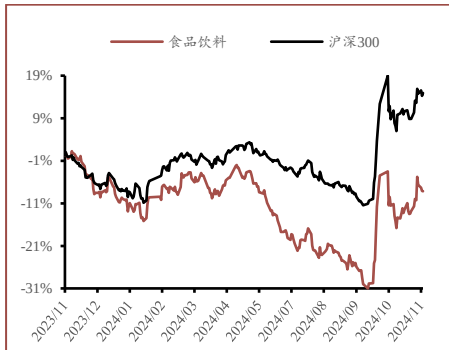


食品饮料 3Q24 财报总结

■ 证券研究报告

投资评级:看好(维持)

最近 12 月市场表现



分析师 吴文德

SAC 证书编号: S0160523090004
wuwd01@ctsec.com

分析师 赵婕

SAC 证书编号: S0160523100002
zhaojie@ctsec.com

分析师 任金星

SAC 证书编号: S0160524010001
renjx@ctsec.com

分析师 王子昂

SAC 证书编号: S0160524100001
wangza@ctsec.com

相关报告

- 《24Q3 食品饮料基金持仓分析》 2024-11-05
- 《云开月明, 拾级而上》 2024-10-05
- 《食品饮料 24H1 财报总结》 2024-09-11

风险释放, 主动调整, 逆势启航

核心观点

- ❖ **三季度延续调整, 控速保质, 静待需求回暖。**24Q3 食品饮料板块营业收入同比+1.34%, 归母净利润同比+2.26%。收入端, 休闲零食在品类及渠道红利下实现高增长, 软饮料板块收入持续受益场景复苏, 调味品环比改善良好。白酒主动选择控速降库存, 收入环比降速; 速冻、啤酒、乳品需求承压。利润端表现优于收入端, 费效优化及成本红利贡献持续释放。
- ❖ **三季报五大特点:** 1) 主动调整: 外部环境承压的背景下, 白酒企业主动降速释放压力, 蓄力未来增长。大众品行业也不乏一些公司主动调整。2) 产能陷阱: 过去 3 年行业的乐观预期使得部分赛道产能加速布局, 但收入一旦放缓, 收入和利润两端均有可能 miss。而较早经历行业洗盘和调整的赛道, 利润表现在三季度更优, 例如复调、乳制品。3) 价格竞争: 竞争加剧和消费力承压是价格竞争的核心因素, 在销售费用和毛利率表现有所呈现, 例如白酒批价、速冻价格战、啤酒吨价压力。餐饮疲软也是加剧竞争的核心。餐饮在三季度呈现一定的分化, 一是价格分化, 二是区域分化, 更多的向出行以及客单价低的领域集中, 这也使得基础调味品在三季度的表现相对领先。4) 效能提升: 成本红利是三季度超预期公司的主要来源, 费效改善是另一来源。5) 趋势强化: 大单品、改革势能、渠道放量, 这是三季报业绩好或者超预期标的主要来源, 该趋势的持续性较强。
- ❖ **政策底已现, 顺周期为先, 龙头估值仍有修复空间。**我们认为在 922 国新会之后, 政策底已经确认, 主要表现在: 1) 三季报期间个股并未因业绩不及预期大幅调整; 2) 预期交易, 特别是顺周期方向的高低切和收并购概念。在降息和政策预期下, 龙头估值仍有修复空间, 也是短期定价的关键。而基本面修复来看, 有望沿着“小 B>C 端>大 B>白酒”方向修复。
- ❖ **投资建议: 大众品建议右侧布局, 白酒逢低进行左侧布局。**1) 短期结合业绩和顺周期方向, 重点推荐调味品和业绩具备确定性的白酒龙头: 天味食品、安琪酵母、贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒, 及软饮料龙头东鹏饮料, 建议关注海天味业、颐海国际。2) 中期维度, 根据业绩修复方向, 推荐白酒、速冻和啤酒: 泸州老窖、迎驾贡酒、水井坊、安井食品、千味央厨、宝立食品、青岛啤酒, 建议关注日辰股份。3) 边际逻辑下, 推荐乳制品、零食和饮料: 盐津铺子、三只松鼠、甘源食品、百润股份, 建议关注伊利股份、新乳业、万辰集团、承德露露。
- ❖ **风险提示:** 消费力恢复不及预期、行业竞争加剧、食品安全问题。

内容目录

1	行业总览：分化加剧，降速保质，筹码优化.....	5
1.1	三季度深度调整背后的五大特征.....	5
1.2	收入表现分化，零食、饮料、调味品收入表现占优.....	6
1.3	板块主动基金减配，筹码结构持续优化.....	8
2	白酒：降速保质，务实经营.....	11
2.1	收入端：Q3全面降速，行业进入调整期.....	11
2.1.1	高端酒：茅台定力十足，五泸主动降速.....	16
2.1.2	次高端白酒：承压态势延续，报表主动释压.....	17
2.1.3	地产酒：业绩分化加剧，控速备战寒冬.....	18
2.2	利润端：渠道竞争加剧，盈利能力整体下滑.....	19
2.2.1	毛利及费用端：市场竞争白热化，毛销差整体收窄.....	20
2.2.2	利润增速：短期酒企利润压力凸显.....	21
3	啤酒：价格压力渐显，个股分化加剧.....	23
4	乳饮：饮料收入端仍具韧性，乳制品环比改善.....	26
5	调味品：环比改善，龙头领跑.....	29
5.1	基础调味品：板块复苏，个股逻辑分化.....	29
5.2	复合调味品：天味超预期，B端持续稳健.....	30
6	速冻食品：竞争有所加剧，表现增速承压.....	32
7	休闲食品：收入相对较优，利润仍具弹性.....	34
8	投资建议：顺周期为先，兼具基本面和弹性.....	36
9	风险提示.....	37

图表目录

图 1. 食品饮料三季度营收增速有所回升.....	6
图 2. 食品饮料三季度归母净利润增速放缓.....	6
图 3. 各子板块营收表现有所分化.....	7
图 4. 各子板块归母净利润表现有所分化.....	7
图 5. 食品饮料板块 3Q24 持仓比例回升至行业第一.....	8
图 6. 食品饮料板块基金持仓变化.....	9

图 7. 主动权益基金及被动指数基金在食品饮料板块持仓规模.....	9
图 8. 食品饮料板块指数基金与主动权益基金持仓对比.....	10
图 9. 白酒板块指数基金与主动权益基金持仓对比.....	10
图 10. 白酒板块基金持仓变化.....	11
图 11. 大众品板块基金持仓变化.....	11
图 12. 白酒子版块单季收入增速.....	12
图 13. 白酒子版块季度累计收入增速.....	12
图 14. 白酒行业收入增速、订单额增速及收现增速对比.....	14
图 15. 高端酒收入增速、订单额增速及收现增速对比.....	14
图 16. 次高端酒收入增速、订单额增速及收现增速对比.....	14
图 17. 地产酒收入增速、订单额增速及收现增速对比.....	14
图 18. 2024 前三季度白酒个股毛销差变动.....	20
图 19. 3Q2024 白酒个股毛销差变动.....	20
图 20. 啤酒行业三季度营收增速放缓.....	23
图 21. 啤酒行业三季度归母净利润表现优于收入.....	23
图 22. 啤酒行业主要公司吨价呈上升趋势.....	23
图 23. 啤酒行业主要公司毛利率呈上升趋势.....	23
图 24. 进口大麦价格下行.....	24
图 25. 啤酒主要公司经营指标对比.....	26
图 26. 软饮料行业三季度营收表现有所降速.....	27
图 27. 软饮料行业三季度归母净利润持续提升.....	27
图 28. 乳品行业三季度营收环比改善.....	27
图 29. 乳品行业三季度归母净利润环比改善.....	27
图 30. CS 调味品行业营收变动情况.....	29
图 31. CS 调味品行业归母净利润变动情况.....	29
图 32. 速冻食品板块 3Q2024 营收承压.....	32
图 33. 速冻食品板块 3Q2024 归母净利润承压.....	32
图 34. 休闲食品板块三季度营收保持较快增速.....	35
图 35. 休闲食品板块三季度归母净利润保持较快增速.....	35
图 36. 主要休闲食品公司 2024Q1-3 营收保持高增.....	35
图 37. 主要休闲食品公司 2024Q1-3 净利率维稳.....	35
图 38. 顺周期基本面修复方向.....	37
图 39. 食品饮料投资策略逻辑图.....	37

表 1. 分子板块基金重仓持仓比例.....	10
表 2. 分子板块基金重仓超配比例.....	11
表 3. 白酒板块公司 2020-2024 年前三季度收入及归母净利润增速情况.....	12
表 4. 白酒板块公司 3Q23-3Q24 单季收入及归母净利润增速情况	13
表 5. 白酒子板块单季收入增速情况.....	15
表 6. 白酒子板块单季度收现增速情况.....	16
表 7. 高端酒公司三季报概况.....	17
表 8. 次高端酒公司三季报概况.....	18
表 9. 地产酒公司点评.....	19
表 10. 白酒子板块单季收入增速情况.....	19
表 11. 白酒子板块单季毛利率同比变动情况.....	20
表 12. 白酒子板块单季销售费用率同比变动情况.....	21
表 13. 白酒子板块单季毛销差同比变动情况.....	21
表 14. 白酒子板块单季管理用率同比变动.....	21
表 15. 白酒子板块归母净利增速情况.....	21
表 16. 白酒子板块扣非归母净利增速情况.....	22
表 17. 白酒子板块扣非净利增速-收入增速(pct)	22
表 18. 白酒上市公司 2Q24&3Q24 业绩概览	22
表 19. 主要软饮料公司财务情况梳理.....	29
表 20. 基础调味品主要公司经营指标对比.....	30
表 21. 复合调味品主要公司经营指标对比.....	32
表 22. 速冻食品主要公司经营指标对比.....	34
表 23. 主要休闲零食公司财务情况梳理.....	36

1 行业总览：分化加剧，降速保质，筹码优化

1.1 三季报深度调整背后的五大特征

三季度食品饮料行业整体延续承压态势，报表端的主动/被动降速或仅是表象，行业深度调整期内也蕴藏了一些值得关注的机会点，我们总结为以下五大特点：

- 1) **主动调整**：外部环境承压的背景下，白酒企业主动降速释放压力，使得白酒报表和渠道的剪刀差开始缩小，蓄力未来增长。而大众品行业也不乏一些公司主动调整，例如乳制品板块的伊利股份、蒙牛乳业、千禾味业、桃李面包等。
- 2) **产能陷阱**：过去 3 年行业的乐观预期使得部分赛道产能加速布局，收入预测也沿着产能释放节奏去预期。但收入一旦放缓，收入和利润两端均有可能 miss。而较早经历行业洗盘和调整的赛道，利润表现在三季度更优，例如复调、乳制品。
- 3) **价格竞争**：竞争加剧和消费力承压是价格竞争的核心因素，在销售费用和毛利率表现有所呈现，例如白酒的批价、速冻的价格战、啤酒的吨价压力。餐饮疲软也是加剧竞争的核心，速冻、啤酒行业收入端有所承压。餐饮在三季度呈现一定的分化，一是价格分化，二是区域分化，更多的向出行以及客单价低的领域集中，这也使得基础调味品在三季度的表现相对领先。
- 4) **效能提升**：成本红利是三季度超预期公司的主要来源，例如天味食品、承德露露、涪陵榨菜、洽洽食品。但我们预计 2025 年的成本贡献不会优于今年。费效改善是另一来源，主要与企业自身费效控制能力提升有关，例如伊利股份、天味食品、中炬高新、立高食品。
- 5) **趋势强化**：大单品、改革势能、渠道放量，这是三季报业绩好或者超预期的主要来源，该趋势的持续性较强，例如海天味业、东鹏饮料、安琪酵母、三只松鼠、盐津铺子、甘源食品。

1.2 收入表现分化，零食、饮料、调味品收入表现占优

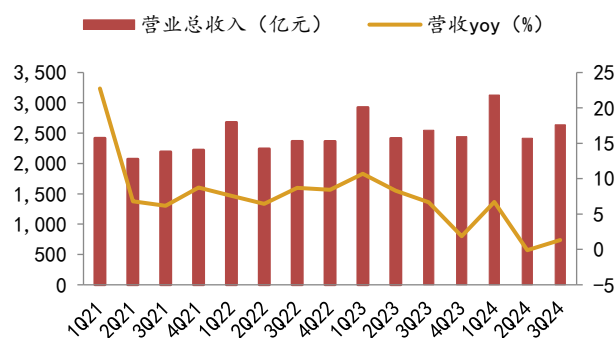
3Q2024 零食、饮料、调味品收入表现占优，食品饮料整体利润表现优于收入。

3Q2024 食品饮料板块实现营业收入 2636.87 亿元，同比+1.34%，实现归母净利润 508.92 亿元，同比+2.26%。

✧ 分板块看，收入端，3Q2024 白酒/啤酒/软饮料/零食/调味发酵品/乳品/烘焙食品/预加工食品分别同比+0.73%/-3.26%/+9.14%/+58.02%/+9.55%/-7.95%/-4.26%/-3.35%。休闲零食在品类及渠道红利下实现高增长，软饮料板块收入持续受益场景复苏，调味品环比改善良好。白酒在外部需求压力增大的背景下，选择控速降库存，收入环比降速；速冻和啤酒在餐饮需求较弱的背景下，表现承压，乳品需求亦有承压。

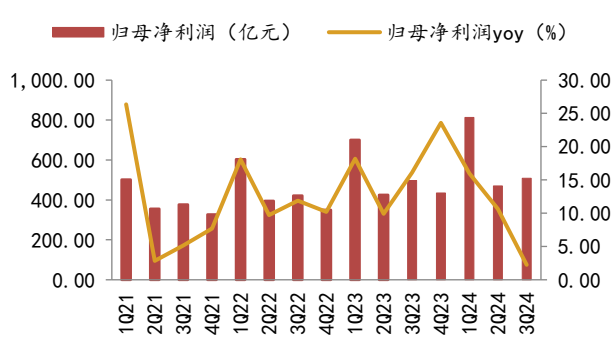
✧ 利润端，3Q2024 白酒/啤酒/软饮料/零食/调味发酵品/乳品/烘焙食品/预加工食品分别同比+2.05%/-2.05%/+18.24%/+60.18%/+15.25%/+1.36%/-5.88%/-29.99%。整体利润端表现优于收入端，费效优化及成本红利贡献持续释放。

图1.食品饮料三季度营收增速有所回升



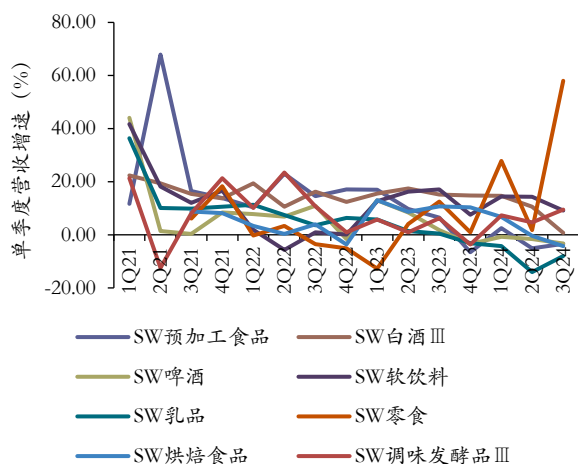
数据来源：Wind，财通证券研究所

图2.食品饮料三季度归母净利润增速放缓



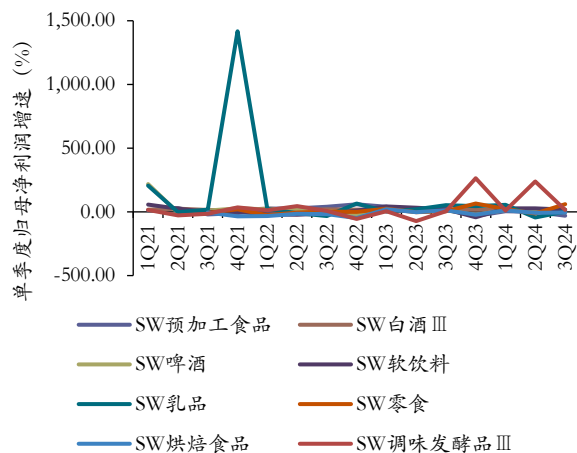
数据来源：Wind，财通证券研究所

图3.各子板块营收表现有所分化



数据来源：Wind，财通证券研究所

图4.各子板块归母净利润表现有所分化



数据来源：Wind 财通证券研究所

白酒：报表降速回落，压力逐步释放。白酒板块进入深度调整阶段，三季度收入及利润增速显著回落，除贵州茅台收入增势仍强外，头部酒企普遍增速明显收窄，二线次高端、地产酒承压下滑。相较收入，利润端分化持续加剧，在需求压力及行业竞争下，景气度仍有承压，报表端压力持续释放中。

啤酒：旺季弱预期，量价环比持续承压，利润增速放缓回落。啤酒板块在二季度承压背景下，趋势延续板块表现较弱，即饮场景缺失成为核心压制因素。成本端红利虽如期释放，但吨价结构压力、行业竞争、旺季及体育赛事费用投放等因素影响，利润表现也环比有所下行。

软饮料：收入延续良好表现，行业内部格局调整。受益场景复苏，今年来看，软饮料板块收入端整体具备较好增长动力，收入表现趋势延续，三季度虽有所降速，但在食品饮料子板块中表现仍较优。但行业内部呈现竞争加剧趋势，存量中抢增量，一定程度影响板块利润表现。

乳制品：中秋礼赠氛围承压，但环比持续改善中。乳制品板块上半年处于深度调整阶段，三季度起环比呈现降幅收窄的改善趋势，叠加奶源成本红利、促销收缩及费效优化等因素，利润韧性较强，经营质量不断提升。

调味品：环比显著改善，龙头个股趋势强。经历二季度行业普遍调整，三季度在健康渠道库存、旺季逐步到来推动下，体现出显著环比改善趋势，龙头强势，复调表现亮眼。海天味业和天味食品整体表现优于同行，安琪酵母则凭借出口景气，收入领跑行业。

速冻食品：下游承压行业竞争加剧，表现增速仍有压力。在餐饮需求整体疲软的下压力之下，速冻板块行业竞争加剧调整，叠加淡季影响，量价均有所压力。

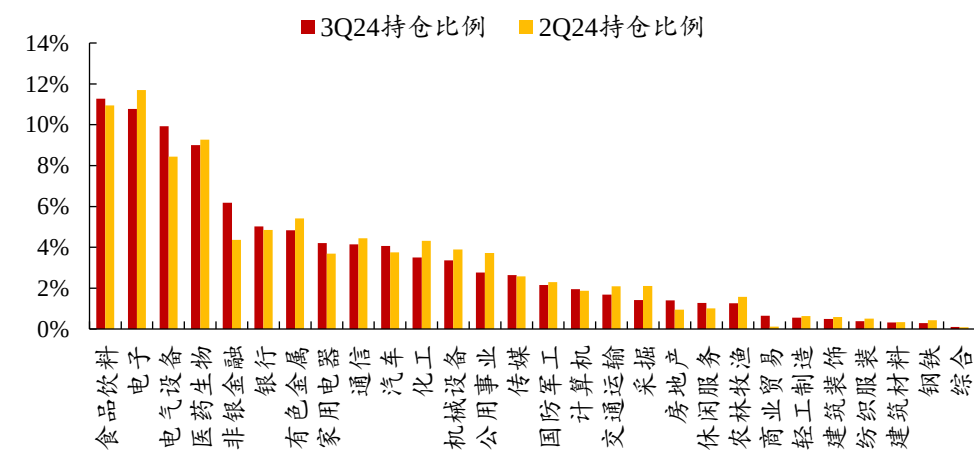
行业产能集中释放过程中，一方面存在压价竞争，另一方面政府补助兑现不确定性强，对收入及利润表现均有压制影响。

休闲零食：收入表现尤为亮眼，新品类及渠道红利释放，弱需求下增长动力强。零食公司收入增长动力多元，支撑板块实现良好收入增长，一则在产品端进行新品类延申，二则抓住零食量贩渠道、抖音等电商渠道等新渠道红利，在食品饮料整体实现亮眼收入表现。

1.3 板块主动基金减配，筹码结构持续优化

全部基金来看，3Q24食品饮料板块增配，基金重仓股持仓比例环比2Q24提升。3Q24季末基金食品饮料板块重仓持股比例为11.29%（食品饮料重仓持股市值/基金重仓持股总市值），较2Q24提升0.31pct。全行业中，食品饮料板块重仓比例回升至第一。

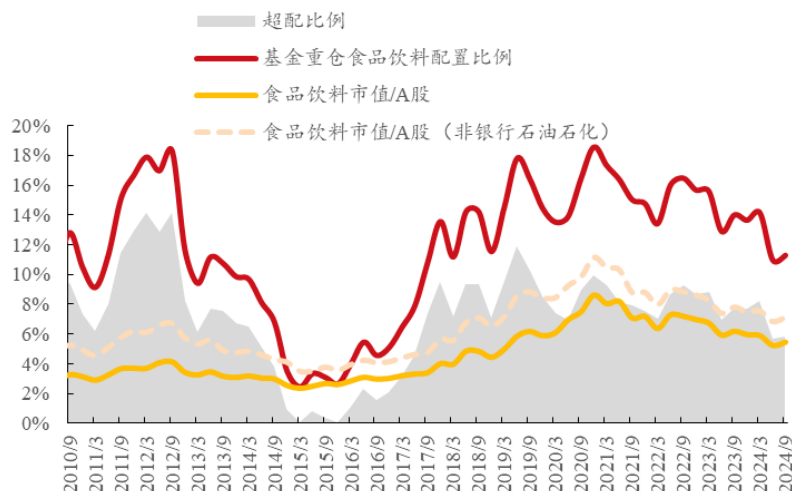
图5.食品饮料板块3Q24持仓比例回升至行业第一



注：行业分类采用SW一级行业
 数据来源：Wind、财通证券研究所

3Q24 食品饮料板块超配增加，基金重仓股超配比例环比2Q24增加。3Q24季末食品饮料市值占A股比重为5.47%（剔除银行石油石化市值比重为7.12%），食品饮料板块继续处于超配状态，超配5.81pct，超配比例环比增加0.1pct。

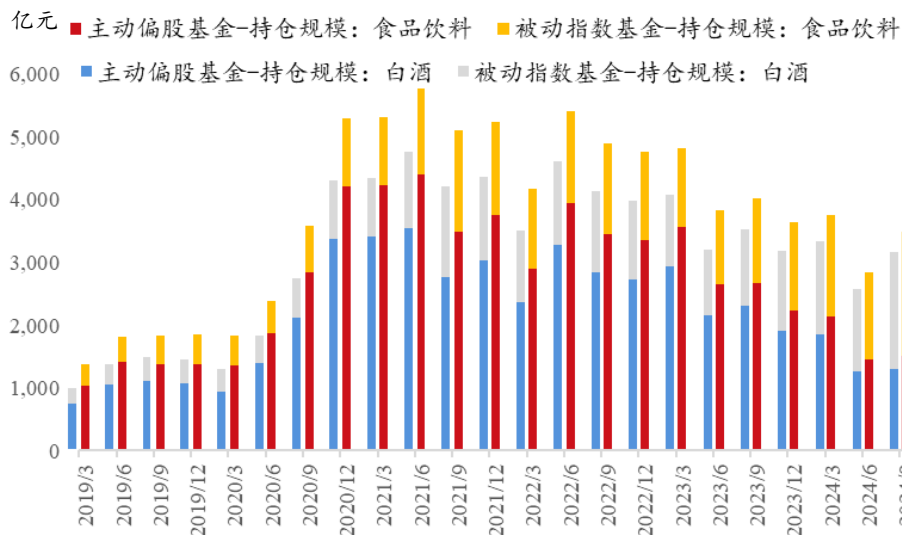
图6.食品饮料板块基金持仓变化



数据来源：Wind、财通证券研究所

3Q24 食品饮料板块主动权益基金持仓比例环比下降，被动指数基金持仓比例环比提升。具体来看，3Q24 主动权益基金食品饮料持仓比例环比下降 0.5pct 至 8.14%，其中白酒持仓比例环比下降 0.6pct 至 6.97%；3Q24 被动指数基金食品饮料持仓比例环比上升 0.39pct 至 16.46%，其中白酒持仓比例环比上升 0.57pct 至 15.81%。

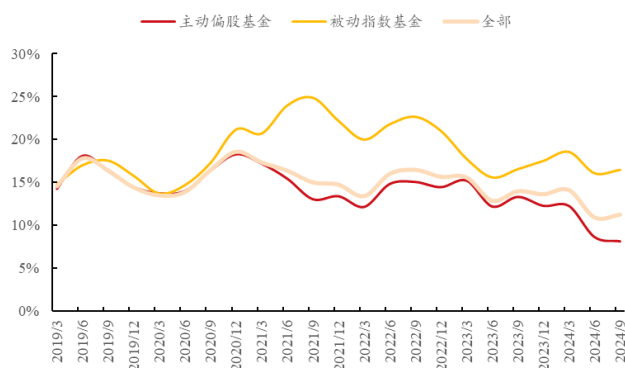
图7.主动权益基金及被动指数基金在食品饮料板块持仓规模



数据来源：Wind、财通证券研究所

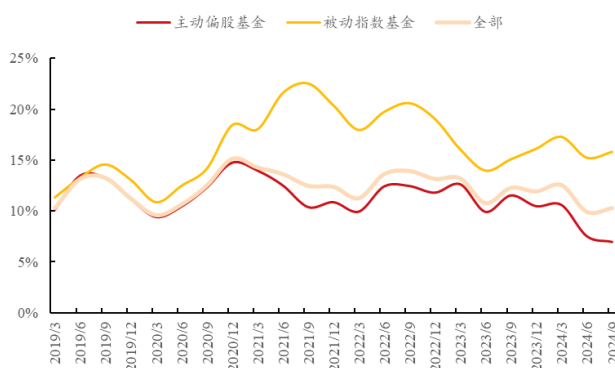
注：主动权益基金包含：普通股票型基金、偏股型混合基金、平衡型混合基金、灵活型混合基金
被动指数基金包含：被动指数型基金、增强指数型基金

图8.食品饮料板块指数基金与主动权益基金持仓对比



数据来源：Wind、财通证券研究所

图9.白酒板块指数基金与主动权益基金持仓对比



数据来源：Wind、财通证券研究所

3Q24 白酒边际增配，大众品均边际减仓，维持低配。3Q24 白酒持仓比例环比上升，3Q24 大众品持仓环比下降，啤酒、饮料乳品环比微降，其余各板块仓位环比基本持平。

表1.分子板块基金重仓持仓比例

	3Q24 环比	3Q24	2Q24	1Q24	4Q23	3Q23	2Q23	1Q23	4Q22
食品饮料	0.31 pct	11.29%	10.97%	14.14%	13.65%	14.00%	12.90%	15.60%	15.67%
白酒	0.35 pct	10.25%	9.90%	12.54%	11.91%	12.27%	10.76%	13.20%	13.14%
大众品	-0.04 pct	1.03%	1.07%	1.60%	1.74%	1.74%	2.14%	2.40%	2.53%
啤酒	-0.03 pct	0.24%	0.27%	0.43%	0.37%	0.52%	0.69%	0.89%	0.79%
饮料乳品	-0.02 pct	0.38%	0.40%	0.59%	0.59%	0.51%	0.62%	0.60%	0.72%
食品加工	-0.01 pct	0.16%	0.17%	0.24%	0.34%	0.29%	0.36%	0.35%	0.35%
休闲食品	0.01 pct	0.08%	0.07%	0.14%	0.15%	0.14%	0.14%	0.17%	0.21%
调味发酵品	0.01 pct	0.13%	0.12%	0.15%	0.18%	0.17%	0.19%	0.21%	0.27%

数据来源：Wind、财通证券研究所

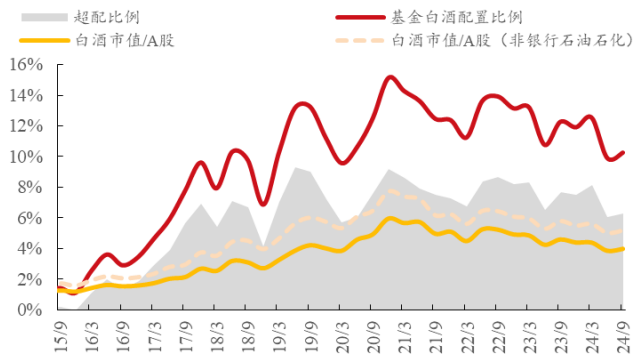
白酒基金超配比例环比增加，大众品延续低配。从超配比例来看，白酒 3Q24 超配比例环比增加，大众品 3Q24 超配比例环比下降，低配增加，大众品各子板块中，啤酒仍处于超配状态，其余子板块为低配状态。

表2.分子板块基金重仓超配比例

	3Q24 环比	3Q24	2Q24	1Q24	4Q23	3Q23	2Q23	1Q23	4Q22
食品饮料	0.10 pct	5.81%	5.71%	8.22%	7.67%	7.80%	6.95%	8.84%	8.68%
白酒	0.23 pct	6.28%	6.04%	8.15%	7.51%	7.67%	6.51%	8.34%	8.22%
大众品	-0.13 pct	-0.46%	-0.33%	0.08%	0.16%	0.13%	0.45%	0.50%	0.46%
啤酒	-0.03 pct	0.09%	0.12%	0.27%	0.22%	0.34%	0.50%	0.66%	0.57%
饮料乳品	-0.04 pct	-0.08%	-0.04%	0.13%	0.14%	0.06%	0.17%	0.14%	0.20%
食品加工	-0.02 pct	-0.09%	-0.08%	-0.04%	0.04%	-0.01%	0.07%	0.04%	0.01%
休闲食品	0.00 pct	-0.07%	-0.07%	-0.03%	-0.03%	-0.05%	-0.06%	-0.06%	-0.05%
调味发酵品	-0.04 pct	-0.29%	-0.24%	-0.25%	-0.23%	-0.23%	-0.26%	-0.35%	-0.35%

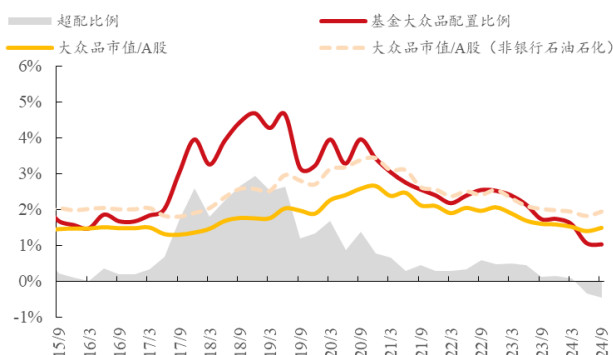
数据来源：Wind、财通证券研究所

图10.白酒板块基金持仓变化



数据来源：Wind、财通证券研究所

图11.大众品板块基金持仓变化



数据来源：Wind、财通证券研究所

2 白酒：降速保质，务实经营

2.1 收入端：Q3 全面降速，行业进入调整期

2024 年前三季度白酒板块增速回落。当前白酒行业进入深度调整阶段，酒企普遍主动降速保质，2024 年前三季度收入及归母净利润增速相较 2023 年同期较明显回落。

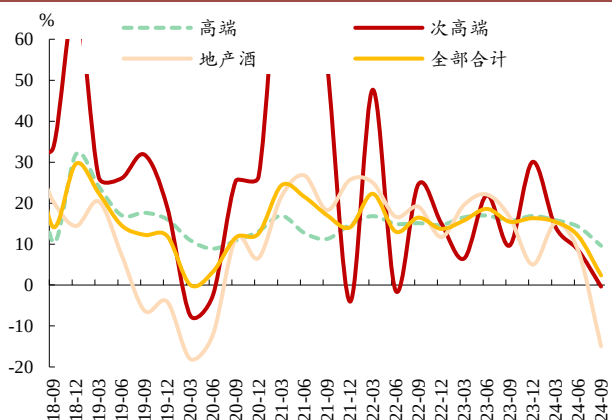
表3.白酒板块公司 2020-2024 年前三季度收入及归母净利润增速情况

证券简称	前三季度收入同比增速					前三季度归母净利润同比增速				
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
白酒合计	4.7%	21.4%	18.0%	16.8%	10.4%	10.0%	19.6%	21.7%	19.2%	10.3%
高端	10.8%	14.2%	15.9%	17.0%	13.4%	13.7%	14.4%	19.3%	18.8%	12.8%
贵州茅台	10.3%	11.1%	16.8%	18.5%	17.0%	11.1%	10.2%	19.1%	19.1%	15.0%
五粮液	14.5%	17.0%	12.2%	12.1%	8.6%	16.0%	19.1%	15.4%	14.2%	9.2%
泸州老窖	1.1%	21.6%	24.2%	25.2%	10.8%	26.9%	30.3%	30.9%	28.6%	9.7%
次高端	4.3%	77.0%	26.3%	10.9%	8.2%	27.7%	110.0%	36.5%	18.3%	8.0%
山西汾酒	13.7%	66.3%	28.3%	20.8%	17.2%	45.1%	98.2%	45.7%	32.7%	20.3%
水井坊	-26.6%	75.9%	10.2%	-4.8%	5.6%	-21.5%	99.4%	5.5%	-3.1%	10.0%
舍得酒业	-4.3%	104.5%	28.0%	13.6%	-15.0%	2.6%	211.9%	23.8%	7.9%	-48.4%
酒鬼酒	16.5%	134.2%	32.1%	-38.5%	-44.4%	79.8%	117.7%	35.0%	-50.7%	-88.2%
地产酒	-8.8%	21.9%	21.0%	19.3%	4.5%	-5.5%	14.0%	25.5%	20.2%	1.3%
洋河股份	-10.4%	16.0%	20.7%	14.4%	-9.1%	0.6%	0.4%	25.8%	12.5%	-15.9%
古井贡酒	-1.6%	25.2%	26.4%	25.0%	19.5%	-11.7%	28.0%	33.2%	45.4%	24.5%
老白干酒	-11.5%	10.9%	24.8%	11.3%	6.3%	-14.1%	7.0%	113.8%	-21.6%	33.0%
今世缘	2.0%	27.2%	22.2%	28.3%	18.9%	1.5%	29.3%	22.5%	26.6%	17.1%
迎驾贡酒	-15.8%	42.6%	22.4%	23.4%	14.8%	-11.4%	80.8%	25.1%	37.6%	21.2%
口子窖	-22.5%	35.0%	3.7%	18.2%	-1.9%	-33.3%	33.2%	4.5%	12.2%	-2.8%
金徽酒	-5.5%	28.3%	16.4%	29.3%	15.3%	-2.3%	53.1%	-12.1%	27.6%	22.2%
其他	-21.9%	31.1%	-6.2%	25.6%	-5.8%	-87.2%	526.6%	-50.0%	188.9%	-33.7%
金种子酒	-4.3%	21.6%	1.0%	31.7%	-24.9%	46.6%	37.4%	-5.9%	-74.3%	185.5%
伊力特	-23.3%	26.4%	-10.8%	25.8%	0.6%	-33.0%	31.6%	-47.6%	63.9%	5.3%
天佑德酒	-33.9%	52.5%	-5.1%	19.1%	4.9%	-333.6%	-232.7%	16.9%	6.2%	-45.8%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

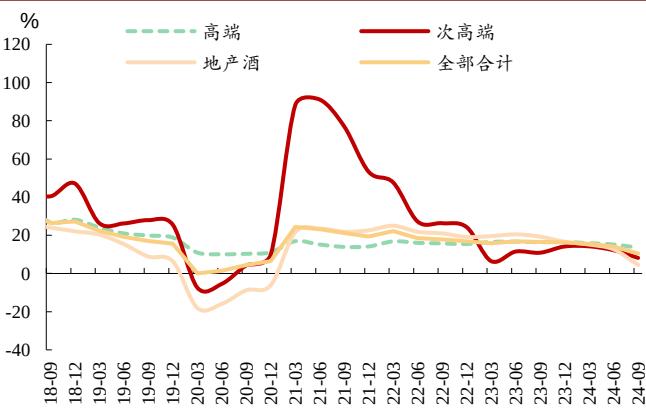
分季度看, 3Q24 板块全面降速, 分化加剧。具体来看, 除贵州茅台增势仍强外, 头部酒企普遍增速明显收窄, 二线次高端、地产酒承压下滑。

图12.白酒子版块单季收入增速



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图13.白酒子版块季度累计收入增速



数据来源: Wind, 财通证券研究所

表4.白酒板块公司 3Q23-3Q24 单季收入及归母净利润增速情况

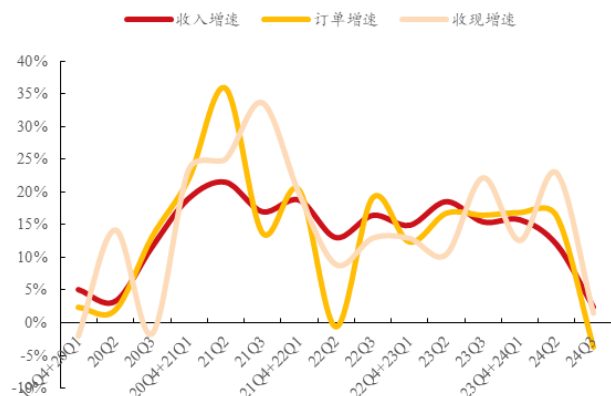
证券简称	收入同比增速					归母净利润同比增速				
	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
白酒合计	15.5%	16.3%	15.4%	12.0%	2.3%	18.4%	16.2%	15.7%	10.6%	1.7%
高端	15.7%	16.9%	15.8%	14.2%	9.6%	18.0%	17.5%	15.2%	13.2%	9.2%
贵州茅台	14.0%	20.3%	18.1%	17.3%	15.3%	15.7%	19.3%	15.7%	16.1%	13.2%
五粮液	17.0%	14.0%	11.9%	10.1%	1.4%	18.5%	10.1%	12.0%	11.5%	1.3%
泸州老窖	25.4%	9.1%	20.7%	10.5%	0.7%	29.4%	24.8%	23.2%	2.2%	2.6%
次高端	9.6%	30.1%	14.2%	8.5%	-0.4%	15.2%	5.1%	20.9%	-7.0%	-2.0%
山西汾酒	13.6%	27.4%	20.9%	17.1%	11.4%	27.1%	2.0%	30.0%	10.2%	10.4%
水井坊	21.5%	51.3%	9.4%	16.6%	0.4%	19.6%	53.2%	16.8%	29.6%	7.7%
舍得酒业	7.9%	27.6%	4.2%	-22.7%	-30.7%	3.0%	-1.9%	-3.4%	-88.4%	-79.2%
酒鬼酒	-36.7%	21.7%	-48.8%	-13.3%	-67.2%	-77.7%	-10.1%	-75.6%	-60.9%	-213.7%
地产酒	16.6%	5.0%	15.2%	8.4%	-14.9%	19.7%	2.6%	13.9%	8.7%	-29.6%
洋河股份	11.0%	-21.5%	8.0%	-3.0%	-44.8%	7.5%	-161.3%	5.0%	-9.7%	-73.0%
古井贡酒	23.4%	8.9%	25.9%	16.8%	13.4%	46.8%	49.2%	31.6%	24.6%	13.6%
老白干酒	12.9%	17.9%	12.7%	9.0%	0.3%	17.9%	42.2%	33.0%	46.7%	25.2%
今世缘	28.0%	26.7%	22.8%	21.5%	10.1%	26.4%	18.8%	22.1%	16.9%	6.6%
迎驾贡酒	21.9%	18.8%	21.3%	19.0%	4.0%	39.5%	26.0%	30.4%	28.0%	6.2%
口子窖	4.7%	10.4%	11.1%	5.9%	-22.0%	8.4%	6.9%	10.0%	15.1%	-27.7%
金徽酒	47.8%	17.3%	20.4%	7.7%	15.8%	884.8%	-15.4%	21.6%	1.9%	108.8%
其他	73.5%	42.9%	13.3%	-9.4%	-31.5%	194.3%	313.2%	54.5%	-92.9%	-237.8%
金种子酒	43.3%	6.8%	-3.0%	-26.2%	-54.4%	-103.7%	-124.9%	-142.9%	-295.6%	-3843.2%
伊力特	143.9%	85.7%	12.4%	3.6%	-23.3%	363.8%	331.2%	7.1%	38.9%	-17.8%
天佑德酒	43.8%	42.0%	32.8%	-11.8%	-18.8%	2693.1%	-33.1%	40.4%	-248.1%	-334.4%

数据来源：Wind，财通证券研究所

现金流表现看，3Q24 收现质量弱化

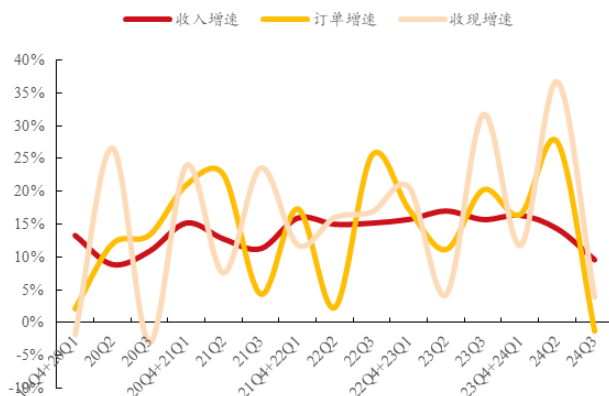
- 1) 高端酒：五粮液收现亮眼，贵州茅台稳健，泸州老窖下滑。茅台收现端维持稳定，五粮液收现高增主要源于票据集中兑现，老窖主因高基数因素。
- 2) 次高端：收现承压，汾酒一枝独秀。山西汾酒收现回款节奏稳健，高增主因票据集中兑现。其余次高端进入深度调整阶段，3Q24 回款普遍放缓。
- 3) 地产酒：收现下滑，分化凸显。3Q24 古井贡酒、金徽酒收现表现亮眼，其余地产酒企收现水平有较明显弱化。

图14.白酒行业收入增速、订单额增速及收现增速对比



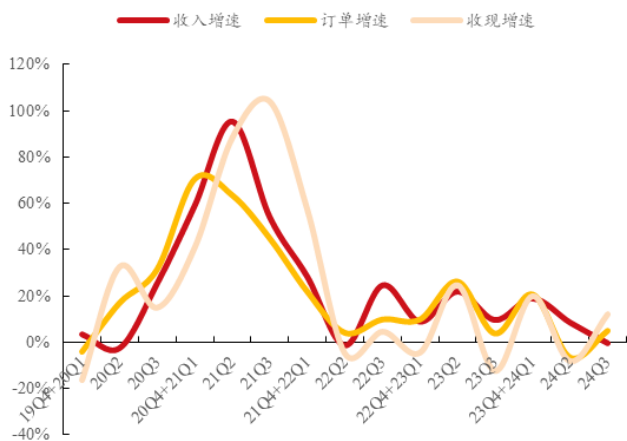
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图15.高端酒收入增速、订单额增速及收现增速对比



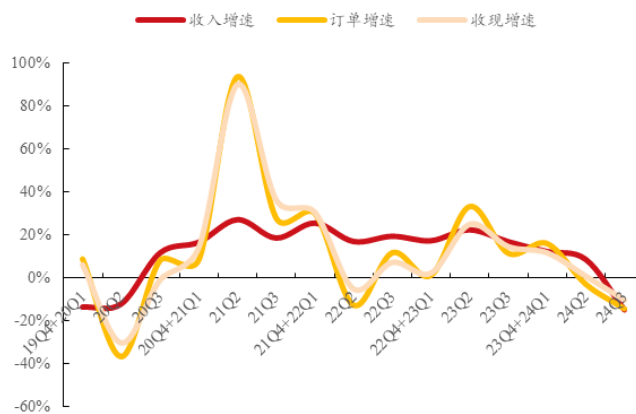
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图16.次高端酒收入增速、订单额增速及收现增速对比



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图17.地产酒收入增速、订单额增速及收现增速对比



数据来源: Wind, 财通证券研究所

表5.白酒子板块单季收入增速情况

简称	收入增速						订单额（收入+△预收）增速					
	4Q22+1 Q23	2Q23	3Q23	4Q23+1 Q24	2Q24	3Q24	4Q22+1 Q23	2Q23	3Q23	4Q23+1 Q24	2Q24	3Q24
全行业	14.9%	18.6%	15.5%	15.8%	12.0%	2.3%	12.4%	24.8%	16.8%	16.9%	16.4%	-3.7%
高端	15.7%	16.9%	15.7%	16.3%	14.2%	9.6%	17.2%	24.0%	11.2%	16.5%	27.4%	-1.2%
贵州茅台	18.6%	21.7%	14.0%	19.2%	17.3%	15.3%	14.5%	13.3%	11.8%	22.4%	22.8%	2.7%
五粮液	12.0%	5.1%	17.0%	12.7%	10.1%	1.4%	20.8%	34.3%	4.5%	9.2%	51.6%	-6.6%
泸州老窖	18.4%	30.5%	25.4%	14.9%	10.5%	0.7%	18.4%	48.3%	21.5%	13.4%	4.6%	-8.0%
次高端	8.9%	21.9%	9.6%	18.9%	8.5%	-0.4%	10.0%	29.8%	26.3%	20.7%	-6.4%	5.1%
山西汾酒	26.5%	31.8%	13.6%	22.5%	17.1%	11.4%	21.8%	41.4%	37.2%	29.3%	-4.5%	16.9%
水井坊	-33.1%	2.2%	21.5%	30.9%	16.6%	0.4%	-31.4%	-36.4%	12.6%	31.0%	-7.3%	-2.1%
舍得酒业	6.6%	32.1%	7.9%	13.9%	-22.7%	-30.7%	39.8%	55.9%	3.2%	-1.2%	-10.4%	-21.7%
酒鬼酒	-37.9%	-32.0%	-36.7%	-22.8%	-13.3%	-67.2%	-40.7%	-8.6%	-9.8%	-24.9%	-20.5%	-63.8%
地产酒	17.1%	22.1%	16.6%	12.0%	8.4%	-14.9%	1.1%	24.7%	33.1%	15.9%	-2.9%	3.8%
洋河股份	13.6%	16.1%	11.0%	2.3%	-3.0%	-44.8%	-11.3%	18.5%	28.6%	11.0%	-8.3%	-34.1%
古井贡酒	24.8%	26.8%	23.4%	19.5%	16.8%	13.4%	11.3%	29.0%	22.1%	20.6%	3.8%	1.0%
老白干酒	1.6%	10.0%	12.9%	15.5%	9.0%	0.3%	-2.9%	5.6%	20.0%	18.7%	-6.0%	-14.8%
今世缘	27.4%	30.6%	28.0%	23.8%	21.5%	10.1%	14.0%	41.3%	39.8%	22.8%	6.3%	-0.9%
迎驾贡酒	18.7%	28.6%	21.9%	20.2%	19.0%	4.0%	18.3%	21.5%	42.4%	17.7%	14.4%	0.4%
口子窖	9.3%	34.0%	4.7%	10.8%	5.9%	-22.0%	12.9%	45.7%	59.5%	8.3%	-16.3%	3.6%
金徽酒	16.6%	21.0%	47.8%	19.4%	7.7%	15.8%	8.2%	8.5%	57.3%	20.6%	-17.7%	16.8%
其他	-1.8%	15.1%	73.5%	23.9%	-9.4%	-31.5%	1.3%	17.1%	7.8%	21.2%	-8.6%	-6.2%
金种子酒	7.3%	30.5%	43.3%	1.5%	-26.2%	-54.4%	25.1%	55.0%	-4.9%	-5.7%	-22.6%	-42.8%
伊力特	-3.8%	-5.6%	143.9%	34.4%	3.6%	-23.3%	-8.9%	10.7%	-2.1%	38.7%	1.7%	-24.0%
天佑德酒	-9.0%	53.0%	43.8%	35.8%	-11.8%	-18.8%	-6.1%	-2.2%	55.7%	29.5%	-12.9%	-25.2%

数据来源：Wind，财通证券研究所

表6.白酒子板块单季度收现增速情况

简称	收现增速						收现比					
	4Q22+1 Q23	2Q23	3Q23	4Q23+1 Q24	2Q24	3Q24	4Q22+1 Q23	2Q23	3Q23	4Q23+1 Q24	2Q24	3Q24
全行业	12.9%	10.4%	22.1%	12.5%	22.8%	1.4%	1.63	1.07	1.20	1.05	1.18	1.19
高端	20.6%	4.2%	31.6%	11.7%	36.6%	3.8%	1.10	1.08	1.29	1.05	1.29	1.23
贵州茅台	12.7%	12.3%	21.0%	22.7%	22.6%	1.0%	1.04	1.05	1.23	1.08	1.10	1.07
五粮液	43.7%	-18.6%	35.1%	-1.8%	93.4%	18.7%	1.24	1.00	1.40	1.09	1.76	1.63
泸州老窖	-8.2%	25.7%	90.4%	7.4%	-0.2%	-19.4%	0.89	1.37	1.37	0.83	1.23	1.10
次高端	-4.3%	24.9%	-12.2%	20.1%	-7.9%	12.3%	0.97	1.22	0.90	0.98	1.03	1.02
山西汾酒	6.4%	35.5%	-15.9%	25.1%	-6.3%	30.8%	0.96	1.25	0.85	0.98	1.00	0.99
水井坊	-30.1%	9.4%	15.1%	29.5%	-5.9%	-0.8%	1.12	1.21	1.13	1.11	0.97	1.12
舍得酒业	-3.3%	36.0%	-16.6%	12.8%	-14.4%	-21.4%	0.98	1.18	0.85	0.97	1.30	0.96
酒鬼酒	-43.2%	-40.3%	-33.3%	-33.7%	-12.9%	-57.9%	0.88	1.03	0.97	0.76	1.04	1.24
地产酒	2.4%	25.0%	14.7%	11.8%	1.0%	-10.2%	1.09	0.98	1.10	1.08	0.92	1.16
洋河股份	-10.7%	13.8%	11.6%	13.0%	-12.0%	-33.5%	1.05	0.82	1.15	1.16	0.74	1.38
古井贡酒	13.5%	19.3%	26.8%	6.3%	12.8%	24.6%	1.05	1.10	0.94	0.94	1.07	1.04
老白干酒	-5.7%	24.9%	12.8%	23.7%	-0.5%	-11.9%	1.15	0.93	1.14	1.23	0.84	1.00
今世缘	12.5%	32.6%	4.3%	19.6%	7.1%	-1.8%	1.12	1.07	1.30	1.08	0.95	1.16
迎驾贡酒	26.1%	42.5%	18.5%	11.4%	12.7%	0.8%	1.21	1.13	1.11	1.12	1.07	1.08
口子窖	20.7%	48.9%	20.3%	-1.0%	-4.4%	1.8%	1.06	1.10	0.91	0.95	1.00	1.19
金徽酒	16.7%	93.1%	30.1%	13.8%	-12.8%	12.7%	1.29	1.16	1.09	1.23	0.94	1.06
其他	-16.7%	12.8%	52.1%	7.0%	-30.6%	-29.1%	1.08	1.04	1.21	0.93	0.80	1.25
金种子酒	-15.3%	52.1%	4.3%	-47.8%	-46.9%	-62.7%	1.09	1.25	1.35	0.56	0.90	1.10
伊力特	-25.4%	-21.6%	156.9%	35.6%	-26.5%	-1.2%	1.05	0.85	1.07	1.06	0.60	1.38
天佑德酒	0.6%	48.9%	54.0%	31.0%	-13.0%	-25.8%	1.13	1.11	1.25	1.09	1.09	1.14

数据来源：Wind，财通证券研究所

2.1.1 高端酒：茅台定力十足，五泸主动降速

3Q24 贵州茅台收入增速环比 2Q24 仅略微降速，凸显龙头压舱石的定力，进一步夯实了全年目标兑现的确定性；五粮液、泸州老窖则环比降速明显，二者均主动控速保障渠道良性与价盘稳定，为长期增长保存势能。

表7.高端酒公司三季报概况

公司	点评
贵州茅台	2024 前三季度实现营收 1208 亿元，同比+17%，归母净利润 608 亿元，同比+15%；2024 第三季度实现营收 388 亿元，同比+15.3%，归母净利润 191 亿元，同比+13.2%。分产品看：1) 茅台酒 2024 第三季度收入 325.6 亿元，同比+16.3%，弱环境下茅台酒稳定增速彰显龙头定力，其中飞天回款节奏稳健，提价贡献犹在、非标适度放量驱动增长；2) 系列酒 2024 第三季度收入 62.5 亿元，同比+13.1%，边际放缓或主因 1935 阶段性停货，适度控制投放节奏，但增速仍然可观。当前行业调整进入深水区，公司作为龙头定力仍然充沛，业绩稳定兑现，凸显高质量穿越周期的压舱石作用。
五粮液	2024 前三季度实现营收 679 亿元，同比+8.6%，归母净利润 249 亿元，同比+9.2%。3Q2024 营收 173 亿元，同比+1.4%，归母净利润 58.7 亿元，同比+1.3%。3Q2024 行业整体承压加剧，公司第三季度单季收入增速环比较大放缓，主动降速保质态度坚决，符合行业整体谨慎务实大趋势。分产品看，普五同比或下滑，双节需求偏淡动销承压，公司在超前回款基础上适度控制发货，库存得到合理维护，批价持续稳定，千元龙头产品势能不减；1618/低度或同比增长，主要受益扫码红包促销及高端宴席场景带动，补足整体增长。
泸州老窖	2024 前三季度实现营收 243 亿元，同比+10.8%，归母净利润 116 亿元，同比+9.7%；3Q24 营收 74 亿元，同比+0.7%，归母净利润 35.7 亿元，同比+2.6%。面对 Q3 外部环境压力增大，公司主动降速调整，Q3 聚焦促销去库，持续发力扫码活动做强开瓶氛围。分产品看，国窖整体或略有下滑，双节动销承压，渠道库存相对偏高，批价相对稳定；系列酒方面，特曲 60 版及老字号特曲增速好于整体。

数据来源：Wind、各公司公告、财通证券研究所

2.1.2 次高端白酒：承压态势延续，报表主动释压

次高端酒企延续了承压态势，报表端进一步释放压力。3Q24 山西汾酒主动控速，维持渠道良性，势能仍然强劲；水井坊好于预期，轻量化渠道政策带来了较小的调整压力；舍得酒业、酒鬼酒承压态势，收入利润均明显下滑，两者均积极应对，主动控货去库释放压力。

表8.次高端酒公司三季报概况

公司	点评
山西汾酒	2024 前三季度实现营收 313.6 亿元，同比+17.3%，归母净利润 113.5 亿元，同比+20.3%；3Q2024 实现营收 86.1 亿元，同比+11.4%，归母净利润 29.4 亿元，同比+10.4%。面对 Q3 弱环境公司主动降速，但单季同比增速仍然较优，势能犹在。分产品看，3Q2024 中高价酒类/其他酒类实现收入 62/24 亿元，同比+6.7%/+25.6%。Q3 青花 20/25 适当放量对 Q2 有所回补，受双节红包策略拉动；老白汾/巴拿马环比或有所降速；玻汾增势仍强，未如期控量主因稳大盘、新商开拓导入市场所需。当前公司回款节奏顺利，中秋国庆动销表现稳健，渠道库存维持良性。
舍得酒业	2024 前三季度实现营收 44.6 亿元，同比-15%，归母净利润 6.7 亿元，同比-48%；3Q2024 实现营收 11.9 亿元，同比-31%，归母净利润 0.8 亿元，同比-79%。3Q2024 酒类收入 10.5 亿元，同比-33.3%，降幅较 Q2 扩大。分产品看，3Q2024 中高档酒/普通酒收入 9/1.5 亿元，同比-36%/-15%。中高档酒方面，主要系核心单品品味舍得下滑较多，公司积极主动调整，谨慎出货；舍之道在大众消费支撑下仍有增长，但体量较小贡献有限。普通酒方面，下滑主因沱牌定制酒优化，而 T68 伴随升级，持续发力铺市拓渠道，高增延续，有望成为新增长点。
水井坊	2024 前三季度实现营收 37.9 亿元，同比+5.6%，归母净利润 11.3 亿元，同比+10%；2024 年第三季度实现营收 20.7 亿元，同比+0.4%，归母净利润 8.8 亿元，同比+7.7%。节奏上 9 月旺季期间，公司发力促销及渠道铺货，稳固 Q3 基本盘。分产品看，2024 年第三季度高档酒/中档酒收入 19.4/1 亿元，同比-2%/+87.2%。井台及以上仍承压下滑，臻酿八号受促销带动保持高个位数增长，天号陈在专营团队运作下渐入佳境，实现小体量高增。

数据来源：Wind、各公司公告、财通证券研究所

2.1.3 地产酒：业绩分化加剧，控速备战寒冬

地产酒分化加剧，主动调整蓄力来年发展。3Q2024 地产酒上市公司整体营收、归母净利增速分别为-14.9%/-29.6%。区域酒企分化进一步加强，洋河股份主动调整影响子行业整体表现，徽酒中古井贡酒、迎驾贡酒也进行报表端积极调整，蓄力后续健康发展。我们认为，一方面三季度仍处淡季业绩真空期，中秋国庆双节商务消费场景相对缺失，宴席市场在 2023 年高基数下动销压力增强。另一方面部分酒企已主动开始控货挺价，注重渠道健康培育。分区域来看，安徽、甘肃等区域凭借自身消费升级动能，结构性增长下相对抗压。

表9.地产酒公司点评

公司	点评
洋河股份	公司 2024 前三季度实现营收 275.2 亿元，同比下降 9.1%；实现归母净利润 85.8 亿元，同比下降 15.9%。3Q2024 分别实现营收、归母净利 46.4、6.3 亿元，同比变化-44.8%、-73.0%。分产品看，3Q2024 省内消费场景相对承压，海天出现不同程度下滑。M3/M6+ 2Q2024 以来主动控货挺价。分区域看，苏中区域表现相对占优。3Q2024 公司收现 64.2 亿元，同比下降 33.5%；3Q2024 收现比 138.34%，同比/环比分别变化+23.57/+86.69pct。3Q2024 收现比 138.34%，同比/环比分别变化+23.57/+86.69pct。预收回款表现有所承压，弱预期环境下经销商观望态度有所提升。考虑到需求提振仍需时间，4Q2024 挑战仍大。中长期看，面对深度调整环境，公司积极应对，销售端减压渠道，品宣端坚持真实年份酒打造，扩大自身产能优势。
古井贡酒	24 前三季度营业收入同增 19.5%，归母净利润同增 24.5%；3Q2024 营业收入、归母净利润分别同增 13.4%、13.6%，毛销差提升带动净利率持续改善。3Q2024 公司收入同增 13.4%。分产品看，全年年份原浆回款增速近 20%，其中古 8/古 16 增速超 30%；古 20 降速至 16%。分区域看，省内回款任务基本完成，其中皖中皖南部分区域已超额完成，皖北完成度相对落后。省外全年任务完成进度在 70~90%。我们预计，1 则产品结构下滑及费用增投导致 3Q2024 毛利率同减 1.55pct，2 则公司费用投放进一步聚焦消费端，费用投放数字化精准度提升。全年来看，古井有望凭借渠道运作能力持续受益省内结构化（100-300 元）增长势能，预计 2024 年回款目标完成确定性较强。费用端来看，公司费率优化情况有望保持。
今世缘	2024 前三季度营收同增 18.9%，归母净利润同增 17.1%；3Q2024 营收、归母净利分别同增 10.1%、6.6%。分产品看，3Q2024 特 A+/特 A/A 类/B 类产品分别实现营收 18.1/6.5/1.1/0.4 亿元，分别同比增长 11.7%/9.6%/7.7%/-11.9%，其中特 A 类以上产品占比同比下降 0.77pct 至 93.6%。产品端，公司 10M2024 以来陆续发布国缘 2049、典藏宝石，持续丰富产品矩阵。生产端，9M2024，今世缘召开 2 万吨酿酒项目开酿仪式，公总产能将达 6 万吨，为后续品质升级打下基础。销售端，公司产品开系势能仍存，伴预公司培育及消费氛围修复 V 系有望重试增长动能。
迎驾贡酒	2024 年前三季度实现营收 55.13 亿元，同比增长 13.81%；实现归母净利润 20.06 亿元，同比增长 20.19%。3Q2024 实现营收、归母净利润 17.28、6.28 亿元，分别同比增长 4.0%、6.18%。3Q2024 公司白酒收入同增 3.3%，中高档酒、普通酒分别同比变化 7.1%、-9.2%。分产品看，公司中高档/普通白酒分别增长 7.1%/-9.2%。我们预计增速环比显著下滑主要系 1) 双节实际动销较弱，宴席，商务消费场景相对缺失，同时 3Q2024 大众聚饮相对较淡；2) 省内竞争加剧，2Q2024 以来省内大众消费价格带进一步加剧，一方面酒企持续加大费用投放，另一方面“兼 8”等新产品进一步加强 200 元价格带市场竞争。分区域看，3Q2024 省内、省外白酒销售分别同比变化 6.85%、-3.62%，省外江苏市场 2024 年白酒消费需求相对疲软，我们预计伴随顺周期政策持续落地，后续销售有望改善。伴随 4Q2024 进入双节备货旺季，一方面 2025 年春节较早，另一方面政策落地仍需时间消化。我们预计安徽省内或保持强竞争态势。

数据来源：Wind、各公司公告、财通证券研究所

表10.白酒子板块单季收入增速情况

	3Q2023	4Q2023	1Q2024	2Q2024	3Q2024
高端合计	15.7	16.9	15.8	14.2	9.6
次高端合计	9.6	30.1	14.2	8.5	-0.4
地产酒合计	16.6	5.0	15.2	8.4	-14.9
其他合计	73.5	42.9	13.3	-9.4	-31.5
全部合计	15.5	16.3	15.4	12.0	2.3

数据来源：Wind，财通证券研究所

2.2 利润端：渠道竞争加剧，盈利能力整体下滑

3Q2024 我们统计的 17 家白酒上市公司中，净利润增速快于营收增速的仅有 3 家，市场竞争加剧，白酒企业盈利能力显著下滑。我们预计 1 则产品结构有所下滑，

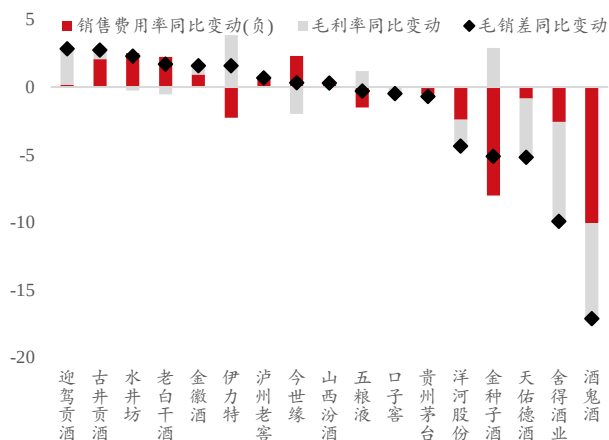
中秋国庆次高端以上商务需求显著缺失，产品价格带聚集愈加剧烈；2 则市场竞争进一步加剧，各公司加大货折及渠道费用投放，毛销差持续收窄。短期来看，基于消费力惯性我们预计 2025 年春节白酒消费景气度仍有承压。且考虑到春节返乡主要带动大众消费需求，预计产品结构短期难以提升。中期来看，伴随政策持续落地，叠加低基数效应，我们预计基本面/EPS 或在明年中下旬迎来拐点。

2.2.1 毛利及费用端：市场竞争白热化，毛销差整体收窄

3Q2024 白酒企业毛销差同比+0.08pct，行业景气度下行周期，盈利能力显著承压。

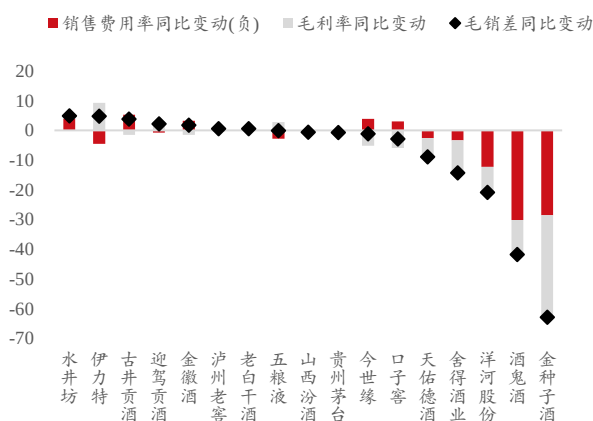
①3Q2024 高端酒毛销差同比+0.23pct，其中茅五费用率提升，泸州老窖主动控货蓄力来年发展。②3Q2024 次高端毛销差同比-0.42pct，其中仅水井坊毛销差阶段性提升，次高端报表端保持出清。③3Q2024 地产酒毛销差同比-5.55pct，主要系洋河股份拉动，大部分地产酒企环比承压，我们预计主要系商务场景缺失导致了产品结构承压和费用增投，地产酒内部看，徽酒表现仍好于苏酒，古井、迎驾仍维持毛销差同比提升，我们预计主要系安徽省内结构性增长势能仍强。

图18.2024 前三季度白酒个股毛销差变动



注：单位为 pct
数据来源：Wind，财通证券研究所

图19.3Q2024 白酒个股毛销差变动



注：单位为 pct
数据来源：Wind，财通证券研究所

表11.白酒子板块单季毛利率同比变动情况

	3Q2023	4Q2023	1Q2024	2Q2024	3Q2024
高端合计	(0.02)	1.30	0.22	0.58	0.84
次高端合计	(2.86)	1.00	0.43	(3.13)	(1.65)
地产酒合计	1.54	(0.60)	(0.05)	0.76	(3.35)
其他合计	15.33	11.17	5.60	2.95	(3.89)
全部合计	(0.02)	1.05	0.28	0.46	0.24

注：单位为 pct
数据来源：Wind，财通证券研究所

表12.白酒子板块单季销售费用率同比变动情况

	3Q2023	4Q2023	1Q2024	2Q2024	3Q2024
高端合计	0.40	1.18	0.40	0.90	0.60
次高端合计	(3.38)	4.03	(1.11)	1.06	(1.23)
地产酒合计	1.77	1.13	0.27	0.43	2.20
其他合计	(7.48)	(5.82)	(0.39)	8.57	7.77
全部合计	0.16	1.11	0.15	0.77	0.16

注：单位为 pct

数据来源：Wind，财通证券研究所

表13.白酒子板块单季毛销差同比变动情况

	3Q2023	4Q2023	1Q2024	2Q2024	3Q2024
高端合计	(0.42)	0.12	(0.17)	(0.33)	0.23
次高端合计	0.52	(3.03)	1.54	(4.19)	(0.42)
地产酒合计	(0.24)	(1.73)	(0.33)	0.33	(5.55)
其他合计	22.81	16.99	5.99	(5.62)	(11.66)
全部合计	(0.18)	(0.05)	0.13	(0.31)	0.08

注：单位为 pct

数据来源：Wind，财通证券研究所

表14.白酒子板块单季管理用率同比变动

	3Q2023	4Q2023	1Q2024	2Q2024	3Q2024
高端合计	(0.70)	(0.24)	(0.59)	(0.73)	(0.37)
次高端合计	(0.73)	(2.12)	(0.15)	(0.02)	0.41
地产酒合计	(0.30)	0.10	(0.62)	0.15	1.18
其他合计	(3.01)	(4.08)	0.09	(0.76)	3.90
全部合计	(0.61)	(0.42)	(0.53)	(0.48)	(0.00)

注：单位为 pct

数据来源：Wind，财通证券研究所

2.2.2 利润增速：短期酒企利润压力凸显

净利润角度来看，3Q2024 茅台稳健业绩拉动高端酒相对稳健，地高端及地产酒皆阶段性承压。我们认为，在行业承压背景下，高端酒业绩韧性有所凸显，但整体来看短期酒企利润增速都将面临挑战。报表及基本面都在加速筑底阶段，龙头酒企及地产酒有仍望凭借渠道和产品结构特点突出抗压能力。

表15.白酒子板块归母净利增速情况

	3Q2023	4Q2023	1Q2024	2Q2024	3Q2024
高端合计	17.97	17.48	15.21	13.17	9.19
次高端合计	15.19	5.14	20.93	(6.97)	(2.04)
地产酒合计	19.69	2.56	13.87	8.68	(29.64)
全部合计	18.40	16.22	15.72	10.64	1.71

注：单位为%

数据来源：Wind，财通证券研究所

表16.白酒子板块扣非归母净利增速情况

	3Q2023	4Q2023	1Q2024	2Q2024	3Q2024
高端合计	17.59	17.56	15.49	12.84	9.40
次高端合计	15.52	5.84	20.58	(5.79)	(1.22)
地产酒合计	21.21	(7.81)	15.26	9.96	(34.78)
全部合计	18.36	15.58	16.14	10.70	1.16

注：单位为%

数据来源：Wind，财通证券研究所

表17.白酒子板块扣非净利增速-收入增速(pct)

	3Q2023	4Q2023	1Q2024	2Q2024	3Q2024
高端合计	1.93	0.70	(0.35)	(1.40)	(0.19)
次高端合计	5.88	(24.21)	6.36	(14.28)	(0.84)
地产酒合计	4.63	(12.79)	0.10	1.54	(19.86)
全部合计	85.36	171.70	41.56	(105.91)	(268.75)

注：单位为 pct

数据来源：Wind，财通证券研究所

表18.白酒上市公司 2Q24&3Q24 业绩概览

证券简称	3Q2024				2Q2024			
	营业收入 (亿元)	YOY	归母净利 (亿元)	YOY	营业收入 (亿元)	YOY	归母净利 (亿元)	YOY
贵州茅台	388.45	15.3%	191.32	13.2%	361.55	17.3%	176.30	16.1%
五粮液	172.68	1.4%	58.74	1.3%	158.15	10.1%	50.12	11.5%
泸州老窖	73.99	0.7%	35.66	2.6%	77.16	10.5%	34.54	2.2%
山西汾酒	86.11	11.4%	29.40	10.4%	74.08	17.1%	21.47	10.2%
水井坊	20.70	0.4%	8.83	7.7%	7.85	16.6%	0.56	29.6%
舍得酒业	11.89	-30.9%	0.78	-79.2%	11.65	-22.6%	0.41	-88.4%
酒鬼酒	1.97	-67.2%	-0.65	-213.7%	5.00	-13.3%	0.48	-60.9%
洋河股份	46.41	-44.8%	6.31	-73.0%	66.21	-3.0%	18.92	-9.7%
古井贡酒	52.63	13.4%	11.74	13.6%	55.19	16.8%	15.07	24.6%
老白干酒	16.18	0.3%	2.52	25.2%	13.40	9.0%	1.68	46.7%
今世缘	26.36	10.1%	6.24	6.6%	26.33	21.5%	9.29	16.9%
迎驾贡酒	17.28	1.6%	6.28	3.7%	14.61	19.0%	4.66	28.0%
口子窖	11.95	-22.0%	3.62	-27.7%	13.99	5.9%	3.59	15.1%
金徽酒	5.74	15.8%	0.38	108.8%	6.78	7.7%	0.74	1.9%
金种子酒	1.39	-54.4%	-1.11	-3843.2%	2.47	-26.2%	-0.07	-295.6%
伊力特	3.24	-23.3%	0.43	-17.8%	4.98	3.6%	0.39	38.9%
天佑德酒	2.28	-18.8%	-0.22	-334.4%	2.33	-11.8%	-0.29	-248.1%

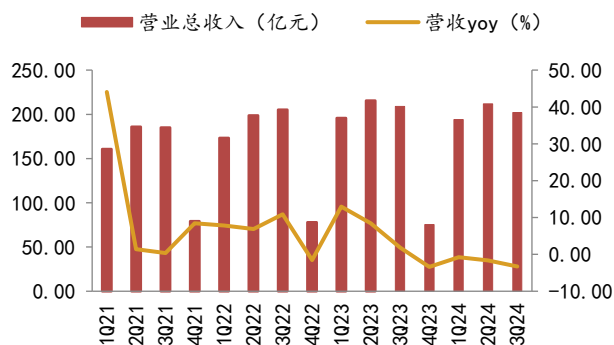
数据来源：Wind，财通证券研究所

3 啤酒：价格压力渐显，个股分化加剧

啤酒板块三季度表现环比有所承压，个股表现分化加剧。三季度环比二季度，啤酒板块尚无明显改善，环比有所承压，**即饮场景受损及消费力较弱仍是行业主要压制因素**。在销量承压背景下，吨价增速也在放缓，部分酒企出现一定程度下滑。各公司在二季度趋势上有所延续，分化继续加大。

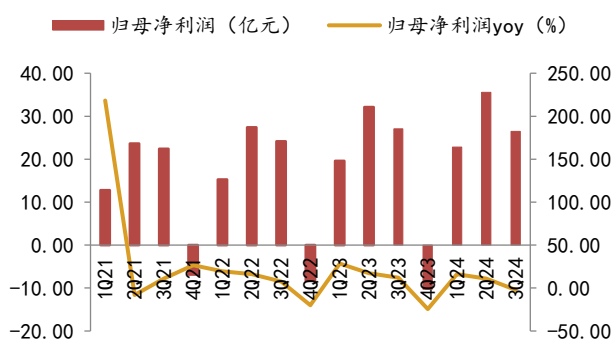
- ◇ 中档价格带相对具备韧性，高端占比较高的公司影响更大。例如高端占比较高的重庆啤酒销量及吨价压力更大，下滑幅度较明显。
- ◇ 即饮渠道需求偏弱，非即饮布局成为趋势。例如青岛啤酒、重庆啤酒等即饮场景占优的公司量价不及预期，珠江啤酒非即饮渠道占比较高使得量价齐升。

图20.啤酒行业三季度营收增速放缓



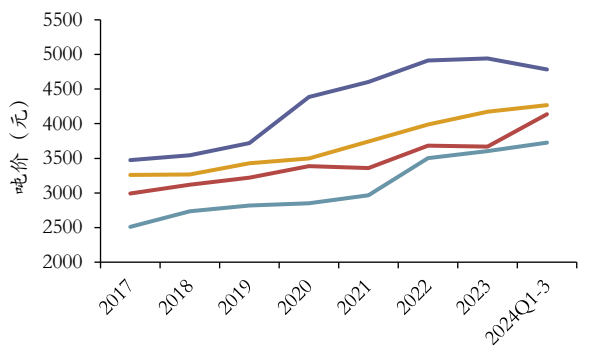
数据来源：Wind，财通证券研究所

图21.啤酒行业三季度归母净利润表现优于收入



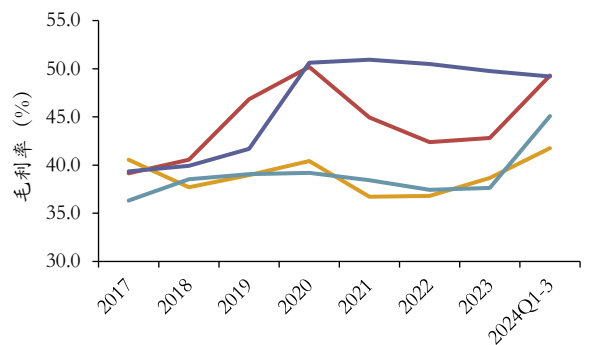
数据来源：Wind，财通证券研究所

图22.啤酒行业主要公司吨价呈上升趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

图23.啤酒行业主要公司毛利率呈上升趋势

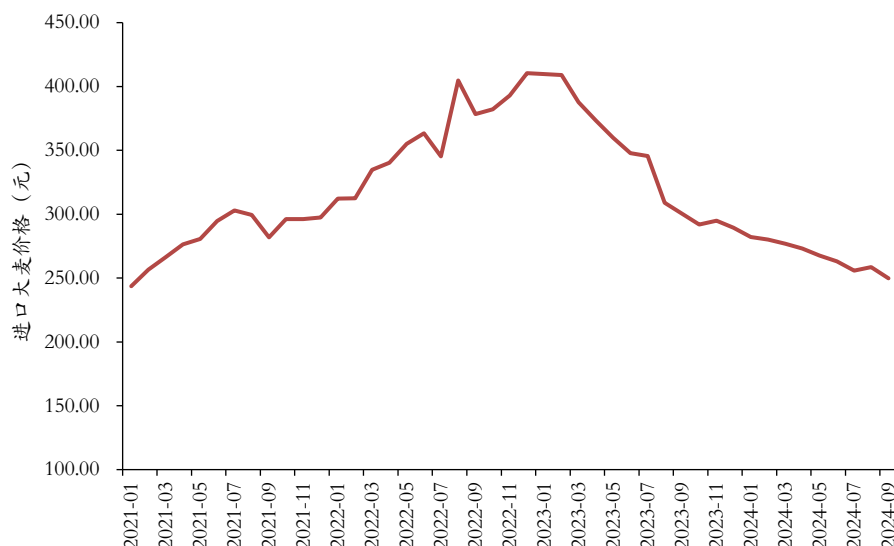


数据来源：Wind，财通证券研究所

利润端，原材料价格回落带来的成本改善进一步显现，但在吨价承压及旺季费用投入下，对冲成本红利，利润表现承压。进口大麦成本改善显著，2024年9月进口大麦价格 249.71 美元/吨，环比下降 3.44%，同比下降 16.90%，改善显著。

包材方面，2024 年 9 月铝期货价格 20460 元/吨，环比上升 3.07%，同比上升 5.22%；玻璃价格 1069 元/吨，环比下滑 1.20%，同比下滑 42.56%。玻璃下滑较多，铝有所上升。成本红利下，三季度各啤酒公司毛利率基本呈持续改善趋势，但吨价承压下，毛利率改善幅度有所收窄。此外，费用投放上，三季度旺季及奥运会体育赛事，费用投放力度有所加大，板块利润表现环比有所走弱。

图24.进口大麦价格下行



数据来源: Wind, 财通证券研究所

- ✧ **青岛啤酒：**旺季不旺销量承压，吨价相对持稳。拆分量价，公司 2024Q1-Q3 实现销量约 678.5 万千升，同比-6.98%；吨价 4268.24 元，同比+0.49%。3Q2024 实现销量约 215.5 万千升，同比-5.11%；吨价 4125.75 元，同比-0.17%。分档次看，2024Q1-Q3 主品牌/其他品牌销量为 383.5/295 万千升，同比-6.23%/-7.93%，中高端以上销量 277.9 万千升，同比-4.24%。3Q2024 主品牌/其他品牌销量为 122.5/93 万千升，同比-4.15%/-6.34%，中高端以上销量 88.3 万千升，同比-4.75%。利润端，成本红利释放，拉动毛利率提升。
- ✧ **重庆啤酒：**即饮承压影响量价表现，工厂折旧对冲成本红利。拆分量价，2024Q1-3 公司实现销量 265.7 万吨，同比+0.20%；3Q2024 销量 87.32 万吨，同比-5.59%。2024Q1-3 公司实现吨价 4782.73 元，同比-0.62%；3Q2024 吨价为 4677.05 元，同比-2.44%。公司吨价表现有所下滑，主要系消费力及即饮场景承压，三季度旺季体现较明显。利润端，吨价承压及工厂折旧影响毛利率表现。
- ✧ **燕京啤酒：**量价表现稳健，盈利能力持续改善中量价拆分，2024Q1-3/3Q2024 公司实现啤酒销量实现啤酒销量 344.73/114.24 万千升，同比+0.49%/+0.13%，2024Q1-3/3Q2024 吨价 3726.39/4201.68 元/千升，同比

+2.97%/+0.06%。单三季度行业整体需求疲软，即饮场景承压，大单品拉动下公司量价表现整体稳定。利润端，公司持续深化包括生产、市场和供应链等在内的九大变革，治理运营效率持续优化，费用率改善，盈利能力稳步提升。

- ✧ **珠江啤酒：**结构持续优化，量价稳健提升。2024Q1-3 公司实现啤酒销量 118.19 万吨，同比+2.75%。2024Q1-3 公司高档啤酒产品销量同比增长 14.81%，引领高端化结构升级。利润端，2024Q1-3/3Q2024 公司实现毛利率 49.32%/49.77%，同比+3.75 /+4.03 pcts，实现净利率 16.50%/16.14%，同比+2.37 /+0.54 pcts，盈利能力稳健提升。

图25.啤酒主要公司经营指标对比

	项目	单位	2020	2021	2022	1Q2023	2Q2023	3Q2023	4Q2023	2023	1Q2024	2Q2024	3Q2024
青岛啤酒	收入	亿元	277.6	301.7	321.7	107.1	108.9	93.9	29.6	339.4	101.5	99.2	88.9
	yoy		-0.8%	8.7%	6.6%	16.3%	8.2%	-4.6%	-3.4%	5.5%	-5.2%	-8.9%	-5.3%
	毛利率		35.3%	36.7%	36.8%	38.3%	40.1%	40.9%	27.5%	38.7%	40.4%	42.8%	42.1%
	净利率		8.4%	10.8%	11.8%	13.8%	18.1%	16.2%	-22.0%	12.8%	15.7%	20.6%	15.2%
	销量	万千升	782.2	793.0	807.0	236.3	266.0	227.1	71.3	800.7	218.4	245.0	215.5
	yoy		-2.8%	1.4%	1.8%	11.0%	2.7%	-11.3%	-10.2%	-0.8%	-7.6%	-8.1%	-5.1%
	吨价		3496.1	3741.8	3986.6	4530.8	4092.4	4133.0	4149.3	4172.1	4647.4	4055.6	4125.8
	yoy		1.9%	7.0%	4.8%	4.8%	5.4%	7.5%	7.6%	6.3%	2.6%	-0.9%	-0.2%
重庆啤酒	收入	亿元	109.4	131.2	140.4	40.1	45.0	45.2	17.9	148.2	42.9	45.7	42.0
	yoy		7.1%	19.9%	7.0%	4.5%	9.6%	6.5%	-3.8%	5.5%	7.1%	1.5%	-7.1%
	毛利率		50.6%	50.9%	50.5%	45.2%	51.5%	50.5%	48.8%	49.8%	47.9%	50.5%	49.2%
	净利率		16.0%	18.3%	18.4%	19.3%	10.6%	10.6%	0.2%	18.3%	20.9%	9.9%	20.6%
	销量	万千升	242.4	278.9	285.7	82.4	90.3	92.5	34.6	299.8	86.7	91.7	87.3
	yoy		3.3%	15.1%	2.4%	3.7%	5.7%	5.3%	4.8%	4.9%	5.3%	1.5%	-5.6%
	吨价		4384.2	4601.4	4914.6	4863.8	4981.4	4891.2	5164.8	4942.5	4819.8	4848.3	4677.1
	yoy		3.7%	5.0%	4.5%	0.8%	3.7%	1.1%	-8.1%	0.6%	1.3%	-0.7%	-2.4%
华润啤酒	收入	亿元	324.7	343.9	364.3					389.3			
	yoy		-3.9%	5.9%	5.9%					10.4%			
	毛利率		38.4%	39.2%	40.4%					40.2%			
	净利率		6.5%	13.4%	11.9%					13.2%			
	销量	万千升	1110.0	1105.6	1109.6					1115.0			
	yoy		-2.6%	-0.4%	0.4%					0.5%			
	吨价		2833.2	3019.8	3283.0					3306.0			
	yoy		-2.4%	6.6%	5.5%					4.0%			
燕京啤酒	收入	亿元	109.3	119.6	132.0	35.3	41.0	47.9	18.0	142.1	35.9	44.6	48.0
	yoy		-4.7%	9.5%	10.4%	13.7%	7.7%	8.5%	-4.4%	7.7%	1.8%	8.8%	0.2%
	毛利率		39.2%	38.4%	37.4%	36.8%	45.7%	48.0%	-6.6%	37.6%	37.2%	48.3%	48.0%
	净利率		2.6%	2.5%	4.2%	2.6%	11.0%	9.2%	-16.8%	6.0%	3.6%	14.7%	11.0%
	销量	万千升	353.5	362.1	377.0	96.3	132.7	114.1	51.2	394.2			114.2
	yoy		-7.3%	2.4%	4.1%	12.8%	2.2%	4.3%	-2.4%	4.6%			0.1%
	吨价		2851.3	3089.8	3501.7	3661.3	3089.0	4199.3	3512.9	3605.1			4201.7
	yoy		1.2%	8.4%	6.0%	0.8%	5.3%	4.1%	-2.1%	3.0%			0.1%
珠江啤酒	收入	亿元	42.5	45.4	49.3	10.4	17.4	17.8	8.3	53.8	11.1	18.8	19.0
	yoy		0.1%	6.8%	8.6%	18.8%	11.4%	5.9%	1.2%	9.1%	7.1%	8.1%	6.9%
	毛利率		50.2%	45.0%	42.4%	40.8%	48.3%	45.7%	27.7%	42.8%	42.1%	49.0%	49.8%
	净利率		13.8%	13.8%	12.3%	8.9%	16.9%	15.6%	-2.4%	11.6%	11.4%	20.5%	16.1%
	销量	万千升	119.9	127.6	133.9	26.2	42.5	46.2	25.3	140.3	26.4	43.5	48.3
	yoy		-4.7%	6.4%	4.9%	11.5%	4.6%	1.4%	4.0%	4.8%	0.8%	1.8%	4.8%
	吨价		3386.1	3361.6	3681.8	3954.6	4090.6	3853.6	3275.2	3670.4	4201.2	4319.5	3930.5
	yoy		5.2%	-0.7%	3.6%	6.5%	6.4%	4.4%	-2.7%	3.8%	6.2%	5.6%	1.9%

数据来源：各公司财报，财通证券研究所

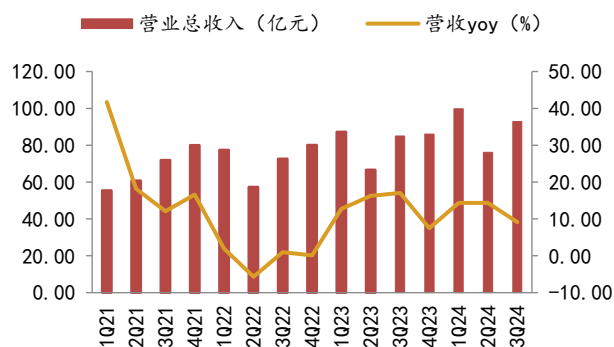
4 乳饮：饮料收入端仍具韧性，乳制品环比改善

软饮料受益场景复苏，收入表现延续二季度趋势。三季度在消费整体相对疲软的环境下，软饮料公司延续良好收入表现。但从行业内部看，今年整体呈现行业竞争加剧趋势，如包装水、无糖茶等品类价格战、冰冻化投放力度加大资源抢占加剧等。龙头在强渠道基础及资源实力下，加大布局、抢占份额，趋势持续加强，如东鹏饮料，行业内部份额在重新调整分配。规模较小的软饮料公司，在各自擅

长的子品类中争取更多份额，在已有优势基础上持续推新、强化壁垒，寻求细分市场机会。

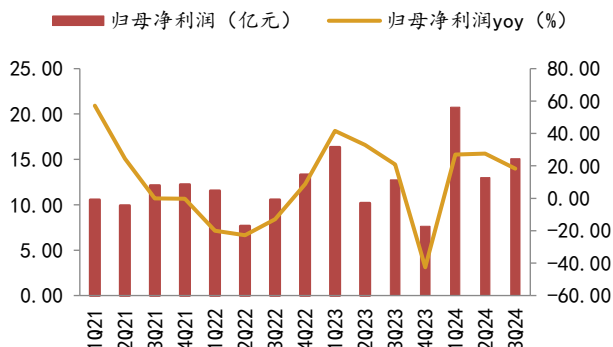
乳制品礼赠氛围承压，中秋表现较弱，但环比处于改善趋势。乳制品公司经历本轮原奶供需周期，上半年普遍在牧业亏损、喷粉减值、中小品牌低价竞争等影响下，收入及利润承压。三季度看，乳制品表现同比仍有一定程度下降，但环比降幅收窄，叠加奶源成本红利、促销收缩及费效优化等因素，**利润端表现显著改善，经营质量不断提升。**

图26.软饮料行业三季度营收表现有所降速



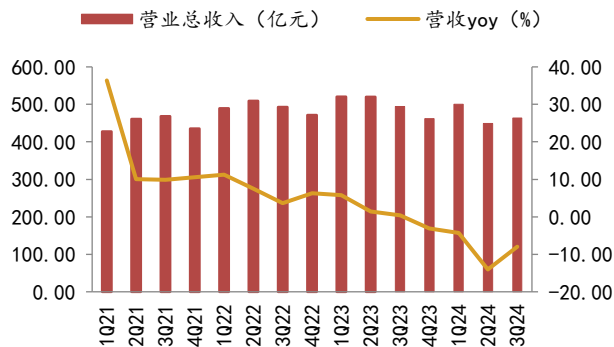
数据来源：Wind，财通证券研究所

图27.软饮料行业三季度归母净利润持续提升



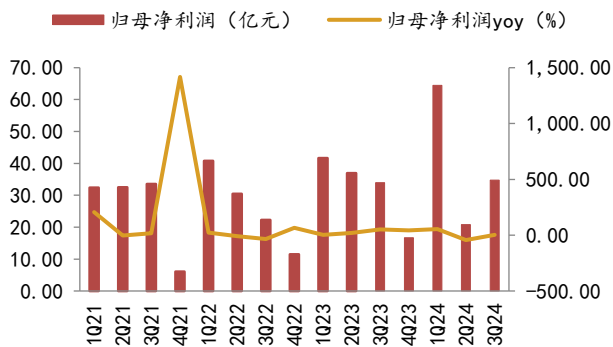
数据来源：Wind，财通证券研究所

图28.乳品行业三季度营收环比改善



数据来源：Wind，财通证券研究所

图29.乳品行业三季度归母净利润环比改善



数据来源：Wind，财通证券研究所

◇ **东鹏饮料：**业绩表现亮眼，趋势持续强化。三季度作为公司旺季，在网点拓展、单点卖力提升、冰冻陈列等助力下，势头持续超预期。分产品看，2024Q1-3 公司东鹏特饮/东鹏补水啦/其他饮料分别实现营收 105.07/12.11/8.12 亿元，同比+31.43%/+292.11%/+145.43%；3Q2024 公司东鹏特饮/东鹏补水啦/其他饮料分别实现营收 36.52/7.35/2.81 亿元，同比+27.73%/+299.58%/+107.04%。能量饮料维持良好增长，补水啦加速高增。白砂糖价格下降较多，成本红利持续显现。费用端，虽有奥运及冰柜费用投放，但公司销售势头积极，规模效应显著，盈利能力持续提升。

- ◇ **香飘飘：** 冲泡淡季承压，即饮维持良好增长。2024Q1-3 分产品看，公司冲泡类/即饮类分别实现销售收入 11.10/8.01 亿元，同比增长-8.27%/+7.89%，销售收入占比为 58.07%/41.93%。3Q2024 分产品看，公司冲泡类/即饮类分别实现销售收入 4.96/2.54 亿元，同比增长-14.88%/+17.82%，营收占比为 66.11%/33.89%。
- ◇ **百润股份：** 预调酒业务有所承压，基数影响利润表现。分产品看，2024Q1-3 预调鸡尾酒实现营收 21.02 亿元，同比变动-3.13%。3Q2024 预调鸡尾酒实现营收 6.81 亿元，同比变动-6.58%。销售费用率增长主要系去年同期投入较少，今年正常化投入，但整体可控。
- ◇ **欢乐家：** 淡季业绩表现承压，四季度有望修复改善。三季度作为公司销售淡季，收入表现有所承压。公司利润端承压原因，主要系：1) 毛利率下滑幅度较大，主因公司产品结构变化、开拓零食量贩渠道、原料销售业务增长；2) 公司增加理货员等一线工作人员和新零售团队人员，加大宣传力度，销售费用率提升。
- ◇ **李子园：** 收入环比转正，新渠道新产品贡献增量。三季度公司收入增速环比转正，在销售恢复基础上，主要增量来自于新渠道及新产品。利润端：2024Q1-3/3Q2024 公司实现毛利率 39.23%/ 40.95%，同比+2.85 /+5.24 pcts，实现净利率 14.78%/ 16.15%，同比-2.90 /+1.34 pcts。毛利率提升主要系奶粉成本下降所致。
- ◇ **伊利股份：** 环比降幅收窄，利润表现显著改善。分产品看，3Q2024 公司液体奶/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他分别实现营收 206.37/68.21/10.21/1.85 亿元，同比-10.31%/+6.56%/-16.65%/+22.70%。液奶三季度降幅环比收窄，渠道库存恢复良性，趋势不断向好。利润端，2024Q1-3/3Q2024 公司实现毛利率 35.03%/35.05%，同比+1.91/+2.46pcts，实现净利率 12.21%/11.46%，同比+2.58/+1.61pcts。公司受益原奶成本红利及渠道库存调整结束促销收缩，盈利能力改善向好。

表19.主要软饮料公司财务情况梳理

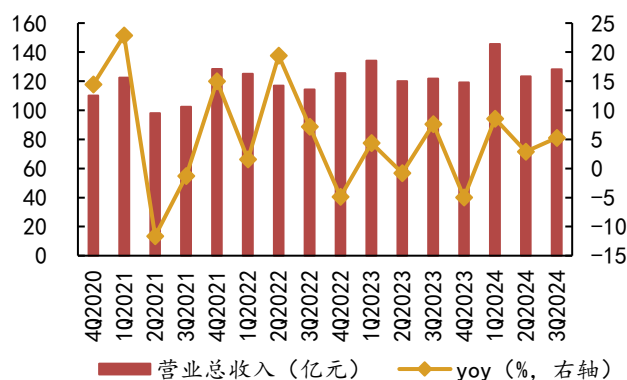
	3Q2024					2024Q1-3				
	营收 (亿元)	yoy (%)	归母净利 润 (亿 元)	yoy (%)	净利率 (%)	营收 (亿元)	yoy (%)	归母净利 润 (亿 元)	yoy (%)	净利率 (%)
东鹏饮料	46.85	47.29	9.77	78.42	20.85	125.58	45.34	27.07	63.53	21.56
香飘飘	7.59	-6.10	0.47	-0.62	6.22	19.38	-2.05	0.18	408.98	0.91
百润股份	7.58	-5.95	1.72	-24.01	22.67	23.86	-2.88	5.74	-13.67	24.07
欢乐家	3.95	0.22	0.01	-97.16	0.33	13.40	2.61	0.84	-52.34	6.25
李子园	3.85	4.45	0.62	13.91	16.15	10.64	-0.49	1.57	-16.83	14.78
伊利股份	291.25	-6.67	33.37	8.53	11.46	890.39	-8.59	108.68	15.87	12.21
妙可蓝多	16.72	-12.07	0.08	151.96	0.49	35.94	-9.40	0.85	571.67	2.37
新乳业	27.85	-3.82	1.77	22.92	6.36	81.50	-0.54	4.74	24.37	5.81

数据来源: Wind, 财通证券研究所

5 调味品: 环比改善, 龙头领跑

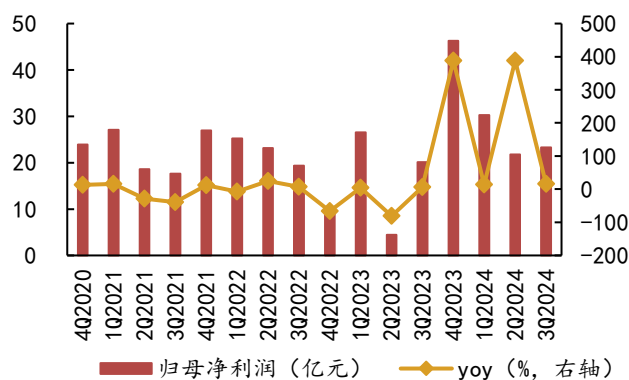
调味品行业 3Q2024 环比改善, 龙头强势, 复调表现亮眼。调味品板块 3Q2024 实现营收 128.22 亿元, 同比+5.29%, 实现归母净利润 23.28 亿元, 同比+15.84%。从板块的表现上来看, 一是二季度普遍进入调整阶段, 库存压力下降, 三季度迎来恢复; 二是复合调味品表现优于基础调味品, 我们判断与复调进入旺季备货有关; 三是龙头强势, 海天味业和天味食品整体表现优于同行, 安琪酵母则凭借出口景气, 收入领跑行业。

图30.CS 调味品行业营收变动情况



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图31.CS 调味品行业归母净利润变动情况



数据来源: Wind, 财通证券研究所

5.1 基础调味品: 板块复苏, 个股逻辑分化

海天改革成效显著, 中炬恢复, 千禾调整。基础调味品三季报个股表现分化: 龙头海天味业稳健增长, 通过自身的改革成效的显现, 逐步走出自身的周期; 中炬高新在二季度低预期之后, 三季度积极调整, 同时调整费效, 收入恢复, 利润超预期; 千禾味业则延续二季度的调整, 三季度或为渠道调整的拐点, 静待后续的数据反馈。

- ◇ **海天味业**：分产品看，3Q2024 酱油/调味酱/蚝油/其他调味品收入分别同比+8.7%/+10.2%/+7.8%/+15.1%。其中，酱油、蚝油增速较高，主因 1) 中秋、国庆双节拉动消费，2) 公司渠道改革效果初现。利润端，3Q2024 毛利率同比+2.1pct，主要受益于原材料成本下降；3Q2024 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.01/+0.03/+1.1/+0.7pct，研发费用率提高，主因公司加强新品研发。3Q2024 公司净利率同比+0.11pct，盈利能力提升。
- ◇ **中炬高新**：收入端，3Q2024 酱油收入同比+0.47%，仍有承压，主因 1) 行业竞争加剧；2) 市场需求疲软。利润端，3Q2024 毛利率同比+4.95pct；销售/管理/研发/财务费率同比-1.86/+1.10/-0.72/+0.17pct；净利率同比+4.90pct。净利率改善主因 1) 营销更注重费效比；2) 原料采购单价下降；3) 生产费用包括水电、运输费用下降。
- ◇ **千禾味业**：收入端，分品类看，3Q2024 酱油/食醋产品分别实现营收 4.35/0.85 亿元，分别同比-13.82%/-15.67%，产品收入承压主因：1) 产品处于优化升级窗口期，公司主动控货，清理老品库存，2) 渠道调整优化。利润端，3Q2024 毛利率同比+0.67pct，主要受益于原材料成本下降；销售/管理/研发/财务费率同比+2.98/-0.65/+0.29/-0.14pct；净利率同比-1.86pct。

表20.基础调味品主要公司经营指标对比

公司	项目	2022	2023	1-3Q2023	1-3Q2024	3Q2023	4Q2023	1Q2024	2Q2024	3Q2024
海天味业	营业收入 (亿元)	256.10	245.59	129.66	141.56	56.85	59.09	76.94	64.62	62.43
	yoy (%)	2.42	-4.10	-4.19	9.18	2.20	-9.30	10.21	7.98	9.83
	归母净利润 (亿元)	61.98	56.27	30.96	34.53	12.32	12.98	19.19	15.34	13.62
	yoy (%)	-7.09	-9.21	-8.76	11.52	-3.24	-15.20	11.85	11.12	10.50
	毛利率 (%)	35.68	34.74	35.91	36.86	34.54	32.34	37.31	36.33	36.61
	净利率 (%)	24.22	22.97	23.94	24.48	21.73	22.06	25.06	23.79	21.84
	存货 (亿元)	23.92	26.19	18.18	18.76	21.04	26.19	19.99	18.76	19.12
	存货周转天数 (天)	50.47	56.27	45.60	45.26	50.45	56.27	43.09	45.26	47.43
千禾味业	营业收入 (亿元)	24.36	32.07	15.31	15.89	8.00	8.75	8.95	6.94	6.99
	yoy (%)	26.55	31.62	50.89	3.78	48.45	-0.82	9.28	-2.53	-12.63
	归母净利润 (亿元)	3.44	5.30	2.57	2.51	1.31	1.43	1.55	0.96	1.01
	yoy (%)	55.35	54.22	115.94	-2.38	90.43	-8.47	6.66	-14.16	-22.58
	毛利率 (%)	36.56	37.15	38.29	35.61	34.54	35.40	35.96	35.16	37.54
	净利率 (%)	14.12	16.54	16.76	15.77	16.30	16.37	17.32	13.77	14.45
	存货 (亿元)	5.95	7.49	6.54	7.35	6.93	7.49	6.98	7.35	7.74
	存货周转天数 (天)	137.48	120.02	119.02	130.50	119.98	120.02	113.62	130.50	140.83
中炬高新	营业收入 (亿元)	53.41	51.39	26.54	26.18	12.99	11.86	14.85	11.34	13.28
	yoy (%)	4.41	-3.78	0.08	-1.35	-0.38	-14.37	8.64	-11.96	2.23
	归母净利润 (亿元)	(5.92)	16.97	(14.43)	3.50	1.70	29.69	2.39	1.11	2.26
	yoy (%)	-179.82	386.53	-560.78	124.24	61.35	393.72	59.70	106.95	32.90
	毛利率 (%)	31.70	32.71	31.95	36.63	34.54	33.14	36.98	36.17	38.82
	净利率 (%)	-10.38	33.80	-53.51	14.72	14.04	250.80	17.63	10.90	18.94
	存货 (亿元)	16.70	16.18	15.92	15.77	15.88	16.18	15.46	15.77	15.33
	存货周转天数 (天)	165.17	171.13	162.53	173.29	165.02	171.13	152.18	173.29	172.11

数据来源: Choice, 财通证券研究所

5.2 复合调味品：天味超预期，B 端持续稳健

B 端稳健增长，C 端有所改善，利润超预期。复调 B 端持续稳健发展中，3Q2024 增速略有放缓，但宝立食品 B 端和日辰股份均录得个位数增长，我们判断与下游大 B 客户备货谨慎，偏好小批量多频次有关，但在餐饮连锁化率的提升大趋势下，

B 端稳健增长。C 端在旺季下，需求增加，表现良好，龙头天味食品通过自身销售策略的调整，利润弹性释放，**Q4 有望延续。展望四季度，复调动销旺季，叠加春节前置，备货提前，期待行业迎来不错表现。**

- ◇ **天味食品：**收入端，分品类看，3Q2024 火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料/其他产品收入分别同比+1.14%/+18.07%/+19.68%/-2.96%。其中，1) 火锅调料有所恢复，但竞争激烈下整体仍有承压；2) 中式菜品调料高增，其中食萃高增拉动；3) 香肠腊肉调料高速增长，主因猪价较好带动动销，以及全国市场的渗透率提升。利润端，3Q2024 毛利率同比+0.76pct；销售/管理/研发/财务费率同比-7.78/-0.73/+0.18/+0.29pct；净利率同比+7.33pct。3Q2024 毛销差 31.02%，同比+8.55pct，毛销差改善的主因：1) 成本端预计改善大个位数；2) 高毛利产品香肠腊肉调料占比提升。
- ◇ **宝立食品：**收入端，分品类看，3Q2024 复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料收入分别同比+0.70%/+9.64%/-5.69%。轻烹解决方案增速较高主因 C 端业务增长带动。利润端，3Q2024 毛利率同比-1.06pct，下滑主要系带动新品销售的赠品增多，推广冲泡意面；3Q2024 销售/管理/研发/财务费率同比+0.93/-0.07/+0.15/+0.00pct；净利率同比-0.96pct。未来盈利能力预计改善，主因 1) 公司在工厂端毛利率持续改善，经营利润水平提升，2) 效率提升，销售规模扩大下，应收预收账款基本持平，款项催收效率提升，3) 存货规模减少，资产减值准备减少。
- ◇ **日辰股份：**收入端，分产品看，3Q2024 公司酱汁类调味料/粉体类调味料/食品添加剂营收分别为 0.87/0.22/0.005 亿元，分别同比+16%/-17%/-28%，其中酱汁类调味料稳健增长。利润端，3Q2024 公司毛利率同比+1pct，销售/管理费用率为 7.10%/0.28%，分别同比+1pct/-8pct，净利率同比+6pct。



表21.复合调味品主要经营指标对比

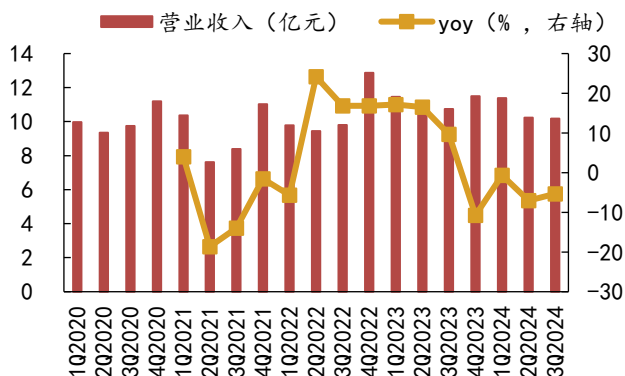
公司	项目	2022	2023	1-3Q2023	1-3Q2024	3Q2023	4Q2023	1Q2024	2Q2024	3Q2024
天味食品	营业收入 (亿元)	26.91	31.49	14.26	14.68	8.08	9.15	8.53	6.14	8.97
	yoy (%)	32.84	17.02	17.42	2.95	16.39	16.95	11.34	-6.80	10.93
	归母净利润 (亿元)	3.42	4.57	2.08	2.47	1.13	1.36	1.76	0.71	1.86
	yoy (%)	85.11	33.65	25.09	18.79	44.06	39.90	37.20	-10.90	64.79
	毛利率 (%)	34.22	37.88	36.23	39.56	34.54	40.30	44.05	33.33	38.83
	净利率 (%)	12.66	14.78	14.57	17.35	13.86	15.95	20.90	12.41	21.19
	存货 (亿元)	1.47	1.59	1.17	0.94	1.57	1.59	1.79	0.94	1.48
日辰股份	存货周转天数 (天)	25.90	28.15	26.09	25.71	29.11	28.15	31.93	25.71	28.90
	营业收入 (亿元)	3.09	3.59	1.63	1.87	1.03	0.94	0.92	0.96	1.10
	yoy (%)	-8.84	16.49	12.30	15.16	16.86	24.11	14.73	15.58	6.45
	归母净利润 (亿元)	0.51	0.56	0.24	0.29	0.18	0.15	0.13	0.16	0.26
	yoy (%)	-37.19	10.52	-6.79	20.68	11.57	54.90	21.06	20.37	44.52
	毛利率 (%)	39.38	38.76	39.64	38.16	34.54	37.62	38.28	38.05	39.04
	净利率 (%)	16.55	15.70	14.63	15.33	17.24	15.86	14.06	16.54	23.41
宝立食品	存货 (亿元)	0.33	0.32	0.37	0.32	0.35	0.32	0.36	0.32	0.34
	存货周转天数 (天)	61.11	53.03	64.18	49.34	56.58	53.03	53.86	49.34	48.78
	营业收入 (亿元)	20.37	23.69	11.28	12.73	6.31	6.10	6.24	6.49	6.57
	yoy (%)	29.10	16.31	23.86	12.89	11.80	8.61	15.72	10.29	4.06
	归母净利润 (亿元)	2.15	3.01	1.66	1.08	0.75	0.60	0.61	0.48	0.65
	yoy (%)	16.15	39.78	78.85	-34.60	23.68	-2.98	-20.36	-46.75	-13.45
	毛利率 (%)	34.57	33.14	34.77	32.07	34.54	30.95	32.04	32.10	31.28
宝立食品	净利率 (%)	11.32	13.14	14.98	9.68	12.03	10.88	10.75	8.66	11.07
	存货 (亿元)	2.20	2.67	2.11	2.29	2.36	2.67	2.52	2.29	2.29
	存货周转天数 (天)	54.52	55.31	52.73	51.55	52.98	55.31	55.00	51.55	50.82

数据来源: Choice, 财通证券研究所

6 速冻食品: 竞争有所加剧, 表观增速承压

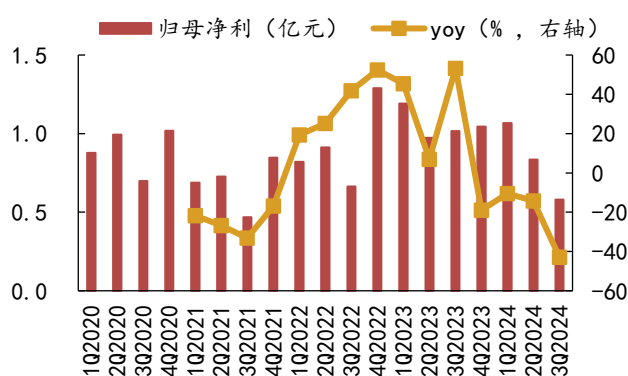
Q3 降速承压, 表观受补助影响较大, 行业价格战仍存。收入端来看, 安井食品、千味央厨、立高食品和三全食品在三季度均处于持平附近的增速表现, 环比 Q2 有所降速, 我们认为 一是餐饮需求疲软, 行业竞争有所加剧, 使得价格边际承压; 二是大B客户收入的不稳定性导致; 三是速冻淡季, 产能过剩也使得收入承压。利润端, 安井食品、千味央厨表观增速下滑幅度大, 主因政府补助错期所致。产能带来了较为明显的拖累, 前两年较多的产能投放, 使得补助的预期延续, 一旦补助不兑现, 表观利润影响会比较大。 经营性盈利能力也有所承压, 主因行业竞争加剧, 促销加大使得费用率提升, 另一方面下游压价也对冲了成本红利。

图32.速冻食品板块 3Q2024 营收承压



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图33.速冻食品板块 3Q2024 归母净利润承压



数据来源: Wind, 财通证券研究所

- ◇ **安井食品：**收入端，分业务看，3Q2024 速冻调制食品/速冻菜肴制品/速冻米面制品/速冻农副产品/休闲食品/其他收入分别同比-0.12%/+24.12%/-9.49%/-0.39%/-50.62%/-83.23%。利润端，3Q2024 公司毛利率同比-2.04pct，我们判断与三季度公司加大促销应对市场竞争有关；销售/管理/研发/财务费率同比+0.29/+1.39/-0.08/+0.29pct；净利率同比-4.59pct。净利率影响较大，主因政府补助和股份支付费用影响。
- ◇ **千味央厨：**收入端，三季度为公司传统淡季，收入较上半年放缓，我们认为：1) 大 B 客户在 3Q2023 基数较高，同时单价有所下降的背景下，3Q2024 个位数下滑，但环比 2Q2024 有改善；2) 小 B 渠道有所增长，一方面公司加大了市场投入，另一方面也通过新品和渠道精细化持续深耕；3) 品类上来看，烘焙类、菜肴类和糯米制品增速较快。利润端，3Q2024 毛利率同比+0.04pct，毛利率整体较为稳定，虽然公司对下游客户价格有所折让，但成本改善可对冲此影响。销售/管理/研发/财务费率同比+0.81/+1.19/+0.15/-0.41pct，净利率同比-3.30pct，主要与政府补助减少有关。
- ◇ **立高食品：**收入端，2024 前三个季度分产品看，冷冻烘焙食品收入占比约 58%，同比-7%，主要系商超渠道下滑；烘焙食品原料收入占比约 42%，同比+30%，主要系稀奶油新品增长。利润端，3Q2024 毛利率同比-0.55pct；销售/管理/研发/财务费率同比-2.19/-0.98/-0.67/+0.15pct；净利率同比+1.89pct。

表22.速冻食品主要公司经营指标对比

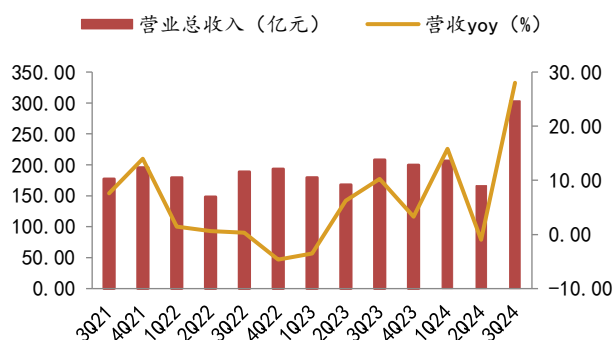
公司	项目	2022	2023	1-3Q2023	1-3Q2024	3Q2023	4Q2023	1Q2024	2Q2024	3Q2024
安井食品	营业收入 (亿元)	121.83	140.45	68.94	75.44	33.77	37.74	37.55	37.89	35.33
	yoy (%)	31.39	15.29	30.70	9.42	17.21	-6.27	17.67	2.31	4.63
	归母净利润 (亿元)	11.01	14.78	7.35	8.03	3.86	3.56	4.38	3.64	2.44
	yoy (%)	61.37	34.24	62.14	9.17	63.75	-13.41	21.24	-2.51	-36.76
	毛利率 (%)	21.96	23.21	22.10	23.91	21.97	26.34	26.55	21.29	19.93
千味央厨	净利率 (%)	9.17	10.69	10.88	10.82	11.55	9.56	11.75	9.90	6.96
	营业收入 (亿元)	14.89	19.01	8.51	8.92	4.77	5.73	4.63	4.29	4.72
	yoy (%)	16.86	27.69	31.14	4.87	25.04	25.02	8.04	1.65	-1.17
	归母净利润 (亿元)	1.02	1.34	0.56	0.59	0.38	0.40	0.35	0.25	0.22
	yoy (%)	15.20	31.43	22.18	6.14	60.35	23.15	14.16	-3.36	-42.08
立高食品	毛利率 (%)	23.41	23.70	23.24	25.21	22.41	25.46	25.45	24.95	22.44
	净利率 (%)	6.78	6.97	6.48	6.59	7.98	6.87	7.44	5.67	4.68
	营业收入 (亿元)	29.11	34.99	16.36	17.81	9.46	9.17	9.16	8.65	9.36
	yoy (%)	3.32	20.22	23.61	8.88	30.07	6.67	15.31	2.80	-1.11
	归母净利润 (亿元)	1.44	0.73	1.08	1.35	0.50	-0.85	0.77	0.59	0.68
海融科技	yoy (%)	-49.22	-49.21	53.70	25.03	66.94	-297.22	53.96	0.30	35.07
	毛利率 (%)	31.77	31.39	32.89	32.60	31.89	28.19	32.59	32.61	31.34
	净利率 (%)	4.93	2.02	6.57	7.50	5.24	-9.41	8.30	6.65	7.14
	营业收入 (亿元)	8.68	9.55	4.74	5.18	2.34	2.47	2.54	2.64	2.48
	yoy (%)	16.23	9.95	13.09	9.45	2.20	12.02	5.84	13.17	5.98
南侨食品	归母净利润 (亿元)	0.93	0.90	0.48	0.69	0.18	0.23	0.36	0.33	0.18
	yoy (%)	-17.01	-4.07	-6.65	42.94	-33.79	58.21	52.99	33.48	3.44
	毛利率 (%)	32.98	35.07	34.51	37.71	34.02	37.15	38.04	37.40	32.29
	净利率 (%)	10.75	9.38	10.24	13.36	7.53	9.48	14.15	12.61	7.33
	营业收入 (亿元)	28.61	30.83	15.62	15.66	7.28	7.93	7.75	7.91	7.39
三全食品	yoy (%)	-0.40	7.73	9.53	0.26	11.35	1.41	4.50	-3.57	1.52
	归母净利润 (亿元)	1.61	2.32	0.93	1.28	0.32	1.07	0.77	0.52	0.22
	yoy (%)	-56.41	44.73	-25.73	37.58	346.25	286.45	96.74	-4.78	-31.35
	毛利率 (%)	21.73	23.76	21.86	26.22	23.92	27.36	27.00	25.46	20.75
	净利率 (%)	5.61	7.54	5.98	8.21	4.37	13.53	9.89	6.55	2.95
三全食品	营业收入 (亿元)	74.34	70.56	38.55	36.65	15.60	16.41	22.54	14.12	14.60
	yoy (%)	7.07	-5.09	0.89	-4.91	3.03	-21.83	-5.01	-4.74	-6.46
	归母净利润 (亿元)	8.01	7.49	4.37	3.33	1.15	1.97	2.30	1.03	0.61
	yoy (%)	24.98	-6.55	1.31	-23.75	22.05	-28.63	-17.76	-34.36	-47.02
	毛利率 (%)	28.07	25.84	27.66	25.94	24.56	22.76	26.60	24.87	22.75
三全食品	净利率 (%)	10.78	10.62	11.33	9.09	7.40	12.02	10.19	7.33	4.19

数据来源: Choice, 财通证券研究所

7 休闲食品: 收入相对较优, 利润仍具弹性

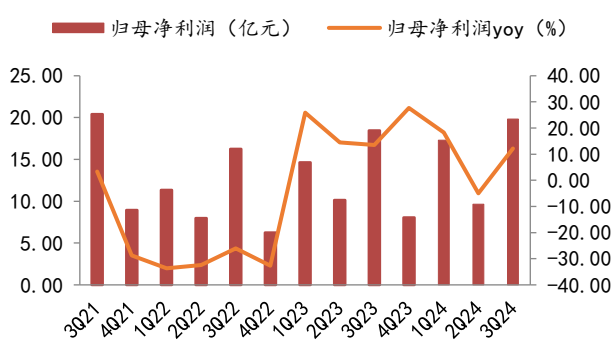
三季度休闲零食板块收入端表现优于行业整体, 主要得益于品类拓展及渠道红利。在整体消费环境偏弱背景下, 零食板块公司通过品类创新及渠道拓展寻找收入增量, 一方面在强化大单品优势基础上寻找新品类延申, 凭借品牌及渠道优势快速抢占市场份额, 另一方面抓住零食量贩渠道、抖音等电商渠道等新渠道红利, 快速布局放量。此外, 得益于成本端改善及费效优化, 盈利能力逐步改善中。

图34.休闲食品板块三季度营收保持较快增速



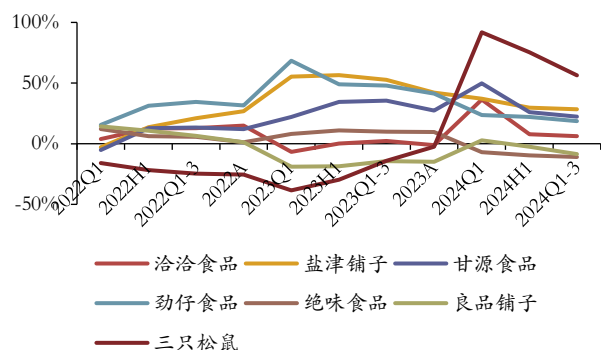
数据来源：Wind，财通证券研究所

图35.休闲食品板块三季度归母净利润保持较快增速



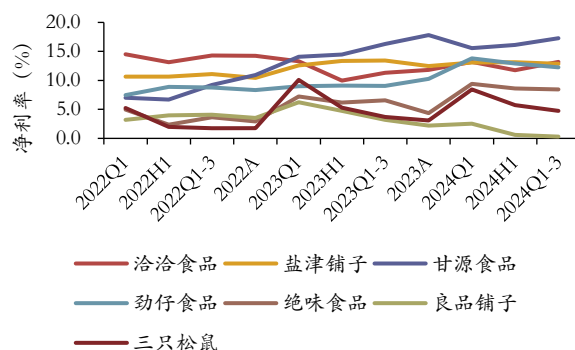
数据来源：Wind，财通证券研究所

图36.主要休闲食品公司 2024Q1-3 营收保持高增



数据来源：Wind，财通证券研究所

图37.主要休闲食品公司 2024Q1-3 净利率维稳



数据来源：Wind，财通证券研究所

- ◇ **盐津铺子：**收入端高质量增长，所得税率影响利润表现。收入增速环比提升，大单品表现亮眼。前三季度公司多渠道、多品类实现快速增长，大单品魔芋及鹌鹑蛋表现持续亮眼。公司利润端有所降速主要系所得税率波动影响，去年同期所得税率基数较低，季度间变化为正常波动，预计四季度有所改善。
- ◇ **甘源食品：**改革成效释放，环比加速改善。营收端，公司今年二季度推进商超渠道改革，电商渠道组织端及产品端调整，推进品类丰富+加深抖快直播达播合作，改革成效释放，叠加量贩渠道延续良好趋势持续放量，三季度收入端环比改善显著。利润端，毛利率有所下滑，成本压力有所缓解，但产品结构及渠道结构有所影响。销售费用率有所提升，主要系 1) 销售团队人员补充，2) 线上促销费用有所增加，线下费用比较稳定。
- ◇ **劲仔食品：**收入稳健增长，盈利能力改善趋势延续。营收端，公司三季度营收在外部需求较弱以及去年高基数的情况下，持续开发及优化经销商、落实终端市场建设、加大新产品推广，收入端实现稳健增长。利润端，毛利率改善主要得益于 1) 收入增长带来的规模效应和供应链效益优化，2) 主要

原材料、辅料、包材等价格同比均有所下降。公司单三季度整体费用稳定，费效持续优化中。

- ◇ **三只松鼠：**利润表现强劲，开启并购整合之路。收入端，公司夯实 D+N 渠道打法，105 款日销品完成首轮铺市，全渠道营收持续增长。利润端：毛利率维持稳定，主要源于成本贡献及供应链管理加强。费用端，规模效应拉动费效持续优化，销售及管理费用率同比下降。
- ◇ **洽洽食品：**收入环比改善，利润弹性加速释放。营收端，三季度公司收入环比改善，主要系二季度去库存调整，渠道库存水平较低，9 月中秋消费氛围较弱，淡季坚果礼赠属性承压，瓜子表现好于坚果。利润端，成本红利释放，对冲产品结构及促销影响，拉动毛利率及净利率提升。费用合理控制，费效持续优化。
- ◇ **绝味食品：**收入有所承压，成本红利释放。营收端，分产品看，3Q2024 鲜货/包装/加盟商管理/集采业务/供应链物流/其他分别实现营收 12.56/1.58/0.20/0.61/1.31/0.11 亿元，同比变动-15.99%/+152.62%/+4.16%/-/-96.51%。鲜货受门店承压影响有所下滑，包装产品延续高增长。利润端，鸭副价格下行，成本红利显现。销售费用率提升主要系广宣投放加大所致，其他费用率整体稳定。

表23.主要休闲零食公司财务情况梳理

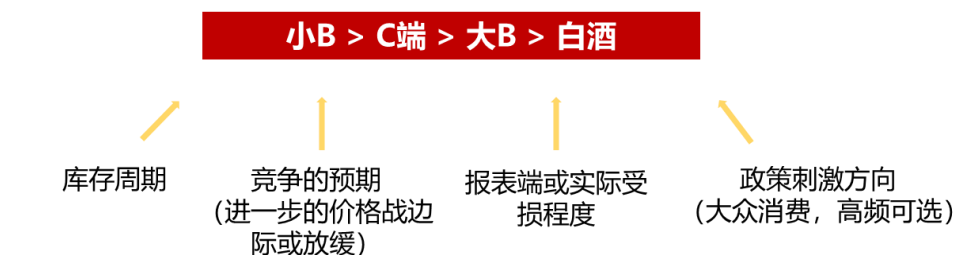
	3Q2024					2024Q1-3				
	营收 (亿元)	yoy (%)	归母净 利润 (亿元)	yoy (%)	净利率 (%)	营收 (亿元)	yoy (%)	归母净 利润 (亿元)	yoy (%)	净利率 (%)
洽洽食品	18.59	3.72	2.89	21.40	15.57	47.58	6.24	6.26	23.79	13.16
盐津铺子	14.02	26.20	1.74	15.62	12.39	38.61	28.49	4.93	24.55	12.77
甘源食品	5.63	15.58	1.11	17.10	19.66	16.06	22.23	2.77	29.48	17.27
劲仔食品	6.42	12.94	0.71	42.58	11.11	17.72	18.65	2.15	61.20	12.12
绝味食品	16.75	-13.29	1.43	-3.33	8.52	50.15	-10.95	4.38	12.53	8.74
良品铺子	15.94	-20.81	-0.05	-325.20	-0.28	54.80	-8.66	0.19	-89.86	0.35
三只松鼠	20.95	24.03	0.52	221.89	2.46	71.69	56.46	3.41	101.15	4.76

数据来源：Wind，财通证券研究所

8 投资建议：顺周期为先，兼具基本面和弹性

政策底已现，顺周期为先，龙头估值仍有修复空间。我们认为在 922 国新会之后，政策底已经确认，主要表现在：1) 三季报期间个股并未因业绩不及预期大幅调整；2) 预期交易，特别是顺周期方向的高低切和收并购概念。在降息和政策预期下，龙头估值仍有修复空间，也是短期定价的关键。而基本面修复来看，有望沿着“小 B > C 端 > 大 B > 白酒”方向修复。

图38.顺周期基本面修复方向

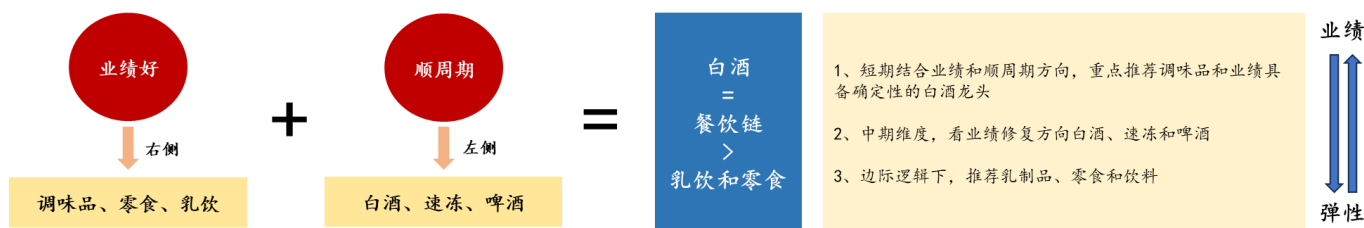


数据来源：搜狐财经，财通证券研究所

大众品建议右侧布局，白酒逢低进行左侧布局。

- 1) 短期结合业绩和顺周期方向，重点推荐调味品和业绩具备确定性的白酒龙头：天味食品、安琪酵母、贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒，及软饮料龙头东鹏饮料，建议关注海天味业、颐海国际。
- 2) 中期维度，考虑报表端风险释放较多，根据业绩修复方向，顺周期政策下胜率较高的标的，推荐白酒、速冻和啤酒：泸州老窖、迎驾贡酒、水井坊、安井食品、千味央厨、宝立食品、青岛啤酒，建议关注日辰股份。
- 3) 市场积极寻求的收并购题材仅是表象，积极的边际变化才是预期核心（包含了基本面、资金面等）。边际逻辑下，推荐乳制品、零食和饮料：盐津铺子、三只松鼠、甘源食品、百润股份，建议关注伊利股份、新乳业、万辰集团、承德露露。

图39.食品饮料投资策略逻辑图



数据来源：搜狐财经，财通证券研究所

9 风险提示

消费力恢复不及预期：食品饮料行业与整体消费力关联度高，消费力恢复不及预期会对消费量及结构升级造成影响。

行业竞争加剧：食品饮料行业公司众多，进入壁垒较低，易产生行业竞争。

食品安全问题：食品安全问题存在一定风险，若产生问题，或对公司经营情况及品牌形象产生较大影响。

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，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，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。