



# 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

 分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）  
 chenyujun@gjzq.com.cn

## 中秋动销反馈平淡，挤压与分化中观察酒企应对

### 投资建议

**白酒板块：**中秋白酒动销窗口期已落下帷幕，渠道普遍反馈动销有所下滑、下滑幅度在双位数以上，其中畅销品、畅销价位表现相对较优，录得个位数跌幅至持平略增，而非畅销价位、区域内根基稍弱的品牌动销下滑幅度更高，主要源于需求环境疲惫、降档降频特征更明显，居民及企业端普遍削弱一些非必要的礼赠等需求。

1) 渠道或终端反馈下滑幅度较高或为销售额口径，例如原箱飞天茅台 23 年中秋前批价约 3000 元，今年同期批价约 2500 元，仅价格端有双位数下滑，若叠加走量流速双位数下滑，致使金额口径下滑 30% 甚至更高。

2) 社会库存及线上分流会影响线下零售反馈，茅台等礼赠产品投资属性挤出后回流零售市场也会影响终端自渠道备货的反馈。

3) 今年中秋与国庆间隔约 2 周，23 年同期双节需求集中释放，当下中秋动销反馈或存口径差异。但国庆白酒需求以宴席、聚饮等为主，价位更集中于中档及入门级次高端，高端酒及以上产品建议观察中秋后批价走势。

4) 动销反馈分化更凸显，包括价位分化、价位内品牌分化、区域内渠道分化等。从价位维度来看，各区域普遍反馈 100-200 元中档价位韧性不错，而商务对应的次高端价位相对更弱，但千元价位则承接了部分降档的超高端礼赠等需求。从品牌维度来看，各区域对应价位的前几大畅销品动销反馈相对更稳，源于消费端实际采购时较弱的尝试心态，以及非畅销品的毛利优势逐步收窄。

**板块观点：**市场对近期白酒中秋反馈已有所定价，后续逐步形成短期 EPS 及中期行业景气度的预判，在此期间建议关注上述环境下酒企对营销策略、全年剩余回款目标执行政策等应对。我们仍建议关注白酒板块配置价值，一是估值回落不少酒企 24E 股息率已达 4% 及以上，且中期维度预计分红水平普遍仍有改善空间、龙头 EPS 当下预期内再下修幅度有限，规模型经销商在 16 年至今景气周期内积累深厚、抗风险性优于上轮周期；二是板块持仓预计已持续回落、至较低水平。其中，推荐动销反馈预期较好的龙头酒企，如高端酒、次高端龙头山西汾酒、各区域龙头，关注顺周期反转逻辑下次高端的赔率优势。

**休闲食品：**零食板块情绪回暖，我们认为主要系中秋、国庆备货所致，且终端动销较 Q2 明显改善。部分 Q2 受淡季影响较大的企业，如洽洽、甘源等产品季节性消费权重高，近期出货情况逐步改善。三只松鼠亦在投入线下分销渠道建设动作，为即将到来的 Q4 年货节做准备。我们仍看好零食板块旺季景气度回升，推荐业绩确定性强、高基数下仍有望稳健增长的盐津铺子和劲仔食品。

**调味品：**年初以来尤其 Q2 板块受餐饮需求影响较大，步入 Q3 低基数+补库存预计使得表观增速有所改善。具备存量市场份份额、海外市场扩张的龙头预计全年业绩仍可稳健兑现。我们认为板块整体逐步进入饱和阶段，但市场集中度提升、产品结构性升级趋势仍在延续，仍看好龙头内部理顺后实现挤压式增长，以及部分赛道渗透率提升（复合调味品、零添加等产品）具备的长期机会。建议关注龙头海天味业、安琪酵母。

**软饮料：**从近期渠道反馈来看，行业需求层面并未出现明显好转，我们认为主要系旺季气温扰动、供给端部分品类老化。随着淡季即将到来，我们认为市场竞争格局有望趋缓，终端价盘有望逐步修复。我们推荐竞争格局占优的能量饮料龙头东鹏饮料，建议关注热饮及送礼饮品旺季需求改善。

### 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：中秋动销反馈平淡，价位挤压中观察酒企应对.....	3
二、行情回顾.....	4
三、食品饮料行业数据更新.....	6
四、公司公告与事件汇总.....	7
4.1 公司公告精选.....	7
4.2 行业要闻.....	7
4.3 近期上市公司重要事项.....	8
五、风险提示.....	8

## 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： 非标茅台及茅台 1935 批价走势（元/瓶）.....	5
图表 7： i 茅台上市至今单品投放量情况（瓶）.....	6
图表 8： 白酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	6
图表 9： 高端酒批价走势（元/瓶）.....	6
图表 10： 国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）.....	7
图表 11： 中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）.....	7
图表 12： 啤酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	7
图表 13： 啤酒进口数量（万千升）与均价（美元/千升）.....	7
图表 14： 近期上市公司重要事项.....	8



## 一、周观点：中秋动销反馈平淡，价位挤压中观察酒企应对

### ● 白酒板块

中秋白酒动销窗口期已落下帷幕，渠道普遍反馈动销有所下滑、下滑幅度在双位数以上，其中畅销品、畅销价位（如 100-200 元）表现相对较优，录得个位数跌幅至持平略增，而非畅销价位（如 400-600 元）、区域内根基稍弱的品牌动销下滑幅度更高，主要源于需求环境疲惫、降档降频特征更明显，居民及企业端普遍削弱一些非必要的礼赠等需求，叠加部分区域受高温、反腐等因素影响。

对动销反馈我们的观点如下：

- 1) 渠道或终端反馈下滑幅度较高或为销售口径，例如原箱飞天茅台 23 年中秋前批价约 3000 元，今年同期批价约 2500 元，仅价格端有双位数下滑，若叠加走量流速双位数下滑，致使金额口径下滑 30%甚至更高。
- 2) 社会库存及线上分流会影响线下零售反馈，茅台等礼赠产品投资属性挤出后回流零售市场也会影响终端自渠道备货的反馈。目前主流规模化单品在线上百亿补贴、直播带货等渠道成交价明显低于线下零售价甚至批价，消费者由线上采购、或消化自身存货致使线下零售反馈承压，后续仍待观察新零售渠道渗透率持续提升背景下酒企对控盘分利运作效率。渠道普遍反馈终端备货积极性有限，意味着渠道链中经销商层级库存压力会更集中。目前控盘分利模式下酒企普遍未对经销商层级施以较多渠道政策，政策以终端、消费者层级为主，因此考虑底价模糊性，即使动销反馈平淡、库存压力有所提升，主流控价模式的单品批价仍平稳，我们预计该类单品价盘承压期或在酒企轧账期后，对应合同当年返利兑付及后期合同签订窗口期。
- 3) 今年中秋与国庆间隔约 2 周，23 年同期双节需求集中释放，当下中秋动销反馈或存口径差异。但国庆白酒需求以宴席、聚饮等为主，价位更集中于中档及入门级次高端，高端酒及以上产品建议观察中秋后酒企供给调控情况及对应批价走势。
- 4) 动销反馈分化更凸显，包括价位分化、价位内品牌分化、区域内渠道分化等。从价位维度来看，各区域普遍反馈 100-200 元中档价位韧性不错，而商务对应的次高端价位相对更弱，但千元价位则承接了部分降档的超高端礼赠等需求。从品牌维度来看，各区域对应价位的前几大畅销品动销反馈相对更稳，源于消费端实际采购时较弱的尝试心态，以及非畅销品的毛利优势逐步收窄。

整体而言，市场对近期白酒中秋反馈已有所定价，后续逐步形成短期 EPS 及中期行业景气度的预判，在此期间建议关注上述环境下酒企对营销策略、全年剩余回款目标执行政策等应对。我们仍建议关注白酒板块配置价值，一是估值回落后不少酒企 24E 股息率已达 4%及以上，且中期维度预计分红水平普遍仍有改善空间、龙头 EPS 当下预期内再下修幅度有限，规模型经销商在 16 年至今景气周期内积累深厚、抗风险性优于上轮周期；二是板块持仓预计已持续回落、至较低水平。其中，推荐动销反馈预期较好的龙头酒企，如高端酒、次高端龙头山西汾酒、各区域龙头，关注顺周期反转逻辑下次高端的赔率优势。

### ● 大众品板块

**休闲食品：**本周零食板块情绪回暖，我们认为主要系中秋、国庆备货所致，且终端动销较 Q2 明显改善。部分 Q2 受淡季影响较大的企业，如洽洽、甘源等产品季节性消费权重高，近期出货情况逐步改善。三只松鼠亦在投入线下分销渠道建设动作，为即将到来的 Q4 年货节做准备。我们仍看好零食板块旺季景气度回升，推荐业绩确定性强、高基数下仍有望稳健增长的盐津铺子和劲仔食品。

**调味品：**年初以来尤其 Q2 板块受餐饮需求影响较大，步入 Q3 低基数+补库存预计使得表现增速有所改善。具备存量市场提份额、海外市场扩张的龙头预计全年业绩仍可稳健兑现。我们认为板块整体逐步进入饱和阶段，但市场集中度提升、产品结构性升级趋势仍在延续，仍看好龙头内部理顺后实现挤压式增长，以及部分赛道渗透率提升（复合调味品、零添加等产品）具备的长期机会。建议关注龙头海天味业、安琪酵母。

**软饮料：**从近期渠道反馈来看，行业需求层面并未出现明显好转，我们认为主要系旺季气温扰动、供给端部分品类老化。上半年回顾来看，呈现龙头下场进行价格竞争、新兴品类红利持续释放的两大特征。如农夫对绿水进行大包装促销活动、对无糖茶推广满减、第二件半价等活动。随着淡季即将到来，我们认为市场竞争格局有望趋缓，终端价盘有望逐步修复。我们推荐竞争格局占优的能量饮料龙头东鹏饮料，建议关注热饮及送礼饮品旺季需求改善。



## 二、行情回顾

上周(2024.9.9~2024.9.13)食品饮料(申万)指数收于14331点(-5.54%)，沪深300指数收于3159点(-2.23%)，上证综指收于2704点(-2.23%)，深证综指收于1476点(-1.92%)，创业板指收于1535点(-0.19%)。

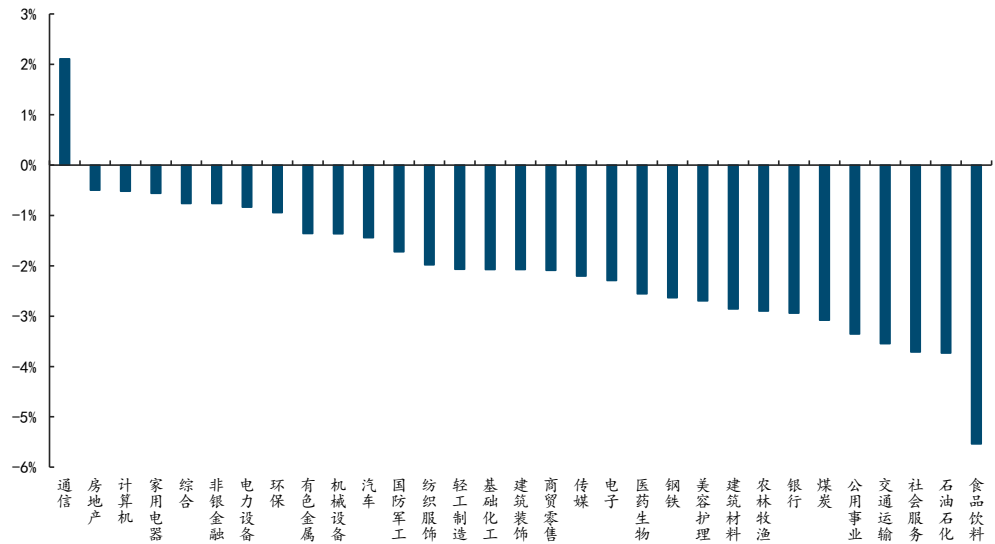
图表1: 本周行情

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	14331	-5.54%	-26.61%
沪深300	3159	-2.23%	-7.92%
上证综指	2704	-2.23%	-9.10%
深证综指	1476	-1.92%	-19.67%
创业板指	1535	-0.19%	-18.83%

来源: Ifind, 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通信(+2.11%)、房地产(-0.50%)、计算机(-0.52%)。

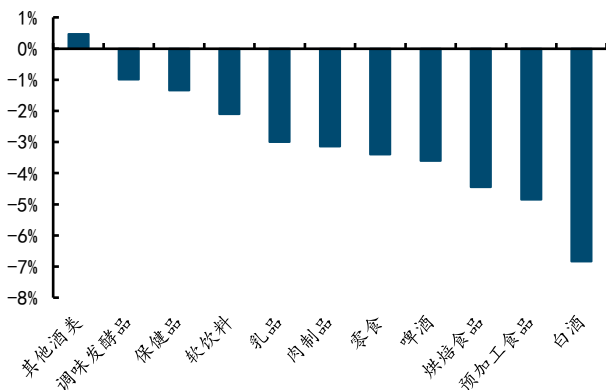
图表2: 周度申万一行业涨跌幅



来源: Ifind, 国金证券研究所

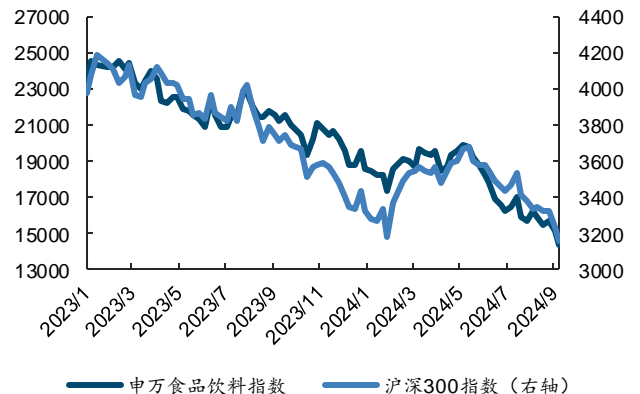
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为其他酒类(+0.46%)、调味发酵品(-0.99%)、保健品(-1.34%)。

图表3: 当周食品饮料子板块涨跌幅



来源: Ifind, 国金证券研究所

图表4: 申万食品饮料指数行情



来源: Ifind, 国金证券研究所



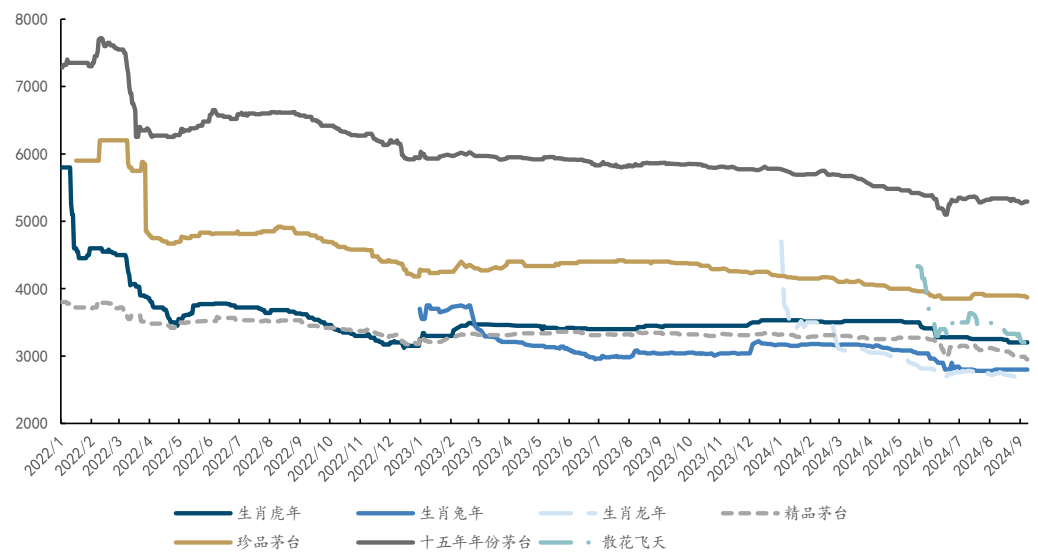
从个股表现来看，周度涨幅居前的为：莫高股份 (+16.53%)、皇台酒业 (+7.84%)、庄园牧场 (+3.85%)、仙乐健康 (+3.65%)、海南椰岛 (+2.83%) 等；跌幅居前的为：岩石股份 (-22.47%)、欢乐家 (-15.64%)、古井贡酒 (-12.23%)、千禾味业 (-9.95%)、泸州老窖 (-8.84%) 等。

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 (%)
莫高股份	16.53	岩石股份	-22.47
皇台酒业	7.84	欢乐家	-15.64
庄园牧场	3.85	古井贡酒	-12.23
仙乐健康	3.65	千禾味业	-9.95
海南椰岛	2.83	泸州老窖	-8.84
威龙股份	2.03	山西汾酒	-8.41
惠发食品	1.96	五芳斋	-8.19
安琪酵母	1.70	ST 加加	-8.02
中信尼雅	1.07	今世缘	-7.82
海天味业	1.01	金字火腿	-7.59

来源：Ifind，国金证券研究所（注：周涨跌幅不考虑新股上市首日涨跌幅）

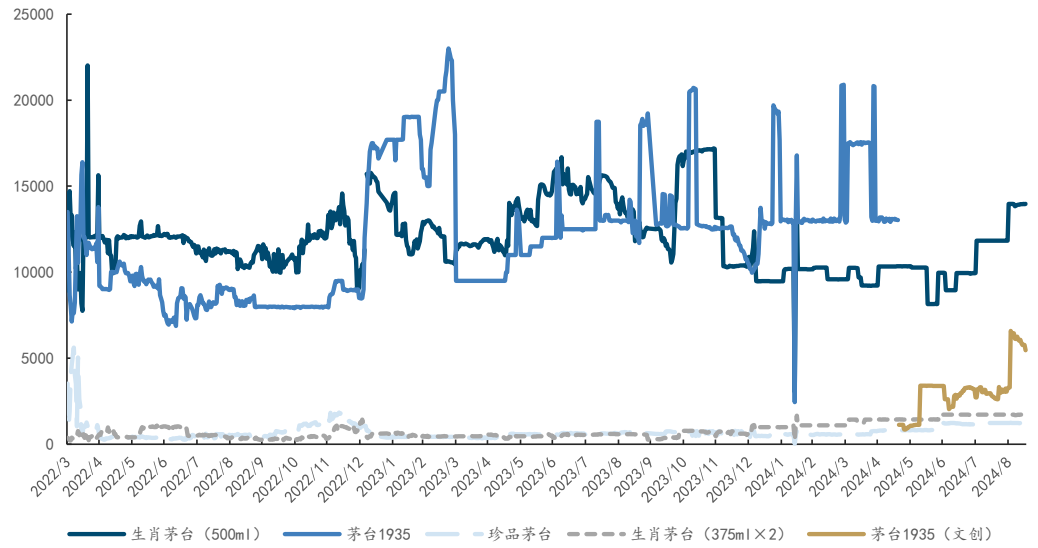
图表6：非标茅台及茅台 1935 批价走势（元/瓶）



来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据截至 24 年 9 月 16 日）



图表7: 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 9 月 16 日)

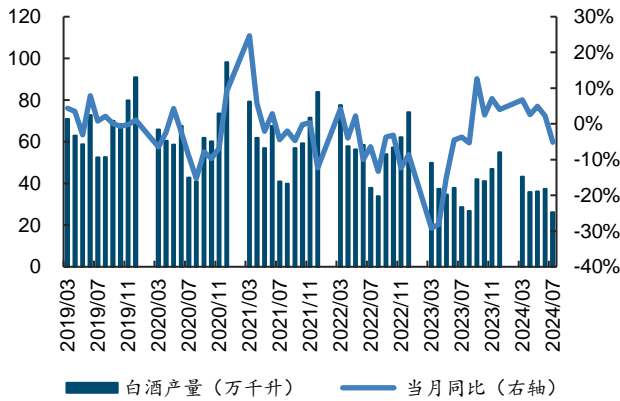
### 三、食品饮料行业数据更新

#### ■ 白酒板块

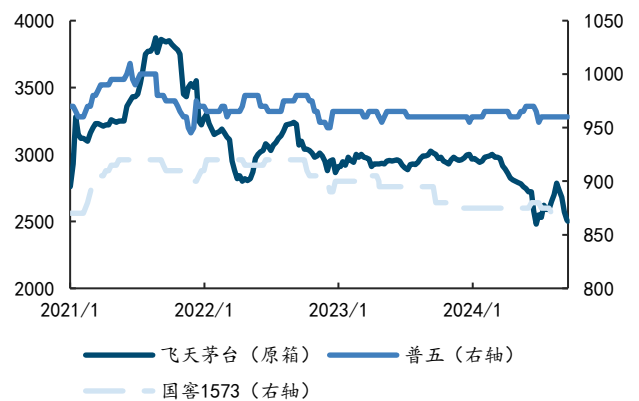
2024 年 7 月, 全国白酒产量 26.10 万千升, 同比-5.10%。

据今日酒价, 9 月 16 日, 飞天茅台整箱批价 2500 元 (环周-70 元), 散瓶批价 2380 元 (环周+15 元), 普五批价 960 元 (环周持平), 高度国窖 1573 批价 870 元 (环周持平)。

图表8: 白酒月度产量 (万千升) 及同比 (%)



图表9: 高端酒批价走势 (元/瓶)



来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 7 月)

来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 9 月 16 日)

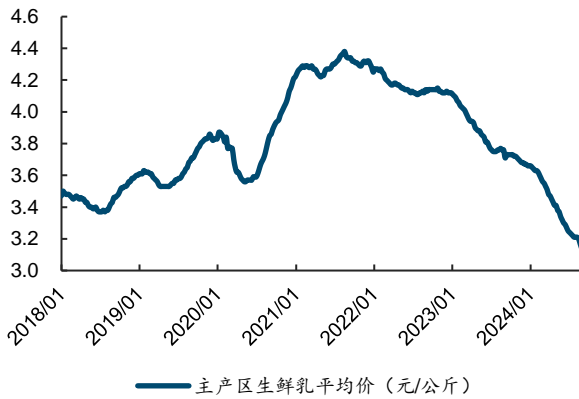
#### ■ 乳制品板块

2024 年 9 月 7 日, 我国生鲜乳主产区平均价为 3.14 元/公斤, 同比-16.5%, 环比-0.90%。

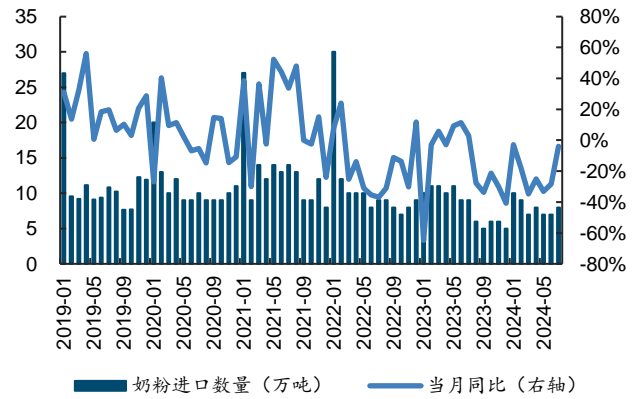
2024 年 1~7 月, 我国累计进口奶粉 56.0 万吨, 累计同比-21.3%; 累计进口金额为 37.82 亿美元, 累计同比-22.8%。其中, 单 7 月进口奶粉 8.0 万吨, 同比-3.90%; 进口金额 6.27 亿元, 同比+32.4%。



图表10: 国内主产区生鲜乳平均价 (元/公斤)



图表11: 中国奶粉月度进口量及同比 (万吨, %)



来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 9 月 7 日)

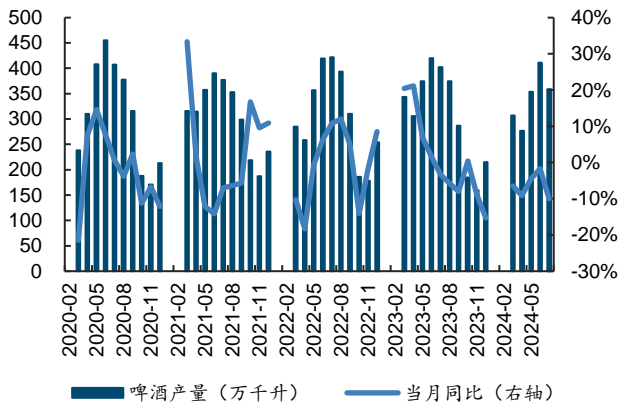
来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 7 月)

### ■ 啤酒板块

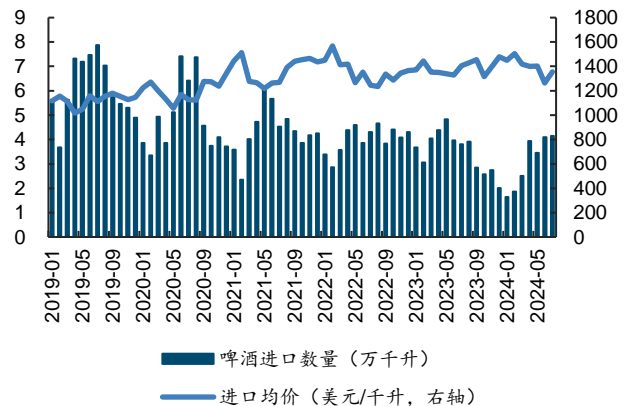
2024 年 7 月, 我国啤酒产量为 358.6 万千升, 同比-10.0%。

2024 年 1~7 月, 我国累计进口啤酒数量为 21.64 万千升, 同比-22.0%; 进口金额 2.99 亿美元, 同比-21.2%。其中, 单 7 月进口数量 4.14 万千升, 同比+8.9%; 进口金额 0.56 亿美元, 同比+5.10%。

图表12: 啤酒月度产量 (万千升) 及同比 (%)



图表13: 啤酒进口数量 (万千升) 与均价 (美元/千升)



来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 7 月)

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 7 月)

## 四、公司公告与事件汇总

### 4.1 公司公告精选

【山西汾酒】关于股东减持计划期间届满暨减持股份结果公告。截至 2024 年 9 月 11 日, 本次减持计划期间届满, 华创鑫睿于 2024 年 6 月 12 日至 2024 年 9 月 11 日期间通过大宗交易方式累计减持公司股份 170 万股, 占目前公司总股本的 0.14%。本次减持计划实施后, 华创鑫睿持有公司股份 1.34 亿股, 占目前公司总股本的 11.02%。

【南侨食品】发布公告, 公司 2024 年 8 月合并营业收入为人民币 2.44 亿元, 同比增长 1.13%。

### 4.2 行业要闻

2024 年上半年, 河北省白酒产量同比增长 37.25%, 实现营业收入 39.48 亿元、利润总额 4.11 亿元, 同比分别增长 26.27%、61.3%。其中, 衡水老白干、邯郸丛台、山庄老酒、板城酒业等 7 家企业上半年实现营业收入、利润总额、产量占全省规模以上白酒制造业的 72.8%、66.43%、46.86%, 其中利润总额同比增长 220.99%, 产量同比增长 23.8%。(酒说)

四川统计发布数据, 1-8 月全省规模以上工业增加值同比增长 6.0%。1-8 月, 全省实现社会消费品零售总额 17536.6 亿元, 同比增长 4.4%。8 月, 白酒产量为 7.2 万千升, 同比下



滑 15.3%，1-8 月白酒产量为 85.3 万千升，同比下滑 15.4%；8 月啤酒产量为 30.5 万千升，同比增长 13%，1-8 月累计产量为 211.8 万千升，同比增长 10.4%。（酒业家）

1-7 月，青岛市啤酒产量 125.98 万千升，同比下降 2.0%。广州市 7 月啤酒产量 10.14 万千升，同比下降 10.5%；1-7 月，啤酒产量 56.14 万千升，同比下降 12.5%。北京市 7 月规模以上企业饮料酒产量 14.3 万千升，同比下降 11.0%；1-7 月，饮料酒产量 92.6 万千升，同比增长 5.6%。（酒业家）

#### 4.3 近期上市公司重要事项

图表14：近期上市公司重要事项

日期	公司	事项
9月18日	巴比食品	2024年第三次临时股东大会
9月18日	春雪食品	2024年第一次临时股东大会
9月18日	宝立食品	2024年第二次临时股东大会
9月18日	燕塘乳业	2024年第三次临时股东大会
9月18日	东鹏饮料	2024年第三次临时股东大会
9月18日	维维股份	2024年第二次临时股东大会
9月18日	绝味食品	2024年第二次临时股东大会
9月19日	金字火腿	2024年第一次临时股东大会
9月19日	佳隆股份	2024年第四次临时股东大会
9月19日	莲花控股	2024年第四次临时股东大会
9月19日	海天味业	2024年第一次临时股东大会
9月19日	桂发祥	2024年第三次临时股东大会
9月25日	泉阳泉	2024年第一次临时股东大会
9月25日	安井食品	2024年第三次临时股东大会
9月25日	万辰集团	2024年第五次临时股东大会
9月27日	莲花控股	2024年第五次临时股东大会
9月30日	一鸣食品	2024年第二次临时股东大会
9月30日	张裕A	2024年第四次临时股东大会

来源：I find，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。

任何形式的复制、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，未遭受任何损失，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