



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

扩内需下重视大众品成长性，白酒分化中持续磨底

投资建议

白酒板块：近期板块内部的分化也能映射出当下市场对白酒仍然“更重短期现实而非中长期预期”，从中长期预期角度看，商务需求前置修复是自上而下政策传导至企业端的必然结果，而大众消费接替升级则相对后置；从短期现实角度看，以商务消费、礼赠客情需求为主的次高端及以上需求反馈即使淡季仍比较寡淡、预计春节前后也难以扭转下滑的态势，而中档及以下偏大众的聚饮需求或仍会平稳、春节宴席低基数下预计会有一定增长，因此阶段性区域酒会相对占优。我们认为白酒短期基本面风险、EPS 风险已在持续出清，稳健性配置推荐板块内个体性禀赋较强的高端酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）及区域龙头（古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘等），关注顺周期潜在催化下泛全国化次高端的进攻性配置价值。

目前市场普遍认知 25 年仍是等待白酒产业景气见底阶段。复盘上一轮 12~15 年景气下行&筑底时期白酒板块股价表现，特征是表现降速/出清阶段会相对承压，中期企稳等待需求侧牵引。从表现出清的节奏来看尚处早期，即使在 24Q3 上市酒企录得营收/利润下滑的覆盖面仍不大；从批价下行的节奏来看，价盘泡沫已经得以明显去化、从 21 年至今已经去化 3 年左右，参考上一轮白酒价盘 12 年初见顶、15 年见底；从酒企当下表态来看，其对稳中有升求增长的预期仍存，渠道及终端对酒企控量挺价的预期仍较低，反映至当下终端备货意愿较低、渠道开门红回款&25 年合同签订意愿也较低。上轮周期值得参考的是，供给端尊重产业趋势是前置条件，即酒企主动降速或渠道优胜劣汰出清倒逼降速，再等待需求预期扭转时步入右侧。建议持续关注陆续召开的酒企经销商大会表态及实际对渠道&终端春节回款的沟通情况，从目前观察来看，不少酒企对开门红仍有一定期盼，对开门红政策的纠结也是试图平衡价盘所致。

零食：重视春节备货行情，成长属性依旧突出。近期步入年货节备货旺季、经销商备货意愿增强，预计 12 月下旬全面步入销售旺季，礼盒占比较高的公司有望受益。展望 25 年，新渠道红利行至过半、市场竞争仍将加剧，需重点关注可持续挖掘增量、稳住业绩增长的公司，看好补齐渠道短板&加快出海步伐&供应链提效等战略，推荐洽洽食品、盐津铺子、劲仔食品。

餐饮链：政策驱动估值修复，叠加基本面改善，修复弹性可期。短期政策支持+节日效应有利于行业基本面修复，从 10 月社零可窥见边际改善，前期受损较多的龙头正处于估值修复阶段。展望后续我们依旧看好估值&EPS 双击带来的高弹性，建议关注前期受损明显&具备内部改善的个股，推荐青岛啤酒、安井食品、颐海国际、中炬高新、安琪酵母。

软饮料：关注消费场景复苏、具备 α 的强势龙头。近期软饮消费淡季，市场更多关注点在于竞争格局改善&第二增长曲线潜力。近年来行业供给端持续优化，为需求端创造新活力、同时加速份额集中，软饮作为低单价、高频次消费品有望显著受益于消费复苏主线。推荐大单品稳基本盘+第二曲线高成长的个股，推荐东鹏饮料、农夫山泉、百润股份。

乳制品：政策&原奶周期驱动供需改善，叠加基本面改善，利润弹性可期。乳制品逐步进入备货旺季，11 月终端销售环比出现改善，销售旺季可期。展望明年，消费政策逐步落地，乳制品需求端有望明显改善；原奶周期触底背景下红利犹存，同时企业利润诉求提升，预计利润弹性表现较优。建议关注基本盘较为稳健、利润率存在提升逻辑的个股。

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：扩内需下重视大众品成长性，白酒分化中持续磨底.....	3
二、行情回顾.....	4
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：扩内需下重视大众品成长性，白酒分化中持续磨底

● 白酒板块

近期泛消费板块表现居前，催化包括政治局会议、中央经济工作会议均提到“要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”，但白酒板块表现仍乏善可陈，尤其是高端酒&次高端酒，区域酒近期表现相对占优。

我们认为板块内部分化也能映射出当下市场对白酒仍然“更重短期现实而非中长期预期”，从中长期预期角度看，商务需求前置修复是自上而下政策传导至企业端的必然结果，而大众消费接替升级则相对后置；从短期现实角度看，以商务消费、礼赠客情需求为主的次高端及以上需求反馈即使淡季仍比较寡淡、预计春节前后也难以扭转下滑的态势，而中档及以下偏大众的聚饮需求或仍会平稳、春节宴席低基数下预计会有一定增长，因此阶段性区域酒会相对占优。整体而言，区域酒渠道根基深厚具备韧性、产品架构布局更偏大众，在白酒行业仍处下行期阶段具备底仓配置性价比，建议持续关注，目前古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘等区域酒企 24E PE 均在 18X 上下。

目前市场普遍认知 25 年仍是等待白酒产业景气见底阶段。复盘上一轮 12~15 年景气下行&筑底时期白酒板块股价表现，特征是表现降速/出清阶段会相对承压，中期企稳等待需求侧曳引。从表现出清的节奏来看尚处早期，即使在 24Q3 上市酒企录得营收/利润下滑的覆盖面仍不大；从批价下行的节奏来看，价盘泡沫已经得以明显去化、从 21 年至今已经去化 3 年左右，参考上一轮白酒价盘 12 年初见顶、15 年见底；从酒企当下表态来看，其对稳中有升求增长的预期仍存，渠道及终端对酒企控量挺价的预期仍较低，反映至当下终端备货意愿较低、渠道开门红回款&25 年合同签订意愿也较低。上轮周期值得参考的是，供给端尊重产业趋势是前置条件，即酒企主动降速或渠道优胜劣汰出清倒逼降速，再等待需求预期扭转时步入右侧。

周内习酒召开年度经销商大会，会上提及“2024 年，习酒集团如期完成计划任务”，与之相对是核心单品之一君品习酒 24 年年初时批价在 800 元+、目前批价回落至 700 元以内，核心单品之二窖藏 1988 批价自年初约 470 元回落至 400 元以内，因此习酒也得提及“将坚持稳中求进主基调，保持合理增长，为市场减压，为经销商减负，确保市场供求关系更趋合理”、要坚持“挺君品、稳窖藏、扩金钻、扶直营、育电商”的市场战略布局。

管中窥豹，建议持续关注陆续召开的酒企经销商大会表态及实际对渠道&终端春节回款的沟通情况，从目前观察来看，不少酒企对开门红仍有一定期盼，对开门红政策的纠结也是试图平衡价盘所致。若加大开门红回款政策，削弱渠道&终端对底价的预期，以价换量是大概率事件；若保持平稳的开门红回款政策、甚至不给政策，但同时仍追求开门红回款进度，只会加大渠道库存堰塞湖。参考市场对白酒板块“实质大于形式”的投资偏好，上市公司表现分化会在春节回款期进一步拉大。

整体而言，我们认为白酒短期基本面风险、EPS 风险已在持续出清，稳健性配置推荐板块内个体性禀赋较强的高端酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）及区域龙头（古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘等），关注顺周期潜在催化下泛全国化次高端的进攻性配置价值。

● 大众品板块

零食：重视春节备货行情，成长属性依旧突出。近期步入年货节备货旺季、经销商备货意愿增强，预计 12 月下旬全面步入销售旺季，礼盒占比较高的公司有望受益。展望 25 年，新渠道红利行至过半、市场竞争仍将加剧，需重点关注可持续挖掘增量、稳住业绩增长的公司，看好补齐渠道短板&加快出海步伐&供应链提效等战略，推荐洽洽食品、盐津铺子、劲仔食品。

餐饮链：政策驱动估值修复，叠加基本面改善，修复弹性可期。短期政策支持+节日效应有利于行业基本面修复，从 10 月社零可窥见边际改善，前期受损较多的龙头正处于估值修复阶段。展望后续，我们依旧看好估值和 EPS 双击带来的高弹性，建议关注前期受损明显&具备内部改善的个股，推荐青岛啤酒、安井食品、颐海国际、中炬高新、安琪酵母。

软饮料：关注消费场景复苏，及具备 α 的强势龙头。近期为软饮消费淡季，市场更多关注点在于竞争格局改善&第二增长曲线潜力。近年来行业供给端持续优化，为需求端创造新活力、同时加速份额集中，软饮作为低单价、高频次消费品有望显著受益于消费复苏主线。推荐大单品稳基本盘+第二曲线高成长的个股，推荐东鹏饮料、农夫山泉、百润股份。

乳制品：政策&原奶周期驱动供需改善，叠加基本面改善，利润弹性可期。乳制品逐步进入备货旺季，11 月终端销售环比出现改善，销售旺季可期。展望明年，消费政策逐步落地下，乳制品需求端有望明显改善；原奶周期触底背景下红利犹存，同时企业利润诉求提升，



预计利润弹性表现较优。建议关注基本盘较为稳健，同时利润率存在提升逻辑的个股。

二、行情回顾

本周（12.9-12.13）食品饮料（申万）指数收于 18581 点（+2.01%），沪深 300 指数收于 3933 点（-1.01%），上证综指收于 3392 点（-0.36%），深证综指收于 2070 点（+0.28%），创业板指收于 2235 点（-1.40%）。

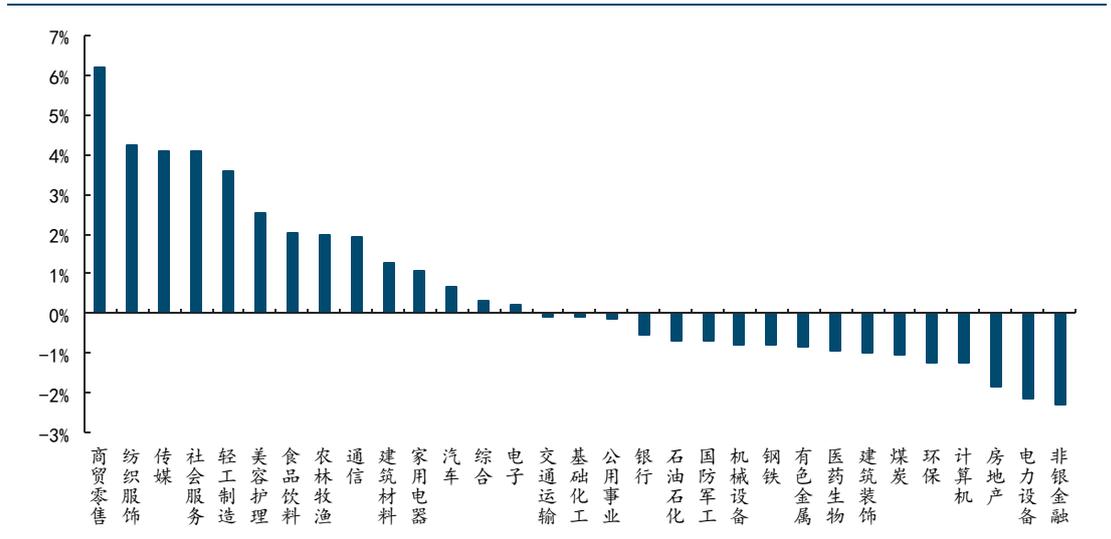
图表1：周度行情

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	18581	2.01%	-4.84%
沪深 300	3933	-1.01%	14.63%
上证综指	3392	-0.36%	14.02%
深证综指	2070	0.28%	12.65%
创业板指	2235	-1.40%	18.18%

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商贸零售（+6.17%）、纺织服饰（+4.23%）、传媒（+4.11%）。

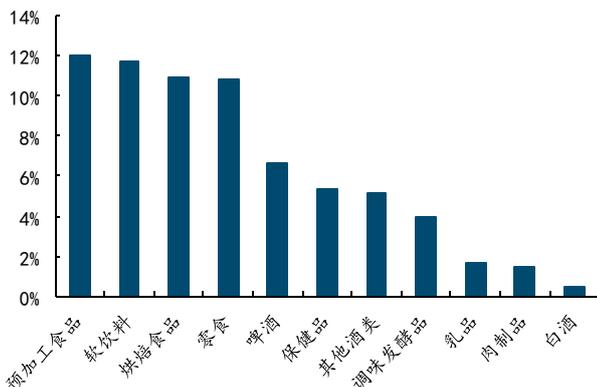
图表2：周度申万一行业涨跌幅



来源：I find，国金证券研究所

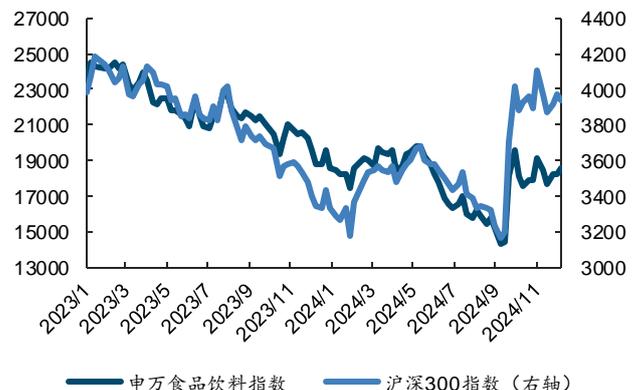
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为预加工食品（+12.03%）、软饮料（+11.69%）、烘焙食品（+10.94%）。

图表3：周度食品饮料子板块涨跌幅



来源：I find，国金证券研究所

图表4：申万食品饮料指数行情



来源：I find，国金证券研究所



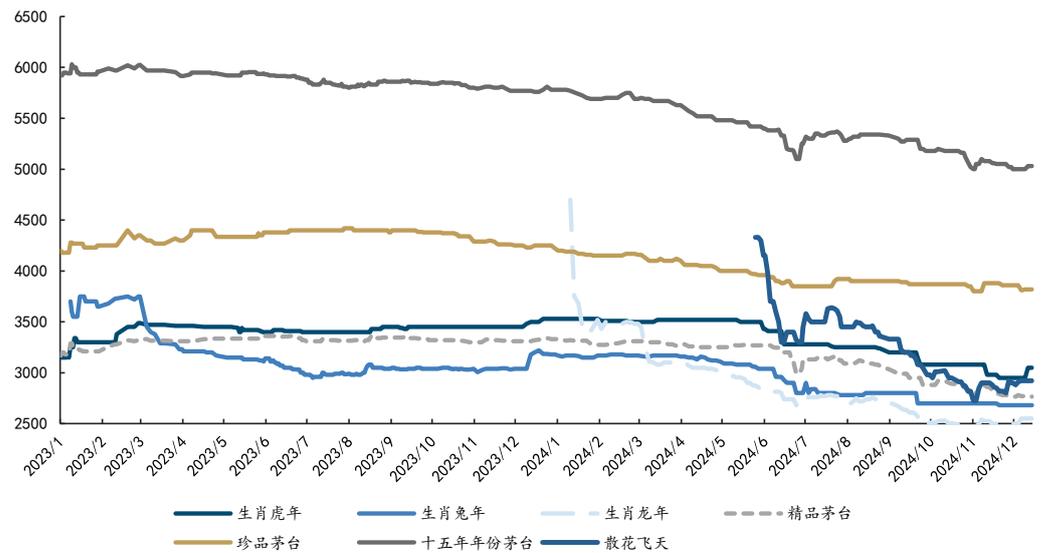
从个股表现来看，周度涨跌幅居前的为：惠发食品（+60.97%）、熊猫乳品（+49.38%）、海欣食品（+33.82%）、李子园（+28.32%）、立高食品（+21.63%）等。涨跌幅靠后的为：威龙股份（-21.31%）、桂发祥（-8.76%）、洋河股份（-2.04%）、莫高股份（-1.25%）、水井坊（-0.90%）等。

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 (%)
惠发食品	60.97	威龙股份	-21.31
熊猫乳品	49.38	桂发祥	-8.76
海欣食品	33.82	洋河股份	-2.04
李子园	28.32	莫高股份	-1.25
立高食品	21.63	水井坊	-0.90
巴比食品	20.28	贝因美	-0.36
良品铺子	19.88	泸州老窖	-0.30
黑芝麻	19.64	山西汾酒	-0.28
维维股份	19.52	岩石股份	-0.19
三元股份	19.35	贵州茅台	-0.13

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 12 月 14 日）

三、食品饮料行业数据更新

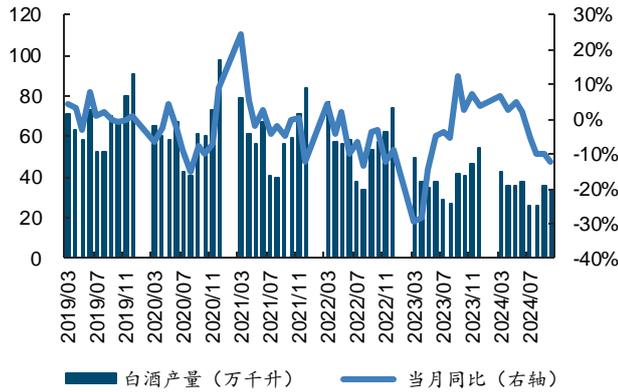
■ 白酒板块

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

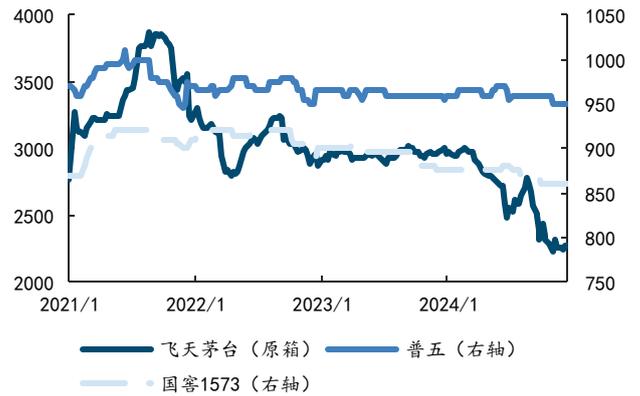
据今日酒价，12 月 14 日，飞天茅台整箱批价 2270 元（环周持平），散瓶批价 2210 元（环周+10 元），普五批价 950 元（环周持平），高度国窖 1573 批价 860 元（环周持平）。



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)

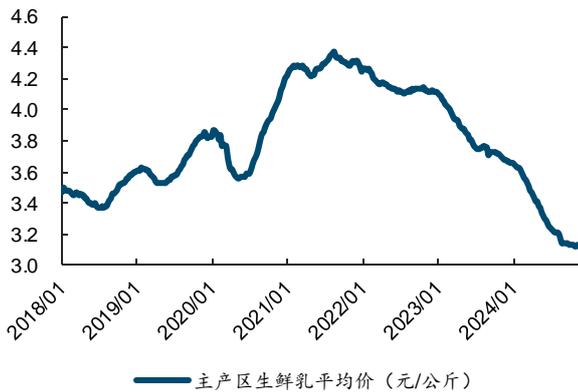
来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 12 月 14 日)

■ 乳制品板块

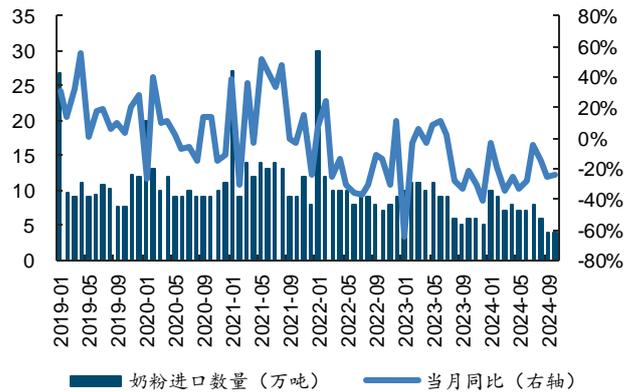
2024 年 12 月 6 日, 我国生鲜乳主产区平均价为 3.12 元/公斤, 同比-15.2%, 环比持平。

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 12 月 6 日)

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

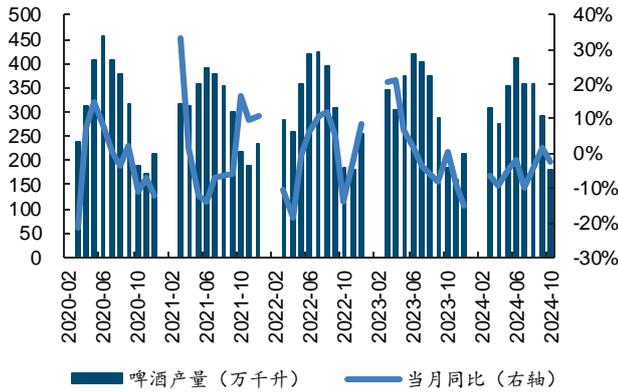
■ 啤酒板块

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

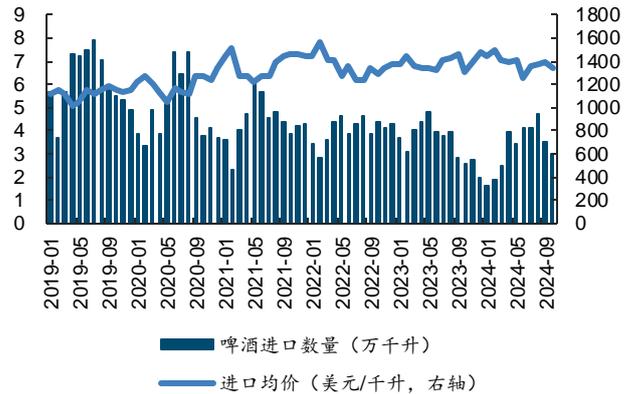
2024 年 1~10 月, 我国累计进口啤酒数量为 32.87 万千升, 同比-11.3%; 进口金额 4.53 亿美元, 同比-11.3%。其中, 单 10 月进口数量 3.00 万千升, 同比+16.6%; 进口金额 0.40 亿美元, 同比+19.1%。



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

12月9日,国家统计局发布11月份居民消费价格主要数据。11月份,全国居民消费价格同比上涨0.2%,环比下降0.6%。其中,11月,酒类价格同比下降1.9%,环比下降0.3%;1-11月,酒类价格同比下降1.3%。(糖酒快讯)

11月全国白酒环比价格总指数为99.62,下跌0.38%。其中,名酒环比价格指数为99.40,下跌0.60%;地方酒环比价格指数为99.78,下跌0.22%;基酒环比价格指数为100.00,保持稳定。从月定基价格指数看,11月全国白酒定基价格总指数为109.77,上涨9.77%。其中,名酒定基价格指数为112.21,上涨12.21%;地方酒定基价格指数为105.55,上涨5.55%;基酒定基价格指数为109.95,上涨9.95%。(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
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18日	香飘飘	2024年第一次临时股东大会
12月18日	恒顺醋业	2024年第三次临时股东大会
12月19日	阳光乳业	2024年第一次临时股东大会
12月20日	安井食品	2024年第四次临时股东大会
12月23日	西部牧业	2024年第四次临时股东大会
12月24日	西麦食品	2024年第一次临时股东大会
12月25日	ST春天	2024年第一次临时股东大会
12月26日	光明乳业	2024年第二次临时股东大会
12月26日	好想你	2024年第二次临时股东大会
12月27日	泉阳泉	2024年第二次临时股东大会
12月30日	双汇发展	2024年第二次临时股东大会
12月30日	海天味业	2024年第二次临时股东大会
12月30日	万辰集团	2024年第九次临时股东大会



日期	公司	事项
12月30日	佳禾食品	2024年第二次临时股东大会
12月30日	妙可蓝多	2024年第四次临时股东大会
12月31日	五粮液	2024年第一次临时股东大会
12月31日	熊猫乳品	2024年第五次临时股东大会

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