

食品饮料

证券研究报告

2024年12月17日

啤酒&饮料总结：量价利仍有压力，期待企稳改善

啤酒：需求&天气影响，量价承压延续，业绩低于预期系投入加大

量：行业 Q3 同比下滑约中个位数、Q1-3 同比下滑约中个位数，产量从 8 月起出现拐点。对比 Q2 看，重啤、百威恶化，华润、青啤低基数下略好转、库存去化。

吨价：行业吨价 Q3 同比下滑 0-1%，Q1-3 同比增长 0-1%。对比 Q2 看，青啤、百威降幅收窄（结构有改善），重啤结构恶化（1664、疆外乌苏承压，乐堡受西南天气影响），珠江、燕京吨价降速（U8、97 纯生延续 30%+，但货折加大）、华润基本延续（喜力+20%）。

利润：行业 Q3 同比下滑大个位数，成本红利继续兑现，但体育赛事下费投加大（普遍增加 2+pct，Q1-3 累计+0-1pct），导致净利率同比下滑。

饮料：收入有改善，成本红利兑现，但竞争仍有压力

规模：茶饮&能量饮料仍是相对景气的赛道（东鹏收入同比+40%多）。Q3 收入同比增速普遍对比 Q2 改善，李子园转正（零食特渠&小餐饮开拓），百润同比下滑，香飘飘降幅收窄（即饮增长、冲泡去库存下滑）。

成本：毛利率普遍改善；野生杏仁新一轮采购周期价格下滑。

投资建议

1) 顺周期下啤酒库存包袱轻、竞争格局好，有望实现量价齐升。重点看政策传导进度、来年餐饮恢复进度，关注青啤；2) 建议后续重点关注：百润、青啤、农夫。

风险提示：需求不及预期；区域市场竞争加剧；食品安全风险；原材料上涨过快。

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

张潇倩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524060003
zhangxiaojian@tfzq.com

李本媛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524040004
libenyuan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《食品饮料-行业研究周报:酒水饮料周报：释压期稳定压倒一切，关注酒企开门红政策》 2024-12-08
- 《食品饮料-行业研究周报:酒水饮料周报：淡季行业主动释压，关注 24 年收官&新年度规划》 2024-11-28
- 《食品饮料-行业研究周报:酒水饮料周报：白酒控货挺价为主，经营相对平稳》 2024-11-21

内容目录

1.啤酒：需求&天气持续影响，Q3 量价承压，投入加大拖累盈利.....	3
1.1 收入：需求+天气扰动，量价承压.....	3
1.2 利润：成本延续改善，体育赛事投入加大拖累盈利.....	3
2.饮料：Q3 收入增速改善，成本红利兑现，但竞争仍有压力.....	5
3.投资建议：.....	5
4.风险提示：.....	5

图表目录

图 1：啤酒龙头单季度销量增速对比.....	3
图 2：全国规模以上啤酒产量（万千升）8 月起触底改善.....	3
图 3：青岛啤酒单季度中高档销量增速.....	3
图 4：啤酒龙头单季度吨价增速.....	3
图 5：瓦楞纸价格（元/吨）.....	4
图 6：铝材价格（美元/吨）.....	4
图 7：大麦市场价（美元/吨）.....	4
图 8：啤酒龙头单季度吨成本同比增速.....	4
图 9：2024Q1-Q3 及单季度啤酒各指标变动统计.....	4
图 10：2024Q1-Q3 及单季度饮料公司财务指标拆分.....	5
图 11：PET 价格（元/吨）.....	5
图 12：主要原料价格走势.....	5

1.啤酒：需求&天气持续影响，Q3 量价承压，投入加大拖累盈利

1.1 收入：需求+天气扰动，量价承压

销量：行业规模以上企业产量 7/8/9 月同比-10%/-3.3%/+1.4%，8-9 月已触底企稳。

对比 Q2 看，重啤、百威环比恶化，华润、青啤低基数下有改善。

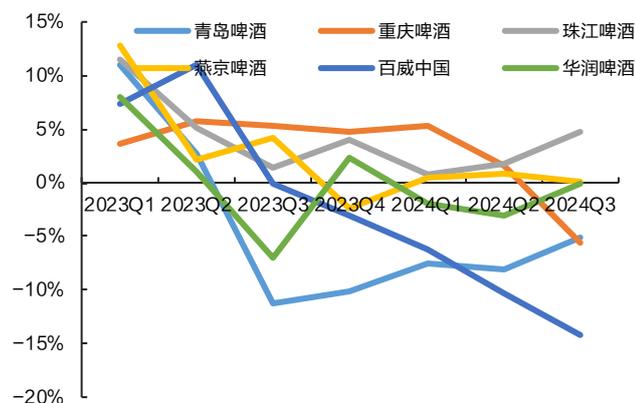
重啤受西南暴雨天气+去年西北旅游高基数影响，Q3 销量表现与行业一致。

百威系夜场、餐饮持续承压。

青啤、华润低基数下未能恢复增长。

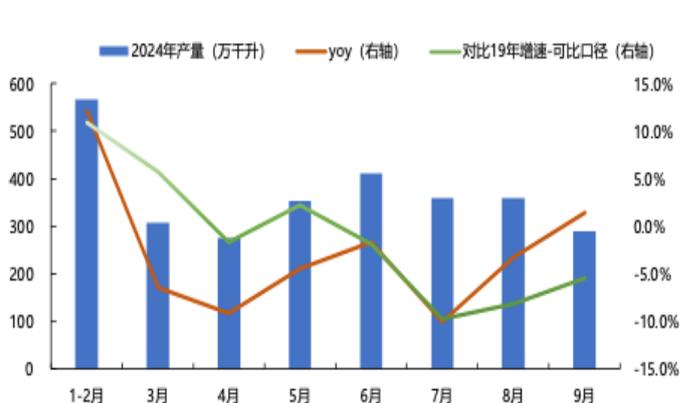
珠江、燕京跑赢行业。

图 1：啤酒龙头单季度销量增速对比



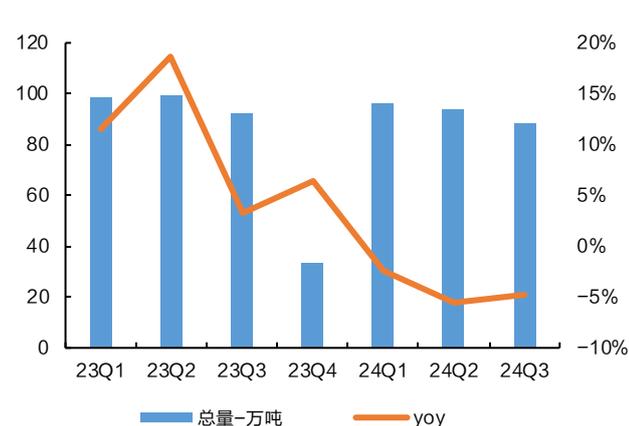
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 2：全国规模以上啤酒产量（万千升）8月起触底改善



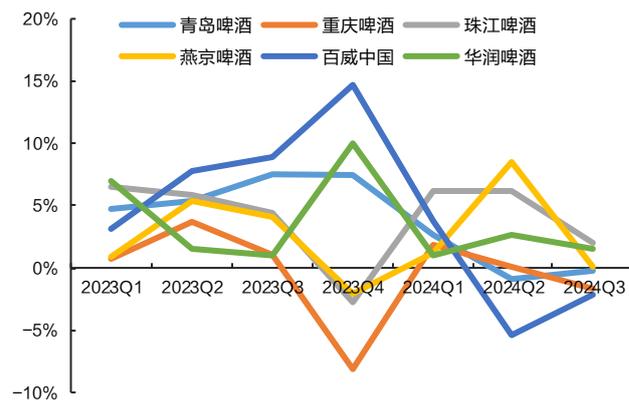
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：青岛啤酒单季度中高档销量增速



资料来源：青岛啤酒公司公告，天风证券研究所

图 4：啤酒龙头单季度吨价增速



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

1.2 利润：成本延续改善，体育赛事投入加大拖累盈利

利润：行业 Q3 同比下滑约大个位数，成本红利虽继续兑现，但体育赛事带来的投入加大导致多家公司净利率下滑。

Q3 行业吨成本微降、除青啤、珠江外对比 Q2 改善。重啤继续受佛山工厂投产、京 a 并表影响；百威亚太受印度回瓶会计政策调整影响；青啤系基数影响。

欧洲杯、奥运会赛事下，费投普遍加大（多家销售费率 Q3 同比提升 2+ pct，Q1-3 累计同比提升 0-1pct）。

图 5：瓦楞纸价格（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：大麦市场价（美元/吨）



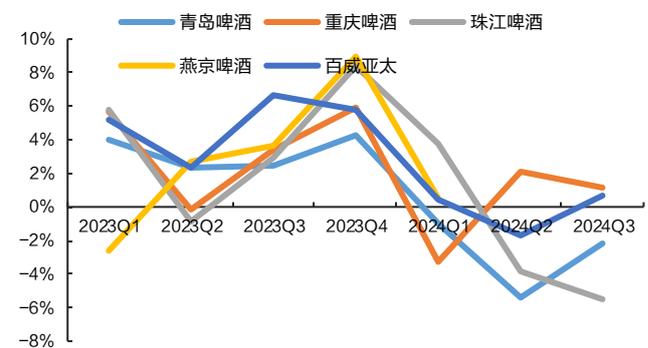
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：铝材价格（美元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：啤酒龙头单季度吨成本同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2024Q1-Q3 及单季度啤酒各指标变动统计

2024Q3变动量										
	销量yoy	吨收入yoy	收入yoy	吨成本yoy	毛利率变动pct	销售费率变动pct	管理费率变动pct	所得税率变动pct	净利率变动pct	归母净利润增速
华润啤酒	持平	低个位数	低个位数							
青岛啤酒	-5.1%	-0.2%	-5.3%	-2.2%	1.2	2.4	-0.9	-1.1	-0.7	-9.0%
重庆啤酒	-5.6%	-1.6%	-7.1%	1.1%	-1.4	-0.9	1.0	-0.5	-0.7	-10.1%
燕京啤酒	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%		2.1	1.8	-3.0	2.0	19.8%
珠江啤酒	4.8%	2.0%	6.9%	-5.5%	4.0	2.1	0.5	-0.3	0.6	10.6%
百威亚太	-11.4%	2.2%	-9.4%	0.7%	0.7				-2.4pct - ebi t da率	-16.6% ebi t da
百威中国	-14.2%	-2.1%	-16.1%							-21.1% ebi t da
2024Q1-3变动量										
	销量yoy	吨收入yoy	收入yoy	吨成本yoy	毛利率变动pct	销售费率变动pct	管理费率变动pct	所得税率变动pct	净利率变动pct	归母净利润增速
华润-仅啤酒	-2%	2%左右	持平							
青岛啤酒	-7%	0.5%	-6.5%	-2.9%	2.0	0.6	-0.1	23.8	1.6	1.7%
重庆啤酒	0.2%	0.1%	0.3%	0.0%	0.0	0.2	0.3	19.5	-0.4	-0.9%
燕京啤酒	0.5%	3.0%	3.5%	1.0%	1.1	-0.8	0.1	14.2	2.5	34.7%
珠江啤酒	2.8%	4.5%	7.4%	-2.7%	3.8	1.0	-0.1	15.4	2.3	25.4%
百威亚太	-8.1%	2.2%	-6.1%	-0.1%	1.1			0.2	-0.04pct - ebi t da率	-6.2% ebi t da
百威中国	-10.6%	-1.2%	-11.6%							-12.4% ebi t da
2024H1变动量										
	销量yoy	吨收入yoy	收入yoy	吨成本yoy	毛利率变动pct	销售费率变动pct	管理费率变动pct	所得税率变动pct	净利率变动pct	归母净利润增速
华润-仅啤酒	-3.4%	2.0%	-1.4%	0.9%	0.6	合计+0.3pct		0.6	1.1pct - ebi t 率	2.6% ebi t
青岛啤酒	-7.8%	0.8%	-7.1%	-3.1%	2.4	-0.3	0.3	-0.2	2.4	6.3%
重庆啤酒	3.3%	0.9%	4.2%	-0.6%	0.7	0.7	-0.1	0.3	-0.2	4.2%
燕京啤酒	0.6%	4.9%	5.5%	-1.1% 啤酒	1.8	0.1	-1.0	-2.4	2.9	47.5%
珠江啤酒	1.4%	6.2%	7.7%	-0.8%	3.6	0.3	-0.5	0.0	3.5	36.5%
百威亚太	-6.2%	2.0%	-4.3%	-0.6%	1.3	0.4	0.8	-1.3	1.1pct - ebi t da率	-1.0% ebi t da
百威中国	-8.5%	-1.0%	-9.4%							-8.3% ebi t da
2024Q1-3绝对量										
	销量-万吨	吨收入-元/吨	收入-亿元	吨成本-元/吨	毛利率	销售费率	管理费率	所得税率	净利率	归母净利润-亿元
青岛啤酒	679	4268	289.59	2486	41.8%	11.8%	3.2%	23.8%	17.7%	49.9
重庆啤酒	266	4916	130.63	2497	49.2%	15.1%	3.1%	19.5%	20.4%	13.3
燕京啤酒	345	3726	128.46	2046	45.1%	12.0%	11.2%	14.2%	11.8%	12.9
珠江啤酒	118	4135	48.87	2095	49.3%	14.7%	6.4%	15.4%	16.9%	8.1

资料来源：Wind，ifinD，各公司公告，天风证券研究所

2. 饮料：Q3 收入增速改善，成本红利兑现，但竞争仍有压力

规模：茶饮&能量饮料仍是相对景气的赛道（东鹏收入同比+40%多）。Q3 收入同比增速普遍对比 Q2 改善，李子园转正（零食特渠&小餐饮开拓），百润同比下滑，香飘飘降幅收窄（即饮增长、冲泡去库存下滑）。

成本：毛利率普遍改善；野生杏仁新一轮采购周期价格下滑。

图 10：2024Q1-Q3 及单季度饮料公司财务指标拆分

	营业收入增速				归母净利润增速				营业收入-亿元		归母净利润-亿元	
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-3	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-3	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-3
东鹏饮料	40%	48%	47%	45%	34%	75%	78%	64%	125.6			27.1
百润股份	6%	-7%	-6%	-3%	-10%	-7%	-24%	-14%	23.9			5.7
养元饮品	4%	-19%	-19%	-8%	20%	-16%	-47%	-5%	42.3			12.3
承德露露	8%	15%	-3%	6%	3%	-38%	-2%	-5%	21.6			4.2
欢乐家	7%	0%	0%	3%	-4%	-99%	-97%	-52%	13.4			0.8
香飘飘	7%	-8%	-6%	-2%	331%	增亏	-1%	409%	19.4			0.2
李子园	-3%	-3%	4%	0%	-4%	-49%	14%	-17%	10.6			1.6
统一-仅饮料	双位数	个位数	高单	高单								
康师傅-仅饮料	中单	变动不大	略有下滑	低单								
	毛利率变动-pct				销售费率变动-pct				净利率变动-pct			
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-3	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-3	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-3
东鹏饮料	-0.8	3.3	4.3	2.5	1.4	-1.6	0.3	0.0	-0.9	3.7	3.6	2.4
百润股份	2.9	5.5	1.3	3.3	8.8	-0.1	3.1	3.9	-3.7	-0.1	-5.3	-3.1
养元饮品	0.2	6.4	-0.2	1.2	-1.2	7.3	3.3	1.0	5.1	1.0	-8.4	1.0
承德露露	-3.9	-1.3	3.2	-1.6	-2.0	10.3	4.4	2.0	-0.9	-9.9	0.1	-2.4
欢乐家	1.8	-5.8	-8.3	-3.4	3.9	7.0	3.4	4.6	-1.6	-11.2	-11.4	-7.2
香飘飘	2.6	2.1	2.4	2.4	-2.8	-1.7	0.2	-1.5	2.6	-1.9	0.3	0.7
李子园	1.6	1.5	5.2	2.9	-0.9	10.8	2.8	4.3	-0.1	-10.1	1.3	-2.9

资料来源：Wind, ifinD, 各公司公告, 天风证券研究所

图 11：PET 价格（元/吨）



资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 12：主要原料价格走势



资料来源：康师傅半年报, 天风证券研究所

3. 投资建议：

- 1) 顺周期下啤酒库存包袱轻、竞争格局好，有望实现量价齐升。重点看政策传导进度、来年餐饮恢复进度，关注青啤
- 2) 建议后续重点关注：百润、青啤、农夫。

4. 风险提示：

- 1、需求不及预期：倘若经济进一步下行、消费者消费能力减弱，将对啤酒和饮料整体的升级质量产生负面影响。
- 2、区域市场竞争加剧：华东、华南是多头分散市场，也是高端化的必争之地。如果龙头在这些市场采取激进的费用投放策略，将使区域市场竞争格局恶化。

- 3、食品安全风险：食品安全、环境保护等政策对啤酒和饮料行业以及产品的要求越来越高，啤酒产品主要供消费者直接饮用，产品的质量安全、卫生状况关系到消费者的生命健康。
- 4、原材料上涨过快：啤酒的原材料包括麦芽、大米、纸箱、铝罐、玻璃瓶等；饮料的原材料包括白砂糖、PET、果汁等；若大宗价格快速上涨，将导致成本增加，进而损害公司的盈利能力。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com