

行业深度

食品饮料

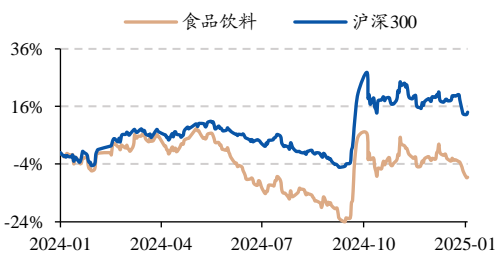
迎东风，看改善

2025年01月07日

评级 领先大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
食品饮料	-6.71	-13.32	-8.55
沪深300	-4.46	-5.52	14.03

黄静

分析师

执业证书编号:S0530524020001
huangjing48@hncasing.com

相关报告

- 食品饮料行业 2024 年 11 月月报: 业绩靴子落地, 静待基本面改善 2024-11-20
- 食品饮料行业 10 月月报: 政策东风已至, 基本面改善可期 2024-10-23
- 食品饮料行业 9 月月报: 乐观一些, 期待政策发力 2024-09-25

重点股票	2023A		2024E		2025E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
东鹏饮料	3.92	65.99	6.18	41.86	8.07	32.05	买入
盐津铺子	1.85	32.63	2.39	25.26	2.93	20.60	买入
劲仔食品	0.46	29.13	0.66	20.30	0.79	16.96	买入
安琪酵母	1.46	23.62	1.57	21.97	1.84	18.74	买入

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **2024 年行业市场表现:** 2024 年, 食品饮料 (申万) 指数大幅跑输大盘指数。截至 12 月 26 日, 食品饮料 (申万) 下跌 7.38%, 跑输沪深 300 指数 23.59 个百分点, 跑输上证指数 21.60 个百分点。
- **2024 年行业基本面表现:** 2024 年前三季度, 行业整体的收入和利润增速均呈逐季下滑态势, 经营风险持续释放。成本红利基本贯穿全年, 带动毛利率走高, 但企业间扣非净利率分化明显。
- **2025 年展望:** 1) 宏观国家政策层面, 顶层的经济定调积极, 期待更积极的财政政策、适度宽松的货币政策发力, 为国内经济稳增长保驾护航; 工作部署再次将扩大内需置于首位, 更多更大力度的消费刺激政策可期; 这均有望提振消费者信心, 提升消费活力。2) 中观行业层面, 各细分板块受经济周期影响波动不一, 且本身的库存周期也不一, 大众品有望先于白酒走出谷底, 且部分细分板块仍具备一定的成长性。3) 微观公司层面, 行业竞争或继续加剧, 但成本红利有望延续, 费用率则有望维持相对稳定的态势, 整体而言, 盈利能力或相对稳定, 而龙头效应或愈发显著, 强者恒强, 龙头市占率有望进一步提升。基于此, 我们维持行业“领先大市”评级。
- **投资建议:** 建议重点关注自下而上的个股投资机会, 建议集中关注受经济周期波动更小的零食和软饮板块, 以及受益于消费政策的调味品、乳品和啤酒板块。休闲零食板块, 产品红利和渠道红利有望延续, 部分企业成长属性强, 且短期有微信小程序送礼事件催化, 春节旺季业绩高增可期。软饮板块, 健康化和功能化饮料具备较高的天花板和较好的成长性。调味品板块, 餐饮和工业端消费占需求大头, 有望受益于消费券等政策刺激。乳品板块, 内部产品结构升级趋势仍在, 后续随着生鲜乳价格企稳回升, 行业竞争趋于良性, 叠加龙头企业控费增效, 利润率有望继续提升。啤酒板块, 竞争格局较好的细分赛道, 低基数下, 若餐饮需求回暖, 将有望带动行业重回量价齐升通道。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险; 需求恢复不及预期; 行业竞争加剧; 成本大幅上涨等。

内容目录

1 投资建议	4
2 2024 年行业市场表现	5
2.1 市场行情：食品饮料板块大幅跑输大盘指数.....	5
2.2 估值情况：PE（TTM）仍处于历史低位.....	7
3 2024 年行业基本面表现	9
3.1 收入和利润端：行业整体承压，且逐季恶化.....	9
3.2 成本和费用端：成本红利贯穿全年，企业控费提效理智应对.....	10
4 2025 年展望	14
4.1 宏观经济展望：政策东风持续，消费曲折向上可期.....	14
4.1.1 社零数据：内需消费偏弱，食饮板块韧性相对较强.....	14
4.1.2 消费者信心指数：曲折波动，有底部企稳迹象.....	15
4.1.3 政策东风：促消费政策频出，为经济稳增长护航.....	16
4.2 行业发展展望.....	18
4.2.1 白酒：行业供需双降，酒企间分化加剧.....	18
4.2.2 啤酒：弱需求下中高端化进程受阻，期待餐饮需求回暖.....	20
4.2.3 调味品：消费提振政策受益行业，龙头逐步走出库存周期.....	22
4.2.4 休闲零食：产品红利和渠道红利助推，板块高景气度有望延续.....	24
4.2.5 软饮料：细分赛道表现分化，重视个股逻辑.....	26
4.2.6 乳品：产品结构升级持续，具备周期向上反转潜力.....	27
5 风险提示	29

图表目录

图 1：截至 12 月 26 日，食品饮料（申万）下跌 7.38%.....	5
图 2：2024 年申万一级行业指数涨跌幅情况（%）.....	6
图 3：申万三级子行业表现分化.....	6
图 4：2024 年涨跌幅排名前 15 标的.....	7
图 5：2024 年涨跌幅排名后 15 标的.....	7
图 6：食品饮料（申万）PE（TTM）.....	7
图 7：食品饮料（申万）PS.....	7
图 8：主要指数、申万一级分类指数、食品饮料（申万）指数的估值情况对比.....	8
图 9：食品饮料（申万）收入情况.....	9
图 10：食品饮料（申万）扣非归母净利润情况.....	9
图 11：食品饮料（申万）毛利率和扣非净利率（%）.....	10
图 12：食品饮料（申万）毛利率和毛销差变动（%）.....	10
图 13：原材料价格——食用油.....	12
图 14：原材料价格——面粉.....	12
图 15：原材料价格——进口小麦.....	12
图 16：原材料价格——进口大豆.....	12
图 17：原材料价格——原奶.....	12
图 18：原材料价格——白砂糖.....	12
图 19：原材料价格——猪肉.....	13
图 20：原材料价格——牛肉.....	13

图 21: 包材价格——铝锭.....	13
图 22: 包材价格——玻璃.....	13
图 23: 包材价格——塑料.....	13
图 24: 包材价格——纸箱.....	13
图 25: 社零总额同比增速（单月）.....	14
图 26: 社零总额三年复合增速（单月）.....	14
图 27: 社零同比增速——粮油食品类（单月）.....	15
图 28: 社零三年复合增速——粮油食品类（单月）.....	15
图 29: 社零同比增速——饮料类（单月）.....	15
图 30: 社零三年复合增速——饮料类（单月）.....	15
图 31: 社零同比增速——烟酒类（单月）.....	15
图 32: 社零三年复合增速——烟酒类（单月）.....	15
图 33: 消费者信心指数.....	16
图 34: 消费者信心指数——就业.....	16
图 35: 消费者信心指数——收入.....	16
图 36: 消费者信心指数——消费意愿.....	16
图 37: 国内白酒产量情况.....	18
图 38: 国内啤酒产量情况.....	21
图 39: 餐饮收入增速.....	23
图 40: 餐饮收入三年复合增速.....	23
图 41: 国内软饮料产量情况.....	26
图 42: 我国乳制品产量情况.....	28
表 1: 申万三级子行业估值情况.....	8
表 2: 主要申万三级子行业业绩表现.....	10
表 3: 主要申万三级子行业利润率.....	11
表 4: 经济定调的表述.....	16
表 5: 2024 年消费政策汇总.....	17
表 6: 主要白酒企业的财务数据（单位：亿元）.....	19
表 7: 2024Q3 合同负债表现弱于收入端（单位：亿元）.....	19
表 8: 酒企的现金流有所承压.....	20
表 9: 主要啤酒企业的财务数据.....	21
表 10: 2024Q3 量价拆解.....	22
表 11: 主要调味品企业的财务数据.....	23
表 12: 主要基础调味品销售情况.....	24
表 13: 主要零食企业的财务数据.....	25
表 14: 主要软饮料企业的财务数据.....	27
表 15: 主要企业核心品类销售情况.....	27
表 16: 主要乳品企业的财务数据.....	28
表 17: 主要企业不同乳品的销售情况.....	29

1 投资建议

2024 年，食品饮料板块整体表现不佳，大幅跑输大盘指数。板块估值在 9 月触及历史低点后企稳回升，但当前仍处于历史较低的位置，且机构持仓在持续减仓当中。从基本面看，受制于经济修复的反复，板块整体承压，且出现逐季恶化的态势，持续释放企业的经营风险。

展望 2025 年，宏观国家政策层面，顶层的经济定调积极，期待更积极的财政政策、适度宽松的货币政策发力，为国内经济稳增长保驾护航；工作部署再次将扩大内需置于首位，更多更大力度的消费刺激政策可期；这均有望提振消费者信心，提升消费活力。中观行业层面，各细分板块受经济周期影响波动不一，且本身的库存周期也不一，大众品有望先于白酒走出谷底，且部分细分板块仍具备一定的成长性。微观公司层面，行业竞争或继续加剧，但成本红利有望延续，费用率则有望维持相对稳定的态势，整体而言，盈利能力或相对稳定，而龙头效应或愈发显著，强者恒强，龙头市占率有望进一步提升。基于此，我们维持行业“领先大市”评级。

具体到投资策略上，建议重点关注自下而上的个股投资机会，主要集中关注受经济周期波动更小的休闲零食和软饮板块，以及受益于消费刺激政策的调味品、乳品和啤酒板块。

- 1) 休闲零食：产品红利和渠道红利有望延续，部分企业的成长属性较强，且短期有微信送礼小程序事件催化，春节旺季业绩高增可期。建议重点关注量贩零食龙头万辰集团、强产品力的劲仔食品、强供应链的盐津铺子和强渠道力的三只松鼠。
- 2) 软饮：低价高频消费特征显著，健康化和功能化饮料具备较高的天花板和较好的成长性。建议重点关注有望逐步实现全球化扩张的东鹏饮料。
- 3) 调味品：餐饮和工业端消费占下游需求大头，板块有望受益于消费券等消费政策带来的餐饮端复苏。建议重点关注走出库存周期的龙头海天味业、原材料成本红利有望加速释放的安琪酵母，关注改革成效有望逐步释放的中炬高新。
- 4) 乳品：液体奶相对刚需，产品结构升级趋势仍在，龙头企业库存逐步调整到位，后续随着生鲜乳价格企稳回升，行业竞争趋于良性，叠加龙头企业控费增效，利润率有望继续提升。建议关注龙头伊利股份。
- 5) 啤酒：竞争格局较好的细分赛道，低基数下，若餐饮需求回暖，将有望带动行业重回量价齐升通道。建议关注龙头青岛啤酒、以珠三角为主赛场的珠江啤酒。
- 6) 白酒：走出本轮去库周期仍需要时间，静待宏观政策持续加码，带动需求特别是商务需求的改善。在景气度较低的时候，建议关注行业龙头贵州茅台的配置价值。

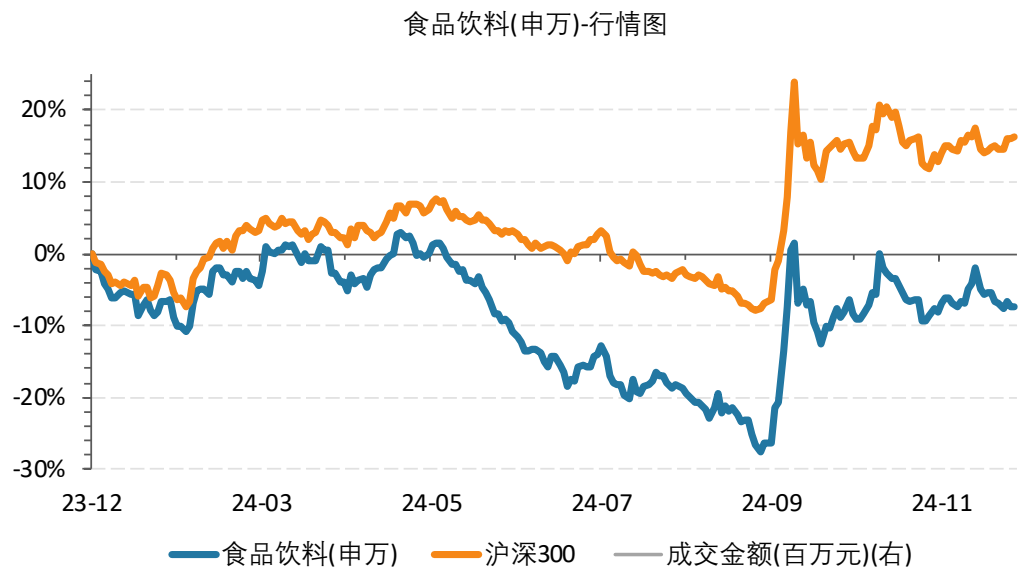
2 2024 年行业市场表现

2.1 市场行情：食品饮料板块大幅跑输大盘指数

2024 年，食品饮料（申万）指数大幅跑输大盘指数。截至 12 月 26 日，食品饮料（申万）下跌 7.38%，跑输沪深 300 指数 23.59 个百分点，跑输上证指数 21.60 个百分点。整体来看，食品饮料（申万）指数在 924 政策底之前，基本遵循着宏观经济环境和终端需求的变化而波动，之后则是先完成底部反弹的估值修复，而后因政策博弈而呈现区间波动。

具体来看，1) 1 月-3 月，春节备货时间后移，但表现相对不错，板块跟随大盘小幅区间波动；2) 4 月-9 月中下旬，基本面边际恶化，高频经济数据如社零持续不及预期，上市公司中报和三季度也持续不及预期，板块基本处于戴维斯双杀阶段，最高下跌幅度超过 25%，行业估值杀到十年最低水位；3) 9 月下旬，底部快速的估值修复阶段，持续上涨幅度接近 40%；4) 10 月至今，在经济不确定性和强有力政策预期之间反复博弈。

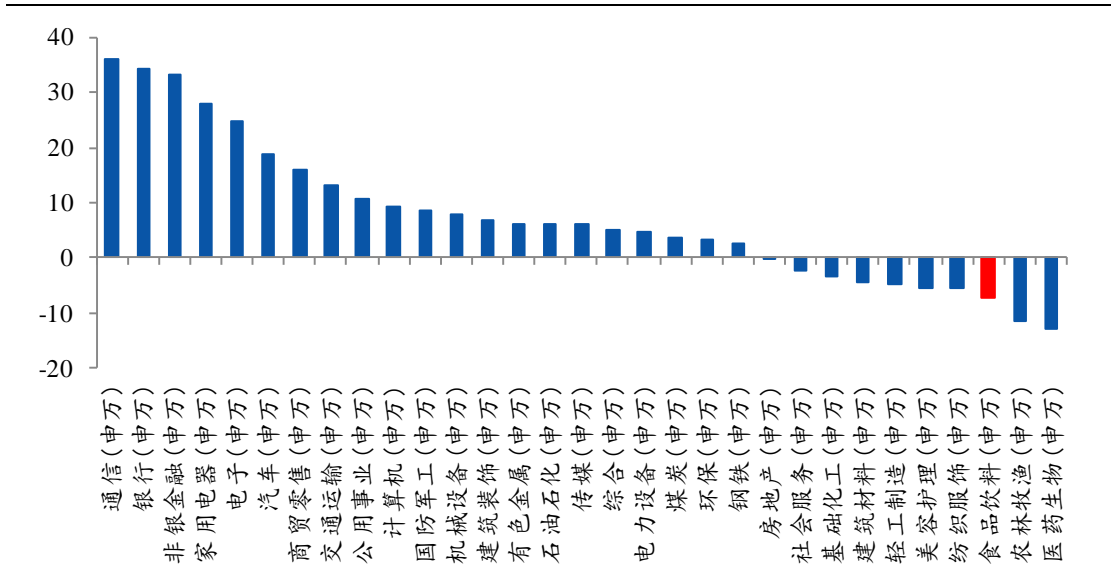
图 1：截至 12 月 26 日，食品饮料（申万）下跌 7.38%



资料来源：Wind，财信证券

对比其他申万一级行业指数来看，食品饮料行业指数表现显著落后。截至 12 月 26 日，仅有 10 个一级行业指数录得负收益，其中，食品饮料指数在 31 个一级行业指数中排名倒数第三。

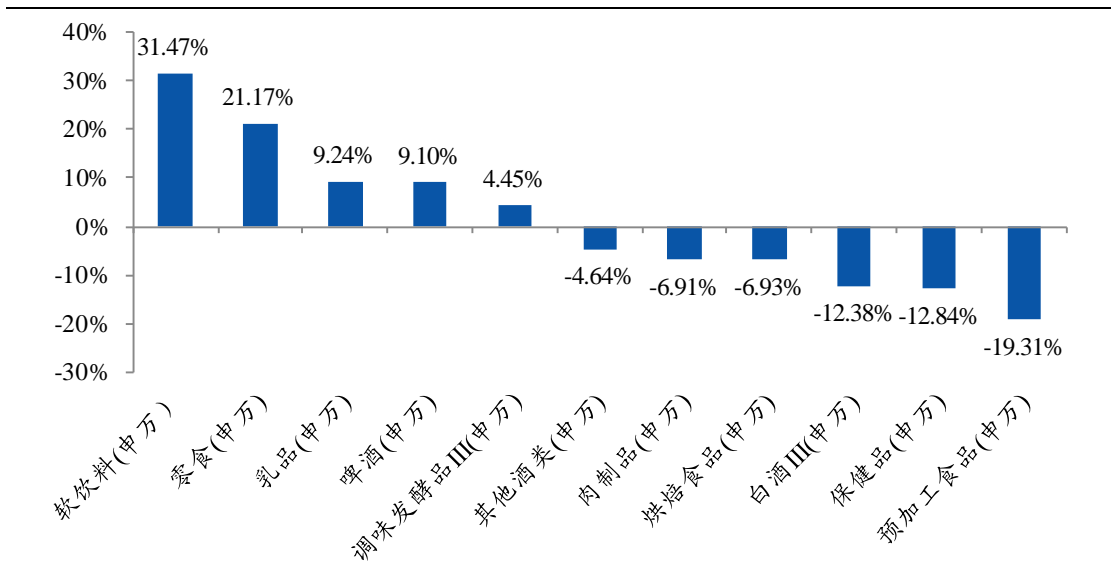
图 2: 2024 年申万一级行业指数涨跌幅情况 (%)



资料来源: Wind, 财信证券

从细分行业来看，三级子行业表现显著分化。其中，软饮料(申万)和零食(申万)分别上涨 31.47%和 21.17%，而预加工食品(申万)、保健品(申万)和白酒(申万)分别下跌 19.31%/12.84%/12.38%。核心原因在于标的公司的基本面表现差异。软饮料板块的东鹏饮料，收入和利润双高增带动股价上涨；零食板块的万辰集团，开店速度加快，盈利能力显著提升，叠加内部利益层面问题逐步理顺，带动股价大涨。

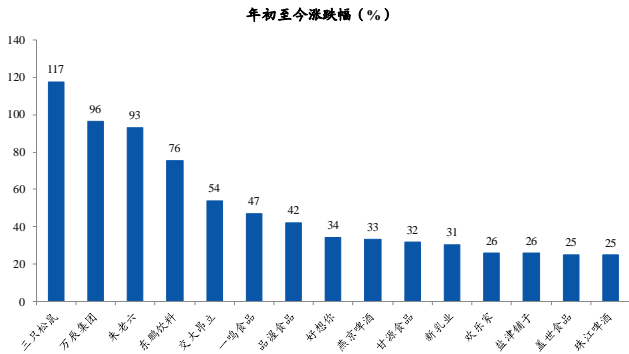
图 3: 申万三级子行业表现分化



资料来源: Wind, 财信证券 (备注: 数据截至 12 月 26 日)

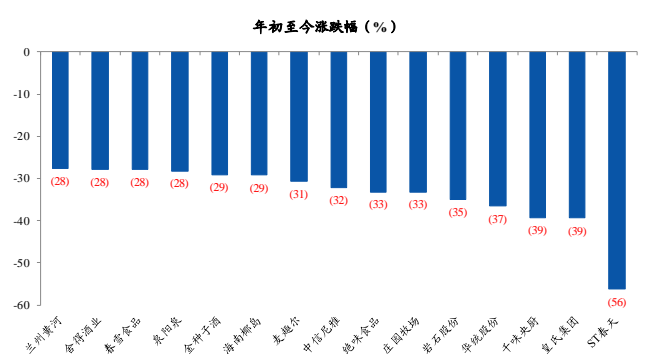
分个股来看，2024 年食品饮料板块主要交易的是个股的基本面以及 9 月 24 日之后的流动性宽裕。从涨跌幅前 15 的标的来看：1) 北交所标的有超额收益 (2 个)；2) 基本面较好的休闲食品 (5 个) 和乳品饮料 (5 个) 两个细分板块跑出 α 。从涨跌幅后 15 的标的来看，主要集中在小市值且基本面支撑不足的标的上。

图 4：2024 年涨跌幅排名前 15 标的



资料来源：Wind，财信证券（备注：数据截至 12 月 26 日）

图 5：2024 年涨跌幅排名后 15 标的

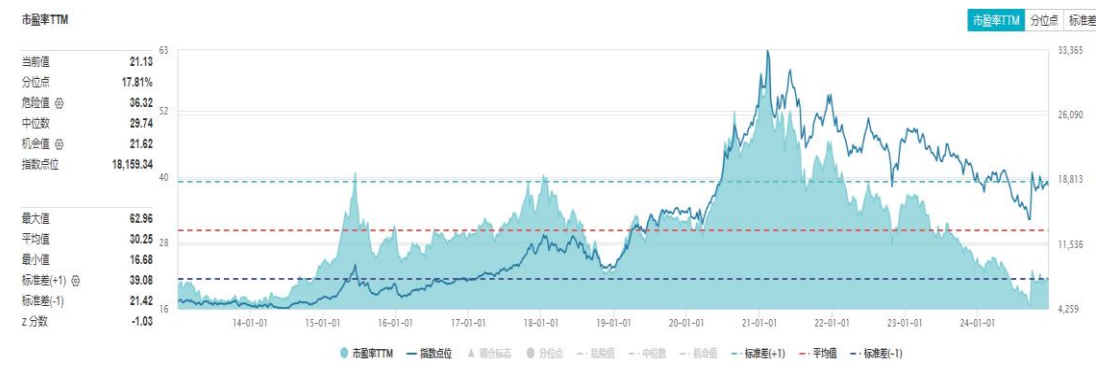


资料来源：Wind，财信证券（备注：数据截至 12 月 26 日）

2.2 估值情况：PE (TTM) 仍处于历史低位

截至 12 月 26 日，食品饮料(申万)PE(TTM)为 21.13，处于 2013 年以来的 17.81% 分位点。

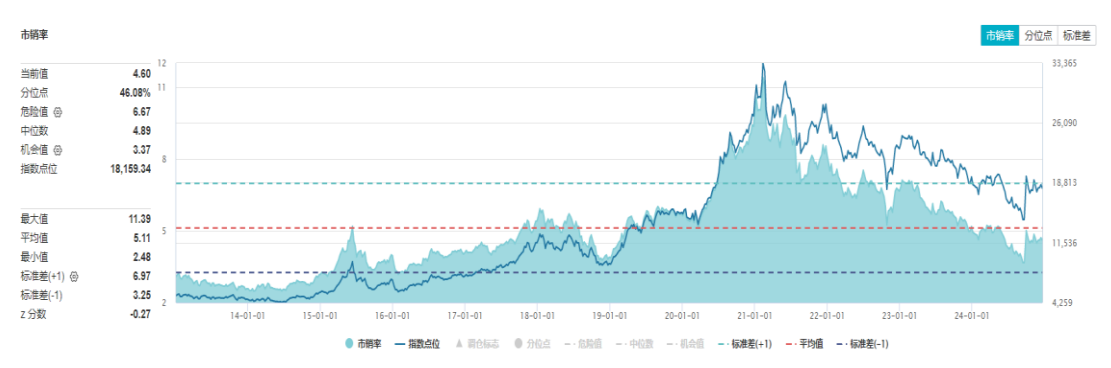
图 6：食品饮料(申万) PE (TTM)



资料来源：Wind（时间区间为 20130101-20241226）

截至 12 月 26 日，食品饮料(申万)PS 为 4.60 倍，处于 2013 年以来的偏中枢的位置，即处于 46.08% 百分位。

图 7：食品饮料(申万) PS



资料来源：Wind（时间区间为 20130101-20241226）

对比主要指数和其他申万一级行业指数来看，按照 PE (TTM) 的分位数排序，食品饮料 (申万) 指数排名第 6。

图 8: 主要指数、申万一级分类指数、食品饮料 (申万) 指数的估值情况对比

	PE (TTM)	分位数
社会服务(申万)	23.82	3.06
农林牧渔(申万)	22.69	10.31
纺织服饰(申万)	20.12	13.64
有色金属(申万)	18.90	14.11
公用事业(申万)	17.56	14.16
食品饮料(申万)	21.05	17.70
医药生物(申万)	31.32	27.01
电力设备(申万)	31.60	27.37
环保(申万)	22.10	31.45
通信(申万)	35.03	32.77
轻工制造(申万)	25.19	33.26
建筑装饰(申万)	9.87	35.19
银行(申万)	5.98	36.96
美容护理(申万)	34.98	40.93
基础化工(申万)	23.64	42.32
石油石化(申万)	16.51	43.26
交通运输(申万)	17.07	48.20
家用电器(申万)	15.43	49.43
传媒(申万)	39.34	53.44
国防军工(申万)	69.01	58.87
非银金融(申万)	17.13	59.45
机械设备(申万)	31.34	59.93
煤炭(申万)	12.28	60.54
万得全A	18.83	62.47
沪深300	13.02	67.49
汽车(申万)	25.91	68.47
钢铁(申万)	27.20	68.61
建筑材料(申万)	25.00	70.72
上证指数	14.70	72.41
综合(申万)	60.32	77.42
电子(申万)	57.35	79.28
商贸零售(申万)	36.87	79.50
计算机(申万)	70.64	83.23
房地产(申万)	38.18	98.49

资料来源: Wind, 财信证券 (时间区间为 20130101-20241226)

从细分行业来看，调味发酵品、啤酒、乳品和预加工食品处于历史估值底部区域，肉制品、保健品和软饮料处于历史估值较高水位。

表 1: 申万三级子行业估值情况

	PE (TTM)	分位数
调味发酵品III(申万)	22.92	2.99
啤酒(申万)	27.23	3.37
乳品(申万)	17.67	4.71
预加工食品(申万)	21.61	7.98
烘焙食品(申万)	27.45	11.12
其他酒类(申万)	46.65	25.82
白酒III(申万)	20.05	30.87
零食(申万)	34.61	48.99
软饮料(申万)	29.94	59.92
保健品(申万)	32.83	60.90
肉制品(申万)	28.65	83.96

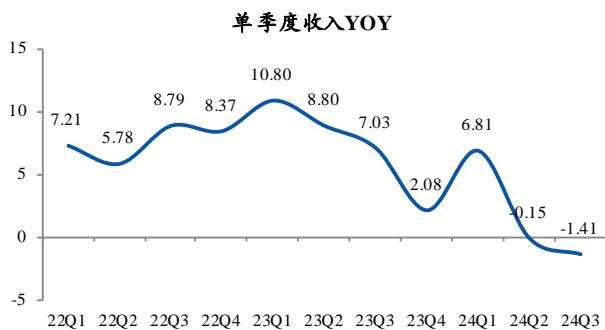
资料来源: Wind, 财信证券 (时间区间为 20130101-20241226)

3 2024 年行业基本面表现

3.1 收入和利润端：行业整体承压，且逐季恶化

2024 年前三季度，行业整体的收入和利润增速均呈逐季下滑态势，经营风险持续释放。2024 年 Q1-3，食品饮料（申万）板块单季度收入增速分别为+6.81%/-0.15%/-1.41%，单季度扣非归母净利润增速分别为+14.37%/+8.19%/+2.97%。

图 9：食品饮料（申万）收入情况



资料来源：Wind，财信证券

图 10：食品饮料（申万）扣非归母净利润情况



资料来源：Wind，财信证券

从细分行业来看，景气度分化。其中，软饮料和零食板块受宏观经济周期影响最小，相关标的的成长性最好，收入和利润均有较高增长；白酒企业的报表缓冲能力最强，因龙头贵州茅台符合预期的业绩表现使得整个白酒板块看起来财务表现相对稳健；调味发酵品板块有企稳回升迹象，Q3 收入和利润增速均加快；啤酒、肉制品和乳品板块竞争格局较好，受益于成本红利，利润增速显著高于收入增速；其余板块则呈现出较为显著的增速逐季下滑，且利润端下滑更为严重的情况。具体来看，2024 年前三季度，软饮料/零食/白酒/调味发酵品/烘焙食品/啤酒/预加工食品/其他酒类/肉制品/乳品/保健品板块的收入增速分别+12.5%/+11.5%/+9.2%/+7.3%/+0.1%/-1.9%/-2.2%/-4.3%/-5.3%/-8.8%/-10.9%。2024 年前三季度，零食/软饮料/肉制品/白酒/调味发酵品/啤酒/乳品/烘焙食品/预加工食品/其他酒类 / 保健品板块的扣非归母净利润增速分别为 +32.1%/+27.3%/+16.8%/+10.7%/+9.6%/+9.0%/-0.1%/-6.8%/-6.9%/-20.3%/-39.2%。

表 2: 主要申万三级子行业业绩表现

	收入 YOY (%)				扣非归母净利润 YOY (%)			
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3
软饮料(申万)	14.40	14.37	9.14	12.52	20.70	44.61	23.11	27.32
零食(申万)	27.87	1.76	3.01	11.48	38.03	-17.24	44.66	32.11
白酒III(申万)	14.67	10.64	0.53	9.24	16.18	11.84	1.52	10.72
调味发酵品III(申万)	7.31	4.76	9.70	7.25	11.79	2.29	14.55	9.57
烘焙食品(申万)	6.78	-0.43	-4.03	0.10	13.33	-7.64	-13.63	-6.80
啤酒(申万)	-0.78	-1.63	-3.26	-1.91	16.64	12.15	-0.30	8.99
预加工食品(申万)	4.86	-5.16	-3.51	-2.16	13.35	-6.64	-29.54	-6.87
其他酒类(申万)	-2.41	-2.88	-7.77	-4.28	-14.81	-1.53	-44.83	-20.34
肉制品(申万)	-8.65	-7.74	0.49	-5.29	-18.11	79.96	25.36	16.78
乳品(申万)	-4.33	-14.08	-7.95	-8.79	12.35	-31.21	16.26	-0.07
保健品(申万)	-5.84	-6.80	-21.10	-10.87	-24.10	-54.85	-53.48	-39.23

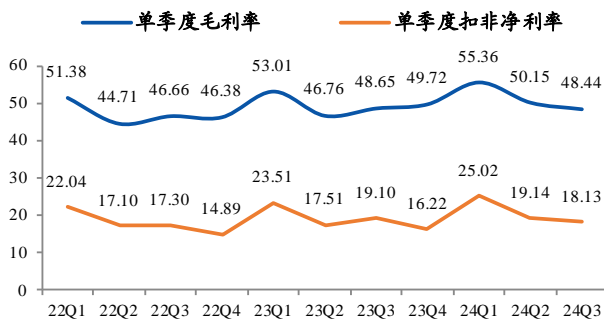
资料来源: Wind, 财信证券

3.2 成本和费用端: 成本红利贯穿全年, 企业控费提效理智应对

成本红利基本贯穿全年, 带动毛利率走高。2024 年, 除个别品类外, 大多数原材料全年呈现下行趋势, 除去 Q3 因行业竞争加剧企业加大降价促销力度以外, 上半年毛利率抬升起 2 个百分点。

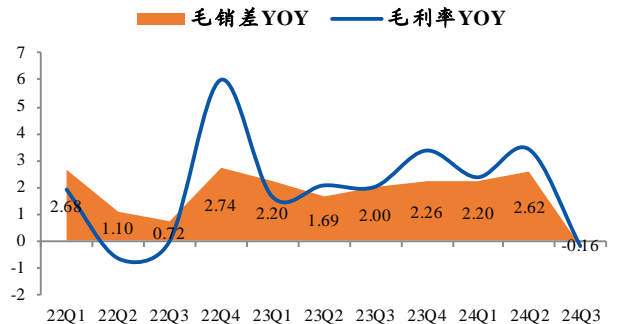
费用端相对刚性, 因竞争加剧加大终端销售费用的投放, 使得销售费用率有所提升, 导致毛销差提升幅度小于毛利率提升幅度。Q1-3, 板块的销售费用率分别同比 +0.15/+0.77/-0.05pct,

图 11: 食品饮料(申万) 毛利率和扣非净利率 (%)



资料来源: Wind, 财信证券

图 12: 食品饮料(申万) 毛利率和毛销差变动 (%)



资料来源: Wind, 财信证券

从细分行业来看, 前三季度大多数行业的毛利率水平走高, 而扣非净利率分化明显。其中, 软饮、啤酒、肉制品的盈利水平提升明显, 而保健品、其他酒类和零食的盈利水平有较为明显下降。

表 3: 主要申万三级子行业利润率

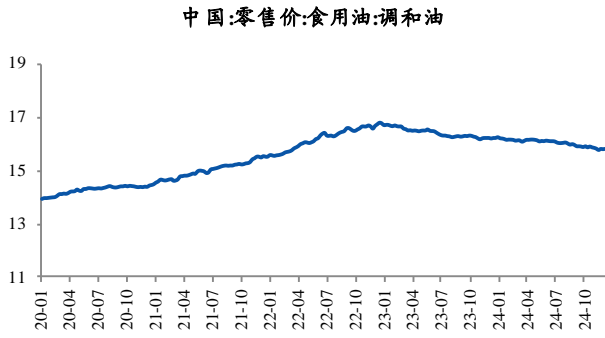
	毛利率 (%)					扣非归母净利率 (%)				
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-3	YOY	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-3	YOY
软饮料(申万)	39.61	41.50	41.91	40.94	2.84	17.47	16.01	15.82	16.49	1.92
啤酒(申万)	41.40	46.36	45.58	44.52	1.68	11.14	15.95	12.59	13.30	1.33
肉制品(申万)	13.99	12.95	14.24	13.75	1.50	4.82	4.66	6.23	5.27	0.99
乳品(申万)	31.82	30.14	30.40	30.86	1.58	8.52	4.69	7.44	6.95	0.61
白酒Ⅲ(申万)	81.20	81.13	81.38	81.23	0.84	41.19	36.45	37.40	38.83	0.51
调味发酵品Ⅲ(申万)	34.76	32.53	33.10	33.51	1.03	17.75	14.90	14.80	15.89	0.34
预加工食品(申万)	23.62	24.21	20.40	22.81	0.94	6.87	8.26	4.21	6.51	-0.33
烘焙食品(申万)	32.63	31.45	36.28	33.44	-0.61	7.13	6.50	10.75	8.45	-0.87
零食(申万)	29.69	27.98	20.28	21.71	-7.56	7.32	2.06	2.22	3.44	-1.40
其他酒类(申万)	54.24	56.87	53.81	54.92	0.44	15.26	10.17	7.13	11.17	-2.25
保健品(申万)	54.85	49.77	37.65	43.93	-10.83	18.08	6.91	3.19	8.53	-7.90

资料来源: Wind, 财信证券

主要原材料价格基本均处于下行通道或者较低水平。

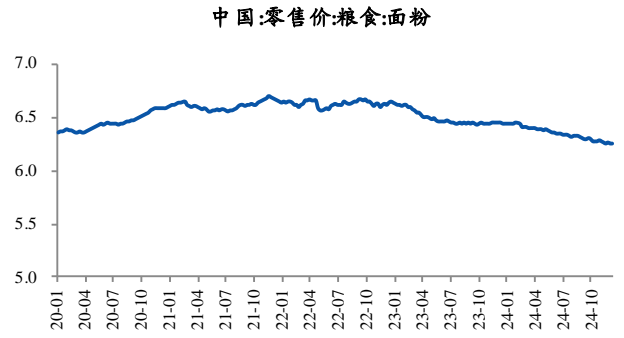
- 1) **食用油:** 调和油价格相对稳定。2023 年价格高点至今下降 1.66%，2024 年均价同比下降约 0.75%。
- 2) **面粉:** 面粉价格有所下滑。2023 年价格高点至今下降 6.02%，2024 年均价同比下降约 2.39%。
- 3) **小麦:** 进口小麦价格显著下降。小麦及混合麦的进口价格指数自高点 137 下降至当前 90.5 的点位，2024 年价格指数均值较 2023 年下降超 10 点。
- 4) **大豆:** 进口大豆价格显著下降。大豆(不论是否破碎)进口价格指数自高点 146.5 下降至当前 84 的点位，2024 年价格指数均值较 2023 年下降超 10 点。
- 5) **原奶:** 生鲜乳价格持续下降。2021 年价格高点至今下降 29%，2024 年均价同比下降约 13.46%。
- 6) **白砂糖:** 白砂糖价格有一定下滑。2022 年价格高点至今下降 6.43%，2024 年均价同比下降约 2.21%。
- 7) **猪肉:** 猪肉价格有所反弹。自 2020 年初价格高点至今下降超 50%，2024 年均价则同比上涨 11.68%。
- 8) **牛肉:** 牛肉价格显著下降。自 2023 年价格高点至今下降近 25%，2024 年均价同比下降 13.65%。

图 13: 原材料价格——食用油



资料来源: Wind, 财信证券

图 14: 原材料价格——面粉



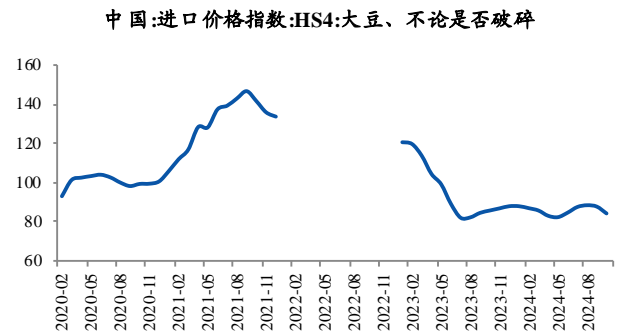
资料来源: Wind, 财信证券

图 15: 原材料价格——进口小麦



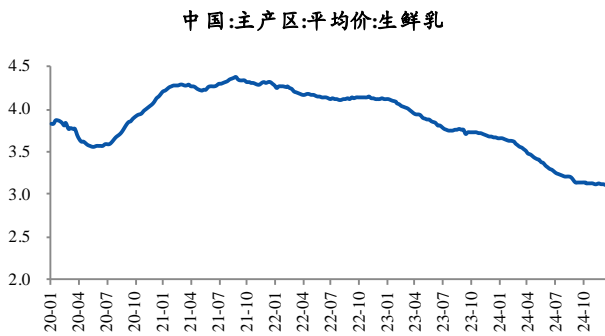
资料来源: Wind, 财信证券

图 16: 原材料价格——进口大豆



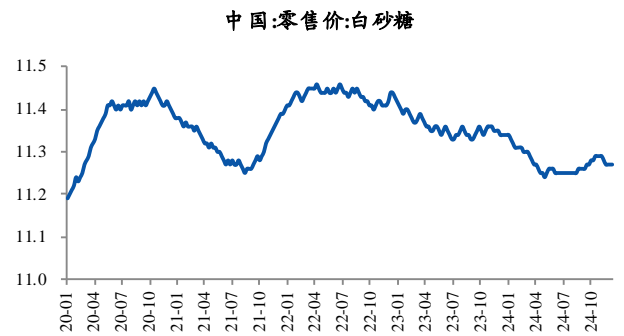
资料来源: Wind, 财信证券 (存在部分数据缺失)

图 17: 原材料价格——原奶



资料来源: Wind, 财信证券

图 18: 原材料价格——白砂糖



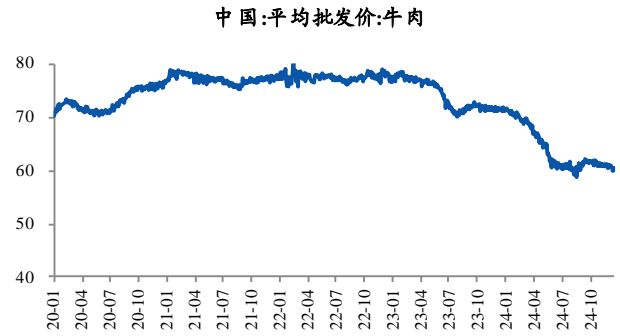
资料来源: Wind, 财信证券

图 19: 原材料价格——猪肉



资料来源: Wind, 财信证券

图 20: 原材料价格——牛肉



资料来源: Wind, 财信证券

包材价格大多也处于下行通道。

- 1) 铝锭: 铝锭价格处于高位。2024 年均价同比上涨 6.61%。
- 2) 玻璃: 浮法平板玻璃价格继续下行。2024 年均价同比下降 18.31%。
- 3) PET: 聚酯瓶片的价格于 2024 年下半年开始下降。2024 年均价同比下降 4.53%。
- 4) 纸箱: 瓦楞纸价格相对稳定。2024 年均价同比下降约 2.82%。

图 21: 包材价格——铝锭



资料来源: Wind, 财信证券

图 22: 包材价格——玻璃



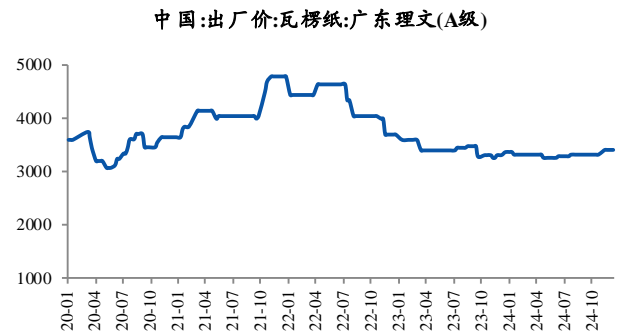
资料来源: Wind, 财信证券

图 23: 包材价格——塑料



资料来源: Wind, 财信证券

图 24: 包材价格——纸箱



资料来源: Wind, 财信证券

4 2025 年展望

4.1 宏观经济展望：政策东风持续，消费曲折向上可期

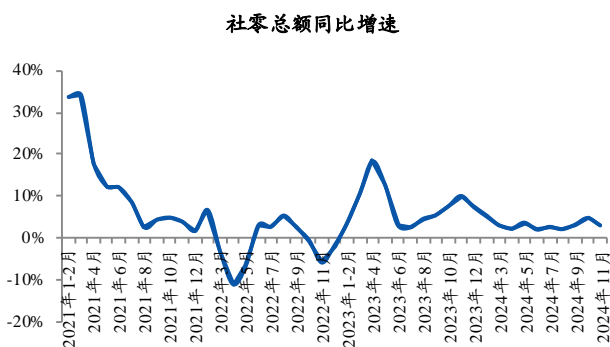
2024 年以来，国内外环境复杂多变，外部环境变乱交织，风险挑战增多，国内经济正处于结构调整转型的关键阶段，周期性矛盾和结构性矛盾互相交织，调整的阵痛正在释放。面对经济运行中出现的新问题，党中央总揽全局，及时加强宏观调控，特别是 9 月下旬以来，加快推出一篮子增量政策，极大增强市场信心，激发市场活力。9 月份以来，主要经济指标出现积极变化，推动经济向上向好的积极因素累积增多，经济运行呈现筑底企稳态势，但基础尚不牢靠。

从消费市场来看，总体上还是保持增长态势，特别是消费品以旧换新等促消费政策持续带动市场销售增长。从食品饮料细分行业来看，整体韧性较强，但也受到整体经济周期波动的影响。

4.1.1 社零数据：内需消费偏弱，食饮板块韧性相对较强

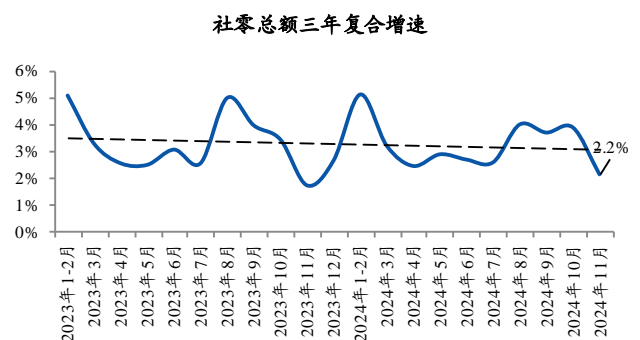
自 2023 年 Q2 以来，内需消费整体偏弱，社零增速表现不佳。2024 年 1-11 月份，社会消费品零售总额 442723 亿元，同比增长 3.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 397960 亿元，增长 3.7%。11 月份，社会消费品零售总额 43763 亿元，同比增长 3.0%；其中，除汽车以外的消费品零售额 38998 亿元，增长 2.5%；2021-2024 年，社零总额的三年复合增速为 2.2%。短期来看，“以旧换新”政策对促进消费有较好的正面作用，节日及消费大促时点的变动对数据有一定的扰动。

图 25：社零总额同比增速（单月）



资料来源：国家统计局，财信证券

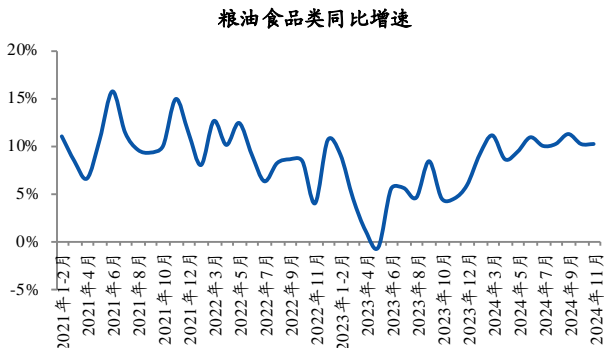
图 26：社零总额三年复合增速（单月）



资料来源：国家统计局，财信证券

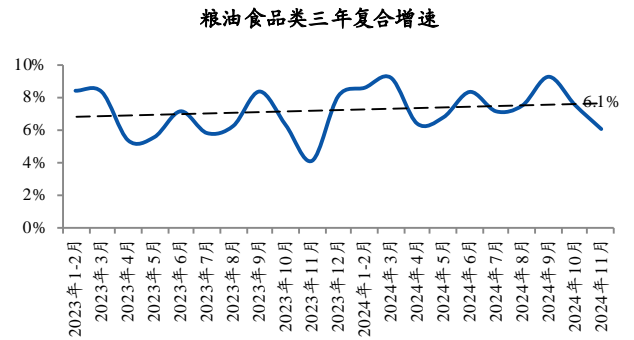
从分项来看，食品饮料板块具备一定的韧性，但部分细分行业面临着激烈的行业竞争。粮油食品类社零增速相对稳定，复合增速维持在大个位水平；饮料类淡季更淡，11 月份在 2021 年较高的基数下出现负增长；烟酒类受消费降级影响更为显著，增速呈现更为显著的趋势向下。

图 27: 社零同比增速——粮油食品类 (单月)



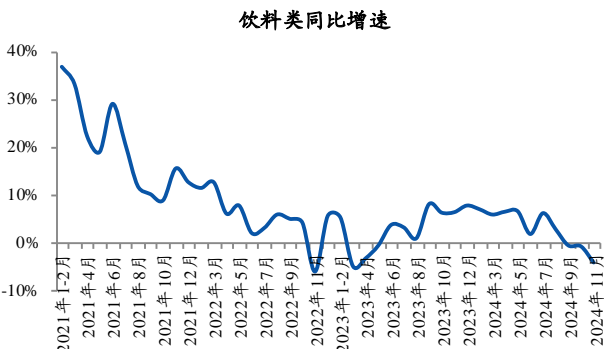
资料来源: 国家统计局, 财信证券

图 28: 社零三年复合增速——粮油食品类 (单月)



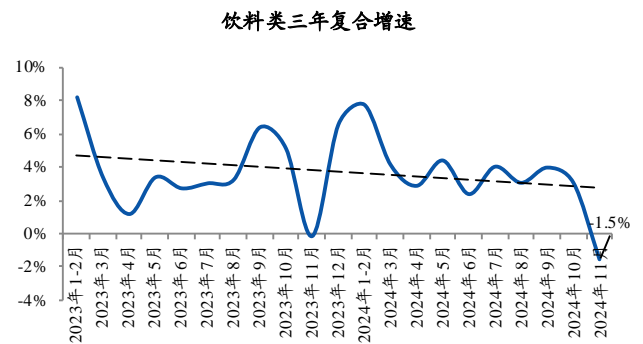
资料来源: 国家统计局, 财信证券

图 29: 社零同比增速——饮料类 (单月)



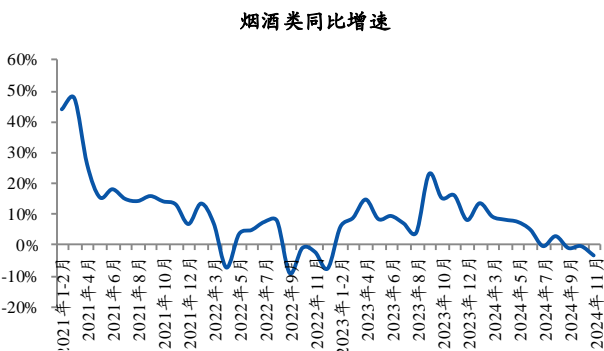
资料来源: 国家统计局, 财信证券

图 30: 社零三年复合增速——饮料类 (单月)



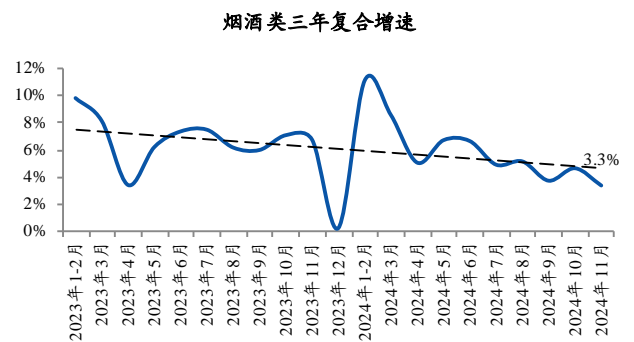
资料来源: 国家统计局, 财信证券

图 31: 社零同比增速——烟酒类 (单月)



资料来源: 国家统计局, 财信证券

图 32: 社零三年复合增速——烟酒类 (单月)



资料来源: 国家统计局, 财信证券

4.1.2 消费者信心指数: 曲折波动, 有底部企稳迹象

宏观经济形势明显地影响了消费者信心。当前来看, 在消费刺激政策的影响下, 消费者信心有所恢复, 呈现底部企稳的迹象。具体来看, 10 月份, 消费者信心指数为 86.90, 较上月回升 1.20 个百分点; 就业分项指数为 73.30, 较上月回升 2.00 个百分点; 收入分项指数为 94.30, 较上月回升 0.40 个百分点; 消费意愿指数相较而言处于持续回升的趋势中, 10 月份指数为 93.10, 较上月回升 1.10 个百分点。往后看, 若政策刺激力度持续加强, 叠加国内地产行业企稳, 消费者信心或有望得到持续修复, 从而改善内需的景气度。

图 33: 消费者信心指数



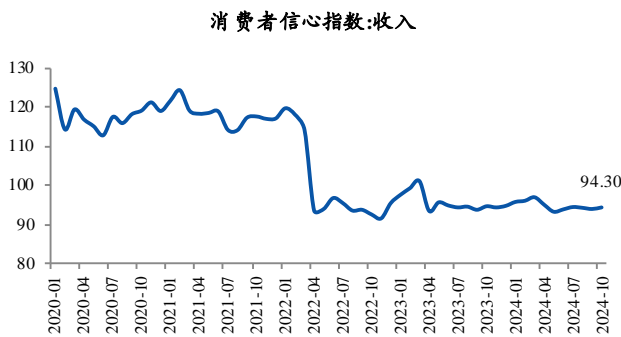
资料来源: Wind, 财信证券

图 34: 消费者信心指数——就业



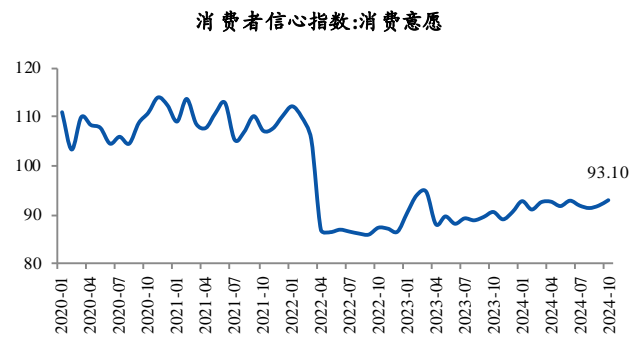
资料来源: Wind, 财信证券

图 35: 消费者信心指数——收入



资料来源: Wind, 财信证券

图 36: 消费者信心指数——消费意愿



资料来源: Wind, 财信证券

4.1.3 政策东风：促消费政策频出，为经济稳增长护航

2024 年，中央经济工作会议对于经济定调表述为“当前外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，主要是国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多”。

表 4: 经济定调的表述

会议名称	相关表述
2023 年 12 月中央经济工作会议	进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。
2024 年 4 月政治局会议	经济持续回升向好仍面临诸多挑战，主要是有效需求仍然不足，企业经营压力较大，重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升。
2024 年 7 月政治局会议	当前外部环境变化带来的不利影响增多，国内有效需求不足，经济运行出现分化，重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛。
2024 年 9 月政治局会议	我国经济的基本面及市场广阔、经济韧性强、潜力大等有利条件并未改变。同时，当前经济运行出现一些新的情况和问题。
2024 年 12 月中央经济工作会议	当前外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，主要是国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多。

资料来源: 中国政府网, 财信证券

面对我国当前发展中的许多不确定性和挑战，中央政治局会议做出了一系列的重要部署，如“实施更加积极有为的宏观政策”、“要实施适度宽松的货币政策”等。**2024年12月中央政治局会议更是将扩内需置于首位**，对于各项工作的部署顺序依次为：“扩大国内需求”（内需）、“推动科技创新和产业创新融合发展”（科技&产业创新）、“稳住楼市股市”（楼市股市）、“防范化解重点领域风险和外部冲击”（防风险）。

在全球地缘政治复杂多变、大国博弈的形势下，以扩大内需来应对外部经济环境的不确定性，要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级；加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展；积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。目前来看，主要促消费政策有：1）以旧换新；2）消费券；3）主题消费月等。

表 5: 2024 年消费政策汇总

时间	政策内容	发布机构/会议/报告
2024 年 1 月	推动消费持续扩大，完善市场和流通体系。以“消费促进年”为主线，办好各类促消费活动。激发消费潜能，培育壮大新型消费，稳定和扩大传统消费，推进服务消费品质升级。	全国商务工作会议
2024 年 3 月	开展汽车、家电产品、家装消费品以旧换新活动，促进消费升级，提供优惠和补贴，优化限购措施，提升售后服务，培育新型消费。	国务院
2024 年 3 月	着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环。把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，更好统筹消费和投资，增强对经济增长的拉动作用。	政府工作报告
2024 年 5 月	财政部向各省市下达 2024 年财政贴息和奖补资金，用于 2024 年汽车以旧换新中央财政补贴资金预拨。	财政部
2024 年 6 月	政策重点包括培育餐饮、文旅体育、购物、大宗商品、健康养老托育和社区消费新场景，推动科技成果在消费领域的应用。	国家发展改革委、农业农村部、商务部、文化和旅游部、市场监管局
2024 年 7 月	支持地方提升消费品以旧换新能力，提高汽车报废更新补贴标准，对购买新能源乘用车和 2.0 升及以下排量燃油乘用车的消费者给予补贴。支持家电产品以旧换新，对购买高能效家电产品给予销售价格的一定比例补贴。	国家发展改革委、财政部
2024 年 7 月	政策聚焦餐饮住宿、家政养老、文化娱乐、旅游体育等领域，提出提升服务品质、丰富消费场景、优化消费环境等措施。同时强调创新驱动、培育新增长点，以促进经济高质量发展。	国务院
2024 年 12 月	部署 2025 年重点工作之首是支持扩大国内需求。为促进消费，2025 年将适当提高基本养老金、基础养老金和医保财政补助标准，加大消费品以旧换新支持力度，健全公共文化服务财政保障机制，并推进国家综合货运枢纽补链强链提升行动。同时，积极扩大有效投资，以政府投资带动社会投资，从而刺激消费增长。	全国财政工作会议

资料来源：中国政府网，商务部，财信证券

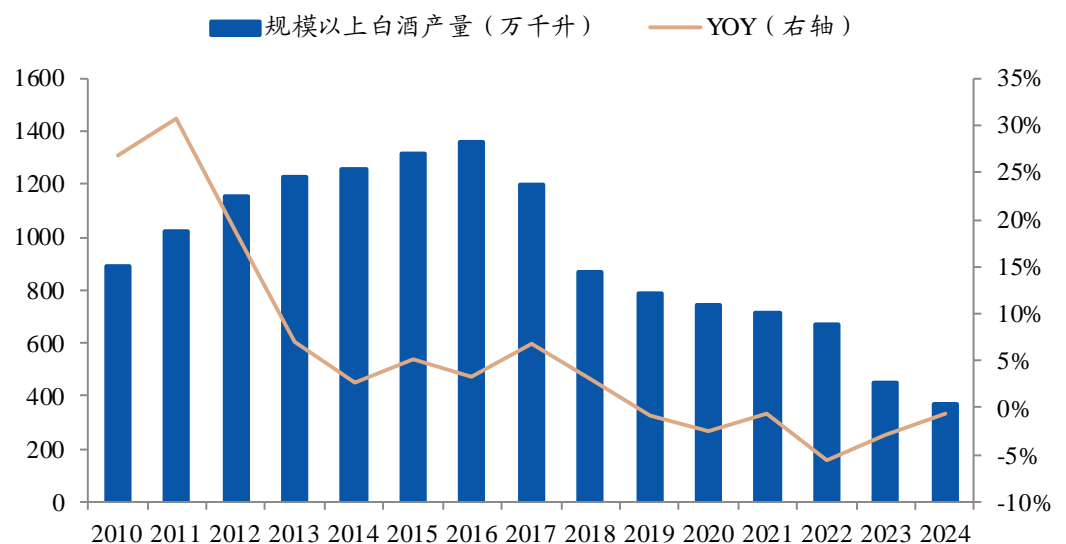
4.2 行业发展展望

4.2.1 白酒：行业供需双降，酒企间分化加剧

国家产业发展转型的关键期，叠加白酒行业高速发展后的下行周期，导致白酒行业面临着较大的挑战，特别是来自于需求侧的挑战。国内经济发展动能正在历经转换，有效需求不足，即使在旺季也面临动销大幅下滑的困境，白酒企业面对变化，下半年主动或被动调整经营策略，去库出清渠道包袱。往后看，酒企或主动下修明年经营目标，持续出清渠道库存风险，等待政策拉动下商务需求复苏的到来。

自 2016 年以来，规模以上白酒产量一直处于持续下滑趋势，当前产量仅为高点的 1/3。根据国家统计局数据，2024 年 1-11 月规模以上白酒累计产量为 372.6 万千升，同比下滑 0.60%。Q1-3 产量分别为 126/89/83 万千升，分别同比+6.00%/-0.95%/+0.54%。

图 37：国内白酒产量情况



资料来源：国家统计局，财信证券（2024 年数据为 1-11 月累计数据）

酒企主动或被动调节，三季度报表显著降速。中秋旺季表现平淡，动销放缓，渠道备货的积极性有所下降，经销商主动去库，渠道压力传导至酒企报表端。2024 年前三季度，白酒板块的营收增速和归母净利润增速维持在接近双位数水平。单三季度，白酒板块的营收增速和归母净利润增速则显著降速。

酒企之间分化加剧，品牌名酒表现好于其他非品牌白酒，大众消费好于商务消费，高端酒稳健，次高端承压，销售集中且具备较高区域知名度的地产酒韧性足。2024 年前三季度，高端酒、全国化次高端、地产酒的收入分别+13.45%/+0.45%/+9.08%，归母净利润分别+12.68%/-3.05%/+26.46%。

表 6: 主要白酒企业的财务数据 (单位: 亿元)

	证券简称	营业收入 (2024Q3)	YOY	营业收入 (2024Q1-3)	YOY	归母净利润 (2024Q3)	YOY	归母净利润 (2024Q1-3)	YOY
高端酒	贵州茅台	397	15.56%	1,208	16.95%	191.3	13.23%	630.3	14.96%
	五粮液	173	1.39%	679	8.60%	58.7	1.34%	259.4	8.84%
	泸州老窖	74	0.67%	243	10.76%	35.7	2.58%	116.1	9.49%
	小计	643	9.59%	2,130	13.45%	286	9.19%	1,005.8	12.68%
全国化次高端	山西汾酒	86	11.35%	314	17.25%	29.4	10.36%	113.6	20.20%
	洋河股份	46	-44.82%	275	-9.14%	6.3	-73.03%	85.8	-16.10%
	水井坊	21	0.38%	38	5.56%	8.8	7.67%	11.3	10.03%
	舍得酒业	12	-30.72%	45	-14.97%	0.8	-79.22%	6.7	-48.58%
	酒鬼酒	2	-67.24%	12	-44.41%	-0.6	-214%	0.6	-88.20%
	小计	167	-18.59%	683	0.45%	45	-28.60%	217.9	-3.05%
地产酒	古井贡酒	53	13.36%	191	19.53%	11.7	13.60%	49.0	25.22%
	今世缘	26	10.11%	99	18.86%	6.2	6.61%	30.9	17.08%
	迎驾贡酒	17	4.05%	55	14.77%	6.3	6.18%	20.1	21.18%
	口子窖	12	-22.04%	44	-1.89%	3.6	-27.72%	13.1	-2.81%
	顺鑫农业	16	-37.20%	73	-16.92%	-0.4	-80.83%	3.9	-231.76%
	老白干酒	16	0.26%	41	6.29%	2.5	25.17%	5.6	33.00%
	金徽酒	6	15.77%	23	15.31%	0.4	108.84%	3.3	22.27%
	小计	146	-1.95%	526	9.08%	30	11.71%	125.8	26.46%
合计	957	1.62%	3,339	9.85%	361	2.65%	1,349.4	10.90%	

资料来源: Wind, 财信证券

表 7: 2024Q3 合同负债表现弱于收入端 (单位: 亿元)

	证券简称	合同负债 (2024Q3)	MOM (2024Q3)	YOY (2024Q3)	收入+Δ合同负债 (2024Q3)	YOY	收入 YOY (2024Q3)
高端酒	贵州茅台	99.31	-0.63%	-12.8%	396.09	3.2%	15.6%
	五粮液	70.72	-15.35%	79.1%	161.82	-6.6%	1.4%
	泸州老窖	26.54	11.77%	-10.4%	77.11	-8.0%	0.7%
全国化次高端	山西汾酒	54.81	-4.58%	6.0%	83.60	16.9%	11.4%
	洋河股份	49.66	20.70%	-10.0%	56.69	-34.1%	-44.8%
	水井坊	10.55	-1.51%	-5.9%	20.54	-2.1%	0.4%
	舍得酒业	1.74	6.79%	-46.6%	12.01	-21.7%	-30.7%
	酒鬼酒	2.07	-24.25%	-17.6%	1.47	-63.8%	-67.2%
地产酒	古井贡酒	19.36	-14.61%	-41.6%	49.80	1.0%	13.4%
	今世缘	5.44	-15.35%	-58.5%	25.53	-0.9%	10.1%
	迎驾贡酒	4.03	-14.60%	-20.5%	16.69	0.4%	4.0%
	口子窖	3.55	10.59%	-7.5%	12.33	3.6%	-22.0%
	顺鑫农业	6.60	12.26%	-54.7%	17.11	-18.9%	-37.2%
	老白干酒	17.50	-6.44%	-13.6%	15.05	-14.8%	0.3%
	金徽酒	4.76	-1.40%	10.3%	5.68	16.8%	15.8%

资料来源: Wind, 财信证券

合同负债表现弱于收入端，库存压力已部分传导至表内。如上表所示，2024Q3，酒企的合同负债金额少有提升，且Q3合同负债同比增速以及收入+ Δ 合同负债增速大多为负，相较去年同期恶化明显。对比收入增速，合同负债增速表现较弱，说明酒企的蓄水池能力有所转弱。当前，贵州茅台按照月度打款发货，报表仍留有余力。

现金流有所承压，渠道回款压力已现。剔除季节性影响来看，2024Q1-3，白酒企业的收现比表现不理想，不少酒企的收现比小于1，且有不少酒企收现比低于去年同期。从经营性现金流来看，剔除高端酒企，2024Q1-3，白酒企业的经营性净现金流较去年同期显著减少，甚至部分酒企出现负的经营性净现金流。

表 8：酒企的现金流有所承压

	证券简称	收现比 (24Q3)	YOY	收现比 (24Q1-3)	YOY	经营性净现金 流 (24Q3)	YOY	经营性净现金 (24Q1-3)	YOY
高端酒	贵州茅台	1.07	-0.16	1.07	0.00	78.00	-60.2%	444.21	-11.2%
	五粮液	1.63	0.24	1.15	0.08	163.66	48.0%	297.94	33.1%
	泸州老窖	1.10	-0.27	1.16	-0.10	42.40	24.5%	124.65	37.7%
全国化次高端	山西汾酒	0.99	0.15	0.96	0.05	35.05	67.2%	114.35	56.6%
	洋河股份	1.38	0.24	0.88	0.04	14.15	-65.3%	34.58	-20.4%
	水井坊	1.12	-0.01	1.06	-0.06	10.68	-20.5%	-1.44	-124.9%
	舍得酒业	0.96	0.11	1.03	-0.02	-1.24	108.8%	-4.11	-817.0%
	酒鬼酒	1.24	0.27	0.91	0.00	-2.03	687.3%	53.44	-6.6%
地产酒	古井贡酒	1.04	0.09	1.03	-0.05	13.34	34.6%	22.30	12.5%
	今世缘	1.16	-0.14	0.93	-0.13	9.83	-16.9%	12.75	21.5%
	迎驾贡酒	1.08	-0.03	1.04	-0.04	6.91	-8.6%	3.58	-14.0%
	口子窖	1.19	0.28	0.97	0.05	3.55	-8.3%	-9.08	-54.9%
	顺鑫农业	1.21	0.25	0.85	0.07	1.10	-42.8%	6.42	-22.5%
	老白干酒	1.00	-0.14	1.16	-0.05	4.19	-36.5%	7.74	-42.9%
	金徽酒	1.06	-0.03	1.07	-0.02	0.03	-102.9%	3.49	42.4%

资料来源：Wind，财信证券

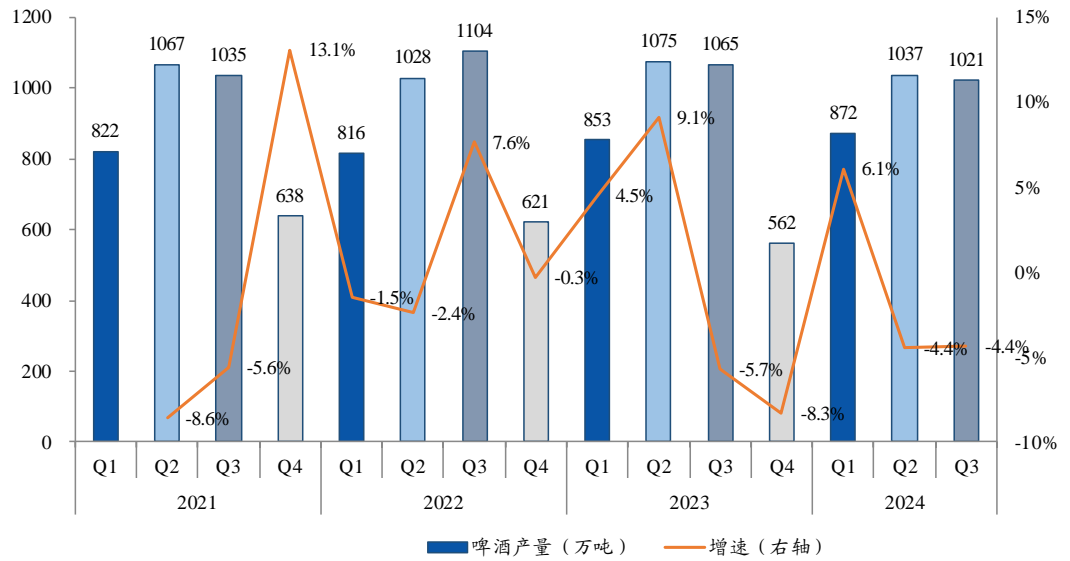
往后看，行业需求仍在去库寻底过程中，静待宏观政策持续加码，带动需求特别是商务需求的改善。从历史发展情况来看，白酒行业本身有较为显著的库存周期，且去库周期在2-3年区间，从本轮周期来看，2023年末开始持续去库，预计有望在2025年末附近基本结束去库周期从而进入补库周期。此外，预计2025年消费复苏进程曲折向上，有望托底白酒消费。

4.2.2 啤酒：弱需求下中高端化进程受阻，期待餐饮需求回暖

受居民消费下行、餐饮需求疲软以及局部区域天气恶劣的影响，啤酒行业需求处于低迷阶段。过去的存量竞争中，行业竞争格局相对稳固，啤酒企业纷纷推动自身产品结构的中高端化进程。现今行业竞争逐渐激烈，中高档价格带产品增速放缓甚至出现负增长。成本端，进口大麦价格持续下行，释放部分业绩压力。展望2025年，强消费刺激政策持续落地的基础上，行业需求有望回暖，产品结构有望逐步复苏。

根据国家统计局数据，2024 年 1-11 月啤酒累计产量为 3277.40 万千升，同比下滑 1.50%。Q1-3 产量分别为 872/1037/1021 万千升，分别同比+6.10%/-4.45%/-4.36%。

图 38: 国内啤酒产量情况



资料来源: 国家统计局, 财信证券 (2024 年数据为 1-11 月累计数据)

表 9: 主要啤酒企业的财务数据

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3
	单季度收入 (亿元)			单季度收入 YOY (%)		
青岛啤酒	101.50	99.18	88.91	-5.19	-8.89	-5.28
重庆啤酒	42.93	45.68	42.02	7.16	1.54	-7.11
燕京啤酒	35.87	44.59	48.00	1.72	8.79	0.19
珠江啤酒	11.08	18.78	19.01	7.05	8.07	6.89
	单季度扣非归母净利润 (亿元)			单季度扣非归母净利润 YOY (%)		
青岛啤酒	15.13	19.14	12.60	12.11	1.87	-7.94
重庆啤酒	4.46	4.42	4.18	16.91	-6.58	-11.60
燕京啤酒	1.03	6.38	5.20	81.72	67.26	21.68
珠江啤酒	1.04	3.71	2.92	45.79	40.61	9.10
	单季度毛销差			单季度毛销差 YOY		
青岛啤酒	27.62%	34.05%	28.05%	3.14%	2.29%	-1.21%
重庆啤酒	34.77%	33.26%	34.43%	2.56%	-2.26%	-0.49%
燕京啤酒	25.26%	38.32%	34.14%	0.97%	2.02%	2.06%
珠江啤酒	25.51%	40.05%	34.55%	0.08%	5.15%	1.90%
	单季度扣非净利率			单季度扣非净利率 YOY		
青岛啤酒	14.91%	19.29%	14.17%	2.30%	2.04%	-0.41%
重庆啤酒	10.39%	9.67%	9.95%	0.87%	-0.84%	-0.51%
燕京啤酒	2.86%	14.31%	10.84%	1.26%	5.00%	1.91%
珠江啤酒	9.41%	19.78%	15.38%	2.50%	4.58%	0.31%

资料来源: Wind, 财信证券

根据上市公司报表显示，2024年啤酒企业普遍经营压力较大。具体来看，行业龙头青岛啤酒在去年的低基数下仍交出连续三个季度收入负增长的答卷；重庆啤酒的经营压力则是逐季显现，Q3收入和利润均显著下滑；而销售区域更为集中的燕京啤酒和珠江啤酒集中资源投放产生的效果较明显，收入和利润双增，跑赢行业。2024Q3，青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒的收入增速分别为-5.28%/-7.11%/+0.19%/+6.89%，大多较Q2增速放缓；扣非归母净利润增速分别为-7.94%/-11.60%/+21.68%/+9.10%，增速较Q2恶化，主要因费用端特别是销售费用加大投放抵消了原材料成本下降带来的毛利率提升，毛销差分别同比-1.21/-0.49/+2.06/+1.90pct，提升幅度放缓。

具体拆分来看，销售的量价的增长均受到一定压制，而吨成本大多呈下行趋势，中高端化趋势显著放缓。以行业龙头青岛啤酒为例，Q1-3，啤酒销量分别同比-7.6%/-8.0%/-5.1%，吨价分别同比+2.6%/-0.9%/-0.2%，吨成本分别同比-1.0%/-5.4%/-2.2%，中高端化率分别+2.3%/+1.0%/+0.2%。

表 10: 2024Q3 量价拆解

	销量 (万吨)	YOY	吨价 (元)	YOY	吨成本 (元)	YOY	中高端化率	YOY
青岛啤酒	215.5	-5.11%	4126	-0.18%	2388	-2.20%	40.97%	0.16%
重庆啤酒	87.32	-5.59%	4813	-1.61%	2446	1.09%	56.21%	-1.31%
燕京啤酒	114.24	0.13%	4202	0.06%	2185	-0.01%		
珠江啤酒	48.34	4.75%	3932	2.04%	1975	-5.54%		

资料来源: Wind, 青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒公司公告, 财信证券

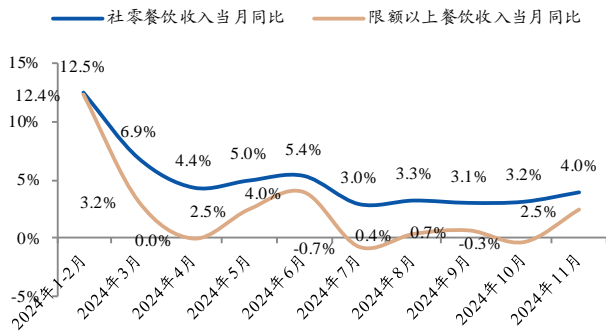
往后看，随着刺激消费政策的出台，餐饮旅游消费有望回暖，从而有望带动啤酒销售回升。从政策端来看，提振内需势在必行，“消费券”等形式促消费政策若持续落地，餐饮旅游等消费场景有望复苏，从而对啤酒现饮消费起到较好的提振作用。而作为市场集中度较高、竞争格局较好的细分板块，将显著受益于需求的回暖，有望在低基数下迎来修复弹性。

4.2.3 调味品：消费提振政策受益行业，龙头逐步走出库存周期

调味品消费品频次高，具备一定需求刚性的特点，过去行业规模增长相对稳健。2024年，下游餐饮结构性弱恢复，调味品需求向上改善幅度不大，行业内企业在存量和增量市场均面临着激烈的竞争。行业经历了接近两年的渠道去库存阶段，Q3动销有所改善，龙头表现最优。

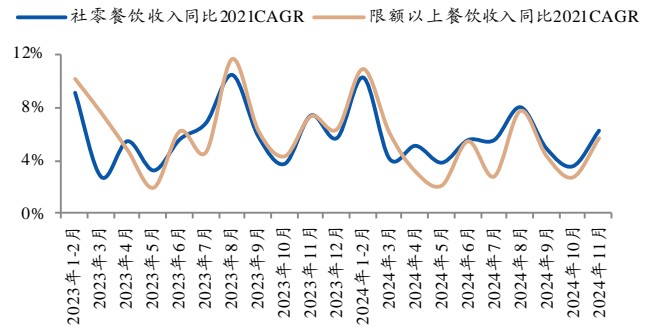
从需求端看，餐饮市场呈弱复苏态势，且限额以上餐饮企业恢复慢于限额以下，小B持续改善。根据国家统计局数据，2024年1-11月，全国餐饮收入为5.02万亿元，同比增长5.7%；限额以上企业餐饮收入为1.39万亿元，同比增长3.1%。

图 39: 餐饮收入增速



资料来源: 国家统计局, 财信证券

图 40: 餐饮收入三年复合增速



资料来源: 国家统计局, 财信证券

表 11: 主要调味品企业的财务数据

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3
	单季度收入 (亿元)			单季度收入 YOY			单季度扣非归母净利润 (亿元)			单季度扣非归母净利润 YOY (%)		
海天味业	76.94	64.62	62.43	10.21%	7.98%	9.83%	18.60	14.65	12.89	13.34%	10.24%	9.11%
安琪酵母	34.83	36.92	37.38	2.53%	11.31%	27.17%	2.95	3.01	2.43	-10.80%	7.32%	22.68%
中炬高新	14.85	11.34	13.28	8.64%	-11.96%	2.23%	2.37	1.03	2.13	63.91%	-32.37%	27.66%
涪陵榨菜	7.49	5.57	6.57	-1.53%	-3.37%	6.81%	2.59	1.66	2.12	6.29%	-11.85%	23.80%
莲花控股	5.76	6.45	7.13	26.45%	24.60%	11.28%	0.49	0.53	0.64	130.03%	80.26%	48.57%
千禾味业	8.95	6.94	6.99	9.28%	-2.53%	-12.63%	1.52	0.95	1.00	4.69%	-14.73%	-23.04%
恒顺醋业	4.60	5.44	5.27	-24.89%	3.36%	5.64%	0.45	0.36	0.24	-35.71%	-23.57%	75.35%
天味食品	8.53	6.14	8.97	11.34%	-6.80%	10.93%	1.47	0.63	1.79	23.47%	6.07%	73.44%
宝立食品	6.24	6.49	6.57	15.72%	10.29%	4.06%	0.52	0.47	0.59	-7.04%	-14.79%	-14.95%
ST 加加	4.87	3.02	2.48	12.05%	-28.09%	-31.96%	0.04	-0.38	-0.47	-62.88%	203.89%	26.29%
日辰股份	0.92	0.96	1.10	14.73%	15.58%	6.45%	0.12	0.15	0.25	24.55%	24.82%	49.39%
	单季度毛销差			单季度毛销差 YOY			单季度扣非净利率			单季度扣非净利率 YOY		
海天味业	31.81%	29.73%	31.03%	0.11%	0.57%	2.07%	24.18%	22.67%	20.65%	0.67%	0.46%	-0.14%
安琪酵母	19.82%	18.43%	15.76%	-0.37%	-0.28%	-3.52%	8.46%	8.16%	6.51%	-1.26%	-0.30%	-0.24%
中炬高新	29.25%	21.34%	32.56%	6.42%	-2.79%	6.82%	15.94%	9.07%	16.01%	5.37%	-2.74%	3.19%
涪陵榨菜	39.90%	37.09%	38.93%	1.46%	-2.36%	4.98%	34.57%	29.78%	32.32%	2.54%	-2.87%	4.44%
莲花控股	17.54%	17.37%	19.07%	7.08%	5.39%	6.39%	8.44%	8.24%	8.93%	3.80%	2.54%	2.24%
千禾味业	24.14%	19.20%	22.61%	-3.19%	-4.75%	-2.31%	16.95%	13.63%	14.35%	-0.74%	-1.95%	-1.94%
恒顺醋业	24.35%	16.15%	16.80%	1.68%	-4.07%	3.44%	9.86%	6.63%	4.59%	-1.66%	-2.34%	1.83%
天味食品	27.03%	22.63%	31.02%	1.25%	2.92%	8.55%	17.22%	10.26%	19.94%	1.69%	1.24%	7.19%
宝立食品	17.19%	17.04%	18.14%	-1.81%	-2.63%	-1.99%	8.39%	7.21%	9.04%	-2.05%	-2.12%	-2.02%
ST 加加	10.44%	6.78%	-1.26%	-2.79%	1.24%	-2.29%	0.75%	-12.52%	-19.11%	-1.51%	-9.56%	-8.81%
日辰股份	30.17%	31.10%	31.94%	-0.92%	-1.28%	-0.52%	13.22%	15.99%	22.80%	1.04%	1.18%	6.55%

资料来源: Wind, 财信证券

从上市公司报表来看, 不论是在收入端还是利润端, Q3 业绩表现强于上半年, 且受益于成本红利, 利润端改善更为显著。从企业间表现来看, 龙头抗风险能力更强。海天味业逐步走出库存周期, 经销商数目已恢复增长, 产品品类和线上渠道均有所扩张, 市占

率稳步提升，Q3 收入增速高于中炬高新（美味鲜）和千禾味业。中炬高新受渠道改革影响，收入承压。安琪酵母国内需求环比改善，海外市场加速扩张，原材料成本糖蜜价格下行趋势已现，但受海外运费高企影响，利润弹性尚未显现。复调方面，天味食品内生收入恢复增长，旺季带来动销有望逐步改善。日辰股份受益于大 B 的稳步扩张，收入端相对稳定，通过降费提升盈利能力。

从产品品类来看，复合调味料的表现好于基础调味料，龙头品牌表现优于其余品牌。基础调味料基本为个位数增长甚至是下滑态势，但复合调味料契合当前消费形式，基本维持在双位数以上增长。

表 12：主要基础调味品销售情况

产品	企业	Q1-3 收入（亿元）	YOY
酱油	海天味业	103.38	7.40%
	美味鲜	22.99	-2.40%
	千禾味业	14.35	-2.44%
蚝油	海天味业	34.27	6.38%
调味酱	海天味业	20.34	9.01%
	恒顺醋业	1.36	-10.13%
食醋	恒顺醋业	9.76	-5.19%
	千禾味业	2.87	-10.41%
火锅调料	天味食品	7.94	-6.15%
	颐海国际	17.48	5.65%
复合调味料	天味食品	12.72	13.50%
	颐海国际	4.54	24.38%
	日辰股份	2.97	11.87%

资料来源：海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业、天味食品、颐海国际、日辰股份公司公告。财信证券

往后看，需求弱复苏的大背景之下，调味品行业供给侧有一定出清，大量中小企业退出，龙头企业已率先完成调整，后续市占率持续提升有望实现。而后续随着宏观经济的改善，需求侧改善有望带来行业价格弹性，而 C 端消费仍有一定的健康化和功能化需求，产品结构有优化需求。

4.2.4 休闲零食：产品红利和渠道红利助推，板块高景气度有望延续

休闲零食行业具备一定的“口红经济”，受宏观经济的影响相对更小。行业市场规模大，而集中度较低，企业成长性较好。2024 年，成本红利影响下，行业竞争加剧，但部分品类和部分渠道增速表现亮眼。从 2024 年板块上市公司的表现来看，部分公司仍享有产品红利和渠道红利，主要公司的收入和利润均维持着双位数以上增长，是申万三级子行业里面财务数据表现最好的细分赛道之一。

具体来看：

1) 万辰集团：受益于零食专营店开店加速，且步入业绩收获期，Q3 单季度收入环比

增长 59%，达到近百亿水平，净利率同比提升 5pct，环比提升 0.8pct，达到 2.07% 的较高水平。

2) 盐津铺子: 受益于渠道红利 (零食专营+会员制商超+线上) 和产品红利 (鹤鹑蛋+魔芋爽)，Q3 收入同比增长 26%，渠道结构变化导致毛销差下行，叠加税率短期影响以及股权激励费用计提，扣非归母净利润同比增长 5%。

3) 三只松鼠: 主要受益于抖音渠道放量以及线上线下全渠道铺货，Q3 收入同比增长 24%。费用率管控带来利润率提升，扣非归母净利润同比增长 210%。

4) 劲仔食品: 因电商渠道负增长导致收入增长低于预期，Q3 收入同比增长 13%，但受益于成本红利和规模效应，利润弹性较大，扣非归母净利润同比增长 78%。

5) 洽洽食品: 渠道继续下沉，拥抱量贩零食渠道和会员店，Q3 收入恢复正增长，因葵花子采购成本降低带动毛利率提升，扣非归母净利同比增长 22%。

表 13: 主要零食企业的财务数据

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3
	单季度收入 (亿元)			单季度收入 YOY (%)			单季度扣非归母净利润 (亿元)			单季度扣非归母净利润 YOY (%)		
万辰集团	48.3	60.85	96.98	534.03	318.3	261.32	0.02	-0.05	0.79	-96.17	91.63	246.85
有友食品	2.75	2.54	3.57	17.96	2.98	27.98	0.35	0.26	0.44	-10.42	-12.69	111.8
盐津铺子	12.23	12.36	14.02	37	23.44	26.2	1.38	1.35	1.51	40.09	1.58	4.8
三只松鼠	36.46	14.29	20.95	91.83	43.93	24.03	2.63	-0.35	0.38	92.84	45.02	210.13
甘源食品	5.86	4.56	5.63	49.75	4.9	15.58	0.84	0.61	1.03	69.25	13.46	22.26
劲仔食品	5.4	5.9	6.42	23.58	20.9	12.94	0.58	0.64	0.67	77.45	64.28	77.83
洽洽食品	18.22	10.77	18.59	36.39	-20.25	3.72	2.21	0.61	2.75	55.8	7.14	22.24
好想你	4.94	3.23	3.61	19.05	12.66	-7.44	0.15	-0.51	-0.27	258.63	-19.83	-723.52
黑芝麻	4.59	5.14	6.15	-25.7	-15.21	-11.86	0.03	0.07	0.34	-52.27	63.65	67.73
来伊份	10.61	7.31	7.31	-12.47	-18.52	-18.12	0.47	-0.56	-0.66	-24.91	-98.55	-0.32
良品铺子	24.51	14.35	15.94	2.79	-10.43	-20.81	0.55	-0.47	-0.11	-48.69	-382.92	-410.34
	单季度毛销差			单季度毛销差 YOY			单季度扣非净利率			单季度扣非净利率 YOY		
万辰集团	5.72%	6.25%	6.15%	-5.14%	5.89%	3.55%	0.04%	-0.08%	0.82%	-6.75%	4.07%	2.84%
有友食品	19.67%	18.09%	19.60%	-4.78%	-2.73%	6.45%	12.60%	10.29%	12.24%	-3.99%	-1.85%	4.84%
盐津铺子	19.10%	19.42%	18.49%	-1.70%	-5.13%	-2.61%	11.26%	10.92%	10.81%	0.25%	-2.35%	-2.21%
三只松鼠	11.14%	0.79%	5.38%	-1.95%	3.29%	0.32%	7.22%	-2.43%	1.82%	0.04%	3.94%	1.09%
甘源食品	22.29%	20.82%	25.39%	-0.38%	-2.30%	-2.24%	14.25%	13.34%	18.37%	1.64%	1.01%	1.00%
劲仔食品	16.89%	18.67%	17.83%	2.79%	2.63%	2.96%	10.82%	10.86%	10.40%	3.28%	2.87%	3.79%
洽洽食品	18.09%	14.95%	25.26%	0.24%	2.90%	6.86%	12.15%	5.71%	14.78%	1.51%	1.46%	2.24%
好想你	7.54%	-6.47%	0.71%	0.60%	-0.85%	-3.26%	2.94%	-15.76%	-7.51%	5.15%	-0.94%	-6.67%
黑芝麻	12.71%	13.04%	17.55%	1.25%	2.13%	3.77%	0.76%	1.39%	5.47%	-0.42%	0.67%	2.60%
来伊份	16.11%	8.68%	8.36%	-2.17%	-3.86%	-2.17%	4.45%	-7.67%	-9.07%	-0.74%	-4.52%	-1.67%
良品铺子	8.98%	2.99%	4.99%	-3.17%	-5.14%	-2.05%	2.24%	-3.30%	-0.67%	-2.25%	-4.35%	-0.56%

资料来源: Wind, 财信证券

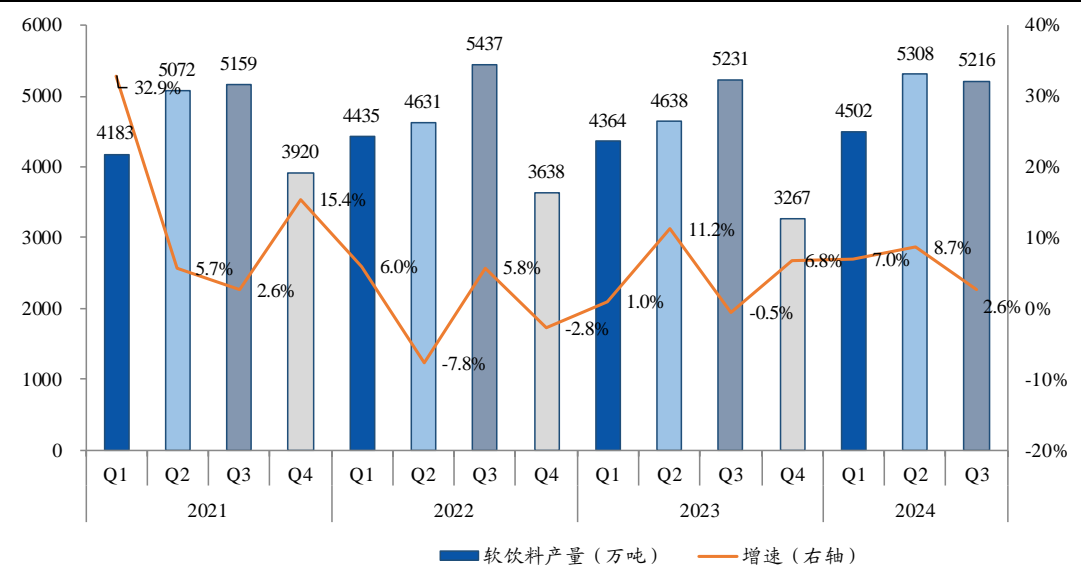
往后看，成本红利效应因基数原因可能逐步削弱，但产品红利和渠道红利有望延续。具体来看，企业在零食的产品定位上越来越注重绿色、健康等概念，在大单品策略实行下，部分品类仍有望持续扩容，如魔芋、鹌鹑蛋等。在渠道方面，量贩零食/会员店/抖音等内容电商这类新兴渠道仍处于蓬勃发展阶段，不论是在门店的数量和覆盖比例上，还是在门店铺货的SKU数量上，均有提升空间，进而有望继续给企业带来新的增量。

4.2.5 软饮料：细分赛道表现分化，重视个股逻辑

软饮料因低价高频消费特征契合当下性价比的消费趋势，需求韧性较强，细分品类景气度分化，龙头表现更佳。具体来看，整体板块仍有一定的成长性，产量和消费额均有所增长，但行业竞争明显加剧，健康化、功能性饮料细分赛道如能量饮料、电解质水、无糖茶景气度高。

根据国家统计局数据，2024年1-11月我国软饮料累计产量为1.74亿吨，同比增长6.10%。Q1-3产量分别为4502/5308/5216万吨，分别同比+7.00%/+8.68%/+2.60%。

图 41：国内软饮料产量情况



资料来源：国家统计局，财信证券（2024年数据为1-11月累计数据）

从上市公司报表来看，企业间分化显著，龙头公司东鹏饮料一枝独秀，其余企业陷入增长受阻。在竞争加剧的大背景下，费用投放预算增加，基本抹平毛利率提升的影响。东鹏饮料，核心产品东鹏特饮的全国化扩张顺利推进，第二曲线补水啦销售超预期，推动公司收入端高增；叠加成本红利和规模效应，公司盈利能力显著提升，毛利率和净利率再上一个台阶。依靠节假日礼赠需求推动的养元饮品和承德露露，经营压力显现，收入和利润均承压。

表 14: 主要软饮料企业的财务数据

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3
	单季度收入 (亿元)			单季度收入 YOY			单季度扣非归母净利润 (亿元)			单季度扣非归母净利润 YOY		
东鹏饮料	34.82	43.91	46.85	39.80	47.88	47.29	6.24	10.82	9.56	37.76	101.51	86.90
养元饮品	23.16	6.26	12.87	3.91	-19.09	-18.79	7.06	0.68	1.92	15.43	-34.25	-45.17
承德露露	12.27	4.07	5.25	7.53	15.39	-2.99	2.46	0.46	1.25	3.03	-38.67	-0.44
香飘飘	7.25	4.54	7.59	6.76	-7.54	-6.10	0.20	-0.63	0.37	382.57	14.11	-6.52
李子园	3.34	3.45	3.85	-3.17	-2.99	4.45	0.59	0.31	0.60	1.65	-57.59	25.14
欢乐家	5.51	3.94	3.95	6.61	-0.24	0.22	0.80	0.01	0.02	-5.14	-98.77	-95.02
维维股份	11.09	6.35	9.45	0.83	-30.20	-28.07	0.33	0.36	0.99	23.25	16.29	30.30
	单季度毛利率			单季度毛利率 YOY			单季度扣非净利率			单季度扣非净利率 YOY		
东鹏饮料	42.77%	46.05%	45.81%	-0.76%	3.30%	4.29%	17.93%	24.65%	20.41%	4.92%	6.56%	4.33%
养元饮品	47.17%	46.29%	45.49%	0.23%	6.38%	-0.15%	30.50%	10.89%	14.93%	4.08%	-2.51%	-7.19%
承德露露	43.71%	36.03%	40.68%	-3.94%	-1.30%	3.22%	20.06%	11.40%	23.86%	0.59%	-10.05%	0.61%
香飘飘	33.64%	25.71%	40.94%	2.62%	2.13%	2.41%	2.73%	-13.85%	4.93%	3.69%	1.06%	-0.02%
李子园	38.19%	38.33%	40.95%	1.57%	1.48%	5.24%	17.58%	8.87%	15.62%	0.29%	-11.43%	2.58%
欢乐家	38.70%	31.87%	30.31%	1.84%	-5.84%	-8.30%	14.57%	0.14%	0.52%	-0.79%	-10.96%	-9.89%
维维股份	16.60%	28.64%	28.07%	0.47%	7.33%	8.68%	3.01%	5.72%	10.51%	0.57%	2.29%	4.71%

资料来源: Wind, 财信证券

从产品品类来看, 契合“健康”概念的产品表现更佳, 而偏传统类饮品则陷入增长困境。以农夫山泉为例, 无糖茶“东方树叶”延续高增长态势, 带动茶饮料增长 59.5%; 健康纯果汁饮料增长 25.4%; 而传统包装水面临前所未有的竞争, 主动推出绿瓶纯净水, 价格战激烈, 上半年包装水收入下滑 18.3%。

表 15: 主要企业核心品类销售情况

公司名称	产品	2024Q1-3 收入 (亿元)	YOY	产品	2024H1 收入 (亿元)	YOY	
东鹏饮料	东鹏特饮	105.1	31.4%	农夫山泉	包装水	85.3	-18.3%
	补水啦	12.1	292.1%		茶饮料	84.3	59.5%
李子园	杏仁露	10.2	-2.6%	功能饮料	25.5	3.8%	
香飘飘	冲泡类	11.1	-8.3%	果汁饮料	21.1	25.4%	
	即饮类	8.0	7.9%	康师傅 饮品	270.6	1.7%	

资料来源: 东鹏饮料、李子园、香飘飘、农夫山泉、康师傅公司公告, 财信证券

往后看, 符合健康化、功能化和高性价比特征的细分品类生命周期更长, 有望延续高景气度。软饮企业大多为大单品策略, 渠道精耕细作下, 龙头企业品牌影响力有望持续提升。盈利能力方面, 成本红利也有望延续, 但费用率可能面临小幅抬升态势, 龙头企业的盈利能力有望稳步提升。

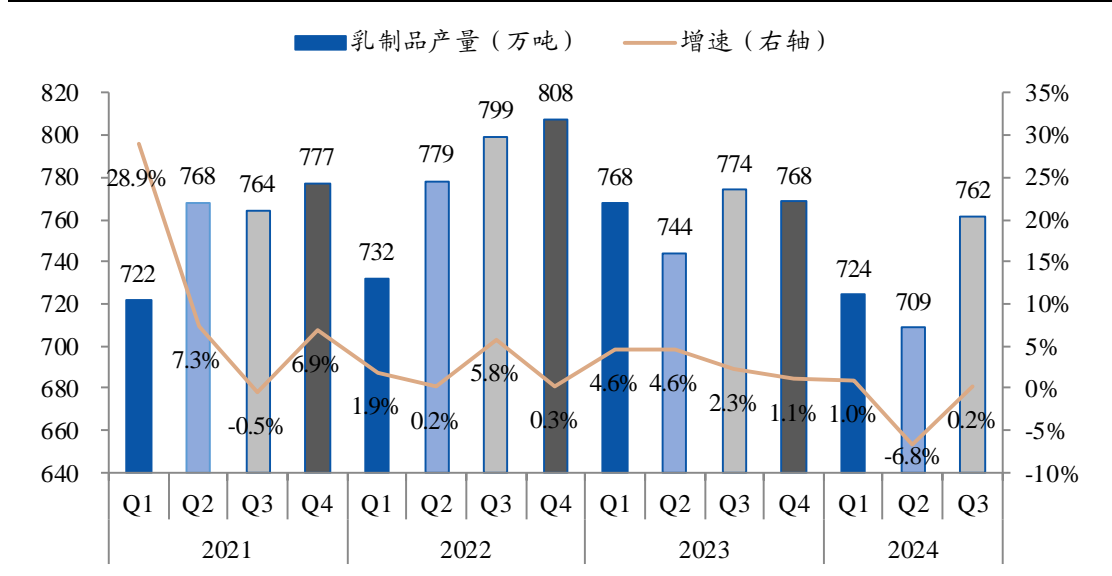
4.2.6 乳品: 产品结构升级持续, 具备周期向上反转潜力

从下游市场需求疲软, 导致终端动销压力较大, 以至于上游原材料生鲜乳的价格来到历史大底位置。目前来看, Q3 情况已经环比 Q2 有所改善, 板块的收入和利润增长均

好于 Q2。从消费需求来看，产品结构有一定变化，低温奶好于常温奶。

根据国家统计局数据，2024 年 1-11 月我国乳制品累计产量为 2694.8 万吨，同比下滑 2.40%。Q1-3 产量分别为 724/709/762 万吨，分别同比+1.0%/-6.8%/+0.2%。

图 42: 我国乳制品产量情况



资料来源: 国家统计局, 财信证券 (2024 年数据为 1-11 月累计数据)

表 16: 主要乳品企业的财务数据

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3
	单季度收入 (亿元)			单季度收入 YOY			单季度扣非归母净利润 (亿元)			单季度扣非归母净利润 YOY		
伊利股份	325.77	273.38	291.25	-2.58	-16.54	-6.67	37.28	15.97	31.84	12.39	-35.61	19.86
光明乳业	64.17	62.97	56.99	-9.25	-10.92	-12.66	1.86	1.63	-1.35	6.20	14.78	亏损
新乳业	26.14	27.51	27.85	3.66	-0.94	-3.82	1.00	2.13	1.93	33.75	37.66	19.73
妙可蓝多	9.50	9.73	16.72	-7.14	-6.74	-6.74	0.31	0.26	0.05	426.34	扭亏	扭亏
贝因美	7.20	6.96	6.70	2.28	9.30	16.59	0.18	0.20	0.10	364.72	-14.96	扭亏
天润乳业	6.41	8.03	7.13	1.47	5.90	2.73	0.23	0.01	0.50	-53.64	-98.14	85.64
一鸣食品	6.43	7.29	6.86	11.14	6.31	-0.36	0.10	0.17	0.12	240.78	-14.77	2.20
	单季度毛利率			单季度毛利率 YOY			单季度扣非净利率			单季度扣非净利率 YOY		
伊利股份	17.34%	13.03%	15.89%	0.64%	-1.45%	1.40%	11.44%	5.84%	10.93%	1.52%	-1.73%	2.42%
光明乳业	8.12%	8.17%	3.60%	-0.06%	0.43%	1.06%	2.89%	2.59%	-2.37%	0.42%	0.58%	-2.30%
新乳业	12.30%	13.88%	13.56%	0.73%	0.89%	1.10%	3.84%	7.74%	6.95%	0.86%	2.17%	1.37%
妙可蓝多	10.69%	13.01%	7.34%	2.25%	6.72%	1.83%	3.25%	2.67%	0.32%	2.68%	2.97%	0.78%
贝因美	15.89%	15.52%	12.97%	1.05%	1.33%	-2.61%	2.56%	2.88%	1.55%	2.00%	-0.82%	2.64%
天润乳业	10.72%	11.81%	13.47%	-3.76%	-3.99%	1.53%	3.54%	0.16%	7.06%	-4.21%	-8.84%	3.15%
一鸣食品	12.12%	5.85%	13.33%	1.84%	-1.94%	-1.33%	1.56%	2.28%	1.68%	1.05%	-0.56%	0.04%

资料来源: Wind, 财信证券

2024Q3, 成本红利下, 企业经营显著改善。2024Q3, 伊利股份/光明乳业/新乳业/妙可蓝多的收入分别同比增长-6.67%/-12.66%/-3.82%/-6.74%, 扣非归母净利润分别同比

+19.86%/亏损/+19.73%/扭亏。其中，龙头公司伊利股份具备经营韧性，经过渠道调整后已经进入盈利修复通道；新乳业深耕低温奶赛道，并持续拓宽公司的销售渠道，利润增速显著好于收入端；妙可蓝多则正式并表蒙牛奶酪公司，逐步走出经营困境。

从产品品类来看，低温奶好于常温奶。以低温奶为主的新乳业仍有一定的增长，而其余企业的液体奶收入增长为负；以婴幼儿奶粉为主的中国飞鹤上半年仍有中个位数增长；相对更为可选的冷饮产品市场萎缩更快，核心企业对应的收入下滑超 20%。

表 17: 主要企业不同乳品的销售情况

产品	公司名称	24H1 收入 (亿元)	YOY
液体奶	伊利股份	368.9	-13.05%
	蒙牛乳业	362.6	-12.92%
	光明乳业	72.3	-9.67%
	新乳业	48.4	0.54%
奶粉及奶制品	伊利股份	368.9	-13.05%
	蒙牛乳业	16.4	-13.67%
	中国飞鹤	110.6	5.00%
冷饮产品	伊利股份	73.2	-20.04%
	蒙牛乳业	33.7	-21.75%

资料来源: Wind, 财信证券

往后看，液态奶完成库存调整，龙头公司的渠道库存已经调整到良性水平，在低基数下有望恢复增长，同时，龙头公司主动控费，效果较好，利润率相对更有保证。此外，原材料生鲜乳有望于 2025 年下半年逐步达到供需平衡，价格回升，从而使得行业竞争趋于良性。

5 风险提示

宏观经济波动风险；需求恢复不及预期；行业竞争加剧；成本大幅上涨等。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6 - 12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5% - 15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10% - 5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5% - 5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438