



预期改善，枯木逢春

食品饮料行业2025年度投资策略

姓名 张宇光（分析师）

证书编号：S0790520030003

邮箱：zhangyuguang@kysec.cn

姓名 张思敏（联系人）

证书编号：S0790123070080

邮箱：zhangsimin@kysec.cn

核心观点

1.市场表现：食品饮料年初至今跑输大盘，板块市值下滑主因估值收缩

2024年1-10月食品饮料板块下跌4.4%，跑输沪深300约28.5pct，在一级子行业中排名靠后（第三十一）。分子行业看，软饮料板块涨幅较好（+33.9%），零食（+14.7%）、调味发酵品（+9.5%）表现相对靠前。预加工食品（-19.3%）、烘焙食品（-17.5%）走势较弱。食品饮料2024年1-10月PE较2023年底回落19.9%，预计2024年净利增长13.6%，两者共同作用，年初至今板块市值下降9.0%。

2.总量判断：消费偏弱，短期承压

宏观层面：2024Q3我国GDP增速为+4.6%，环比Q2回落，Q1-Q3的GDP增速为+4.8%，在市场预期之内。观察2024Q3社会消费品零售总额同比+2.5%，增速环比下降0.2pct，仍反映出消费需求恢复偏弱的现象。展望2025年春节，我们预判消费场景释放利好消费，且春节时间错配，部分备货可能在2024Q4，Q4消费增长有望环比Q3好转。微观产业层面：产量承压，收入与利润增速也逐渐回落。

3.2024年总结：业绩承压，分化加大

食品饮料行业2024年持续承压。从财报业绩表现来看，2024Q2、Q3食品饮料上市公司整体营收增速环比Q1回落，其中白酒板块表现尤为明显。从公募基金持仓变化也可看出，2024Q2开始基金较大幅度减仓食品饮料，Q3主动权益基金仍在减配。年内企业经营压力普遍增大，一方面在于全年消费需求持续走弱；另一方面部分企业给渠道减负，弱化对于回款完成率的要求。此外行业还体现出两个特性：一是业绩分化进一步拉大，多数龙头企业业绩保持稳定，但部分二线品牌出现收入降速，也体现出外部环境压力下龙头市占率仍有提升趋势；另一方面大众消费表现出较强的韧性，如白酒中地产酒增速普遍较好，东鹏饮料业绩表现突出。

4.投资机会展望：预期转向，大众为主，龙头更强

9月末中央政治局会议上货币政策组合拳落地，总体来看超预期，使得市场对于未来经济走向更加乐观。往2025年展望，食品饮料行业主线仍是消费复苏。我们选取2025年食品饮料交易策略四条主线：一是选择经济顺周期，基本面稳健向上品种，布局各子行业龙头；二是关注景气度上行，仍处于红利期的子行业；三是关注企业由于自身业务周期向上，处于困境反转的投资机会；四是上游成本变化情况，布局成本回落品种。

5.风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原料价格波动风险。

目录

CONTENTS

- 1 市场表现：食品饮料跑输市场，软饮料板块表现较好
- 2 行业：白酒调整蓄势，大众品持续分化
- 3 投资主线：预期回暖，枯木逢春
- 4 风险提示

1.1 2024年1-10月食品饮料板块跑输市场

食品饮料跑输大盘，软饮料板块表现较好。2024年1-10月食品饮料板块下跌4.4%，跑输沪深300约28.5pct，在一级子行业中排名靠后（第三十一）。分子行业看，软饮料板块涨幅较好（+33.9%），零食（+14.7%）、调味发酵品（+9.5%）表现相对靠前。预加工食品（-19.3%）、烘焙食品（-17.5%）走势较弱。软饮料板块表现较好，主要是东鹏饮料（+54.2%）涨幅较多。整体来看在市场更多关注主题投资的背景下，食品饮料传统板块表现欠佳。

图1：2024年1-10月食品饮料涨跌幅市场排名31/31

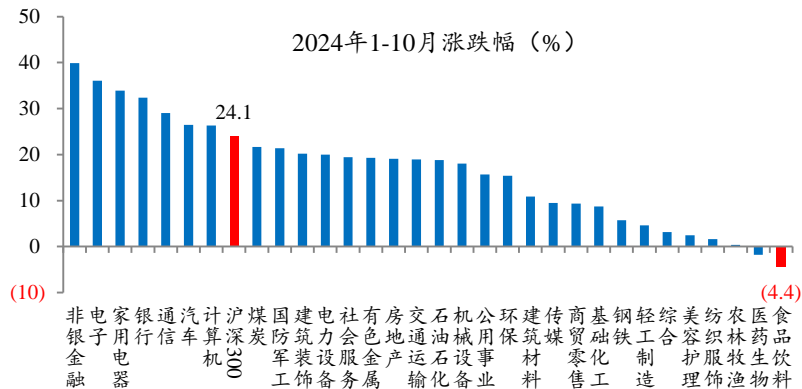
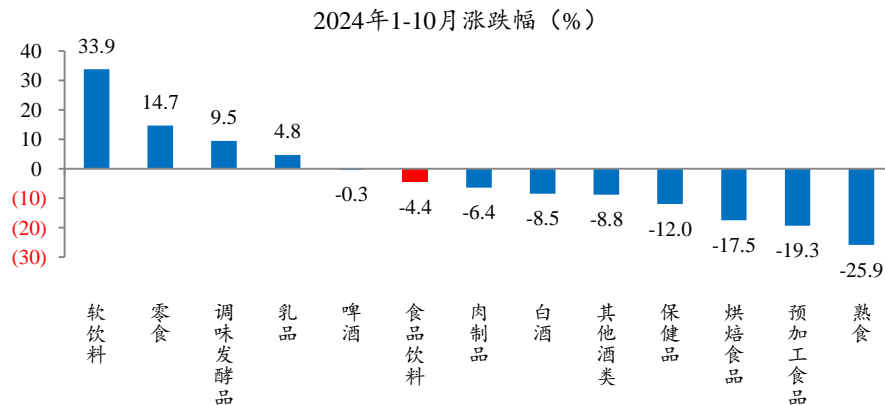


图2：2024年1-10月软饮料在食品饮料子行业中领涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

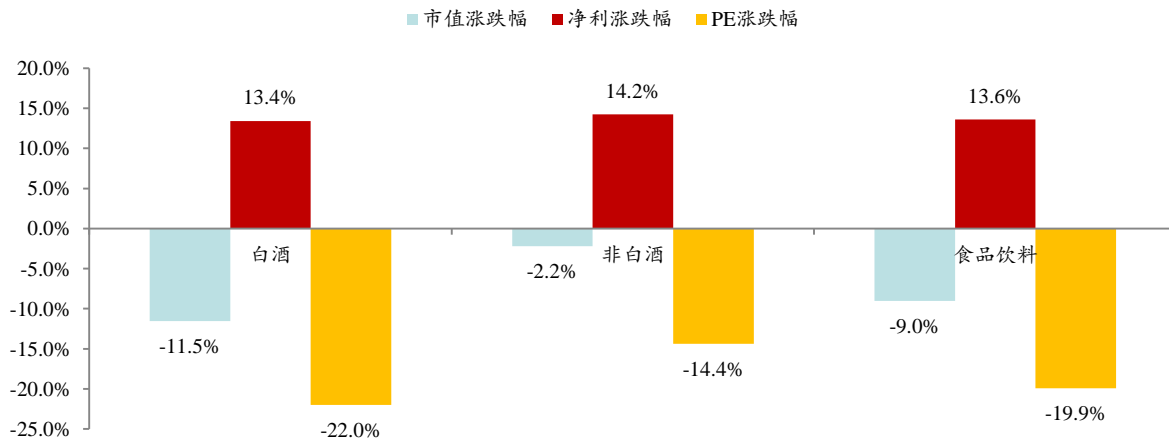
备注：板块涨跌幅为总市值加权平均，股价涨跌幅截至2024年10月31日

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：板块涨跌幅为总市值加权平均，股价涨跌幅截至2024年10月31日

2024年1-10月食品饮料板块市值下降，主要来自于估值下降。我们从市值分解角度观察，食品饮料2024年1-10月PE较2023年底回落19.9%，预计2024年净利增长13.6%，两者共同作用，年初至今板块市值下降9.0%。其中：白酒估值同比下降22.0%，预计2024年净利增长13.4%，白酒板块市值下降11.5%；非白酒估值下降14.4%，预计2024年净利增长14.2%，板块市值回落2.2%。整体来看2024年初以来食品饮料板块市值下降，估值下降是主要原因。

图3：2024年1-10月食品饮料板块市值下降，主要来自于估值下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2024年10月31日，盈利预测来自Wind一致预测

1.1 2024年1-10月食品饮料板块跑输市场

食品饮料板块估值在31个行业处于中等水平，环比略有回升。10月末食品饮料估值（TTM）约20.9倍，与其他子行业相比处于中等位置，近期估值环比有所回升，但当前估值水平仍低于2019年初水平。

图4：2024年10月末食品饮料估值处于行业中等水平

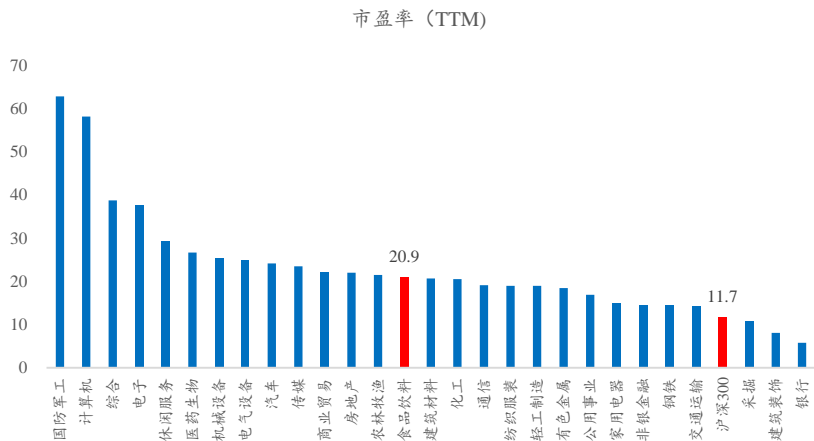
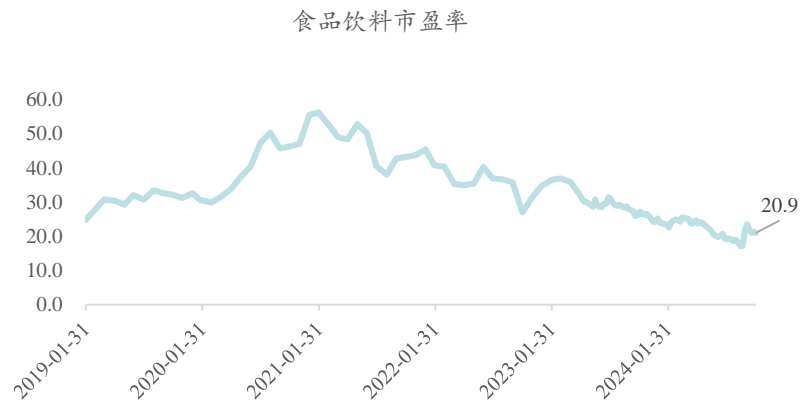


图5：2024年10月末食品饮料估值环比有所回升



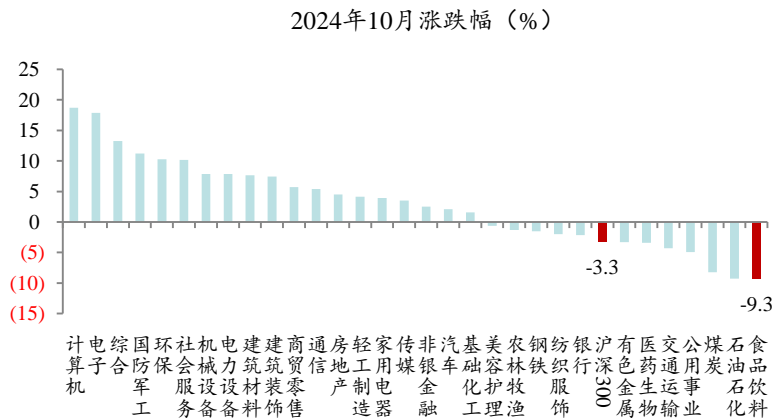
数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2024年10月31日

数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2024年10月31日

1.1 2024年1-10月食品饮料板块跑输市场

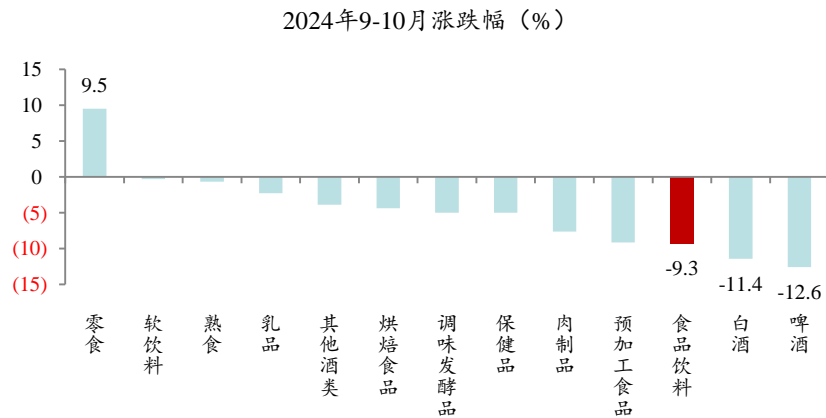
2024年10月食品饮料股价涨幅跑输市场。进入四季度以来，2024年10月食品饮料板块下跌9.3%，跑输沪深300约6.0pct，在一级子行业中排名最末。分子行业看，零食(+9.5%)是唯一正收益的子行业，白酒(-11.4%)、啤酒(-12.6%)排名靠后。

图6：2024年10月食品饮料涨跌幅市场排名最末



数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2024年10月31日

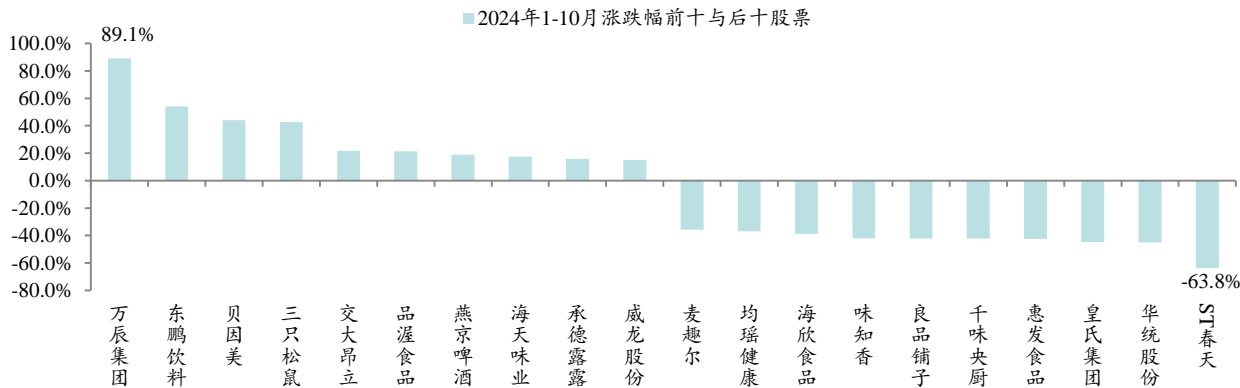
图7：2024年10月零食在食品饮料子行业中涨幅最好



数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2024年10月31日

行业景气度高、成长性和业绩较好的公司股价表现居前。2024年食品饮料板块整体走势相对平淡，春节后受益于节假日消费超预期以及春季糖酒会表现较为乐观，板块股价有所回升。进入5月后板块股价进入低位运行，一方面终端消费需求走弱，另一方面茅台酒批价波动影响市场情绪。9月底随着一揽子经济政策的出台和落地，市场信心好转，具有成长性、业绩增速快、基本面较好的标的实现较好表现。10月份随着市场对于业绩的修正，股价又有部分回调。2024年1-10月板块涨幅前10股票中：万辰集团（+89.1%）、东鹏饮料（+54.2%）、三只松鼠（+42.8%）行业景气度较高、成长性和业绩增速较好；贝因美（+44.1%）受益于三胎概念，股价表现较好。排名后十股票基本都是业绩预期较低，公司处于经营低谷阶段。

图8：2024年1-10月行业景气度高、成长性和业绩较好的标的表现居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

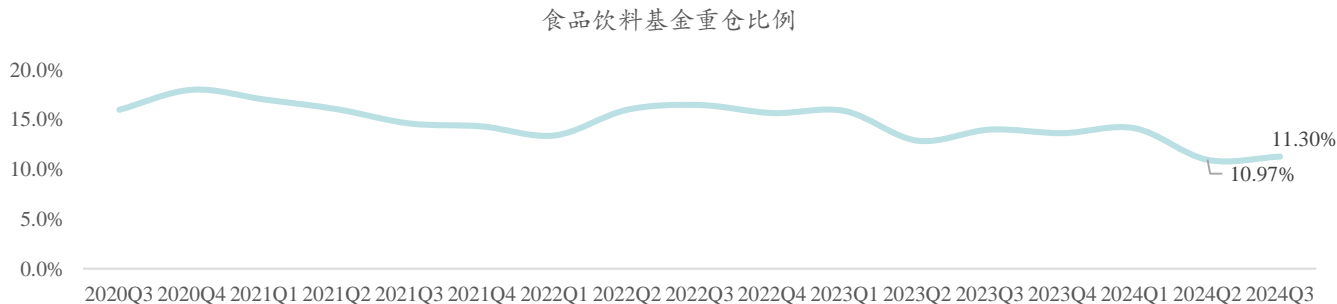
备注：股价涨跌幅截至2024年10月31日

1.3 2024Q3全市场小幅加配食品饮料，主动权益基金减配

2024Q3全市场基金食品饮料配置比例小幅回升。从基金重仓持股情况来看（全部市场基金），2024Q3食品饮料配置比例（重仓持股市值占重仓股票总市值比例）由2024Q2的11.0%回升至11.3%水平，环比回升0.3pct，仍处于近年来偏低位置。分解来看，主要是白酒重仓比例回升0.4pct。

2024Q3主动权益基金减配食品饮料。我们选取主动权益基金（普通股票、偏股混合、灵活配置三类基金），从基金重仓持股情况来看，2024Q3食品饮料配置比例为8.2%，和2024Q2的8.6%相比，下降0.4pct，说明三季度主动基金减少食品饮料配置。我们可推断出，三季度被动基金有加仓食品饮料的动作。主动权益基金的减仓行为反映出市场对于食品饮料的基本面情绪仍偏悲观。三季度市场较淡，消费需求较弱，叠加中秋节前飞天茅台酒批价受扰动下行，市场前期对于食品饮料情绪阶段性进一步走低。三季度末中央政治会议发布刺激经济政策，货币及财政政策齐发力，市场对宏观经济预期回暖，表现为国庆节前最后一周市场大盘升温，食品饮料前期回调较多，获得众多资金青睐，当周板块估值大幅提升。观察季末数据，食品饮料三季度末的仓位较二季度末有小幅回升。进入10月以来随着中秋国庆白酒消费不及预期，食品饮料股价出现回调。我们预判四季度末食品饮料持仓情况可能会有环比回落。

图9：2024Q3全市场基金重仓食品饮料比例环比回升至11.3%水平

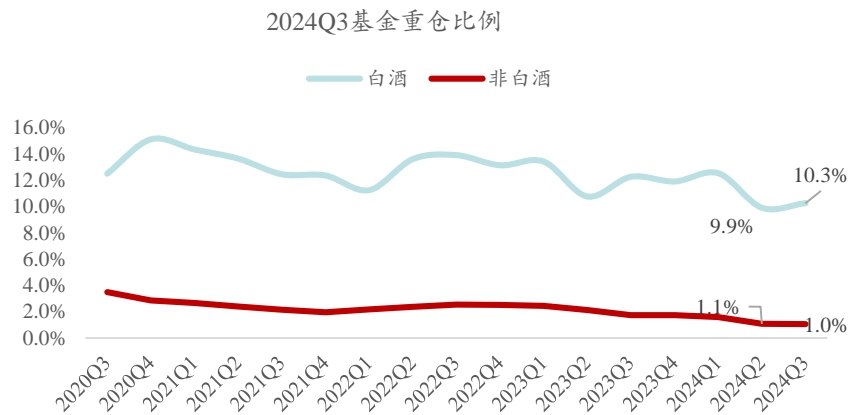


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 2024Q3全市场小幅加配食品饮料，主动权益基金减配

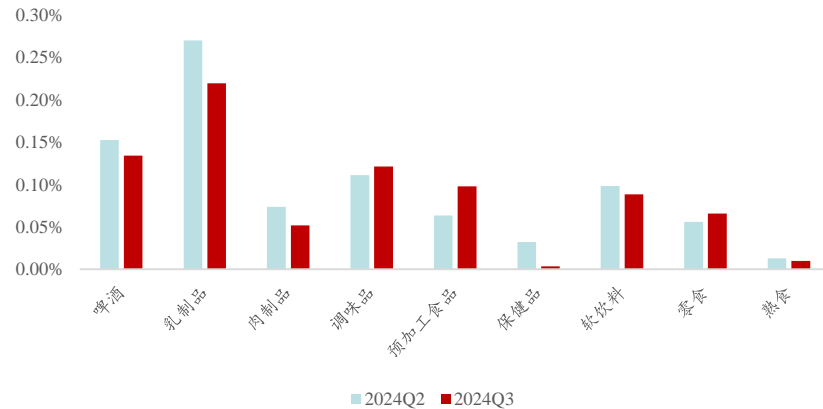
从子行业分解来看，基金重仓白酒比例由2024Q2的9.9%回升至2024Q3的10.3%水平。从重仓白酒的持股数量来看，老白干酒、五粮液、顺鑫农业、迎驾贡酒、贵州茅台、口子窖、洋河股份等被基金增持较多；今世缘、泸州老窖、舍得酒业、伊力特、古井贡酒、山西汾酒等被基金减持（持仓变动股份数为负）。从持仓市值（金额）变化情况来看，贵州茅台、五粮液、洋河股份、老白干酒、山西汾酒等基金持仓市值变动为正，泸州老窖、古井贡酒、今世缘、舍得酒业等基金持仓市值环比二季度均有下降。整体来看三季度白酒持仓虽有回升，但分化明显加大。2024Q3整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回落0.03pct至1.0%水平，其中除调味品、预加工食品、零食外，其余子行业被基金不同程度减持。

图10：2024Q3白酒与非白酒重仓比例回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2024Q3非白酒子行业重仓比例回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

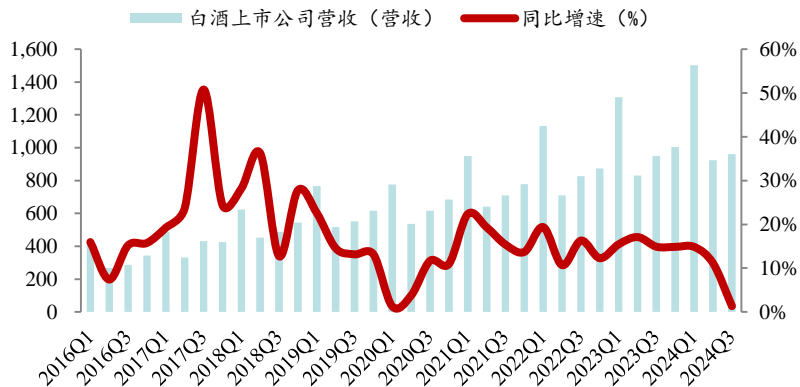
- 1 市场表现：食品饮料跑输市场，软饮料板块表现较好
- 2 行业：白酒调整蓄势，大众品持续分化
- 3 投资主线：预期回暖，枯木逢春
- 4 风险提示

2.1 白酒：酒企主动调整释放压力，蓄势长期健康发展

三季度节日期间需求平淡，白酒上市公司整体收入和净利润同比微增。三季度白酒行业消费偏淡，一方面由于经济增长偏缓，政商务消费需求有所承压；另一方大众居民消费相对谨慎，中秋国庆期间宴席、餐饮等消费场景表现偏弱。整体来看，三季度白酒上市公司（剔除岩石股份与天佑德酒，下同）业绩保持稳步增长，但增速环比持续放缓，2024Q3上市白酒公司整体收入962.0亿元，同比增长1.3%，实现归母净利润360.35亿元，同比增长2.4%。

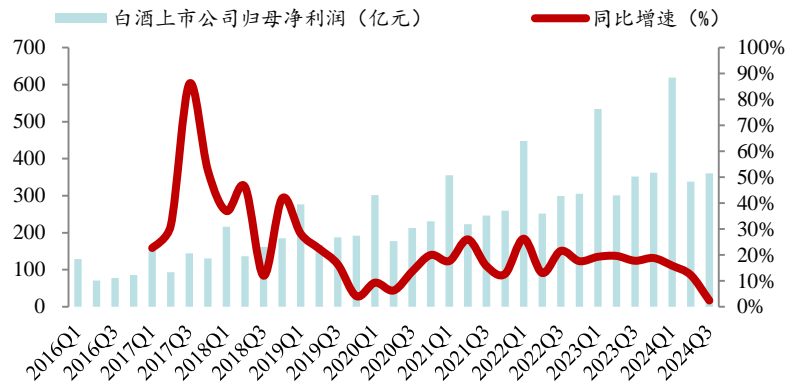
酒企主动调控释放压力，2025年有望保持稳步增长。从酒企端来看，酒企在三季度并未向渠道进行过多发货和打款要求，主要以帮助渠道动销和去库存为主，通过主动调整释放市场压力，保障渠道健康良性发展。9月底随着一揽子增量政策的出台，市场信心短期改善较好，随着后续政策的落地执行，预计宏观经济有望逐步好转，带动大众消费需求回暖，白酒行业有望在2025年保持稳步增长趋势。

图12：2024Q3上市白酒企业收入同比增长1.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2024Q3上市白酒企业利润同比增长2.4%



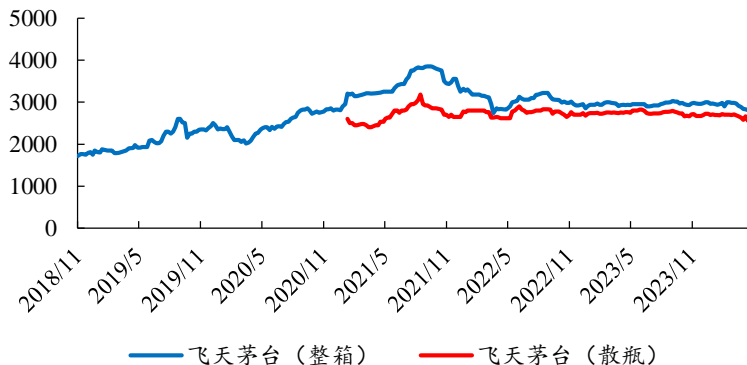
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 白酒：酒企主动调整释放压力，蓄势长期健康发展

高端白酒业绩增速环比下降，酒企主动进行调整，收入利润符合预期。三季度高端酒企依托品牌优势和多元化需求保持稳健增长，虽然收入利润增速环比下降，但考虑宏观环境影响，业绩表现符合预期。各酒企主动调整产品及投放及渠道库存，保障渠道平稳发展，缓解库存和资金压力，蓄势长期发展。

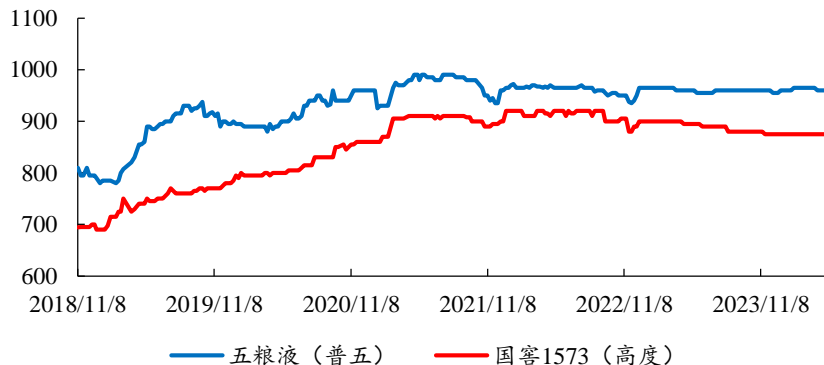
展望2024年全年，经济逐步复苏下，高端白酒价格有望企稳回升。长期来看高端白酒批价有望迎来稳步上升趋势，一方面当前消费场景恢复较快，高端宴请和礼赠需求得到释放；另一方面随着促经济政策逐步推出，社会经济活跃性开始稳步恢复，商务活动有望逐步增多。此外，高端酒企也将通过产品结构调整来提升整体均价水平，2024年贵州茅台将加大非标酒和1935投放，推进精品、珍品、生肖酒、二十四节气酒等产品，通过差异化产品推动整体均价水平提升。五粮液对普五进行缩量 and 上调出厂价格，普五批价已逐步企稳回升，有望向千元价格带进发，同时将通过文创和定制产品投放，打造超高端产品矩阵，进而拉动普五品牌影响力提升。泸州老窖将坚持高低度国窖协同运作，高度国窖稳步推进控量挺价策略，紧跟五粮液向上挺价，打造高端品牌影响力，低度国窖承担放量增长，主要在华北等地区培育消费氛围。

图14：飞天（散瓶）价格2024年有所波动（单位：元）



数据来源：今日酒价、开源证券研究所

图15：五粮液和国窖价格波动前行（单位：元）



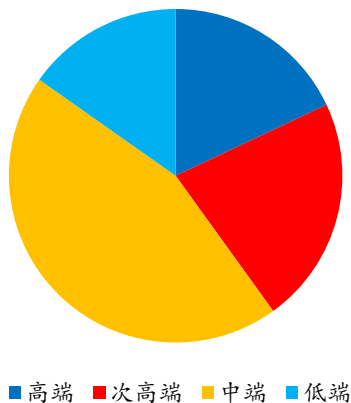
数据来源：今日酒价、开源证券研究所

2.1 白酒：酒企主动调整释放压力，蓄势长期健康发展

商务消费活动恢复较慢，次高端酒企仍处于承压阶段，业绩延续分化增长。2024Q3受宏观经济影响，商务消费场景恢复节奏相对较慢，次高端酒企由于品牌势能、渠道建设和库存情况不同，因此在业绩表现上存在较大差异。分品牌看，山西汾酒业绩符合预期，Q1-Q3中高端产品的增速仍处于良性发展状态。舍得酒业Q3中高档酒下滑，主要原因是商务需求较弱，对次高端影响较大，公司考虑长期发展，主动控货去库存。

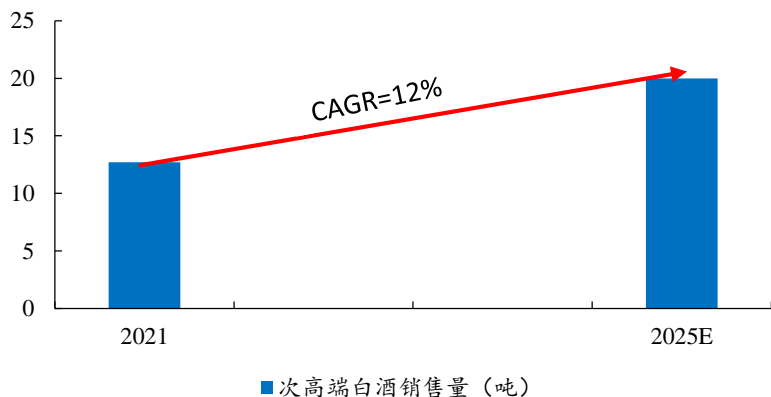
中长期经济复苏将拉动次高端酒价格带上移，次高端仍是成长潜力最大价格带。次高端酒消费升级与经济环境相关性较大，一方面在服务业、制造业经营改善后，居民就业率和收入水平得到提升，推动白酒消费升级趋势延续，大量100-300元消费群体将向升级至300元以上价格带，进而拉动次高端白酒价格提升。另一方面，经济增长下高端白酒批价将先于次高端白酒提升，随着五粮液和泸州老窖提升至千元价位后，将进一步打开次高端价格上限，为次高端酒价格上移提供良好环境。

图16：2023年销售额角度看次高端占比较低



数据来源：中商情报网、开源证券研究所

图17：销量角度看次高端销量仍有提升空间



数据来源：华夏酒报公众号、开源证券研究所

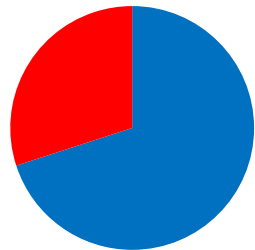
2.1 白酒：酒企主动调整释放压力，蓄势长期健康发展

宏观经济压力下，区域头部酒企主动放缓经营节奏，整体保持稳健增长。三季度区域头部酒企延续稳健增长趋势，但业绩增速环比有所下降，主要系宏观经济环境压力下，大众白酒消费需求表现平淡，江苏和安徽白酒行业竞争压力持续加剧，头部酒企主动调整经营节奏，释放报表压力。分品牌看，古井贡酒Q3业绩保持稳步增长，估计主要系大众价位产品贡献增量，次高端以上产品增速有所回落。口子窖Q3业绩低于市场预期，主要系老产品及兼系列高档产品动销承压，有所下滑。

增量放缓背景下，区域酒企在基地市场集中度提升速度加快。面对严峻的行业环境，强势地产酒一方面通过强大的组织能力，加大费用投入，咬定全年目标不放松；另一方面，渠道主动抛弃新兴品牌，加强与传统品牌的合作，区域强势市场份额进一步提升，从而实现了业绩的稳定增长。反观三四线弱势地产白酒，面对强势品牌的大力抢夺，其营收普遍出现大幅下滑。

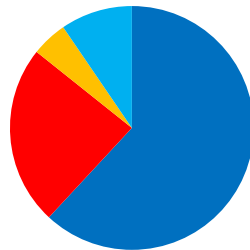
长期展望来看，区域白酒持续升级是主要增长动力。目前全国大部分地区大众宴席主流消费价格带区大部分在200元及以下，近年来区域强势酒企也在大本营市场积极推进产品升级，凭借坚实的渠道基础和消费者品牌忠诚度，近年来普遍在300-500元价格带布局上有了良好的成果，未来结构升级将是大众酒龙头业绩增长的主要驱动力之一。

图18：2023年安徽省白酒市场CR3占比超70%



■ 古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖 ■ 茅台、五粮液等外来名酒

图19：2023年江苏省地产酒市占率超60%



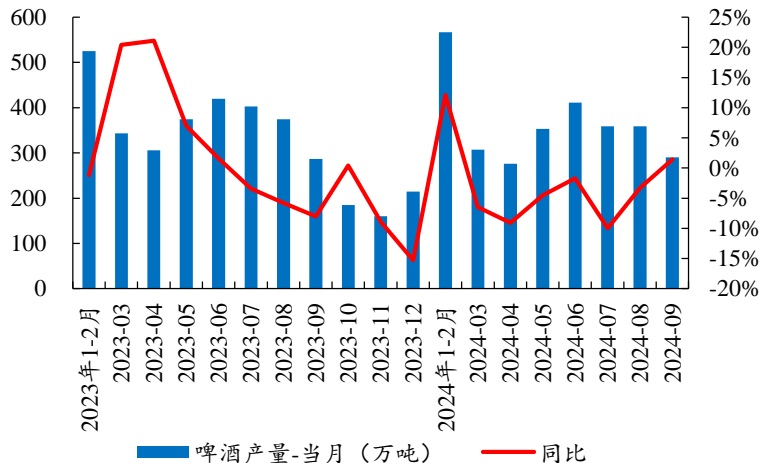
■ 江苏省地产酒 ■ 名酒核心产品 ■ 名酒系列产品 ■ 其他

数据来源：酒业家公众号、开源证券研究所

数据来源：酒说公众号、开源证券研究所

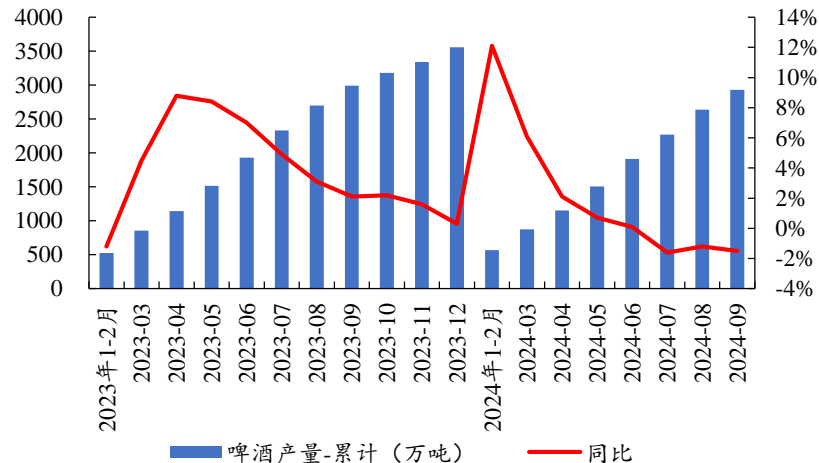
2024Q3啤酒产量同比维持负增长，旺季需求承压。2024年1-9月国内啤酒累计产量同比降1.5%，其中7月、8月、9月啤酒产量同比分别降10%、降3.3%、增1.4%；从节奏来看，7-9月延续2024Q2相对疲软的需求趋势，虽然4-6月产量降幅同比收窄，但趋势并未延续，需求仍较低迷，动销低于预期，7月份以后产量快速下跌，行业重新调整生产节奏、去库存。我们认为主因餐饮需求疲软、基数较高、极端天气增多等因素影响导致啤酒销量、结构均承压。8-9月旺季逐渐结束，但行业产量同比数据逐渐恢复，我们认为一是因为低基数（2023年8-9月行业生产低迷），二是行业库存逐渐去化、维持合理补库状态。

图20：2024年9月啤酒产量同比增1.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2024年1-9月啤酒累计产量同比降1.5%

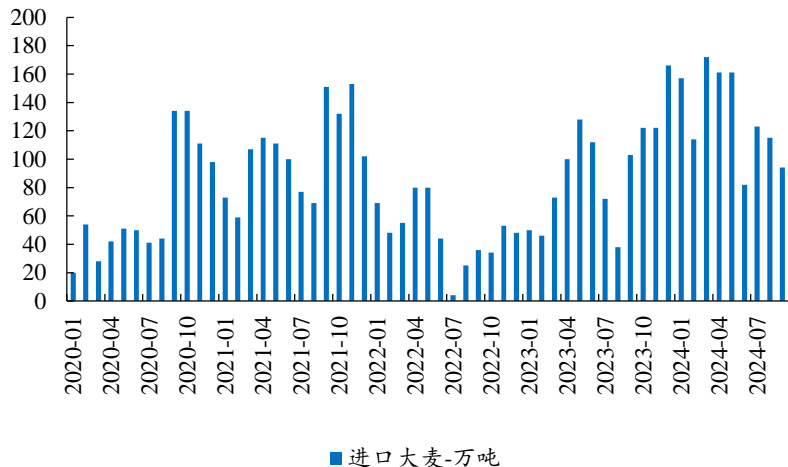


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 啤酒：2024Q3啤酒需求再下台阶，卸下包袱，轻松上阵

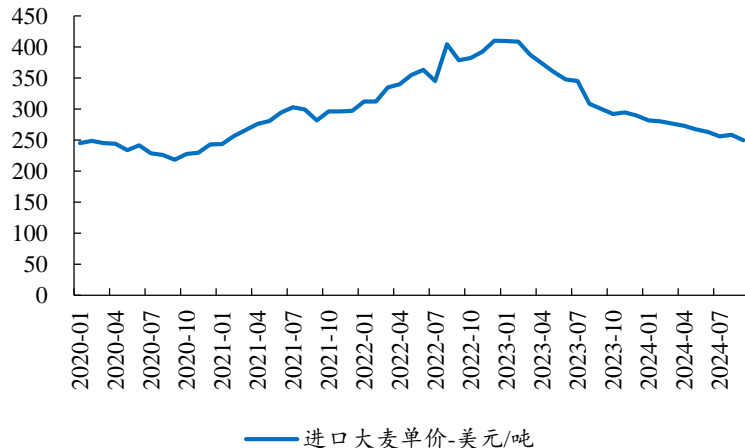
短期景气度低迷，卸下包袱，轻装上阵。2024Q3行业需求延续低迷趋势，受消费力下行、餐饮需求疲软影响，主流酒企量价表现有所回落，中高档啤酒竞争逐渐激烈、增速放缓，行业高端化进程阶段性告一段落。同时，行业利润也逐渐呈现压力，虽然大多数酒企毛利率有所改善，但销售费用率仍有所上升，行业利润未延续2024Q2增长趋势。成本方面，2024年进口大麦随着澳洲大麦双反政策取消之后快速增长，大麦进口价格持续下行。展望2025年，我们认为，随着宏观刺激政策落地，行业需求有望逐渐回暖，行业逐渐恢复韧性，销量有望较快恢复，结构呈现逐步弱复苏趋势。

图22：2023年4月以来进口大麦数量呈增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2023年以来大麦进口均价持续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

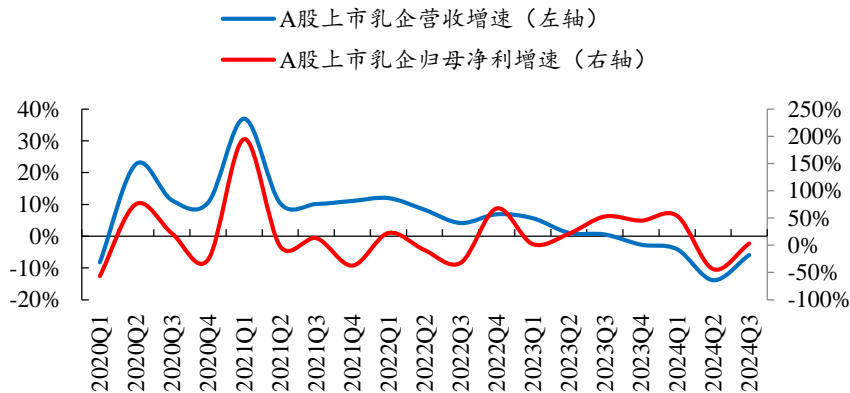
2.3 乳制品：乳制品需求仍承压，行业竞争理性

乳制品需求仍偏弱，2024Q3乳企营收、利润均环比改善。Q3乳制品需求仍偏弱，终端动销压力较大，但乳企基本完成库存调整，上市乳企营收环比Q2有所改善；同时，Q3原奶红利持续、产品价格回升，上市乳企归母净利润同比增3.3%，环比显著改善。

奶价延续下行趋势，预计四季度奶价压力趋缓。2024年10月24日，国内生鲜乳价格3.1元/公斤，环比持平，同比-15.9%，中短期看国内奶价仍处于回落趋势中，但随着上游奶源供给出清、促牛奶消费政策出台，预计Q4原奶价格下行压力逐渐趋缓。

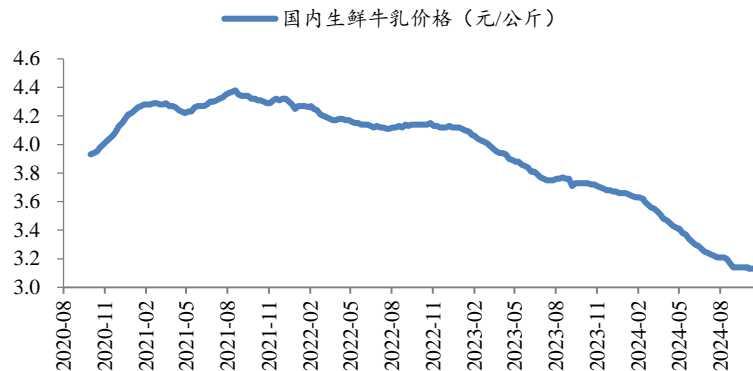
行业集中度可持续提升，龙头领先优势稳固，推荐护城河稳固，领先优势稳固，多业务布局的龙头伊利股份。2024年前三季度龙头伊利股份领先优势稳固，2024Q3公司液体乳、成人奶粉、冷饮市场份额继续稳居细分市场第一。龙头不断升级产品结构、坚持精耕策略、完善上游奶源战略布局、持续提升品牌力，领先优势稳固，毛利率持续提升，市场份额仍有望不断扩大，乳制品行业集中度有望持续提升。推荐护城河稳固，领先优势稳固，多业务布局的龙头伊利股份。

图24：2024Q3 A股上市乳企营收同比降5.9%，归母净利同比增3.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2024年10月24日生鲜乳价格同比-15.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

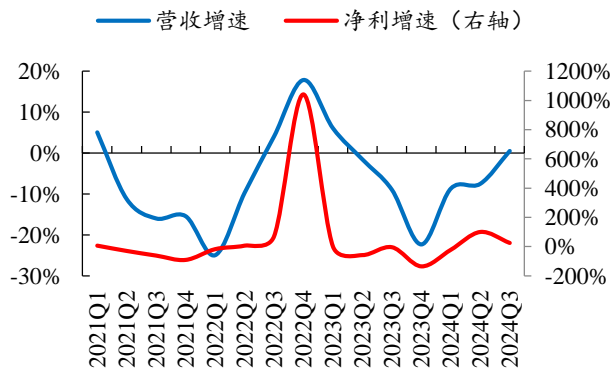
2.4 肉制品：猪价上行背景下屠宰利润改善，肉制品吨利仍维持高位

2024Q3行业营收、净利均增长。上市肉企2024Q3营收同比增0.5%，归母净利润同比增24.7%。双汇发展2024Q3屠宰量环比增长、同比下降；屠宰利润同比降53.6%，主因2024年猪价上涨走势与2023年错位，低成本冻品带来的利润提升更多体现在Q2，且Q3的高猪价不易于鲜品销售及盈利。肉制品量利均环比改善，主因市场和渠道积极措施成效显现，且成本控制和产品结构调整下盈利能力较好，Q3吨利创历史最佳水平。Q4肉制品产销量和盈利同比均有望明显提升，全年规模和利润有望基本稳定。

三季度屠宰量、生猪存栏量均下降，预计四季度屠宰量逐渐恢复。2024Q3生猪定点屠宰企业屠宰量同比降7.3%，2024年9月生猪存栏同比降3.5%，能繁母猪存栏同比降4.2%。全年维度来看，双汇发展Q3低成本冻品加大出库，Q4仍属乳制品消费旺季，屠宰量有望逐渐恢复增长，叠加积极开拓增加网点数量，预计2024年屠宰业务的规模和利润均有望保持在平衡线上。

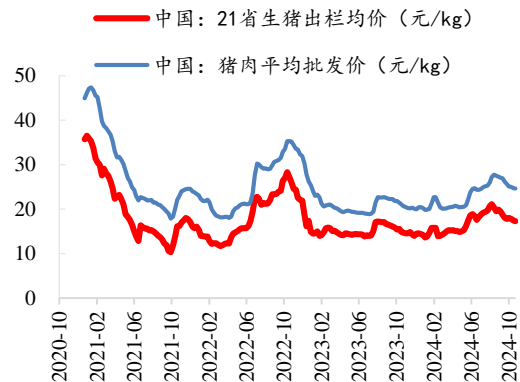
推荐已形成产业闭环，布局新赛道，吨利长期稳中有升的龙头双汇发展。

图26：2024Q3上市肉企营收、归母净利润同比均增加



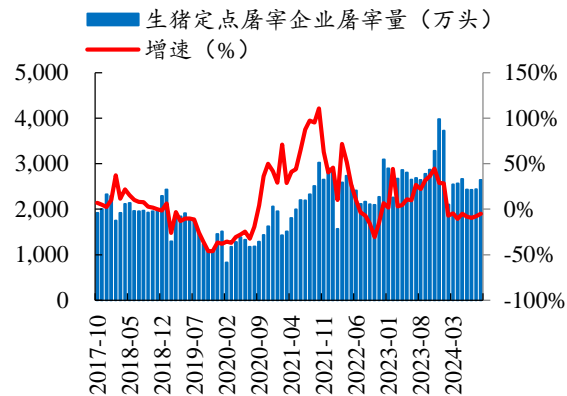
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2024年11月2日猪肉价格同比+19.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

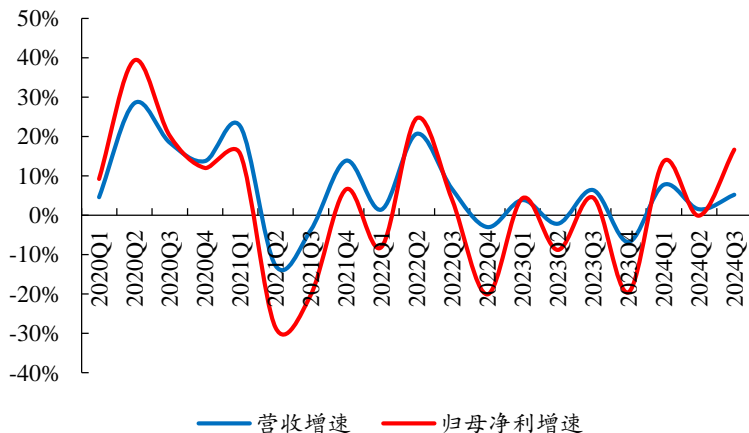
图28：2024年三季度生猪定点屠宰量同比降7.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

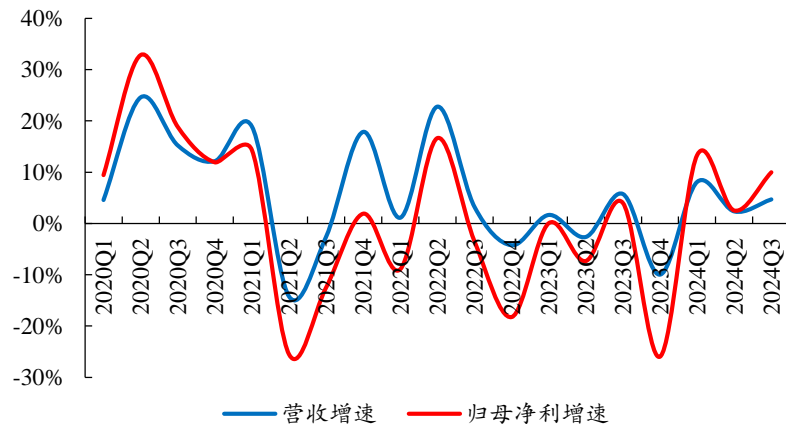
调味品上市公司2024Q3整体营收增长回暖，盈利能力同比、环比均有所改善。2024Q3调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技，中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据）整体实现营业收入111.7亿元，同比增长5.2%；整体归母净利润（中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据）为21.6亿元，同比+16.7%。我们观察酱醋公司，2024Q3营收/归母净利润分别同比增长4.7%/10.0%，营收利润均呈改善态势。我们认为主要系：（1）2024Q3餐饮渠道需求略有复苏；（2）2024Q3部分公司的改革成效开始逐步显现；（3）主要原材料成本进一步走低，成本红利释放带来毛利率改善。

图29：2024Q3调味品营收、归母净利润分别同增5.2%/16.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2024Q3酱醋公司营收、归母净利润分别同增4.7%/10.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.6 休闲食品：三季度收入增长较快，关注上市公司新渠道发展

三季度消费场景环比恢复，2024Q3休闲食品上市公司营收利润均有提升。2024Q3休闲食品上市公司整体实现营业收入96.0亿元，同比增长4.1%，环比二季度小幅提速；整体归母净利润6.6亿元，同比提升29.9%。整体看2024Q3环比二季度经营小幅恢复，二季度缺乏消费场景刺激，三季度暑假、开学季、中秋、黄金周等场景对终端有一定贡献，四季度即将进入春节备货旺季，预计收入环比有望加速，关注持续发力新产品新渠道的上市公司。

从盈利能力看，2024Q3休闲食品上市公司的平均毛利率为30.5%，同比下降0.06pct，保持相对平稳，环比提升1.61pct；2024Q3休闲食品上市公司整体销售费用率为16.5%，同比下降0.53pct，2024Q3整体毛销差环比扩大。2024Q3休闲食品上市公司整体归母净利率为6.82%，同比提升1.35pct，归母净利率同比有所提升主因毛利率回升以及渠道营销费用投放减少所致。

图31：2024Q3休闲食品行业营收、归母净利润均增长

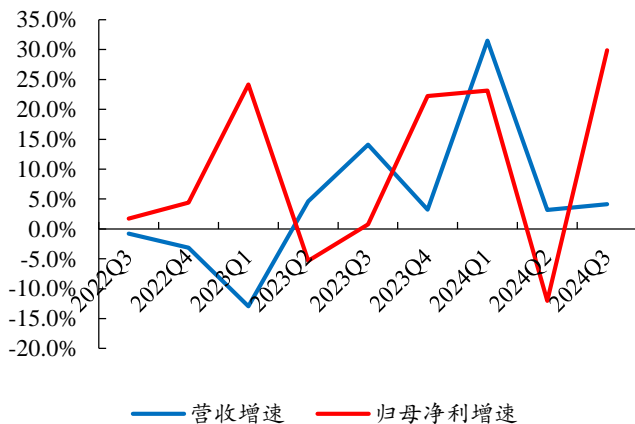


图32：2024Q3休闲食品上市公司毛销差扩大

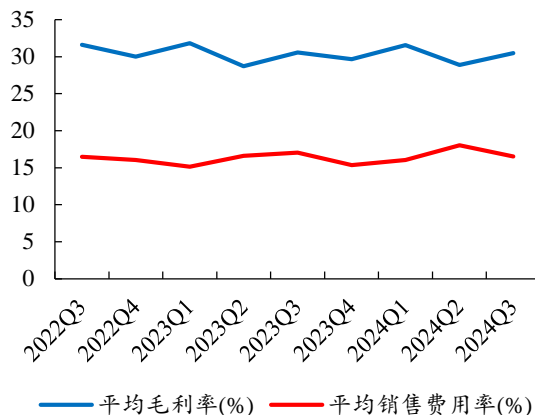
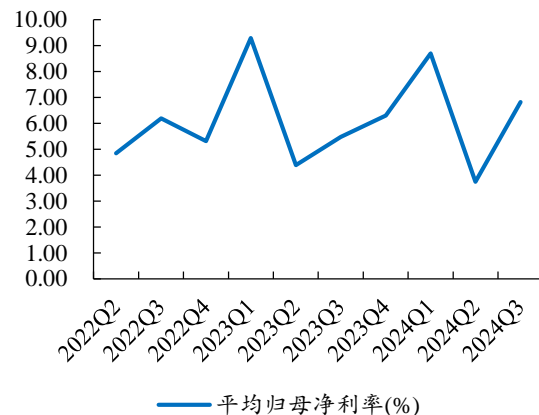


图33：2024Q3休闲食品上市公司归母净利率提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

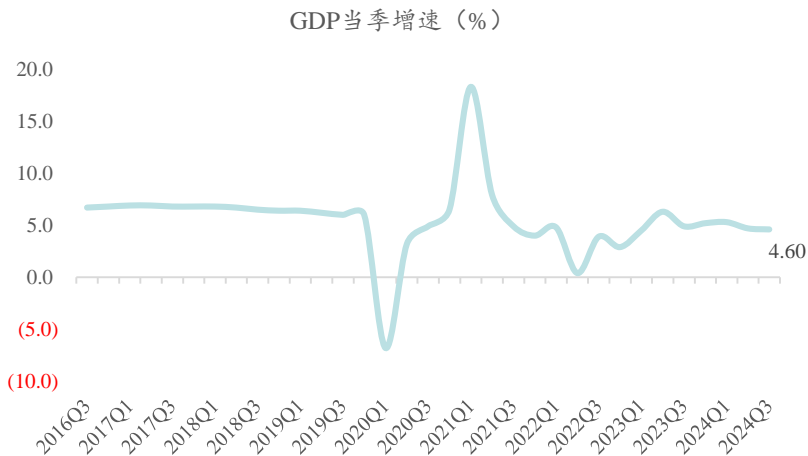
CONTENTS

- 1 市场表现：食品饮料跑输市场，软饮料板块表现较好
- 2 行业：白酒调整蓄势，大众品持续分化
- 3 投资主线：预期回暖，枯木逢春
- 4 风险提示

3.1 总量判断：三季度消费低迷，短期承压

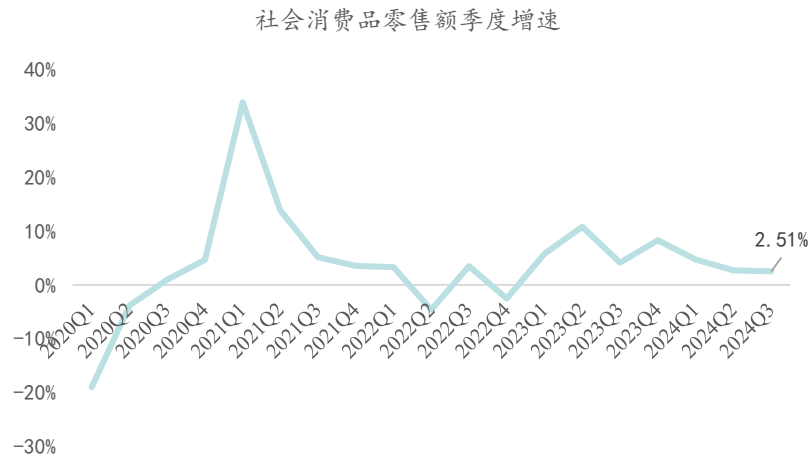
从宏观层面来看，2024Q3我国GDP同比增速为+4.6%，环比二季度回落，Q1-Q3我国GDP同比增速为+4.8%，在市场预期之内。观察2024Q3社会消费品零售总额同比+2.5%，增速环比2024Q2下降0.2pct，仍反映出消费需求恢复偏弱的现象。宏观经济增速与社零数据基本匹配，也反映三季度消费环境承压。展望2025年春节，我们预判消费场景释放利好消费，且春节时间错配，部分备货可能放在2024Q4，预计四季度消费增长情况相比三季度可能有所好转。

图34：2024Q3 GDP同比增4.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2024Q3社零同比增速+2.5%，环比回落

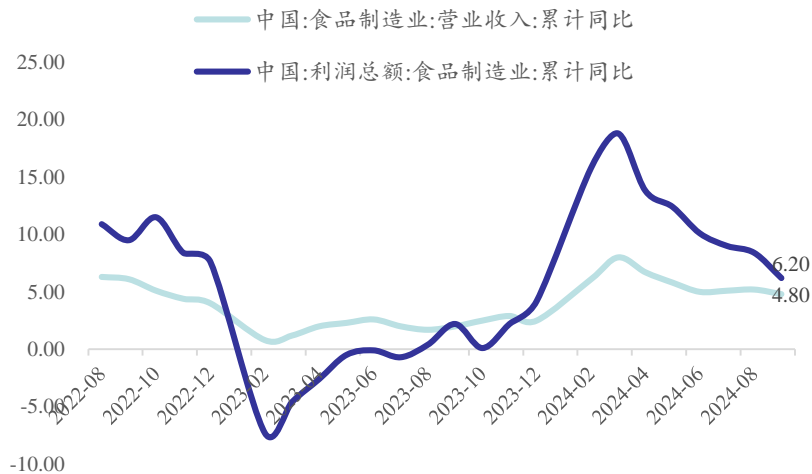


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 总量判断：三季度消费低迷，短期承压

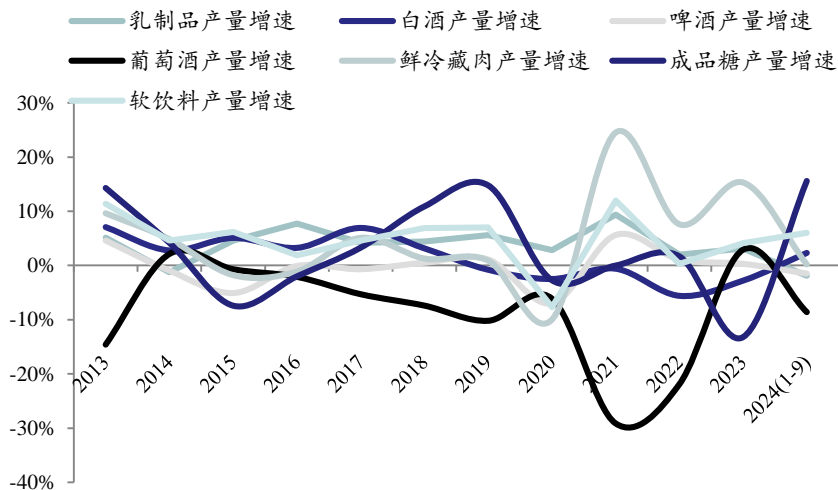
从微观层面来看产业表现，产量承压，收入与利润增速也逐渐回落：食品制造企业2024年1-9月营收同比增速+4.8%，从4月份开始累计增速呈下行趋势；利润总额同比增长6.2%，增速也呈逐月回落趋势，表明行业确实存在压力。观察行业产量数据，部分子行业仍呈增速回落趋势：与2023年相比，2024年1-9月白酒、成品糖产量增速由负转正；软饮料产量增速回升，其余子行业产量增速均有下行。整体来看行业产量仍承受压力。

图36：2024年食品制造企业营收与利润增速呈回落趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：2024年1-9月食品饮料部分子行业产量增速较2023年仍有回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 2024年三季度报总结：业绩承压，分化加大

上市公司三季度报已经全部披露，整体来看2024Q3食品饮料板块营收同比增3.5%，增速较2024Q2（0.0%）略有回暖；利润同比增长2.3%，增速较2024Q2（+10.7%）有明显回落。其中白酒三季度收入增速+0.8%，回落较多，熟食行业收入增速-10.1%，下滑最多。大众品中零食（+100.8%）、保健品（+10.2%）、调味品（+9.6%）增速较高。此外三季度报还体现了两个特性：一是业绩分化进一步拉大，多数龙头企业业绩保持稳定，如贵州茅台、海天味业等业绩仍在市场预期内平稳增长，但部分二线品牌出现收入降速的情况，也体现出外部环境出现压力的背景下龙头市占率仍有提升趋势；另一方面大众消费表现出较强的韧性，如白酒中地产酒增速普遍较好，东鹏饮料业绩表现突出。由于2025年春节时间提前，节日错配可能导致多数企业备货时间发生在2024Q4，我们判断四季度多数行业应处于回暖过程，需求曲线可能缓慢上行，建议聚焦头部龙头公司进行布局。

表1：2024Q3食品饮料板块整体营收与利润增速均在低位

	营收增速						利润增速					
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
食品饮料	7.7%	7.7%	3.2%	7.0%	0.0%	3.5%	7.6%	18.1%	24.4%	16.0%	10.7%	2.3%
肉制品	1.4%	-6.7%	-20.4%	-6.7%	-7.8%	0.4%	-53.0%	-3.4%	-129.5%	-21.4%	86.8%	23.4%
预加工食品	59.7%	27.5%	11.5%	2.5%	-5.0%	-3.3%	53.3%	44.2%	-28.4%	4.0%	-0.4%	-30.0%
保健品	25.6%	20.9%	11.3%	-5.2%	-4.1%	10.2%	12.0%	-13.9%	-80.6%	-25.4%	-48.7%	-61.5%
白酒	17.8%	15.2%	14.9%	14.7%	10.6%	0.8%	19.8%	17.9%	18.7%	15.7%	11.8%	2.1%
啤酒	8.5%	1.8%	-3.4%	-0.8%	-1.6%	-3.3%	17.2%	12.0%	24.5%	16.3%	10.7%	-2.1%
其他酒类	21.3%	9.3%	14.0%	-2.4%	-2.9%	-7.8%	104.7%	88.2%	-144.1%	-30.0%	-3.2%	-45.0%
软饮料	16.3%	17.1%	7.5%	14.4%	14.4%	9.1%	32.9%	20.9%	-42.5%	26.9%	27.6%	18.2%
乳品	2.1%	0.3%	-2.0%	-3.9%	-13.6%	-6.1%	21.3%	52.5%	45.7%	54.8%	-43.6%	2.5%
零食	13.3%	12.5%	1.0%	27.9%	1.8%	100.8%	-3.2%	5.7%	65.9%	22.0%	-11.6%	44.8%
烘焙食品	-3.3%	10.7%	10.4%	6.8%	-0.4%	-1.8%	-1.5%	11.4%	-20.9%	11.5%	-7.3%	-8.4%
熟食	53.0%	3.4%	0.2%	-7.9%	-8.1%	-10.1%	440.9%	38.2%	84.7%	15.2%	6.0%	-5.0%
调味发酵品	-31.2%	6.2%	-3.7%	7.3%	4.7%	9.6%	-81.6%	5.8%	264.0%	10.9%	239.1%	15.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 2024年三季度报总结：业绩承压，分化加大

我们观测到三季度白酒企业中营收普遍降速而且在市场预期范围内，部分企业营收、利润甚至下滑。一方面在于2024Q3市场需求进一步走低，商务消费低迷导致高端次高端白酒压力增大；另一方面酒企均给渠道减负，弱化对于回款完成率的要求，通过减少市场投放量的方式来促使渠道秩序向良性发展。展望2025年，白酒行业仍可乐观积极展望，一方面大部分酒企在帮助渠道加快动销和消化库存，减轻渠道压力；另一方面随着促经济政策落地，中长期来看宏观经济环境将呈现改善趋势，居民收入和消费意愿有望跟随改善，白酒消费预计渐进式回暖。

大众品三季度仍现分化，其中零食板块普遍业绩表现较好，主要是万辰集团营收增长较快（+261%），三只松鼠、盐津铺子、有友食品营收增速均在20%以上保持了较快增长。熟食板块营收下滑较多，主要是煌上煌与绝味食品下滑拖累板块增长，主因在于休闲食品各类繁多分流卤味需求，同时门店较多竞争加剧。而利润方面，零食仍然保持最快增长；乳制品利润增速提升较多，由二季度下滑43.6%变为三季度的增长2.5%，主要是原奶价格持续下降，以及产品结构贡献。往2025年展望，随着经济趋势逐渐向好，我们预计大众品增速应企稳回升，龙头公司业绩稳定性可能更强。

3.3 投资机会展望：大众为主，龙头更强

当前市场最大变化在于对未来宏观经济预期发生改变。9月末中央政治局会议上货币政策组合拳落地，总体来看超预期，使得市场对于未来经济走向更加乐观。食品饮料行业格局以及商业模式未变，前期估值回调更多是出于对宏观经济的担忧，进而对行业需求产生悲观情绪，实质上是在担忧板块景气度下行。随着当前政策改善预期扭转，市场悲观情绪得到缓解。以白酒为代表的食品饮料作为经济顺周期的重要行业之一，在经济预期转向时，更容易获得市场青睐。

食品饮料短期来看仍面临有效需求不足问题，如果需求切实改善，需要政策落地，对经济形成实质性刺激，进而推动经济活跃度增加与消费者消费力提升。政策传导到基本面尚需时日。在板块大涨的同时，我们也需冷静理解产业层面的变化，三季报结束后，食品饮料公司经历过业绩修正，市场下调部分公司2024年与2025年的盈利预测。短期风险点正逐步释放。政策出台使我们对于政策底的判断更加坚定，叠加板块估值已经回落，基金持仓食品饮料比例一直维持在低位，筹码结构相对较好，此时或已无悲观必要。

3.3 投资机会展望：大众为主，龙头更强

往2025年展望，食品饮料行业主线仍是消费复苏。而复苏的节奏及力度，与宏观经济较为相关。按照复苏路径推演，2025年我们更多期望经济活跃度提升带来商务消费提振，以及消费力提升带来消费升级表现。从估值角度来看，经过前期回调，食品饮料已步入合理布局区间，企业估值普遍位于近年来较低水平。我们预计2025年随着宏观经济逐步改善，行业估值可能企稳回升，同时板块仍需回归业绩增长主线，建议把握确定性原则。我们选取2025年食品饮料交易策略四条主线：一是选择经济顺周期，基本面稳健向上品种，布局各子行业龙头；二是关注景气度上行，仍处于红利期的子行业；三是关注企业由于自身业务周期向上，处于困境反转的投资机会；四是上游成本变化情况，布局成本回落品种。具体来看：

- **策略一：选择经济顺周期品种，尤其是基本面稳健向上的子行业龙头。**国庆节前随着中央政治局会议召开，经济刺激政策引发催化，宏观经济中期预期转向，经济顺周期板块可能会更加乐观。白酒、啤酒、调味品等可能会受益。（1）白酒短期阶段来看，酒企增速可能回落，但硬着陆概率较低。当前地产酒表现较好，高端白酒压力显现，次高端白酒压力较大。中期阶段随着经济政策落地见效，白酒需求复苏，有望继续助推板块弹性显现。在短期基本面底部，中期展望乐观的背景下，白酒建议逢低布局，关注标的包括古井贡酒、贵州茅台、五粮液、山西汾酒等。（2）年内啤酒受到天气影响，销量低于预期，往2025年展望，在低基数的背景下，随着经济回暖，餐饮大概率复苏，也会对啤酒销量产生催化，同时啤酒行业结构升级仍在持续，可以关注青岛啤酒、华润啤酒等。（3）考虑到经济预期好转，餐饮行业可能会有回暖，调味品行业需求应有提振。我们认为2025年调味品板块收入增长及盈利能力均有望明显改善，建议关注高景气度复合调味料赛道，重视天味食品的修复机会。

3.3 投资机会展望：大众为主，龙头更强

- **策略二：关注景气度上行，仍处于红利期的子行业。**零食量贩行业已步入整合阶段。零食很忙与赵一鸣合并，合并后门店数量居于行业第一，两家良性发展，减少同区域内部价格战等激烈竞争，达成经营默契。万辰系整合旗下品牌后，长江以北区域比较偏向万辰系，而长江以南“零食很忙+赵一鸣”成为行业龙头，两大集团已初步呈现出寡头格局。未来两大龙头可能在各自的优势地区发挥自己的优势品牌，同时与上游供应商如盐津铺子、甘源食品等有较深入的合作，帮助供应商降本，扩张SKU数量等，打造合作共赢的良性生态。同时零食出海成为行业新的增长点。甘源食品在东南亚出海，公司在越南市场增长迅速，目前在越南现代渠道零售终端持续布局，公司后续在印尼、马来、泰国均有较大成长潜力，为公司开辟远期增长的蓝海市场。而其他企业大概率跟上海外市场扩张步伐，出海可能成为零食行业未来成长的重要逻辑。建议关注头部零食品牌，如盐津铺子、甘源食品等。
- **策略三：关注企业由于自身业务周期向上，处于困境反转的投资机会。**2024年部分行业由于受到基数、组织架构、渠道结构转变等自身因素影响，处于经营困境。2025年在企业自身调整后，有望出现反转局面，或可能加速增长。重点关注调味品行业的机会，尤其是中炬高新已经步入改革深水区，期待未来调味品业务逐渐改善，中长期可以关注公司的经营发展情况。
- **策略四：把握上游成本变化情况，布局成本回落品种。**2024年部分大宗商品以及农产品原料价格回落，减少企业利润压力。往2025年展望，部分上游成本价格仍可能继续回落，企业利润可能释放。其中重点关注燕麦价格下降带来的西麦食品的利润弹性释放机会；以及安琪酵母的主要成本糖蜜价格也可能进入下降周期，建议关注糖蜜价格回落带来的投资机会等。

3.4

重点公司盈利预测及估值

表2：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
贵州茅台	买入	1610.0	68.21	76.98	87.78	23.6	20.9	18.3
五粮液	买入	156.5	8.72	9.70	10.65	17.9	16.1	14.7
泸州老窖	买入	151.0	11.18	13.60	16.28	13.5	11.1	9.3
洋河股份	增持	91.9	6.79	6.99	7.36	13.5	13.1	12.5
山西汾酒	买入	226.1	10.52	12.35	14.69	21.5	18.3	15.4
口子窖	增持	42.9	3.18	3.47	3.79	13.5	12.4	11.3
古井贡酒	增持	212.4	11.16	13.94	17.51	19.0	15.2	12.1
金徽酒	增持	22.4	0.78	0.97	1.19	28.8	23.1	18.8
伊利股份	买入	30.1	1.83	1.82	1.98	16.5	16.6	15.2
新乳业	增持	13.4	0.64	0.75	0.89	21.0	17.9	15.1
双汇发展	增持	25.4	1.41	1.51	1.59	18.0	16.8	16.0
中炬高新	增持	24.2	0.90	1.10	1.41	26.9	22.0	17.2
涪陵榨菜	增持	15.8	0.76	0.83	0.92	20.8	19.1	17.2
海天味业	买入	48.8	1.12	1.27	1.44	43.6	38.4	33.9
恒顺醋业	增持	8.4	0.13	0.15	0.19	64.2	55.7	43.9
西麦食品	增持	13.8	0.56	0.69	0.82	24.6	20.0	16.8
嘉必优	买入	20.9	0.74	0.92	1.15	28.3	22.7	18.2
绝味食品	增持	20.2	1.01	1.17	1.30	20.0	17.3	15.6
煌上煌	增持	8.3	0.18	0.23	0.31	45.8	35.9	26.6
广州酒家	增持	17.2	0.90	1.06	1.23	19.1	16.2	14.0
甘源食品	买入	74.7	4.54	5.60	6.87	16.4	13.3	10.9
劲仔食品	增持	13.3	0.68	0.86	1.06	19.5	15.4	12.5
天味食品	增持	15.6	0.53	0.60	0.71	29.4	26.0	21.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2024年11月11日，表中公司盈利预测均来自开源证券研究所）

目录

CONTENTS

- 1 市场表现：食品饮料跑输市场，软饮料板块表现较好
- 2 行业：白酒调整蓄势，大众品持续分化
- 3 投资主线：预期回暖，枯木逢春
- 4 风险提示

- (1) 宏观经济波动：**宏观经济环境直接影响居民收入水平和消费意愿，如果宏观经济下行，将影响白酒、大众品消费需求。
- (2) 消费复苏进度低于预期风险：**消费复苏进度影响终端需求，若复苏进度低于预期、市场需求偏弱，公司终端动销将会承压，进而影响业绩。
- (3) 原材料价格波动风险：**部分子行业中原材料占成本的比例较高，若原材料价格波动较大，将影响企业生产成本，从而影响公司盈利能力。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券