



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

关注酒企经销商大会定调，底部持续推荐

投资建议

白酒板块：本周内需板块轮动反弹，白酒板块略有反弹但内部分化较大，其中顺周期弹性较高、且机构筹码已基本出清的次高端酒企如水井坊、舍得酒业等，从10~11月期间涨跌幅维度看该类型酒企反弹幅度亦居前；相对应的，机构持仓仍相对较高、近期基本面如批价仍震荡下行的酒企反弹幅度居后。这也与当下时点缺乏基本面上行催化相关，受损程度相对更高的泛全国化次高端酒企对自上而下政策预期变动敏感性更强。

临近年末，酒企及行业基本面边际变化增多。周内，贵州茅台召开临时股东大会，会后交流中公司提及“茅台酒的基本属性没有变，茅台的基本需求面没有变，茅台当前面临的主要是供需适配的问题。”近期，i茅台开启散花飞天申购，临时股东大会期间股东也可以指导价购买龙茅等产品，这也体现了公司提及的实现消费触达。此外，周内洋河股份召开年度经销商大会，会上首提未来打造五大百亿级品牌，包括海之蓝、天之蓝、梦之蓝、手工班与双沟。渠道层面，周内飞天茅台批价基本保持平稳、波动幅度有限，目前原箱批价约2240元。

步入12月，预计各酒企会陆续召开经销商大会，明确今年返利/奖励情况并就25年合同、开门红回款等开展规划。往后越临近开门红回款期，抢抓回款的行业氛围下预计批价层面仍会呈现阶段性疲软，主要系经销商层面若集中有现金流周转需求、货物密集变现会压制批价表现，这也在市场预期之内。建议关注25年春节低预期下的上行催化，若动销反馈&批价反馈相对还可以则构成短期催化，因此近期部分单品批价回落其实一定程度上也是潜在风险的释放，市场对定量的批价变化重视会强于定性且碎片化的动销反馈，目前市场预期动销仍会有明显下滑。

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。持续推荐白酒板块顺周期潜在催化下的性价比配置契机，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。

餐饮链：近期餐饮链企业率先实现估值修复，尤其具备低基数改善逻辑的企业涨幅靠前，如宝立食品近期C端企稳修复，B端有望在明年实现新品推动；中炬Q2业绩触底后，内部新管理层改革磨合逐步到位，且后续具备少数股权收回、潜在收并购项目并表等催化。从基本面来看，终端动销在消费券刺激+渠道补库存催化下，10月已经开始呈现边际改善，我们看好后续餐饮链全面的修复弹性。结合估值来看，我们推荐新管理层持续赋能餐饮资源的中炬高新、B端占比较高的安井食品，同时建议关注安琪酵母新榨季成本改善。

休闲食品：零食渠道红利行至过半，针对明年降速的担忧，我们认为应该更关注业绩确定性，一是建议关注具备多渠道、多产品的公司，单一渠道降速对其影响不大，且目前还在持续开拓新渠道过程中，来年具备更强的兑现能力。二是建议关注竞争加剧背景下，有能力通过产品创新升级、内部降本增效、提升供应链效率等方式保持利润率相对稳定的公司。我们持续看好渠道和品类快速扩张的盐津铺子、劲仔食品，建议关注三只松鼠。

软饮料：短期催化较少，市场更多关注个股层面如新品上市、促销收窄等催化。中长期我们建议持续关注传统品类强者恒强及新兴品类扩容红利。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。我们推荐大单品稳健增长+第二曲线快速扩张的企业，东鹏饮料、农夫山泉。

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：关注酒企经销商大会定调，底部持续推荐.....	3
二、行情回顾.....	3
三、食品饮料行业数据更新.....	5
四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总.....	7
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.....	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.....	5
图表 6： 非标茅台及茅台 1935 批价走势（元/瓶）.....	5
图表 7： 白酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	6
图表 8： 高端酒批价走势（元/瓶）.....	6
图表 9： 国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）.....	6
图表 10： 中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）.....	6
图表 11： 啤酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	7
图表 12： 啤酒进口数量（万千升）与均价（美元/千升）.....	7
图表 13： 近期上市公司重要事项.....	7



一、周观点：关注酒企经销商大会定调，底部持续推荐

● 白酒板块

本周内需板块轮动反弹，白酒板块略有反弹但内部分化较大，其中顺周期弹性较高、且机构筹码已基本出清的次高端酒企如水井坊、舍得酒业等，从10~11月期间涨跌幅维度看该类型酒企反弹幅度亦居前；相对应的，机构持仓仍相对较高、近期基本面如批价仍震荡下行的酒企反弹幅度居后。这也与当下时点缺乏基本面上行催化相关，受损程度相对更高的泛全国化次高端酒企对自上而下政策预期变动敏感性更强。

临近年末，酒企及行业基本面边际变化增多。周内，贵州茅台召开临时股东大会，会后交流中公司提及“茅台酒的基本属性没有变，茅台的基本需求面没有变，茅台当前面临的主要是供需适配的问题。”近期，i茅台开启散花飞天申购，临时股东大会期间股东也可以指导价购买龙茅等产品，这也体现了公司提及的实现消费触达。此外，周内洋河股份召开年度经销商大会，会上首提未来打造五大百亿级品牌，包括海之蓝、天之蓝、梦之蓝、手工班与双沟。渠道层面，周内飞天茅台批价基本保持平稳、波动幅度有限，目前原箱批价约2240元。

步入12月，预计各酒企会陆续召开经销商大会，明确今年返利/奖励情况并就25年合同、开门红回款等开展规划。往后越临近开门红回款期，抢抓回款的行业氛围下预计批价层面仍会呈现阶段性疲软，主要系经销商层面若集中有现金流周转需求、货物密集变现会压制批价表现，这也在市场预期之内。

除却自上而下的催化，建议关注25年春节低预期下的上行催化，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，因此近期部分单品批价回落其实一定程度上也是潜在风险的释放，市场对定量的批价变化重视会强于定性且碎片化的动销反馈，目前市场预期动销仍会有明显下滑。

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。持续推荐白酒板块顺周期潜在催化下的性价比配置契机，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。

● 大众品板块

餐饮链：近期餐饮链企业率先实现估值修复，尤其具备低基数改善逻辑的企业涨幅靠前，如宝立食品近期C端企稳修复，B端有望在明年实现新品推动；中炬Q2业绩触底后，内部新管理层改革磨合逐步到位，且后续具备少数股权收回、潜在收并购项目并表等催化。从基本面来看，终端动销在消费券刺激+渠道补库存催化下，10月已经开始呈现边际改善，我们看好后续餐饮链全面的修复弹性。结合估值来看，我们推荐新管理层持续赋能餐饮资源的**中炬高新**、B端占比较高的**安井食品**，同时建议关注**安琪酵母**新榨季成本改善。

休闲食品：零食渠道红利行至过半，针对明年降速的担忧，我们认为应该更关注业绩确定性，一是建议关注具备多渠道、多产品的公司，单一渠道降速对其影响不大，且目前还在持续开拓新渠道过程中，来年具备更强的兑现能力。二是建议关注竞争加剧背景下，有能力通过产品创新升级、内部降本增效、提升供应链效率等方式保持利润率相对稳定的公司。我们持续看好渠道和品类快速扩张的**盐津铺子**、**劲仔食品**，建议关注**三只松鼠**。

软饮料：随着行业逐渐步入淡季，市场竞争趋缓同时终端价盘得到修复，为来年开门红蓄力。短期催化较少，市场更多关注个股层面如新品上市、促销收窄等催化。中长期来看，我们建议持续关注传统品类强者恒强及新兴品类扩容红利。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。从业绩确定性视角看，我们推荐**大单品稳健增长+第二曲线快速扩张的企业**，**东鹏饮料**、**农夫山泉**。

二、行情回顾

本周（11.25-11.29）食品饮料（申万）指数收于18180点（+2.62%），沪深300指数收于3917点（+1.32%），上证综指收于3326点（+1.81%），深证综指收于2017点（+2.54%），创业板指收于2224点（+2.23%）。



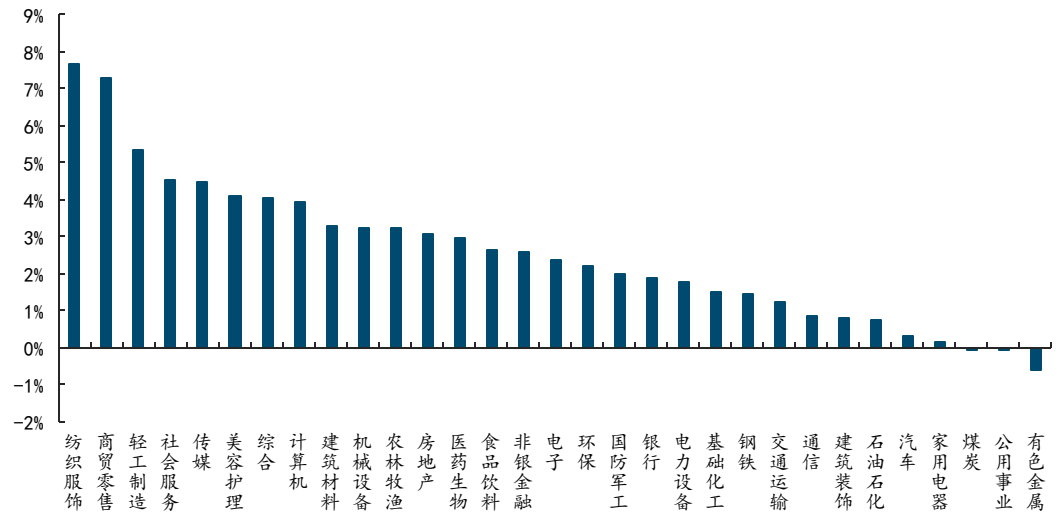
图表1: 周度行情

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	18180	2.62%	-6.90%
沪深 300	3917	1.32%	14.15%
上证综指	3326	1.81%	11.82%
深证综指	2017	2.54%	9.74%
创业板指	2224	2.23%	17.59%

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纺织服饰(+7.65%)、商贸零售(+7.28%)、轻工制造(+5.35%)。

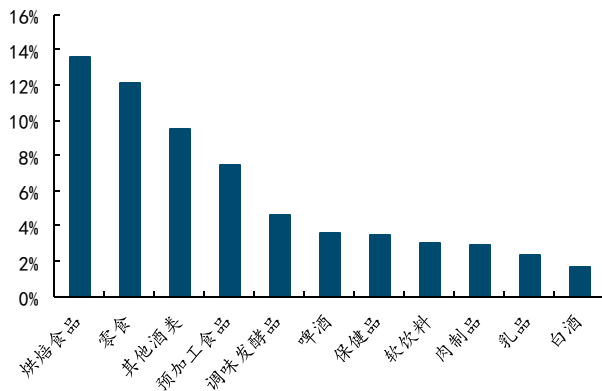
图表2: 周度申万一行业涨跌幅



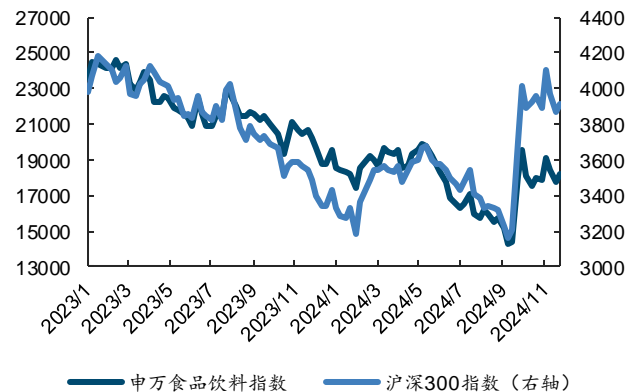
来源: Ifind, 国金证券研究所

从食品饮料子板块来看,涨跌幅前三的板块为烘焙食品(+13.54%)、零食(+12.09%)、其他酒类(+9.48%)。

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:桂发祥(+61.05%)、一鸣食品(+51.17%)、欢乐家(+48.47%)、黑芝麻(+41.08%)、好想你(+33.81%)等。涨跌幅靠后的为:ST西发(-5.56%)、东鹏饮料(+0.03%)、安琪酵母(+0.15%)、伊利股份(+0.63%)、汤臣倍健(+0.97%)等。

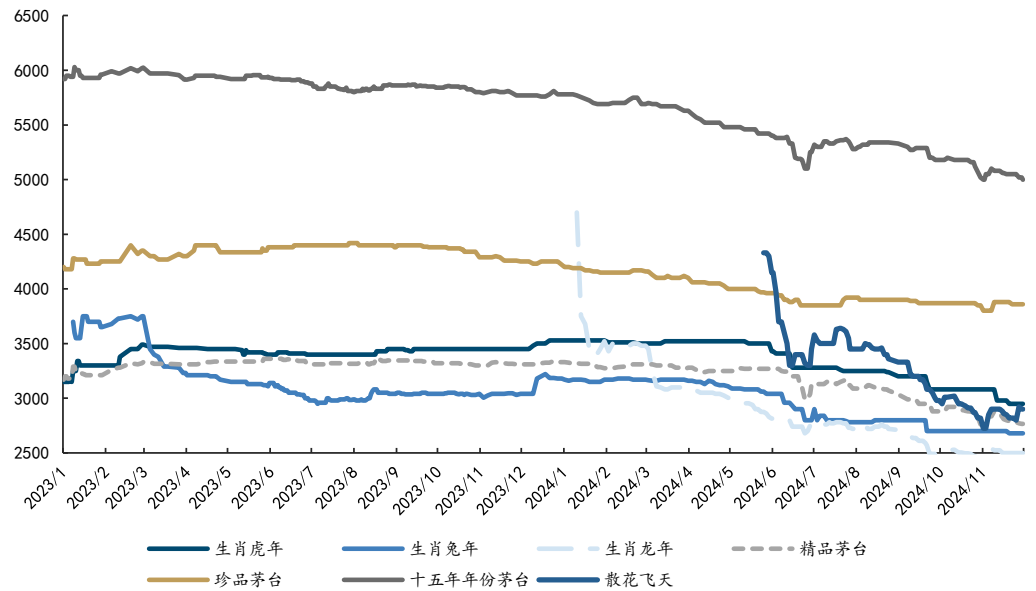


图5: 周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10

涨跌幅前十名	涨幅 (%)	涨跌幅后十名	跌幅 (%)
桂发祥	61.05	ST 西发	-5.56
一鸣食品	51.17	东鹏饮料	0.03
欢乐家	48.47	安琪酵母	0.15
黑芝麻	41.08	伊利股份	0.63
好想你	33.81	汤臣倍健	0.97
佳禾食品	33.08	今世缘	1.03
惠发食品	26.33	双汇发展	1.16
皇氏集团	25.58	贵州茅台	1.19
麦趣尔	21.63	五粮液	1.30
煌上煌	20.39	古井贡酒	1.41

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 11 月 30 日)

三、食品饮料行业数据更新

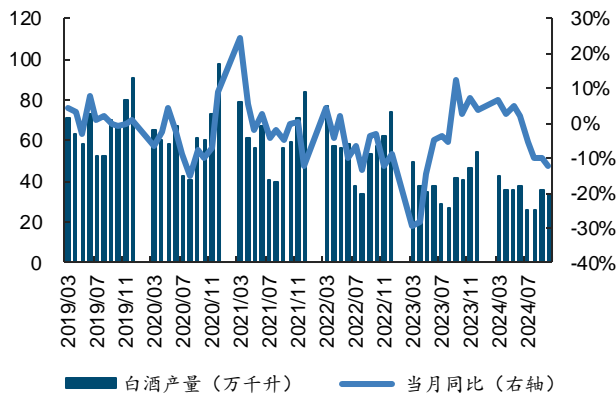
■ 白酒板块

2024 年 10 月, 全国白酒产量 34.00 万千升, 同比-12.10%。

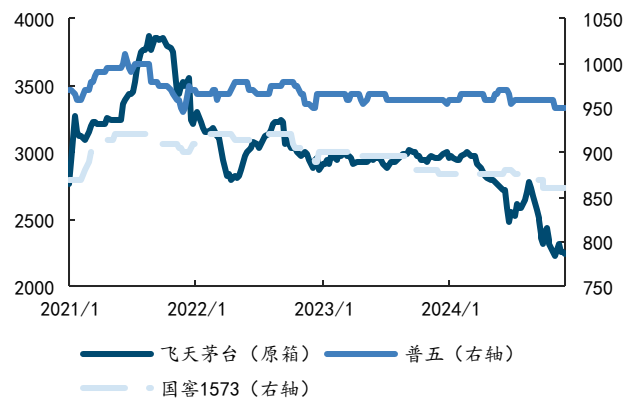
据今日酒价, 11 月 30 日, 飞天茅台整箱批价 2235 元 (环周-20 元), 散瓶批价 2190 元 (环周-20 元), 普五批价 950 元 (环周持平), 高度国窖 1573 批价 860 元 (环周持平)。



图表7: 白酒月度产量(万千升)及同比(%)



图表8: 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 10 月)

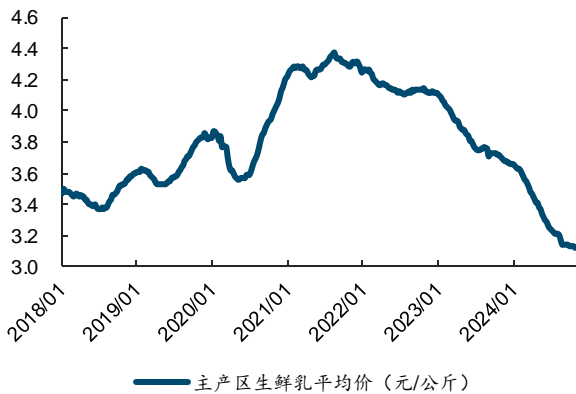
来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 11 月 30 日)

■ 乳制品板块

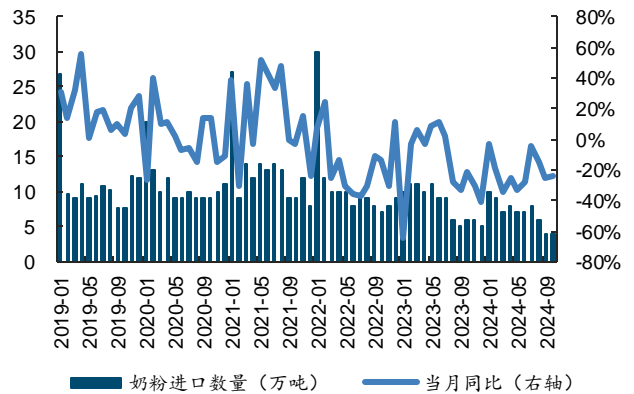
2024 年 11 月 22 日, 我国生鲜乳主产区平均价为 3.13 元/公斤, 同比-15.2%, 环比+0.3%。

2024 年 1~10 月, 我国累计进口奶粉 70.0 万吨, 累计同比-21.2%; 累计进口金额为 52.0 亿美元, 累计同比-17.2%。其中, 单 10 月进口奶粉 4.0 万吨, 同比-24.3%; 进口金额 4.73 亿元, 同比-7.80%。

图表9: 国内主产区生鲜乳平均价(元/公斤)



图表10: 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 11 月 22 日)

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 10 月)

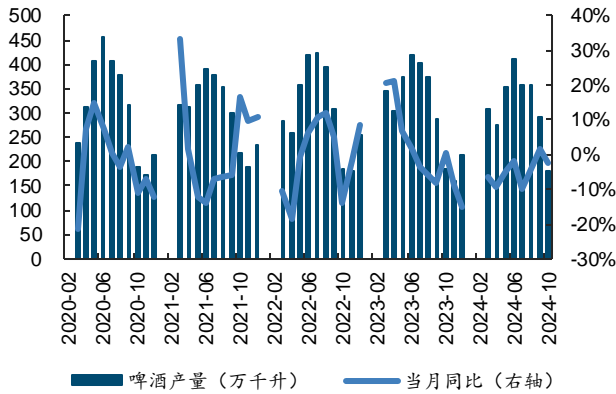
■ 啤酒板块

2024 年 10 月, 我国啤酒产量为 180.70 万千升, 同比-2.30%。

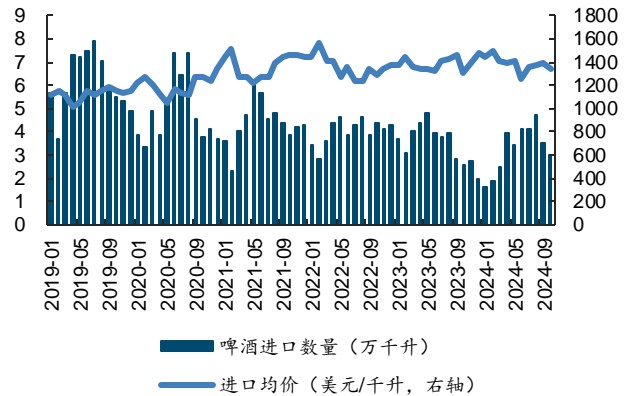
2024 年 1~10 月, 我国累计进口啤酒数量为 32.87 万千升, 同比-11.3%; 进口金额 4.53 亿美元, 同比-11.3%。其中, 单 10 月进口数量 3.00 万千升, 同比+16.6%; 进口金额 0.40 亿美元, 同比+19.1%。



图表11: 啤酒月度产量(万千升)及同比(%)



图表12: 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10月)

来源: Ifind, 国金证券研究所(注: 数据更新至24年10月)

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

■ 公司及行业要闻

11月27日, 中国食品土畜进出口商会酒类进出口商分会发布1-10月酒类进出口情况。数据显示: 进口方面, 1-10月, 烈酒进口额17.3亿美元, 下降23.7%; 进口量8989万升, 下降13.9%, 在进口酒总额中占比48.7%。其中, 白兰地累计量额跌幅均超20%, 在烈酒进口总额占比下滑至59.1%; 威士忌下冲收缓有限, 在烈酒进口额中占比21.0%。1-10月, 葡萄酒累计进口额12.8亿美元, 增幅30.2%; 进口量2.3亿升, 增幅13.4%, 在酒类进口总额中占比36.0%。(糖酒快讯)

11月27日, 国家统计局发布数据, 1-10月, 全国规模以上工业企业实现利润总额约5.87万亿元, 同比下降4.3%。其中, 酒、饮料和精制茶制造业营收1.31万亿元, 同比增长2.3%; 营业成本8359.8亿元, 同比增长0.3%; 利润总额2447.7亿元, 同比下降5.4%。(糖酒快讯)

越南财政部提议, 在2026年将特别消费税提高到80%, 之后每年提高5%, 到2030年将提高至100%。在提高税率后, 预计到2026年越南啤酒行业的附加值将下降8%, 即44万亿越南盾(约合人民币125.66亿元)。(糖酒快讯)

■ 近期上市公司重要事项

图表13: 近期上市公司重要事项

日期	公司	事项
12月2日	广弘控股	2024年第二次临时股东大会
12月2日	重庆啤酒	2024年第三次临时股东大会
12月4日	海欣食品	2024年第二次临时股东大会
12月5日	均瑶健康	2024年第二次临时股东大会
12月6日	光明肉业	2024年第二次临时股东大会
12月6日	安记食品	2024年第一次临时股东大会
12月9日	熊猫乳品	2024年第四次临时股东大会
12月10日	天润乳业	2024年第三次临时股东大会
12月10日	莲花控股	2024年第六次临时股东大会
12月11日	万辰集团	2024年第七次临时股东大会
12月13日	黑芝麻	2024年第四次临时股东大会
12月16日	兰州黄河	2024年第一次临时股东大会
12月16日	万辰集团	2024年第八次临时股东大会
12月17日	三只松鼠	2024年第二次临时股东大会



日期	公司	事项
12月17日	得利斯	2024年第二次临时股东大会
12月18日	皇台酒业	2024年第二次临时股东大会
12月31日	五粮液	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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦5楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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**