

食品饮料行业2025年度投资策略（大众品篇）

寻找韧性与增长

王言海、张玲玉、张馨予、范锡蒙



01

复盘2024，展望2025

02

餐饮供应链：政策利好方向，把握子板块复苏节奏

03

休闲食品：渠道变革红利延续，满足性价比需求

04

乳品饮料：产能持续去化，乳企龙头业绩有望企稳，东鹏景气突出

05

盈利预测

06

风险提示

CONTENTS

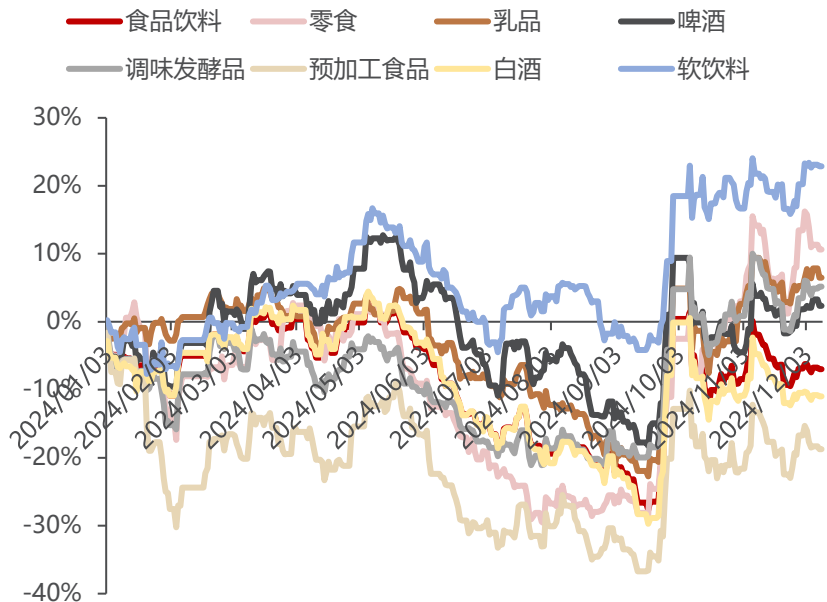
目录



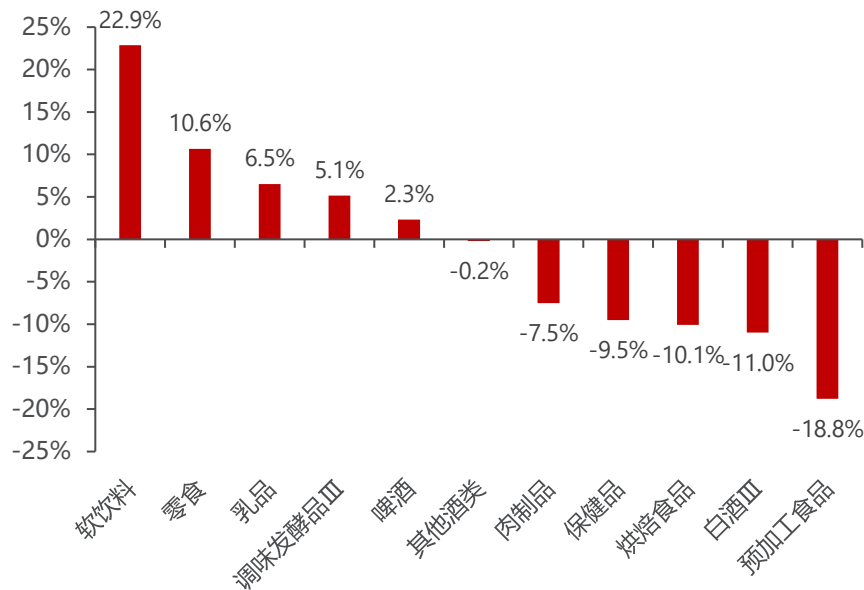
01. 复盘2024，展望2025

1.0 2024年业绩面弱复苏，子板块分化，出行支撑软饮料表现好于其他

图表：软饮料板块表现较优，预加工食品板块调整较为明显



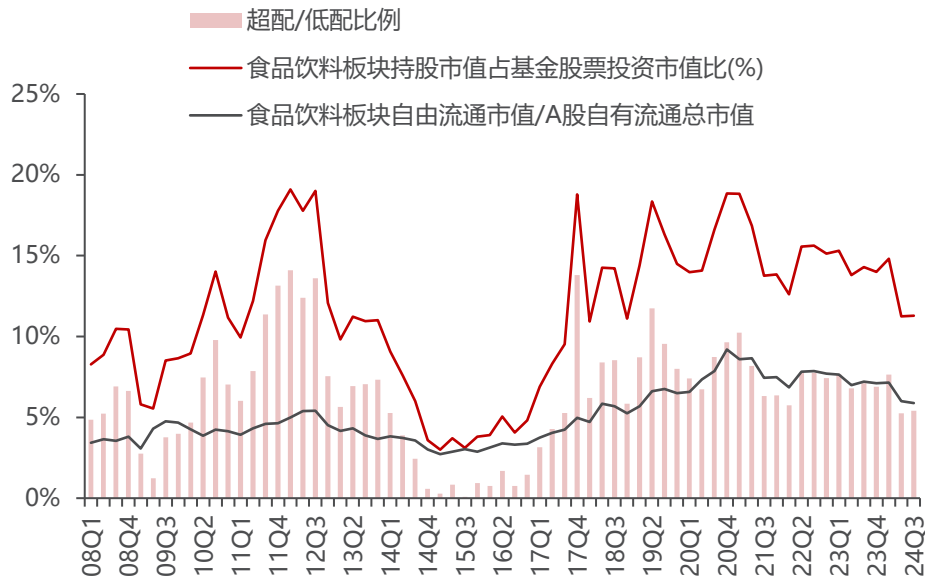
图表：2024年食品饮料子板块软饮料领涨，涨幅为22.9%



资料来源：wind，民生证券研究院（注：数据为SW行业指数年初至今涨跌幅，数据截至2024年12月9日）

1.0 2024年业绩面弱复苏，子板块分化，软饮料表现好于其他

图表：24Q3 基金重仓持股食品饮料维持超配



图表：行业PE (TTM) 震荡下修至约21X左右，低于近五年PE (TTM) 平均水平



资料来源：wind，民生证券研究院（注：数据截至2024年12月12日）

1.1

复盘2024，质价比趋势延续，新产品新渠道破局

- **从股价角度看**，截至2024年12月9日，食品饮料（SW）指数-7.0%，跑输上证综指21.4pcts。分子板块看，软饮料、零食、乳品指数涨幅居前，分别上涨22.9%、10.6%、6.5%。预加工食品、白酒、烘焙食品指数跌幅居前，分别下跌18.8%、11.0%、10.1%。24Q3食品饮料在基金重仓持有股票的流通市值合计中占比5.88%，超配 5.41%，环比+0.16pcts。食品饮料估值处于二十年低位，市场对远期较为悲观。
- **从产业角度看**，2024年11月份，全国居民消费价格同比上涨0.2%，环比下降0.6%。11月食品价格同比上涨1.0%，非食品价格持平。1-11月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.3%。2024Q3 社会消费品零售总额同比+2.7%，增速环比2024Q2加快0.1pcts，消费需求恢复整体偏弱。折扣零售发展如火如荼，在追求性价比的同时，消费者也愿意为情绪价值买单，围绕新奇、独特、有格调的体验至上的心理日渐兴起，与此同时随着人们对于价值感的理解进一步深化，消费者已经开始学习更有策略性地应对和维持对理想生活的追求。物质消费需求更为理性，而对精神消费需求呈现上升趋势。必选消费更加趋于理性，可选消费趋于悦己精神消费。传统餐饮零售渠道为应对新的消费趋势在不断调整业态、打磨新店型，各大品牌也在加大品宣促销费用的同时，不断加快产品创新能力，通过差异化、定制化产品积极拥抱新渠道，摆脱低价竞争漩涡，实现全渠道产品适配。

1.2 展望2025，政策东风已至，重点关注产品创新和供应链优化，并购整合有望带来竞争格局改善

- **政策东风已至，寻找韧性和新增长。** 2024年9月底以来全国多地政府发放消费券，上海、杭州、四川、河南发券金额合计超15亿元；农业农村部等七部门联合印发通知稳定肉牛奶牛生产，鼓励有条件的地方通过发放消费券等方式，拉动牛奶消费。12月9日，中共中央政治局会议针对消费部分首次提出“大力提振消费以及全方位扩大国内需求”，而文稿位次方面此次扩大内需部分的工作要求排在了科技之前，在大力提振消费和全方位扩大国内需求中间出现“提高投资效益”。同时，2024年在“新国九条”、“并购六条”等政策支持下，传统行业有望通过重组方式合理提升产业集中度。
- **①餐饮供应链：**政策驱动下内需改善，餐饮渠道率先恢复，短期业绩弹性大确定性高，由于无库存周期传导影响，与下游餐饮需求恢复高度敏感，餐饮供应链或将直接受益于餐饮消费券等服务消费宏观刺激政策，相关企业在大幅调整后有望迎来低预期下的反转高弹性。24Q2随着需求转弱，调味品行业B端中小企业出清加速，C端竞争加剧，行业马太效应愈加显著，行业格局进一步集中优化。**推荐餐饮供应链颐海国际、海天味业、立高食品，关注日辰股份、宝立食品。**
- **②休闲食品：**短期看渠道红利，中期看品类延申，长期看组织管理。我们预计零食明年年货节仍将继续维持高景气度，优先推荐礼盒占比较高、分销快速铺货的零食品牌**三只松鼠**，渠道端受益高势能渠道快速拓展实现持续放量，鹌鹑蛋、魔芋等品类逐步建立竞争优势、目标26年营收翻倍的**盐津铺子**；关注BC超散称高速增长，鹌鹑蛋打造第二增长曲线，未来3年目标营收翻倍的**劲仔食品**；同时，我们也建议关注坚果业务构筑第二增长曲线并持续探索第三曲线，有望持续受益成本红利的**洽洽食品**和渠道产品积极变革的**有友食品**。
- **③乳制品：**乳制品供需关系有望改善，行业龙头抗风险能力较强，部分企业有望率先走出调整期，推荐业绩稳健、有股息率提升预期的细分龙头**伊利股份**，区域乳企弹性标的**新乳业**，**建议关注蒙牛乳业、中国飞鹤、天润乳业。**
- **④软饮料：**软饮料具备显著的低价、不受消费场景限制的特，对于餐饮、送礼等消费场景的依赖程度低，在旅游出行等刺激带动下，高景气度延续。头部公司大单品持续放量、第二曲线起势，行业渠道下沉及品类红利持续，头部公司业绩弹性释放延续。**推荐东鹏饮料，建议关注农夫山泉、华润饮料、康师傅、统一企业。**

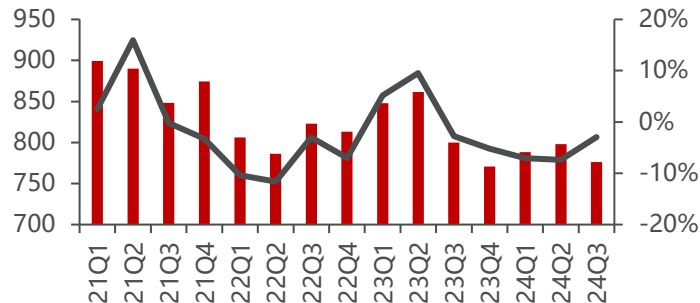
02. 餐饮供应链：政策利好方向，把握子板块复苏节奏

2.0 餐饮表现回顾：需求承压，拓店放缓，客单价下滑

- **24年以来餐饮需求承压，门店规模持续收缩。**截至24Q3全国餐饮门店数量776万家，同比-3%；单Q3开店率/闭店率为8.8%/11.3%。
- **门店客单价下滑。**2024年1-9月餐饮大盘整体人均消费同比-1.2%，分场景看下滑top3为饮品/火锅/烧烤，同比-6.0%/-4.4%/-2.5%。
- **连锁餐饮品牌拓店放缓。**各品类连锁餐饮品牌更重单店质量，放缓拓店速度，火锅干锅类连锁品牌收缩门店。

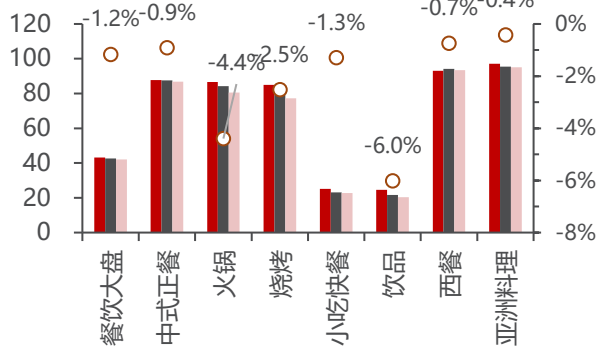
图表：24年以来全国餐饮门店数量同比持续下滑

■ 餐饮门店数 (万家) — yoy (右轴)



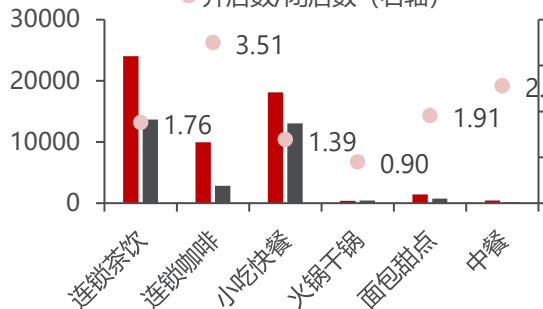
图表：2024年餐饮门店客单价下滑 (元, 数据截至24Q3)

■ 2022 ■ 2023 ■ 2024 ○ 24年同比变动



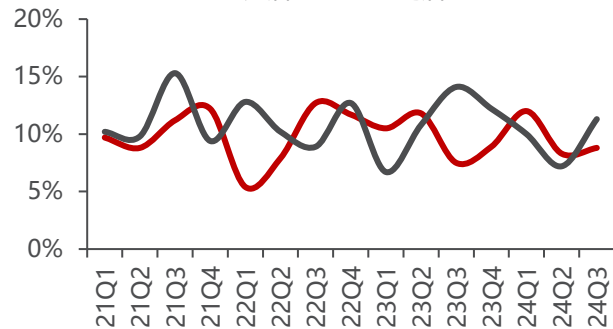
图表：24Q1-3连锁餐饮品牌拓店情况

■ 门店增加总数 (家)
■ 闭店总数 (家)
● 开店数/闭店数 (右轴)



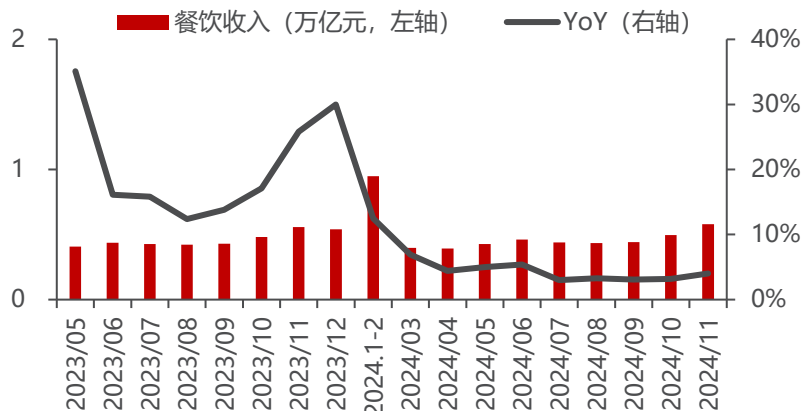
图表：21-24Q3全国餐饮门店开店率及闭店率情况

— 开店率 — 闭店率

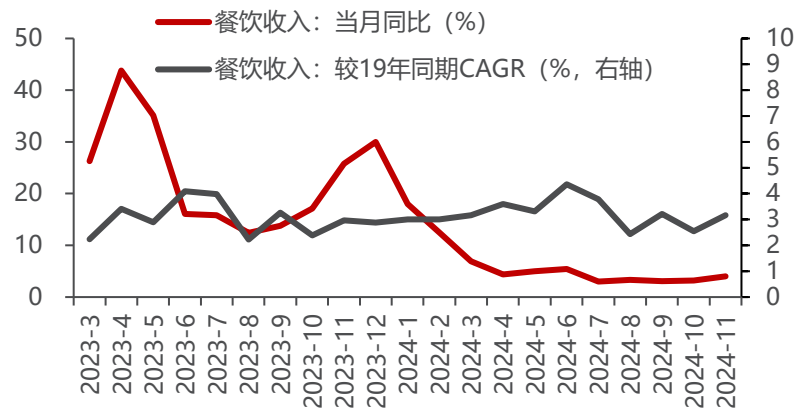


2.0 餐饮表现回顾：需求承压，拓店放缓，客单价下滑

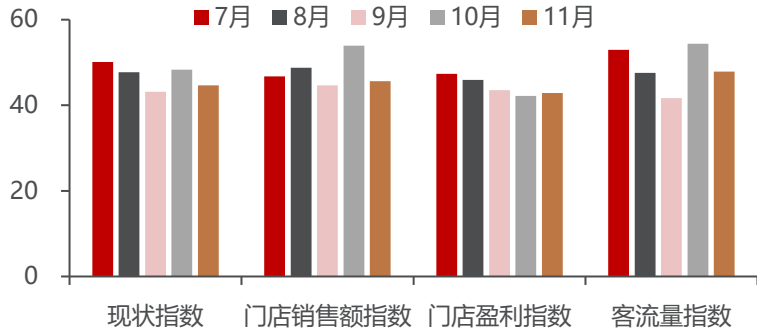
图表：社零餐饮收入及增速



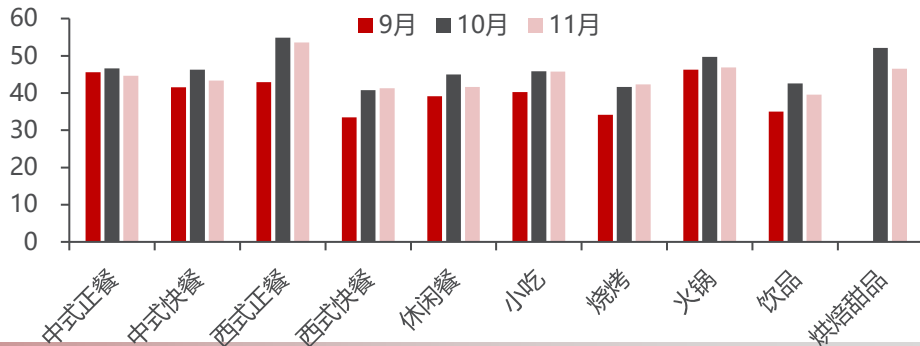
图表：社零餐饮收入同比增速及较19年同期CAGR



图表：十月受黄金周带动，餐饮门店表现有所恢复



图表：餐饮分业态现状指数，10月以来边际有所改善



2.1 餐饮供应链：促消费政策利好方向，受益下游复苏

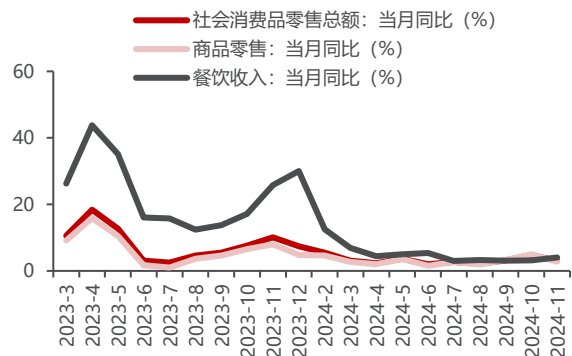
- **消费券发放助力下游餐饮复苏。**9月底以来全国多地政府发放消费券，上海、杭州、四川、河南发券金额合计超15亿元；截至11月26日，上海市线下餐饮消费583.9亿元，同比+11.4%，10月份商圈日均客流总量较去年同期增长约10%。
- **假期延长有望提振旅游出行消费。**2025年春节及五一假期各延长一天，有望提振旅游城市餐饮消费。

图表：24年9月以来各地餐饮消费券政策梳理

地区	时间	发放说明	效果
9月底以来多地地方政府发放餐饮消费券，上海、杭州、四川、河南发券金额合计超15亿元；20年全国合计发放消费券超300亿 大部分消费券使用期限在一个月左右；一般省级/地级/县级单次发行规模在1亿-5亿元/数千万元数百万 应用场景上20年以餐饮、零售为主，近年新增汽车、家电、文旅等品类，部分地区发放购房契税消费券（贵州贵阳、四川泸州）			
上海	第一轮：9月28日至10月底 第二轮：11月2日、9日、16日和23日 第三轮：12月7日、14日、28日	5亿元“乐上海”消费券（餐饮3.6亿元、住宿9000万元、电影3000万元、体育2000万元）	22年： 10亿元，4轮发放，中签率24%左右，资金核销率97%，拉动消费金额35.06亿元， 杠杆率3.71
杭州	10月起	4.3亿元 ，餐饮专项消费券、商超消费券、手机平板穿戴设备等消费电子产品消费券 超4亿元 财政资金用于2024“蜀里安逸”消费券发放，3亿元为家居家装消费券， 1亿元为川酒、川菜、川菜等四川特色产品消费券	24年截至11月中旬： 拉动消费50.2亿元，助推前三季度全省社会消费品零售总额增长4.4%
四川	9月中下旬		24年截至11月底： 核销率达85%，带动直接消费6.31亿元， 杠杆率3.7
河南	10月起	2亿元 ，在全省范围内分4批发放金秋消费券	
黑龙江	9月15日至10月15日	为期一个月，全省计划发放 促消费资金约5430万元 ，精准聚焦 汽车、家电、百货、餐饮 等领域。其中，计划发放政府消费券约4530万元，企业支持让利补贴资金约900万元	
安徽	10月25日至次年10月31日	3400万元共享皖美时光安徽省惠民观影消费券，包括购票立减20元、使用支付宝安徽工行卡立减、电影票买一赠一、19.9元一口价及不等额红包等多种形式	
广西	11月底至12月31日	消费券115万份，围绕零售、餐饮、住宿等领域	

图表：假期延长有望提振旅游出行消费

	24年春节假期	24年五一假期
全国国内旅游人次（亿）	4.74	2.95
同比增速	34.3%	7.6%
较2019年同期	19.0%	28.2%
国内出游总花费（亿元）	6326.87	1668.9
同比增速	47.3%	12.7%
较2019年同期	7.7%	13.5%



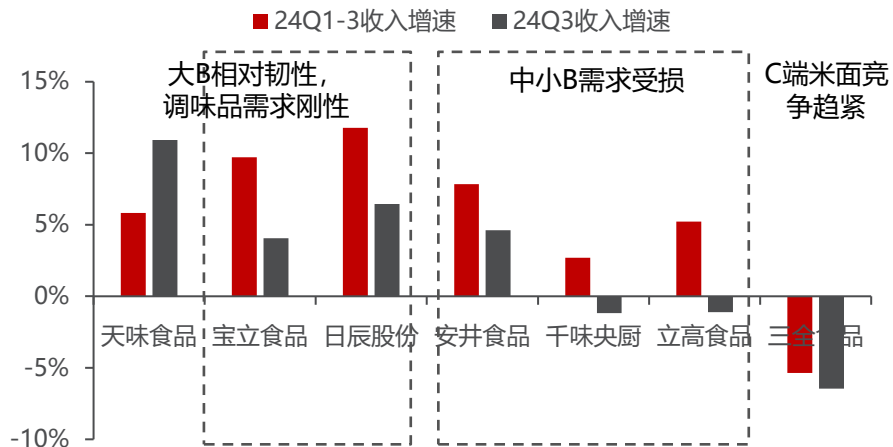
2.2 餐饮供应链：促消费政策利好方向，受益下游复苏

- 餐饮供应链有望直接受益下游B端复苏。**24年以来餐饮供应链企业由于需求疲软、竞争加剧等因素导致业绩及估值持续承压。当前政治局会议明确“大力提振消费”，后续餐饮环境有望企稳，且由于相关餐供企业无库存周期影响，下游餐饮经营转暖有望同步传导至上游，B端占比较高的企业收入端有望迎来较快恢复。

图表：主要餐供企业渠道结构梳理

调味品	颐海国际	天味食品	宝立食品	日辰股份
23年收入规模 (亿元)	61	31	24	4
渠道结构	大B定制约33%，小B约3%，C端约64%	大B定制约10%，小B占比10%+，C端占比75%+	大B定制约60%，C端约40%	大B餐饮连锁约46%，工业及品牌定制约51%，小B约3%
速冻食品	安井食品	千味央厨	立高食品	三全食品
23年收入规模 (亿元)	140	19	35	71
渠道结构	大B约7%，小B餐饮50%+，C端约40%	大B定制约40%，小B约60%	直营B端占比约43%，经销B端占比约56%	小B约20%，C端约80%

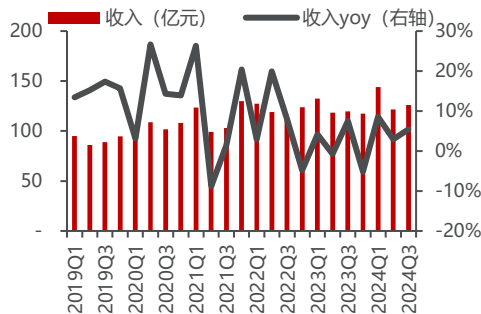
图表：主要餐供企业24年以来收入表现



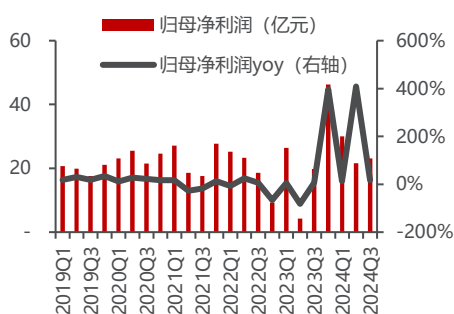
数据来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

2.3 调味品：逐季优化，龙头强势，Q4有望延续改善趋势

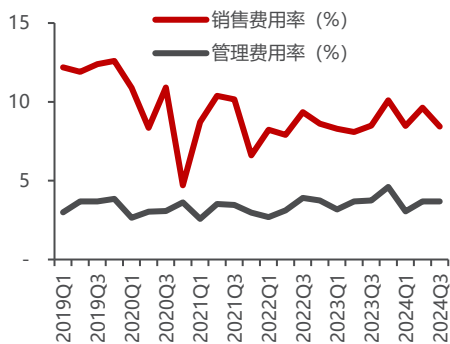
图表：调味品板块单季度收入及增速



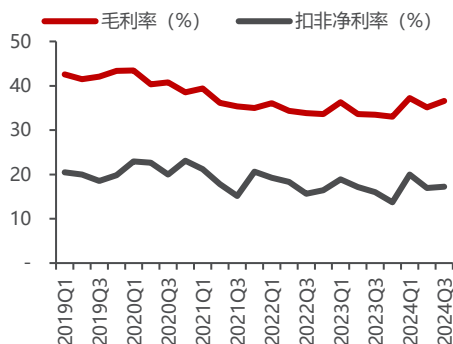
图表：调味品板块单季度归母净利润及增速



图表：板块单季度管理/销售费用率



图表：板块单季度毛利率/扣非净利率



图表：调味品企业分季度营收/归母净利润情况 (亿元)

证券名称	三季报表现		单季度收入增速				
	2024Q1-3 收入	2024Q1-3 增速	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
海天味业	203.99	9.38%	2.20%	-9.30%	10.21%	7.98%	9.83%
安琪酵母	109.12	13.05%	1.62%	1.76%	2.53%	11.31%	27.17%
中炬高新	39.46	-0.17%	-0.38%	-14.37%	8.64%	-11.96%	2.23%
千禾味业	22.88	-1.85%	48.45%	-0.82%	9.28%	-2.53%	-12.63%
涪陵榨菜	19.62	0.56%	-1.50%	-0.84%	-1.53%	-3.37%	6.81%
恒顺醋业	15.31	-6.51%	0.03%	2.44%	-24.89%	3.36%	5.64%
仲景食品	8.39	14.21%	15.44%	14.37%	22.78%	11.51%	9.57%
宝立食品	19.30	9.72%	11.80%	8.61%	15.72%	10.29%	4.06%
天味食品	23.64	5.84%	16.39%	16.95%	11.34%	-6.80%	10.93%
日辰股份	2.97	11.78%	16.86%	24.11%	14.73%	15.58%	6.45%

证券名称	三季报表现		单季度归母净利润增速				
	2024Q1-3 归母	2024Q1-3 增速	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
海天味业	48.15	11.23%	-3.24%	-15.20%	11.85%	11.12%	10.50%
安琪酵母	9.53	4.55%	5.98%	-15.48%	-9.48%	17.65%	7.84%
中炬高新	5.76	145.28%	61.35%	393.72%	59.70%	106.95%	32.90%
千禾味业	3.52	-9.19%	90.43%	-8.47%	6.66%	-14.16%	-22.58%
涪陵榨菜	6.71	1.74%	4.78%	-17.32%	3.93%	-15.58%	17.88%
恒顺醋业	1.20	-13.08%	-44.61%	-212.02%	-24.23%	-24.06%	79.99%
宝立食品	1.73	-28.01%	23.68%	-2.98%	-20.36%	-46.75%	-13.45%
天味食品	4.32	34.96%	44.06%	39.90%	37.20%	-10.90%	64.79%
日辰股份	0.54	30.88%	11.57%	54.90%	21.06%	20.37%	44.52%

资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为SW调味品，部分标的可能存在出入）

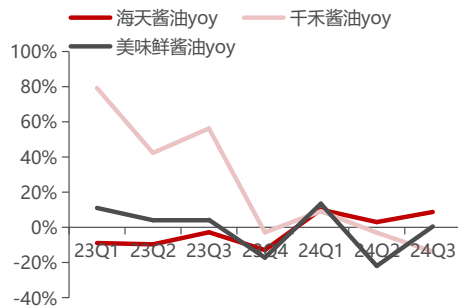
2.4 基础调味品：行业加速集中，龙头地位稳固

- **表现分化，加速集中。**24Q3海天味业、安琪酵母表现优于同行，其中海天先于行业着手渠道改革，24年以来库存水平控制合理，渠道理顺效果持续显现；安琪主因国内需求复苏、出口景气，收入领跑行业。行业竞争上由过去抢占中小品牌份额，到目前头部品牌间竞争趋紧，如海天针对一批、二批政策，对干禾、厨邦限制代理，餐饮渠道设立专项费用等。餐饮渠道竞争或小于居民渠道，餐饮海天龙头地位稳固，其他品牌分层明显。
- **海天渠道优势突出，龙头地位稳固。**渠道精细，经销商数量多，网络下沉密度高、对终端掌控力强（经销商直控，价格体系执行、推新速度快），使得海天在拓品上有较强的渠道推力，非酱油类产品表现优于同行。中炬9月对部分产品提价后以费用形式投入市场，干禾以提升经营质量为主线对产品进行战略升级，同时优化经销商队伍聚焦单点提升，仍需关注后续调整效果。

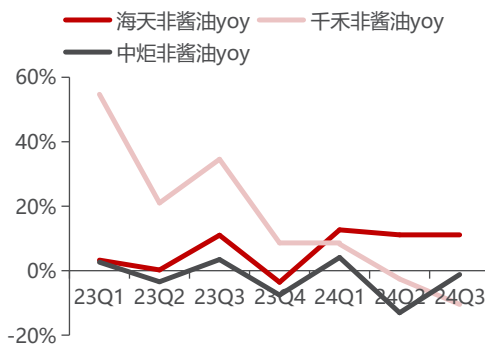
图表：海天味业渠道动作梳理

时间	渠道表现
21年	行业需求疲软，成本上涨，公司10月提价；21Q4提价后经销商备货积极、春节备货提前，Q4库存偏高没有影响提价落地，行业内率先完成终端提价
22年	疫情以来行业餐饮端需求受压制，二批和终端不再囤货使得经销商在产业链条中承担较大压力
23年	全年重点动作在于完善基础工作，增加费用及人员投入疏导终端动销，缓解经销商压力，同时抓住复苏趋势，扩张新渠道、新客户；3月进入降库存周期，重点优化客户结构、渠道体系恢复
23年渠道调整	成立八大销售公司，采用独立自主经营的模式激发团队活力，部分费用权限下放至销售公司，可灵活用于员工激励或市场投入，同时也可以根据区域内市场情况规划和推广特色产品 针对定制化需求，公司成立敏捷部门快速响应，避免过去丢失订单的情况出现，后端柔性供应链支持，目前处于起步阶段，起量后毛利率有望逐步提升 对外部经销商，公司以库存调整为先
24年	餐饮渠道推进扁平化，成立餐饮部门对接大客户，积极满足个性化、碎片化的客户需求

图表：海天/中炬/干禾酱油类产品收入增速



图表：海天/中炬/干禾非酱油类产品收入增速



资料来源：iFinD，公司公告。证券时报，民生证券研究院

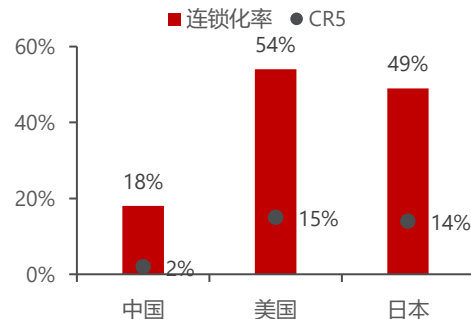
2.5 复合调味品：渗透率提升在途，Q4旺季基本面有望强化

- **24Q3边际改善，Q4进入复调备货旺季基本面有望强化。**三季度进入火锅类产品备货旺季，以C端线下渠道为基本盘的天味食品主动调整产品结构、铺货节奏，Q3经营环比改善；日辰Q3餐饮业务同比+20.8%，主要系与大客户合作进一步深化，订单增加带动；宝立食品24Q3复合调味料营收同比+0.8%，主要受餐饮景气回落、大客户推新动作放缓等影响。
- **参考美日韩成熟市场，国内复调渗透率仍有较大提升空间，但中式菜品多样性下集中度缓慢提升。**

 - 根据红餐大数据，2023年我国调味品市场规模为5927亿元，同比+17.4%。
 - 根据艾媒数据中心，截至2020年中国复调渗透率为26%，而美国/日本/韩国市场复调渗透率已达73%/66%/59%，国内复调渗透率仍有1倍以上提升空间。集中度来看，现阶段国内中式复调 < 火锅底料 < 西式复调。区别于西餐对应的西式复调具有较强的规模效应，菜品种类繁多的中餐对应的中式复调，有着更多元化的发展方向和更广阔的拓展空间，我们认为龙头企业有望通过拓展新区域/新渠道/新产品获得较快成长。
- **复调C端成长有赖于大单品放量，B端成长受益餐饮连锁化和“外卖+”，未来行业有望保持双位数增长。**

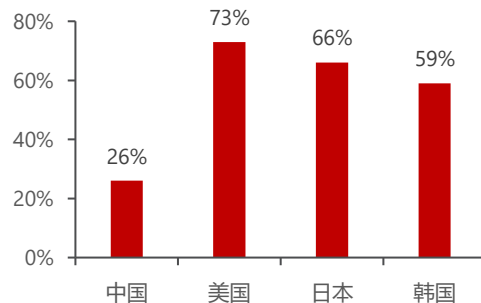
 - 分渠道来看，复合调味品在C端的成长有赖于大单品放量，如酸菜鱼、小龙虾、麻辣香锅、红烧肉等中式复调。
 - 而复调在B端的成长受益于餐饮连锁化率提升和“外卖+”模式发展下，餐饮标准化/便捷化/个性化等需求日益提高。根据《2023中国中式餐饮白皮书》，2021年国内餐饮连锁化率为18%，参考成熟市场美国/日本的54%/49%，国内餐饮连锁化率仍有2倍以上提升空间。

图表：2021年美国/日本/中国餐饮连锁化率对比



数据来源：《2023中国中式餐饮白皮书》，民生证券研究院

图表：2020年中国/美国/韩国/日本复调渗透率

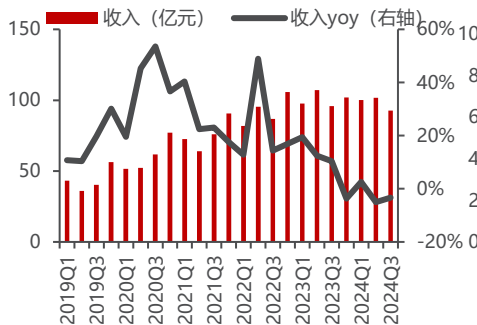


数据来源：艾媒数据中心、洛克资本，民生证券研究院

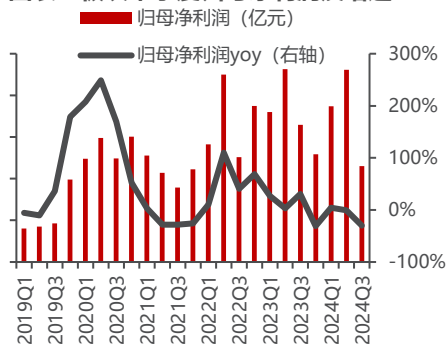
2.6

速冻食品：24年受损严重，竞争趋紧，各企业以价换量稳住份额，收入降速盈利承压

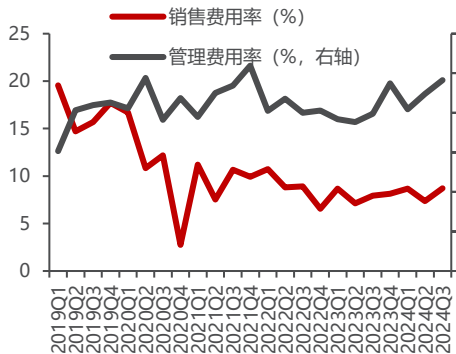
图表：板块单季度收入及增速



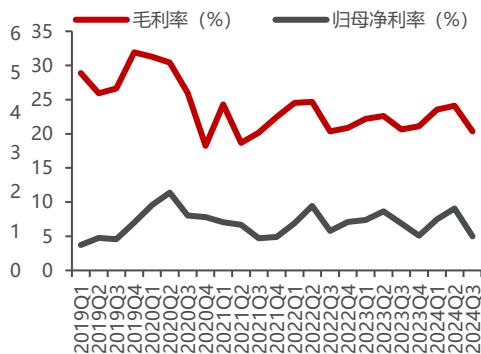
图表：板块单季度归母净利润及增速



图表：板块单季度管理/销售费用率



图表：板块单季度毛利率/归母净利润率



图表：预加工食品企业分季度营收/归母净利润情况 (亿元)

证券名称	三季报表现		单季度收入增速				
	24Q1-3 收入	24Q1-3 增速	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
安井食品	110.77	7.84%	17.21%	-6.27%	17.67%	2.31%	4.63%
三全食品	51.25	-5.35%	3.03%	-21.83%	-5.01%	-4.74%	-6.46%
立高食品	27.17	5.22%	30.07%	6.67%	15.31%	2.80%	-1.11%
巴比食品	12.10	2.04%	8.13%	4.58%	10.74%	-1.93%	-0.46%
干味央厨	13.64	2.70%	25.04%	25.02%	8.04%	1.65%	-1.17%
味知香	5.11	-17.50%	-11.89%	-5.67%	-17.92%	-24.94%	-9.19%

证券名称	三季报表现		单季度归母净利润增速				
	24Q1-3 归母	24Q1-3 增速	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
安井食品	10.47	-6.65%	63.75%	-13.41%	21.24%	-2.51%	-36.76%
三全食品	3.94	-28.61%	22.05%	-28.37%	-17.76%	-34.36%	-47.02%
立高食品	2.03	28.21%	66.94%	-297.22%	53.96%	0.30%	35.07%
巴比食品	1.94	25.68%	354.55%	-33.21%	-3.43%	75.60%	14.00%
干味央厨	0.82	-13.49%	60.35%	24.12%	14.16%	-3.36%	-42.08%
味知香	0.68	-36.83%	-18.76%	-13.91%	-46.94%	-40.12%	-21.81%

资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为SW预加工食品，部分标的可能存在出入）

2.7 投资建议：政策利好方向，把握子板块复苏节奏

- **政策驱动下内需改善，餐饮渠道率先恢复，短期业绩弹性大确定性高。**近期中央经济工作会议将“提振消费、提高投资效益、扩大内需”放在首位，各地发放消费券刺激餐饮需求，促消费政策持续升温背景下，餐饮供应链由于无库存周期传导影响，与下游餐饮需求恢复高度敏感，或将直接受益于餐饮消费券等服务消费宏观刺激政策，相关企业在大幅调整后有望迎来低预期下的反转高弹性。24Q2随着需求转弱，调味品行业B端中小企业出清加速，C端竞争加剧，行业马太效应愈加显著，行业格局进一步集中优化。中长期看，餐饮需求回暖带动相关供应链需求，行业规模扩张下餐供龙头凭借自身规模、渠道及研发优势，有望获取更多市场份额，释放增长潜力。
- **投资建议：推荐颐海国际**（关联方经营逐步回暖，第三方渠道改革成果逐步显现，90%+分红率）、**海天味业**（龙头地位持续稳固，渠道理顺效果显现）、**立高食品**（奶油新品快速增长，大B端持续开拓），关注**日辰股份**、**宝立食品**。

03. 休闲食品：渠道变革红利 延续，满足性价比需求

3.0 新渠红利延续，龙头业绩增长韧性强，成本回落盈利释放

- 复盘休闲食品2024年整体表现，量贩零食、抖音等增量渠道高景气，板块收入提速，营销费用投放上整体缩减；成本端棕榈油、葵花籽、鹌鹑蛋等原材料价格回落企稳，盈利能力持续改善。
- 24Q2-Q3行业处于淡季，A股核心零食公司（盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、三只松鼠等）业绩仍取得较快增长，净利率同比进一步改善，我们预计短期内这一趋势仍将延续，24Q4、25Q1在开门红动销的刺激下有望加速。

图表：部分零食企业分季度营收情况（亿元）

证券名称	营业收入					同比变动				
	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
甘源食品	4.87	5.34	5.86	4.56	5.63	37.27%	10.85%	49.75%	4.90%	15.58%
盐津铺子	4.87	5.34	5.86	4.56	5.63	46.17%	20.22%	37.00%	23.44%	26.20%
劲仔食品	11.11	11.11	12.23	12.36	14.02	45.92%	26.51%	23.58%	20.90%	12.94%
洽洽食品	5.69	5.72	5.40	5.90	6.42	5.12%	-6.90%	36.39%	-20.25%	3.72%
良品铺子	17.93	23.27	18.22	10.77	18.59	-4.53%	-16.02%	2.79%	-10.43%	-20.81%
三只松鼠	20.13	20.46	24.51	14.35	15.94	38.56%	29.18%	91.83%	43.93%	24.03%

图表：部分零食企业分季度扣非归母净利润情况（亿元）

证券名称	归母净利润					同比变动				
	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
甘源食品	0.95	1.15	0.91	0.75	1.11	95.31%	67.08%	65.50%	16.79%	17.10%
盐津铺子	1.50	1.10	1.60	1.60	1.74	67.28%	32.62%	43.11%	19.11%	15.62%
劲仔食品	0.50	0.76	0.74	0.70	0.71	48.56%	122.76%	87.73%	58.74%	42.58%
洽洽食品	2.38	2.97	2.40	0.96	2.89	-13.53%	-15.01%	35.15%	7.58%	21.40%
良品铺子	0.02	-0.11	0.62	-0.39	-0.05	-97.88%	-122.91%	-57.98%	-195.02%	-325.20%
三只松鼠	0.16	0.50	3.08	-0.19	0.52	40.86%	41.07%	60.80%	-51.21%	221.89%

图表：零食板块单季度收入及增速

	24度精炼棕榈油： 进口均价	葵花籽：现货价	花生米：现货价	大豆：生产资料价格	鹌鹑蛋	纸箱
	同比增速					
2022-06	62.62%	25.77%	5.09%	5.93%	54.62%	-4.18%
2022-07	58.34%	18.59%	8.88%	2.34%	63.30%	-5.31%
2022-08	34.49%	11.80%	10.39%	2.62%	64.98%	-10.03%
2022-09	24.23%	11.38%	13.20%	1.13%	60.32%	-10.57%
2022-10	18.39%	10.41%	18.87%	7.24%	39.25%	-18.01%
2022-11	1.70%	6.42%	18.93%	3.68%	23.55%	-19.12%
2022-12	-16.08%	2.56%	23.15%	1.59%	11.25%	-16.16%
2023-01	-11.69%	2.74%	30.87%	-1.61%	-37.66%	-16.54%
2023-02	-15.41%	3.93%	38.17%	-2.79%	2.24%	-17.46%
2023-03	-30.73%	6.82%	44.72%	-4.56%	-0.95%	-23.76%
2023-04	-36.56%	17.80%	55.20%	-9.83%	2.58%	-23.61%
2023-05	-32.25%	24.85%	33.73%	15.96%	-7.14%	-22.43%
2023-06	-32.55%	29.06%	30.72%	17.96%	-26.14%	-22.26%
2023-07	-40.25%	23.24%	28.72%	11.25%	-30.14%	-21.90%
2023-08	-35.94%	15.90%	25.35%	11.02%	-27.93%	-21.03%
2023-09	-22.94%	15.83%	8.21%	11.14%	-23.19%	-17.81%
2023-10	-17.53%	15.35%	2.91%	15.41%	-21.60%	-14.14%
2023-11	-14.85%	13.23%	11.60%	14.66%	-23.63%	-16.05%
2023-12	-10.48%	11.03%	10.94%	13.89%	-15.27%	-12.62%
2024-01	-11.78%	11.86%	8.33%	15.33%	51.69%	-10.79%
2024-02	-9.61%	14.79%	10.64%	17.16%	-46.85%	-10.12%
2024-03	-9.10%	20.12%	14.72%	14.31%	-28.31%	-1.87%
2024-04	-8.19%	16.94%	11.75%	10.79%	-21.19%	-5.95%
2024-05	-5.48%	14.65%	17.82%	-6.99%	-14.48%	-9.85%
2024-06	-1.27%	12.14%	23.97%	-9.21%	-3.73%	-7.06%
2024-07	4.52%	11.29%	25.53%	13.16%	-4.73%	-6.78%
2024-08	5.40%	11.55%	24.57%	16.00%	-1.59%	-5.33%
2024-09	1.03%	12.51%	21.79%	15.68%	-6.17%	-
2024-10	-	6.26%	22.07%	16.05%	-9.88%	-

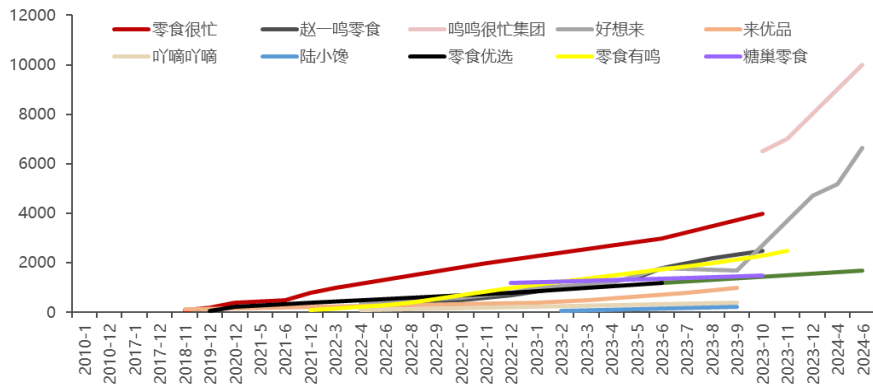
资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：板块数据为SW零食，部分标的可能存在出入）

3.1 量贩渠道格局基本稳定，休闲食品品牌积极拥抱

➤ 量贩渠道集中度快速提升，后续关注下沉市场需求增量激发。

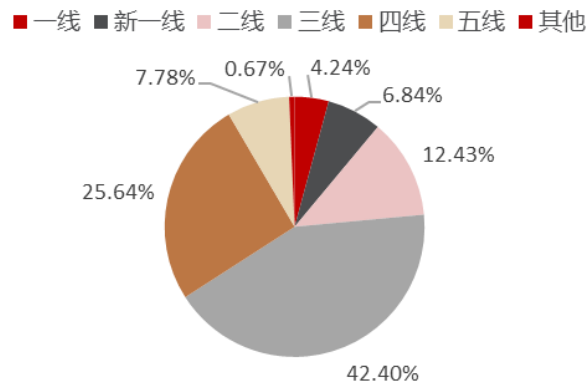
- 龙头企业加快收并购整合发布，量贩渠道的集中度快速提升。6月12日，由零食很忙和赵一鸣零食双品牌合并成立的“鸣鸣很忙”集团，官宣突破万店大关，引领零食连锁行业开启了万店时代。10月28日，三只松鼠发布关于签订《投资意向协议》的公告，公司全资子公司安徽一件事创业投资有限公司拟以不超过人民币2亿元收购湖南爱零食科技有限公司的控制权或相关业务及资产。同时，消费市场正在从供给侧主导的卖方时代，转向消费者主导的买方时代，零售连锁正在向折扣化、社区化、制造化三个趋势方向演进，参考赵一鸣零食门店城市分布结构，超75%的门店分布在三级及以下城市，量贩零食门店有效激发了下沉市场休闲零食的消费需求，有望提高下沉市场休闲食品消费频次，伴随渠道展店放缓，我们认为高量贩渠道占比的上游零食制造商仍有望享受下沉市场休闲食品消费频次提升带动的行业红利。

图表：量贩零食主要品牌门店数量（家）



资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：数据截至2024年6月）

图表：赵一鸣零食门店各级城市占比



资料来源：窄门餐饮，民生证券研究院

3.2 如何看待休闲食品行业增长的持续性？

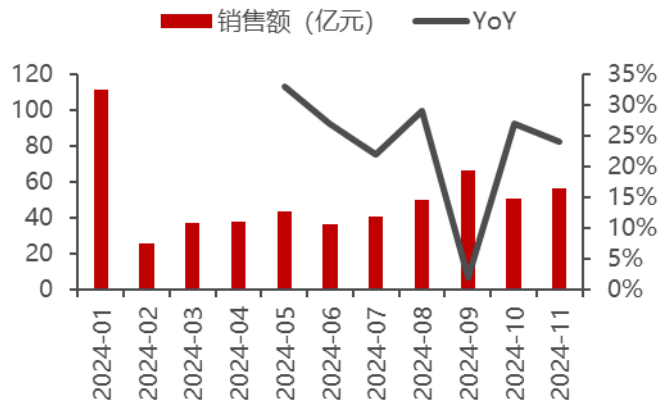
➤ 线上电商方面，抖音等短视频直播带货打造新增长极。

- 我国电商平台呈现多元化发展趋势，其中以抖音、快手等为代表的短视频电商快速崛起，其通过“直播+短视频”等多形式创新，为消费者提供更加多元化、多链路的消费场景，从而激发消费者的潜在需求。据蝉妈妈数据显示，抖音电商食品饮料行业上升势能、市场规模同比增速依旧，且动销商品数、达人数均处于增长阶段，发展前景广阔。同时，商品客单价同比降低，性价比消费心智将持续被验证。松鼠、盐津、良品铺子、比比赞、卫龙1-11月抖音销售额居前，分别为22.0/7.3/4.8/3.0/2.0亿元，同比增长131%/78%/48%/14%/170%，抖音平台11月销售同比增长仍高达24%，已经成为休闲食品品牌强劲增长的渠道之一。

图表：2024年1-11月部分休闲食品企业抖音销售额

各休闲食品品牌销售额	11月 (万元)	月度同比	月度环比	1-11月 (万元)	1-11月同比
三只松鼠	16,974	21%	28%	219,878.5	131%
盐津铺子	4,543	23%	-6%	73,444.8	78%
良品铺子	3,802	7%	-2%	48,449.0	48%
比比赞	2,518	24%	-10%	29,975.2	14%
卫龙	1,936	84%	3%	19,974.5	170%
旺旺	3,298	45%	69%	31,436.3	23%
百草味	3,268	5%	23%	70,900.9	76%
西麦	6,200	8%	43%	41,518.4	35%
好想你	1,283	-34%	-13%	16,737.4	-2%
劲仔食品	720	-21%	17%	8,840.0	-15%
洽洽食品	679	-17%	-30%	8,863.5	8%
甘源食品	764	-6%	28%	12,855.9	23%
沃隆	1,110	117%	125%	9,594.6	69%
友友食品	550	3%	49%	3,635.4	103%

图表：抖音平台休闲食品品类销售额 (亿元)



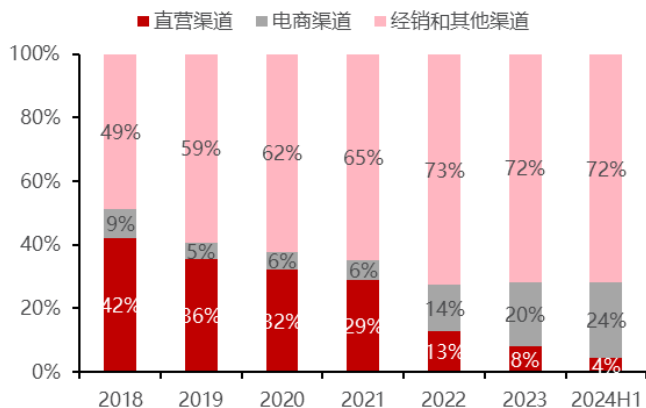
资料来源：蝉妈妈数据，民生证券研究院

资料来源：蝉妈妈数据，民生证券研究院

3.3 全渠道多品类布局抗风险能力更强，收入增长确定性强

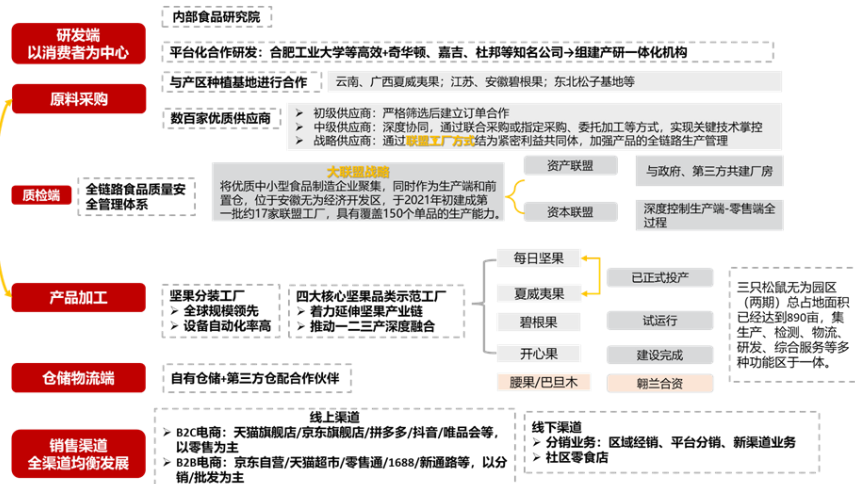
- 24Q1年货动销旺盛下，零食企业都取得亮眼的业绩，24Q2年货旺季后逐步转淡季，各家零食企业收入增长波动出现分化。具体来看，**1) 制造型**：持续受益新渠渗透及新品扩容，持续受益新渠渗透及新品扩容，24Q3盐津铺子/劲仔食品营收同比+26.20%/12.94%，收入延续双位数高增。受自身基数偏高以及内部组织渠道调整的二季度增速放缓的洽洽食品和甘源食品24Q3环比均改善明显，营收分别实现同比3.72%/15.58%的增长；
- 2) 渠道型**：三只松鼠“高端性价比”战略成效持续显现，抓住抖音短视频红利，持续打造热销商品，24Q3营收实现同比+24.03%的高增。短期看分销铺货年货节旺季动销超预期，中长期看公司在休食品类供应链深化打开收入增长空间、提振整体盈利水平。

图表：2018-2024H1盐津铺子渠道结构



资料来源：盐津铺子公司公告，民生证券研究院

图表：三只松鼠商业模式图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.4 投资建议：重视Q4春节旺季，当前板块估值具备性价比

- **经济复苏预期上修，短期提振估值水平。**伴随政策方向转变，市场对经济复苏预期持续上修，分子、分母端预期显著改善，对板块股价构成支撑。24Q2休闲食品板块结束调整后，整体估值水平处于低位，投资安全边际高，伴随着经济复苏预期上修，目前板块PE回升至15-25X之间。
- **重视Q4春节旺季，把握业绩确定性标的。**短期看渠道红利，中期看品类延申，长期看组织管理。伴随量贩零食在下沉市场的大规模扩张，有效带动下沉市场休闲食品消费；同时，各个企业继续集中推进品类品牌建设、渠道深耕的工作，原材料成本同样保持在低位水平；10月后迈入零食消费旺季，大部分企业渠道压力可控、保持较为良性状态，我们预计2024Q4核心公司的需求端仍强劲；受益于春节提前和性价比消费趋势，预计性价比明显提升的坚果零食礼盒、礼包产品有望延续高增，同时年货节期间量贩零食等渠道单店销售有望提升，预计平价散装和定量装零食亦处于放量状态，2024Q4零食年货节高景气可期，核心公司增速相对优势有望延续。
- 我们推荐产品适配分销起量、短视频维持高速增长、线下门店持续迭代形成差异化竞争，目标24年营收重回百亿，26年含税两百亿的**三只松鼠**，渠道端受益高势能渠道快速拓展实现持续放量，鹌鹑蛋、魔芋等品类逐步建立竞争优势、目标26年营收翻倍的**盐津铺子**；关注BC超散称高速增长，鹌鹑蛋打造第二增长曲线，未来3年目标营收翻倍的**劲仔食品**；同时，我们也建议关注坚果业务构筑第二增长曲线并持续探索第三曲线，有望持续受益成本红利的**洽洽食品**。



04. 乳品饮料：原奶产能持续去
化，乳企龙头业绩有望企
稳，东鹏景气突出

上游原奶周期见底了吗？

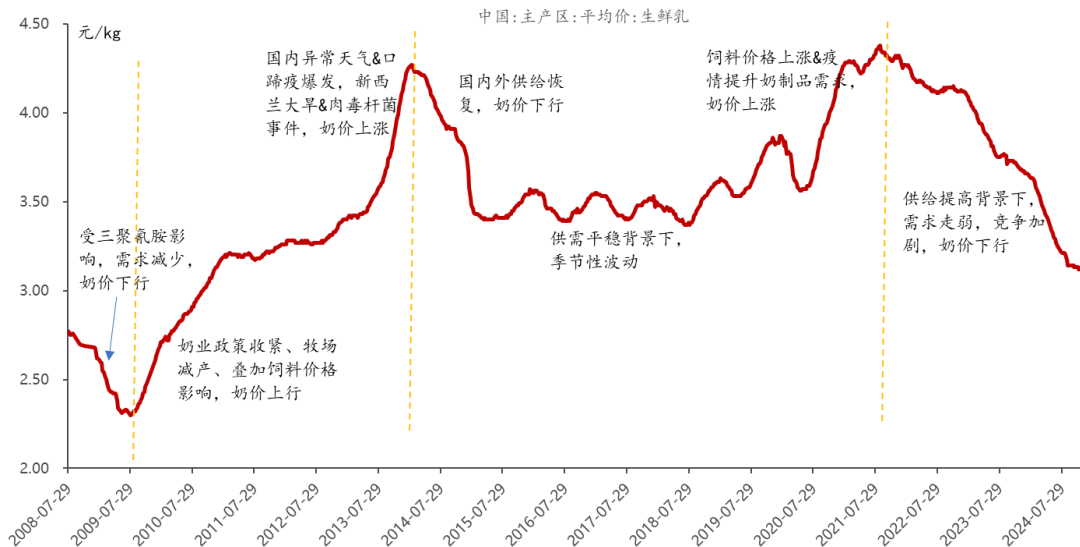
- **本轮原奶周期调整时间较长、调整幅度较大，预计2025年原奶有望供需平衡。2008年7月以来我国原奶主要经历了三轮显著的调整期：**
 - **1) 第一轮 (2008.1-2014.3)：**下跌区间为2008年1月到2009年7月，主因三聚氰胺事件引发乳业危机，国内乳制品需求减少，2008.01-2009.07国内生鲜乳价格下降超25%。三聚氰胺事件后，牧场减大量减少，以及政策引导导致大量散养户退出，生鲜乳供应趋紧，叠加饲料价格上升，2009.08-2011.03原奶价格进入上涨通道，2011.07-2014.3《生乳》新国标出台后奶源质量管控加强，供给有所出清。国内CPI指数攀升，乳制品进口量大幅增长，国内奶价涨势趋缓，市场进入温和上涨阶段。2013年，口蹄疫暴发使奶牛存栏量下降，夏季高温影响产奶量，叠加饲料成本上涨影响，国内原奶减产；同时，新西兰大旱以及肉毒杆菌事件，致使国际大包粉价格攀升，奶价连续上行。
 - **2) 第二轮 (2014.4-2021.8)：**下跌区间为2014年3月至2015年6月，累计跌幅20%，国际大包粉底价倾销国内，冲击国内原奶价格；奶慌期中小牧场扩产下游企业恐慌性囤积大包粉，原奶需求落至低位。伴随着上游去库存、下游去产能。上游规模化牧场的兴起加速了中小牧场出清，奶牛存栏量下降，下游乳企囤积的大包粉库存去化，原奶短期供需实现平衡，2015.7-2018.7期间，奶价呈季节性波动，直至2018Q3，上游饲料成本上涨、环保清退落后产能带来供给小幅下滑，但下游需求仍保持增长、供需偏紧下奶价开启新一轮上涨，2020年5月到2021年8月，公共卫生事件后消费者健康意识强化，乳制品消费增加，叠加饲料价格走高，推高上游养殖成本，进入高奶价周期。

4.0

上游原奶周期见底了吗？

- 3) 第三轮 (2021.9至今)：下跌区间为2021年9月至今，累计跌幅超25%，主因规模化牧场扩产叠加需求走弱。**2019年起下游乳企开始加码上游，由于奶牛养殖周期为2年，2021年9月起原奶产能逐步释放，生鲜乳供应量提升，叠加乳制品需求随公共卫生事件影响消退而走弱，原奶价格进入下跌通道，本轮周期中规模化牧场扩产较多，上游抗压能力较强，产能出清较慢；同时需求走弱超预期，加剧供需错配，原奶跌幅更深。

图表：2008.07-2024.12 原奶价格走势 (元/kg)



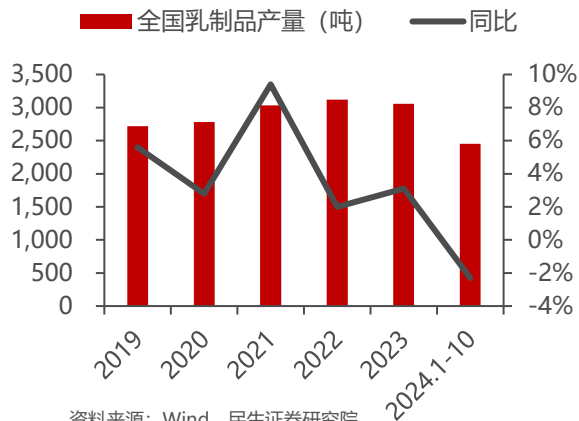
资料来源：Wind，民生证券研究院

4.1 上游原奶周期见底了吗？

➤ 本轮调整周期严峻，上游加大去产能力度，2025年原奶有望实现供需平衡。

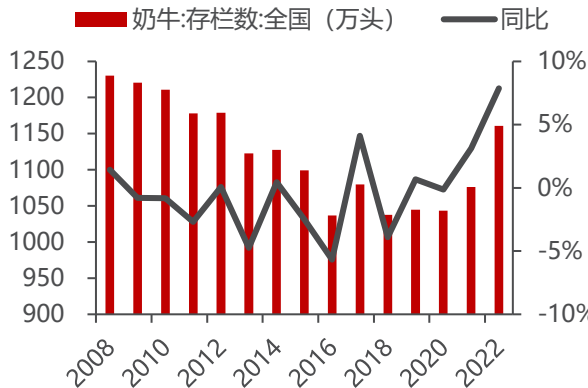
- 国家奶牛产业技术体系数据显示，在2024年5月，奶价3.34元/kg，同比下降0.55元/kg（全成本下降0.31元/kg），公斤奶利润空间是奶牛体系记录以来首次进入负值。本轮调整周期严峻程度超过2016—2017年，行业亏损面超80%。据乳业圈报道，宁夏奶牛存栏量从2023年底的约91万头下降到了2024年5月的81万头，而且部分牧场已经不养后备牛；河北牛场由2024年初的833家下降到当前的745家；大型牧业集团到6月份已经淘汰成母牛近5万头，全群10万头。3月份去产能至今，全国每天消减近4500吨原奶，合计15万头泌乳牛。2024年7月中国奶业发展战略研讨会反馈，2024年上游产能增长率需达到-5%才能缓解产能过剩，我们预计25年原奶有望实现供需平衡。

图表：2024年1-10月国内乳制品产量同比-2.3%



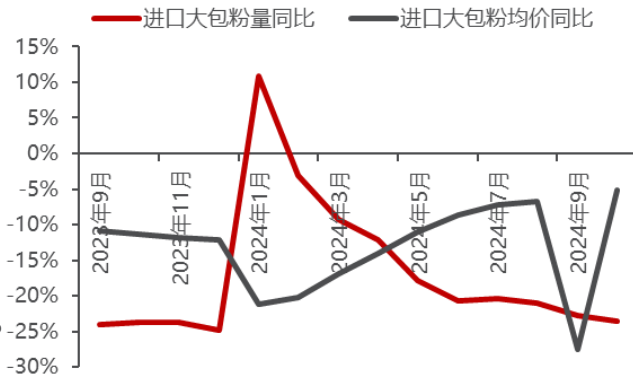
资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：2008-2022年全国奶牛存栏量变化



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图表：2023-2024年进口大包粉量价变化



资料来源：iFinD，民生证券研究院

4.2 本轮周期乳企盈利能力改善几何？

➤ 24Q3需求小幅回暖，业绩有所改善

- 24Q3乳制品需求环比改善，龙头收入降幅收窄。2024年上半年以来，受宏观经济和消费力影响，乳制品行业整体需求延续较低景气度。双寡头伊利、蒙牛主动推动渠道调整，上半年收入均承压。24 Q1-Q3伊利股份收入同比-8.6%，24Q3伊利股份收入同比-6.7%，降幅环比收窄。区域乳企，天润乳业、妙可蓝多表现相对较好，24Q3收入同比+2.7%/+65.6%。

图表：2024Q3及单季度部分乳企收入表现（亿元）

公司	24Q1	同比变化%	24Q2	同比变化%	24Q3	同比变化%	24Q1-Q3	同比变化%
伊利股份	325.8	-2.6	273.4	-16.5	291.2	-6.7	890.4	-8.6
新乳业	26.1	3.7	27.5	-0.9	27.9	-3.8	81.5	-0.5
天润乳业	6.4	1.5	8.0	5.9	7.1	2.7	21.6	3.5
妙可蓝多	9.5	-7.1	9.7	-6.7	16.7	65.6	35.9	16.9
燕塘乳业	3.8	-11.6	4.7	-11.4	4.5	-13.1	13.0	-12.0

资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：2024Q3及单季度部分乳企归母净利润表现（亿元）

公司	24Q1	同比变化%	24Q2	同比变化%	24Q3	同比变化%	24Q1-Q3	同比变化%
伊利股份	59.2	63.8	16.1	-40.2	33.4	8.5	108.7	15.9
新乳业	0.9	46.9	2.1	17.7	1.8	22.9	4.7	24.4
天润乳业	0.0	-91.7	-0.3	-145.8	0.5	200.5	0.2	-84.4
妙可蓝多	0.4	70.6	0.4	712.9	0.1	55.6	0.9	151.0
燕塘乳业	0.2	-42.9	0.4	-42.7	0.2	-44.3	0.8	-43.2

资料来源：Wind，民生证券研究院

4.2 本轮周期乳企盈利能力改善几何？

➤ 竞争加剧促销费用增加，销售费用率阶段性提高。

- 复盘历史上两次原奶周期，乳企分别于2010/2013年提价控费，成本下行期提价效应突出，乳企盈利能力强化持续性强；本轮原奶周期底部，由于奶价较低、需求偏弱，中小乳企原料采购成本低，龙头规模优势不明显；同时，行业买赠促销加剧，乳企普遍增加渠道费用推动去库存，导致销售费用率提升，拖累盈利表现。
- 24Q3中秋国庆双节拉动乳品消费小幅回暖，奶价下行持续释放成本红利。**受益于奶价下行，2024Q3伊利股份毛利率同比+2.5pcts，销售费用率同比+1.1pcts，毛销差同比+1.4pcts，24Q3伊利股份扣非后净利率同比+2.4pcts，区域乳企中，低温产品为主的企业去库存压力较小，销售费用率提升幅度较低，叠加奶价下行带来成本端改善，盈利表现相对较好。24Q3新乳业毛销差同比+1.1pcts，扣非后净利率同比+1.4pcts。

图表：2024Q3及单季度部分乳企费用率表现

公司	24Q1-Q3销售费用率	同比变动pcts	24Q3销售费用率	同比变动pcts	24Q1-Q3管理费用率	同比变动pcts	24Q3管理费用率	同比变动pcts
伊利股份	19.3	1.6	19.0	1.1	3.8	-0.2	3.5	-0.4
新乳业	15.8	0.8	15.3	1.3	4.3	0.0	4.0	-0.2
天润乳业	6.1	0.6	6.4	0.7	3.6	0.4	3.9	0.2
妙可蓝多	19.2	-4.7	15.1	-5.0	5.4	-0.3	5.1	-0.4
燕塘乳业	11.6	1.6	12.0	1.5	5.1	0.6	5.4	0.8

图表：2024Q3及单季度部分乳企盈利水平表现

公司	24Q1-Q3归母净利率	同比变动pcts	24Q3归母净利率	同比变动pcts	24Q1-Q3扣非后归母净利率	同比变动pcts	24Q3扣非后归母净利率	同比变动pcts
伊利股份	12.2	2.6	11.5	1.6	9.6	0.9	10.9	2.4
新乳业	5.8	1.2	6.4	1.4	6.2	1.4	6.9	1.4
妙可蓝多	1.0	-5.8	7.0	4.6	3.4	-3.5	7.1	3.2
天润乳业	2.4	1.3	0.5	0.0	1.7	1.8	0.3	0.8
燕塘乳业	6.2	-3.4	5.5	-3.1	6.1	-3.5	5.8	-2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院

4.3 饮料：板块业绩分化，东鹏景气突出

- 2024年前三季度，A股饮料板块营收232.88亿元，同比+18.72%，扣非后归母净利润42.74亿元，同比+28.90%；24Q3，营收80.35亿元，同比+16.84%，扣非后归母净利润13.73亿元，同比+22.94%。
- 横向对比重点软饮料公司，业绩分化明显，板块业绩高增主要由东鹏饮料带动。收入端看，东鹏饮料前三季度累计同比+45.34%，单24Q3延续高增势能，同比+47.29%，主因能量饮料业务全国化持续稳步推进，同比+27.73%，同时电解质水作为第二增长曲线加速放量，同比+299.58%。除东鹏外，板块内24Q3仅李子园、欢乐家实现收入正增，其中李子园同比+4.45%，欢乐家同比微增0.22%。

图表：重点软饮料企业收入及利润情况

亿元	2024Q3						2024M1-M9					
	营业收入	YoY	归母净利	YoY	扣非归母净利	YoY	营业收入	YoY	归母净利	YoY	扣非归母净利	YoY
饮料板块	80.35	16.84%	14.12	17.49%	13.73	22.94%	232.88	18.72%	46.14	22.82%	42.74	28.90%
东鹏饮料	46.85	47.29%	9.77	78.42%	9.56	86.90%	125.58	45.34%	27.07	63.53%	26.63	77.30%
养元饮品	12.87	-18.79%	1.99	-47.26%	1.92	-45.17%	42.29	-7.81%	12.29	-4.69%	9.67	-9.32%
承德露露	5.25	-2.99%	1.26	-2.30%	1.25	-0.44%	21.59	6.10%	4.19	-5.49%	4.18	-5.13%
香飘飘	7.59	-6.10%	0.47	-0.62%	0.37	-6.52%	19.38	-2.05%	0.18	408.98%	-0.06	85.70%
李子园	3.85	4.45%	0.62	13.91%	0.60	25.14%	10.64	-0.48%	1.57	-16.83%	1.49	-16.04%
欢乐家	3.95	0.22%	0.01	-97.16%	0.02	-95.02%	13.40	2.61%	0.84	-52.34%	0.83	-51.11%

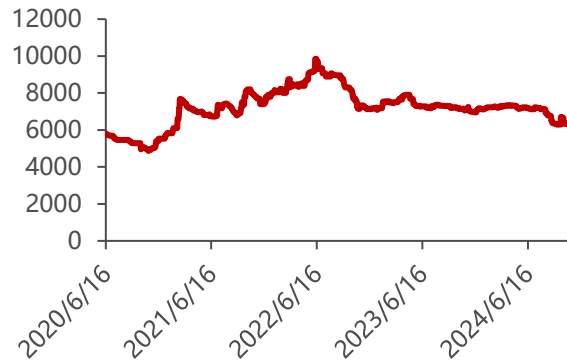
4.4 饮料：成本红利兑现，竞争有所加剧

- **成本红利持续，需求偏弱背景下行业竞争仍较为激烈。**成本端看，2024年以来白砂糖、PET价格处于低位，带动成本红利兑现至报表端，酒企毛利率普遍有不同程度上行，24M9仅承德露露和欢乐家毛利率同比下滑，其中承德露露前三季度累计毛利率同比-1.62pct主要系杏仁采购价格涨幅较大，但进入Q3杏仁市场价格已进入下行通道，24Q3公司毛利率出现拐点，同比+3.22pct；欢乐家前三季度累计毛利率同比-3.43pct，但24Q3同比-8.30pct，下滑幅度较大，主要系产品及渠道结构变化所致。费用端，由于消费需求整体较为疲软，行业竞争有所加剧，企业销售费用率大多上行，单24Q3销售费用率均同比上行，但东鹏饮料与香飘飘幅度较为可控，分别同比+0.33/+0.23pct，且前三季度累计看，仅东鹏饮料与香飘飘费率往下，分别同比-0.03/-1.48pct，其中东鹏主要得益于收入高增提振规模效应，香飘飘主要系公司缩减品牌费用投放。

图表：重点饮料企业毛销差表现

同比变动 (pct)	2024Q3					2024M1-M9				
	毛利 率	销售费 用率	毛销差	管理费 用率	净利 率	毛利率	销售费 用率	毛销 差	管理费用 率	净利 率
东鹏饮料	4.29	0.33	3.96	-0.56	4.33	2.53	-0.03	2.56	-0.55	3.82
养元饮品	-0.15	3.26	-3.41	0.65	-7.19	1.22	1.04	0.18	0.21	-0.38
承德露露	3.22	4.39	-1.17	1.24	0.61	-1.62	2.01	-3.64	0.48	-2.29
香飘飘	2.41	0.23	2.18	1.03	-0.02	2.40	-1.48	3.89	0.54	1.74
李子园	5.24	2.78	2.47	1.04	2.58	2.85	4.28	-1.43	1.61	-2.60
欢乐家	-8.30	3.37	-11.67	1.15	-9.89	-3.43	4.57	-8.00	0.54	-6.79

图表：PET现货价格（元/吨）



图表：白糖现货价格（元/吨）



4.5 投资建议：供需关系有望改善，静待原奶周期拐点

- **供给侧：产能持续去化，原奶价格处于筑底阶段。**复盘原奶周期，本轮受需求疲软、上游规模化扩产等因素影响，供需矛盾加剧，原奶价格持续下行，预计通过优化上游产能，2025年有望回归供需平衡。当下供给侧面临较为严重的产能过剩，牧场集中度逐步提升，产能持续去化；奶价持续下行叠加需求回落，供给端面临挤压式竞争，货折促销及费用投放削弱头部乳企竞争优势。
- **需求侧：中秋节令拉动乳品需求阶段性回暖，终端价盘逐步企稳。**乳制品本身有约20%左右为礼赠需求，同时常温酸奶、乳饮料、奶酪等品类具备较强的休闲属性，这两部分销量在消费力偏弱的情况下面临压力，同时白奶等必选品类也受到性价比浪潮的冲击。中秋节令拉动乳品需求阶段性回暖，得益于上半年乳制品终端渠道库存去化，终端价盘逐渐企稳回升，奶价下行持续推动毛利率改善。同时，竞争格局改善叠加费效比控制提高，头部企业业绩环比改善，区域乳企业绩表现更佳。但24Q3降幅已出现环比改善，短期价格竞争仍在持续，预计居民收入预期修复后行业将迎来复苏。
- **投资建议：**乳制品供需关系有望改善，行业龙头抗风险能力较强，部分企业有望率先走出调整期，推荐业绩稳健、有股息率提升预期的细分龙头伊利股份，区域乳企弹性标的新乳业，建议关注蒙牛乳业、中国飞鹤、天润乳业。

05. 盈利预测



行业重点公司盈利预测

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
603288	海天味业	47.40	1.01	1.12	1.25	47	42	38	推荐
600872	中炬高新	23.64	2.20	1.02	1.02	11	23	23	推荐
603027	千禾味业	12.79	0.54	0.49	0.49	24	26	26	推荐
600305	恒顺醋业	8.29	0.08	0.13	0.15	104	64	55	推荐
600298	安琪酵母	37.06	1.47	1.57	1.86	25	24	20	推荐
603317	天味食品	14.24	0.43	0.56	0.62	33	25	23	推荐
603755	日辰股份	27.93	0.57	0.72	0.85	49	39	33	推荐
01579	颐海国际	14.83	0.82	0.80	0.91	18	19	16	推荐
002847	盐津铺子	54.85	2.64	2.23	2.87	21	25	19	推荐
002991	甘源食品	84.32	3.58	4.22	4.73	24	20	18	推荐
002557	洽洽食品	30.66	1.58	1.92	2.14	19	16	14	推荐
300783	三只松鼠	35.41	0.55	1.01	1.46	65	35	24	推荐
600887	伊利股份	29.61	1.64	1.89	1.86	18	16	16	推荐
002946	新乳业	14.14	0.50	0.64	0.76	28	22	19	推荐
603345	安井食品	85.28	5.04	4.91	5.61	17	17	15	推荐
001215	千味央厨	33.47	1.35	1.13	1.28	25	30	26	推荐
002216	三全食品	12.37	0.85	0.62	0.64	15	20	19	推荐
300973	立高食品	42.05	0.43	1.67	1.93	98	25	22	推荐
605338	巴比食品	18.58	0.86	1.03	1.02	22	18	18	推荐
605499	东鹏饮料	247.10	3.92	6.27	8.25	63	39	30	推荐

资料来源: wind, 民生证券研究院预测, 注: 颐海国际股价已按汇率1HKD=0.9337RMB转换; 股价为2024年12月18日)

06. 风险提示



风险提示

- **原材料价格波动。**食品行业原材料多为农副产品、肉类等，易受自然条件、市场供求等因素影响，其价格存在一定的波动性，行业采购成本存在随农副产品市场价格波动而变动的风险，若未来原材料价格大幅波动且无法及时消除原材料价格波动造成的不利影响，将对行业盈利能力和财务状况产生不利影响。
- **公司改革进度不及预期。**外部环境及消费者需求变化迅速，公司结合自身情况对产品及渠道进行经营改革，进展不及预期或将影响公司业绩。
- **零售商品品牌产品的替代分流。**零食量贩渠道快速发展，渠道商话语权增强，销售自有品牌商品将对上游生产商形成分流，行业竞争或有加剧。
- **下游需求恢复不及预期。**连锁企业通过门店触达消费者，速冻及烘焙食品企业作为B端餐饮等客户的上游供应商，同时也通过商超等渠道向消费者销售C端产品。在消费场景放开、门店等场景客流恢复下，下游需求若持续遇冷将对食品企业业绩产生负面影响。
- **食品安全风险。**采购、生产及流通环节可能存在一定食品安全风险，企业层面无法完全管控；此外，行业层面若发生重大食品安全事故等会使消费者产生信任危机，对行业内企业的业绩产生负面影响。

THANKS 致谢

民生食饮团队：



分析师 王言海

执业证号：S0100521090002
邮箱：wangyanhai@mszq.com



分析师 张玲玉

执业证号：S0100522090002
邮箱：zhanglingyu@mszq.com



分析师 张馨予

执业证号：S0100523060004
邮箱：zhangxinyu@mszq.com



研究助理 范锡蒙

执业证号：S0100123090030
邮箱：fanximeng@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005
深圳：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场1座10层 01室； 518048

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师, 基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点, 结论不受任何第三方的授意、影响, 研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A股以沪深300指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 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, 客户应当充分考虑自身特定状况, 不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期, 本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告, 但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务, 本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记, 除非另有说明, 均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。