

证券研究报告

2025年02月16日

行业报告：行业深度研究

食品饮料

（大众品）行业2025年年度策略： 大浪淘金， β/α 主线引领方向

分析师 张潇倩 SAC执业证书编号：S1110524060003

分析师 何宇航 SAC执业证书编号：S1110523090002

分析师 李本媛 SAC执业证书编号：S1110524040004

分析师 谢文旭 SAC执业证书编号：S1110524040001

联系人 马咏怡

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

摘要

一、回顾2024年：大众品需求整体弱复苏，零食板块表现突出

在24年社零数据呈V字走势（餐饮整体仍承压）&CPI走势偏弱（CPI-PPI剪刀差收敛）背景下，大众品渠道迎来重要变革：主打高性价比的线下量贩渠道/仓储会员店发力，同时线上内容电商快速增长。①业绩端看，24Q1-3大众品板块营收/归母净利润增速分别为0.28%/10.08%，同比变动-3.89/+10.30pct，其中：零食业绩韧性强盈利弹性释放；速冻受需求变弱竞争加剧影响，利润降幅持续扩大；乳制品板块业绩环比改善；调味品头部化加速，成本红利下盈利端持续改善；预加工/烘焙等受餐饮影响业绩承压；保健品需求下滑业绩压力较大。②持仓端看，24Q3食品饮料板块仍超配，但基金持仓比环比回落。③股价/估值角度看，24年初至11月底，食品饮料板块下跌2.07%，但大众品股价涨幅7.91%，零食板块驱动大众品业绩增长，但估值方面大众品下跌明显，EPS驱动股价上行。

二、展望2025年：看好餐饮渠道恢复，寻找 β/α 两条主线机会

- ① **休闲零食**：24年休闲零食板块受益于渠道红利和品类扩张业绩高增，25年休闲零食行业景气度有望持续，底层逻辑来自供应链自上而下整合+行业运营效率提升+符合高性价比追求，新品推出（品牌力提升）以及零食折扣、抖音等渠道开拓势能有望继续释放。
- ② **调味品**：我们看好调味品板块弹性机会，主因：①政策持续发力或刺激终端消费复苏，调味品与餐饮关联度高（且与CPI/PPI表现关联度高）；②估值具性价比；③原材板块料成本下行，利润弹性有望持续释放。
- ③ **餐饮供应链**：25年顺周期假设下，预计小B率先复苏/弹性最大（宴席恢复正常），大B重点看新品开拓，C端延续稳健。竞争激烈下下游连锁化餐企优势更明显，降本增效诉求仍强。中长期餐饮供应链行业渗透率+集中度提升空间广阔，龙头有望充分享受红利。
- ④ **乳制品**：当前原奶供仍过于求，使得24年原奶价格趋势向下，25年乳品或迎来弹性机会，主因：①原奶价格目前已经持续下探到较低位置，随着产能的持续去化叠加喷粉存量的持续消化，原奶供给过剩局面将得以改善，价格或在明年看到企稳抬升态势。②一揽子政策逐步出台有望带动经济企稳回升，从而拉动乳品消费需求。
- ⑤ **保健&补充剂**：行业增速逐渐步入平稳阶段，24年需求疲软影响业绩表现，经营策略&细分赛道景气度导致分化明显，人口结构变化带来潜在需求，看好板块内部分化机会。

三、投资策略：考虑到大众品库存普遍不高+业绩压力已释放，在适度宽松的货币政策和消费刺激政策促进下，前期受损程度最大的餐饮场景或有边际修复表现（受损幅度从高到低分别为小B/大B/C端），我们看好B端占比较高的赛道&具备 α 逻辑的赛道：

主线一（偏 β 角度）：从消费场景修复角度看，B端弹性更大，建议关注与B端关联度高的“餐饮供应链+调味品”。具体看，建议关注：①餐饮供应链：立高食品/干味央厨/安井食品/三全食品等。②调味品：宝立食品/日辰股份/天味食品/安琪酵母/涪陵榨菜/中炬高新等。

主线二（偏 α 角度）：从个股 α 角度出发，看好自身有潜在积极边际变化的标的。具体看，建议关注：①零食板块：三只松鼠/盐津铺子/洽洽食品/甘源食品/有友食品/劲仔食品/西麦食品等；②乳制品：伊利股份、蒙牛乳业、新乳业、现代牧业、优然牧业等。

风险提示：经济复苏不及预期；外资持续流出风险；产业政策风险；终端需求恢复不及预期；市场需求变化风险；行业竞争加剧；食品安全风险；经营决策失误或组织不力风险

- 一、回顾2024年大众品情况
- 二、2025年配置思路
- 三、子版块未来展望
 - 3.1 休闲食品：品牌打造+新品推新修内功，渠道拓展正当时
 - 3.2 调味品：需求改善+成本下行，看好板块复苏
 - 3.3 餐饮供应链：顺周期需求迎来拐点，格局好转尚需时间传导
 - 3.4 乳制品：奶价或将迎来拐点，静待行业复苏
 - 3.5 保健&补充剂：新兴渠道竞争激烈，运动健康市场方兴未艾
- 四、风险提示

一、回顾2024年大众品情况

1.1、24年社零数据V字走势，餐饮端表现仍承压

24年社零数据呈V字走势，餐饮整体仍承压。24年社零数据呈V字走势，24Q1/Q2/Q3/M10-11社零分别同比增长4.70%/2.64%/2.69%/3.87%，24Q2由于消费需求弱增长，社零增速放缓；9月开始社零增速随着政策不断推出，增速开始回升。从渠道来看，餐饮收入增速从7月开始逐步慢于除汽车/餐饮外消费品零售，餐饮仍整体承压。具体来看，限额以上餐饮收入增速慢于餐饮整体收入。

社零线下增速高于线上，内容电商增长较快。从社零数据上看，24年1-11月线下增速快于线上增速（分别同比增长4.44%/0.30%）。电商中传统电商占比预计有所下降，我们预计内容电商增长较快。

图表：餐饮收入和非餐饮/汽车零售额增速（%）



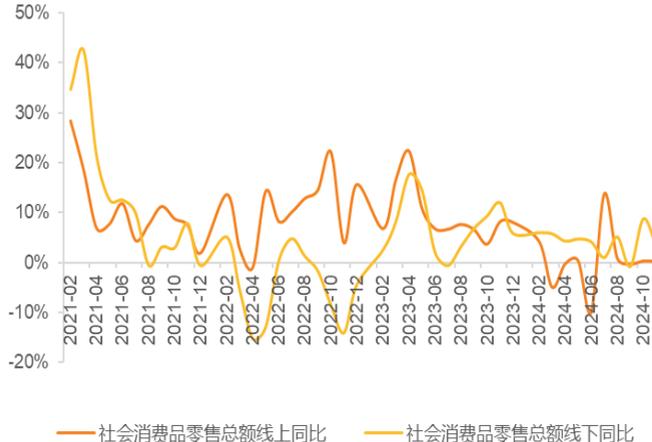
图表：社零总额和当月同比（单位：亿元，%）



图表：餐饮收入和限额以上餐饮增速（%）



图表：线上/线下同比增速（%）



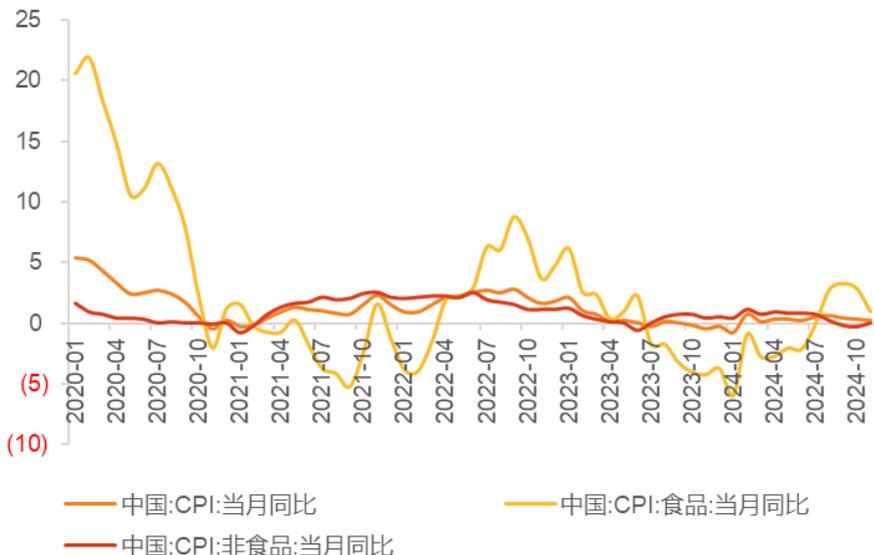
资料来源：wind，天风证券研究所

1.2、CPI延续低位运行（消费弱增长），CPI-PPI剪刀差收敛

CPI走势偏弱，CPI-PPI剪刀差收敛。

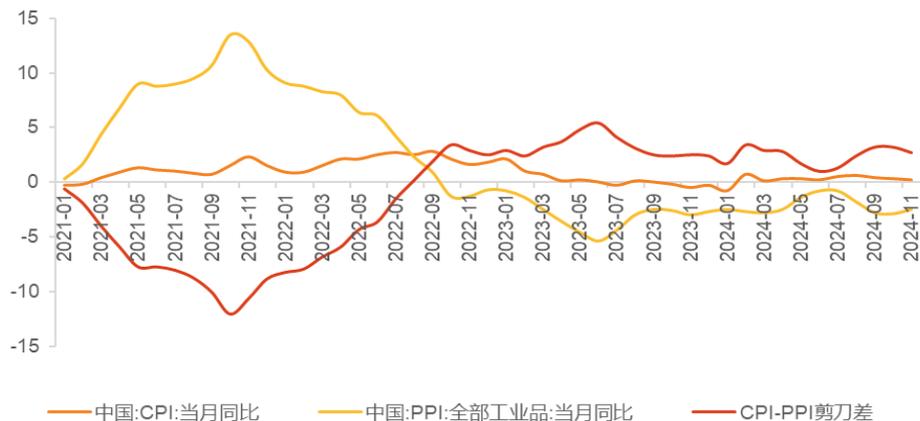
- ① **CPI:** 24年CPI整体呈现低位微增态势，前11月CPI累计同比增长0.30%，其中食品CPI同比下降0.60%，非食品CPI同比增长0.40%，食品CPI下降体现出消费整体处于弱增长。11月份，受气温偏高及出行需求回落等因素影响，全国CPI环比有所下降，同比小幅上涨；
- ② **PPI:** PPI来看，24年前11月累计下降2.10%，CPI指数长期位于低位；11月受一系列存量和增量政策发力，国内工业品需求有所恢复，同比降幅收窄。
- ③ **CPI-PPI剪刀差:** CPI-PPI剪刀差从24年2月开始收窄，7月开始略有扩大，CPI-PPI剪刀差扩大显示市场需求不足，11月剪刀差收窄至2.7pct。

图表：CPI当月同比（%）

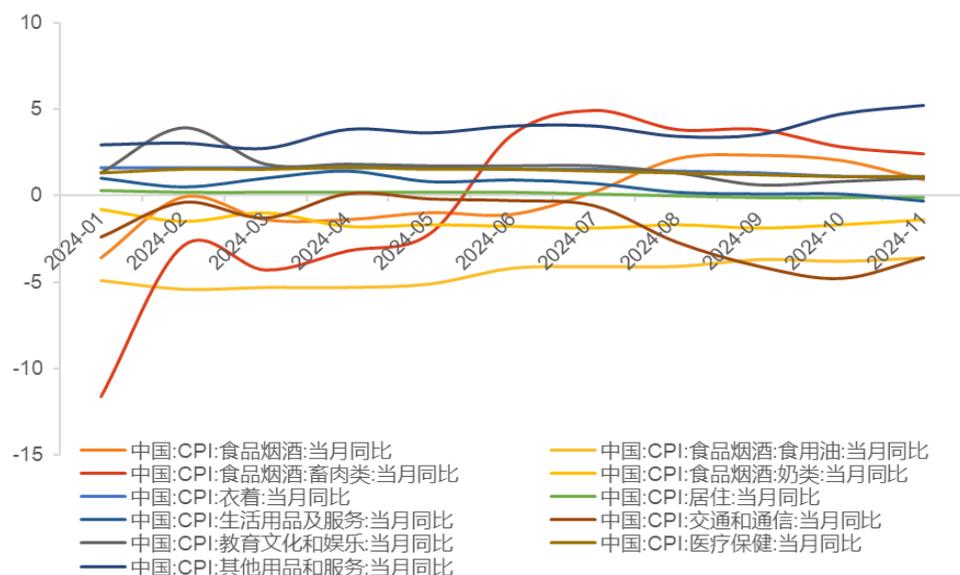


资料来源：wind，天风证券研究所

图表：CPI/PPI剪刀差收窄（%，%，个百分点）



图表：CPI当月同比（%）

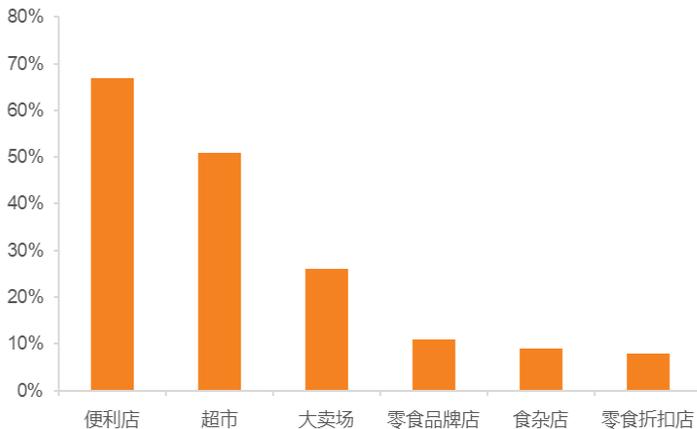


1.3、线下量贩/仓储会员店/线上内容电商渠道均快速增长

线下量贩渠道/仓储会员店发力。从线下零售渠道看，国家统计局数据显示，24年初至10月超市/专业店/便利店实现正增长(累计同比+2.6%/+3.9%/+4.7%)，百货/专卖店有所下降(累计同比-3.0%/-1.1%)。另外量贩渠道和仓储会员店快速增长，零售折扣店在资本助力下跑马圈地，预计渗透率仍有提升空间；仓储会员店结合本土特色和区域性需求，提前布局潜力下沉市场。

线上内容电商快速增长，短期或将进一步抢占传统渠道份额。星图数据显示，在传统综合电商下降的背景下，内容电商实现较高增长，今年618综合电商销售额同比下降7%，直播电商、抖音、快手和点淘销售额同比增长12%，抖音渗透率已经超过天猫超市和京东商城。食品销售仍以线下为主(占比80%+)，内容电商仅占4%，但通过互动营销激发对情绪价值品类购买实现迅速增长。

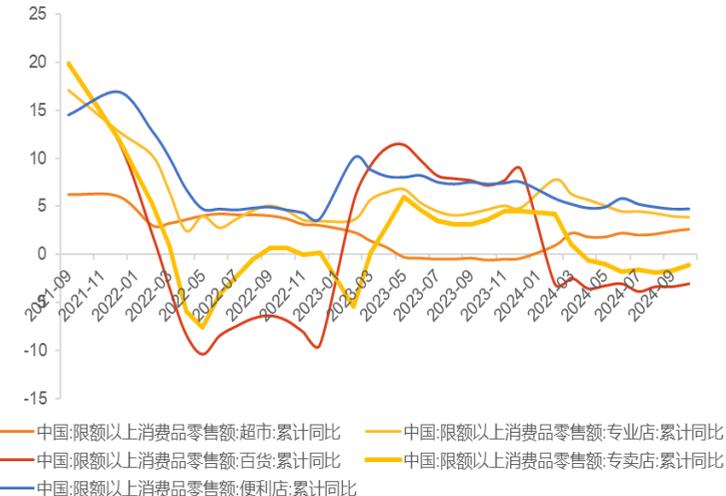
图表：2023年零售折扣店渗透率仍有提升空间(%)



图表：渠道多元共存，竞争回归产品和效率



图表：限额以上消费品零售额累计同比(%)



图表：24年前11月网上零售占比提升至32%



资料来源: wind, 黑龙江省连锁经营协会公众号, 天风证券研究所

1.4、24Q3 食品饮料基金持仓比环比回落，板块仍超配

基金持仓环比回落，加配休闲食品板块。24Q3食品饮料基金持仓为9.07%，行业排名第四，同比-5.29pct/环比-0.42pct；酒水饮品同比均有下降，其中白酒同比-4.75pct/环比-0.48pct，饮料乳品同比-0.01pct/环比-0.02pct，非白酒同比-0.25pct/环比+0.03pct；大众品板块中休闲食品持仓环比提升，其中食品加工同比-0.16pct/环比持平，休闲食品同比-0.04pct/环比+0.05pct，调味发酵品同比-0.08pct/环比持平。

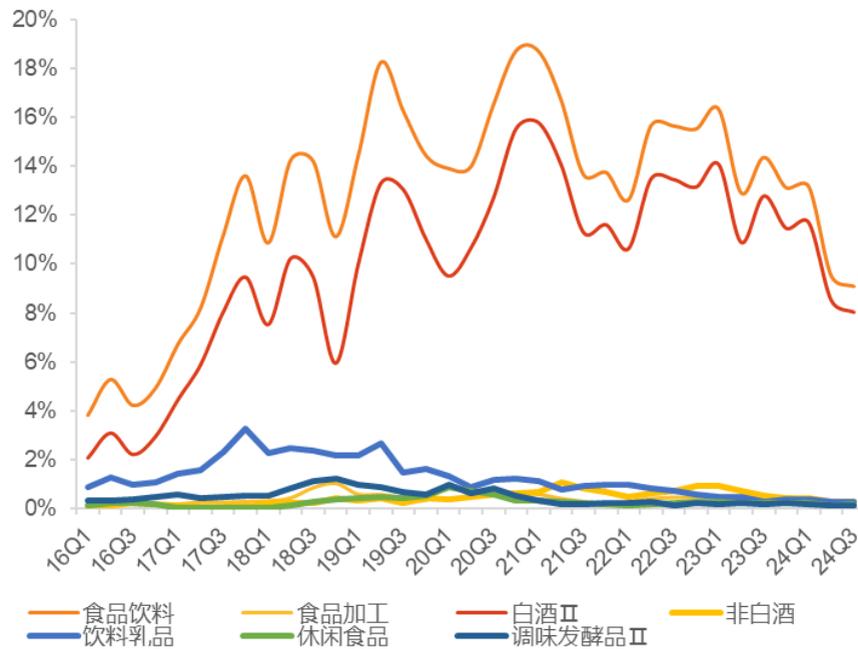
从配置角度看：食品饮料24Q3基金持仓-超配A500比例仍为1.13%（环比-0.41pct），行业排名第七。

图表：申万一级24Q3基金持仓——超配A500变化

申万一级24Q3基金持仓——超配A500变化比例降序



图表：食品饮料二级板块24Q3基金持仓情况



资料来源：wind，天风证券研究所

1.5、24年初至今股价实现上涨，估值有所下降

从板块涨跌幅来看：24年初至11月末大众品板块股价实现上涨。24年初至11月底，食品饮料板块下跌2.07%，但大众品股价涨幅7.91%，其中乳品/零食/调味发酵品板块实现上涨，零食板块涨幅较大（+29.33%），熟食板块跌幅较大（-16.18%）。个股来看：朱老六/万辰集团/品渥食品/三只松鼠/康比特涨幅居前。

从估值角度来看：24年初至11月末大众品板块估值有所下降。24年初至11月末大众品估值下跌13.83%，肉制品/保健品/烘焙食品板块估值实现上涨，其中肉制品涨幅最大（+29.76%），调味发酵品板块跌幅最大（-40.15%）。

图表：24前11月大众品板块个股涨跌幅情况

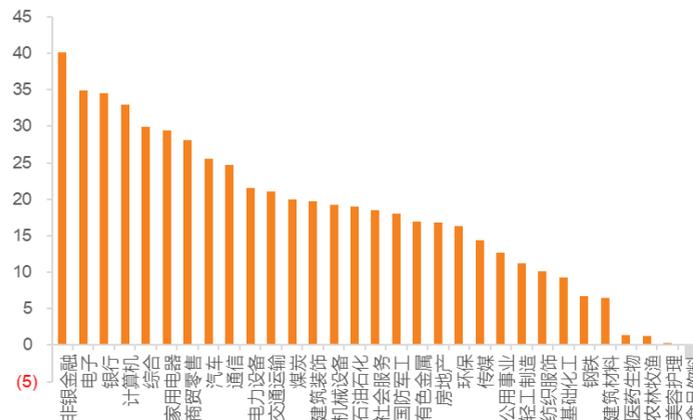
证券简称	涨幅前十：涨跌幅	证券简称	跌幅前十：涨跌幅
朱老六	171%	均瑶健康	-23%
万辰集团	99%	惠发食品	-25%
品渥食品	81%	海欣食品	-26%
三只松鼠	79%	春雪食品	-26%
康比特	73%	味知香	-30%
盖世食品	65%	千味央厨	-31%
桂发祥	42%	皇氏集团	-33%
骑士乳业	40%	华统股份	-35%
黑芝麻	36%	良品铺子	-38%
贝因美	33%	ST春天	-60%

图表：24年前11月大众品板块涨跌幅情况（%）

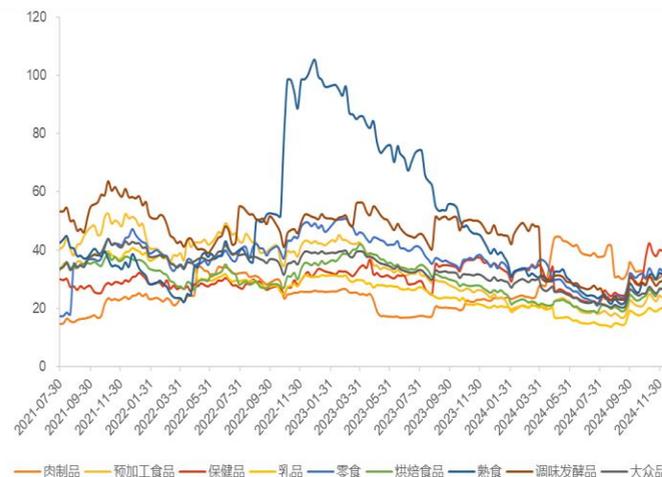
板块	2022年涨跌幅	2023年涨跌幅	2024年初至11月30日涨跌幅
大众品	-11.01	-17.12	7.91
肉制品	-9.70	7.56	-6.16
预加工食品	-5.83	-20.18	-11.36
保健品	-11.10	-18.05	-4.88
乳品	-17.67	-12.50	10.34
零食	5.47	-17.44	29.33
烘焙食品	-13.74	-23.68	-7.77
熟食	2.04	-42.63	-16.18
调味发酵品	-12.90	-29.62	13.82

资料来源：wind，天风证券研究所

图表：年初至11月底行业涨跌幅情况（%）



图表：大众品板块估值情况



1.6、24Q1-3大众品板块业绩稳健，零食板块表现居前

板块业绩稳健，利润增速好于收入增速。24Q1-3大众品板块营收/归母净利润增速分别为0.28%/10.08%，同比变动-3.89/+10.30pct，利润增速-收入增速为9.81pct；毛利率/净利率分别为26.60%/8.43%，同比变动+0.49/+0.82pct。具体来看：1）业绩方面：收入增速，零食（同比+62.18%）>调味发酵品（同比+9.84%）>烘焙食品（同比+2.24%）>预加工食品（同比+0.24%）>肉制品（同比-3.05%）>乳品（同比-6.56%）>熟食（同比-6.60%）>保健品（同比-6.60%）；利润增速，调味发酵品（同比+44.42%）>零食（同比+30.01%）>肉制品（同比+17.94%）>乳品（同比+8.78%）>熟食（同比+6.65%）>烘焙食品（同比-1.70%）>预加工食品（同比-5.20%）>保健品（同比-37.14%）。其中零食板块受益于渠道红利和品类扩张增速较快；调味发酵品Q3收入增长环比提速，头部企业率先进入稳增区间；乳制品年产能逐步去化，奶价企稳曙光已现；保健品整体受国内需求影响，业绩数据有所下滑。2）盈利能力方面：熟食>肉制品>乳品>调味发酵品>预加工食品，毛利率变动同比正增长，调味发酵品>乳品>熟食>肉制品，净利率变动同比正增长。

图表：大众品板块24Q1-3业绩一览

	24Q1-3营收增速	同比变动 (pct)	24Q1-3利润增速	同比变动 (pct)	24Q1-3毛利率	同比变动 (pct)	24Q1-3净利率	同比变动 (pct)
大众品	0.28%	-3.89	10.08%	10.30	26.60%	0.49	8.43%	0.82
肉制品	-3.05%	0.45	17.94%	47.60	13.33%	1.46	5.62%	1.00
预加工食品	0.24%	-9.40	-5.20%	-20.88	22.08%	0.81	7.30%	-0.42
保健品	-6.60%	-27.91	-37.14%	-50.70	43.40%	-10.39	8.95%	-8.20
乳品	-6.56%	-7.96	8.78%	-10.05	30.36%	1.45	8.61%	1.24
零食	62.18%	63.38	30.01%	19.02	21.31%	-7.43	4.13%	-2.15
烘焙食品	2.24%	-7.25	-1.70%	-10.49	32.78%	-0.61	8.98%	-1.00
熟食	-6.60%	-11.16	6.65%	-48.14	29.16%	4.84	9.54%	1.19
调味发酵品	9.84%	6.68	44.42%	67.10	32.91%	1.04	16.96%	4.07

资料来源：wind，天风证券研究所

二、2025年配置思路

2.1、海外为鉴：消费刺激推出，或有利于餐饮恢复

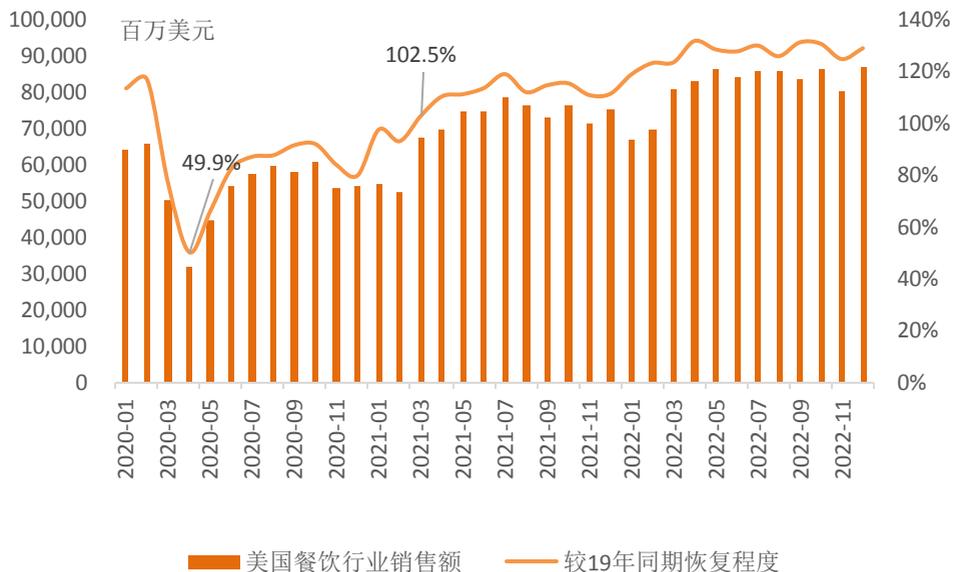
以美国疫后实施的“现金类”消费刺激政策效果为观察视角，疫后居民收入不降反升，有效提振了居民消费倾向，服务型消费滞后受益。

餐饮行业反弹速度快。2020年4月美国餐饮行业规模同比下滑50%、行业经营触底，后续在疫情管控放松和现金补贴的双重刺激下，美国餐饮行业于2021年3月已超过疫情前规模，一年左右即实现行业了恢复。从现金发放的时点来看，后两轮2020年12月、2021年3月的效果更加明显，一方面政策刺激前期消费者主要满足基本商品消费补充，服务型消费偏后；另一方面，餐饮线下恢复依赖于供给端先行恢复，因而受益偏滞后。

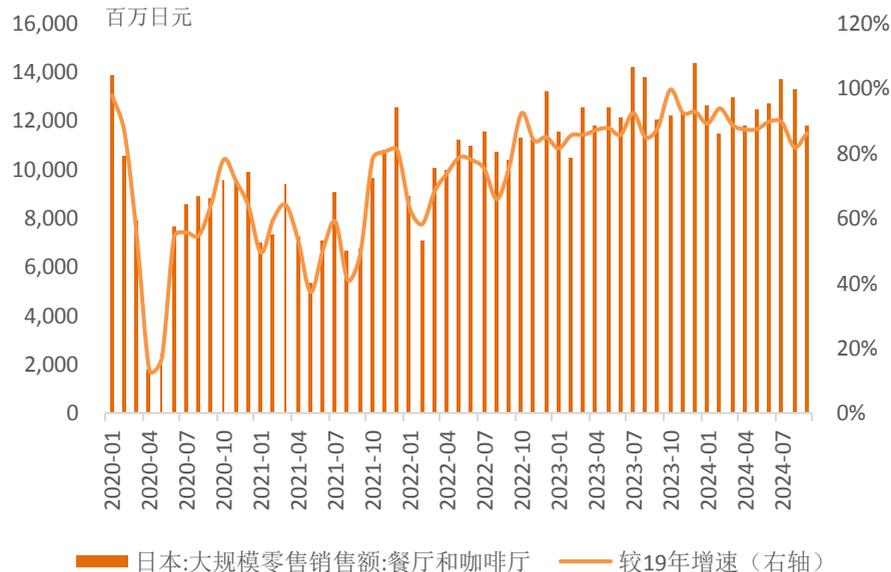
以日本疫后实施的“折扣类”消费刺激政策效果为观察视角，刺激效果集中，提振出行链板块消费。

餐券折扣对餐饮消费的直接拉动效果明显。疫后日本为了刺激旅游产业需求，推出“Go To Campaign”补贴计划，涉及酒店、旅游、餐饮、文娱活动、商业街产业，总预算超过1万亿日元，其中“Go To Eat”项目针对餐饮补贴。“Go To Eat”对日本餐饮消费的促进作用明显，政策集中实施时间为2020年10月1日-2021年3月31日，具体优惠为每张餐券能获得比售卖价格多25%的面值（消费金额需大于餐券金额），此外就餐可享受积分未来消费可以抵扣金额。在消费券政策刺激下，餐饮行业阶段性恢复（但同期也受到疫情反复的干扰）。

图表：美国餐饮行业恢复节奏



图：日本餐饮行业零售额及同比增速



资料来源：美国人口普查局，Wind，日本经济产业省，天风证券研究所

2.2、国内情况：24年多地消费券发放或利于刺激餐饮消费活力

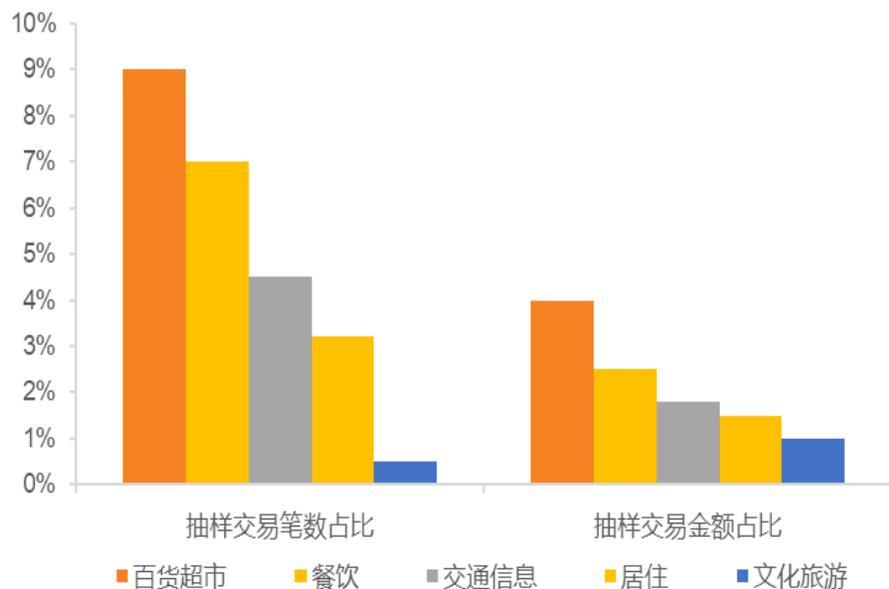
2020年至今，各省市主要以发放消费券的形式刺激服务消费，餐饮是消费券中力度最大的项目之一，直接拉动餐饮消费。

餐饮为各地消费券刺激的核心品类。根据北大国家发展研究院《消费券的中国实践》统计的2020年3-5月第一轮疫后发放消费券的36个城市样本，餐饮行业为第二大消费刺激品类；上海新金融研究院统计了2020年3月-4月27日间42个城市的消费券政策，发现餐饮行业覆盖率高达81%。

2024年的餐饮消费券发放情况：2024年9月末以来，各地纷纷以发放餐饮消费券形式刺激餐饮行业消费和活力，其中，上海餐饮券力度最大，两轮补贴共计3.6亿元、亦是本轮上海消费券中补贴金额最大的品类，第一轮折扣力度7-8.3折，第二轮折扣力度升至普遍7折，政策力度持续加码。杭州、河南、哈尔滨等地也纷纷推出餐饮消费券活动，且消费最低限额要求低于上海消费券，有利于刺激低线城市消费活力。

我们认为，餐饮消费券对餐饮行业消费的拉动效果直接&明显，有利于刺激餐饮行业的恢复，与餐饮相关的条线均有望受益。

图表：消费券涉及的五行业抽样交易笔数和交易金额占比（%）



图表：2024年以来全国部分地区发放餐饮消费券情况梳理

地区	发放时间	发放额度	具体政策
上海	2024年9月28日至11月底	3.6亿元	“乐品上海”餐饮消费券为本次消费券中金额最高的品类。分两轮发放各1.8亿元，第一轮9月28日至10月底，根据面额不同优惠力度最低8.3折、最高7折（最低消费300元）；第二轮为11月，优惠力度升至7折（最低消费300元）。
杭州	2024年10月27日起	3000万元	“食在杭州”餐饮专项消费券，面额小（最低消费100元），折扣力度为8-9折
河南	2024年10月起	所有类目总计2亿元	面额小（最低消费50元），折扣力度6-6.7折
哈尔滨	2024年10月	200万元	与美团合作的商家，消费100-300元抵减20元、消费300-500元抵减60元、消费500元以上抵减100元
宁波	2024年10月	200万元	与美团合作的商家，团购餐饮满88-18元，外卖餐饮满38-18元
克拉玛依	2024年11月10日至12月底		满200-40元餐饮消费券

资料来源：《消费券的中国实践》，上海新金融研究院公众号，国家统计局，上海发布、杭州本地宝、河南发布、哈尔滨本地宝、宁波本地宝、克拉玛依政府网官方微信公众号，天风证券研究所

2.3、板块配置策略：大众品先行，自上而下与自下而上结合

我们认为由于大众品库存普遍不高，过去消费场景的走弱已同步体现在其业绩端，在适度宽松的货币政策和消费刺激政策促进下，我们认为25年大众品的消费场景或逐步修复，其中前期受损程度最大的餐饮场景或有边际修复表现（受损幅度从高到低分别为小B/大B/C端），我们看好B端占比较高的赛道&具备 α 逻辑的赛道，具体看——

主线一（偏 β 角度）：我们认为从消费场景修复角度看，B端弹性更大，建议关注与B端关联度高的“餐饮供应链+调味品”，具体看：

① **餐饮供应链：**我们认为消费券有望拉动餐饮需求复苏，25年顺周期下，预计小B率先复苏、弹性最大（宴席恢复正常），大B重点看新品开拓，C端延续稳健。建议关注：立高食品/干味央厨/安井食品/三全食品等。

② **调味品：**我们认为调味品与餐饮关联度高（且与CPI/PPI表现关联度高），餐饮&消费的逐步修复或利好其需求端表现，另外，原料成本下行利好利润弹性持续释放。建议关注3条主线：第一、享受复调红利：宝立食品/日辰股份/天味食品等；第二、业绩具备较强稳定性：安琪酵母等；第三，或享改革红利：涪陵榨菜/中炬高新等。

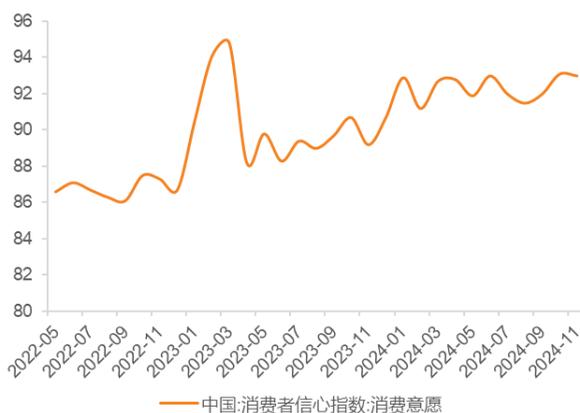
图表：餐供和调味品B端占比

渠道情况	
日辰股份	B端97%，C端3%
宝立食品	B端60%，C端40%
海天味业	B端50%，C端30-40%
中炬高新	B端30%，C端70%
涪陵榨菜	B端4%，C端96%

图表：消费者信心在10月显著提升



图表：消费者消费意愿增强



图表：PPI和CPI当月同比



资料来源：日辰股份、宝立食品、海天味业公司公告，Wind等，天风证券研究所

2.3、板块配置策略：大众品先行，自上而下与自下而上结合

主线二（偏 α 角度）：我们认为① 休闲零食受益于扩渠道逻辑仍持续兑现（已有领先零食企业切入量贩零食&山姆会员商超店等，24年行业仍处加速扩渠道阶段，或持续带来增量红利）；② 乳制品或受益于原奶价格&上游原奶周期或迎拐点，同时需求或在扩内需背景下温和上行，迎来拐点机会。具体看：

① **休闲食品**：我们认为25年休闲零食行业景气度仍将持续，底层逻辑来自其仍将享受供应链自上而下整合（渠道加速扩张）叠加高性价比红利。建议关注：三只松鼠/盐津铺子/洽洽食品/甘源食品/有友食品/劲仔食品/西麦食品等。

② **乳制品**：我们认为乳品或迎来弹性机会，主因：①原奶价格下探到较低位置，随着产能的持续去化叠加喷粉存量的持续消化，原奶供给过剩局面将得以改善，价格或在明年看到企稳抬升态势。②一揽子政策逐步出台有望带动经济企稳回升，从而拉动消费需求，乳品作为可选消费或将直接受益。当前位置建议关注供给出清及需求改善共振带来的乳品板块EPS及PE双重修复机会。建议关注伊利股份、蒙牛乳业、新乳业、现代牧业、优然牧业等。

图表：建议标的盈利预测

日期 证券代码	2025/2/14 证券简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS-TTM(元/股)	市盈率（TTM）	EPS（元/股）			PE		
						2024E	2025E	2026E	24E	25E	26E
603345.SH	安井食品	78.17	229	4.79	16.34	5.04	5.71	6.40	15.51	13.68	12.21
300973.SZ	立高食品	37.96	64	0.70	54.61	1.59	1.91	2.26	23.83	19.91	16.82
001215.SZ	干味央厨	29.00	29	1.22	23.68	1.32	1.55	1.79	21.91	18.66	16.20
603755.SH	日辰股份	25.94	26	0.70	36.93	0.74	0.88	1.04	35.04	29.39	24.88
603170.SH	宝立食品	13.76	55	0.58	23.57	0.58	0.69	0.80	23.56	19.94	17.21
603317.SH	天味食品	12.98	138	0.59	22.10	0.59	0.67	0.76	22.00	19.37	17.08
600872.SH	中炬高新	20.72	162	4.53	4.58	0.99	1.18	1.44	20.90	17.63	14.43
600298.SH	安琪酵母	36.68	319	1.51	24.29	1.57	1.81	2.09	23.31	20.22	17.55
002847.SZ	盐津铺子	51.51	141	2.21	23.31	2.38	3.02	3.74	21.67	17.08	13.76
002991.SZ	甘源食品	76.90	72	4.21	18.28	4.26	5.12	6.05	18.04	15.03	12.72
300783.SZ	三只松鼠	28.78	115	0.98	29.49	1.01	1.39	1.87	28.59	20.76	15.42
002956.SZ	西麦食品	16.42	37	0.59	27.92	0.56	0.76	0.96	29.48	21.66	17.03
300791.SZ	仙乐健康	25.42	59.96	1.42	17.86	1.51	1.89	2.28	16.83	13.47	11.14
833429.BJ	康比特	15.79	19.66	0.72	21.98	0.77	0.96	1.16	20.48	16.39	13.59
002946.SZ	新乳业	14.16	121.87	0.61	23.27	0.64	0.78	0.93	22.11	18.27	15.24

资料来源：Wind，天风证券研究所，盈利预测为wind一致预期，收盘价为（总股本加权平均）

三、子版块未来展望

3.1 休闲食品

品牌打造+新品推新修内功，渠道拓展正当时

3.1.1、24业绩回顾：收入同比高增，板块跑赢食品饮料

业绩：收入同比高增，收入增速高于。休闲食品行业24Q1-3营收和归母净利润分别为514.34/21.16亿元，分别同比增长58.03%/29.27%，收入增速高于利润增速；具体来看，24Q1-3万辰集团营收增速最快，达到320.63%，其次是三只松鼠（+56.46%），盐津铺子/甘源食品营收增速也超过20%。**盈利能力：**2024Q1-3休闲食品行业毛利率和净利率分别为21.71%/4.64%，同比-7.56/-1.65pct；其中24Q1-3净利润增速最快为万辰集团（+248.64%），三只松鼠（+101.15%）/劲仔食品（+61.20%）/甘源食品（+29.48%）/盐津铺子（+24.55%）/洽洽食品（+23.79%）净利润增速超过20%。

股价/估值：休闲食品板块跑赢食品饮料，估值有所下降。24年初至24年11月底：休闲食品板块涨幅14.99%，涨幅高于食品饮料的-8.38%。休闲零食估值为33.46X，较年初下降5.60%，优于食品饮料板块降幅17.15%。

图表：休闲食品和食品饮料板块收盘价（总股本加权平均）一览



图表：休闲食品板块Q3业绩一览

	24Q1-3营收 (亿元)	同增	24Q1-3净利润 (亿元)	同增	毛利率	同增 (PCT)	净利率	同增 (PCT)
万辰集团	206.13	320.63%	0.84	248.64%	10.42%	2.10	1.67%	4.46
三只松鼠	71.69	56.46%	3.41	101.15%	25.44%	0.70	4.76%	1.06
良品铺子	54.80	-8.66%	0.19	-89.86%	26.84%	-1.70	0.30%	-2.88
洽洽食品	47.58	6.24%	6.26	23.79%	30.25%	4.81	13.16%	1.86
盐津铺子	38.61	28.49%	4.93	24.55%	31.84%	-2.62	12.83%	-0.60
来伊份	25.23	-15.96%	-0.43	-1038.26%	40.74%	-1.74	-1.77%	-1.92
劲仔食品	17.72	18.65%	2.15	61.20%	30.28%	3.81	12.24%	3.19
甘源食品	16.06	22.23%	2.77	29.48%	35.59%	-0.73	17.27%	0.97
黑芝麻	15.88	-17.37%	0.42	-5.26%	23.05%	1.81	3.21%	0.59
好想你	11.77	7.90%	-0.61	-48.66%	24.26%	-1.61	-5.24%	-1.23
有友食品	8.87	16.77%	1.21	14.30%	30.06%	-0.56	13.67%	-0.29
休闲食品全行业	514.34	58.03%	21.16	29.27%	21.71%	-7.56	4.64%	-1.65
食品饮料	8314.94	3.92%	1792.35	10.43%	50.92%	1.34	22.27%	1.05

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.1.2、渠道+产品是核心，终局为强供应链+全渠道均衡

渠道+产品是核心，终局为供应链打造。我们根据休闲食品最新发展情况，将休闲食品按照两种方式分类并探求未来增长方式。我们认为虽然如量贩零食等渠道虽已过最快增长期，但是主要休闲食品企业渗透率仍不高，通过新进&渗透率提升或仍可享受渠道红利；我们认为在渠道流量或见顶下，全渠道均衡发展是共识。产品上通过不断推新强化品牌认知，终局则是上下游供应链打造。

1、按渠道划分：我们将全渠道作为分水岭，分为全渠道、开始拥抱全渠道、自建渠道（有望扩展渠道）三类。目前新兴渠道如零食量贩渠道/内容电商渠道/会员制商超渠道增长显著高于传统渠道（流通/综合电商等）。已经开拓全渠道的，我们认为未来重点在于公司供应链打造or出海寻求增量；开始拥抱全渠道的公司，未来1-2年增长重点或有望为渠道放量，如三只松鼠线下分销/有友食品量贩+会员制商超；自建渠道的企业则有望在未来通过渠道扩展方式寻求超车机会。

2、按产品/品牌划分：我们分为大单品型和流量型。通过某一（几类）单品发展壮大的企业，未来则有望通过新品/品牌推新贡献增量；早期通过流量红利率先实现多品类的企业则或将聚焦大单品同时通过供应链打造实现增长。

图表：休闲食品行业未来增长方式一览



图表：三只松鼠商业模式一览



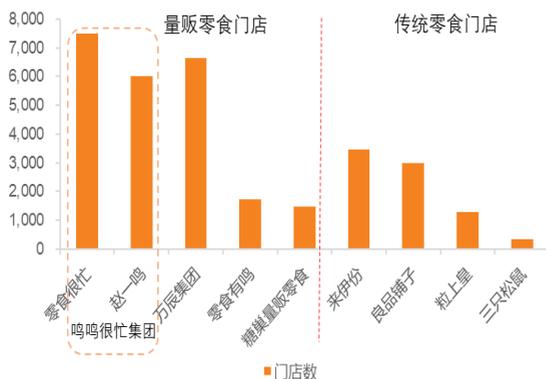
资料来源：国际金融报公众号，食品内参公众号，时代财经APP公众号，三只松鼠公司公告等，天风证券研究所

3.1.3、渠道变化演绎，新兴渠道不断放量

渠道变化演绎，新兴渠道不断放量。休闲零食板块增长良好，最主要受益于渠道扩张逻辑。目前休闲零食行业正在经历渠道的快速变化：线下方面仍是最主要渠道，其中**量贩渠道**以及**会员制超市**快速发展，凭借性价比等优势被越来越多消费者接受。1) 主要零食企业也积极拥抱量贩零食行业，除了和量贩零食渠道合作外，部分零食企业还投资量贩零食渠道，如三只松鼠拟投资爱零食/爱折扣、盐津铺子投资零食很忙等；2) 会员制超市如山姆/盒马等快速发展，也为零食行业带来增量，如盐津铺子品牌“蛋皇”进入山姆渠道、有友食品的脱骨鸭掌进驻山姆。这些线下渠道的放量，为休闲零食企业带来渠道增长红利。

线上内容电商兴起，重铸线上零食消费。线上作为休闲零食重要渠道，占比最高有三只松鼠的81%（24H1），并且随着直播带货、内容电商成为新增长极，被越来越多零食企业重视。2023.05-2024.04线上零食市场销售额同比增长8.6%，销量同比增长26.8%。三只松鼠短视频启动全渠道分发的D+N全渠道；劲仔食品强化抖音、小红书等兴趣电商的布局。

图表：量贩零食门店数量高于传统零食门店（家） 图表：休闲食品企业参与量贩零食方式



公司	参与量贩零售方式
良品铺子	2022年10月参投赵一鸣零食
盐津铺子	2023年12月投资零食很忙，并与鸣鸣很忙集团（包括零食很忙与赵一鸣零食）达成战略合作
三只松鼠	24年10月拟战略投资爱零食、爱折扣，入局量贩零食
万辰集团	自主孵化“陆小馋”品牌，并整合好想来、来优品、叮咚、滴滴三大量贩零食品牌和团队；收购“老婆大人”品牌；2023年9月，将旗下陆小馋、好想来、来优品、叮咚、滴滴四大品牌统一合并命名为“好想来品牌零食”

资料来源：各公司公告，餐饮O2O公众号，中国糖果公众号等，天风证券研究所

图表：24H1休闲食品产品和渠道情况（部分为23年情况）

	产品	渠道
三只松鼠	坚果：占比54%（营收同比+68%） 烘焙：占比12%（营收同比+39%） 综合：占比18%（营收同比+165%）	线上占比81% 线下占比19%
良品铺子	23年： 坚果炒货占比17%（营收同-16%） 果干肉脯占比8%（营收-19%） 肉类零食占比21%（营收同-19%） 素食山珍占比6%（营收同-20%） 糖果糕点占比24%（营收同-9%） 其他占比24%（营收同-12%）	电子商务占比42% 加盟占比26% 直营占比25% 团购占比7%
洽洽食品	葵花子占比67%（营收同+3%） 坚果占比20%（营收同+24%） 其他产品占比12%（营收同+10%）	经销占比84% 直营占比16%（电商占比12%）
盐津铺子	辣卤占比37%（营收同+26%） 休闲烘焙占比14%（营收同+13%） 深海零食占比13%（营收同+12%） 蛋类零食占比10%（营收同+151%） 薯类零食占比9%（营收同+39%） 果干坚果占比9%（营收同+96%） 蒟蒻果冻布丁占比7%（营收同+44%）	直营商超占比4% 经销渠道占比72% 电商占比24%
来伊份	坚果炒货及豆制品占比23%（营收同-15%） 肉制品及水产品占比29%（营收同-19%） 糖果蜜饯及果蔬占比19%（营收同-9%） 糕点及膨化食品占比16%（营收同-17%） 其它食品类占比9%（营收同-11%）	直营门店占比62% 特渠团购占比7% 电商占比8% 加盟占比23%
劲仔食品	鱼制品占比62%（营收同+17%） 禽类制品占比23%（营收同+51%） 豆制品占比10%（营收同+10%） 蔬菜制品占比3%（营收同+16%） 综合果仁及豆果占比32%（营收同+48%）	线上占比18% 线下占比82%
甘源食品	青豌豆占比23%（营收同+17%） 瓜子仁占比13%（营收同+16%） 蚕豆占比11%（营收同+12%） 其他占比20%（营收同+32%）	经销占比84% 电商占比13% 其他占比3%
有友食品	泡椒风爪占比76%（营收同+13%） 猪皮晶占比8%（营收同比+5%） 竹笋占比5%（营收同+3%） 鸡翅占比5%（营收同+17%） 豆干占比2%（营收同-12%） 花生占比1%（营收同-17%） 其他占比2%（营收同-14%）	线上占比4% 线下占比96%
西麦食品	纯燕麦片占比38%（营收同+22%） 复合燕麦片占比45%（营收同+58%） 冷食燕麦片占比7%（营收同+20%）	23年： 直营占比40% 经销占比57%

3.1.4、品牌持续打造，新品推陈出新贡献增量

品牌持续打造，新品推陈出新贡献增量。零食行业推新速度决定了消费者粘性和业绩新增点。休闲食品主要企业在巩固原有核心品类基础优势的同时，积极进行推陈出新，满足不同消费者需求。

盐津铺子：盐津铺子推出子品牌“蛋皇”，专注鹌鹑蛋细分品类；23年10月推出魔芋品牌“大魔王”，同时上线五款口味的“魔芋素毛肚”产品，其中大魔王麻酱素毛肚全国销量第一；盐津铺子31°鲜携手周黑鸭共同推出31°鲜虎皮鳕鱼豆腐（周黑鸭经典风味）。

劲仔食品：劲仔食品在“2024年劲仔食品合作伙伴峰会”上，正式发布了三大创新单品，包括主打“富含DHA 高钙高蛋白”的劲仔深海鳀鱼、“首创无抗生素”的溏心鹌鹑蛋、“零添加防腐剂 68天短保”的平江酱干。24年11月初推出“七个博士”溏心鹌鹑蛋。

三只松鼠：24年8月，三只松鼠在品销共创大会上推出105款适配新品，且价格大多集中在1~9.9元，覆盖坚果、炒货、果干、烘焙、肉食、糖巧、素食各大品类，包含“坚果也能3.5元的开心果”“9.9元400克的量贩装瓜子”“3元代餐系列”等等。24年10月公司公告，拟通过增资、借款等方式向子公司合计投资不超过1亿元，助力超大腕、蜻蜓教练、东方颜究生、巧可果等新子品牌发展。

甘源食品：24年7月公司推出新品牌致每，主打低卡营养、健康美味。

图表：部分休闲食品企业推新情况

公司	推新情况
盐津铺子	23年10月推出魔芋品牌“大魔王”
	24年春糖推出子品牌“蛋皇”
	24年11月盐津铺子31°鲜携手周黑鸭共同推出31°鲜虎皮鳕鱼豆腐（周黑鸭经典风味）
劲仔食品	“2024年劲仔食品合作伙伴峰会”上，正式发布了三大创新单品
	24年11月初推出“七个博士”溏心鹌鹑蛋
三只松鼠	24年8月，三只松鼠在品销共创大会上推出105款适配新品
	24年10月，拟投资不超过1亿元，助力超大腕、蜻蜓教练、东方颜究生、巧可果等新子品牌发展
甘源食品	24年7月公司推出新品牌致每

资料来源：三只松鼠/洽洽食品/劲仔食品/甘源食品等公司公告，食品板公众号，蛋品世界WECD公众号，纳食公众号，FBIF食品饮料创新公众号，快消网公众号，天风证券研究所

图表：部分休闲食品企业24H1产品收入和销量

	产品	营收（亿元）	销量
三只松鼠	坚果	27.59（+67.90%）	休闲食品销量5.09万吨（+82.84%）
	烘焙	6.09（+38.85%）	
	综合	9.34（+164.82%）	
洽洽食品	葵花子	18.54（+3.01%）	休闲食品销量10.03万吨(+6.47%)
	坚果类	6.60（+23.90%）	
	其他产品	3.52（+10.43%）	
劲仔食品	鱼制品	7.03（+16.64%）	1.53万吨（+17.13%）
	禽类制品	2.58（+51.10%）	0.70万吨（+65.40%）
	豆制品	1.11（+9.53%）	0.41万吨（+10.18%）
	蔬菜制品	0.38（+15.61%）	0.14万吨（+14.28%）
	其他产品	0.08（+98.33%）	/
甘源食品	综合果仁及豆果系列	3.42（+48.54%）	1.08万吨（+123.23%）
	青豌豆系列	2.38（+16.87%）	1.11万吨（+24.91%）
	瓜子仁系列	1.38（+12.76%）	0.62万吨（+18.53%）
	蚕豆系列	1.22（+12.00%）	0.52万吨（+11.98%）
	其他系列	1.97（+24.16%）	0.94万吨（+42.76%）

3.1.5、投资建议：渠道红利仍存，建议持续关注

投资建议：休闲零食板块受益于渠道红利和品类扩张，行业成长性仍存。我们认为 25年休闲零食行业景气度有望持续，底层逻辑来自供应链自上而下整合+行业运营效率提升+符合高性价比追求，新品推出（品牌力提升）以及零食折扣、抖音等渠道开拓势能有望延续。我们建议关注：三只松鼠、盐津铺子、洽洽食品、甘源食品、有友食品、劲仔食品、西麦食品。

图表：板块盈利预测一览

日期	2024/2/14	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS-TTM(元/股)	市盈率（TTM）	EPS（元/股）			PE		
	证券代码					证券简称	2024E	2025E	2026E	24E	25E
002557.SZ	洽洽食品	27.43	139	1.82	15.07	1.92	2.22	2.56	14.25	12.37	10.73
002582.SZ	好想你	9.03	41	-0.16	-56.91	0.03	0.11	0.21	340.75	80.05	43.46
002847.SZ	盐津铺子	51.51	141	2.21	23.31	2.38	3.02	3.74	21.67	17.08	13.76
002991.SZ	甘源食品	76.90	72	4.21	18.28	4.26	5.12	6.05	18.04	15.03	12.72
003000.SZ	劲仔食品	11.65	53	0.65	18.05	0.67	0.83	1.02	17.47	14.00	11.43
300783.SZ	三只松鼠	28.78	115	0.98	29.49	1.01	1.39	1.87	28.59	20.76	15.42
300972.SZ	万辰集团	96.80	174	0.32	301.99	1.37	3.25	4.84	70.87	29.76	20.01
603697.SH	有友食品	9.13	39	0.31	29.73	0.36	0.46	0.57	25.68	19.87	16.12
603719.SH	良品铺子	13.05	52	0.02	625.08	0.24	0.32	0.42	54.15	40.72	30.76
002956.SZ	西麦食品	16.42	37	0.59	27.92	0.56	0.76	0.96	29.48	21.66	17.03

资料来源：Wind，天风证券研究所，盈利预测为wind一致预期

3.2 调味品

需求改善+成本下行，看好板块复苏

3.2.1、调味品24Q3收入增长环比提速，成本下行逻辑持续演绎

Q3收入增长环比提速，利润增速高于收入增速。

收入：调味品行业24Q3营收和归母净利润分别为164.15/25.78亿元，分别同比增长9.55%/15.25%，增速较23Q3同+3.34/+9.44pct，其中24Q3营收增速环比提升4.85pct。

费用：24Q3费投收缩，竞争态势有所收敛。2024Q3调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为7.77%/3.55%/-0.40%，同比-0.15/-0.23/+0.47pct。24Q3销售费用率同比/环比均有下降，我们预计主要调味品企业销售费用投入收缩，竞争态势或有收敛。

盈利能力：成本下行逻辑持续演绎，24Q3利润率提升。2024Q3调味品行业毛利率和净利率分别为33.06%/15.92%，同比+1.30/+0.85pct。随着原材料如大豆、食用油、白砂糖等价格持续下行，24Q3调味品行业毛利率保持上行趋势。

图表：调味品板块Q3业绩一览

企业	24Q3收入(亿元)	同比(%)	企业	24Q3归母净利润(亿元)	同比(%)	企业	期间费用率(%)	同比(pct)	企业	销售费用率(%)	同比(pct)	企业	销售毛利率(%)	同比(pct)	企业	销售净利率(%)	同比(pct)
安琪酵母	37.38	27.14	佳隆股份	0.08	123.75	ST加加	40.17	9.43	恒顺醋业	18.81	6.04	涪陵榨菜	56.17	10.48	佳隆股份	10.79	67.69
佳隆股份	0.67	17.21	恒顺醋业	0.26	79.99	恒顺醋业	28.72	7.12	涪陵榨菜	17.24	5.50	佳隆股份	37.43	10.46	天味食品	21.19	7.33
莲花控股	7.13	11.28	天味食品	1.86	64.79	涪陵榨菜	17.08	5.56	ST加加	24.13	4.83	恒顺醋业	35.61	9.47	日辰股份	23.41	6.17
天味食品	8.97	10.93	安记食品	0.13	59.54	莲花控股	10.90	3.21	佳隆股份	8.58	4.42	莲花控股	23.77	6.36	中炬高新	18.94	4.90
海天味业	62.43	9.83	莲花控股	0.64	44.72	千禾味业	20.38	2.47	千禾味业	14.93	2.98	中炬高新	38.82	4.95	安记食品	7.46	3.32
仲景食品	3.01	9.57	日辰股份	0.26	44.52	安记食品	9.37	2.18	安记食品	4.79	1.48	ST加加	22.87	2.54	涪陵榨菜	33.91	3.18
涪陵榨菜	6.57	6.81	中炬高新	2.26	32.90	海天味业	10.46	1.77	日辰股份	7.10	1.13	海天味业	36.61	2.07	恒顺醋业	4.73	2.15
日辰股份	1.10	6.45	涪陵榨菜	2.23	17.88	宝立食品	17.72	1.01	宝立食品	13.14	0.93	天味食品	38.83	0.76	莲花控股	9.10	2.12
恒顺醋业	5.27	5.64	海天味业	13.62	10.50	朱老六	8.65	-0.17	海天味业	5.58	-0.01	千禾味业	37.54	0.67	海天味业	21.84	0.11
宝立食品	6.57	4.06	安琪酵母	2.62	7.02	仲景食品	21.48	-0.26	莲花控股	4.70	-0.04	日辰股份	39.04	0.61	宝立食品	11.07	-0.96
中炬高新	13.28	2.23	仲景食品	0.49	-2.97	中炬高新	16.14	-1.30	安琪酵母	5.59	-0.10	安记食品	13.79	-0.13	朱老六	10.14	-1.32
安记食品	1.69	-11.45	宝立食品	0.65	-13.45	安琪酵母	13.23	-1.98	仲景食品	14.90	-0.75	朱老六	22.00	-0.14	安琪酵母	6.98	-1.59
千禾味业	6.99	-12.63	千禾味业	1.01	-22.58	佳隆股份	22.15	-4.58	朱老六	2.83	-1.36	宝立食品	31.28	-1.06	千禾味业	14.45	-1.86
朱老六	0.63	-18.49	朱老六	0.06	-27.89	日辰股份	10.90	-7.25	中炬高新	6.26	-1.86	仲景食品	40.94	-2.22	仲景食品	16.25	-2.10
ST加加	2.48	-31.96	ST加加	-0.38	-31.49	天味食品	14.23	-8.05	天味食品	7.81	-7.78	安琪酵母	21.35	-3.62	ST加加	-16.14	-8.12
全行业	164.15	9.55	全行业	25.78	15.25	全行业	10.92	0.09	全行业	7.77	-0.15	全行业	33.06	1.30	全行业	15.92	0.85

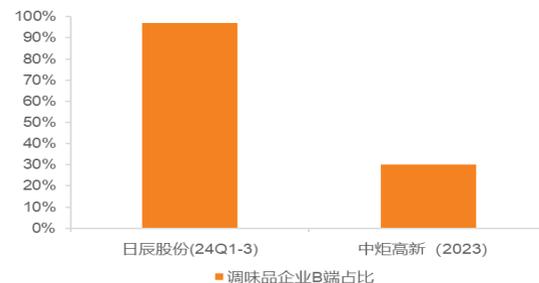
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.2、板块业绩筑底，B+C需求齐振望迎改善

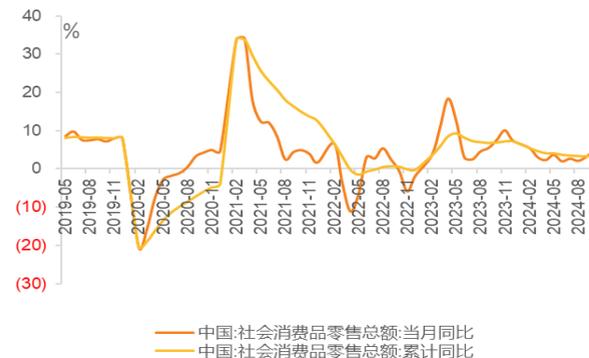
餐饮仍在增长通道，看好需求端弹性。调味品需求结构中，B端餐饮占比约50%，疫情前餐饮板块稳定增长为调味品带来稳定需求，疫情后餐饮受影响较大。疫情结束后餐饮始终处于弱复苏态势，目前餐饮恢复弱于C端，其中预计C端>小B>大B，餐饮渠道客单价有所下降。2024M1-10全国社零总额累计同比+3.5%；2024M1-10全国餐饮累计收入同比+5.9%。社零和餐饮均处于增长通道，但环比看，Q3社零增速和餐饮增速均弱于Q2。我们认为随着经济刺激，餐饮有望受益于直接（消费券）+间接（经济传导终端）需求增加，调味品板块特别是复调作为上游或有望受益。

C端长期向好，健康化趋势延续。消费政策或将陆续出台，有望刺激调味品需求改善。调味品需求中，家庭端占比约30%，且调味品具有刚性需求属性，随着我国居民/城镇居民人均可支配收入和人均消费支出的增加，对调味品消费有望稳步提升。并且无添加等健康化仍是消费关注的重点，我们认为长期看C端需求有望向好，结构化升级仍是未来主要方向。从渠道复苏节奏来看，预计小B>大B>C端。

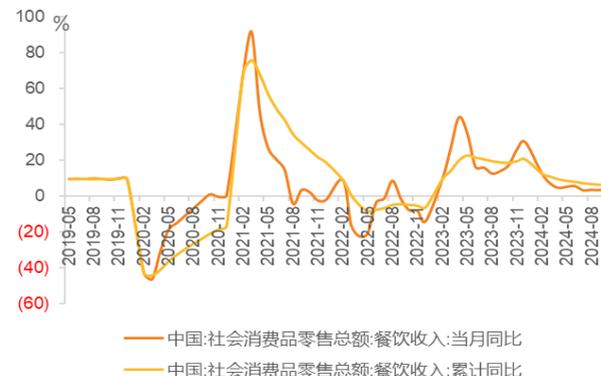
图表：主要调味品企业B端占比情况



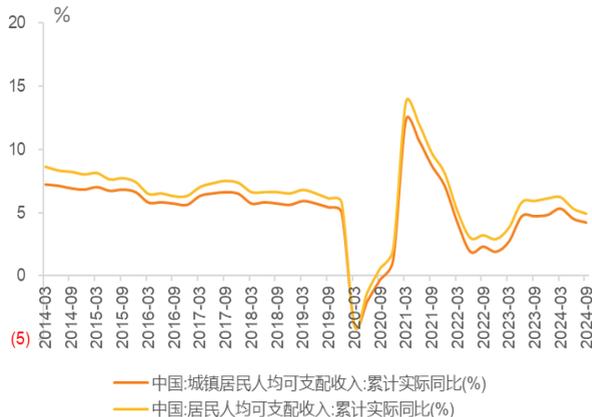
图表：24M1-10全国社零总额累计同比+3.5%



图表：24M1-10全国餐饮累计同比+5.9%



图表：24Q3居民/城镇居民人均可支配收入实际同比+4.9%/+4.2%



图表：24Q3居民/城镇居民人均消费支出实际同比+5.3%/+4.8%



资料来源：Wind，日辰股份/中炬高新公司公告，天风证券研究所

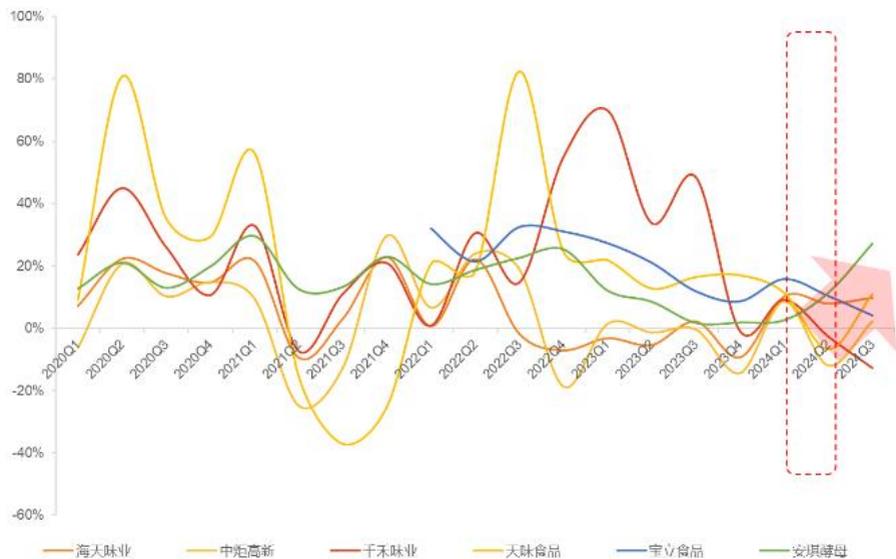
3.2.3、板块业绩筑底，B+C需求齐振望迎改善

板块业绩筑底，市占率提升和其他品类增长有望成为增长主线。从业绩角度来看，经过2年左右调整，板块基本进入筑底期，我们认为未来其他品类增长和市占率提升有望成为增长主线：

1) **基础调味品**：23Q4基数普遍较低，行业龙头已经逐步完成调整，我们认为龙头企业具备更强议价能力和成本转移能力，市占率有望进一步提升。海天味业率先实现基本面企稳回升；中炬高新24Q3企稳，B端占比提升；千禾味业仍处于调整状态；24Q1-3部分企业其他品类增长均快于主类产品，我们认为酱油等品类较为成熟，且调味品需求呈现品类多元化、消费场景多样化、区域偏好差异化等特点，消费者需求/口味变化较快，其他品类增长或有望继续快于主类产品增长。

2) **复合调味品**：行业增速仍较快，C端偏可选属性；B端更偏向大B渠道，复苏属性更强。

图表：板块业绩筑底，部分企业回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

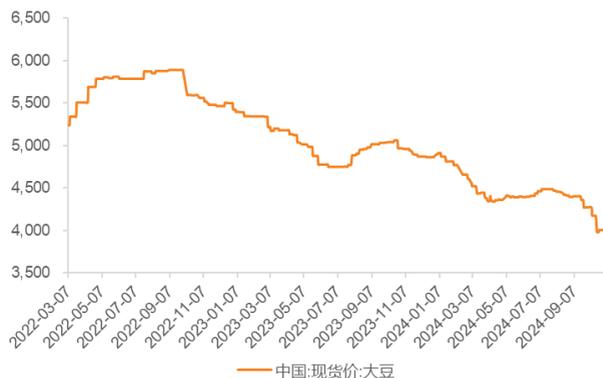
图表：部分企业其他品类收入增速较快

企业	品类	24Q1-3增速
海天味业	酱油	7.40%
	调味酱	9.01%
	蚝油	6.38%
	其他	19.88%
千禾味业	酱油	-2.44%
	食醋	-10.41%
	其他	4.21%
中炬高新	酱油	-2.40%
	鸡精鸡粉	4.48%
	食用油	1.94%
	其他	-12.94%

3.2.4、成本下行逻辑持续演绎，利润仍有弹性空间

原材料成本下行趋势延续，看好全年利润弹性。2023年主要原材料大豆、白沙糖、玻璃、聚酯切片等价格居于高位，2024年以上原材料均较2023年有所下降。我们认为从24年全年来看，原材料价格整体有望较2023年下降；展望25年，原材料成本有望延续24年较低趋势，利润弹性有望得以释放。

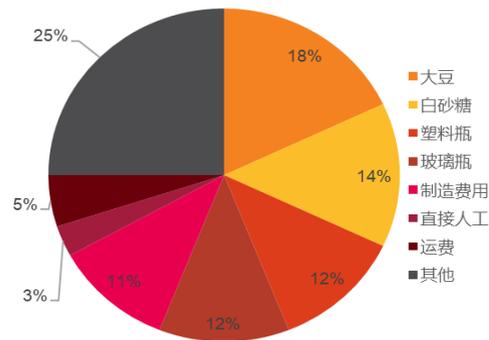
图表：2024年全国大豆现货价呈下降趋势（元/吨）



图表：2024年白砂糖现货价（南宁仓库）呈下降趋势（元/吨）



图表：海天味业原材料成本构成（2013年）



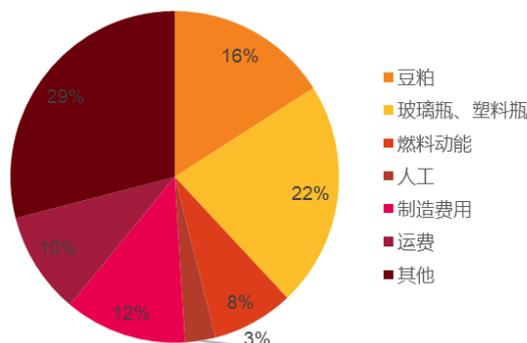
图表：2024年玻璃指数呈下降趋势



图表：2024年聚酯切片价格呈下降趋势（元/吨）



图表：千禾味业原材料成本构成（2015年）



资料来源：Wind，天风证券研究所

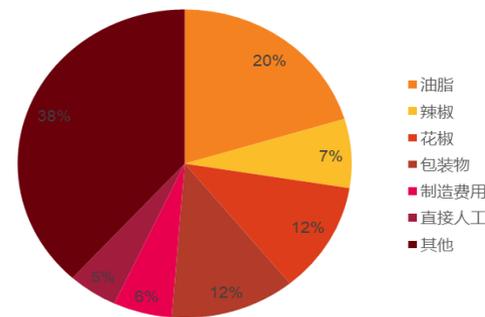
3.2.5、成本下行逻辑持续演绎，利润仍有弹性空间

部分企业核心原料价格持平或下降，利润仍有弹性空间。部分企业由于产品特殊性，成本受某单一原材料价格影响较大，比如涪陵榨菜和安琪酵母，从目前情况来看，青菜头价格稳定；糖蜜价格呈现下降趋势，安琪酵母利润有较大弹性空间。

涪陵榨菜：青菜头价格稳定，利润弹性有望凸显。涪陵榨菜青菜头收购价近年来较为波动，基本呈现一年高、一年低的趋势。24年的青菜头原料收购量创历史新高，目前原料较为充足，可保证25年6月前的生产。2025年青菜头收购指导价800元，保持稳定，利润弹性有望凸显。

安琪酵母：糖蜜价格呈进入下行通道，利润弹性有望释放。糖蜜价格从19/20榨季开始持续增长，从19年11月的约800元/吨增至22年6月最高点约1770元/吨，随后价格处于震荡高位，23/24榨季糖蜜价格开始逐步下行，截至24年11月，糖蜜最新成交价为1200元/吨左右。酵母生产中，糖蜜占生产成本比重约45%，预计仅糖蜜成本下降，便能为公司带来利润边际改善。

图表：天味食品原材料成本构成（2018年）



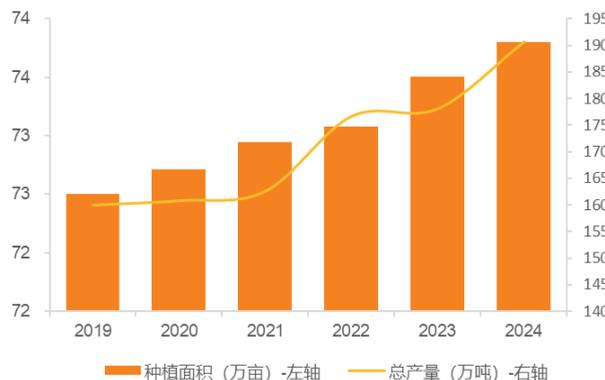
图表：全国糖蜜产量和糖蜜价格情况



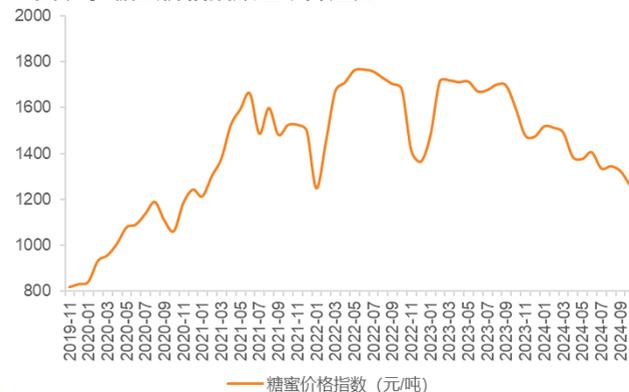
图表：涪陵榨菜青菜头收购价格近年呈波动状



图表：涪陵区域青菜头种植面积和产量持续提升



图表：糖蜜价格指数呈下降趋势



资料来源：Wind，涪陵榨菜/安琪酵母公司公告，泛糖科技，涪陵区生态环境局，涪陵区农业信息中心，中国网，涪陵区政府网，环球网，重庆市涪陵区人民政府公众号等，天风证券研究所

注：图表：全国糖蜜产量和糖蜜价格情况来源于网站<https://www.hisugar.com/home/articleContent?id=2024090909315163456673>

3.2.6、投资建议：估值良性，看好板块弹性机会

估值良性，建议持续关注。估值良性：截至1月3日，调味品板块PE-TTM为22.05X，3/5/10年PE-TTM中位数为38.02/46.50/48.39X，最大数为52.25/77.21/89.73X。当前板块估值远低于3/5/10年中位数。

我们看好调味品板块弹性机会，主因：① 政策持续发力或刺激终端消费复苏，调味品板块作为餐饮端上游，或有望利好调味品板块；② 估值具性价比，当前板块估值远低于3/5/10年中位数；③ 原材板块料成本下行，利润弹性有望持续释放。建议关注：安琪酵母、涪陵榨菜、天味食品、日辰股份、宝立食品、中炬高新。

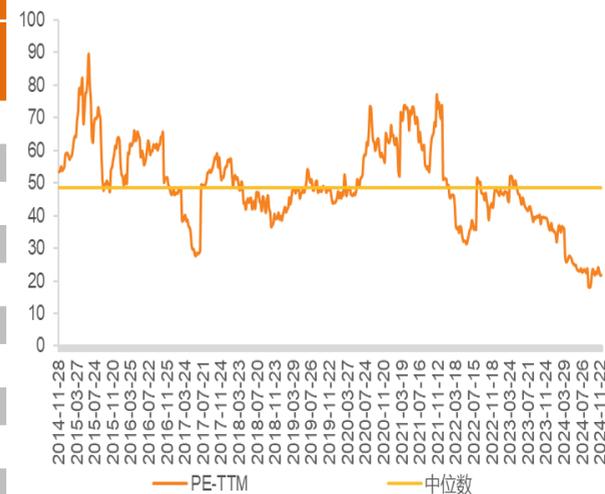
图表：调味品板块收盘价情况一览



图表：板块盈利预测一览

日期	2025/2/14	收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS-TTM(元/股)	市盈率(TTM)	EPS(元/股)			PE		
						2024E	2025E	2026E	24E	25E	26E
603288.SH	海天味业	41.24	2293	1.10	37.51	1.12	1.24	1.38	36.72	33.13	29.89
600872.SH	中炬高新	20.72	162	4.53	4.58	0.99	1.18	1.44	20.90	17.63	14.43
603027.SH	千禾味业	11.75	121	0.48	24.40	0.51	0.58	0.66	23.12	20.18	17.75
600305.SH	恒顺醋业	7.52	83	0.06	121.18	0.13	0.16	0.18	59.03	48.27	41.62
603317.SH	天味食品	12.98	138	0.59	22.10	0.59	0.67	0.76	22.00	19.37	17.08
603755.SH	日辰股份	25.94	26	0.70	36.93	0.74	0.88	1.04	35.04	29.39	24.88
603170.SH	宝立食品	13.76	55	0.58	23.57	0.58	0.69	0.80	23.56	19.94	17.21
300908.SZ	仲景食品	30.35	44	1.24	24.42	1.28	1.47	1.67	23.72	20.63	18.21
002507.SZ	涪陵榨菜	13.42	155	0.73	18.48	0.74	0.81	0.87	18.04	16.66	15.41
600298.SH	安琪酵母	36.68	319	1.51	24.29	1.57	1.81	2.09	23.31	20.22	17.55

图表：调味品板块估值情况一览



资料来源：Wind，天风证券研究所，盈利预测为wind一致预期

3.3 餐饮 供应链

顺周期需求迎来拐点，格局好转尚需时间传导

3.3.1、需求端：24年受损最严重，25年消费券+政策刺激下有望修复

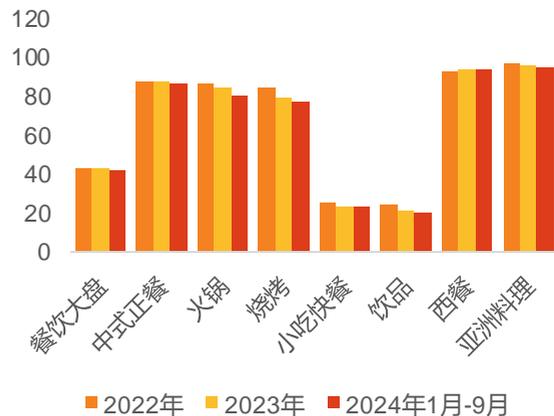
复盘24年：餐饮供应链是食饮板块中受损最严重的赛道，经历了戴维斯双杀。

从红餐产业研究所统计的餐饮大盘看，24年客单价继续同比下滑小个位数；社零中餐饮收入从3月起降速至小个位数。

分渠道看，小B受损更重、价格战激烈，宴席受基数+无春年影响承压，团餐相对稳健。大B客户本身经营压力大、倒逼上游压价，C端保持良性增长。

展望未来：消费券拉动餐饮需求，25年顺周期政策下有望修复。据消费大数据实验室（上海）数据，截至11月26日，上海消费券活动期间全市线下餐饮消费583.9亿元，同比+11.4%，10月全市商圈日均客流量总量同比+10%左右，成效得以显现。展望25年，刺激政策落地有望带动餐饮场景改善，预计小B率先复苏、弹性最大（宴席恢复正常），大B重点看新品，C端延续稳健。

图：2022-2024.1-9部分餐饮赛道人均消费情况（单位：元）



表：2024年Q4消费券政策梳理

地区	消费券	时间	规模	形式
北京	北京房山餐饮消费券	2024.9.15-11.30	-	满498减100元、满200-50元优惠，每档优惠活动期间每周仅可享受一次
上海	“乐品上海”餐饮消费券 “乐游上海”住宿消费券 “乐影上海”电影消费券 “乐动上海”体育消费券	2024.9.28-12月底	3.6亿元 9000万元 4500万元 2700万元	满300元减90、满500元减150、满800元减240、满1000元减300 满300减50，二是满600减130，三是满900减220，四是满1200减300 购买上海影院电影票最高可单张30元优惠、单笔消费60元优惠 设置5元、10元、20元、50元、80元等面值的通用体育消费券，在定点场馆健身消费时可直接抵扣
广州	广州天河消费券	2024.9.27-11.30	-	满1000元减100元、满3000元减300元、满5000元减500元、满10000元减1000元
深圳	光明区数字人民币红包消费券 前海消费券	2024.11.22-12.8 2024.11.3-11.30	-	满1000元减666元、满200元减100元、满100元减50元、满50元减25元 满100减30元、满500减50元、满1000减100元、满2000减200元、满3000减300元
成都	“蓉品出川”成都特色食品消费券	2024.11.18-12.10	-	满600元减200元、满300元减100元、满100元减40元
杭州	文三GO生活节西湖区消费券 “余杭好地方”文旅消费券	2024.12.3-2025.1.3 第一期：12.4-25年1.3 第二期：25年1.4-2.28	100万元 1000万元	消费券面额为200-40、100-20、50-10、30-8（单人单日限领一张） 10元、30元、100元、200元及300元五个档次的消费券

资料来源：公众号：北京本地宝，新民晚报，上海本地宝，上海发布，广州本地宝，深圳本地宝，成都本地宝，美丽西湖，余杭发布；红餐产业研究院《中国餐饮品牌力白皮书2024》，天风证券研究所

3.3.2、供给端：24H2竞争恶化，等待后续改善拐点

图：2024年1-9月连锁餐饮品牌开闭店情况

复盘24年，行业竞争加剧导致利润端承压。

1) 下游的压力持续向上游转嫁，行业竞争加剧；导致哪怕肉类、油类有一定成本红利，也会通过货折、费用重新反哺下游，利润表现差于收入（单Q3行业利润下滑30%）。

2) 各家补渠道短板、推新，增加扶持力度，修炼内功。

展望25年，由于景气度从下游向上传导尚需时间，且行业集中度低，预计短期仍处于竞争剧烈的出清过渡阶段，25H2有望迎来拐点。

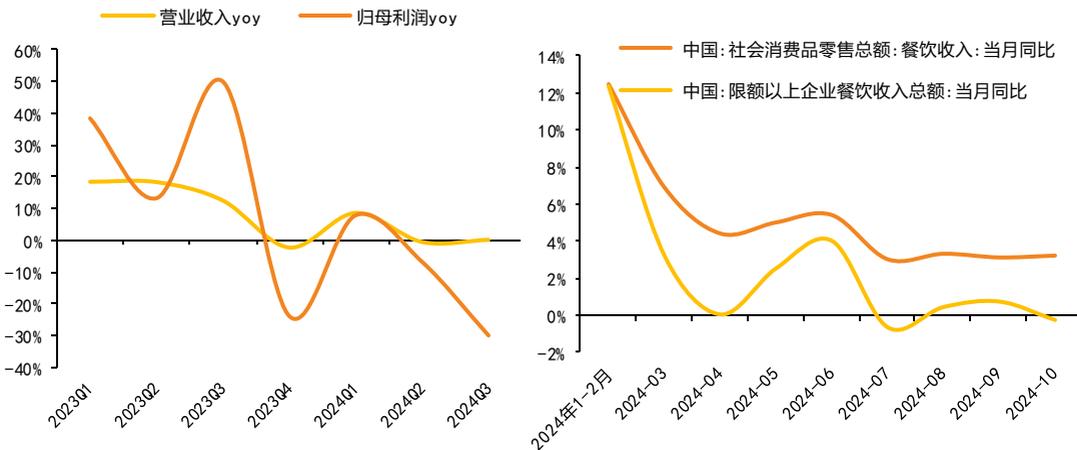
成本端看：预计25年棕榈油、豆油、猪肉同比有一定压力，棕榈油压力较大；面粉、生鲜乳、禽类有成本红利（普遍下滑双位数）。

	门店增加数（家）	闭店数（家）	开闭店比
新式茶饮	24039	13668	1.76
连锁咖啡	9967	2842	3.51
小吃快餐	18129	13037	1.39
干锅火锅	389	431	0.90
中餐	433	169	2.56
面包甜点	1411	737	1.91

资料来源：GeoQ智图公众号

注：干锅火锅数据为24上半年数据

图：餐供行业单季度表现（筛选上市标的合计） 图：3月起社零餐饮数据明显降速到小个位数，8月后企稳



图：餐供相关成本

	最新价格	单位	同比2023年	同比2022年	迷你图
棕榈油	10085	元/吨	39%	27%	
豆油	8711	元/吨	10.8%	-9%	
面粉	2680	元/吨	-18.8%	-24.5%	
大米	5.3	元/公斤	-4.0%	-5.5%	
白砂糖	5856	元/吨	-9.39%	-1%	
生猪	16	元/千克	14%	7%	
白羽肉鸡	7	元/公斤	-10%	-26%	
生鲜乳	3	元/公斤	-13.8%	-23.1%	

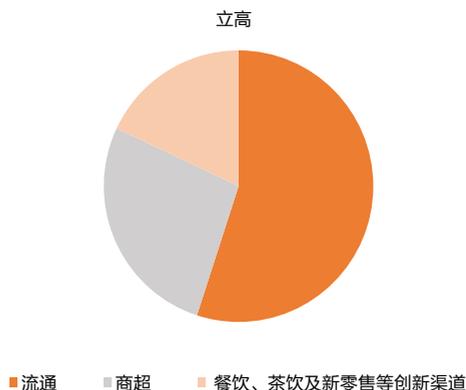
资料来源：国家统计局，Wind，天风证券研究所，餐供行业统计的上市标的包括：海融科技、三全食品、安井食品、巴比食品、立高食品、海欣食品、干味央厨、味知香、惠发食品

3.3.3、投资建议：小B率先复苏，建议关注安井、干味、立高

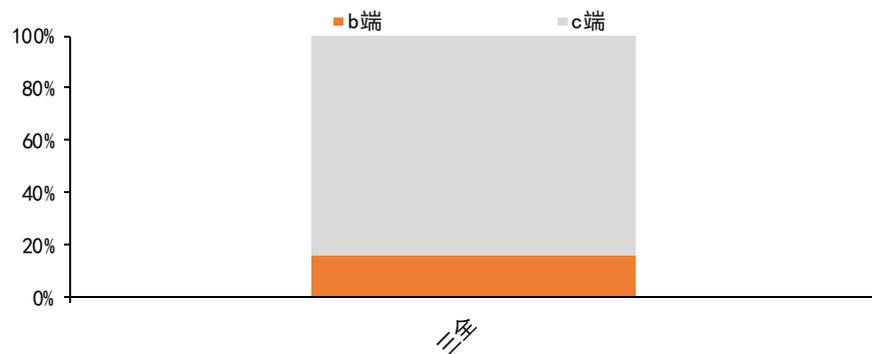
投资建议：预计消费券有望拉动餐饮需求复苏，25年顺周期假设下，预计小B率先复苏/弹性最大（宴席恢复正常），大B重点看新品开拓，C端延续稳健。竞争激烈下下游连锁化餐企优势更明显，降本增效诉求仍强。中长期餐饮供应链行业渗透率+集中度提升空间广阔，龙头有望充分享受红利。建议关注：

- **安井食品：**有望凭借产品、渠道及产业链把控优势实现市占率稳步提升。随着公司第二成长曲线发力及餐饮行业估值修复，有望迎来戴维斯双击！
- **干味央厨：**以大B端优势拓展小B端市场，推动营收增长，助力公司稳定发展。
- **立高食品：**通过产品创新与渠道拓展实现收入增长，成本优化与规模效应释放利润潜力，并受益于餐饮行业复苏的 β 加成。

图：24Q1-Q3立高食品渠道营收占比



图：24H1三全食品渠道营收占比



图表：板块盈利预测一览

日期	2024/2/14	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS-TTM(元/股)	市盈率 (TTM)	EPS (元/股)			PE			
	证券代码					证券简称	2024E	2025E	2026E	24E	25E	26E
	603345.SH	安井食品	29.00	29	1.22	23.68	1.32	1.55	1.79	21.91	18.66	16.20
	300973.SZ	立高食品	78.17	229	4.79	16.34	5.04	5.71	6.40	15.51	13.68	12.21
	001215.SZ	干味央厨	37.96	64	0.70	54.61	1.59	1.91	2.26	23.83	19.91	16.82

资料来源：Wind，天风证券研究所，盈利预测为wind一致预期

3.4 乳制品

奶价或将迎来拐点，静待行业复苏

3.4.1、乳品：24Q2盈利端承压，24Q3盈利端环比改善

24Q2盈利端承压，24Q3乳品板块盈利端环比改善。24年初消费力偏弱，春节档后渠道库存高企，乳企选择于24Q2去化库存，营收增速边际放缓，叠加计提喷粉减值损失、上游贷款信用减值损失等因素，盈利端整体承压、扣非净利率普遍下滑（伊利股份24Q2同比多计提4+亿元信用减值损失）。24年奶价仍处于下行周期，部分牧场因生存压力，出售低价乳制品加剧行业竞争；头部乳企被迫加大促销费用以维持市场份额，销售费率用普遍同比提升。24Q3以来，乳企库存逐步去化到位，受益于双节旺季带来的发货端改善，液态奶同比增速下滑幅度环比减少（伊利股份液体乳营业收入同比增速改善：24Q2：-19.61%；24Q3：-10.31%，带动24Q3营收增速改善）。盈利端来看，伊利股份、新乳业、天润乳业24Q3在毛销差改善背景下，扣非净利率边际显著改善。

图：乳企24年前三季度营收、利润增速

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-Q3
营业收入增速				
伊利股份	-2.60%	-16.60%	-6.66%	-8.61%
新乳业	3.66%	-0.94%	-3.82%	-0.54%
光明乳业	-9.25%	-10.92%	-12.66%	-10.89%
三元股份	-5.85%	-13.24%	-18.49%	-12.25%
天润乳业	1.47%	5.90%	2.73%	3.50%
燕塘乳业	-11.55%	-11.36%	-13.10%	-12.03%
归母净利润增速				
伊利股份	63.84%	-40.21%	8.53%	15.87%
新乳业	46.93%	17.72%	22.92%	24.37%
光明乳业	-8.07%	-28.19%		-63.94%
三元股份	75.48%	-68.25%	-253.20%	-55.21%
天润乳业	-91.74%	-145.82%	200.51%	-84.37%
燕塘乳业	-42.91%	-42.71%	-44.30%	-43.25%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图：乳企24年前三季度盈利能力指标

	2024Q1	2024Q2	2024Q3
生鲜乳均价同比	-11.14%	-13.72%	-15.82%
毛利率同比			
伊利股份	2.02%	1.06%	2.48%
新乳业	2.32%	0.29%	2.40%
光明乳业	-0.32%	-0.26%	2.54%
三元股份	-0.29%	2.19%	-0.98%
天润乳业	-3.62%	-2.99%	2.25%
燕塘乳业	-1.10%	-1.52%	-2.18%
销售费用率同比			
伊利股份	1.39%	2.53%	1.09%
新乳业	1.59%	-0.60%	1.30%
光明乳业	-0.26%	-0.69%	1.48%
三元股份	-1.38%	0.89%	2.82%
天润乳业	0.15%	1.00%	0.72%
燕塘乳业	2.36%	1.09%	1.48%
毛销差同比			
伊利股份	0.63%	-1.47%	1.40%
新乳业	0.73%	0.89%	1.10%
光明乳业	-0.06%	0.43%	1.06%
三元股份	1.09%	1.30%	-3.79%
天润乳业	-3.76%	-3.98%	1.53%
燕塘乳业	-3.46%	-2.61%	-3.66%
扣非净利率同比			
伊利股份	1.53%	-9.87%	2.43%
新乳业	0.86%	-3.65%	1.37%
光明乳业	0.42%	0.65%	-2.30%
三元股份	1.50%	2.77%	-2.57%
天润乳业	-4.21%	-12.41%	3.15%
燕塘乳业	-3.20%	-12.74%	-2.64%

3.4.2、乳品：当前原奶供过于求，使得24年原奶价格趋势向下

供给端来看，18年奶业振兴背景下，19年乳企加码上游奶源，产能于21年集中释放；21年奶牛存栏量同比增速由负转正至4.86%后持续提升，22-23年同比增速分别为6.08%、6.72%。此外，随着规模化牧场注重牛群结构的优化，近年来整体奶牛单产逐年提升(头部牧场现代牧业、优然牧业23年成母牛单产高达12.6、12.2吨/年，同比分别+3.3%、+4.3%)，存栏量及单产同比提升推动上游供给快速加大。

需求端来看，20年疫情爆发加强了大众对乳制品饮用的重视程度，21年乳制品产量同比大幅提升(+9.40%)，22-23年同比温和增长+2.00%、+3.10%，但弱于供给端增长幅度。24年1-10月乳制品产量同比-2.30%，需求端呈走弱态势，带动原奶进入供过于求局面。

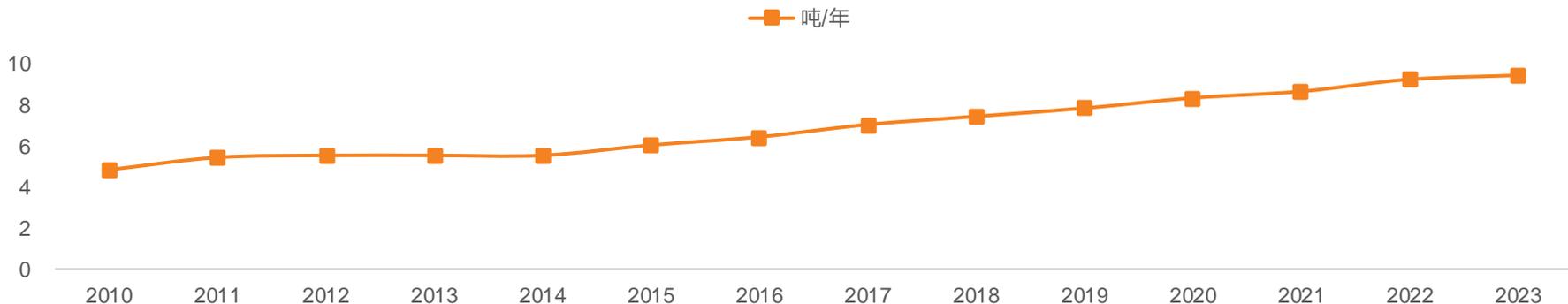
图：国内奶牛存栏量于22-23年同比增速提升



图：乳制品产量及变化情况



图：国内奶牛单产持续走高（23年达9.4吨/年）



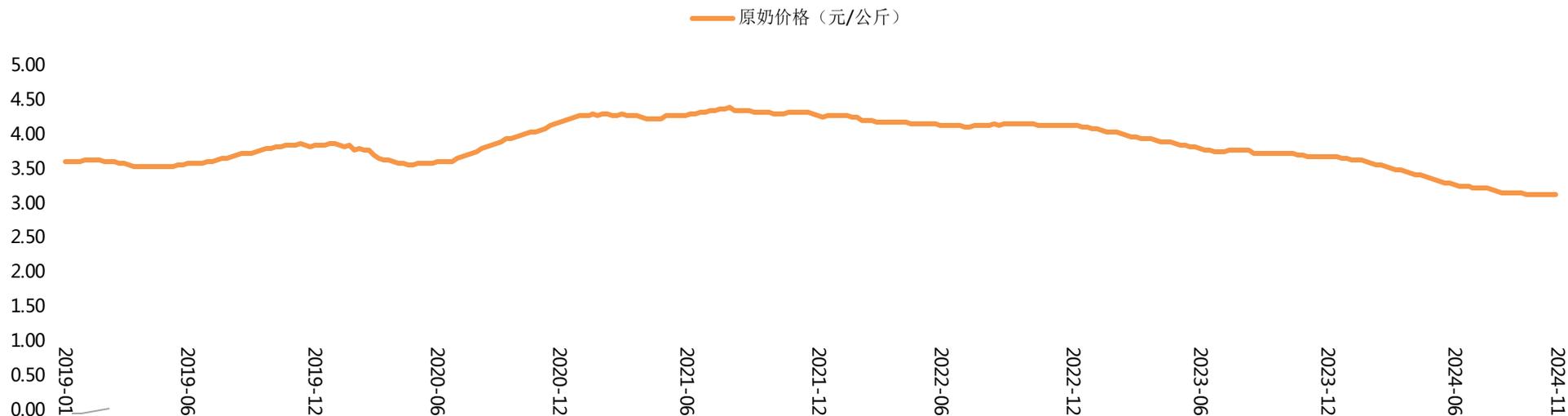
资料来源：Wind，信风TradeWind公众号，中国畜牧杂志公众号，乳业资讯网公众号，天风证券研究所

3.4.3、乳品：24年产能逐步去化，奶价企稳曙光已现

奶价回落态势边际放缓。产能释放、供需格局变化后，原奶价格自21年中持续下探，由21年高点4.38元/公斤回落至24年11月末的3.12元/公斤，回落幅度达28.77%，回落态势仍在延续。部分牧场已于23年出现亏损，例如优质的上市牧场西部牧业、优然牧业23年全年净利率分别为-2.93%、-7.75%（同比均由正转负）。24年以来，亏损牧场比例加大、牧场亏损程度加深；现金流压力下，牧场或难有足够资金收购饲料，叠加贷款难度加大，倒逼牧场淘牛以出清过剩产能；Q3双节旺季背景下，需求有所提振，奶价下滑趋势于9月放缓。

24年产能有序去化，大包粉库存或将较快消化。24年以来上游产能逐步去化，截至24年8月，全国奶牛存栏量已连续6月环比下滑。因本轮周期下，大包粉只能用于乳饮料、冰淇淋等产品（需标注复原乳）而不能制作基础白奶，牧场喷粉动力减弱，大包粉存量库存消化速度或快于前两轮周期。

图：原奶价格自21年高点持续下探



资料来源：iFind，天风证券研究所

3.4.4、乳品：产能逐步去化，奶价企稳曙光已现

行业趋势展望：随着上游牧场产能的逐步去化，奶价回落趋势已于9月边际趋缓；叠加近期一揽子经济政策逐步出台，亦或带动乳品需求端回暖，奶价或将在明年企稳。若奶价迎来拐点，1) 对上游牧场而言，营收端或将直接改善实现扭亏为盈；2) 对于下游乳企而言，喷粉减值损失、信贷减值损失及促销费用减少带动盈利端改善。

投资建议：乳品或迎来弹性布局机会，主因：①原奶价格目前已经持续下探到较低位置，随着产能的持续去化叠加喷粉存量的持续消化，原奶供给过剩局面将得以改善，价格或在明年看到企稳抬升态势。②一揽子政策逐步出台有望带动经济企稳回升，从而拉动消费需求，乳品作为可选消费或将直接受益。当前位置建议关注供给出清及需求改善共振带来的乳品板块EPS及P/E端双重修复机会。建议关注伊利股份、蒙牛乳业、新乳业、现代牧业、优然牧业。

伊利股份：公司拥有优质奶源供给壁垒，24H1渠道调整后，库存去化到位。公司Q3毛销差已环比改善，后续或有利润释放潜力。

蒙牛乳业：渠道基础扎实，特仑苏单品在高端市场具备 α ，带动结构升级。

新乳业：营收增速较优，盈利能力改善。

优然牧业：上游养殖产能去化背景下，我们认为或直接受益于原奶价格企稳。

现代牧业：牛群结构优化，乳牛单产提升，若奶价企稳，或将带动经营指标改善。

图表：板块盈利预测一览

日期	2025/2/14	收盘价 (CNY)	总市值 (亿元)	EPS-TTM (CNY/股)	市盈率 (TTM)	EPS (CNY/股)			PE		
						2024E	2025E	2026E	24E	25E	26E
600887.SH	伊利股份	27.62	1758	1.87	14.75	1.88	1.79	1.94	14.68	15.40	14.21
002946.SZ	新乳业	14.16	122	0.61	23.27	0.64	0.78	0.93	22.11	18.27	15.24

资料来源：Wind，天风证券研究所，盈利预测为wind一致预期

3.5 保健& 补充剂

新兴渠道竞争激烈，运动健康市场方兴未艾

3.5.1、保健&补充剂：新兴渠道竞争激烈，运动健康市场方兴未艾

需求疲软影响业绩表现，经营策略&细分赛道景气度导致分化明显。24Q1-3保健品板块营业收入/归母净利润分别为167.54/14.9亿元（同比-8.88%/-38.64%），毛利率/净利率分别为43.76%/8.68%（同比-2.28/-4.49pct），期间费用率/销售费用率分别为33.16%/22.61%（同比+3.23/+1.04pct），经营性现金流量净额/销售收现分别为12.84/165.54亿元（同比-50.22%/10.72%）。24Q1-3保健品板块整体受国内需求疲软拖累，业绩数据有所下滑。同时板块内部出现分化，康比特（受益于运动营养食品市场高速扩张）、仙乐健康（受益于海外市场高景气度）等企业保持增长，汤臣倍健业绩相对承压，主要系线下药店渠道疲软&线上渠道竞争压力较大。

表：24Q1-3保健品公司营收及归母净利润

证券简称	营业收入 (亿元)	同比增速 (%)	证券简称	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)
康比特	7.74	29.84	西王食品	0.63	894.16
ST春天	1.98	23.22	交大昂立	0.07	122.64
仙乐健康	30.48	21.80	仙乐健康	2.40	29.52
金达威	23.43	0.95	康比特	0.66	2.06
百合股份	6.06	-4.14	金达威	2.21	-9.35
交大昂立	2.37	-5.47	百合股份	1.17	-9.35
西王食品	38.14	-7.92	ST春天	-0.90	-28.61
汤臣倍健	57.34	-26.33	汤臣倍健	8.69	-54.31
保健品板块	167.54	-8.88	保健品板块	14.90	-38.64

表：24Q1-3保健品公司毛利率及净利率

证券简称	毛利率	同比变动 (pct)	证券简称	净利率	同比变动 (pct)
西王食品	23.71	5.61	交大昂立	4.28	14.45
金达威	38.03	1.06	西王食品	1.37	1.58
仙乐健康	31.21	1.06	仙乐健康	6.98	0.60
康比特	40.18	-0.23	金达威	9.54	-0.94
百合股份	37.94	-1.29	百合股份	19.24	-1.11
汤臣倍健	67.93	-1.73	ST春天	-44.76	-2.09
交大昂立	28.72	-6.36	康比特	8.48	-2.31
ST春天	40.98	-25.18	汤臣倍健	15.04	-9.76
保健品板块	43.76	-2.28	保健品板块	8.68	-4.49

表：24Q1-3保健品公司期间费用率及销售费用率

证券简称	期间费用率	同比变动 (pct)	证券简称	销售费用率	同比变动 (pct)
汤臣倍健	50.88	10.24	汤臣倍健	42.33	7.26
西王食品	21.02	3.03	康比特	21.37	2.03
金达威	25.08	1.50	西王食品	14.03	1.93
康比特	29.74	1.14	金达威	10.24	0.53
仙乐健康	22.78	1.14	仙乐健康	7.64	0.23
百合股份	16.31	0.49	百合股份	9.53	-0.27
交大昂立	26.29	0.02	交大昂立	7.82	-1.14
ST春天	82.67	-23.06	ST春天	56.65	-22.61
保健品板块	33.16	3.23	保健品板块	22.61	1.04

表：24Q1-3保健品公司经营性现金流及销售收现

证券简称	经营性现金流量净额 (亿元)	同比增速 (%)	证券简称	销售收现 (亿元)	同比增速 (%)
ST春天	0.19	117.09	康比特	8.54	46.16
西王食品	1.98	9.99	仙乐健康	30.47	22.86
康比特	0.56	7.35	ST春天	1.88	8.16
仙乐健康	2.83	-3.43	交大昂立	2.49	0.46
百合股份	0.98	-29.79	金达威	23.49	-0.28
金达威	2.81	-45.93	西王食品	40.82	-9.37
汤臣倍健	3.41	-74.66	百合股份	6.00	-9.80
交大昂立	0.09	-79.17	汤臣倍健	51.84	-31.16
保健品板块	12.84	-50.22	保健品板块	165.54	-10.72

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.5.2、保健&补充剂：新兴渠道竞争激烈，运动健康市场方兴未艾

行业增速逐渐步入平稳阶段。根据欧睿国际数据，2024年国内保健品行业规模同比增长2%至3966亿元，19年之前行业增速中枢约10%，19年及之后整体增速中枢放缓至5%。

人口结构变化带来巨大潜在需求。随着国内人口老龄化日益加深（23年65岁及以上人口占比15.4%，较18年+3.5pct），健康养生意识深入年轻群体，未来保健品行业仍有较充足的发展空间。同时，对比国内外营养健康食品人均消费额，我国仍有较大上升潜力空间（2023年美国/中国人均182/26美元）。

从渠道结构来看，新兴线上渠道凭借高性价比&便捷性占比逐年提升（24年VDS线上销售占比57.3%，较18年+27.7pct），对以药店、商超为代表的线下渠道形成挤压之势。但由于创新迭代速度较快，整体线上品牌竞争激烈，市场格局呈分散化。

从产品结构来看，目前VDS（2024年占比59%）为保健品行业主导产品，但随着全民健身理念普及&疫后健康意识提升，运动营养健康市场增速表现突出，2024年增速约为7%，我们认为，目前运动营养食品行业方兴未艾，随着未来健身群体需求释放，以康比特为代表的运动营养食品龙头业绩有望逐步进入上升通道。

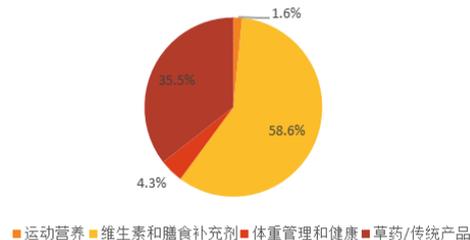
投资建议：建议关注海外市场快速扩张的CDMO龙头仙乐健康；受益于β上行的运动营养食品龙头康比特。

资料来源：欧睿国际，wind，庶正康讯公众号，天风证券研究所

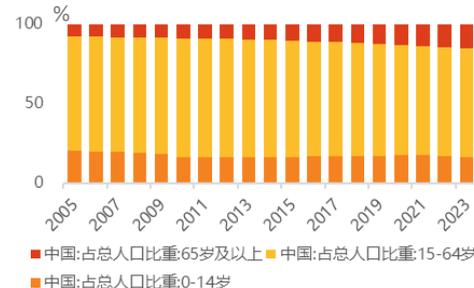
图表：2010–2024年中国保健品行业规模及增速



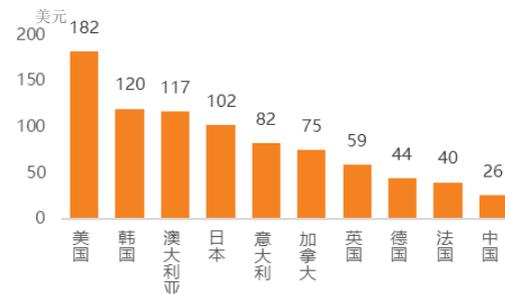
图表：2024年中国保健品行业结构



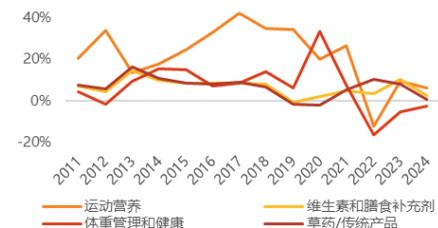
图表：2005–2023年国内人口结构变化



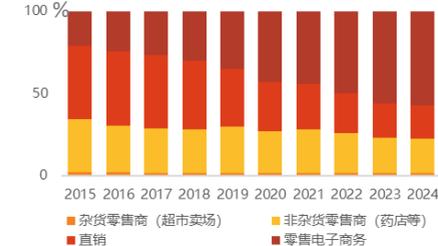
图表：2023年全球主要市场营养健康食品人均消费额



图表：2011–2024年中国保健品不同品类增速



图表：2015–2024年中国VDS销售渠道占比



图表：板块wind前瞻预测一览

日期	2025/2/14	证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS-TTM (元/股)	市盈率 (TTM)	EPS (元/股)			PE		
								2024E	2025E	2026E	24E	25E	26E
		605016.SH	百龙创园	18.51	60	0.73	25.53	0.82	1.12	1.48	22.60	16.55	12.53
		603102.SH	百合股份	35.86	23	2.45	14.62	2.55	2.91	3.27	14.04	12.31	10.95
		300791.SZ	仙乐健康	25.42	60	1.42	17.86	1.51	1.89	2.28	16.83	13.47	11.14
		300146.SZ	汤臣倍健	11.88	202	0.42	28.31	0.47	0.68	0.81	25.45	17.46	14.69
		833429.BJ	康比特	15.79	20	0.72	21.98	0.77	0.96	1.16	20.48	16.39	13.59

四、风险提示

风险提示

1、经济复苏不及预期

消费容易受到经济波动影响，给行业发展带来较大不确定性。2024年经济整体处于弱复苏阶段导致终端动销略不及预期，部分企业出现库存压力等现象。若25年经济继续维持较弱复苏态势，终端消费能力和消费意愿均会受到不同程度影响，从而影响终端动销进而影响企业营收和利润。

2、外资持续流出风险

食品饮料板块长期以来都是外资重仓板块，虽然资金面情况对酒企经营端影响不大，但是23年以来外资持续流出对板块流动性、估值以及市场信心均造成较大影响。若25年外资持续呈现流出态势，或对市场整体情绪有所影响。

3、产业政策风险

食品饮料行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润产生影响。

4、终端需求恢复不及预期

2020年以来由于宏观经济叠加疫情等因素，居民收入增长受到影响，收入增长直接影响居民消费能力和消费意愿，若中短期内居民收入增速恢复不及预期，可能终端消费力和消费意愿增长不及预期，从而影响终端动销。

5、市场需求变化风险

当前居民的消费观念和消费行为发生了较大变化，健康理念升级、品牌消费凸显、线上消费升温、品质需求升维等逐渐成为消费新风尚，对大众品消费需求与消费量可能产生一定影响。

风险提示

6、行业竞争加剧

行业开始进入品牌影响力、产品质量、营销水平、创新能力的全面竞争时代，当前行业马太效应愈发明显，市场份额持续向头部企业集中，行业逐步进入加速竞争阶段。若行业内整合进一步加速，竞争持续加剧，则企业将会继续加大品牌宣传及促销力度以提升市场份额，从而影响企业利润；同时亦会对品牌或资金实力欠佳企业不利。

7、食品安全风险

产品的质量安全、卫生状况关系到消费者的生命健康。如果国家相关法律、法规以及行业规定的要求发生变化，企业在原材料采购、制造及包装等环节的质量控制措施须相应地进行改变，否则将对企业生产经营带来影响，进而影响企业未来发展。

8、经营决策失误或组织不力风险

企业的经营效果很大程度上取决于决策的科学性和组织落实情况，如果企业出现经营决策失误、组织落实不力或未能对行业中的变化及时反应，将对企业的经营目标实现产生不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

THANKS