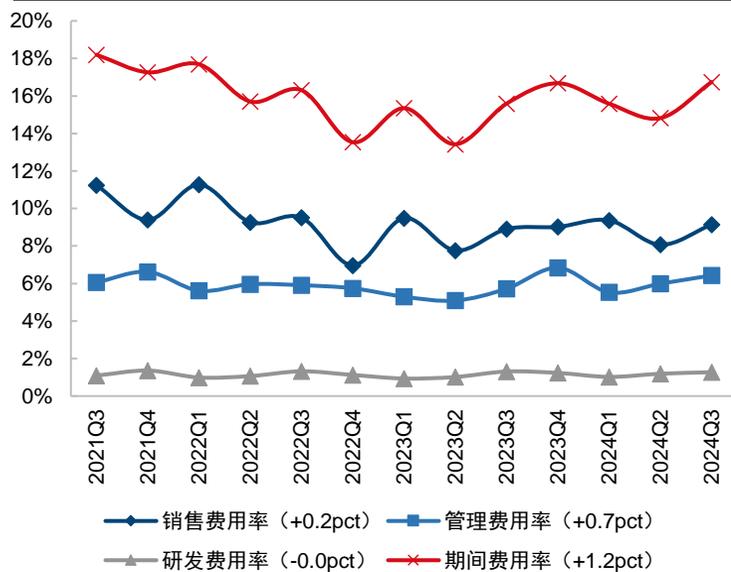
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

费用投放增加对盈利能力产生负向扰动

费用：费投增加+其他收益减少，扰动净利润率。2024Q3调味品板块净利率持平，约为13.8%，速冻食品板块净利率下滑2.3pct至5.0%。在成本端具有红利的阶段盈利能力小幅负面波动，除了毛利率受到挤压，费投增加亦有影响。

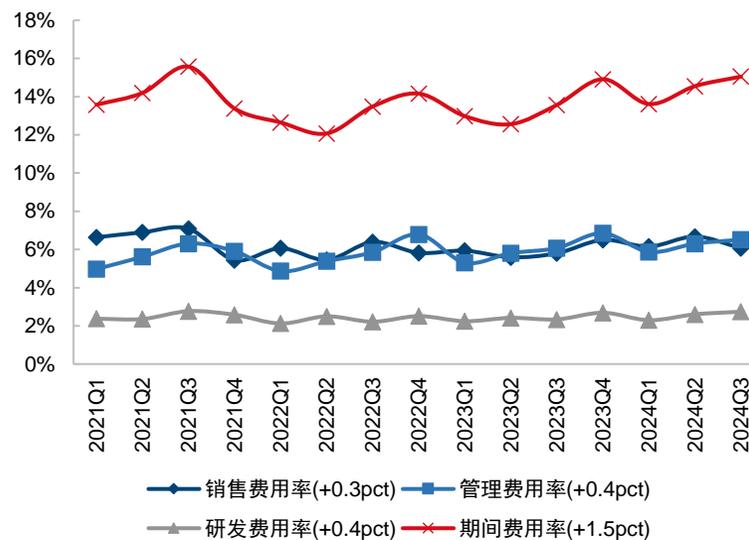
- **销售费用率：**由于调味品和速冻行业竞争均有加剧，餐饮供应链企业下游渠道市场费用投放有所增加，造成行业销售费用率提升。
- **管理费用率：**速冻食品行业前期募投资金建设工厂和产线，今年有大量产能投入使用开始计提折旧摊销。此外，部分公司股权激励产生股份支付亦有影响，因此行业整体管理费用率也有所提升。

图：速冻期间费用率变化（括号内为2024Q3同比变化）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：调味品期间费用率变化（括号内为2024Q3同比变化）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：餐饮供应链盈利能力变化

证券简称	2023A	2024H1	2024Q1	yoy	2024Q2	yoy	2024Q3	yoy
海天味业	23.0%	24.5%	25.1%	0.4pcts	23.8%	0.7pcts	21.8%	0.1pcts
中炬高新	33.8%	14.7%	17.6%	6.0pcts	10.9%	133.6pcts	18.9%	4.9pcts
恒顺醋业	3.8%	9.1%	11.7%	0.0pcts	6.9%	-2.3pcts	4.7%	2.2pcts
千禾味业	16.5%	15.8%	17.3%	-0.4pcts	13.8%	-1.9pcts	14.4%	-1.9pcts
涪陵榨菜	33.7%	34.3%	36.3%	1.9pcts	31.7%	-4.6pcts	33.9%	3.2pcts
安琪酵母	9.7%	9.9%	9.5%	-1.4pcts	10.3%	0.4pcts	7.0%	-1.6pcts
天味食品	14.8%	17.3%	20.9%	4.2pcts	12.4%	0.3pcts	21.2%	7.3pcts
宝立食品	13.1%	9.7%	10.8%	-3.8pcts	8.7%	-6.7pcts	11.1%	-1.0pcts
日辰股份	15.7%	15.3%	14.1%	0.7pcts	16.5%	0.7pcts	23.4%	6.2pcts
安井食品	10.7%	10.8%	11.7%	0.1pcts	9.9%	-0.4pcts	7.0%	-4.6pcts
千味央厨	7.0%	6.6%	7.4%	0.5pcts	5.7%	-0.3pcts	4.7%	-3.3pcts
三全食品	10.6%	9.1%	10.2%	-1.6pcts	7.3%	-3.3pcts	4.2%	-3.2pcts
立高食品	2.0%	7.5%	8.3%	2.0pcts	6.7%	-0.2pcts	7.1%	1.9pcts
巴比食品	13.2%	14.8%	11.4%	-1.1pcts	17.7%	7.8pcts	18.8%	2.3pcts
味知香	16.9%	12.9%	11.4%	-6.2pcts	14.5%	-3.7pcts	13.9%	-2.2pcts

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- **行业观点：**第四季度企业报表端有望环比改善，中长期餐饮工业化趋势方向不改。调味品第三季度龙头表现坚韧，海天味业、天味食品等龙头出现改善趋势，速冻食品虽然短期承压，但是企业积极在淡季夯实内功。短期来看，第四季度进入复调和速冻食品旺季，相比第三季度，企业报表端有改善催化，（1）部分地方政府加码消费复苏，例如上海、四川、山东向民众发放不同额度的餐饮消费券，有望对于下游餐饮产生拉动作用；（2）2025年春节相对较早，叠加天气转冷节奏正常，12月旺季备货预计对于上游出货产生助益。中长期来看，餐饮工业化进程虽然受到了疫后消费力缓慢恢复的阻滞，但是发展方向并未改变，未来渗透率有望不断提升。
- **投资建议：**调味品布局有改善趋势且经营周期向上的龙头，速冻食品建议布局基本面坚韧、有望在需求改善后获益的公司。
 - **海天味业：**前期积累势能逐渐释放，2024股权激励利润目标有望达成。我们预测2024/25年收入分别269/296亿元，同比+9/+10%，2024/25年归母净利润分别为62/69亿元，同比+11/+10%，当前股价对应2024/25年40/36倍P/E。
 - **涪陵榨菜：**产品、渠道、组织共同发力，2024Q3收入增速改善。我们预计2024/2025年公司实现营业总收入25.0/26.6亿元，同比1.9%/6.8%，归母净利润8.4/8.9亿元，同比2.1%/5.0%，当前股价对应PE分别为21/20倍。
 - **天味食品：**渠道表现边际改善，食萃保持高势能，协同布局逐渐完善。我们预计2024/2025年收入分别34/37亿元，同比+8/+10%，2024/25年归母净利润分别为5.7/6.4亿元，同比+26/+11%。当前股价对应2024/2025年27/24倍P/E。
 - **安井食品：**盈利端受到短期扰动，期待旺季动销改善。我们预计2024/25年收入分别152/164亿元，同比+8/+8%，2024/25年归母净利润分别为15/16亿元，同比-1/+11%。当前股价对应2024/25年18/16倍P/E。
 - **千味央厨：**三季度稳定存量为主，短期经营承压。我们预计公司2024/2025年收入20/22亿元，同比+5%/+10%，归母净利润1.3/1.5亿元，同比-7%/+18%，当前股价对应P/E分别为26/20倍。
 - **立高食品：**稀奶油新品稳健增长，盈利能力修复。我们预计公司2024/2025年收入37/41亿元，同比增长6%/10%，归母净利润2.6/2.9亿元，当前股价对应P/E分别为25/22倍。

主要风险提示

- 1、宏观经济增长动力不足导致需求持续偏弱；
- 2、行业竞争加剧导致企业盈利能力受损；
- 3、地缘政治冲突等因素导致原材料成本大幅上涨；
- 4、食品安全事故导致消费品企业品牌形象受损；
- 5、市场系统性风险导致公司估值大幅下降。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
	弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上	

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032