



# 食品饮料行业研究

买入（维持评级）

行业周报  
证券研究报告

## 食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 分析师：叶韬（执业 S1130524040003）  
 liuchengqian@gjzq.com.cn yetao@gjzq.com.cn

联系人：陈宇君  
 chenyujun@gjzq.com.cn

## 守得云开见月明，关注龙头配置价值

### 投资建议：

**白酒板块：**自5月下旬以来伴随顺周期情绪回落，白酒板块持续回调。自上而下对白酒动销预期的走弱，叠加近期各自媒体对飞天茅台行情报价持续回落，对酒企短期&中长期业绩置信度也出现波动、对酒企估值容忍度较低。

首先，对于酒企的表观业绩，我们对头部酒企业绩置信度仍乐观，预计头部酒企仍能高质兑现全年增长目标，措施包括完善 SKU 架构、抢挖终端核心网点/团购&宴席需求、提升空白市场产品覆盖率等；即使短期 Q2 受基数效应影响增速或有波动，不影响对 24 年全年业绩兑现的判断，且 Q2 本身在全年维度内占比较低、头部酒企目前回款节奏较去年同期基本一致。

其次，回看 18Q4 时市场对白酒板块的担忧，如秋糖后对动销/需求担忧、表观增速环比或放缓、消费税对酒企盈利水平或存影响等，与当下市场担忧也相似。我们思考短期如何看待板块的估值底，主要考虑两个维度：

1) 同 18 年年末时相比，当时估值锚贵州茅台 forward PE 约 20X，五粮液约 15X，而当下贵州茅台 forward PE 约 21X，五粮液约 15X，估值已基本回落至 18 年年末时低点；

2) 从股息率角度看，五粮液/泸州老窖 24E 股息率 >4%，洋河股份 ≈6%，已经具备不错投资性价比，且中长期仍具备提升现金股利支付率的能力，无论 ROE、毛利率&净利率仍处于市场前列、具备优秀的商业模式禀赋。

此外，对于短期飞天茅台价格的扰动，此前我们有提及对波动的理解，即社会流通链上囤货、投资需求被挤出，一批商多为观望情绪等，这一点近期未有变化，且我们仍相信公司具备市场价格预期指引的能力。综上，我们维持短期弱现实、低预期、中长期预期修复的节奏判断，后续飞天批价企稳会对板块情绪筑底回升有所裨益，推荐把握强性价比配置契机，推荐品牌力突出、渠道态势不错的强竞争力龙头，如高端酒、汾酒等子赛道龙头，关注顺周期反转逻辑下弹性次高端的配置价值。

**休闲食品：**近期头部零食量贩门店数量突破 1 万家，市场担心其话语权加重后对于供应商进行压价，我们认为具备品牌影响力和供应链优势的零食厂商更有能力熨平波动。一方面，目前零食量贩仍处于加速开店状态，区域竞争未来会进一步加剧，品牌水饮、零食产品仍为引流关键，因此无需过度担忧品牌零食商议价权削弱。另一方面，价格竞争确为零食量贩后期竞争的必要手段，但更多是基于生产商、渠道商、消费者三方利益最大化，如此次零食很忙进行调价的品类数量占比较低，且多为原材料成本有优化空间的产品，对供应商并未造成毛利率的大幅冲击。Q2 虽为经营淡季，优秀的企业仍可通过补齐渠道短板、挖掘潜力品类、提升运营效率等 α 实现高增长，建议关注短期回调机会。持续推荐具备渠道、新品红利的盐津、劲仔。

**调味品：**4-5 月需求呈现弱复苏态势，我们认为板块整体表现稳健，尤其龙头经营更具韧性。一方面，4 月经销商仍在消化库存，终端需求实则好于企业出货端反馈。另一方面，近年来呈现明显的节假日消费聚集效应，4-5 月 B 端相对于春节旺季的需求却有下降。但好在调味品本身具备刚需属性，C 端消费需求相对稳定，且行业仍处于不断升级、细分的过程当中，产品结构有望带动吨价升级。我们依旧看好践行内部改革，管理层持续赋能的中炬高新。

### 风险提示

宏观经济恢复不及预期、区域市场竞争风险、食品安全问题风险。



## 内容目录

一、周观点：守得云开见月明，关注板块投资性价比.....	3
二、本周行情回顾.....	3
三、食品饮料行业数据更新.....	6
四、公司公告与事件汇总.....	8
4.1 公司公告精选.....	8
4.2 行业要闻.....	8
4.3 近期上市公司重要事项.....	8
五、风险提示.....	9

## 图表目录

图表 1： 本周行情.....	4
图表 2： 周度申万一级行业涨跌幅.....	4
图表 3： 当周食品饮料子板块涨跌幅.....	4
图表 4： 申万食品饮料指数行情.....	4
图表 5： 周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10.....	5
图表 6： 食品饮料板块沪（深）港通持股金额 TOP20.....	5
图表 7： 非标茅台及茅台 1935 批价走势（元/瓶）.....	6
图表 8： i 茅台上市至今单品投放量情况（瓶）.....	6
图表 9： 白酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	7
图表 10： 高端酒批价走势（元/瓶）.....	7
图表 11： 国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）.....	7
图表 12： 中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）.....	7
图表 13： 啤酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	8
图表 14： 啤酒进口数量（千升）与均价（美元/千升）.....	8
图表 15： 近期上市公司重要事项.....	8



## 一、周观点：守得云开见月明，关注板块投资性价比

### ● 白酒板块

自5月下旬以来伴随顺周期情绪回落，白酒板块持续回调，已接近22年10月末时低点。自上而下对白酒动销预期的走弱，叠加近期各自媒体对飞天茅台行情报价持续回落，对酒企短期&中长期业绩置信度也出现波动、对酒企估值容忍度较低。

首先，对于酒企的表观业绩，我们对头部酒企业绩置信度仍乐观，预计头部酒企仍能高质兑现全年增长目标，措施包括完善SKU架构、抢挖终端核心网点/团购&宴席需求、提升空白市场产品覆盖率等；即使短期Q2受基数效应影响增速或有波动，不影响对24年全年业绩兑现的判断，且Q2本身在全年维度内占比较低、头部酒企目前回款节奏较去年同期基本一致。

其次，回看18Q4时市场对白酒板块的担忧，如秋糖后对动销/需求担忧、表观增速环比或放缓、消费税对酒企盈利水平或存影响等，与当下市场担忧也有异曲同工之处。我们思考短期如何看待板块的估值底，主要考虑两个维度：

1) 同18年年末时相比，当时估值锚贵州茅台 forward PE 约 20X，五粮液约 15X，而当下贵州茅台 forward PE 约 21X，五粮液约 15X，估值已基本回落至18年年末时低点；

2) 从股息率角度看，五粮液/泸州老窖 24E 股息率 > 4%，洋河股份 ≈ 6%，已经具备不错投资性价比，且中长期仍具备提升现金股利支付率的能力，无论 ROE、毛利率&净利率仍处于市场前列、具备优秀的商业模式禀赋。

此外，对于短期飞天茅台价格的扰动，此前我们有提及对波动的理解，即社会流通链上囤货、投资需求被挤出，一批商多为观望情绪等，这一点近期未有变化，且我们仍相信公司具备市场价格预期指引的能力。相对而言，线上直播、百亿补贴等渠道会分流部分线下需求，但线下传统经销商基于口碑的客情生意模式仍有优势。

综上，我们维持短期弱现实、低预期、中长期预期修复的节奏判断，后续飞天批价企稳会对板块情绪筑底回升有所裨益，推荐把握强性价比配置契机，推荐品牌力突出、渠道态势不错的强竞争力龙头，如高端酒（茅五泸）、汾酒等子赛道龙头，关注顺周期反转逻辑下弹性次高端的配置价值。

### ● 大众品板块

**休闲食品：**近期头部零食量贩门店数量突破1万家，市场担心其话语权加重后对于供应商进行压价，我们认为具备品牌影响力和供应链优势的零食厂商更有能力熨平波动。一方面，目前零食量贩仍处于加速开店状态，区域竞争未来会进一步加剧，品牌水饮、零食产品仍为引流关键，因此无需过度担忧品牌零食商议价权削弱。另一方面，价格竞争确为零食量贩后期竞争的必要手段，但更多是基于生产商、渠道商、消费者三方利益最大化，如此次零食很忙进行调价的品类数量占比较低，且多为原材料成本有优化空间的产品，对供应商并未造成毛利率的大幅冲击。Q2 虽为经营淡季，优秀的企业仍可通过补齐渠道短板、挖掘潜力品类、提升运营效率等实现高速增长，建议关注短期回调机会。持续推荐具备渠道、新品红利的盐津、劲仔。

**调味品：**4-5月需求呈现弱复苏态势，我们认为板块整体表现稳健，尤其龙头经营更具韧性。一方面，4月经销商仍在消化库存，终端需求实则好于企业出货端反馈。另一方面，近年来呈现明显的节假日消费聚集效应，4-5月B端相对于春节旺季的需求却有下降。但好在调味品本身具备刚需属性，C端消费需求相对稳定，且行业仍处于不断升级、细分的过程当中，产品结构有望带动吨价升级。我们依旧看好践行内部改革，管理层持续赋能的中炬高新。

## 二、本周行情回顾

本周（2024.6.17~2024.6.21）食品饮料（申万）指数收于16865点（-5.01%），沪深300指数收于3496点（-1.30%），上证综指收于2998点（-1.14%），深证综指收于1654点（-2.09%），创业板指收于1756点（-1.98%）。



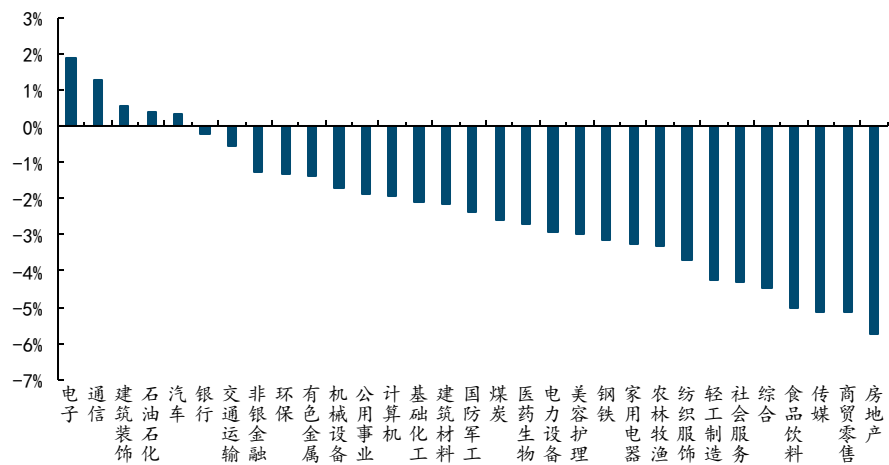
图表1: 本周行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	24 年至今涨跌幅
申万食品饮料指数	16865	-5.01%	-13.63%
沪深 300	3496	-1.30%	1.88%
上证综指	2998	-1.14%	0.78%
深证综指	1654	-2.09%	-9.99%
创业板指	1756	-1.98%	-7.16%

来源: Wind, 国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看, 周度涨跌幅前三的行业为电子 (+1.86%)、通信 (+1.28%)、建筑装饰 (+0.52%)。

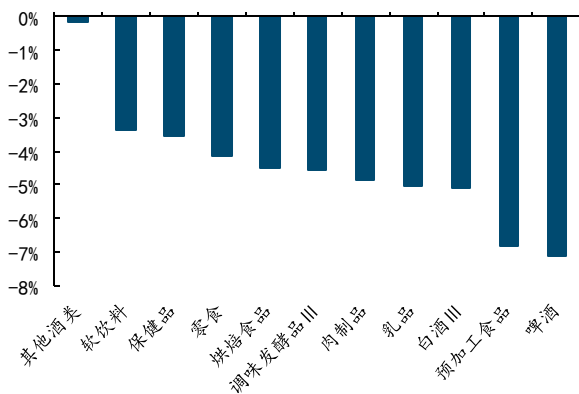
图表2: 周度申万一级行业涨跌幅



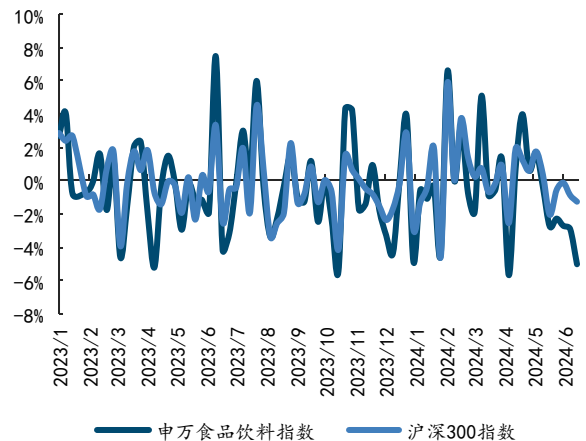
来源: Wind, 国金证券研究所

从食品饮料子板块来看, 涨跌幅前三的板块为其他酒类 (-0.17%)、软饮料 (-3.38%)、保健品 (-3.56%)。

图表3: 当周食品饮料子板块涨跌幅



图表4: 申万食品饮料指数行情



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

从个股表现来看, 周度涨幅居前的为: 会稽山 (+21.92%)、中信尼雅 (+12.26%)、ST 加加 (+8.60%)、金枫酒业 (+4.44%)、ST 春天 (+4.37%) 等; 跌幅居前的为: \*ST 莫高 (-15.38%)、巴比食品 (-9.10%)、安井食品 (-8.67%)、岩石股份 (-8.65%)、新乳业 (-8.62%) 等。


**图表5: 周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10**

涨跌幅前十名	涨幅 (%)	涨跌幅后十名	跌幅 (%)
会稽山	21.92	*ST 莫高	-15.38
中信尼雅	12.26	巴比食品	-9.10
ST 加加	8.60	安井食品	-8.67
金枫酒业	4.44	岩石股份	-8.65
ST 春天	4.37	新乳业	-8.62
金达威	4.06	重庆啤酒	-7.91
海南椰岛	3.85	华统股份	-7.80
交大昂立	3.00	桃李面包	-7.77
古越龙山	1.23	山西汾酒	-7.58
口子窖	0.39	燕京啤酒	-6.70

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 周涨跌幅不考虑新股上市首日涨跌幅)

从沪(深)港通持股情况来看,白酒板块重点公司贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒在6月21日沪(深)港通持股比例分别为6.69%/4.89%/2.90%/3.33%,环比分别-0.24pct/-0.18pct/-0.01pct/+0.03pct;伊利股份沪港通持股比例为11.04%,环比-0.58pct;重庆啤酒沪港通持股比例为6.14%,环比+0.01pct;海天味业沪港通持股比例为3.38%,环比-0.05pct。

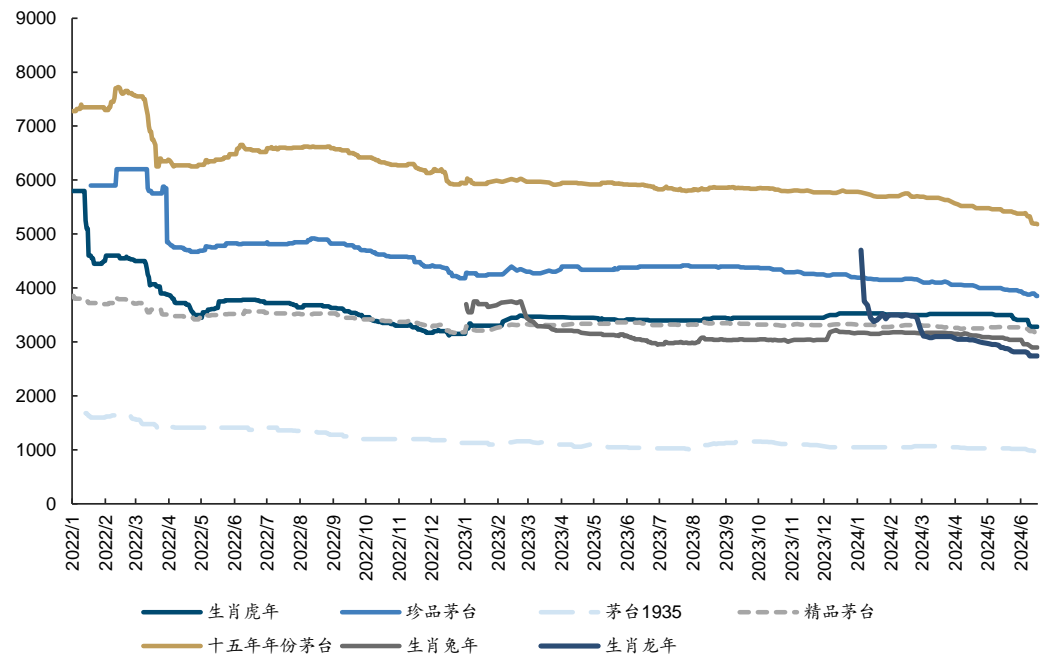
**图表6: 食品饮料板块沪(深)港通持股金额 TOP20**

股票名称	2024/6/21	2024/6/14	周环比 (%)	持股金额 (亿元)
贵州茅台	6.69	6.93	-0.24	1236
五粮液	4.89	5.06	-0.18	247
伊利股份	11.04	11.62	-0.58	181
山西汾酒	3.33	3.30	0.03	88
海天味业	3.38	3.43	-0.05	65
泸州老窖	2.90	2.91	-0.01	64
东鹏饮料	4.80	4.83	-0.03	42
洋河股份	2.66	2.71	-0.04	34
青岛啤酒	2.80	2.71	0.09	28
今世缘	4.15	4.13	0.02	25
古井贡酒	2.09	2.09	0.00	24
安井食品	9.96	11.18	-1.22	22
双汇发展	2.37	2.45	-0.08	20
重庆啤酒	6.14	6.13	0.01	18
洽洽食品	9.94	10.44	-0.50	15
中炬高新	5.59	5.56	0.03	11
安琪酵母	3.55	3.69	-0.14	9
迎驾贡酒	1.66	1.68	-0.02	8
燕京啤酒	3.01	3.01	0.01	8
三只松鼠	8.02	7.53	0.48	7

来源: Wind, 国金证券研究所

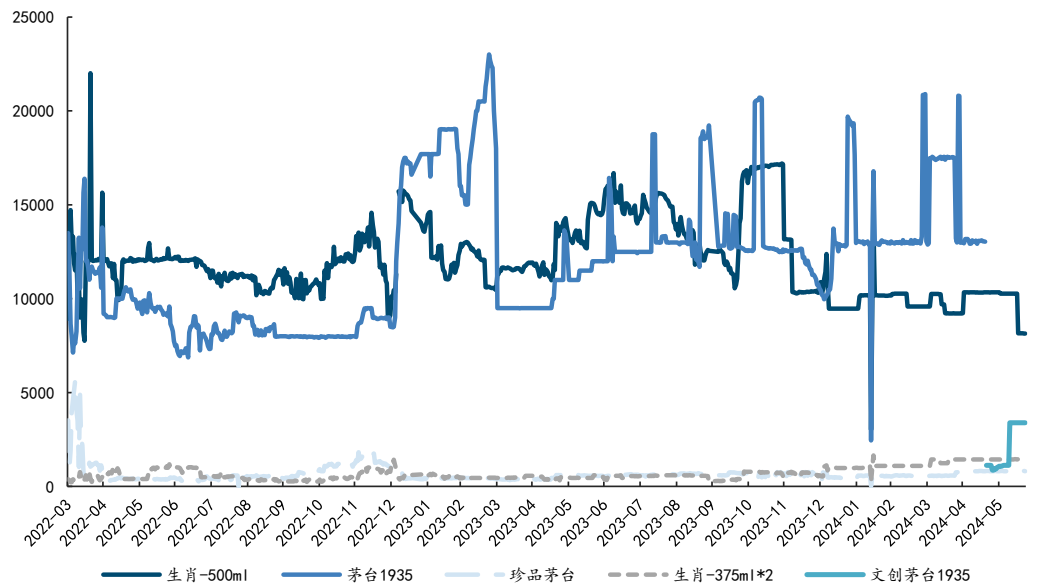


图表7: 非标茅台及茅台 1935 批价走势 (元/瓶)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 24 年 6 月 22 日)

图表8: i 茅台上市至今单品投放量情况 (瓶)



来源: i 茅台, 国金证券研究所 (注: 数据截至 24 年 6 月 22 日)

### 三、食品饮料行业数据更新

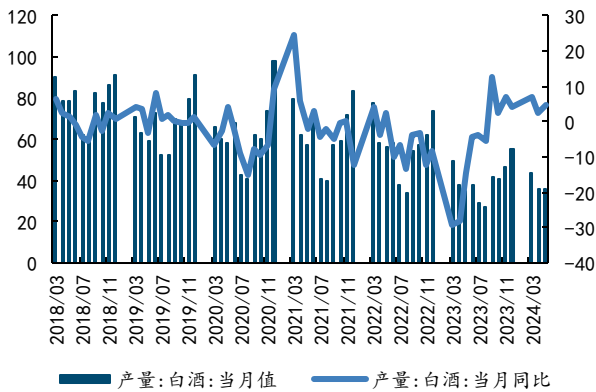
#### ■ 白酒板块

2024 年 5 月, 全国白酒产量 36.10 万千升, 同比+4.90%。

据今日酒价, 6 月 22 日, 飞天茅台整箱批价 2480 元 (环周-100 元), 散瓶批价 2235 元 (环周-15 元), 普五批价 965 元 (环周-5 元), 高度国窖 1573 批价 880 元 (环周持平)。



图表9: 白酒月度产量(万千升)及同比(%)



图表10: 高端酒批价走势(元/瓶)



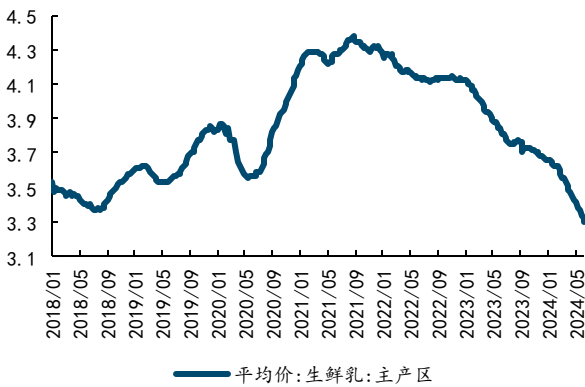
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 5 月)

来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 6 月 22 日)

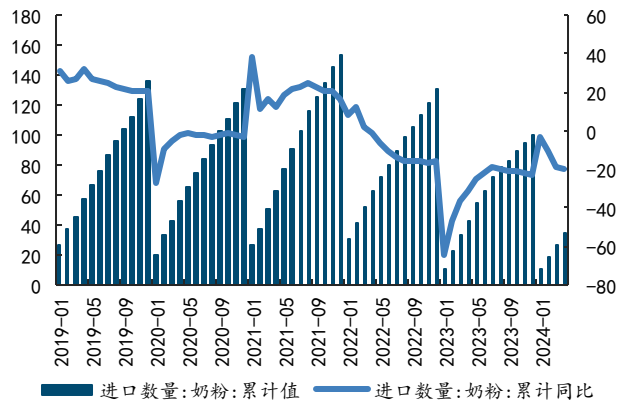
■ 乳制品板块

2024年6月13日,我国生鲜乳主产区平均价为3.30元/公斤,同比-13.4%,环比-0.60%。  
2024年1~5月,我国累计进口奶粉41.0万吨,累计同比-22.9%;累计进口金额为26.48亿美元,累计同比-31.6%。

图表11: 国内主产区生鲜乳平均价(元/公斤)



图表12: 中国奶粉月度进口量及同比(万吨,%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 5 月 30 日)

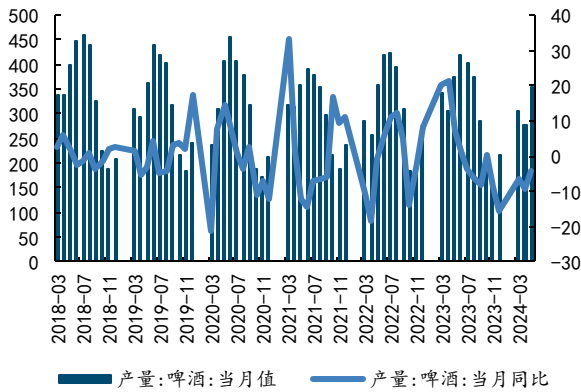
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 5 月)

■ 啤酒板块

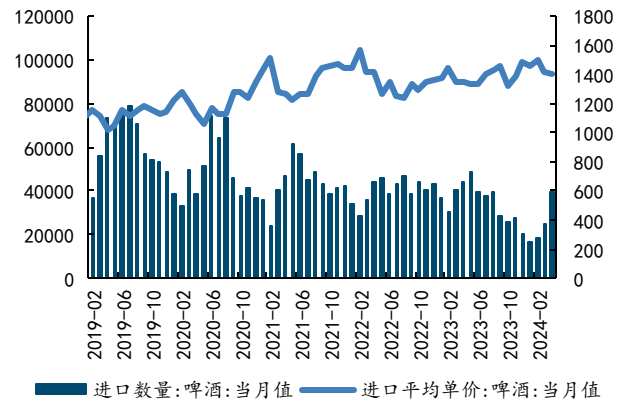
2024年5月,我国啤酒产量为353.5万千升,同比-4.50%。  
2024年1~5月,我国累计进口啤酒数量为13.41万千升,同比-32.9%。其中5月啤酒进口平均单价为1403.3美元/千升,同比+3.0%。



图表13: 啤酒月度产量(万千升)及同比(%)



图表14: 啤酒进口数量(千升)与均价(美元/千升)



来源: Wind, 国金证券研究所(注: 数据更新至24年5月)

来源: Wind, 国金证券研究所(注: 数据更新至24年5月)

## 四、公司公告与事件汇总

### 4.1 公司公告精选

【洽洽食品】6月19日, 公司公告计划使用自有资金通过集中竞价交易方式回购部分社会公众股份, 回购资金总额不低于5000万元且不超过1亿元, 回购价格不超过50.70元/股。

### 4.2 行业要闻

6月20日, 贵州省投资促进局发布贵定县酒旅一体建设项目。项目总投资1亿元, 预计年销售收入1.1亿元, 年利润0.24亿元, 投资利润率为23%。项目拟招引落地于昌明镇, 建设集展厅、旅游中心、销售中心为一体, 投资生产线4条, 生产酱香白酒等酒类产品。(微酒)

据全国白酒价格调查资料显示, 6月上旬全国白酒环比价格总指数为99.80, 下跌0.20%。从分类指数看, 名酒环比价格指数为99.85, 下跌0.15%; 地方酒环比价格指数为99.57, 下跌0.43%。基酒环比价格指数为100.00, 保持稳定。从定基价格指数看, 6月上旬全国白酒商品批发价格定基总指数为110.81, 上涨10.81%。其中, 名酒定基价格指数为114.15, 上涨14.15%; 地方酒定基价格指数为105.72, 上涨5.72%; 基酒定基价格指数为109.68, 上涨9.68%。(糖酒快讯)

1-5月, 宜宾市规模以上工业增加值同比增长12.8%, 其中酒类同比增长6.6%; 全市社会消费品零售总额529.08亿元, 同比增长6.9%。按消费形态分类, 餐饮收入82.88亿元, 同比增长3.3%; 商品零售446.20亿元, 同比增长7.6%。在商品零售中, 限额以上企业(单位)通过互联网实现商品零售额4.36亿元, 同比增长3.1%。(微酒)

1-5月, 烈酒进口量约为4041.2万升, 同比下跌7.69%; 进口额约为8.62亿美元(约合人民币62.60亿元), 同比增长6.92%。5月, 烈酒进口量约为1101.4万升, 同比增长17.04%; 进口额约为2.04亿美元(约合人民币14.81亿元), 同比增长17.04%、34.21%。(微酒)

### 4.3 近期上市公司重要事项

图表15: 近期上市公司重要事项

日期	公司	事项
6月25日	黑芝麻	2023年年度股东大会
6月25日	张裕A	2024年第二次临时股东大会
6月25日	来伊份	2024年第二次临时股东大会
6月27日	泸州老窖	2023年年度股东大会
6月27日	伊力特	2023年年度股东大会
6月28日	五粮液	2023年年度股东大会





日期	公司	事项
6月28日	青岛啤酒	2023年年度股东大会
6月28日	ST交昂	2023年年度股东大会
6月28日	酒鬼酒	2023年年度股东大会
6月28日	*ST莫高	2023年年度股东大会
6月28日	五粮液	2023年年度股东大会
6月28日	妙可蓝多	2024年第二次临时股东大会
7月1日	巴比食品	2024年第二次临时股东大会
7月8日	恒顺醋业	2024年第一次临时股东大会
7月8日	光明乳业	2024年第一次临时股东大会
7月12日	盐津铺子	2024年第二次临时股东大会

来源: Wind, 国金证券研究所

## 五、风险提示

- 宏观经济恢复不及预期——经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏；
- 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策；
- 食品安全问题风险——食品安全问题会对所处行业声誉等造成影响。



**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】  
国金证券研究服务**



**【公众号】  
国金证券研究**