



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

考虑中期景气修复的确定性，板块仍推荐配置

投资建议

白酒板块：本周板块明显回调，主要系前期政策转向催化后市场对顺周期情绪的降温，当资金交易情绪降温后，周内市场陆续开始审视短期板块所处的基本面以及临近的 Q3 业绩兑现情况。从短期基本面来看，白酒板块仍处于景气下行周期，从中秋&国庆的动销反馈中可见一斑，但我们预计基本面反馈的动销同比下滑与酒企三季报表现 EPS 表现仍会有所差异、预计多数酒企表现 EPS 仍会录得正增长、幅度甚至可在双位数以上，两者间差额体现在白酒板块内品牌、价位的动销反馈分化（各区域各价位中强势产品表现会相对较优），以及渠道加库存、或酒厂加大渠道&SKU 铺设面。我们认为市场对酒企 Q3 业绩预期已在中秋前后结合基本面反馈有所下修，市场更期望酒企可以对此前预设的增长目标进行舒压、去化社会库存减轻包袱以维护品牌定位并在后一轮景气上行周期中可以释放更高弹性，因此也建议提升对短期 EPS 的包容度，在中期抗通缩主线中白酒或早或晚会迎来景气拐点，结合当下酒企的估值水平，我们预计情绪持续下行风险相对较小。

对于中期的基本面拐点，首先仍需观察近期相关财政刺激等政策的规划及落地情况，其次关注后一个春节旺销期前后渠道对各品牌合同续签的态度、对加大信用杠杆的包容度等，我们始终认为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。节后飞天茅台批价有小幅回落，也符合常规旺季后动销由旺转淡时的价格变动趋势，仍建议关注 10 月配额到货过程中价格表现。此外，预计近期酒企会陆续对财年剩余回款部分进行厂商沟通，包括进一步明确相关返利、补贴政策等，偏控价模式下的产品价盘表现亦建议关注。

整体而言，从中期修复链条来看，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。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。

调味品：短期政策刺激下，板块估值显著提升，尤其此前受损较为严重的餐饮供应链企业更为受益。政策传导至基本面仍需时滞，目前我们已观察到国庆期间板块动销改善，预计后续随着政策逐步加码、消费信心企稳，商务、聚会、家庭等餐饮消费逐步修复，基本面改善有望驱动第二轮上涨机会。我们率先看好成长型赛道渗透率提升（复合调味品、零添加等结构性产品）估值端修复，另一条主线则建议关注具备业绩韧性的龙头海天味业、安琪酵母。

休闲食品：近期资金风险偏好提升，零食板块流动性和估值层面得到改善，其中卤味连锁龙头迎来短期快速反弹，我们认为后续将更看重基本面表现及业绩兑现能力。年内视角，优先推荐基本面向好的零食板块，行业仍具备新渠道扩张、新产品渗透率提升红利，Q4 具备春节旺季催化，中期维度看业绩增速快且确定性强，PEG 有望向 1 靠拢，推荐需求逐步改善的洽洽食品、多渠道快速扩张的盐津铺子。

软饮料：行业步入淡季，市场竞争逐步趋缓，同时终端价盘得到修复，为来年开门红蓄力。短期来看，行业各项催化因素趋弱，市场更多关注个股基本面变化，如 Q3 业绩前瞻及新品表现。中长期来看，我们更关注传统品类龙头及新品类扩容红利。传统品类方面，龙头有望凭借规模化优势，持续提升价格竞争力，强化市占率。新品类方面，如无糖茶、电解质水仍有渗透率提升空间，具备渠道、品牌优势的企业有望受益。我们推荐业绩持续超预期的能量饮料龙头东鹏饮料，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：考虑中期景气修复的确定性，板块仍推荐配置.....	3
二、行情回顾.....	4
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.....	8
五、风险提示.....	8

图表目录

图表 1：周度行情.....	4
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.....	5
图表 4：申万食品饮料指数行情.....	5
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）.....	6
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（%）.....	7
图表 9：高端酒批价走势（元/瓶）.....	7
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（%）.....	8
图表 13：啤酒进口数量（万千升）与均价（美元/千升）.....	8
图表 14：近期上市公司重要事项.....	8



一、周观点：考虑中期景气修复的确定性，板块仍推荐配置

● 白酒板块

本周板块明显回调，主要系前期政策转向催化后市场对顺周期情绪的降温，当资金交易情绪降温后，周内市场陆续开始审视短期板块所处的基本面以及临近的 Q3 业绩兑现情况。

从短期基本面来看，白酒板块仍处于景气下行周期，从中秋&国庆的动销反馈中可见一斑，但我们预计基本面反馈的动销同比下滑与酒企三季报表现 EPS 表现仍会有所差异、预计多数酒企表现 EPS 仍会录得正增长、幅度甚至可在双位数以上，两者间差额体现在白酒板块内品牌、价位的动销反馈分化（各区域各价位中强势产品表现会相对较优），以及渠道加库存、或酒厂加大渠道&SKU 铺设面。

我们认为市场对酒企 Q3 业绩预期已在中秋前后结合基本面反馈有所下修，市场更期望酒企可以对此前预设的增长目标进行舒压、去化社会库存减轻包袱以维护品牌定位并在后一轮景气上行周期中可以释放更高弹性，因此也建议提升对短期 EPS 的包容度，在中期抗通缩主线中白酒或早或晚会迎来景气拐点，结合当下酒企的估值水平，我们预计情绪持续下行风险相对较小。

对于中期的基本面拐点，首先仍需观察近期相关财政刺激等政策的规划及落地情况，其次关注后一个春节旺销期前后渠道对各品牌续签的态度、对加大信用杠杆的包容度等，我们始终认为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。

节后飞天茅台批价有小幅回落，也符合常规旺季后动销由旺转淡时的价格变动趋势，仍建议关注 10 月配额到货过程中价格表现。此外，预计近期酒企会陆续对财年剩余回款部分进行厂商沟通，包括进一步明确相关返利、补贴政策等，偏控价模式下的产品价盘表现亦建议关注。

整体而言，从中期修复链条来看，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。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：短期政策刺激下，板块估值显著提升，尤其此前受损较为严重的餐饮供应链企业更为受益。政策传导至基本面仍需时滞，目前我们已观察到国庆期间板块动销改善，预计后续随着政策逐步加码、消费信心企稳，商务、聚会、家庭等餐饮消费逐步修复，基本面改善有望驱动第二轮上涨机会。我们率先看好成长型赛道渗透率提升（复合调味品、零添加等结构性产品）估值端修复，另一条主线则建议关注具备业绩韧性的龙头海天味业、安琪酵母。

休闲食品：近期资金风险偏好提升，零食板块流动性和估值层面得到改善，其中卤味连锁龙头迎来短期快速反弹，我们认为后续将更看重基本面表现及业绩兑现能力。年内视角，优先推荐基本面向好的零食板块，行业仍具备新渠道扩张、新产品渗透率提升红利，Q4 具备春节旺季催化，中期维度看业绩增速快且确定性强，PEG 有望向 1 靠拢，推荐需求逐步改善的洽洽食品、多渠道快速扩张的盐津铺子。

本周三只松鼠发布三季报业绩预告，单 Q3 预计实现归母净利润 0.48-0.52 亿元，同比+200.45%-224.81%；实现扣非归母净利润 0.34-0.41 亿元，同比+176.7-233.6%，业绩超预期。

公司坚定贯彻“高端性价比总战略，持续重点推进“业务、供应链和组织三大结构性变革。夯实“D+N”全渠道协同打法，聚焦分销 105 款日销品打造并完成首轮铺市，市场反响良好。报告期内全渠道营收持续增长，规模效应下整体费率持续优化。推进“一品一链”供应链持续创新升级，产品竞争力进一步强化，整体毛利率率稳定。

软饮料：行业步入淡季，市场竞争逐步趋缓，同时终端价盘得到修复，为来年开门红蓄力。短期来看，行业各项催化因素趋弱，市场更多关注个股基本面变化，如 Q3 业绩前瞻及新品表现。中长期来看，我们更关注传统品类龙头及新品类扩容红利。传统品类方面，龙头有望凭借规模化优势，持续提升价格竞争力，强化市占率。新品类方面，如无糖茶、电解质水仍有渗透率提升空间，具备渠道、品牌优势的企业有望受益。我们推荐业绩持续超预期的能量饮料龙头东鹏饮料，中长期视角下新品放量+大单品全国化仍有较大发展空间。

东鹏饮料发布三季报业绩预告，单 Q3 预计实现营收 45.3-48.5 亿元，同比+42.3-52.4%；



实现归母净利润 8.7-10.0 亿元，同比+58.8-82.5%；实现扣非归母净利润 8.4-9.7 亿元，同比+64.8-90.2%，收入业绩均超预期。

Q3 渐入软饮消费淡季，公司收入同比延续高增长，且环比亦有增长主要系：1) 能量饮料持续推进全国化战略，网点数量不断扩张。并加强冰冻化建设，通过陈列和广告宣传提高产品曝光率、拉动终端动销。2) “补水啦”持续进行网点铺设，复用现有网点优势叠加拓宽渠道场景预计 Q3 延续高增长趋势。

若以中枢计算，单 Q2 归母净利率为 19.9%，同比+2.7pct，环比-4.4pct，主要系 1) 补水啦成长为 10 亿元大单品，持续释放规模效应。2) PET 低位锁价全年、白砂糖随行就市采购，Q3 价格降幅达到 10%+，成本端持续受益。3) 冰柜费用追加、奥运相关冠名费用投放，预计销售费率小幅提升。4) 以中枢计算，Q3 扣非净利率+3.3pct，主因今年理财投资等收益减少。

二、行情回顾

本周（10.08-10.11）食品饮料（申万）指数收于 18140 点（-7.47%），沪深 300 指数收于 3887 点（-3.25%），上证综指收于 3218 点（-3.56%），深证综指收于 1835 点（-4.80%），创业板指收于 2101 点（-3.41%）。

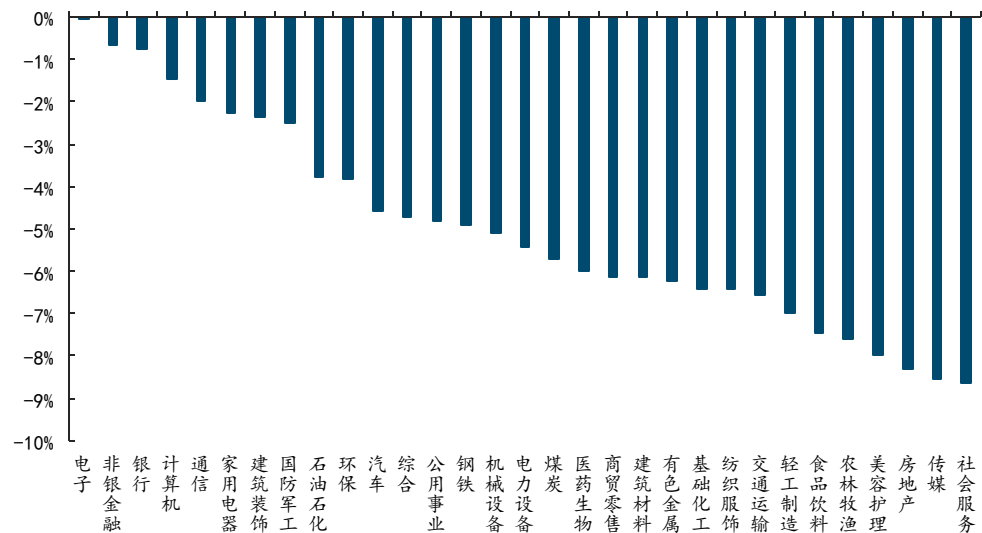
图表1：周度行情

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	18140	-7.47%	-7.10%
沪深 300	3887	-3.25%	13.29%
上证综指	3218	-3.56%	8.16%
深证综指	1835	-4.80%	-0.16%
创业板指	2101	-3.41%	11.08%

来源：I find，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（-0.02%）、非银金融（-0.64%）、银行（-0.77%）。

图表2：周度申万一行业涨跌幅

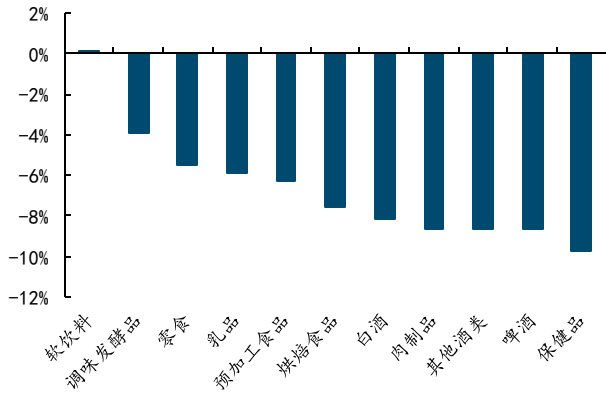


来源：I find，国金证券研究所

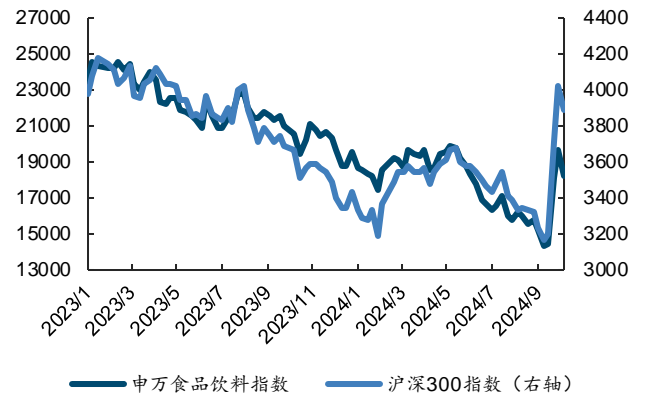
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为软饮料（+0.17%）、调味发酵品（-3.95%）、零食（-5.48%）。



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: 西部牧业 (+10.28%)、舍得酒业 (+9.42%)、东鹏饮料 (+6.83%)、天味食品 (+3.36%)、莲花控股 (+2.31%) 等。涨跌幅靠后的为: 皇台酒业 (-23.02%)、ST 春天 (-14.47%)、伊力特 (-13.88%)、迎驾贡酒 (-13.75%)、香飘飘 (-13.58%) 等。

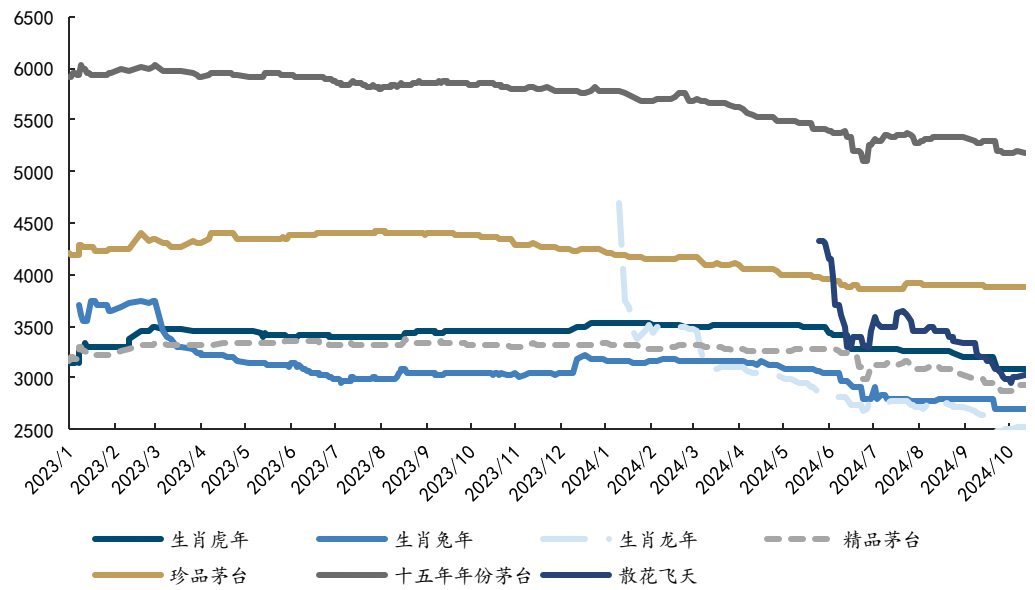
图表5: 周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10

涨跌幅前十名	涨幅 (%)	涨跌幅后十名	跌幅 (%)
西部牧业	10.28	皇台酒业	-23.02
舍得酒业	9.42	ST 春天	-14.47
东鹏饮料	6.83	伊力特	-13.88
天味食品	3.36	迎驾贡酒	-13.75
莲花控股	2.31	香飘飘	-13.58
安琪酵母	2.09	老白干酒	-13.35
岩石股份	1.69	海南椰岛	-13.15
三只松鼠	-1.22	金徽酒	-12.88
盐津铺子	-1.92	千味央厨	-12.86
贝因美	-2.31	良品铺子	-12.84

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)

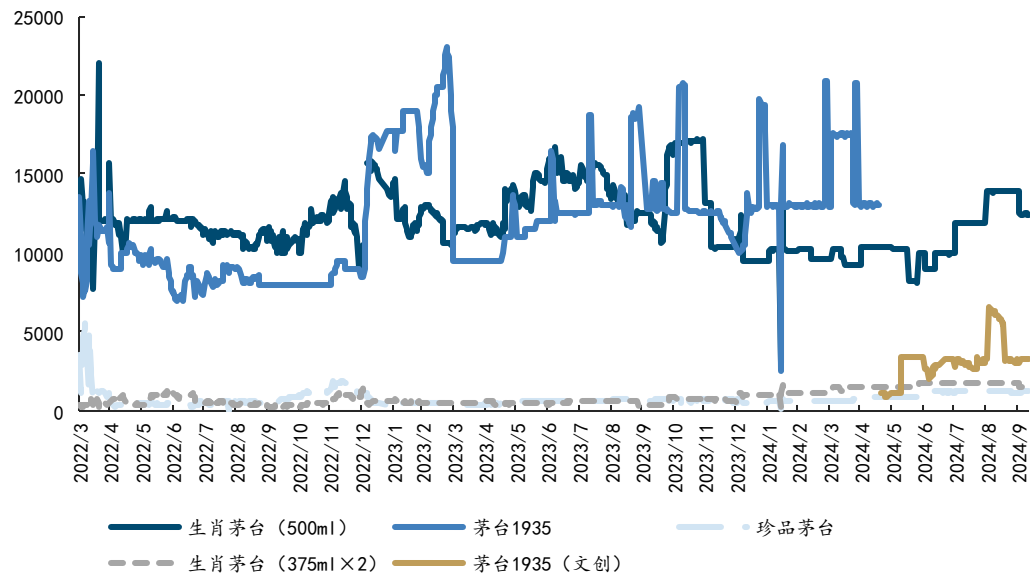


图表6: 非标茅台及茅台 1935 批价走势 (元/瓶)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 24 年 10 月 12 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 12 日)

三、食品饮料行业数据更新

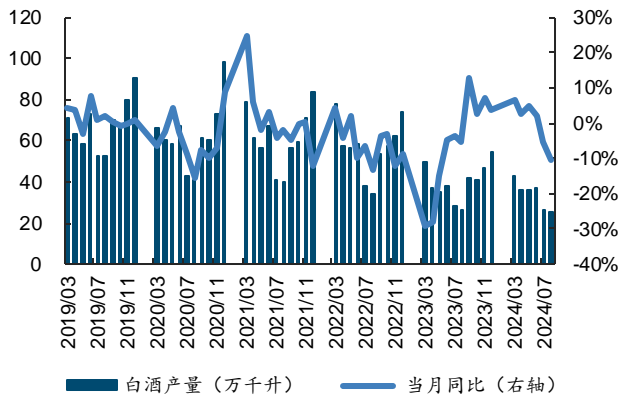
■ 白酒板块

2024 年 8 月, 全国白酒产量 25.60 万千升, 同比-10.20%。

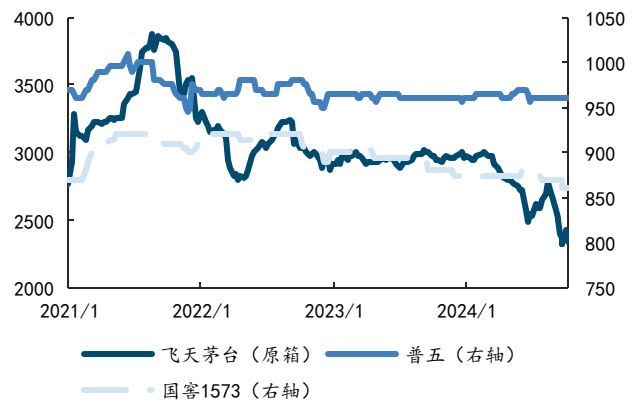
据今日酒价, 10 月 11 日, 飞天茅台整箱批价 2340 元 (环周-60 元), 散瓶批价 2280 元 (环周-20 元), 普五批价 960 元 (环周持平), 高度国窖 1573 批价 860 元 (环周持平)。



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)

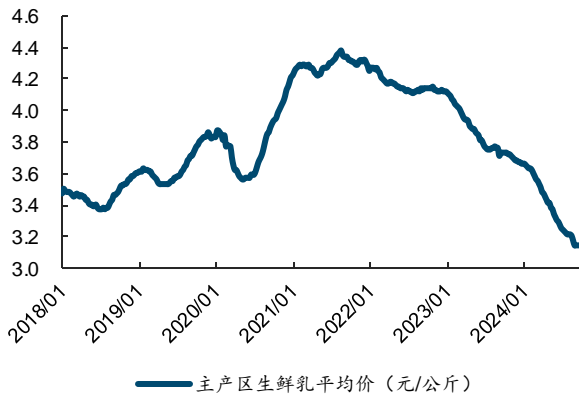
来源: 今日酒价, 国金证券研究所(注: 数据更新至24年10月11日)

■ 乳制品板块

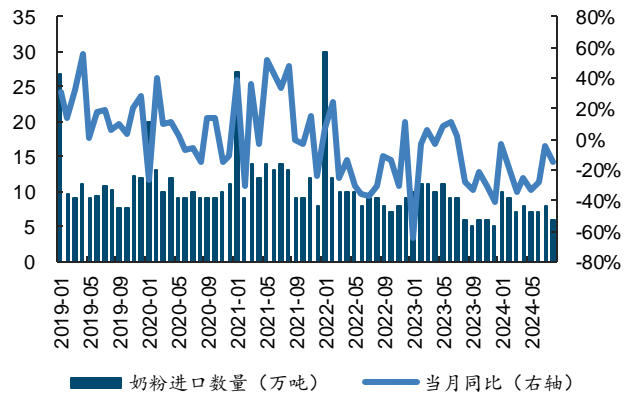
2024年10月11日, 我国生鲜乳主产区平均价为3.14元/公斤, 同比-15.8%, 环比持平。

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10月11日)

来源: Ifind, 国金证券研究所(注: 数据更新至24年8月)

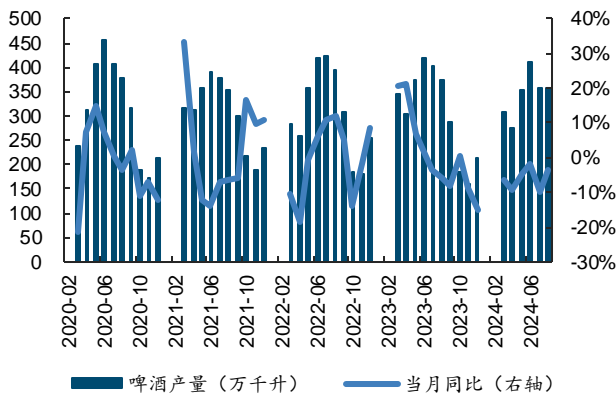
■ 啤酒板块

2024年8月, 我国啤酒产量为358.5万千升, 同比-3.3%。

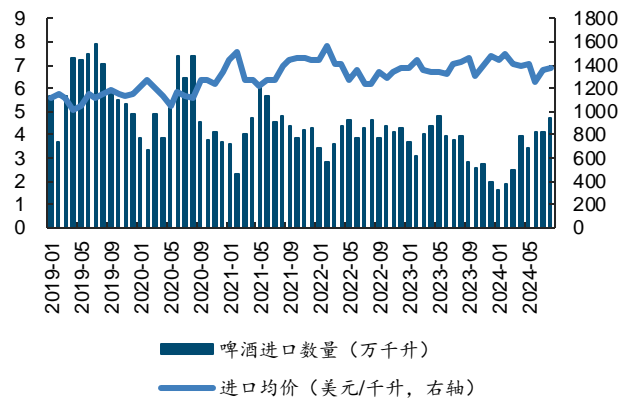
2024年1~8月, 我国累计进口啤酒数量为26.34万千升, 同比-16.8%; 进口金额3.63亿美元, 同比-16.4%。其中, 单8月进口数量4.70万千升, 同比+20.1%; 进口金额0.65亿美元, 同比+15.7%。



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

10月11日, 2024郎酒重阳下沙大典举行。活动现场, 郎酒透露, 截至2024年重阳节前, 2023批次酱香郎酒已生产完毕, 产量6.5万吨, 郎酒酱香基酒实际存量已达26.5万吨。从2024批次酱香郎酒重阳下沙生产开始, 郎酒酱酒产能已达7.2万吨, 2025年, 酱香郎酒销售投放计划不超过2.6万吨。(酒业家)

据全国白酒价格调查资料显示, 9月全国白酒环比价格总指数为100.05, 上涨0.05%。其中, 名酒环比价格指数为100.04, 上涨0.04%; 地方酒环比价格指数为100.06, 上涨0.06%; 基酒环比价格指数为100.03, 上涨0.03%。从月定基价格指数看, 9月全国白酒定基价格总指数为110.25, 上涨10.25%。其中, 名酒定基价格指数为112.92, 上涨12.92%; 地方酒定基价格指数为105.90, 上涨5.90%; 基酒定基价格指数为109.95, 上涨9.95%。(糖酒快讯)

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”, 白酒产量增长19.7%。(微酒)

■ 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
10月24日	良品铺子	2024年第一次临时股东大会
10月24日	莫高股份	2024年第一次临时股东大会
10月24日	桂发祥	2024年第四次临时股东大会
10月29日	老白干酒	2024年第一次临时股东大会

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