

食品饮料

行业动态分析

三问三答看行情，继续看好消费股

◆ 9.24 货币政策大礼包、9.26 政治局会议后，股市上涨迅速，食品饮料亦然。我们统计 9/24 以来五个交易日的涨跌幅，上证综指上涨 21.37%，创业板指上涨 42.12%，其中食品饮料（申万）上涨 36.33%，在 31 个子行业中排名第 3 位。

对于当下市场，投资者一方面关心政策如何，另一方面关心后续行情如何演绎？关于消费政策的讨论，我们已在报告《食品饮料：三问三答看政策，坚定看好消费股》中做了解答。关于后续行情，我们拆分为三大问题，本文一一进行解答。

◆ 一问：当前上涨在涨什么？

(1) 当下依旧处于预期消化阶段。本次政策转向时间及幅度远超投资者预期，也就意味着预期落地阶段行情亦会超预期（包括时间+幅度）。我们认为目前依旧处于市场情绪高涨期，估值修复尚在进行中。

(2) 当下上涨的根基是逻辑。当下食品饮料投资的逻辑在于：政策出台后，居民收入预期将改善，未来消费将逐步企稳，居民消费将逐步从“必需消费品”转向“可选消费品”，也就是顺周期赛道未来会迎来复苏。

(3) 当下上涨的核心是估值。24/9/24 以来板块估值修复明显，五个交易日食品饮料（申万）PE-ttm 由 16.82x 上涨至 22.94x，白酒（申万）由 16.42x 上涨至 22.96x。但是食品饮料及白酒依旧尚未触达年内最高、白酒尚未触及年内估值中位数。目前估值明显回升，但尚处于修复中。待估值到达合理位置，才会进入业绩兑现期，同时我们认为本轮消费修复将会是缓慢且漫长的过程。

◆ 二问：后续行情如何演绎？

投资视角来看，不同行情不同阶段估值的锚定 EPS 的时间维度不同，牛市与熊市不同，前期、中期、后期又不相同。

(1) **EPS：拉长时间维度，思考复苏顺序。**我们结合马斯洛需求理论，思考复苏顺序，我们认为按场景复苏顺序为居家、聚餐&送礼、消费升级场景，即乳制品<调味品&速冻&区域酒<连锁&预调酒<高端白酒&次高端白酒&保健品等，此外反弹弹性由小到大也将遵循以上顺序。

(2) **P：当下股价在于锚定未来的时间点不同。**行情逐步推进，投资者风险偏好会越高，对不确定性会越包容，也就是业绩锚定会更往后、对公司质地也会放松。

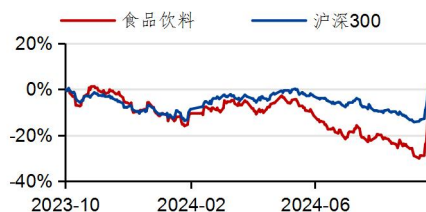
根据风险偏好的不同，我们认为食品饮料行情演绎可能会有三个阶段，第一阶段是**低估值+顺周期+龙头标的**，第二阶段是**低估值+顺周期+二线标的**，第三阶段是**三线标的**。

(3) **定位：当下第一阶段正演绎，后续逐步进入第二阶段。**我们认为顺周期赛道大部分板块已有充分反应，当下可适当从顺周期赛道里寻找上涨幅度较小的公

投资评级 **领先大市-B维持**

首选股票	评级
600519.SH 贵州茅台	买入-A
000858.SZ 五粮液	买入-B
000568.SZ 泸州老窖	买入-B
600809.SH 山西汾酒	买入-B
603369.SH 今世缘	买入-B
603198.SH 迎驾贡酒	买入-B
603517.SH 绝味食品	买入-B
605499.SH 东鹏饮料	买入-B
300791.SZ 仙乐健康	买入-B

一年行业表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.34	4.03	-12.52
绝对收益	27.67	21.13	-3.62

分析师

李鑫鑫

SAC 执业证书编号：S0910523120001
lixinxin@huajinsec.cn

相关报告

- 食品饮料：三问三答看政策，坚定看好消费股-华金证券-食品饮料-行业动态分析 2024.9.27
- 食品饮料：中秋出行良好，消费数据分化-华金证券-食品饮料-行业周报 2024.9.19
- 五粮液：报表质量优异，管理持续改善-华金证券-食品饮料-公司快报-五粮液 2024.8.29
- 山西汾酒：淡季调整节奏，蓄力中秋旺季-华金证券-食品饮料-公司快报-山西汾酒 2024.8.29
- 金徽酒：提价控货增速略缓，理顺渠道备战双



司进行布局，或者涨幅略低的板块进行布局，如调味品、啤酒等。

◆ 三问：涨到什么时候？

目前板块刚触及中位数尚未达到年内最高、白酒尚未触及中位数。对于食品饮料估值提升，我们认为后续将迎来三个阶段：

一是年内高点。我们认为 24/10 与 24/03 基本面差异不大，关键在于预期不同。本轮上涨第一阶段目标可为年内高点，当下距离年内高点还有 10%-15% 的空间；

二是近十年估值中枢。近十年估值中枢出现在 23Q2，本轮政策刺激达到当时情况可能性极大。本轮第二阶段若达到近十年中枢，则食品饮料估值仍有 36% 的空间，白酒估值有 26.05% 的空间；

三是 21 年左右估值上限。我们认为目前达到 21 年食品饮料估值的上限（历史估值上限）取决因素较多，如：1) 后续政策落地情况；2) 外资是否持续流入；3) 食品饮料子板块生命周期进入下一程，估值水平或难达到历史高点。

◆ 投资建议：当下我们建议进攻为主，短中长期关注以下机会。

(1) 攻之顺周期赛道：各种政策落地，后续经济将逐步复苏，我们认为白酒、餐饮产业链等公司将迎来大行情，建议积极关注，具体来看：

短期关注标的：次高端白酒、预调酒、连锁等赛道公司，如酒鬼酒、舍得酒业、水井坊；百润股份；绝味食品、巴比食品、紫燕食品等；

中期关注标的：高端白酒、地产酒、调味品、速冻等赛道公司，如茅五泸、今世缘、迎驾贡酒；海天味业、中炬高新、天味食品、安井食品、千味央厨、立高食品等；

(2) 守之消费降级赛道：零食饮料、保健品、宠物赛道等建议积极关注，一方面有新品或新渠道加持，业绩有望继续高增，另一方面符合当下消费悦己化、健康化等未来趋势。

长期关注标的：零食饮料中的东鹏饮料、盐津铺子；保健品中的仙乐健康；宠物赛道中的中宠股份、佩蒂股份、乖宝宠物等。

◆ 关注标的：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、迎驾贡酒；绝味食品、安井食品、千味央厨、立高食品；东鹏饮料、仙乐健康、安琪酵母等。

◆ 风险提示：食品安全问题；业绩不及预期；宏观经济增长不及预期；政策落地幅度不及预期；消费者信心恢复不及预期；历史经验未来不一定适用等；

节-华金证券-食品饮料-公司点评-金徽酒
2024.8.26

食品饮料：中报密集披露，关注报表质量-华金
证券-食品饮料-行业周报 2024.8.25

重庆啤酒：销量稳健增长，结构升级放缓-华金
证券-食品饮料-重庆啤酒-公司快报 2024.8.21

内容目录

一、三问三答看行情，继续看好消费股..... 4

(一) 当前上涨在涨什么?	4
(二) 后续行情如何演绎?	5
(三) 涨到什么时候?	6
二、投资建议	7
三、风险提示	8

图表目录

表 1: 2024/09/24-2024/09/30 食品饮料子行业涨幅及估值表现	6
---	---

一、三问三答看行情，继续看好消费股

9.24 货币政策大礼包、9.26 政治局会议后，股市上涨迅速，食品饮料亦然。我们统计 9/24 以来五个交易日的涨跌幅，上证综指上涨 21.37%，创业板指上涨 42.12%，其中食品饮料（申万）上涨 36.33%，在 31 个子行业中排名第 3 位。

对于当下市场，投资者一方面关心政策如何，另一方面关心后续行情如何演绎？关于消费政策的讨论，我们已在报告《食品饮料：三问三答看政策，坚定看好消费股》中做了解答。

关于后续行情，我们拆分为几个问题，一一进行解答，即：1) 当下上涨在涨什么？2) 后续怎么涨？3) 涨到什么时候？也就是方向、标的、高度的问题。

（一）当前上涨在涨什么？

投资视角来看，政策投资一般会有三个阶段，一是炒预期，二是炒预期落地，三是炒业绩实现。这三个时间点胜率不同、时间不同、收益率也不同，第一个阶段，炒预期就是纯左侧，胜率高，但涨幅不确定、时间维度中，第二个阶段，炒预期落地，胜率也很高，涨幅最大，时间短，第三个阶段，炒业绩，胜率不确定，这个时间最长，涨幅最不确定，若业绩出来会有充分的右侧时间可去加仓。

（1）当下依旧处于预期消化阶段。在报告《食品饮料：三问三答看政策，坚定看好消费股》我们指出本次政策转向市场预期不充分，政策相较于前期“呼吁式”政策，本次政策直击痛点、更加务实、短长结合。本次政策转向时间及幅度远超投资者预期，也就意味着预期落地阶段行情亦会超预期（包括时间+幅度）。我们认为目前依旧处于市场情绪高涨期，估值修复尚在进行中。

（2）当下上涨的根基是逻辑。投资三要素为估值、逻辑、业绩，其中逻辑是根基，估值是先导，业绩是垫后。根据过往经验，消费上涨时，在符合逻辑的基础下，先涨估值，后涨业绩，下跌时则为先杀估值、再杀业绩、最后杀逻辑，一旦逻辑破掉将出现毁灭式下跌。当下食品饮料投资的逻辑在于：政策出台后，居民收入预期将改善，未来消费将逐步企稳，居民消费将逐步从“必需消费品”转向“可选消费品”，也就是顺周期赛道未来会迎来复苏。

（3）当下上涨的核心是估值。

目前估值明显回升，但尚处于修复中。24/9/24 以来板块估值修复明显，五个交易日食品饮料（申万）PE-ttm 由 16.82x 上涨至 22.94x，白酒（申万）由 16.42x 上涨至 22.96x。但是食品饮料及白酒依旧尚未触达年内最高、白酒尚未触及年内中位数估值，基于以上我们认为目前估值尚在修复中。

待估值到达合理位置，才会进入业绩兑现期，同时我们认为本轮消费修复将会是缓慢且漫长的过程。因为这次宏观经济环境带来的消费疲软，不是类似于非典、疫情被封这种短暂冲击，而是缓慢的过程，那么恢复起来也会是相对缓慢的。落实到食品饮料，食品饮料是整个消费里面 2c 含量最高的一个行业，意味着恢复起来更慢。

（二）后续行情如何演绎？

投资视角来看，不同行情不同阶段估值的锚定 EPS 的时间维度不同，牛市与熊市不同，前期、中期、后期又不相同。牛市与熊市最大的区别在于大家预期是乐观还是悲观，也就是“风险偏好”的不同，具体体现为估值锚定的业绩期不同。牛市锚定未来，越后期风险偏好越高，锚定未来的时间越长，熊市锚定过去，越后期风险偏好越低，锚定未来的时间越短。

（1）EPS：拉长时间维度，思考复苏顺序。我们适当拉长思考维度，若消费逐步复苏，白酒、餐饮产业链等顺周期赛道将会迎来业绩转折。简单来看，复苏顺序是“必需品”快于“可选品”，弹性是“可选品”大于“必需品”。

拆分来看，我们根据马斯洛需求理论，需求可分为基本生活需求、社交需求、尊重需求、自我实现需求，大概沿着以下顺序：

一是基本生活需求多为居家场景，涉及品类如米面粮油奶肉等；

二是社交需求包含送礼、聚餐等消费场景，涉及品类如餐饮产业链等聚餐品，地产白酒、高端白奶等送礼品；

三是尊重需求包含地位象征场景，涉及如高端酒、奢侈品、预调酒威士忌等个人享受等。

此外，由于大数定律的存在，b 端消费复苏反弹幅度将远高于 c 端消费。

总结来说，复苏顺序（按场景）为居家场景、聚餐场景、送礼场景、消费升级场景，赛道弹性大致顺序为：乳制品<调味品&速冻&区域酒<连锁&预调酒<高端白酒&次高端白酒&保健品等，反弹弹性由小到大也遵循以上顺序。

2) P：当下股价在于锚定未来的时间点不同。行情逐步推进，投资者风险偏好会越高，对不确定性会越包容，也就是业绩锚定会更往后、对公司质地也会放松。

根据风险偏好的不同，我们对食品饮料行情进行推演，我们认为行情演绎可能会有以下三个阶段：

第一阶段：低估值+顺周期+龙头标的。政策反弹参与者一般有两类，一类是短期持有者，一类是中长期持有者。他们的风险偏好不同，选择也会不同，即：

—**短期类：**更加注重弹性。此类投资者倾向于持有反弹顺序靠后的赛道龙头，如次高端白酒、连锁、预调酒等赛道龙头。

—**中期类：**更加注重稳健。此类投资者倾向于持有反弹顺序靠前的赛道龙头，如调味品、速冻、区域白酒等龙头。

第二阶段：低估值+顺周期+二线标的。待行情演绎，投资者风险偏好逐步提升，会放松低估值、顺周期、龙头这三个条件中的任何一个。

我们认为首先放弃的是龙头的约束以获取更高弹性，其次是顺周期的逻辑，再次是低估值的门槛。该阶段投资者会从上涨幅度较小的板块中选择龙头，或者从已上涨的板块中选择涨幅不大的二线龙头，但是依旧会坚守低估值的筛选标准。

第三阶段：三线标的。若行情再继续扩散，可能进入群魔乱舞，可能逻辑不是很重要，估值也不是很重要，反而是涨幅比较重要，涨幅较小的公司可能会迎来大涨。

3) 当下几何？后续几何？

当下几何？当下第一阶段正演绎。我们梳理 09/24-09/30 不同子行业反弹幅度，区间反弹幅度最大的是子行业是白酒(+39.87%)、预加工食品 (+34.40%)、乳品 (+32.14%)。而 09/23 估值水平倒数前三的亦为这三者，低估值子板块率先进入修复。

表 1：2024/09/24-2024/09/30 食品饮料子行业涨幅及估值表现

子行业	涨幅	排序	pe*923	排序	pe*930	排序
白酒	39.87%	1	16.42	3	22.96	3
预加工食品	34.40%	2	16.27	2	21.88	2
乳品	32.14%	3	13.02	1	17.21	1
保健品	30.87%	4	20.77	6	27.19	6
啤酒	29.59%	5	21.19	7	27.46	7
零食	29.19%	6	23.31	9	30.12	9
调味品	28.29%	7	18.48	4	23.71	4
烘焙食品	28.08%	8	18.53	5	23.73	5
其他酒类	25.87%	9	34.39	11	43.28	11
软饮料	22.23%	10	22.77	8	27.87	8
肉制品	18.11%	11	26.08	10	30.80	10

资料来源：wind，华金证券研究所

后续几何？逐步进入第二阶段。我们认为顺周期赛道大部分板块已有充分反应，当下可适当从顺周期赛道里寻找上涨幅度较小的公司进行布局，或者涨幅略低的板块进行布局，如调味品、啤酒等。

(三) 涨到什么时候？

行情上涨，尚未半程。24/9/23 食品饮料（申万）PE-ttm 为 16.82x，处于 2010 年 1 月以来的 0%分位，处于极度超跌状态，其中白酒（申万）为 16.42x，处于 2010 年 1 月以来的 12%分位。政策推出后，市场反应强烈，截至 24/9/30 食品饮料（申万）PE-ttm 为 22.94x，处于 2010 年 1 月以来的 14%分位，依旧处于超跌状态，其中白酒（申万）为 22.96x，处于 2010 年 1 月以来的 32%分位。我们认为虽然股价大涨，但依旧尚未半程。我们统计今年以来食品饮料 PE-ttm 中位数为 22.72x，白酒中位数为 23.04x，食品饮料 PE-ttm 今年以来最高值为 25.54x，白酒为 26.05x，目前板块刚触及中位数尚未达到年内最高、白酒尚未触及中位数。

对于食品饮料估值提升，我们认为后续将迎来三个阶段：

1) 第一阶段：年内高点

复盘今年以来食品饮料及白酒估值，我们发现年内最高点出现在 3 月中下旬（食品饮料 24/03/19、白酒 24/04/01），我们认为当下行业基本面水位差不多。

24/03：届时春节销售超预期，全年预期上扬。今年春节由于市场预期较低，无论白酒还是食品销售均表现好于预期，板块全年预期上扬，食品饮料股价在基本面带动下逐步上行。3月份以后逐步进入销售淡季，白酒批价下行幅度高于往年，白酒及食品经销商节后补库需求较弱、渠道库存去化速度缓慢、渠道库存累积，由此引发投资者对全年业绩的担忧，股价和估值出现年内高点。

24/10：目前中秋销售不及预期，但政策推出预期上扬。今年中秋白酒消费在低预期下相对符合预期，渠道反馈白酒各家不同区域均有不同程度下滑，中位数在20%左右，茅台批价亦未抗住压力，食品饮料行业公司全年目标完成度确定性不高。但国家超预期大力度出台各种政策，投资者对未来预期转乐观。

我们认为**24/10**与**24/03**基本面差异不大，关键在于预期不同。我们认为本轮上涨第一阶段目标为年内高点，即食品饮料PE-ttm今年以来最高值为**25.54x**，白酒为**26.05x**，当下距离年内高点还有**10%-15%**的空间。

2) 第二阶段：近十年估值中枢

复盘食品饮料最近十年的估值中枢出现在**23Q2**，我们认为本轮政策刺激达到当时情况可能性极大。

23Q2：届时疫情管控全面放开，经历了放开后第一个春节旺季，整个经济体**Q2**逐步进入正常运行。虽然有一定基数效应的影响，但消费者对未来充满信心，数据环比逐月改善，消费维持稳中向好的趋势。

24Q4：当下政策转向，本轮政策直击痛点、更加务实、短长结合，我们认为随着消费券+稳收入（包括个体+企业）等的一系列政策推出，消费短期将受益于消费券等政策，中长期将受益于稳收入等政策，消费将要逐步迎来企稳。

我们认为本轮上涨恢复到**23Q2**阶段可能性比较大，即第二阶段达到近十年中枢，食品饮料估值中枢为**31.28x**，距离当下有**36%**的空间，白酒估值中枢**28.94x**，距离当下有**26.05%**的空间。

3) 第三阶段：21年左右上限

食品饮料历史估值高点出现在**21年2月**，当时食品饮料行业估值为**62.96x**，距离当下有**174%**的空间。

当下是否能达到**21年**食品饮料估值的上限，我们认为具有不确定性，一方面取决于后续政策落地情况，另一方面取决于外资是否持续流入，再一方面食品饮料子板块生命周期进入下一程，估值水平或难达到历史高点。

二、投资建议

当下我们建议进攻为主，短中长期关注以下机会。

1) 攻之顺周期赛道：各种政策落地，后续经济将逐步复苏，我们认为白酒、餐饮产业链等公司将迎来大行情，建议积极关注，具体来看：

短期关注标的：次高端白酒、预调酒、连锁等赛道公司，如酒鬼酒、舍得酒业、水井坊；百润股份；绝味食品、巴比食品、紫燕食品等；

中期关注标的：高端白酒、地产酒、调味品、速冻等赛道公司，如茅五泸、今世缘、迎驾贡酒；海天味业、中炬高新、天味食品、安井食品、千味央厨、立高食品等；

2) 守之消费降级赛道：零食饮料、保健品、宠物赛道等建议积极关注，一方面有新品或新渠道加持，业绩有望继续高增，另一方面符合当下消费悦己化、健康化等未来趋势。

长期关注标的：零食饮料中的东鹏饮料、盐津铺子；保健品中的仙乐健康；宠物赛道中的中宠股份、佩蒂股份、乖宝宠物等。

关注标的：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、迎驾贡酒；绝味食品、安井食品、千味央厨、立高食品；东鹏饮料、仙乐健康、安琪酵母等。

三、风险提示

(1) 食品安全问题。食品安全问题将会对公司经营产生较大影响。

(2) 业绩不及预期。食品饮料公司业绩不及预期将影响行业整体表现和市场投资预期。

(3) 宏观经济增长不及预期。宏观经济增长不及预期，将导致市场消费力和消费信心不足，进而影响公司和行业发展。

(4) 政策落地幅度不及预期。若政策对消费端刺激力度不足，那么市场信心和消费表现将会受到影响。

(5) 消费者信心恢复不及预期。消费者信心不足将会影响市场表现。

(6) 历史经验未来不一定适用。历史经验虽可以作为重要参考，但因现在及未来环境或发生一定变化，所以未必能完全适用，可能会存在一定误差。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn