



食品饮料行业研究

买入（维持评级）

行业年度报告

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）
liuchengqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬（执业 S1130524040003）
yetao@gjzq.com.cn

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

政策催化预期改善，重视底部配置机会

投资逻辑

年初至今，受消费需求疲软、资金面转向影响，食品饮料板块仍以消化估值为主，收益跑输大盘。9月底随之而来的政策组合拳刺激下，扭转了市场过度悲观预期，10月初板块估值逐步修复。我们认为25年行业将转入复苏阶段，方向上看顺周期弹性及优质龙头α，短期预期推动PE先行，后续EPS修复有望实现共振。

1. 白酒板块：摩厉以须，静候需求曳引再进攻。24年动销乍暖还寒，自Q2起景气下行、行业缩量、酒企逐步出清。此轮缩量的成因是企业端盈利预期&居民端收入预期下行导致的酒类消费降频、降档，酒企报表层面中报时预收款走弱已现端倪、三季报超预期降速。当下酒企选择减缓对逆势扩张的执念，舒缓流通端库存压力、维系良性的厂商关系与品牌认知，以备景气修复时呈现更强进攻性，预计24Q4报表出清会再加速。

目前白酒面临现状为：短期缺乏基本面催化、预期25年春节旺季动销难以改善，但中期可期待景气拐点。1)短期仍建议关注25年春节动销反馈，在此期内市场对酒企报表容忍度相对较高。考虑春节窗口会有较多被动型的白酒需求，低预期下若动销反馈&批价反馈相对还可以则构成短期催化，类似于14年春节。2)中期维度看，我们预计白酒板块25年进攻性催化在于宏观政策转向后企业端及居民端消费情绪的修复。其中，泛商务需求前置修复，对应渠道对下游账期包容度提升、中小企业及国央企招待情绪转暖等。建议持续关注政策端催化、及已有政策落地生效斜率，参考16年通胀预期回暖后白酒开启新一轮牛市，市场对需求侧拉力重视度更高。

投资建议：持续推荐白酒板块顺周期潜在催化下的性价比配置契机、赔率相对不错，目前机构配置度、板块估值水平仍处于周期较底部水平。推荐个体性禀赋较强的高端酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）、泛全国化的赛道龙头（山西汾酒、古井贡酒等），关注次高端等高弹性酒企。

2. 大众品板块：短期需求承压，龙头仍具备韧性。1)啤酒：短期升级趋势放缓，餐饮承压致量增受阻，中长期看供给端共同驱动升级+提效的逻辑不变。2)零食受益于新渠道&新产品驱动，预计高基数下仍有1-2年渠道扩张红利，竞争加剧环境有望通过优化供应链维持盈利稳定。3)餐饮供应链（调味品、速冻）：B端量价维度显著承压，C端零添加、健康升级趋势不变。其中调味品更具韧性，龙头挤压式增长。4)乳品&软饮：行业集中度继续提升，龙头旺季加大促销力度，行业更多期待供给端改善，如乳品上游原奶去库有助于价盘稳定，软饮料持续推陈出新弥补品类老化。

主线一：关注餐饮链修复弹性。倘若内需政策持续加码，餐饮端有望实现较大的修复弹性，其中啤酒、速冻、定制餐调板块相关度更高，低估值的传统调味品亦有望实现较为明显的估值修复弹性。建议关注青岛啤酒（结构升级趋势延续）、安井食品（小B此前受损严重，但在内部占比较高）、颐海国际（关联方业务占比30%+，且仍在持续挖掘小B增量）、中炬高新（新管理层在餐饮端持续赋能）。

主线二：重视行业&个股边际改善。1)供给侧改善，市场份额持续集中的乳制品龙头，建议关注乳制品龙头（原奶供给端收紧，小企业生存压力加大，市场份额有望加速集中）。2)具备新渠道扩张、新品类红利的个股，如休闲零食中的盐津铺子（山姆、定量流通等渠道持续扩张）、劲仔食品（新品唐心鹌鹑蛋、深海鳀鱼上市）、软饮料中的百润股份（威士忌品类上市）、东鹏饮料（基本盘稳健、电解质水加速扩张）、农夫山泉（包装水修复、无糖茶品类延续高增长）。3)成本改善有望超预期个股，如安琪酵母（新榨季成本确认改善，幅度有望超预期）

风险提示

宏观经济增速放缓、原材料价格上涨风险、区域市场竞争风险、食品安全问题风险



内容目录

一、 食品饮料 24 年板块复盘：基本面逐渐触底，估值具备性价比.....	5
二、 白酒板块：摩厉以须，静候需求曳引再进攻.....	6
2.1 24 年行情复盘：乍暖还寒，Q2 起景气回落、行业出清起始.....	6
2.2 12~16 年行情复盘：需求侧回暖是最佳进攻催化.....	8
2.3 投资建议：顺周期催化或贯穿全年，攻守兼备持续推荐！.....	12
三、 大众品板块：龙头抗压能力强，关注餐饮链和个股 α	15
3.1 主线一：看好餐饮链修复弹性.....	15
3.2 主线二：重视具备 α 的优质龙头.....	20
四、 风险提示.....	25

图表目录

图表 1： 2024 年初至今申万一级板块收益率表现.....	5
图表 2： 2024 年初至今食品饮料板块收益跑输大盘.....	6
图表 3： 2024 年初至今申万食品饮料二级板块乳制品、调味品表现最好.....	6
图表 4： 2024 年初至今白酒指数表现复盘.....	6
图表 5： 2016 年至今规上工业企业当月利润同比增速.....	7
图表 6： 2016 年至今当月酒类 CPI 同比及 PPI 同比情况.....	7
图表 7： 2024Q1~Q3，白酒酒企营收/利润表现环比走弱，2024Q3 表观同比录得下滑/亏损的酒企覆盖面提升..	7
图表 8： 2012 年规上工业企业利润增速转负.....	8
图表 9： 2012 年初高端白酒批价见顶开始回落.....	8
图表 10： 2013 年酒企营收普遍录得下滑，直至 2014 年后半旬低基数下营收陆续企稳.....	8
图表 11： 2014 年上证综指及白酒指数年内累计涨跌幅梳理.....	9
图表 12： 2014 年白酒板块占基金重仓持股市值比已 $\leq 1\%$	10
图表 13： 2013~2014 年高端白酒批价持续回落（元/瓶）.....	10
图表 14： 2015 年上证综指及白酒指数年内累计涨跌幅梳理.....	10
图表 15： 2015 年酒类 CPI 全年每月同比均为负.....	11
图表 16： 2015 年高端酒批价筑底，普五批价震荡上行.....	11
图表 17： 2015 年起多数酒企表观营收已经重回增长.....	11
图表 18： 2016H1 地产开工/销售/商品房价格已有所回暖.....	12
图表 19： 2016H1 伴随 CPI 增速抬头，通胀预期升温.....	12
图表 20： 三季报披露后市场已密集下修 25 年业绩预期，估值切换仍待观察春节实际动销及酒企目标规划..	12



图表 21:	2007 年至今月度高端酒批价同比增速与 T-12 期 M1 同比增速梳理	13
图表 22:	目前白酒板块 PE-TTM 约 21X, 位于 2016 年至今约 10th 分位	13
图表 23:	2022 年至今地产开竣工及商品房销售情况梳理	14
图表 24:	2022 年至今一至四线城市二手房挂牌指数环比情况梳理	14
图表 25:	2014 年至今白酒内部各子板块累计涨跌幅梳理	14
图表 26:	白酒板块重点标的盈利预测	15
图表 27:	2024 年社零餐饮零售额增速逐月回落	16
图表 28:	限额以上餐饮企业 (大 B) 增速高基数下回落	16
图表 29:	2022 年调味品下游餐饮占比约 50%	16
图表 30:	调味品行业零售额增速放缓	16
图表 31:	基础调味品公司 24 年营收单季增速分化	17
图表 32:	复合调味品公司 24 年营收单季增速放缓	17
图表 33:	24 年基础调味品原料价格持续下行	17
图表 34:	24 年复合调味品主要原料价格有升有降	17
图表 35:	安琪酵母 24Q3 净利率达到历史低位	18
图表 36:	24-25 年预期上游糖料种植面积增长 (单位: 千公顷)	18
图表 37:	调味品重点公司 24-26 年重点标的盈利预测	18
图表 38:	速冻企业收入表现	19
图表 39:	速冻企业利润表现	19
图表 40:	千味央厨不同渠道收入增长情况	19
图表 41:	三全食品不同渠道收入增长情况	19
图表 42:	速冻食品企业销售毛利率相对平稳	19
图表 43:	速冻食品企业销售净利率趋势下滑	19
图表 44:	速冻食品重点公司 24-26 年重点标的盈利预测	20
图表 45:	原奶价格降幅持续扩大	20
图表 46:	奶牛养殖自 23 年开始亏损	20
图表 47:	牛奶产量 Q3 同比开始出现下滑	20
图表 48:	10 月乳制品产量累计同比下滑 2.3%	20
图表 49:	部分乳制品企业净利率与原奶价格走势	21
图表 50:	伊利股份近几年存货减值情况	21
图表 51:	乳制品行业 Q3 收入趋势好转	21
图表 52:	乳制品行业净利润表现	21
图表 53:	乳制品板块重点标的盈利预测	21
图表 54:	健康食材新品放量速度快 (单位: 亿元)	22
图表 55:	卫龙、洽洽大单品稳健增长 (单位: 亿元)	22



图表 56: 行业内多数企业高基数下逐季降速	22
图表 57: 行业内个股净利率表现相对稳定	22
图表 58: 行业内多数企业毛利率呈现下降趋势	23
图表 59: 行业内多数企业销售费用率逐季下降	23
图表 60: 休闲食品板块重点标的盈利预测	23
图表 61: 软饮料重点公司 24 年收入增速放缓	24
图表 62: 软饮料重点公司 24 年净利率分化加剧	24
图表 63: 24Q1-Q3 软饮料行业原材料成本持续下行	24
图表 64: 24H1 统一和康师傅饮料净利率明显改善	24
图表 65: 软饮料行业新品快速扩容	25
图表 66: 即饮茶行业于 2021 年重启增长	25
图表 67: 软饮料板块重点公司 24-26 年盈利预测	25



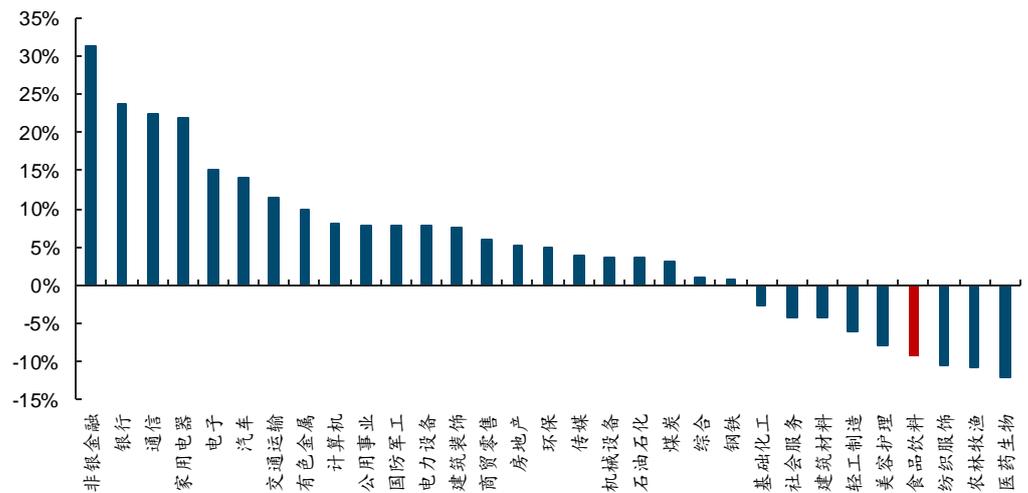
一、食饮 24 年板块复盘：基本面逐渐触底，估值具备性价比

年初至今，受消费需求疲软、资金面转向影响，食品饮料板块仍以消化估值为主，收益跑输大盘。年初至今，食饮板块涨跌幅为-9.3%，在 31 个申万一级行业中居 28 位。

从估值层面来看，今年以来食品饮料板块估值延续了 23 年下修趋势，PE-TTM 自年初约 25x，开年因春节备货和动销表现好于预期估值略有上行。但进入 Q2 后，行业呈现明显的淡旺季之分，且下游对待库存更加谨慎，最终业绩端来看 Q2 表现低于预期，板块估值一路下探至 9 月初约 16x-17x。

9 月底随之而来的政策组合拳刺激下，扭转了市场过度悲观预期，10 月初板块估值逐步修复至 20x 以上，三季报集中将悲观情绪释放后，目前正处于磨底阶段。当前对应 10 年/5 年的 PE-TTM 分位数分别为 5th/8th，处于历史底部位置。

图 1：2024 年初至今申万一级板块收益率表现



来源：Ifind，国金证券研究所（注：收益率区间为 2024/1/1-2024/11/22）

复盘收益率，2024 年至今食品饮料板块波动较大，整体表现为下行趋势。1) 年初至 2 月，逐步下行。因大盘市场情绪不佳，叠加市场对白酒春节动销预期偏悲观，期间收益率期间表现为个位数下降。

2) 3 月至 5 月，企稳回升。节后回顾白酒动销好于预期，主要受益于春节返乡潮。大众品板块如调味品、零食、乳制品等受益于春节错位，宴席需求&送礼需求加持下动销普遍表现亮眼，4 月披露的年报&一季报表现符合预期甚至超预期，期间板块收益率最高达 5-6%。

3) 6 月至 9 月，大幅下行。春节旺季过后，以 5-6 月餐饮社零为代表的消费数据、新房销售面积及开工面积等房产数据较此前走弱，大众信心受损，且半年报显示多数企业在 Q2 业绩降速，白酒板块尤其经历了较为深度的调整，带动板块指数一路下行，期间最深跌幅达 26%。

4) 9 月下旬-至今，超跌反弹。随着三季报悲观业绩预期释放，叠加 9 月底出台的一揽子政策支持，白酒、餐饮链等标的作为顺周期标的领涨，板块年初以来收益接近持平状态。

分子板块而言，1) 乳品表现最为稳健，年初资金偏好高股息标的，龙头伊利、蒙牛此前已经针对需求不足、价盘扰动等问题深度调整，估值降至历史底部位置，叠加伊利分红率 70% 以上，红利配置价值体现，年初至今收益率为 6.8%。

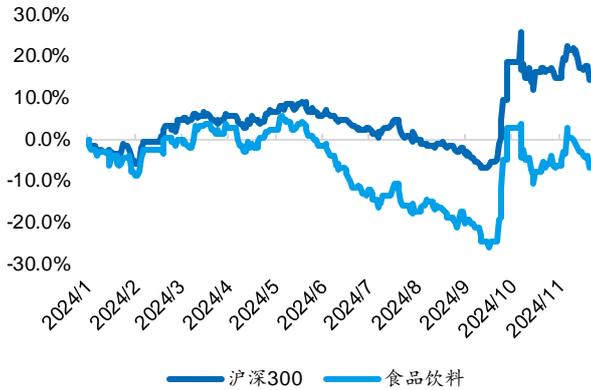
2) 其次是调味品板块，年初表现较为平淡系餐饮需求弱于预期。而后续以海天为代表的龙头在低库存运作下，持续实现挤压式增长，且 C 端仍具备结构升级红利，因此调味品板块后来居上，年初至今收益率-0.2%。

3) 休闲零食和非白酒板块分别处于成长期量增、结构化升级价增阶段，10 月估值修复弹性较大，年初以来收益率分别为-9.4%/-2.9%。

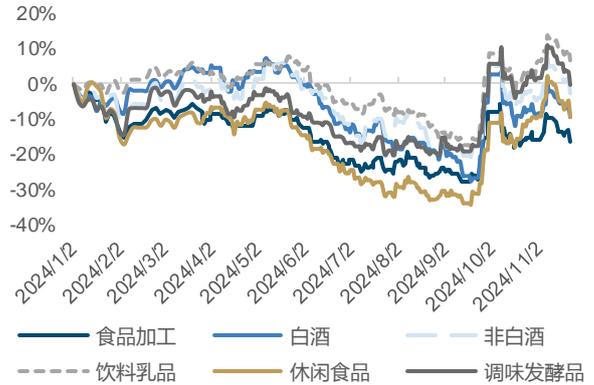
4) 白酒和食品加工板块收益表现靠后，核心原因在于基本面与经济预期、餐饮复苏预期强相关，三季报集中释放压力，且下修市场对来年预期，年初以来收益率分别为-9.4%/-16.4%。



图表2: 2024年初至今食品饮料板块收益跑输大盘



图表3: 2024年初至今申万食品饮料二级板块乳制品、调味品表现最好



来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 收益率区间为 2024/1/1-2024/11/22, 以 2024 年初为基准)

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 收益率区间为 2024/1/1-2024/11/22, 以 2024 年初为基准)

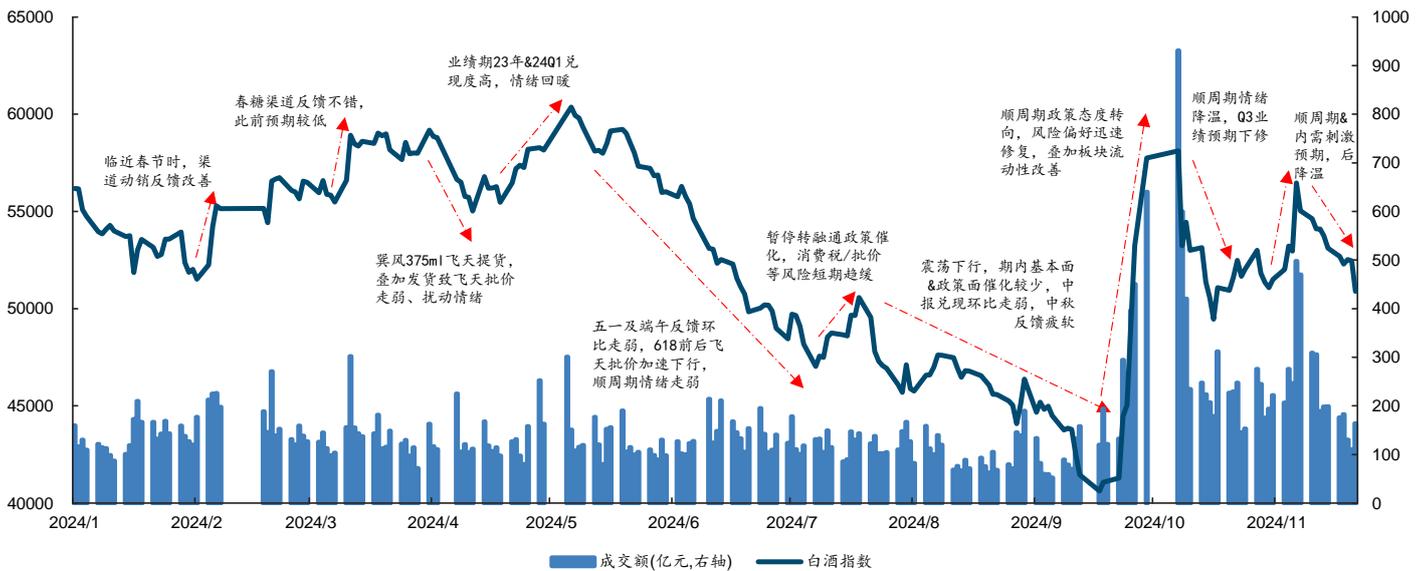
二、白酒板块：摩厉以须，静候需求曳引再进攻

2.1 24 年行情复盘：乍暖还寒，Q2 起景气回落、行业出清起始

24 年初至今白酒动销反馈高开低走：1) 春节动销录得低预期下的超预期增长，主要系临近春节大众需求释放不错。2) 春糖后需求逐步走弱，商务需求未有起色，宴席去年同期高基数叠加部分区域无春习俗扰动反馈一般。3) 中秋&国庆动销持续走弱、坐实白酒行业缩量趋势。

此轮缩量的成因是企业端盈利预期、居民端收入预期下行，导致酒类消费呈现降频、降档的趋势。考虑目前工业企业利润及 CPI/PPI 等宏观指标仍较承压，渠道动销反馈也尚未改善，市场对 24Q4、25Q1 白酒动销预期较低，对自上而下政策落地并传导至白酒动销回暖仍需等待。

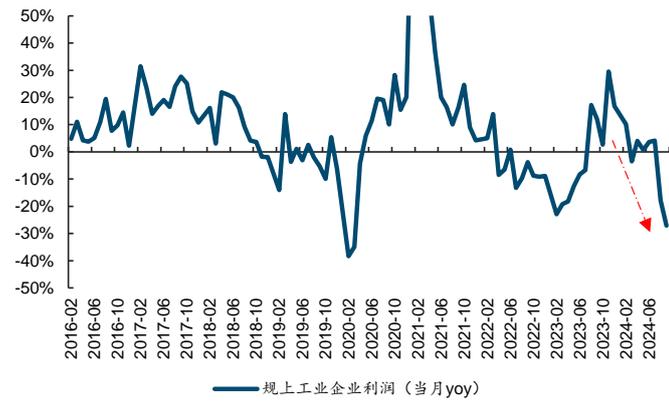
图表4: 2024年初至今白酒指数表现复盘



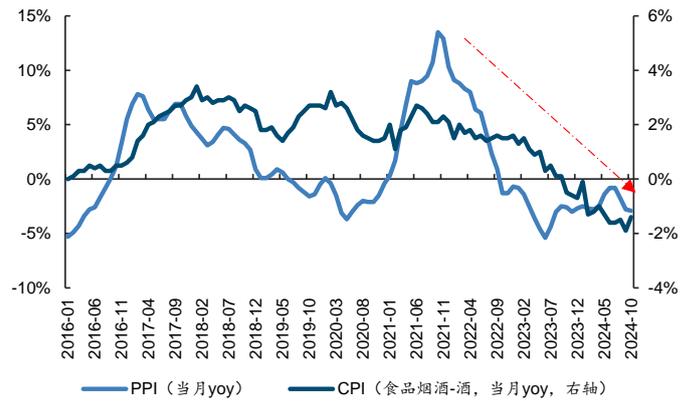
来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 11 月 22 日)



图表5: 2016年至今规上工业企业当月利润同比增速



图表6: 2016年至今当月酒类GPI同比及PPI同比情况



来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 2021年1~2月/3月增速分别为179%/92%、

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至2024年10月)

未在图内显示, 数据截至2024年9月)

报表端: 酒企减缓业绩诉求, 24Q3超预期降速。24Q2起白酒动销反馈走弱, 在中报时已初见端倪 (特别是多数酒企预收款同比下滑)、三季报超预期降速 (24Q3除贵州茅台以外的上市酒企营收同比-6.8%)。

如前所述, 市场对酒企潜在表现降速亦有一定预期, 缺乏动销支撑的营收增长被视为是厂商间的库存腾挪, 而当下渠道库存相对高企、产品价弱倒挂幅度高也饱受诟病, 因此当下酒企普遍减缓对逆势扩张的执念, 顺势而为舒缓流通端库存压力、维系良性的厂商关系与品牌调性, 以备景气修复时呈现更强进攻性, 因此我们预计行业层面24Q4、25Q1或再降速、去库。

图表7: 2024Q1~Q3, 白酒酒企营收/利润表现环比走弱, 2024Q3表现同比录得下滑/亏损的酒企覆盖面提升

分类	公司名称	营业收入 yoy			归母净利润 yoy		
		24Q1	24Q2	24Q3	24Q1	24Q2	24Q3
高端	贵州茅台	18%	17%	15%	16%	16%	13%
	五粮液	12%	10%	1%	12%	12%	1%
	泸州老窖	21%	11%	1%	23%	2%	3%
次高端	山西汾酒	21%	17%	11%	30%	10%	10%
	舍得酒业	4%	-23%	-31%	-3%	-88%	-79%
	水井坊	9%	17%	0%	17%	30%	8%
	酒鬼酒	-49%	-13%	-67%	-76%	-61%	亏损
	洋河股份	8%	-3%	-45%	5%	-10%	-73%
	今世缘	23%	22%	10%	22%	17%	7%
	古井贡酒	26%	17%	13%	32%	25%	14%
区域酒及其他	迎驾贡酒	21%	19%	4%	30%	28%	6%
	口子窖	11%	6%	-22%	10%	15%	-28%
	金种子酒	-3%	-26%	-54%	扭亏	亏损	亏损
	老白干酒	13%	9%	0%	33%	47%	25%
	金徽酒	20%	8%	16%	22%	2%	109%
	伊力特	12%	4%	-23%	7%	39%	-18%
	天佑德酒	33%	-12%	-19%	40%	亏损	亏损
	顺鑫农业	-1%	-23%	-37%	37%	亏损	亏损
白酒板块合计		15%	11%	1%	16%	12%	2%

来源: Ifind, 国金证券研究所

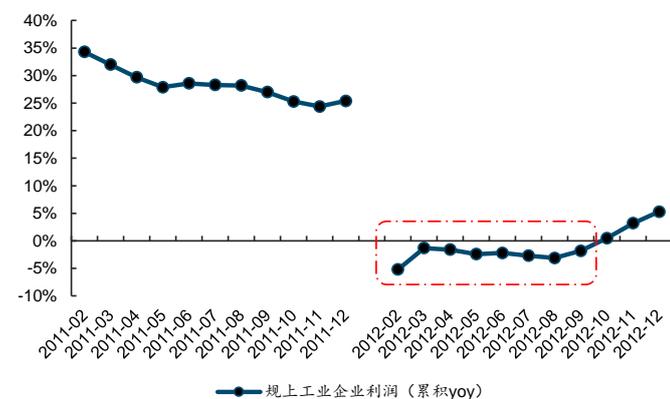


2.2 12~16 年行情复盘：需求侧回暖是最佳进攻催化

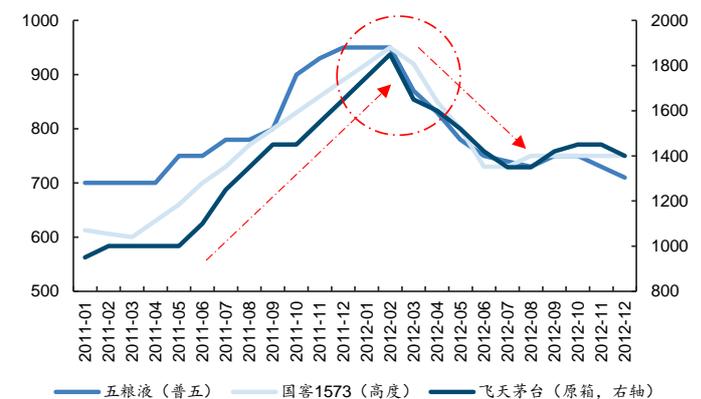
以史为鉴，我们认为 12~16 年白酒行情的起伏与 22 年至今的周期有一定相似性，通过历史复盘窥探景气下行期市场的交易重点及右侧拐点催化因素。上一轮周期时股价先行见底，再是批价磨底并经历报表出清，直至 16 年始通胀预期回暖、需求侧拉力显现白酒板块方彰显强进攻性。

12 年复盘：白酒消费受行业内外风险夹击，景气下行起始。12 年行业内外风险夹击，行业内部受 11 月“塑化剂”事件及 12 月限制三公消费等政策影响；宏观层面经济势能回落挤压酒类消费需求，彼时酒类需求结构仍以政商务为主、受外部环境景气回落的影响更直接，这也与 12 年初高端酒批价冲高见顶后迅速回落相对应（12 年 2 月飞天茅台/普五/国窖 1573 批价阶段性见顶、分别约 1850/950/950 元，13 年末时批价分别回落至 1400/710/750 元）。但事件性催化仍是白酒周期拐点的导火索，11~12 月抹平年内最高约 28% 的超额收益。

图表8：2012 年规上工业企业利润增速转负



图表9：2012 年初高端白酒批价见顶开始回落



来源：I find, 国金证券研究所

来源：今日酒价, 国金证券研究所 (注：单位为元/瓶)

13 年复盘：需求端超预期缩量，传导至表观酒企营收普遍开始出清。彼时，行业内龙头酒企对 13 年经营目标定性普遍仍要取得一定增长（例如贵州茅台目标营收+20%左右，五粮液目标营收+15%左右，洋河股份目标营收+10%）。但从基本面的看，13 年春节动销超预期回落，反腐等相关政策落地性较高、尤其对高价位酒类消费冲击明显。

高档酒批价下行贯穿 13 年全年，中秋&国庆旺销期批价超幅回落刷新了市场对行业调整的认知，期内也不乏头部酒企价格策略出现失误。因此，即使酒企锚定要增长，但在需求缩量的环境下仍以“顺势而为”为主、行业景气回落快速传导至酒企表观营收普遍录得同比下滑。其中，泛全国化次高端率先调整，高端酒/区域酒相对滞后。此轮周期也呈现相似规律，22Q4 酒鬼酒/水井坊率先报表调整，直至 24Q3 行业层面营收/利润增速大幅回落。

13 年全年白酒指数相对上证综指跑输约 36%，期内表现 EPS 不断下修及出清、名酒批价下行恶化产业各价位竞争格局、缺失的政商务需求尚未观察到承接，白酒产业经历至暗时刻，13 年末时白酒行业 PE-TTM 约 9X。此外，至 13Q3 公募基金对白酒行业重仓持股也已出清，产业层面开始探索新发展的方向。

图表10：2013 年酒企营收普遍录得下滑，直至 2014 年后半旬低基数下营收陆续企稳

单季度营收同比 YOY	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
贵州茅台	75%	37%	19%	-4%	18%	39%	6%	1%	-4%	11%
五粮液	20%	29%	5%	0%	-40%	-9%	-23%	-28%	-7%	7%
泸州老窖	36%	27%	-3%	9%	3%	-36%	-49%	-5%	-61%	-75%
山西汾酒	115%	33%	26%	-21%	-14%	-36%	-44%	-42%	-43%	16%
舍得酒业	23%	65%	-4%	-24%	-21%	-47%	-24%	29%	15%	3%
水井坊	-10%	-6%	-50%	-63%	-79%	NA	-77%	-23%	76%	NA
酒鬼酒	112%	-43%	-62%	-55%	-81%	16%	-59%	-46%	-10%	-42%



单季度营收同比 YOY	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
洋河股份	33%	8%	6%	-8%	-22%	-40%	-10%	-3%	0%	20%
今世缘							-17%	13%	-3%	3%
古井贡酒	58%	-12%	19%	-18%	2%	31%	-5%	22%	9%	-9%
金种子酒	18%	51%	12%	-37%	-10%	-10%	-30%	41%	17%	6%
老白干酒	31%	4%	32%	-10%	-17%	31%	-7%	-33%	41%	47%
伊力特	84%	67%	5%	33%	-10%	-27%	-19%	-28%	-1%	37%
天佑德酒	42%	37%	31%	28%	9%	9%	-8%	-24%	8%	0%

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 标红底纹指代下滑)

14 年复盘: 春节动销回暖仍是昙花一现, 期内 EPS 与机构持仓已基本出清。14 年白酒动销节奏高开低走, 春节低预期背景下高端酒销售反馈还不错、飞天茅台/普五批价均有小幅回升, 大众消费承接政商务消费的产业趋势已初见雏形。此后, 淡季高端酒批价仍相对平稳, 由于前期有动销支撑, 即使春糖反馈平淡、贵州茅台年报目标低于预期、行业层面 14 年一季报&中报仍在出清, 白酒指数仍较上证综指录得相对超额 (3 月中旬时超额收益达 19%, 估值一定程度上有超跌修复)。

但中秋&国庆旺销期动销反馈回落、高端酒批价震荡下行, 使得需求修复预期再走弱、白酒指数在 14 年四季度跑输上证综指近 20%、全年维度跑输约 10%, 14 年末时对 15 年需求修复几无期盼, 居民端消费升级的宏大叙事尚未形成雏形。此外, 14 年也贯穿国企混改、行业收并购整合、沪港通开启等事件型催化, 通过产业整合以获取集中度红利的发展逻辑在当时占优。14 年全年白酒板块 PE-TTM 均值 12X, 较 13 年低点已有修复。

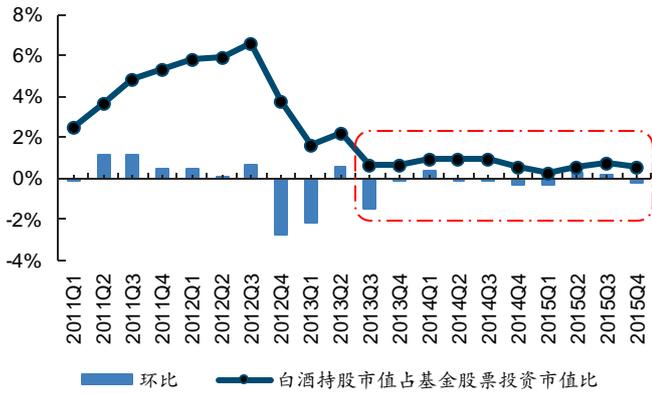
图表 11: 2014 年上证综指及白酒指数年内累计涨跌幅梳理



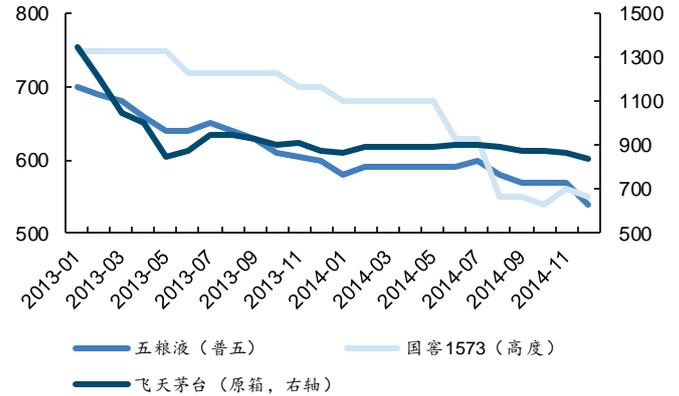
来源: Ifind, 国金证券研究所



图表12: 2014年白酒板块占基金重仓持股市值比已≤1%



图表13: 2013~2014年高端白酒批价持续回落(元/瓶)



来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: 今日酒价, 国金证券研究所

15年复盘: 行业筑底只等风来, 酒企已蓄势待发。从动销维度看, 15年呈现典型的“旺季还行, 淡季较淡”特征。在全年酒类CPI同比均为负、固定资产投资增速回落的背景下, 即使酒厂在供给端&营销端有所作为(例如普五8月初提价50元, 茅台对飞天茅台批价≤850元的渠道加强督查)、高端酒批价企稳甚至回升, 但由于需求侧拉力不足, 换言之缺乏动人的成长性逻辑, 白酒指数贯穿全年缺乏进攻性。

15年白酒指数相对上证综指的超额收益主要源于防御性(例如8月下旬), 期内国改主题仍贯穿全年(如五粮液、老白干等)。从全年维度看, 白酒指数相较上证综指超额收益约13%, 在基本面筑底的过程中仍呈现一定的配置优势, 这也源于此前估值折价幅度较高(15年PE-TTM均值20X)、板块机构配置处于历史低位、多数酒企EPS已出清并重回增长通道。彼时, 白酒的发展逻辑主要为“集中度提升”, 手段包括收购并购、头部酒企挤压中小酒企等, 对消费升级带动行业加速复苏的进攻性预期仍较低。

图表14: 2015年上证综指及白酒指数年内累计涨跌幅梳理



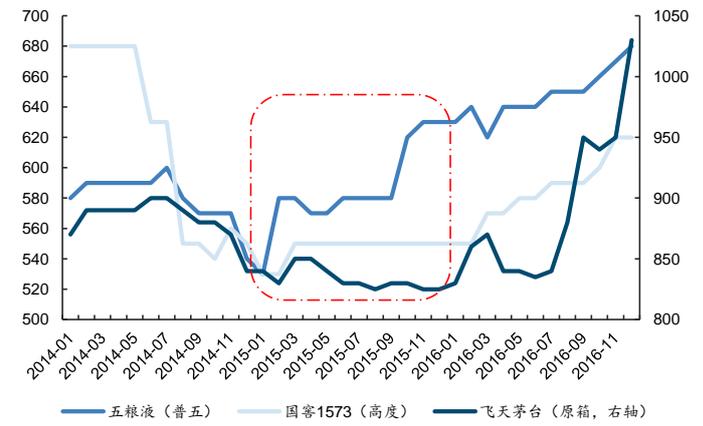
来源: Ifind, 国金证券研究所



图表15: 2015年酒类CPI全年每月同比均为负



图表16: 2015年高端酒批价筑底, 普五批价震荡上行



来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: 今日酒价, 国金证券研究所

图表17: 2015年起多数酒企表现营收已经重回增长

单季度营收同比 YOY	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
贵州茅台	16%	6%	0%	-3%	17%	14%	17%	30%
五粮液	0%	-9%	15%	10%	31%	-1%	13%	5%
泸州老窖	22%	-14%	16%	225%	16%	15%	22%	28%
山西汾酒	-8%	9%	17%	16%	2%	18%	18%	-5%
舍得酒业	-10%	-18%	-37%	-18%	35%	13%	69%	7%
水井坊	255%	85%	69%	172%	14%	54%	31%	62%
酒鬼酒	98%	50%	38%	42%	4%	-15%	12%	32%
洋河股份	10%	11%	12%	1%	9%	1%	9%	5%
今世缘	2%	3%	-8%	7%	8%	5%	11%	-4%
古井贡酒	12%	16%	14%	10%	11%	15%	12%	22%
迎驾贡酒	5%	-5%	-6%	-1%	3%	-8%	2%	15%
口子窖	11%	32%	18%	-1%	20%	4%	6%	5%
金种子酒	-9%	-27%	-21%	-11%	-9%	-17%	-30%	-15%
老白干酒	38%	38%	6%	-6%	10%	21%	1%	-4%
金徽酒					24%	3%	5%	-3%
伊力特	1%	1%	0%	1%	6%	-3%	4%	6%
天佑德酒	2%	-3%	-14%	18%	-6%	18%	2%	19%

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 标红底纹指代下滑)

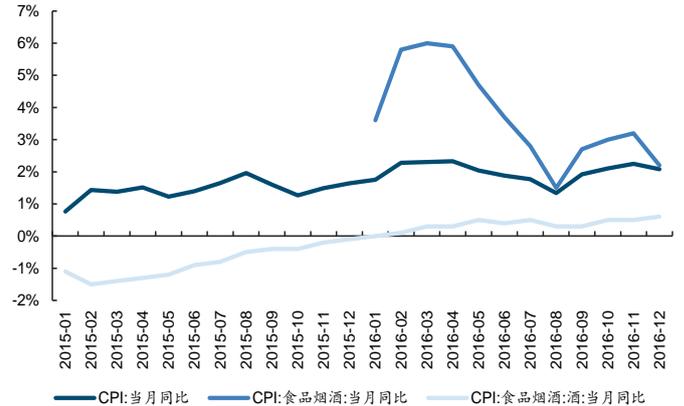
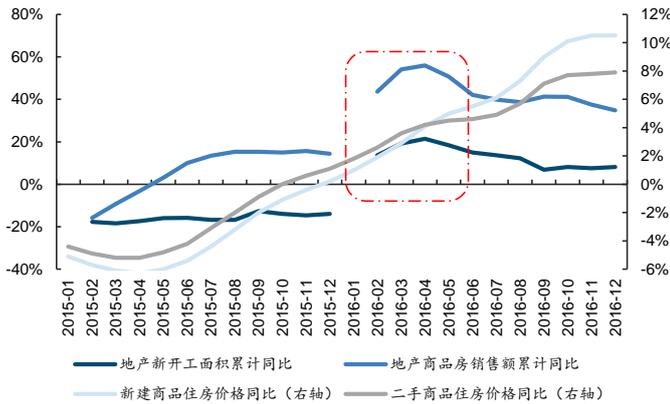
16H1 复盘: 通胀升温叠加地产回暖催化, 白酒右侧行情起始。16H1 白酒指数相对上证超额收益达 37%, 其中可细分为 2 个阶段: 1) 16 年 1~2 月在上证综指加速回落过程中呈现了低估值、低机构持仓下的防御性, 期内春节反馈平稳、相对上证超额收益约 10%。

2) 3 月起板块逆势攀升, 拐点事件是两会总理发言对 16 年发展的预期目标 GDP 增长 6.5~7%, CPI 涨幅 3% 左右, 拟安排财政赤字 2.18 万亿元、赤字率提高到 3%。期内, 通胀逻辑开始升温, 叠加 2 月 CPI 超预期, 基建、地产开始回暖, 五粮液等酒企释放提价信号。此外, 贵州茅台一季报超预期等事件也有催化。



图表18: 2016H1 地产开工/销售/商品房价格已有所回暖

图表19: 2016H1 伴随 CPI 增速抬头, 通胀预期升温



来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所

2.3 投资建议: 顺周期催化或贯穿全年, 攻守兼备持续推荐!

短期预判: 春节动销仍或有小幅下滑, 但市场对 24Q4/25Q1 业绩容忍度高。我们预计 24Q4&25Q1 泛春节动销期渠道反馈仍会承压, 但动销下滑幅度会明显较双节期间收窄。主要考虑春节本身具备特殊的文化意义, 对应酒饮方面也会有一些被动的礼赠、亲朋及商务聚饮需求释放, 即降频导致量的影响会相对趋缓, 但受消费力影响价格端仍会有降档情况存在。

图表20: 三季报披露后市场已密集下修 25 年业绩预期, 估值切换仍待观察春节实际动销及酒企目标规划

25E 归母净利润一致预期环比

公司名称	25E 归母净利润一致预期环比												
	24.1 末	24.2 末	24.3 末	24.4 末	24.5 末	24.6 末	24.7 末	24.8 末	24.9 末	24.10 末	当前	年初至今	
高端	贵州茅台	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.5%	-0.1%		-0.1%	-2.1%	-0.2%	-2.3%	-0.4%	-5.7%
	五粮液	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-1.8%	-0.2%	-0.1%		-0.3%	-0.4%	-2.2%	-2.1%	-7.4%
	泸州老窖		-0.1%	-0.1%	-1.2%	-0.1%		-0.2%	-2.9%	-7.1%	-4.3%	-6.7%	-20.7%
次高端	山西汾酒	-0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.1%		-0.1%	-3.9%	-0.6%	-2.8%	-3.5%	-10.0%
	酒鬼酒	-0.2%	-4.8%	-6.7%	-22.4%	-17.9%		-12.9%	-17.2%	-10.6%	-6.0%	-38.7%	-79.0%
	舍得酒业		-1.9%	-9.0%	-4.7%	-1.0%			-30.2%	-4.3%	-27.2%	-4.4%	-60.8%
	水井坊	-1.1%	0.2%	-0.2%	-5.8%	-0.6%		-4.8%	-0.2%		-0.9%	-3.6%	-16.0%
区域酒及 其他	洋河股份		-0.7%		-14.6%	-3.0%		-0.1%	-6.8%	-1.5%	-5.7%	-15.1%	-39.6%
	古井贡酒		0.2%	0.2%	1.9%	0.9%			-1.3%	-1.2%	-3.6%	-4.3%	-7.0%
	今世缘	-0.3%	0.1%	0.3%	-1.2%	-1.5%		-0.2%	-1.4%	-0.2%	-3.8%	-5.0%	-12.5%
	口子窖		-0.9%	-0.3%	-3.2%	-4.7%	0.1%		-2.4%	-0.5%	-9.7%	-4.4%	-23.6%
	迎驾贡酒		0.2%	0.1%	2.4%	0.7%			-0.5%		-7.6%	-2.6%	-7.4%
	金徽酒	-0.4%	0.8%	-12.2%	-8.3%	-0.1%	-0.1%	0.1%	-4.2%	-0.2%	-1.4%	-0.1%	-24.1%
	伊力特	1.8%	0.7%	0.2%	-5.2%	-0.4%	0.1%	-2.0%	-11.2%	-3.6%	-7.2%	-1.7%	-25.6%
	顺鑫农业	-1.1%	-5.9%	-6.4%	-15.4%	-11.8%	0.4%	-2.6%	-2.4%	0.4%	-8.2%	-9.1%	-48.1%
	老白干酒		-2.3%	-0.5%	-0.2%	-0.1%			0.5%	0.2%	-2.8%	-1.8%	-6.8%
	金种子酒	-5.2%	3.8%		-35.3%	-17.6%	-6.4%	-8.5%	-24.7%	-0.6%	-40.5%	-19.7%	-84.0%

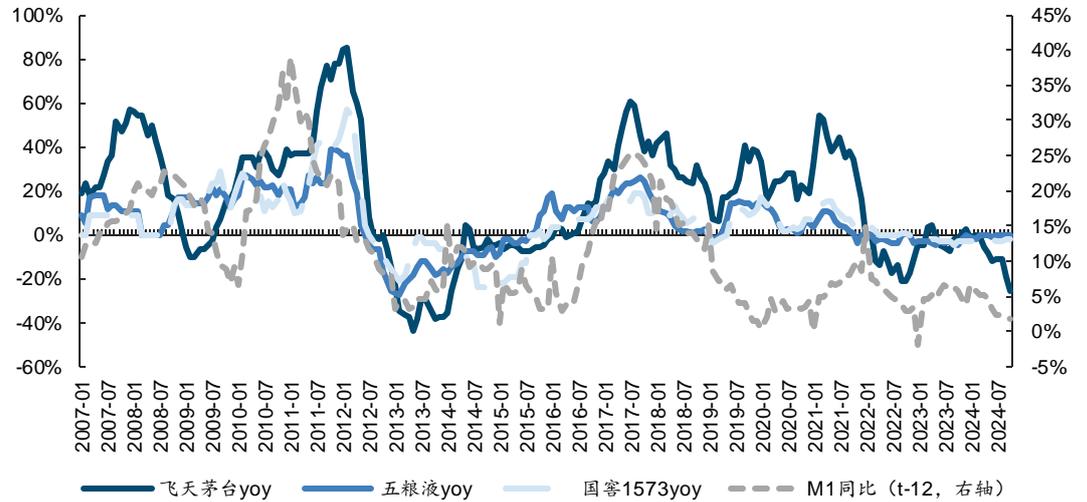
来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 11 月 22 日, 空值为环比持平)

我们认为短期板块会先以估值修复为主, 同时观察 25 年春节动销反馈。目前白酒板块面临的现状是: 短期缺乏基本面催化, 预期 25 年春节旺季动销难以明显改善, 但中期可期待景气拐点。换言之, 市场对短期动销/EPS 承压已有一定预期与包容度, 对 25Q2 及之后动销修复亦有期盼。因此建议关注 25 年春节动销反馈, 在此时期报表容忍度相对较高, 低预期下若动销反馈还可以构成短期催化, 类似 14 年春节。



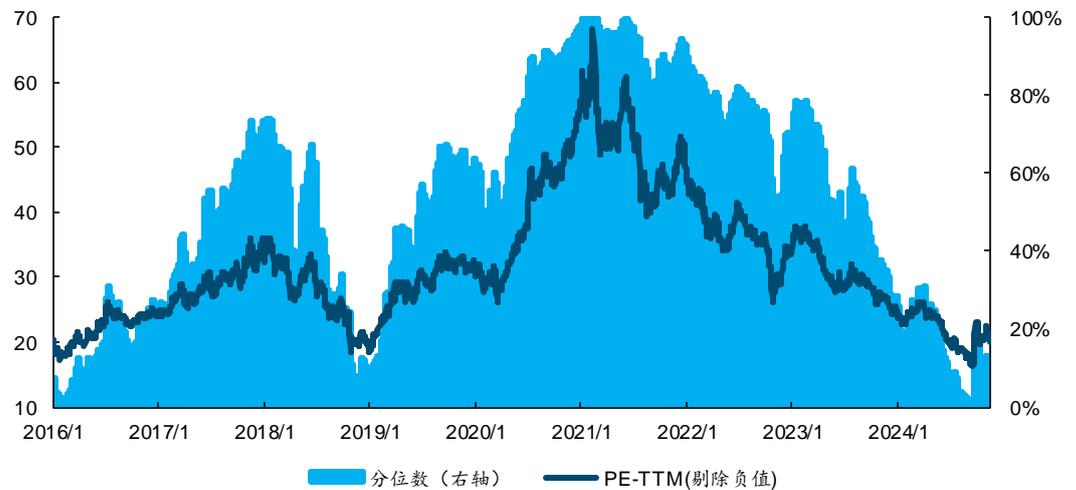
自 16 年后白酒产业的核心发展逻辑便是消费升级，即需求拉力拽动酒类产品价增，前瞻指标 M1 同比增速领先高端酒批价同比约 12 个月。目前需求侧缺乏拉力，酒企思路陆续从“以价换量”转至“以量换价”，虽然短期 EPS 预计不佳，但市场基于酒企经营模式的切换、去库存的态度对估值仍会有一定包容度，价稳在该窗口期的关注度会优于表现业绩，15 年白酒板块相对能站稳脚跟的立足点也在于名酒价盘企稳。

图21：2007 年至今月度高端酒批价同比增速与 T-12 期 M1 同比增速梳理



来源：今日酒价，Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2024 年 10 月）

图22：目前白酒板块 PE-TTM 约 21X，位于 2016 年至今约 10th 分位



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2024 年 11 月 22 日）

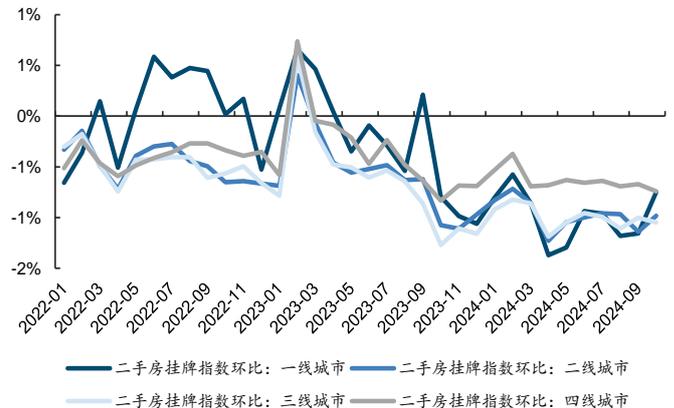
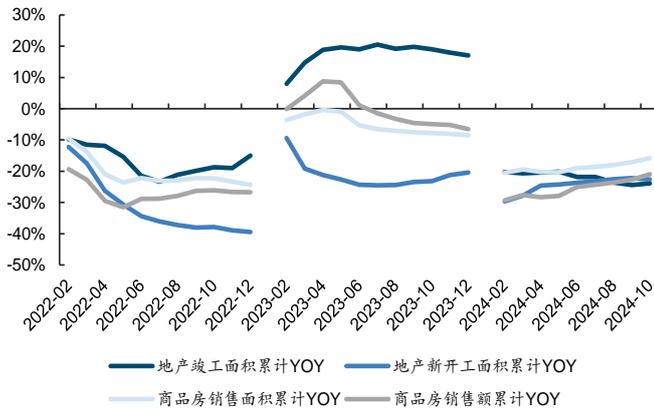
白酒板块 25 年能有进攻性的催化仍在于宏观政策转向企业端及居民端消费情绪的修复。企业端招待需求及礼赠需求前置修复，特别是因为企业收付账期与渠道现金为王情绪相悖导致缺失的需求。待商务景气度恢复后，伴随经济内驱产业的创新及科技化，居民端消费升级仍是主旋律，区域龙头经历此轮摸高也证明其拥有向次高端及以上价位运作的潜力。建议持续关注政策端催化、及已有政策落地生效斜率，参考 16 年通胀预期回暖后白酒开启新一轮牛市。

从渠道层面而言，若下游需求有所回暖，其也会放宽对下游的信用政策、提升库存容忍度，伴随批价预期企稳回升。目前泛全国化名酒的社会库存主要积蓄于经销商层级，特别是与酒企拥有较强黏性的老商或核心终端。当下缺乏价升预期导致终端对库存包容度较低，待价盘预期拐点上行时终端也能分流部分经销商库存，当前市场担忧的渠道库存拖累成长性问题的改善。



图表23：2022年至今地产开竣工及商品房销售情况梳理

图表24：2022年至今一至四线城市二手房挂牌指数环比情况梳理

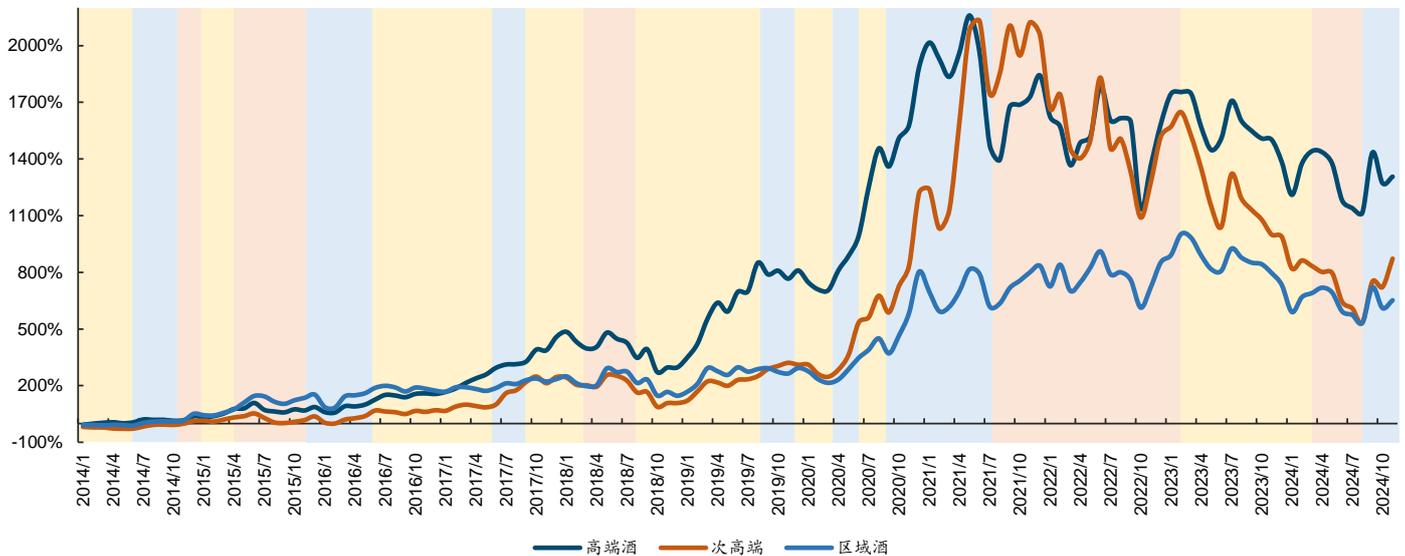


来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至2024年10月）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至2024年10月）

内部配置：泛全国化酒企进攻性强，高端&区域龙头均衡有度。从14年至今白酒内部子板块轮动复盘来看：1) 高端酒引领贯穿上行及下行周期，贵州茅台是14年至今白酒内部区间涨幅最高的酒企。2) 次高端酒在上行期进攻性最强、在下行期回调幅度亦最深，尤其是规模相对较小的二名酒，通过泛全国化突破百亿的汾酒已较均衡。3) 区域酒往往在行业震荡回调期有相对超额，源于区域深耕做精做透，且占其收入主体的次高端及以下价位动销也有一定韧性。

图表25：2014年至今白酒内部各子板块累计涨跌幅梳理



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至2024年11月22日，采用各子板块内标的累计涨跌幅的算术平均，金色底纹为高端酒相对有超额，蓝色底纹为次高端，橙色底纹为区域酒）

整体而言，我们认为白酒短期基本面风险、EPS 风险均已有所出清，市场对白酒基本面认知已再审视。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。持续推荐白酒板块顺周期潜在催化下的性价比配置契机，推荐个体禀赋较强的高端酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）、各自赛道龙头（山西汾酒、古井贡酒等），关注次高端等高弹性酒企。



图表26：白酒板块重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入			YOY			归母净利润			YOY			PE		
		24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
高端酒	贵州茅台	1751	1926	2078	16%	10%	8%	861	950	1028	15%	10%	8%	22	20	18
	五粮液	911	984	1062	9%	8%	8%	333	362	394	10%	9%	9%	17	16	14
	泸州老窖	331	358	397	9%	8%	11%	146	159	179	10%	9%	12%	14	13	11
次高端	山西汾酒	372	413	459	17%	11%	11%	125	140	158	20%	12%	13%	19	17	15
	舍得酒业	57	60	65	-19%	6%	8%	9	11	12	-48%	14%	14%	26	23	20
	水井坊	52	54	59	4%	5%	9%	14	15	16	9%	6%	12%	19	18	16
	酒鬼酒	14	15	17	-51%	11%	10%	1	1	2	-89%	154%	42%	308	121	86
地产酒	洋河股份	298	285	304	-10%	-4%	7%	82	78	85	-18%	-5%	9%	16	16	15
	今世缘	119	133	150	18%	12%	13%	37	41	48	16%	13%	16%	15	14	12
	古井贡酒	239	265	299	18%	11%	13%	57	65	77	23%	15%	18%	17	15	13
	迎驾贡酒	76	82	91	13%	9%	10%	27	30	34	18%	12%	12%	18	16	14
	金徽酒	30	34	39	18%	15%	14%	4	5	6	22%	16%	18%	26	22	19
	伊力特	22	24	26	-2%	8%	12%	4	4	5	5%	13%	18%	23	20	17

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2024 年 11 月 22 日，盈利预测均为国金证券预测值）

三、大众品板块：龙头抗压能力强，关注餐饮链和个股α

短期需求承压，龙头仍具备韧性。复盘 24 年细分板块表现，我们观察到 1) 啤酒：短期升级趋势放缓，餐饮承压致量增受阻，中长期看供给端共同驱动升级+提效的逻辑不变。2) 餐饮供应链（调味品、速冻）：B 端量价维度显著承压，C 端零添加、健康升级趋势不变。其中调味品更具韧性，龙头挤压式增长。3) 零食受益于新渠道&新产品驱动，预计高基数下仍有 1-2 年渠道扩张红利，竞争加剧环境有望通过优化供应链维持盈利稳定。4) 乳品&软饮：行业集中度继续提升，龙头旺季加大促销力度，行业更多期待供给端改善，如乳品上游原奶去库有助于价盘稳定，软饮料持续推陈出新弥补品类老化。

- 主线一：餐饮链修复弹性。倘若内需政策持续加码，餐饮端有望实现较大的修复弹性，其中啤酒、速冻、定制餐调板块相关度更高，低估值的传统调味品亦有望实现较为明显的估值修复弹性。建议关注青岛啤酒、安井食品（小 B 此前受损最严重，但在内部占比较高）、颐海国际（关联方业务占比约 30%，且仍在持续挖掘小 B 增量）、中炬高新（新管理层有望在餐饮端持续赋能）。
- 主线二：行业&个股边际改善。1) 供给侧改善，市场份额持续集中的乳制品龙头，关注伊利（原奶供给端收紧，小企业生存压力加大，市场份额有望加速集中）。2) 新渠道扩张、新品类红利的个股，如休闲零食中的盐津铺子（山姆、定量流通渠道持续扩张）、劲仔食品（新品溏心鹌鹑蛋、深海鳀鱼上市）、软饮料中的百润股份（威士忌品类上市）、东鹏饮料（特饮基本盘稳健、电解质水加速扩张）、农夫山泉（包装水修复、无糖茶品类延续高增长）。3) 成本改善有望超预期个股，如安琪酵母（新榨季成本确认改善，幅度有望超预期）。

3.1 主线一：看好餐饮链修复弹性

3.1.1 调味品：基本面企稳修复，龙头具备挤压式增长

- 复盘 24 年：B 端需求疲软，C 端竞争加剧

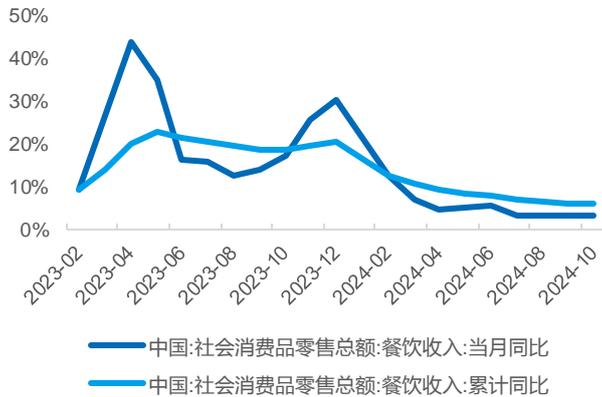
从需求端看，调味品协会数据显示餐饮在调味品下游占比最高，因此今年行业层面受到需求扰动，尤其餐饮占比较高的个股受损更为明显。24M1-M10 餐饮社零收入累计同比+6.2%，较 23 年双位数增长区间显著下移，且月度增速环比下降，餐饮需求持续承压。另外从结构划分来看，今年限额以上餐饮企业增速显著放缓，我们认为主要系需求疲软环境下，大众收入预期谨慎、消费信心不足，因此高端餐饮明显拖累，而大众餐饮表现更佳。

从 C 端表现来看，经历 23 年去库存&零添加快速渗透阶段，24 年量价均有修复。量的维度经销商开启补库存周期、且部分 B 端场景转移至 C 端，预计今年具备小幅增长。价的维度看，零添加红利仍存，相较此前传统的生抽、老抽等品类仍具备结构升级；但增长斜率

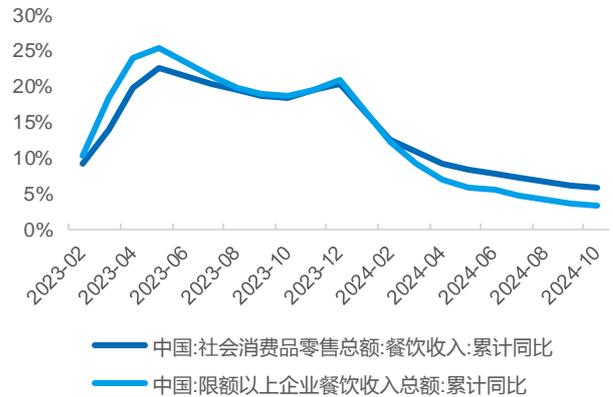


开始放缓，系今年市场竞争加剧环境下，零添加产品溢价能力削弱。

图表27：2024年社零餐饮零售额增速逐月回落



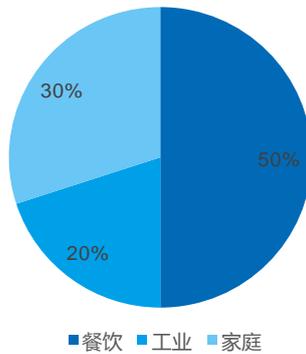
图表28：限额以上餐饮企业（大B）增速高基数下回落



来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

图表29：2022年调味品下游餐饮占比约50%



图表30：调味品行业零售额增速放缓



来源：中国调味品协会，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

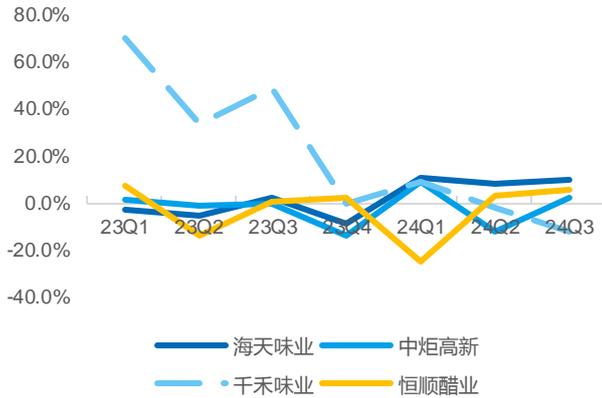
分板块表现来看，随着人口结构变化，基础调味品逐步步入饱和阶段，欧睿数据显示 23 年行业零售额具备小幅下滑，较 19 年之前的大个位数增长显著放缓。在此过程中复合调味品凭借更加便捷化、标准化等特征，渗透率持续提升，甚至对部分基础调味品形成替代，因此复合调味品个股增速好于基础调味品。

在基础调味品内部来看，存在明显的业绩分化，如今年前三季度海天稳定在 10% 左右的收入增速；而中炬和千禾稍显疲软，前三季度收入略有下滑；恒顺则在低基数下自 24Q2 开始报表改善。我们认为分化的主要原因在于，1) 海天自 23 年开启去库存、内部组织结构变革等调整，今年轻装上阵且加强了市场份额修复。2) 渠道调整暂时告一段落，前期社区团购等平台价盘恢复，龙头加强线上电商渠道管控同时优化合作方式，拓展碎片化渠道。

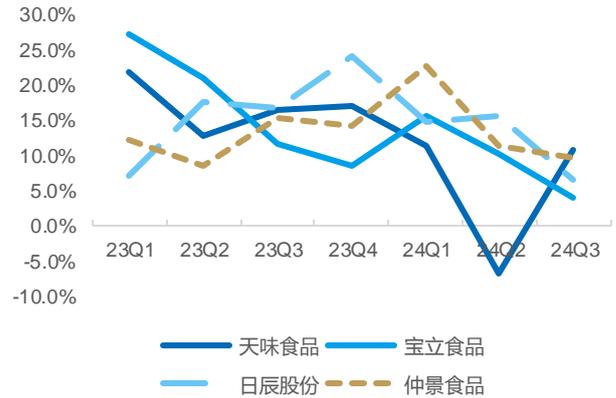
复合调味品方面，餐饮供应链今年明显承压，因此个股增速较 23 年均不同程度回落，但仍有正向增长，较基础调味品表现更好。其中天味食品表现突出，主要系 Q3 开启经销商模式调整，强化经销商质量、重视大商利益，给予相关搭赠政策、冬调产品实现抢先布局。而宝立、日辰分别绑定百胜、呷哺呷哺等大客户，今年连锁大 B 逐季表现疲软，且在去年高基数压力下增速有所放缓。仲景则是主要依靠新品成长提速，其去年新推广的上海葱油在抖音电商等平台快速起量，享受了一年高增长渠道红利后增速略有放缓，但基本盘香辛料等表现相对稳健。



图表31: 基础调味品公司 24 年营收单季增速分化



图表32: 复合调味品公司 24 年营收单季增速放缓

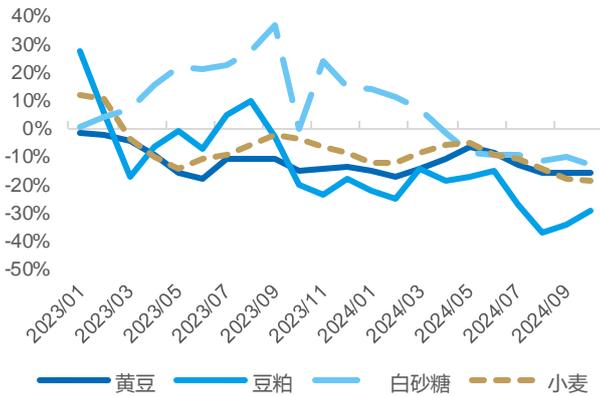


来源: Ifind, 国金证券研究所

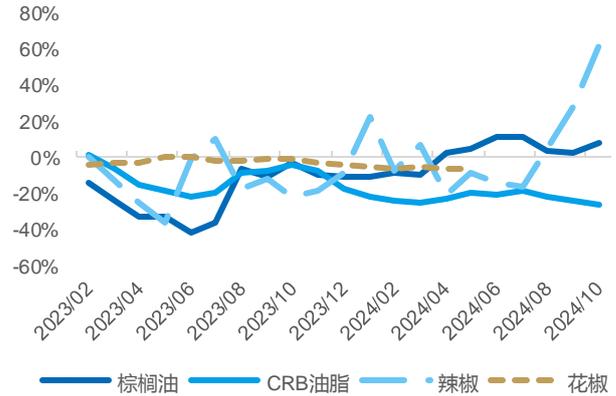
来源: Ifind, 国金证券研究所

从成本端来看, 年初以来以大豆、小麦、白糖为核心原料的基础调味品原料价格均有双位数降幅, 其中白糖在 23 年仍处于上涨通道, 但进入 24 年 3 月开始持续下行, 截至 10 月同比下降 13%。以油脂、辣椒、花椒为核心原料的复合调味品原料价格表现分化, 其中油脂、花椒价格今年起处于下行通道, 而棕榈油和辣椒受供给端影响, 价格有不同程度上涨。总的来看, 基础调味品企业成本端红利持续释放; 但复合调味品企业预计随着采购时点及囤货时间不同, 毛利率端存在不同程度差异。

图表33: 24 年基础调味品原料价格持续下行



图表34: 24 年复合调味品主要原料价格有升有降



来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 10 月)

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 10 月, 花椒部分缺失)

■ 25 年展望: BC 需求均有改善, 成本红利有望延续

我们认为 25 年首选扩大内需主线, 餐饮链需求改善空间更大, 量升有望先于价升。而 C 端零添加、减盐等概念持续强化, 有望通过推广至全品类, 持续呈现结构升级、量价齐升态势。我们预判行业需求将于 25 年开启全面修复, 其中餐饮和工业端修复为核心驱动力。

成本端, 考虑到酱油、醋等酿造生产周期约半年, 25H1 有望受益于 24 年锁定的低位大豆价格, 预计基础调味企业毛利率持续修复。而对复调企业而言, 油脂价格预期稳定, 辣椒和花椒短期内有大幅波动但占比偏低, 预计可以通过低位锁价、生产效率提升等方式对冲。酵母和榨菜原材料糖蜜、青菜头成本在 23 年逐步回落, 仍需密切观察新采购季成本走势。

从行业竞争格局来看, 我们仍看好龙头企业稳健兑现业绩, 同时今年受损的第二梯队个股有望迎来修复, 主要系餐饮端在政策刺激下预期需求改善、中小企业逐步退出后集中度持续提升。复合调味品方面, 预计修复弹性更佳, 尤其是定制餐调个股核心绑定餐饮大客户、且主要依靠新品贡献增量, 新品通常具备高毛利率。以传统 C 端渠道为代表的个股如天味、颐海, 有望持续推进全国化步伐, 在产品、渠道策略调整后具备较强的市场竞争力。

从投资视角来看, 核心推荐具备性价比的餐饮供应链个股+具备边际改善的龙头。重点推荐以下个股:

1、颐海国际: 餐饮链核心标的, 具备 BC 双重驱动。B 端以关联方为代表, 24H1 仍占比收入 30%+, 预计在餐饮链修复带动下彰显较大的业绩弹性。另外在 C 端改革调整见效, 降

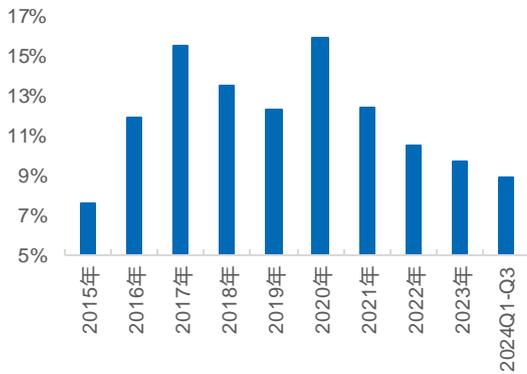


低单品价格有效提振了终端动销、合伙人由存量变增量的考核机制后显著调动了团队积极性，上半年C端恢复双位数增长。我们认为公司内部改革势能仍将延续，并且看好C端出海战略贡献增量。

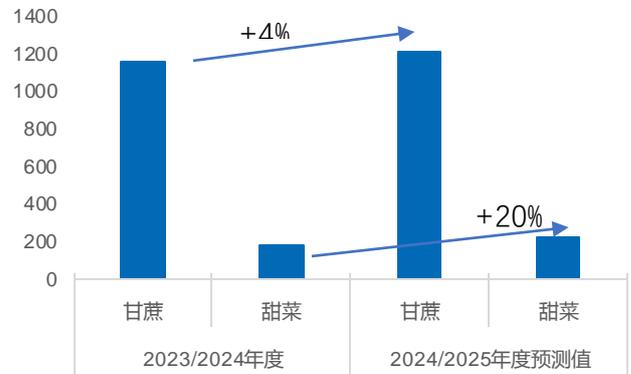
2、中炬高新：新管理层具备餐饮资源，潜在催化有待释放。公司于年初确认三年经营规划和详细的战略路径，新管理层帮助导入华润啤酒的经销商资源，但在改革初期公司面临内外双重挤压，外部餐饮需求疲软叠加C端竞争加剧，内部新团队仍处于磨合期执行效率偏低，因此收入端表现平淡。展望25年我们认为公司新招聘的经销商资源有望发力，借助公司的平台优势持续做大餐饮渠道，同时公司层面还具备非主业剥离、少数股权收回等催化。

3、安琪酵母：收入端具备出海支撑，新榨季业绩弹性有望超预期。展望25年，1) 供给端：结合上游糖料作物供给情况来看，预计24-25年新榨季糖料产量增长9%，则对应糖蜜产量有望同步增长。2) 需求端：下游酒精需求逐步减少，叠加贸易商炒作意愿下降，整体需求端偏良性。3) 替代品：目前水解糖替代率持续提升，我们认为有望制衡糖蜜价格。因此我们看好公司25年实现20%+的业绩弹性。

图表35：安琪酵母24Q3净利率达到历史低位



图表36：24-25年预期上游糖料种植面积增长 (单位：千公顷)



来源：I find, 国金证券研究所

来源：中国糖业协会, 国金证券研究所

图表37：调味品重点公司24-26年重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入 (亿元)			YOY			归母净利润 (亿元)			YOY			PE	
		24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E
基础调味品	海天味业	275	306	240	12%	11%	11%	63	69	77	12%	10%	11%	38	35
	中炬高新	56	63	74	8%	14%	17%	8	9	11	/	9%	11%	22	19
	千禾味业	33	36	40	1%	12%	11%	5	6	7	-1%	12%	14%	24	21
	安琪酵母	154	174	197	13%	13%	13%	14	17	19	7%	22%	16%	22	18
复合调味品	天味食品	34	38	42	8%	13%	11%	6	7	7	24%	15%	13%	25	22
	颐海国际	67	74	82	10%	10%	10%	8	9	10	-7%	14%	11%	16	14

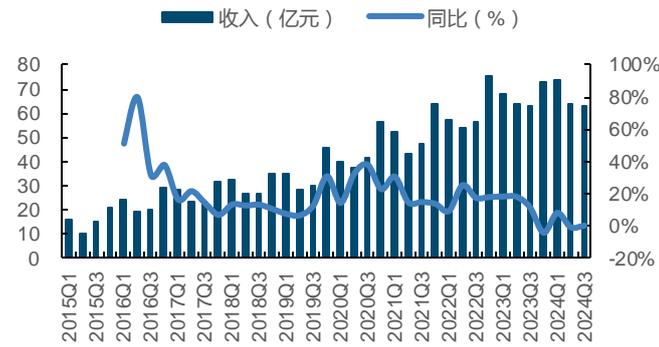
来源：I find, 国金证券研究所 (注：股价截至11月22日，汇率采用1HKD=0.92CNY)

3.1.2 速冻食品：业绩阶段性承压，关注餐饮修复

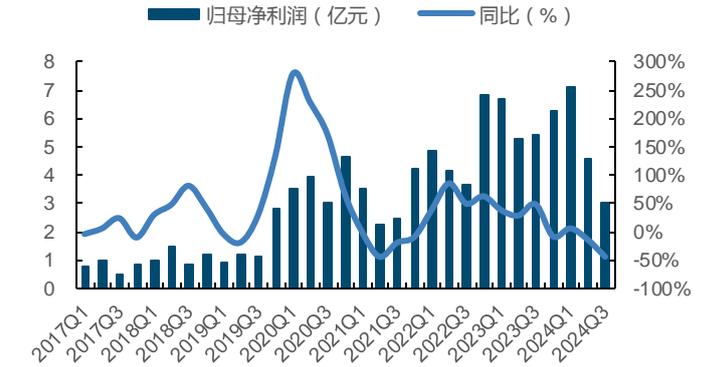
今年餐饮需求相对疲软，社会餐饮方面宴席等场景承压，团餐等渠道维持稳健增长，根据社零餐饮数据表现看，餐饮收入同比增幅持续减弱，餐饮存在较大压力。餐饮供应链承压使得餐饮企业对上游供应链要求增强，在需求偏弱的背景下行业竞争趋势逐步增强，价格战在今年表现较为明显，同期企业费用投放出现明显增加，在24Q2/24Q3样本企业收入端略有增长的背景下，利润端出现较大幅度下滑。目前餐饮端表现依旧呈现疲软态势，从政策发力-居民收入好转-餐饮需求增加-上游供应链企业业绩扭转的传导链条看，预计短期速冻食品板块业绩依旧承压。



图表38: 速冻企业收入表现



图表39: 速冻企业利润表现

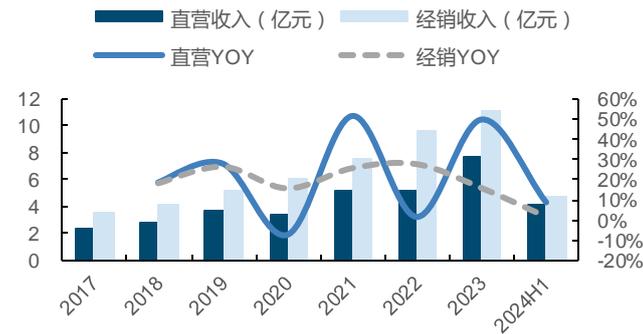


来源: Ifind, 国金证券研究所

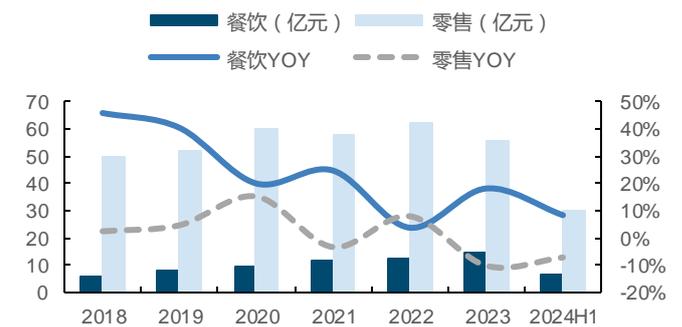
来源: Ifind, 国金证券研究所

开放后 C 端消费需求基本平稳, B 端是 23 年速冻企业保持较好增长的动力源, 随着 24 年餐饮需求转弱, 速冻企业经营端压力有所增加。目前餐饮需求偏弱导致的行业竞争压力已经出现较为充分的反应, 从龙头餐饮企业调整上游供应商结构和行业利润率出现较为明显的下滑均可看出端倪, 激烈竞争下中小企业有望逐步出清。展望 2025 年, 随着政策驱动餐饮需求的边际改善, 叠加我国餐饮连锁化率与工业化率仍有持续提升空间, 25 年下半年速冻食品企业业绩弹性有望逐步显现, 建议关注安井食品、千味央厨。

图表40: 千味央厨不同渠道收入增长情况



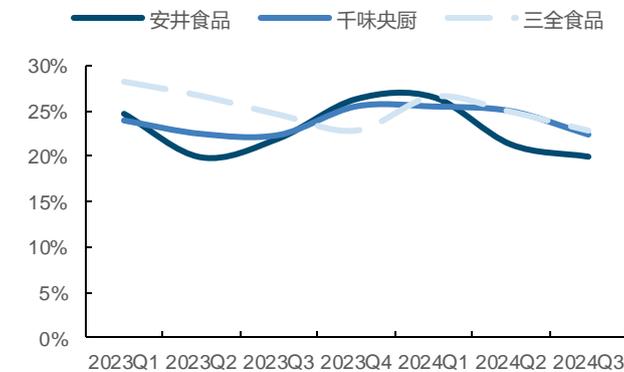
图表41: 三全食品不同渠道收入增长情况



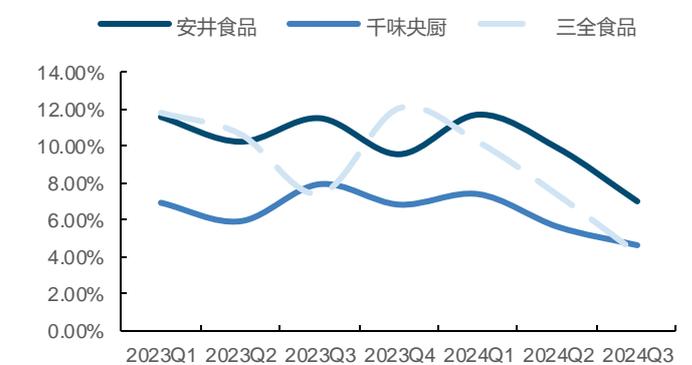
来源: 千味央厨公司公告, 国金证券研究所

来源: 三全食品公司公告, 国金证券研究所

图表42: 速冻食品企业销售毛利率相对平稳



图表43: 速冻食品企业销售净利率趋势下滑



来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所



图表44: 速冻食品重点公司 24-26 年重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入 (亿元)			YOY			归母净利 (亿元)			YOY			PE	
		24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E
速冻食品	安井食品	154	168	183	10%	9%	9%	14	16	17	-4%	10%	9%	18	16
	千味央厨	20	21	24	3%	9%	10%	1	1	2	-12%	14%	20%	29	25
	立高食品	40	44	49	14%	11%	10%	3	3	4	268%	21%	12%	23	19
	三全食品	70	72	75	-1%	3%	5%	6	7	7	-16%	7%	9%	16	15

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 股价截至 2024 年 11 月 22 日, 三全食品采用 Ifind 一致性预期)

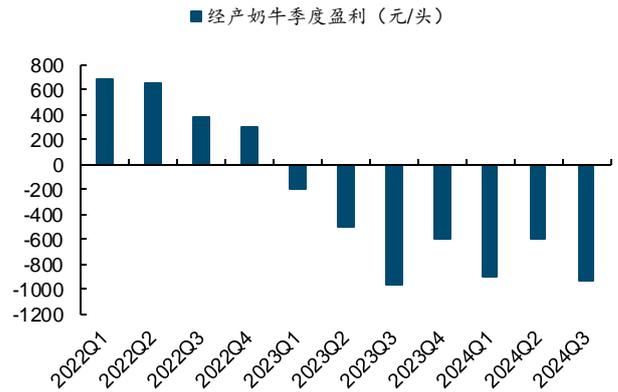
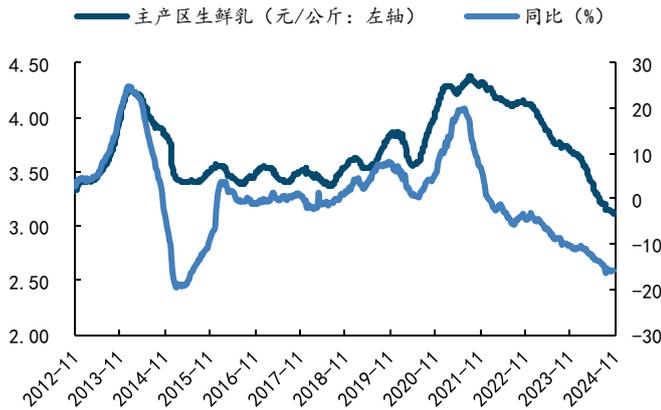
3.2 主线二: 重视具备 α 的优质龙头

3.2.1 乳制品: 经营趋势逐步改善, 重视头部企业利润改善

上游存栏逐步下降, 原奶价格有望企稳回升。2024 年初以来原奶价格持续下行且价格同比持续降幅持续扩大, 主要系整体消费疲软导致供需错配加大, 原奶价格已经跌至近 10 年最低价。23 年上游牧业已经开始出现亏损, 随着奶价的进一步下跌, 行业亏损程度进一步加深, 根据农业农村部奶站监测数据, 截至 2024 年 8 月, 全国奶牛存栏量已连续 6 个月环比下降, 今年累计乳制品产量自 4 月份开始下滑, 而 24Q3 牛奶产量已经开始出现同比下滑, 预计上游供给端有望逐步收缩。考虑到政策对养殖业的帮扶以及行业规模化的提升, 预计本轮奶牛去产周期相对温和, 我们认为 25 年下半年原奶价格有望企稳回升。

图表45: 原奶价格降幅持续扩大

图表46: 奶牛养殖自 23 年开始亏损

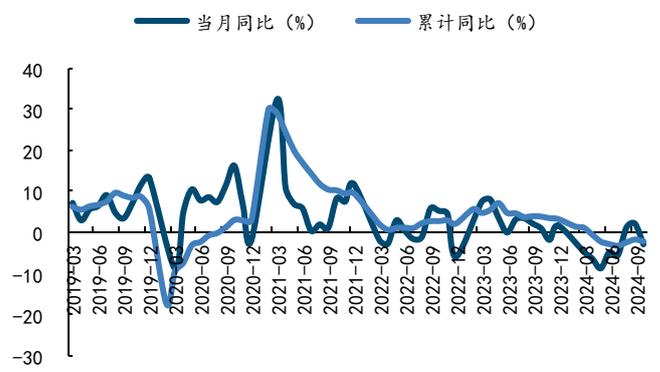
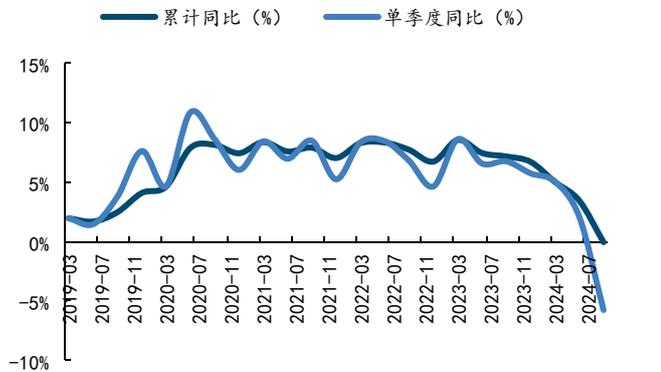


来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: 山东省畜牧兽医局, 国金证券研究所

图表47: 牛奶产量 Q3 同比开始出现下滑

图表48: 10 月乳制品产量累计同比下滑 2.3%



来源: Ifind, 国家统计局, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国家统计局, 国金证券研究所

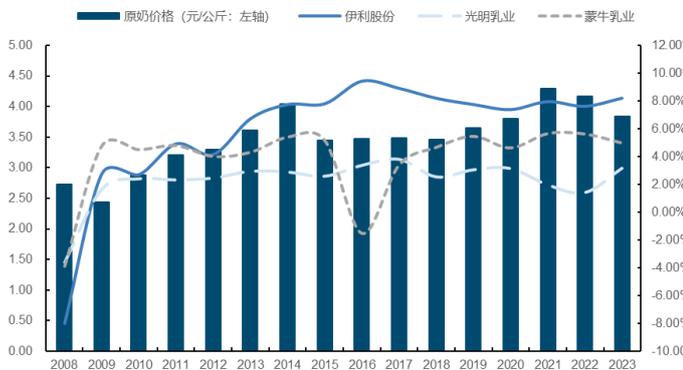
近几年由于原奶价格的下跌, 乳制品企业在存货计提减值、联营企业损益等因素影响下利润受到影响, 2023 年伊利股份存货减值损失达到 12.22 亿元, 占当年净利润的 12%, 24H1 存货减值损失达到 4.80 亿元, 占上半年扣非净利润的 9%, 奶价的回升有望减弱这些因素对乳制品企业利润的影响。参考此前奶价上行周期龙头企业净利率表现, 在龙头企业价格



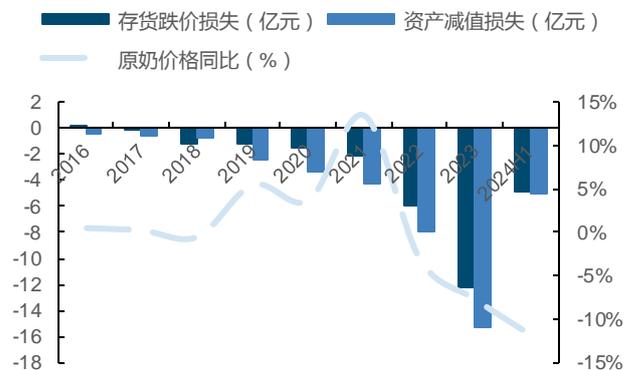
战趋缓，对利润诉求有所增强的背景下，原奶价格上涨有望驱动行业净利率提升，随着原奶周期的企稳回升，乳制品企业利润端有望明显改善。

图表49：部分乳制品企业净利率与原奶价格走势

图表50：伊利股份近几年存货减值情况



来源：I find, 国金证券研究所

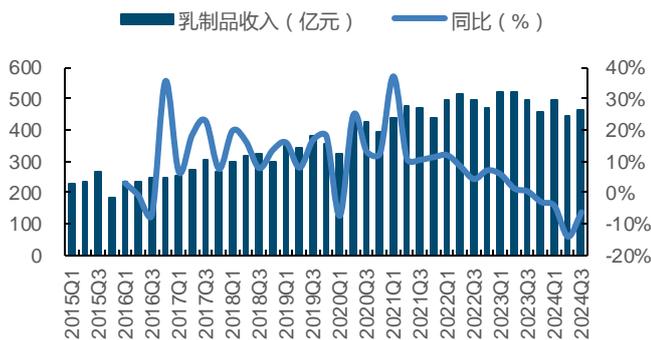


来源：伊利股份公告, I find, 国金证券研究所

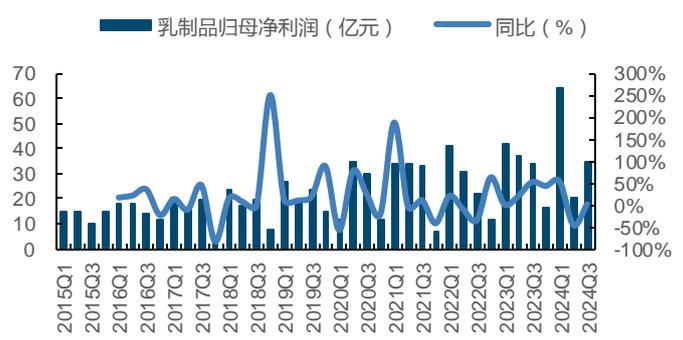
渠道库存有所改善，经营趋势边际好转。去年下半年行业库存压力有所增加，龙头乳制品企业春节后主动调整下游库存水平，虽然上半年业绩表现短期承压，但是随着渠道调整告一段落，Q3 业绩端边际出现好转，行业营收降幅缩窄。同时龙头企业渠道调整后，终端价盘有所企稳，毛销差出现改善，整体费用端呈现收缩态势，利润端 Q3 出现明显改善。

图表51：乳制品行业 Q3 收入趋势好转

图表52：乳制品行业净利润表现



来源：I find, 国金证券研究所



来源：I find, 国金证券研究所

目前行业终端销售依旧承压，消费端复苏趋势依旧较缓慢，中小乳制品企业在成本红利下通过低价奶进行竞争，头部企业市场份额有所流失。但是在成本红利下，头部企业积极推动产品结构与渠道升级，随着渠道的调整告一段落，终端价盘有所企稳，随着原奶价格的回升竞争格局有望改善。中长期来看，我国乳制品市场仍有扩容空间，随着政策发力驱动经济回暖，乳制品需求端改善下终端量价均有望改善。头部企业渠道库存已经出现明显改善，同时头部企业在利润诉求下费用端有望收缩，在奶周期驱动下利润率有望持续提升，看好龙头企业盈利改善，建议关注伊利股份、蒙牛乳业。

图表53：乳制品板块重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入 (亿元)			YOY			归母净利 (亿元)			YOY			PE	
		24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E
乳品	伊利股份	1195	1245	1298	-5%	4%	4%	120	114	124	15%	-5%	8%	15	16
	蒙牛乳业	914	947	979	-7%	4%	3%	44	50	55	-9%	14%	10%	15	13

来源：I find, 国金证券研究所 (注：股价截至 2024 年 11 月 22 日，汇率采用 1HKD=0.92CNY，采用 I find 一致性预期)

3.2.2 休闲零食：渠道红利过半，关注业绩确定性

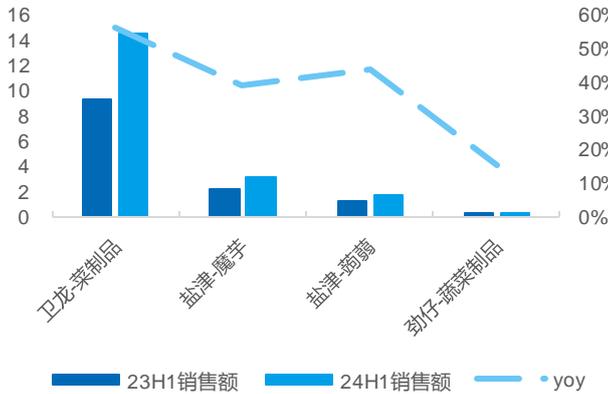
新渠道红利延续，零食企业持续受益。年初以来量贩零食头部品牌开店势能不减，如零食很忙和赵一鸣合并后，早在今年 5 月突破万店。另外万辰集团下品牌加速整合成统一品牌“好想来”，年初至今门店总数预估翻倍。除此之外，会员商超、新媒体电商等渠道红利



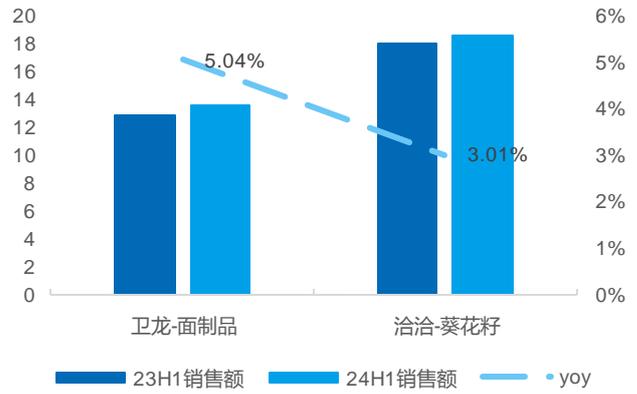
仍存，一方面是消费端流量还在持续向新渠道转移，另一方面是生产端提升与渠道合作的sku数量，在渠道红利β下，零食企业仍保持了较好的增速。

新品亦成为核心驱动力。近年来坚果、魔芋、蒟蒻、鹌鹑蛋逐渐成为热门细分赛道，其食材具备高蛋白、低卡路里、营养素丰富等特征，满足现代消费者对于健康、减脂的需求。分公司来看，盐津 24H1 辣卤魔芋/蒟蒻/蛋类零食收入分别为 3.1/1.83/2.39 亿元，分别同比+38.9%/+44.0%/+150.5%。劲仔 24H1 禽制品收入 2.58 亿元，同比+51.1%，其中鹌鹑蛋持续实现环比高速增长。卫龙 24H1 菜制品收入 14.61 亿元，同比+56.6%。

图表54：健康食材新品放量速度快（单位：亿元）



图表55：卫龙、洽洽大单品稳健增长（单位：亿元）

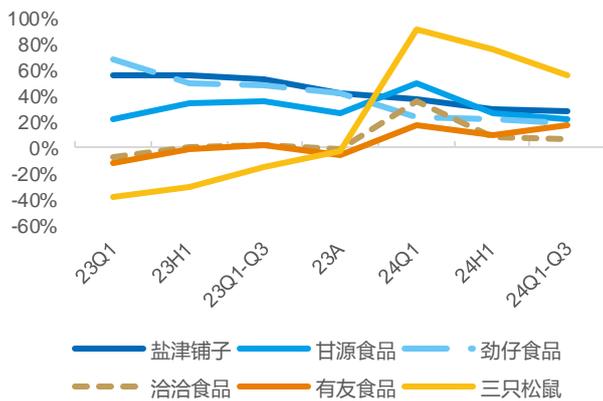


来源：各公司公告，国金证券研究所

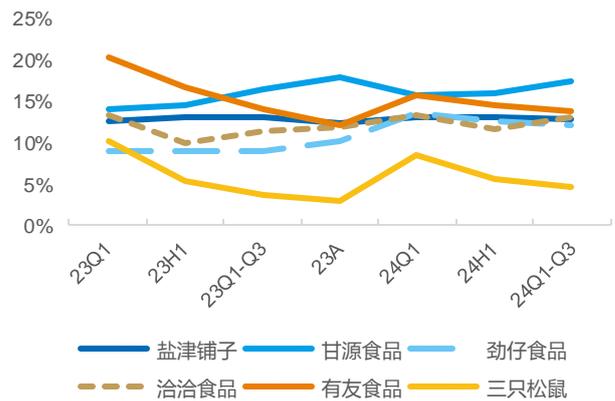
来源：各公司公告，国金证券研究所

回顾零食板块季度收入表现，在高基数下呈现增速放缓趋势，且多数企业增速预期与年初原定目标存在差距。我们认为主要系 1) 渠道红利行至后半程，如量贩零食目前逐步进入门店整合阶段，仅头部企业呈现较快的开店态势。2) 部分企业出于价盘维度&战略定位考虑，与新渠道合作较为谨慎，并未完全抓住本轮新渠道红利。如甘源线下商超渠道重新梳理产品和价值链，劲仔对电商持续进行价盘治理和经销商更替，洽洽对零食量贩梳理后上新小规格产品。3) 行业竞争持续加剧，部分传统企业在面对新渠道冲击时需要反应时间，以及竞争对手可能通过低价策略抢占份额。

图表56：行业内多数企业高基数下逐季降速



图表57：行业内个股净利率表现相对稳定



来源：Ifind，国金证券研究所

来源：Ifind，国金证券研究所

从成本端来看，大宗商品如面粉、大豆、白糖等价格今年持续回落，行业成本压力逐步减轻，对毛利率具备正向贡献，且部分单一原材料占比较高的个股，如劲仔/洽洽/有友前三季度毛利率呈现明显修复态势。但随着行业竞争持续加剧及下游渠道结构变化，行业内多数企业均价呈现下降态势，综合来看抵消了部分成本红利，毛利率整体维持稳定。

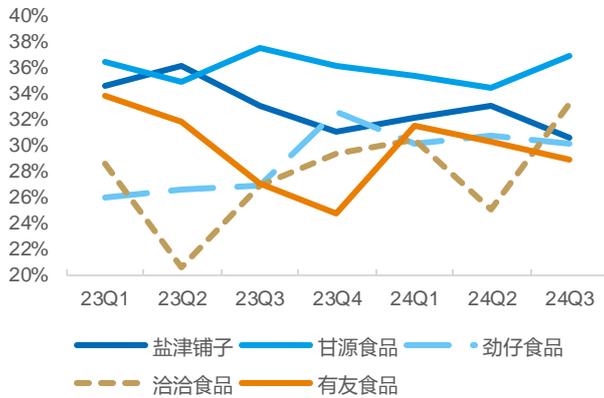
销售费率方面，各企业在 Q1 旺季加大品牌投入，且开春新品发布活动较多，因此销售费率显著提升。但随着销售进入淡季叠加企业经营更加谨慎，销售费率逐季下降，尤其 Q3 环比 Q2 具备明显的下滑趋势。

最终反馈到报表净利率来看，盐津和甘源略有下降，主要系 1) 渠道结构变化，如盐津近年来正面临向高效率、低加价倍率的渠道转型，低毛利率的渠道占比逐渐提升。2) 产品结构变化，如甘源加大传统老三样品类投放力度，但老三样的毛利率在所有业务中偏低。

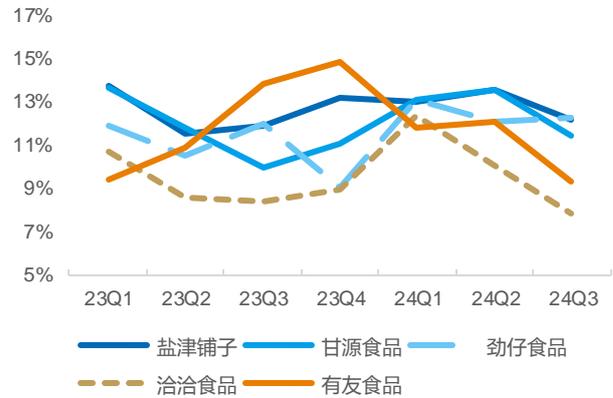


3) 税率&股权激励费用等扰动,如盐津 Q2 主要受股权激励费用影响, Q3 受税率扰动,导致净利率同比下降,但剔除影响后基本维持稳定。

图表58: 行业内多数企业毛利率呈现下降趋势



图表59: 行业内多数企业销售费用率逐季下降



来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所

■ 25 年展望: 渠道红利过半, 重视业绩确定性

展望后续, 我们认为渠道红利行至后半程, 行业面临收入增速放缓&下游竞争加剧挤压上游利润空间等问题, 25 年应首选收入增长确定性强且产业链角度看具备降本增效空间的个股。

1、盐津铺子: 多渠道、多品类持续驱动, 供应链实现提前布局。1) 单一渠道遇到天花板后, 增长驱动力仍存。虽然今年零食量贩、电商渠道增速放缓, 但公司今年新拓展山姆渠道, 并且 9.9 元定量装产品亦在流通渠道持续铺市。新渠道贡献较为明显的增量。2) 不断丰富产品矩阵, 预计每隔 1-2 年推出一个大品类。今年推新蛋皇子品牌, 并且公司新设禽肉制品子公司, 明年有望推出第八大品类。3) 公司对芒果干、鹌鹑蛋、魔芋、薯片等品类进行采购端直接布局, 并且在当地设立工厂进行粗加工, 实现成本领先战略。

2、劲仔食品: 产品创新驱动, 结构有望升级。1) 公司今年对电商渠道进行调整后, 目前以多品牌方式运作, 如蛋仔圆圆主打性价比。2) 同时公司加快创新速度, 在行业内首创溏心鹌鹑蛋、摇摇豆干等产品已上线, 预计加速线上渠道修复进程。我们看好明年公司在产品策略调整后持续释放改革潜力。2) 公司利润端相对可控, 且对鹌鹑蛋、鳀鱼等原料通过小部分自主养殖, 监控价格变动同时从源头提升创新力。

3、三只松鼠: 分销渠道空间打开, 有望实现产销一体化布局。1) 早期公司以深耕电商起家, 但线上渠道仅在零食行业中占比一小部分。公司今年 8 月开始加大线下分销渠道招商力度, 结合自身品类采购的优势, 希望在 Q4 旺季实现线下渠道快速扩张。2) 净利率角度, 公司近年来加大坚果品类自产比例, 并强化核心品类的自主生产能力, 叠加规模效应释放, 预计净利率仍将稳中有升。

图表60: 休闲食品板块重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入 (亿元)			YOY			归母净利 (亿元)			YOY			PE	
		24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E
休闲零食	盐津铺子	52	66	81	27%	27%	22%	6	8	10	28%	26%	24%	21	17
	劲仔食品	25	30	36	21%	21%	20%	3	4	5	42%	28%	23%	19	15
	甘源食品	22	27	32	22%	20%	18%	4	5	6	18%	22%	18%	17	14
	洽洽食品	74	82	90	9%	10%	11%	10	11	12	19%	15%	11%	16	14
	卫龙	59	68	77	21%	15%	13%	11	13	15	28%	16%	13%	14	12

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 股价截至 2024 年 11 月 22 日、汇率采用 1HKD=0.92CNY)

3.2.3 软饮料: 老品竞争加剧, 新品爆发性强

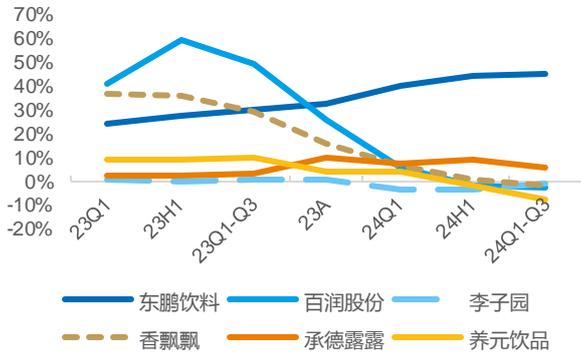
受传统品类老化、天气等客观因素影响, 板块整体收入表现承压。如百润、香飘飘、李子园等公司的预调酒、冲泡饮料、甜牛奶品类收入下滑。但东鹏例外, 今年持续高增长主要受益于产品性价比、东鹏特饮全国化扩张、第二曲线补水啦明显超预期。

另外龙头亲自下场开启促销战, 挤压中小品牌生存空间, 如农夫旺季对水、无糖茶进行较

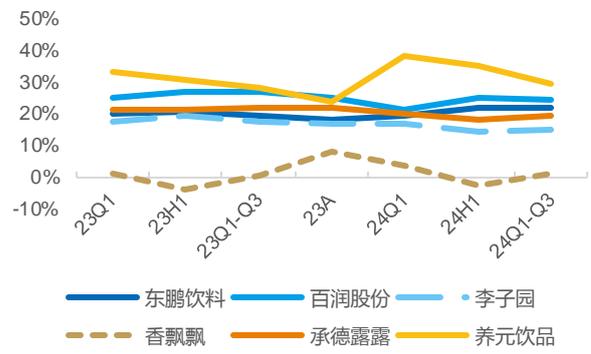


大力度的促销活动，而友商被迫跟进，因此多数企业销售费率高企。但考虑到受益于PET、白糖等成本下行红利，净利率基本维持稳定。

图表61: 软饮料重点公司 24 年收入增速放缓



图表62: 软饮料重点公司 24 年净利率分化加剧

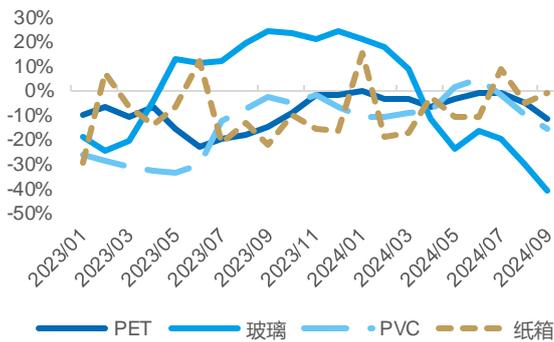


来源: Ifind, 国金证券研究所

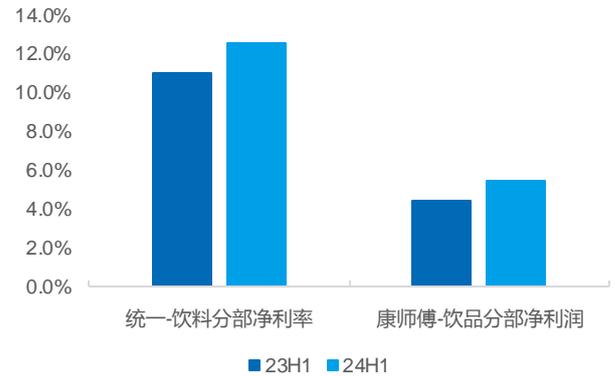
来源: Ifind, 国金证券研究所

从成本端来看，随着占比较大的PET/白糖/纸箱等原材料价格持续下行，板块个股毛利率持续改善，其中东鹏和李子园毛利率改善更为明显，主要系大单品规模效应体现叠加成本端如大包粉降价更为显著。从费率端来看，终端需求疲软+市场竞争加剧，各家普遍强化费用投放，内部优化管理和研发费用。最终从净利率的角度看，单Q3多数企业仍呈现承压状态，龙头表现相对稳健。

图表63: 24Q1-Q3 软饮料行业原材料成本持续下行



图表64: 24H1 统一和康师傅饮料净利率明显改善



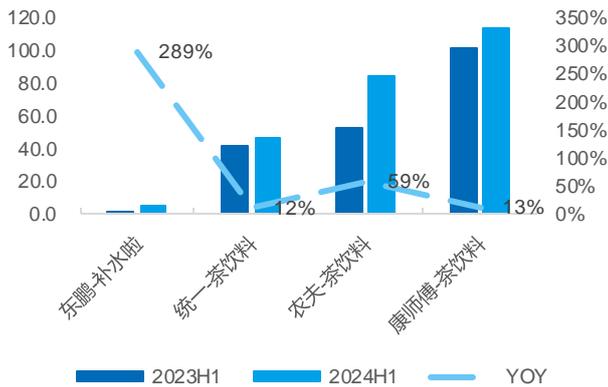
来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

从新品类表现来看，软饮消费呈现出健康化、低糖化、低脂化升级趋势，如电解质水、无糖茶、椰子水等品类快速爆发，据欧睿数据显示，茶饮料自2021年开始恢复增长态势，并呈现加速增长态势，2021-2023年增速分别为4.7%/7.7%/10%。对应到农夫山泉/康师傅/统一企业中国24H1茶饮料规模分别为84.3/113.9/46.5亿元，增速分别为59%/13%/12%，其中无糖茶为增长核心驱动力。东鹏补水啦24Q1-Q3共实现销售收入12.1亿元，同比+192%；单Q3销售加速，实现销售额7.25亿元。



图表65: 软饮料行业新品快速扩容



图表66: 即饮茶行业于2021年重启增长



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所

■ 25年展望: 关注消费场景修复带来的需求改善

展望25年, 我们认为更应该关注消费场景修复带来的需求改善, 一方面内需政策刺激下餐饮端有望企稳修复, 另一方面国家增加2天假期, 预计利好出行场景, 叠加极端天气再出现概率不大。传统品类需求有望修复, 同时新品类仍处于成长初期, 未来渗透率提升空间较大, 我们建议优选具备稳健基本盘+第二曲线的个股。

1、百润股份: 公司基本盘预调酒有望企稳修复, 威士忌上市具备新品催化。预调酒方面, 受清爽尝鲜人群褪去影响, 公司收入端承压, 但清爽品类作为“3-5-8”矩阵重要的一环, 今年具备接近翻倍增长。我们看好明年公司对口味、包装等创新带动预调酒品类恢复增长。同时公司作为国产威士忌龙头, 具备首次铺货红利, 我们看好中长期成长逻辑。

2、东鹏饮料: 受益于龙头红牛失利、竞争格局改善, 公司基本盘能量饮料有望借助数字化管理, 持续提升全国网点覆盖度, 及单位网点产出, 未来2年仍有望保持20%+增速; 第二曲线电解质水25年有望持续翻倍达到20亿元+体量, 中长期看好其他小品类如椰汁、大咖快速成长接力。

3、农夫山泉: 公司基本盘水业务逐步修复, 绿水推出加速市占率修复, 并有望在明年3月低基数下开启强势反转。我们认为短期舆情事件不改龙头本色, 公司包装水业务仍具备扎实的水源地、渠道、品牌基础, 叠加绿水性价比角度作为组合拳, 有望持续提升在水板块的市占率。另外第二曲线东方树叶在无糖茶渗透率提升大背景下, 有望持续享受行业快速扩容红利, 我们仍看好东方树叶享受行业扩容红利, 收入持续实现翻倍。

图表67: 软饮料板块重点公司24-26年盈利预测

板块	公司名称	收入 (亿元)			YOY			归母净利润 (亿元)			YOY			PE	
		24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E
软饮料	东鹏饮料	157	197	236	40%	25%	20%	31	40	50	54%	29%	25%	35	28
	百润股份	32	36	41	-4%	15%	13%	8	10	12	-1%	24%	19%	29	24
	农夫山泉	450	527	605	5%	17%	15%	119	140	165	-2%	18%	18%	28	23

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 股价截至2024年11月22日, 汇率采用1HKD=0.92CNY)

四、风险提示

- 1、宏观经济增速放缓——经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏。
- 2、原材料价格上涨风险——若原材料价格大幅提升将挤压企业利润。
- 3、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。
- 4、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。

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