

大众品观点更新： 云开见月，估值修复，景气回升

二零二四年十月十日

证券分析师：罗頔影

执业证书编号：S0600523080002

联系邮箱：luody@dwzq.com.cn

证券分析师：周韵

执业证书编号：S0600524080009

联系邮箱：zhouyun@dwzq.com.cn



■ 刺激政策组合落地，消费信心回升

■ 估值修复，景气度回升

■ 投资建议

■ 风险提示

1. 刺激政策组合落地，消费信心回升

刺激政策组合落地，消费信心回升

- 近期，中国人民银行、证监会等部门陆续推出多项重磅政策，为资本市场注入流动性，为居民降低还贷压力从而促进消费信心回升。

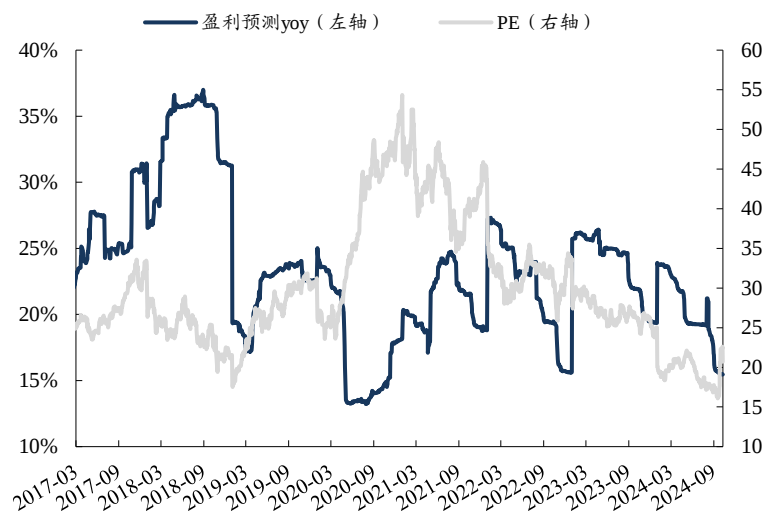
部门	政策要点	内容说明
中国人民银行	降准降息	(1) 自2024年9月27日起，下调 金融机构存款准备金率0.5个百分点 （不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为6.6% (2) 为加大货币政策逆周期调节力度，支持经济稳定增长，从9月27日起， 公开市场7天期逆回购操作利率 由此前的 1.70%调整为1.50%
	创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展	(1) 创设证券、基金、保险公司互换便利 ，支持符合条件的证券、基金、保险公司，使用债券、股票ETF、沪深300成分股等资产为抵押，从中央银行换入国债、中央银行票据等高流动性资产。 互换便利首期操作规模5000亿元，未来可视情况扩大规模。 (2) 创设股票回购增持专项再贷款 ，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，用于回购和增持上市公司股票，中央银行向银行发放再贷款，提供资金支持比例100%，再贷款利率1.75%，商业银行给客户的贷款利率2.25%。 首期额度3000亿元，未来可视运用情况扩大规模。
	存量房贷利率下调	各商业银行原则上应于2024年10月31日前统一对存量房贷（包括首套、二套及以上）利率实施批量调整，对于LPR基础上加点幅度高于减30个基点的存量房贷，降为不低于LPR减30个基点，且不低于所在城市目前执行的新发放商业性个人住房贷款利率加点下限（如有）
证监会	推动中长期资金入市，构建“长钱长投”的政策体系	(1) 大力发展权益类公募基金 (2) 完善“长钱长投”的制度环境 。重点是提高对中长期资金权益投资的监管包容性，全面落实3年以上长周期考核。打通影响保险资金长期投资的制度障碍，促进保险机构做坚定的价值投资者，为资本市场提供稳定的长期投资。完善全国社保基金、基本养老保险资金投资政策制度，鼓励企业年金基金根据持有人不同年龄和风险偏好探索开展不同类型的差异化投资 (3) 持续改善资本市场生态
	促进并购重组举措 大力支持上市公司向新质生产力方向转型升级	(1) 大力支持上市公司向新质生产力方向转型升级 。将积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购，以及有助于补链强链、提升关键核心技术水平的未盈利资产收购，引导更多的资源要素向新质生产力方向集聚。(2) 积极鼓励上市公司加强产业整合 。(3) 进一步提高监管包容度。(4) 下大力气提升重组市场交易效率。
	上市公司市值管理	要求上市公司以提高上市公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值提升。 对主要指数成份股公司披露市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。

2. 估值修复，景气度回升

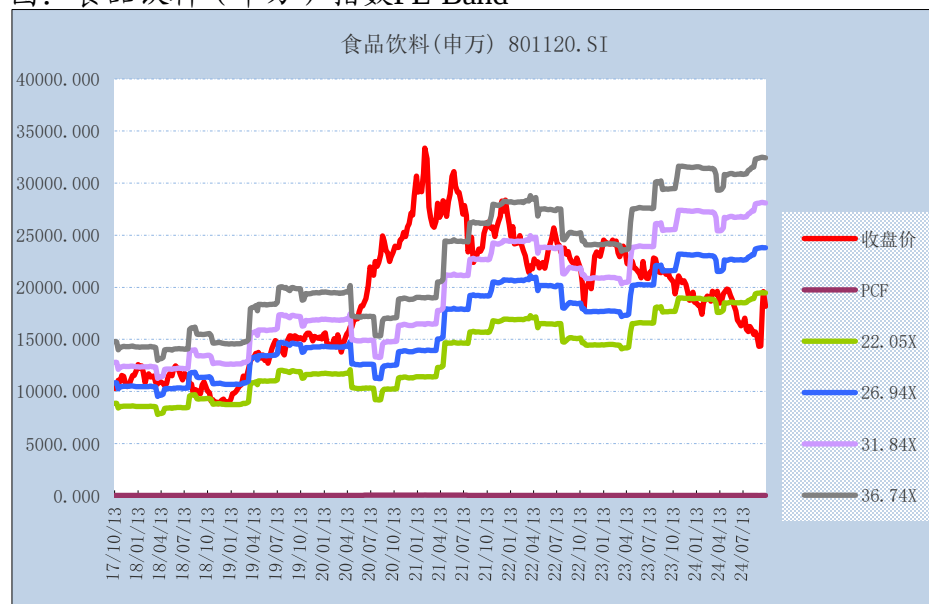
2.1 板块估值仍处于历史底部，政策落地信心逐步恢复

- 食品饮料板块估值处于2017年以来11.15%分位。2024年10月9日板块市值对应的24年动态PE为20.7X，处于17年以来11.15%的历史分位。
- 刺激政策组合落地，消费信心复苏，板块估值得到修复。自9月底政策组合落地后，板块估值快速修复，但动态PE仍处于2017年以来底部位置，未来随着消费信心恢复，基本面逐步改善，估值仍有较大提升空间。

图：食品饮料行业当年归母净利润同比增速及动态PE



图：食品饮料（申万）指数PE-Band

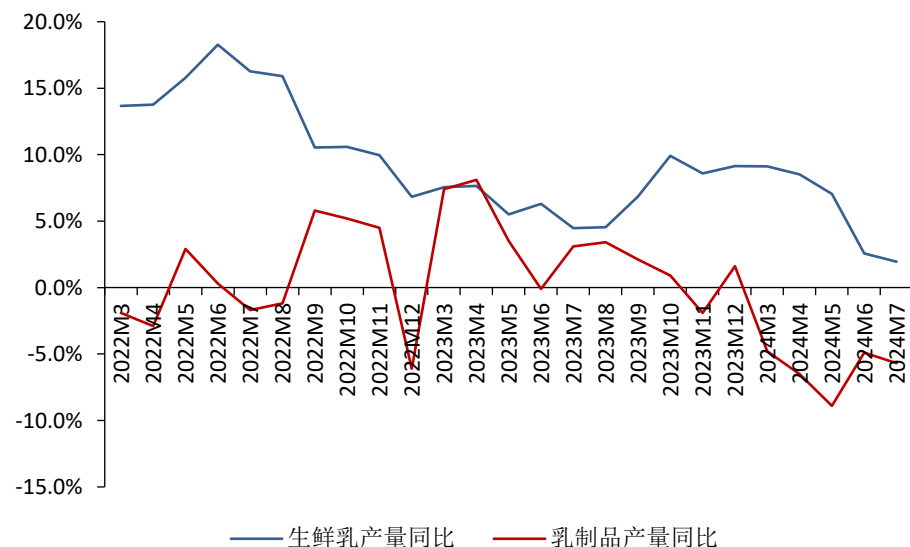


2.2 乳制品板块：乳业政策加码，周期拐点渐近

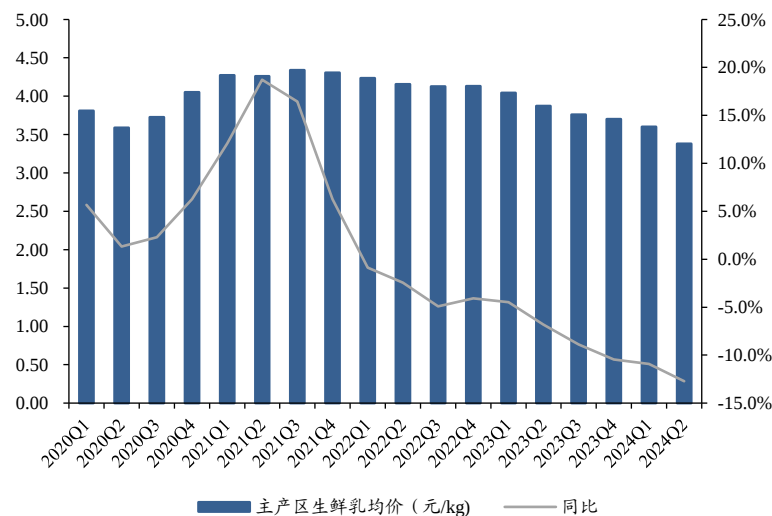
● 供需失衡严重致原奶价格走低，本轮周期调整时间拉长。

- 供给端：2019年原奶供需紧平衡，下游乳企为抢占奶源开始加码上游，奶牛存栏量于2019年9月见底后回升；由于奶牛养殖周期为2年，2021年9月起原奶新产能释放，生鲜乳供应量提升。
- 需求端：疫情影响消退+宏观经济疲软致23年至今需求走弱，2024年1-7月乳制品产量累计同比下降3.4%。
- 生鲜乳供需剪刀差放大导致奶价持续下行，2021年9月-2024年9月生鲜乳价格下滑27.6%，需求走弱超预期+规模化牧场抗压性较强导致本轮原奶周期比以往调整时间更长、幅度更大。

图：2022.03-2024.07我国生鲜乳/乳制品产量同比



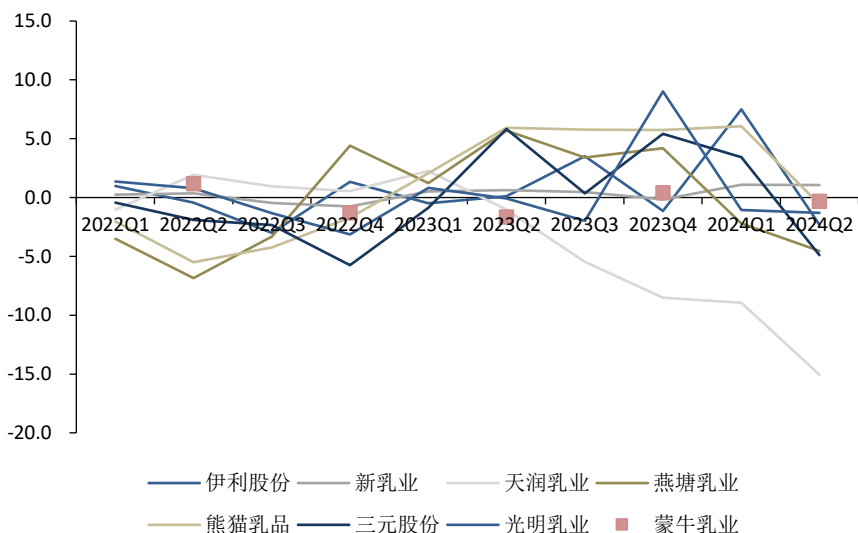
图：2020Q1-2024Q2主产区生鲜乳均价及同比



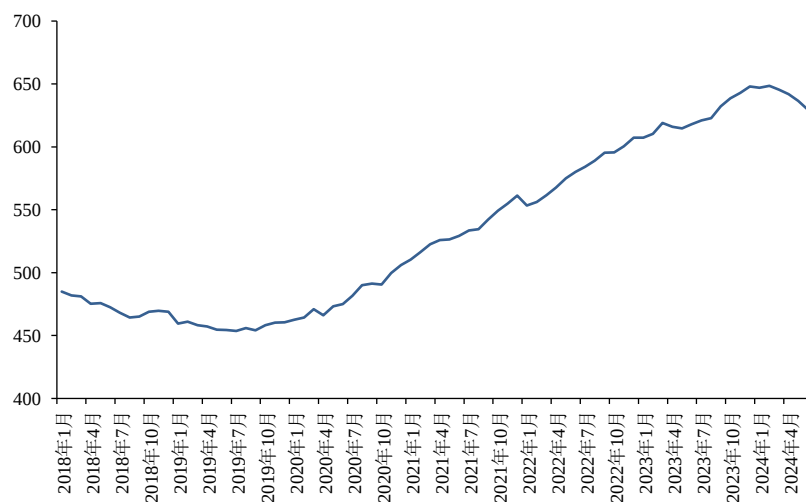
2.2 乳制品板块：乳业政策加码，周期拐点渐近

- **供需失衡致24H1板块业绩承压。**原奶供需失衡导致行业竞争加剧、乳企库存消化压力大，2024H1板块收入疲软、费用率提升、减值损失增加，主要乳企中仅新乳业24Q2销售净利率同比提升，板块盈利承压。
- **乳业政策加码，行业供需有望加速平衡。**
 - 原奶供大于求导致上游牧场经营压力较大，上游加速淘汰产能，24年4-6月我国奶牛存栏数量持续环比回落，截止到2024年6月末，我国奶牛存栏量630万头，较24Q1末减少16万头。
 - 2024年9月农业农村部等七部门联合印发《关于促进肉牛奶牛生产稳定发展的通知》，其中提到，要促进牛肉牛奶消费，鼓励有条件的地方通过发放消费券等方式，拉动牛奶消费，未来随着政策逐步落地，乳制品需求有望提振，行业供需有望加速平衡，乳企业绩有望边际改善。

图：22Q1-24Q2主要乳企单季度销售净利率同比（pct）



图：2018M1-2024M6我国奶牛存栏量（万头）

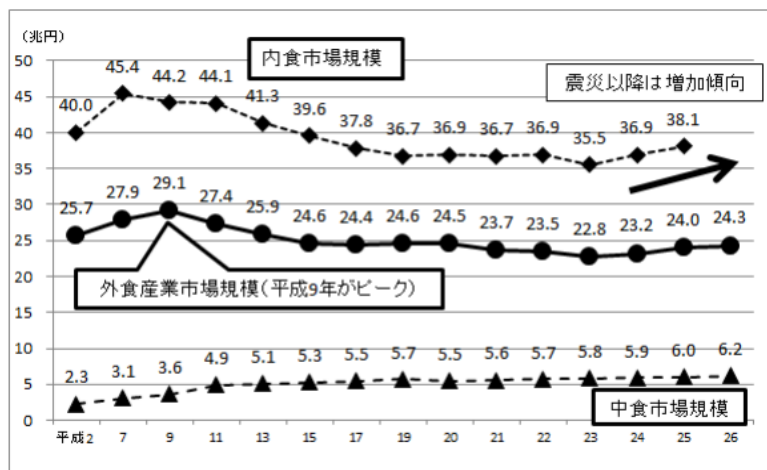


2.3 速冻食品板块：低估值蕴含低预期，若餐饮修复板块弹性大

- 板块估值低，消费信心逐步恢复将带动餐饮需求回暖，餐饮供应链弹性大。
- 需求端：短期维度上，如果餐饮需求快速恢复，考虑到速冻食品行业渠道周转快，板块基本面改善反馈速度将表现领先；中长期维度上，日本外食比例下降期间，中食比例长期提升，速冻食品板块具备长期稳健发展基础；
- 供给端：成本端，今年除猪价成本上涨较多，大部分原材料价格持续下降，处于价格地位，成本红利延续。
- 估值：板块整体估值偏低，蕴含市场对餐饮需求及供应链的低预期。若需求恢复，板块基本面改善，估值修复空间大。

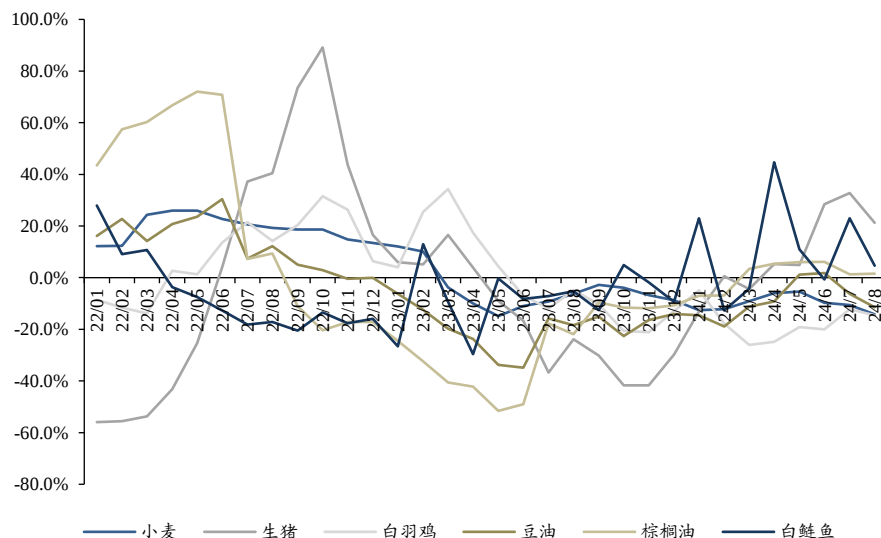
图：日本中食、外食、内食规模

图 1 外食産業関連市場規模の推移（単位：兆円）



資料：（一般社団法人）日本フードサービス協会

图：2022Q1-2024Q3速冻食品主要原材料价格同比



2.4 零食&调味品：零食景气度延续，调味品需求有望回暖

● 零食渠道变革延续，鹤鹑蛋大单品放量期，赛道维持高景气度。

➤ 渠道层面，零食量贩渠道+兴趣内容电商持续快速发展，带动供应链型零食企业业绩高增；品类层面，鹤鹑蛋明星单品仍然处于放量期，单品红利期未尽。渠道+品类共同驱动零食赛道整体维持高景气度。

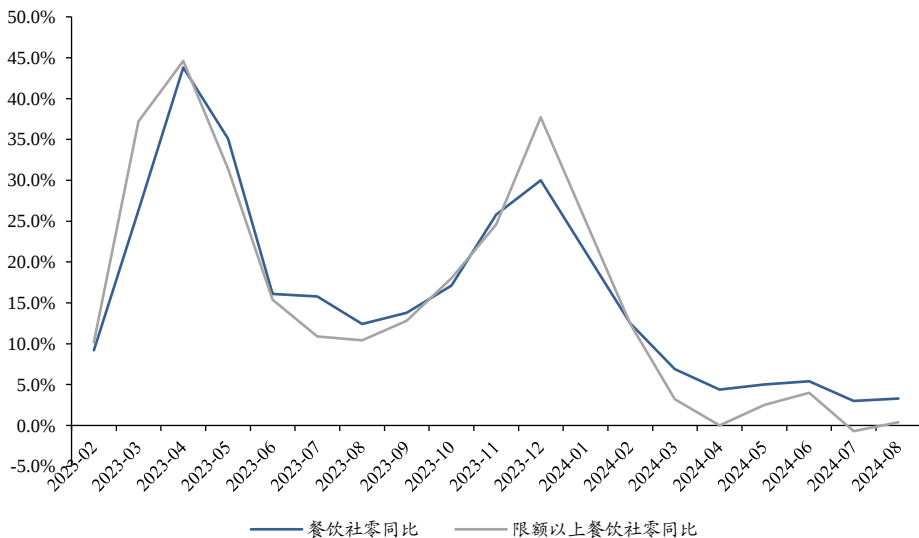
● 餐饮需求回暖+成本红利延续，调味品板块景气度有望回升。

➤ 需求端：2024年8月我国餐饮社零/限额以上餐饮社零当月同比分别+3.3%/+0.4%，较24年7月加速增长，考虑到餐饮渠道为调味品下游主要渠道，餐饮回暖有望推动调味品板块景气度回升。

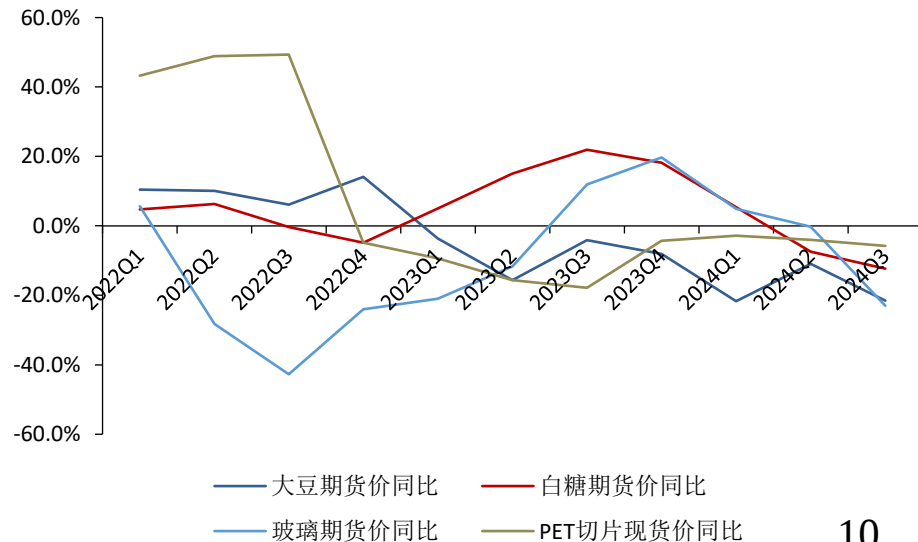
➤ 成本端：2024Q3调味品主要原材料中，大豆期货价/白糖期货价/玻璃期货价/PET切片现货价分别同比-21.5%/-12.3%/-23%/-5.8%，原材料降幅均较24Q2扩大，板块持续享受成本红利。

➤ 需求回暖+成本红利延续，调味品板块基本面有望触底反弹。

图：2023M2-2024M8我国餐饮社零同比



图：2022Q1-2024Q3调味品主要原材料价格同比



3. 投资建议

3.1 乳制品：周期向上，推荐低估值高股息龙头

- 2024年乳业整体压力较大，在此行业背景下，一要关注乳企抗压能力差异，业绩相对稳定性，二要关注资产负债现金流走势及股息率兑现度，三要供需改善后奶价周期向上的机会，推荐蒙牛乳业、伊利股份，建议关注新乳业。
- **蒙牛乳业：**短期来看，双节旺季+早春节有望推动24H2公司收入边际改善，成本红利延续+公司持续降本增效，预计24年OPM有望实现同比提升30-50bp目标，盈利能力韧性较强；中长期来看，高飞自2024年3月起担任公司新任总裁，有望带领公司进入发展新阶段。24年8月公司发布股份回购计划，在未来12个月内拟回购公司股份价值最高达20亿港元，未来随着回购逐步推进，公司股东回报有望进一步提升。预计公司24-26年营业收入927/955/981亿元，同比-6%/+3%/+3%，归母净利润43/48/53亿元，同比-11%/+13%/+10%，对应24-26年PE分别为14/13/12x。
- **伊利股份：**根据公司交流，7月下旬公司渠道调整已进入尾声，当前公司渠道库存健康，叠加双节需求拉动，预计24Q3公司业绩有望边际改善。24年4月公司公告拟以自有资金回购10-20亿元用于注销，随着回购逐步落地，股东回报有望持续提升。预计公司24-26年收入1197/1259/1302亿元，同比-5.2%/+5.2%/+3.4%，归母净利润115/113/117亿元，同比+10%/-1.8%/+3.9%，对应24-26年PE分别为15/15/14x。
- **新乳业：**2024H1公司高端低温鲜奶、特色酸奶收入表现亮眼，公司坚定发展核心品类和核心渠道，优化上游成本，建议关注。

3.2 调味品：立足基本面，关注个股渠道调整节奏

- 需求回暖+成本红利延续，关注板块个股渠道调整节奏，推荐海天味业、天味食品、中炬高新。

- **海天味业：**2024年9月19日公司完成董事会、高管换届，形成了以董事长程雪、总裁管江华等人为核心的新领导层，新领导层深耕公司多年，管理经验丰富，将针对四五规划持续推进中长期变革，保持双位数增长，实现收入、利润平衡发展。2024H1公司各品类、地区均延续增长态势，成本红利释放推动盈利能力优化，渠道改革效果逐步显现，同时公司推出《2024年-2028年员工持股计划（草案）》，有望充分调动员工积极性。预计24-26年收入275.9/305.7/336.83亿元，同比+12%/+11%/+10%，归母净利润62/70/77亿元，同比+10%/+12%/+11%，对应24-26年PE分别为42/37/34x。
- **天味食品：**收入端，24Q2公司为维护渠道良性主动控货，2024年8月公司推出厚火锅通路版产品，低库存+新品上市+底料旺季到来，公司24Q3收入有望加速增长；利润端，高毛利的鱼调料等产品占比提升推动公司产品结构升级，叠加低价原材料成本红利延续+主动控费，公司利润端增速有望快于收入。预计24-26年收入33.4/36.8/40.9亿元，同比+6%/+10%/+11%，归母净利润5.32/6.02/6.79亿元，同比+17%/+13%/+13%，对应PE分别为25/22/20x。
- **中炬高新：**24H2公司将继续围绕年度战略规划，全面深化改革。目前公司整体经营稳定，24Q3业绩有望边际改善，当前库存2个月，较6月底环比回落，预计公司24-26年收入56/64/73亿元，同比+8%/+15%/+14%，归母净利润7.0/9.1/11.1亿元，同比-59%/+30%/+22%，对应24-26年PE分别为24/18/15x。

3.3 速冻食品：板块弹性大，优选韧性较强的龙头企业

- **餐饮需求回暖，板块估值低、弹性大。**餐饮B端短期需求虽弱，但组合刺激政策落地后，重在“复苏”趋势确立；中长期看，餐饮企业连锁化率提升、降本增效逻辑不变，餐饮供应链企业长期空间未被压缩，C端便捷需求延续。重点推荐韧性更强的龙头企业安井食品；同时建议关注千味央厨、立高食品未来在低基数下的弹性释放。
- **安井食品：**安井今年持续稳定份额、挖掘增量。在品类上，主业挖掘烤肠品类增量，以夜摊车、烤机突破烧烤、夜市渠道；冻品先生推出牛羊肉卷补足火锅周边食材品类，渠道反馈良好。在渠道上，经销渠道公司以属地化策略精耕每个区域，收割更多大单品份额；成立特通二部重点开拓餐饮、零售大B客户，以完备的产能和灵活的供应链寻求渠道新突破。我们预计2024-2026年公司营收分别为155/171/189亿元，同增10%/11%/10%；归母净利润分别为16.2/18.7/21.3亿元，同增9.6%/15.5%/13.9%，对应当前PE为17x、15x、13x。

3.4 休闲零食：渠道变革红利延续，紧抓高景气度主线

- 零食渠道变革红利延续，明星大单品仍处于放量期，把握赛道高景气度，重点推荐盐津铺子、三只松鼠、劲仔食品。
- **盐津铺子**：盐津铺子对渠道响应速度快，跟随兴趣内容电商以及零食量贩渠道增长动能强，同时流通渠道突破弱势的华北、华中区域，有望在明后年接力增长；产品端，大魔王素毛肚、蛋黄鹌鹑蛋突破盒马、山姆等高势能渠道势头不减。我们预计2024-2026年公司收入分别为51.8/64.2/77.5亿元，同增26%/24%/21%；归母净利润分别为6.7/8.8/10.7亿元，同增32%/31%/22%，对应当前PE为21x、16x、13x
- **三只松鼠**：公司高端性价比战略下，以“优质供应链+社区零食店（类量贩）+分销”重塑线下渠道，同时强力布局兴趣内容电商，扭转电商渠道增长轨迹。我们预计2024-2026年公司营业收入分别为102/138/177亿元，分别同比增长43%/35%/28%，预计归母净利润4.05/5.62/7.32亿元，同比+84%/+39%/+30%，对应PE分别为23x、17x、13x
- **劲仔食品**：鹌鹑蛋新品持续放量，增长势头强劲，同时随着规模扩大，规模效应释放，利润率也将快速提升，带动公司收入、盈利能力双增长。我们预计2024-2026年公司收入分别为25.8/32.3/40.3亿元，同增25.1%/24.9%/24.8%；归母净利润分别为2.93/3.77/4.81亿元，同增39.7%/28.6%/27.8%，对应当前PE为20x、15x、12x。

- 成本端压力上涨风险
- 竞争格局恶化
- 消费力恢复不及预期
- 食品安全问题

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园