



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

国庆旺销符合预期，重视顺周期下配置价值

投资建议

白酒板块：上周恰逢国庆旺销窗口期，整体动销与我们此前预期一致，即：国庆需求以各类宴席、返乡等亲朋聚饮为主，商务礼赠需求占比相对较低；考虑宴席、聚饮需求本身受大环境影响程度较低，因此动销同比下滑幅度较中秋时会有所收窄，但整体降级影响仍存，自上而下政策催化尚未传导至实体消费端。

我们建议节后核心关注以飞天茅台为核心的行业主流单品批价表现，及各酒企今年合同任务执行进度。从国庆窗口来看，飞天茅台批价环周略有所提升，参考今日酒价数据，目前原箱/散瓶飞天茅台批价回升至 2430/2310 元，预计节后伴随月度配额到货会有小幅波动，但整体表现趋稳已优于此前悲观预期。就后者而言，国庆节后逐步进入 Q3 业绩兑现期，市场会参考发货节奏逐步形成业绩预期，业绩兑现度我们认为仍需着重关注；而当下的回款完成度及预计补回款、续签合同的情绪会影响市场对中期 EPS 拐点的判断。

目前叠加自上而下货币政策等定调更积极，市场风险偏好、流动性环比持续改善，我们预计短期市场对白酒板块基本面会有一定包容度，节后飞天茅台批价若能相对较稳会进一步夯实市场对基本面相对平稳的认知。就基本面拐点而言，建议持续关注后一个春节旺销期前的需求和渠道情绪反馈，政策催化下基本面在中期迎拐点具备确定性，不确定性在于政策落地效率的斜率、拐点的时间先后性。

目前白酒行业基本面相较于 2013~2014 年而言，渠道出清程度相对较低、仅部分抗风险能力较低的终端店/团购商有所出清，这也源于行业内以茅台经销商为主的群体在 2016 年起的上行周期内实现了不错的资本积累，且酒企表现 EPS 出清程度也相对较低；而从景气下行的冲击因素来看，2013~2014 年主要源于抑制三公消费等政策冲击，而当下的核心矛盾在于企业及居民端的消费情绪。

从修复链条来看，商务需求改善相对前置，而居民收入预期改善伴随的大众消费修复相对后置，因此当下建议持续关注白酒顺周期属性下的配置价值，回弹后板块内年内仍有超跌。推荐个体性禀赋较强的高端酒、各自赛道龙头，关注估值低位标的在龙头估值修复过程中的优势。

调味品：近期上海分阶段发放餐饮消费券，叠加国庆假日效应，刺激餐饮需求改善。本轮政策刺激下我们优先推荐此前受损较为严重的餐饮供应链企业，其中多数定制餐调企业（尤其小 B 端占比较高的）跌幅较深，但基本面具备增长韧性。我们率先看好成长型赛道渗透率提升估值端修复，另外建议关注挤压式增长的龙头海天味业、安琪酵母。

休闲食品：零食仍为大众品板块高成长赛道，随着新渠道门店持续开拓，新品类红利逐步渗透，有望持续实现 2~3 年的业绩弹性。此轮政策端驱动更多是流动性和估值层面的改善，随着风险偏好提升，我们首推具备高增长，估值此前下探至低位的小零食板块。同时建议关注卤味连锁龙头，虽短期基本面承压，但预计随着消费信心提升、单店收入有望环比改善，龙头有望率先实现估值修复。

软饮料：行业层面今年受雨水天气、消费支出谨慎等影响，动销普遍弱于去年同期，叠加龙头强化促销、市场竞争加剧，导致大多数企业收入和业绩均面临增长压力。我们认为此轮政策催化有望推动板块估值全面修复，建议关注具备新品催化的公司，需求端受消费情绪回暖影响将释放更大的业绩弹性。其次推荐竞争格局较好的龙头东鹏饮料，中长期视角下新品放量+大单品全国化仍有较大发展空间。

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：国庆旺销符合预期，重视顺周期下配置价值.....	3
二、行情回顾.....	3
三、食品饮料行业数据更新.....	6
四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总.....	7
五、风险提示.....	7

图表目录

图表 1： 周度行情.....	3
图表 2： 周度申万一级行业涨跌幅.....	4
图表 3： 周度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.....	4
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）.....	5
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）.....	6
图表 11： 中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）.....	6
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.....	7



一、周观点：国庆旺销符合预期，重视顺周期下配置价值

● 白酒板块

上周恰逢国庆旺销窗口期，整体动销与我们此前预期一致，即：国庆需求以各类宴席、返乡等亲朋聚饮为主，商务礼赠需求占比相对较低；考虑宴席、聚饮需求本身受大环境影响程度较低，因此动销同比下滑幅度较中秋时会有所收窄，但整体降级影响仍存，自上而下政策催化尚未传导至实体消费端。

我们建议节后核心关注以飞天茅台为核心的行业主流单品批价表现，及各酒企今年合同任务执行进度。从国庆窗口来看，飞天茅台批价环周略有所提升，参考今日酒价数据，目前原箱/散瓶飞天茅台批价回升至 2430/2310 元，预计节后伴随月度配额到货会有小幅波动，但整体表现趋稳已优于此前悲观预期。就后者而言，国庆节后逐步进入 Q3 业绩兑现期，市场会参考发货节奏逐步形成业绩预期，业绩兑现度我们认为仍需着重关注；而当下的回款完成度及预计补回款、续签合同的情绪会影响市场对中期 EPS 拐点的判断。

目前叠加自上而下货币政策等定调更积极，市场风险偏好、流动性环比持续改善，我们预计短期市场对白酒板块基本面会有一定包容度，节后飞天茅台批价若能相对较稳会进一步夯实市场对基本面相对平稳的认知。就基本面拐点而言，建议持续关注后一个春节旺销期前的需求和渠道情绪反馈，政策催化下基本面在中期迎拐点具备确定性，不确定性在于政策落地效率的斜率、拐点的时间先后性。

目前白酒行业基本面相较于 2013~2014 年而言，渠道出清程度相对较低、仅部分抗风险能力较低的终端店/团购商有所出清，这也源于行业内以茅台经销商为主的群体在 2016 年起的上行周期内实现了不错的资本积累，且酒企表现 EPS 出清程度也相对较低；而从景气下行的冲击因素来看，2013~2014 年主要源于抑制三公消费等政策冲击，而当下的核心矛盾在于企业及居民端的消费情绪。

从修复链条来看，商务需求改善相对前置，而居民收入预期改善伴随的大众消费修复相对后置，因此当下建议持续关注白酒顺周期属性下的配置价值，回弹后板块内年内仍有超跌。推荐个体性禀赋较强的高端酒（茅五泸）、各自赛道龙头（山西汾酒、古井贡酒等），关注估值低位标的在龙头估值修复过程中的优势。

● 大众品板块

调味品：近期上海分阶段发放餐饮消费券，叠加国庆假日效应，刺激餐饮需求改善。本轮政策刺激下我们优先推荐此前受损较为严重的餐饮供应链企业，其中多数定制餐调企业（尤其小 B 端占比较高的）跌幅较深，但基本面具备增长韧性。我们率先看好成长型赛道渗透率提升（复合调味品、零添加等产品）估值端修复，另外建议关注挤压式增长的龙头海天味业、安琪酵母。

休闲食品：零食仍为大众品板块高成长赛道，随着新渠道门店持续开拓，新品类红利逐步渗透，有望持续实现 2~3 年的业绩弹性。此轮政策端驱动更多是流动性和估值层面的改善，随着风险偏好提升，我们首推具备高增长，估值此前下探至低位的小零食板块。同时建议关注卤味连锁龙头，虽短期基本面承压，但预计随着消费信心提升、单店收入有望环比改善，龙头有望率先实现估值修复。

软饮料：行业层面今年受雨水天气、消费支出谨慎等影响，动销普遍弱于去年同期，叠加龙头强化促销、市场竞争加剧，导致大多数企业收入和业绩均面临增长压力。我们认为此轮政策催化有望推动板块估值全面修复，建议关注具备新品催化的公司，需求端受消费情绪回暖影响将释放更大的业绩弹性。其次推荐竞争格局较好的龙头东鹏饮料，中长期视角下新品放量+大单品全国化仍有较大发展空间。

二、行情回顾

上周（2024.9.30）食品饮料（申万）指数收于 19603 点（+8.31%），沪深 300 指数收于 4018 点（+8.48%），上证综指收于 3336 点（+8.06%），深证综指收于 1927 点（+10.93%），创业板指收于 2175 点（+15.36%）。

图表1：周度行情

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	19603	8.31%	0.39%
沪深 300	4018	8.48%	17.10%
上证综指	3336	8.06%	12.15%

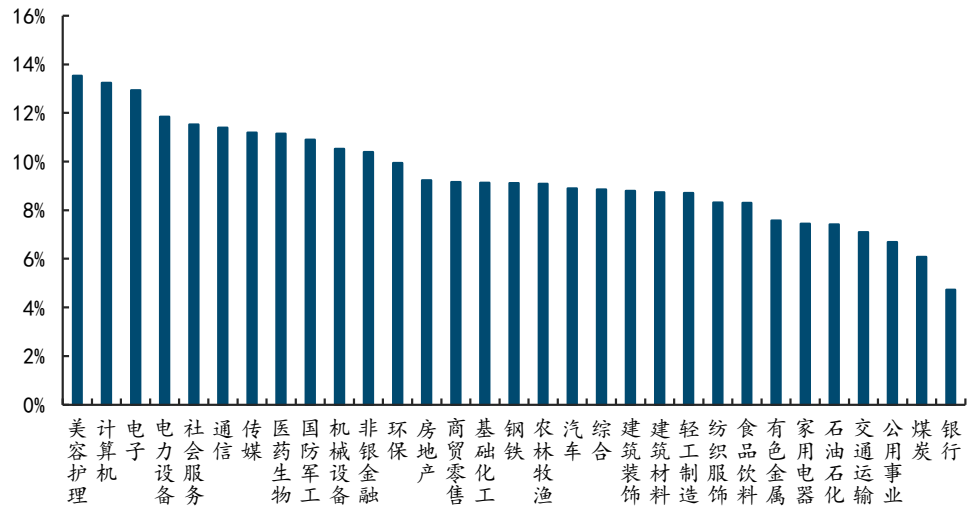


指数	周度收盘价	本周涨跌幅	24年至今涨跌幅
深证综指	1927	10.93%	4.88%
创业板指	2175	15.36%	15.00%

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美容护理(+13.53%)、计算机(+13.24%)、电子(+12.94%)。

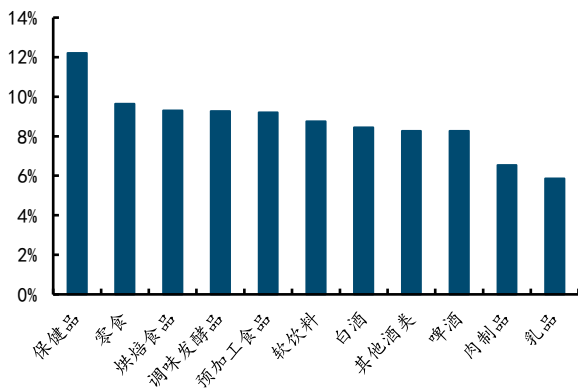
图表2: 周度申万一级行业涨跌幅



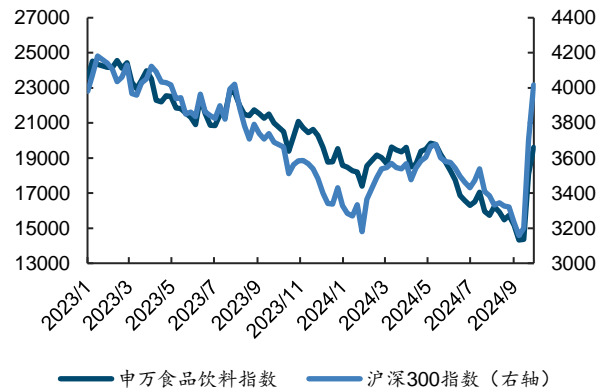
来源: Ifind, 国金证券研究所

从食品饮料子板块来看,涨跌幅前三的板块为保健品(+12.21%)、零食(+9.63%)、烘焙食品(+9.30%)。

图表3: 周度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: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所

从个股表现来看,周度涨跌幅居前的为:品渥食品(+20.02%)、三只松鼠(+17.28%)、汤臣倍健(+15.06%)、西部牧业(+14.88%)、熊猫乳品(+14.84%)等;涨跌幅靠后的为:ST春天(+1.33%)、ST西发(+2.23%)、ST加加(+3.54%)、伊利股份(+5.33%)、双汇发展(+5.53%)等。

图表5: 周度食品饮料板块个股涨跌幅TOP10

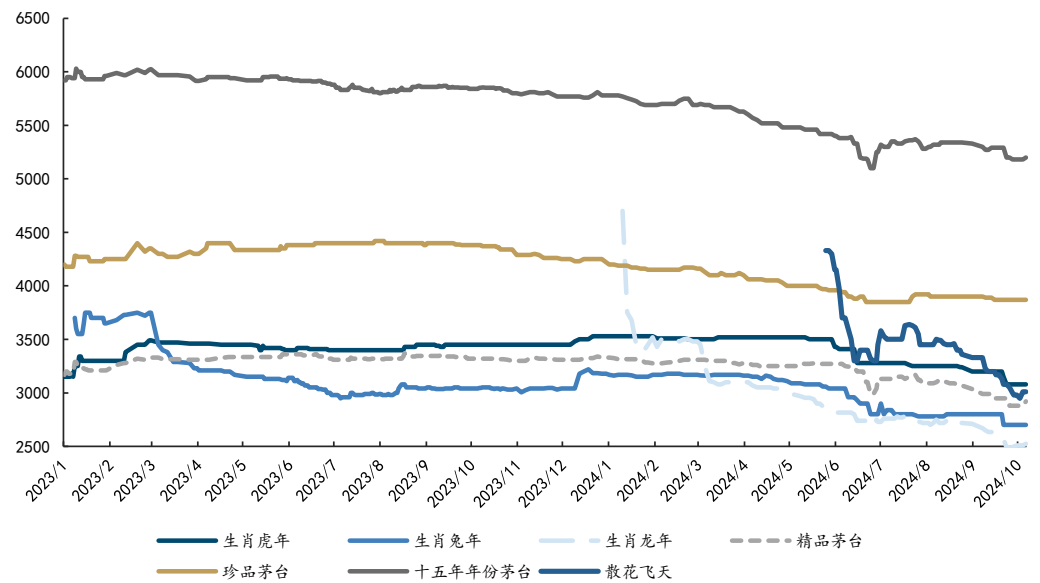
涨跌幅前十名	涨幅 (%)	涨跌幅后十名	跌幅 (%)
品渥食品	20.02	ST 春天	1.33
三只松鼠	17.28	ST 西发	2.23



涨跌幅前十名	涨幅 (%)	涨跌幅后十名	跌幅 (%)
汤臣倍健	15.06	ST 加加	3.54
西部牧业	14.88	伊利股份	5.33
熊猫乳品	14.84	双汇发展	5.53
欢乐家	14.02	承德露露	5.84
仲景食品	13.82	三元股份	6.40
立高食品	13.80	元祖股份	6.69
仙乐健康	12.63	洽洽食品	6.78
海融科技	12.49	兰州黄河	6.82

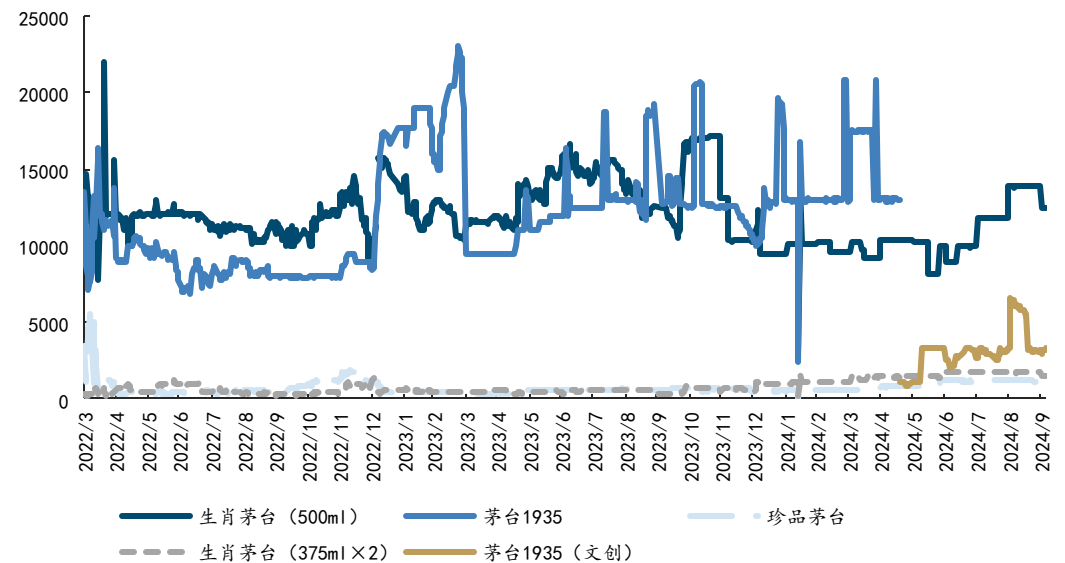
来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 周涨跌幅不考虑新股上市首日涨跌幅)

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 10 月 6 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 10 月 6 日)



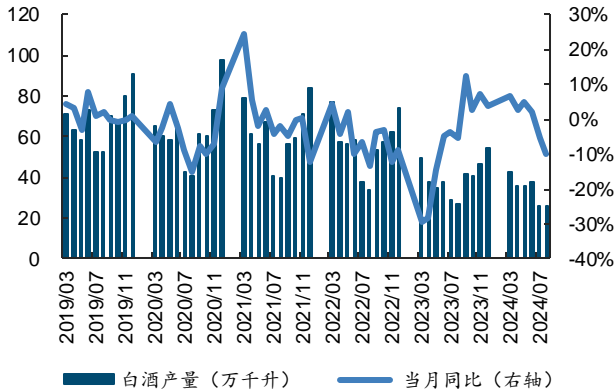
三、食品饮料行业数据更新

■ 白酒板块

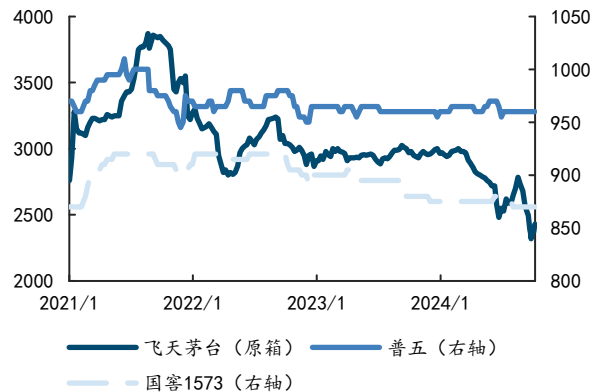
2024年8月，全国白酒产量25.60万千升，同比-10.20%。

据今日酒价，10月6日，飞天茅台整箱批价2430元（环周+50元），散瓶批价2310元（环周+20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8月）

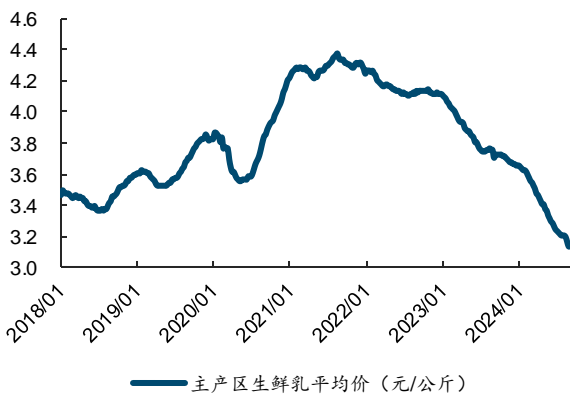
来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据更新至24年10月6日）

■ 乳制品板块

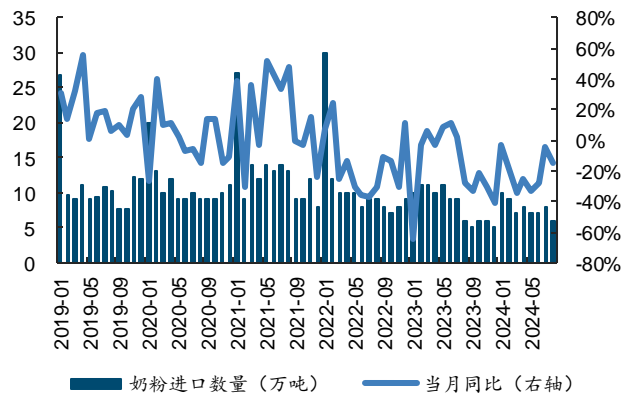
2024年9月27日，我国生鲜乳主产区平均价为3.14元/公斤，同比-15.8%，环比持平。

2024年1~8月，我国累计进口奶粉62.0万吨，累计同比-20.7%；累计进口金额为42.85亿美元，累计同比-20.2%。其中，单8月进口奶粉6.0万吨，同比-14.30%；进口金额5.03亿元，同比+6.4%。

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27日）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至24年8月）

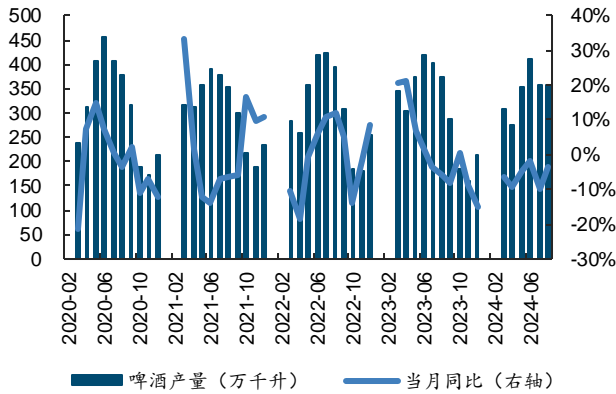
■ 啤酒板块

2024年8月，我国啤酒产量为358.5万千升，同比-3.3%。

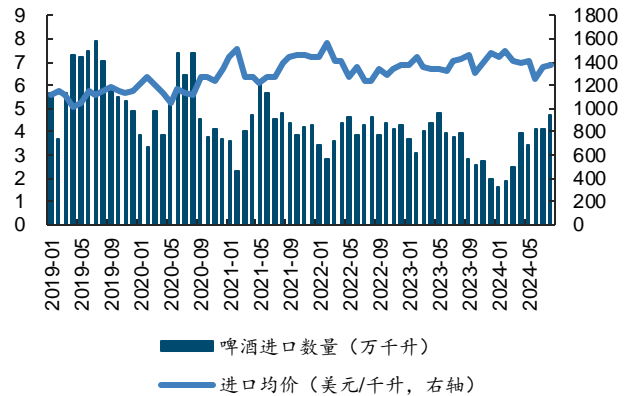
2024年1~8月，我国累计进口啤酒数量为26.34万千升，同比-16.8%；进口金额3.63亿美元，同比-16.4%。其中，单8月进口数量4.70万千升，同比+20.1%；进口金额0.65亿美元，同比+15.7%。



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8月)

来源: Ifind, 国金证券研究所(注: 数据更新至24年8月)

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

■ 公司及行业要闻

1~8月, 深圳市社会消费品零售总额 6861.32 亿元, 同比增长 1.1%。分消费类型看, 商品零售增长 1.1%, 餐饮收入增长 0.6%。基本生活类商品销售良好, 其中, 限额以上单位饮料类零售额增长 13.0%。1~8月, 全市居民消费价格比上年同期上涨 0.1%, 其中, 食品烟酒价格上涨 0.2%。(微酒)

《贵州省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》发布。文件提出, 酒类行业在推动工业领域设备更新提标上要实施高端化级。在白酒等生物发酵行业, 实施萃取提取工艺技改, 更新蒸发器、离心机、新型干燥系统、连续离子交换设备等。(微酒)

1-8月份, 吕梁市规模以上工业增加值同比下降 3.3%, 降幅较 1-7 月份收窄 0.2 个百分点。五大主导行业“3 升 2 降”, 其中, 酒和饮料制造业增加值增长 3.2%; 主导产品“6 增 8 降”, 其中, 白酒产量增长 19.7%。(微酒)

为激发市场主体活力, 古蔺县推出 19 条政策措施促进经济发展, 多条政策涉及酱酒产业。其中, 对酱酒企业实施产能建设激励。即 10 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间, 对新建单口容积不小于 28m³ 大曲酱香型窖池且如期完工验收的企业, 200 口以内按 2000 元/口给予补助, 200-400 口按 3000 元/口给予补助, 400 口以上按 4000 元/口给予补助, 单个企业最高补助金额不超过 500 万元。同时, 对采用大曲坤沙工艺的规模以上酱酒生产企业, 投粮 1000 吨以内且满负荷生产按照 3 万元/户给予补助, 投粮 1000 吨-2000 吨以内按照 5 万元/户给予补助, 投粮 2000 吨-10000 吨按照 10 万元/户给予补助, 投粮 10000 吨以上按照 20 万元/户给予补助。(云酒头条)

■ 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
10月8日	洽洽食品	2024年第一次临时股东大会
10月8日	黑芝麻	2024年第三次临时股东大会
10月11日	伊利股份	2024年第一次临时股东大会
10月14日	惠发食品	2024年第二次临时股东大会
10月16日	海融科技	2024年第一次临时股东大会
10月16日	中信尼雅	2024年第二次临时股东大会
10月16日	水井坊	2024年第三次临时股东大会

来源: Ifind, 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，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