



如何展望 2025 年原奶周期？

——非酒类食品饮料月度专题

2024 年 12 月 27 日

核心观点

- **展望 2025 年，原奶供需有望实现紧平衡，价格从降幅收窄转至企稳回升。**我国原奶行业周期性较为明显，产能“假性过剩”的背后是供需匹配错位。2021 年 8 月以来原奶价格进入新一轮下行周期，截至目前已持续三年有余，较前几轮周期时间更长、价格下行幅度更深。据供需表测算，假设 2025 年成母牛存栏小幅去化、单产维持提升以及进口数量延续回落，则预计年供给量同比降低 2.9%；假设需求同比增长 2.3%，**乐观估计行业供需有望在 2025 年实现紧平衡，25H2 原奶价格将从降幅收窄转向低基数下的企稳回升。**
- **供给：主动控产叠加被动出清，产能持续去化。**乳制品行业供给由国内生产+海外进口构成。**海外进口**，政策对生鲜乳的支持+国内外价差收窄、倒挂，2024 年 2 月起大包粉进口量同比持续下滑，有望小幅缩减供给总量。**国内自产**，牛只数量降速较低叠加单产持续提升，致使本轮供给去化偏缓，但 2025 年相关因素均有望向促成产能同比增长减少或去化的方向移动：1) 牧场建设进度放缓，扩建因素影响减小；2) 大型牧场与下游乳企协同推进产能去化；3) 部分原料价格预期回升，亏损压力或加快中小牧场出清。当前存栏奶牛已呈现下行趋势，原奶供给有望在 2025 年同比收缩。
- **需求：政策引导消费量提振，价格有望温和恢复。**行业终端需求有所承压，其中消费量相对稳定，而价格 1) 第一阶段，进入奶价下行周期后竞争趋紧，促销增加导致零售价格下行；2) 第二阶段，24H2 原奶价格降幅逐渐企稳、头部企业阶段性完成库存去化，终端价格竞争趋缓。总体来看，我国乳制品行业的理论需求空间仍较广阔，促消费系列政策落地后有望助力需求改善，且伴随经济复苏进程，CPI 温和回升，行业有望同步实现终端价格修复。
- **基本面跟踪：12 月多数成本红利延续释放。包装材料**，截至 2024 年 12 月 25 日 PET/纸箱/玻璃/包膜价格同比-11.5%/+0.3%/-26.9%/-1.1%，瓦楞纸价格同比转增，其余材料成本红利持续释放。**大众品原料**，白糖/面粉/鹌鹑蛋/大豆价格同比-7.0%/-2.8%/-7.6%/-19.1%；生鲜乳价格 3.11 元/公斤，同比-15.3%。部分原材料价格同比上涨，棕榈油/猪肉价格同比+21.9%/+9.1%。
- **行情跟踪：12 月板块股价平稳。**2024 年 12 月 1 日至 12 月 25 日周期，食品饮料行业跌幅 0.4%，在 31 个子行业中排名第 12。非酒板块中，8 个子板块涨跌互现，其中软饮料/零食/肉制品/乳品板块涨幅居前，分别为 +10.0%/+6.4%/+3.8%/+3.7%。
- **投资建议：**我们认为 1 月市场将逐渐关注 24 年业绩预告披露与元旦春节动销，建议关注：1) **C 端业绩具备韧性，中长期产业逻辑清晰的板块**，例如零食与饮料，重点公司包括东鹏饮料、农夫山泉、华润饮料、欢乐家、三只松鼠、劲仔食品、洽洽食品；C 端调味品亦建议关注，重点公司包括天味食品、中炬高新、恒顺醋业。2) **季报边际改善+中长期产业周期有望反转的板块**，例如乳制品，重点公司包括伊利股份、新乳业。3) **顺周期+估值修复弹性仍大+竞争格局较优的板块**，例如 B 端调味品、餐饮供应链，重点公司包括海天味业、安井食品、宝立食品。
- **风险提示：**需求恢复不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，食品安全风险。

食品饮料行业

推荐 (维持)

分析师

刘光意

☎: 021-2025-2650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

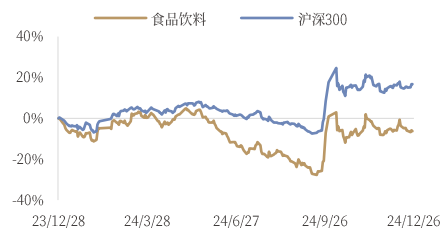
分析师登记编码: S0130522070002

研究助理: 彭潇颖

✉: pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2024-12-26



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河食饮】非酒类食品饮料月度专题_复盘日本包装水的量价逻辑与竞争格局
2. 【银河食饮】非酒类食品饮料月度专题_24Q3 业绩总结: 需求压力仍存, 成本红利延续
3. 【银河食饮】非酒类食品饮料月度专题_华润饮料招股书拆解, 百亿怡宝的前世与今生
4. 【银河食饮】行业月报_业绩窗口期推荐关注优质标的

目录

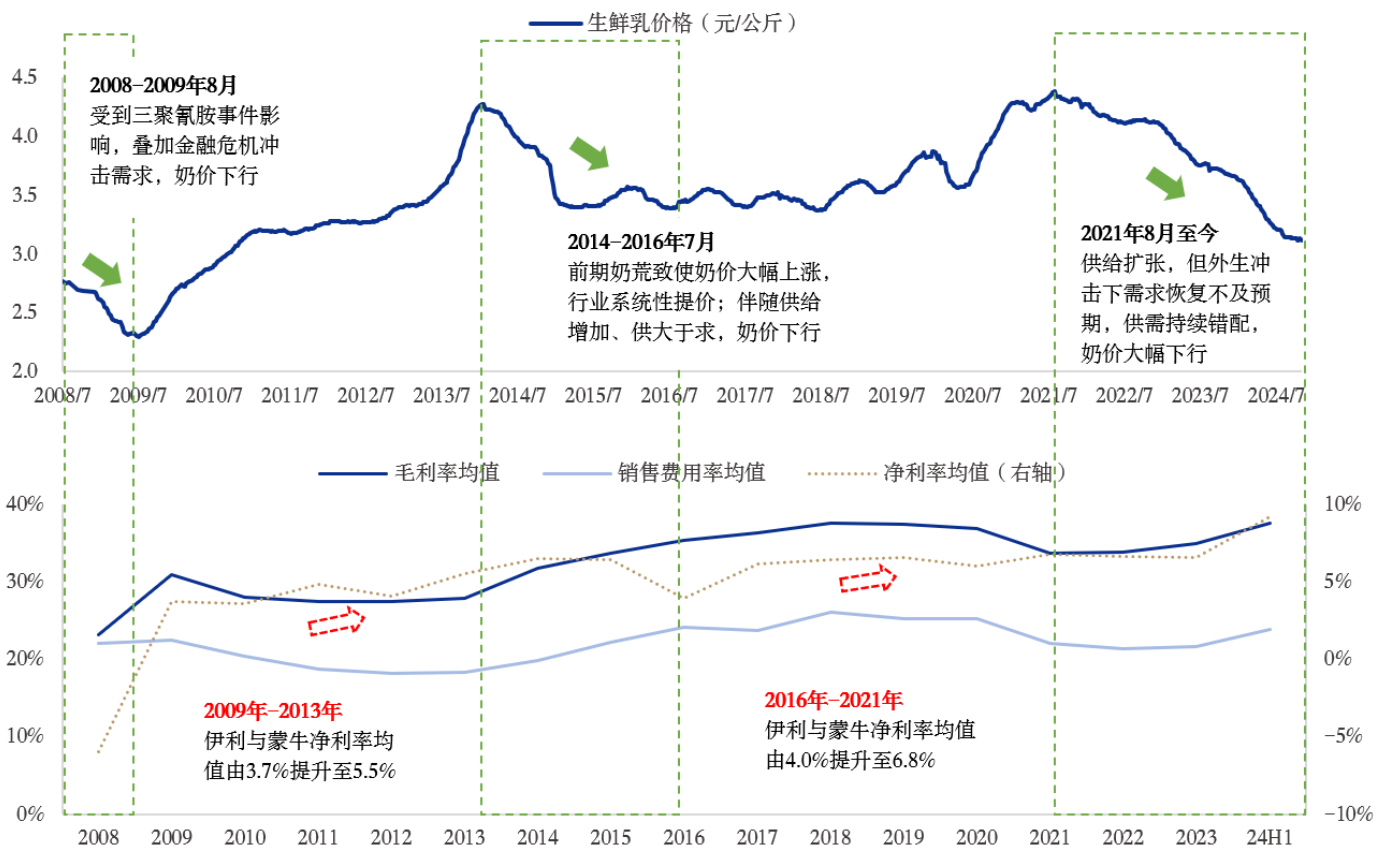
Catalog

一、 如何展望 2025 年原奶周期?	3
(一) 供给: 主动控产叠加被动出清, 产能持续去化	4
(二) 需求: 政策引导消费量提振, 价格有望温和恢复	6
二、 基本面跟踪: 12 月多数原料价格延续下行	8
(一) 核心原料价格变动总览	8
(二) 包材: 12 月部分成本同比回升	8
(三) 原料: 12 月多数产品价格同比下行	9
三、 行情跟踪: 12 月板块股价平稳	11
(一) 行业收益率表现	11
(二) 行业估值表现	12
四、 投资建议	13
五、 风险提示	14

一、如何展望 2025 年原奶周期？

我国原奶行业周期性较为明显，2021 年至今步入奶价下行周期。2021 年 8 月以来原奶价格进入新一轮下行周期，截至目前已持续三年有余，当前价格从 2021 年高点回落约 30%，并且本轮周期较前几轮周期时间更长、幅度更深，主要系供需调节机制受到结构性影响：1) 前期经济修复的范围相对局限，需求复苏斜率偏缓；2) 规模化牧场抗亏损能力强于社会化牧场，占比提升后供给被动出清的速度降低。

图1：本轮周期中原奶价格下行时间更长、幅度更深



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

24Q4 原奶价格跌幅已有收窄。从价格结果来看，12月19日全国主产区鲜乳周均价3.11元/公斤，同比跌幅较11月收窄；宁夏奶产业协会报道显示，随行就市的市场价11月已有所提升。

25H2 奶价有望实现触底反转。供给端，2024年第三季度全国牛奶产量1046万吨，同比下降5.8%，预计2025年成母牛存栏同比小幅去化-2.5%、单产同比提升1.8%、进口数量同比回落22.0%，则年供给量同比降低2.9%。需求端，预计2025年液态奶需求同比增长2.0%、干乳制品同比增长3.0%，年需求量对应同比增长2.3%。考虑到供需均边际改善，我们判断2025年后期行业有望实现紧平衡，原奶价格将从降幅收窄转向低基数下的企稳回升。

图2: 2025年乳制品供需测算表

	供给											需求					供需缺口
	奶牛存栏(全牛)	同比	成母牛存栏	同比	单产	同比	原奶产量	同比	进口数量(还原)	同比	国内总供给	液态奶产量	同比	干乳制品产量(还原)	同比	国内总需求	
	万头	%	万头	%	千克	%	万吨	%	万吨	%	万吨	万吨	%	万吨	%	万吨	
2020	1043	-0.1%	429	2.3%	8300	6.4%	3530	7.0%	783	6.3%	4313	2599	2.4%	1448	-0.4%	4047	-266
2021	1094	4.9%	489	13.8%	8700	4.8%	3778	7.0%	1020	30.2%	4798	2843	9.4%	1509	4.3%	4352	-446
2022	1161	6.1%	430	-12.0%	9200	5.7%	4027	6.6%	828	-18.8%	4855	2925	2.9%	1541	2.1%	4466	-389
2023	1230	6.0%	496	15.3%	9400	2.2%	4281	6.3%	622	-24.9%	4903	2860	-2.2%	1561	1.3%	4421	-482
2024E	1181	-4.0%	478	-3.5%	9588	2.0%	4217	-1.5%	485	-22.0%	4702	2803	-2.0%	1585	1.5%	4388	-314
2025E	1158	-2.0%	466	-2.5%	9761	1.8%	4188	-0.7%	378	-22.0%	4566	2859	2.0%	1632	3.0%	4491	-75

资料来源: 新乳业, 荷斯坦, 国家乳业工程技术研究中心, 海关总署, 乳业在线, 国家统计局, 中国银河证券研究院

(一) 供给: 主动控产叠加被动出清, 产能持续去化

乳制品行业供给由国内生产+海外进口两部分构成, 其中进口大包粉与国内奶源部分存在替代关系。尽管全球乳制品拍卖价格与国内奶价走势背离, 有望小幅缓解供需矛盾, 国内奶源自身的产量控制是走出本轮下行周期更为核心的因素。

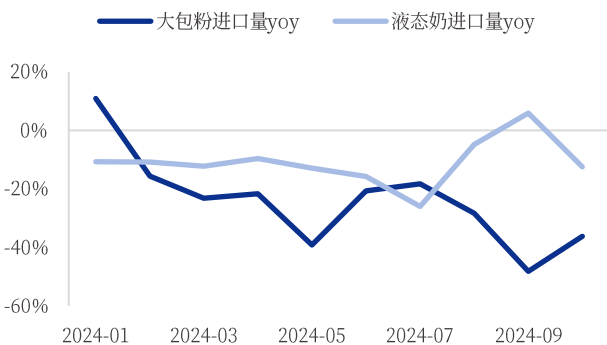
1. 海外进口

海外进口量同比下滑, 有望小幅缩减供给总量。据中国奶业贸易 11 月月报, 2024 年 1-10 月, 我国进口干乳制品 154.1 万吨, 同比减少 11.8%, 其中大包粉 52.8 万吨, 同比减少 23.5%; 进口液态奶 58.3 万吨, 同比减少 15.6%。海外进口量的下滑系政策支持与市场行为的自发调整, 有望小幅减少行业供给总量。

1) 政策导向: 2016 年农业部发布新修订的《巴氏杀菌乳和 UHT 灭菌乳中复原乳的鉴定》标准, 其后全国奶业发展规划明确指出“加强复原乳监管, 严格落实标识制度”; 2024 年市场监管总局发布《关于进一步加强婴幼儿配方乳粉原辅料管理有关事宜的公告(征求意见稿)》, 鼓励使用牛乳或羊乳直接加工婴配乳粉, 均对大包粉的应用场景产生一定冲击。

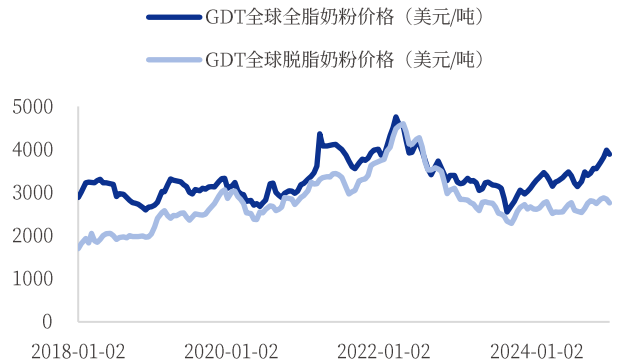
2) 市价行为: 进口大包粉总体相对国产大包粉性价比更高, 但伴随进口价格回升与国内价格持续下行, 二者的价差正逐渐缩小并形成倒挂, 进一步削弱对进口大包粉的需求。

图3: 2024年2月以来大包粉进口量同比持续减少



资料来源: 国家奶牛产业技术体系奶业经济研究室, 中国银河证券研究院

图4: 2024年GDT拍卖价格回升

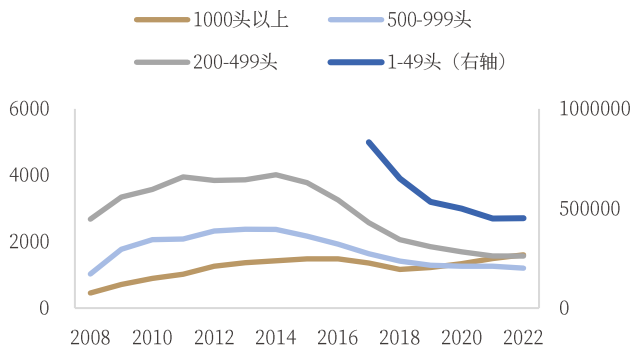


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 国内生产

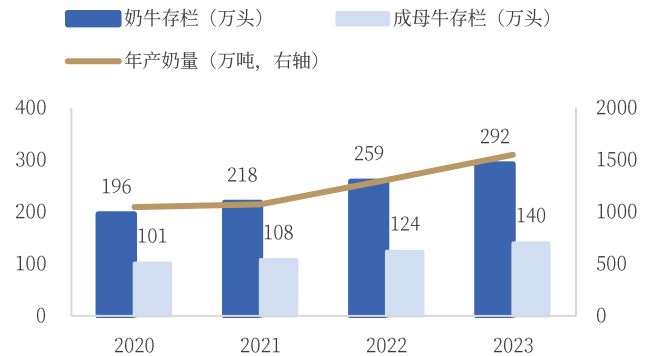
牛只数量降速较低+单产持续提升，致使本轮供给去化偏缓。本轮奶价深度下行，供给端的因素有四，1) 2020-2021 年大型牧场集中建设，叠加奶牛存在两年养殖周期，扩产效应滞后释放；2) 规模化养殖牧场的比例增加，抗风险能力更强，存栏量逆势增长，2023 年 TOP30 牧业集团年产奶量达到全国总量 51%；3) 苜蓿、豆粕、玉米等饲养原料价格回落，据荷斯坦，折合公斤奶成本下降约 10% (0.15~0.2 元)，减缓中小牧场被动出清；4) 奶业技术和素质不断强化，单产持续提升。

图5: 奶牛饲养规模场数出现结构性分化 (年存栏, 单位: 户)



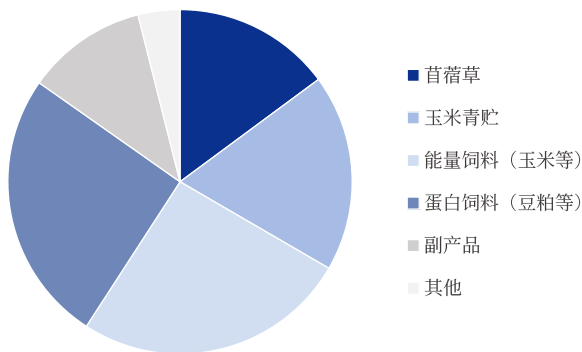
资料来源: Wind, 中国畜牧兽医年鉴, 中国银河证券研究院

图6: TOP30 牧业集团存栏量与产奶量持续增长



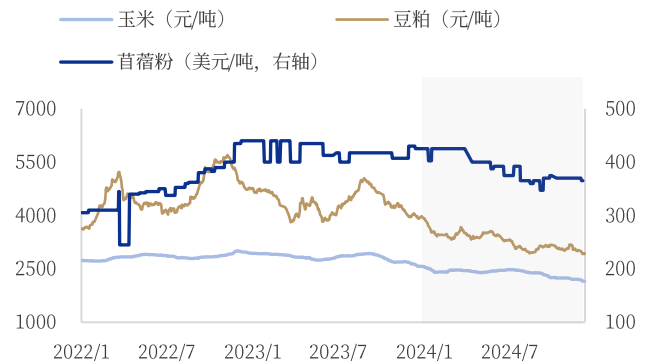
资料来源: 荷斯坦, 新乳业, 中国银河证券研究院

图7: 奶牛常规日粮配方成本



资料来源: 畜牧人网站, 中国银河证券研究院

图8: 2024 饲料成本价格呈现下行趋势



资料来源: Wind, 农业农村部, 中国银河证券研究院

展望 2025 年, 上述因素均有望向促成产能同增减少或去化的方向移动:

1) 牧场建设进度放缓, 扩建因素影响减小。从 2025 年倒推两年奶牛养殖周期, 2023 年牧场扩建热潮已过; 伴随当前扩建项目减少、进度放缓或暂停, 有望降低供给压力。以澳亚集团为例, 2024 年 2 月 9 日, 公司将醇源牧场 4 的建设截止期由 2024 年 12 月进一步延长至 2025 年 12 月; 8 月 28 日, 公司再度公告暂停建设醇源牧场 4, 继续监控原奶市场供需情况再择机发展。

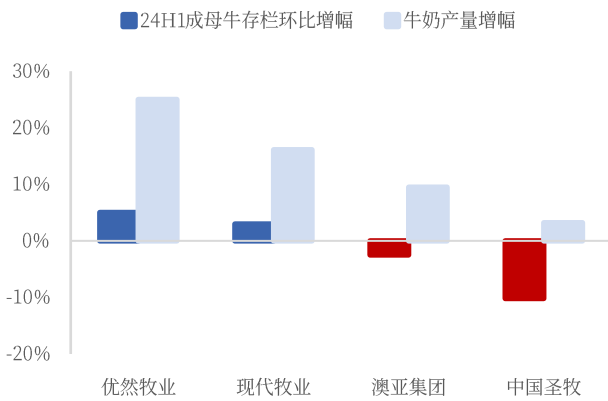
2) 大型牧场与下游乳企协同推进产能去化。规模化牧场为去产能的中坚力量; 上市公司报表端反映, 2024 年上游中国圣牧、澳亚集团, 下游光明乳业、天润乳业等均主动加大淘汰牛力度。据国家奶牛产业技术体系首席科学家李胜利教授, 规模牧场存栏开始下降; 预计 2025 年趋势有望延续。

3) 部分原料价格预期回升, 或加快中小牧场出清。2024 年饲养原料价格对利润正向贡献, 2025 年成本概率转向上行; 考虑到 2024 年 5 月奶价与成本已经出现倒挂, 成本端压力加重可能加快中

小牧场出清。苜蓿草：2024年国内种植面积总体缩减，且优质苜蓿库存较低，叠加美国加征关税可能，2025年价格或将上涨。玉米：据农业农村部，东北部分区域收获期雨水偏多、11月气温偏高，预计产量略减且储存难度加大，叠加需求端玉米深加工保持高位等，2025年价格有望回升。豆粕：据钢联资讯，预计2025年豆粕价格中枢企稳，波动或以窄幅为主，25Q1存在反弹预期。

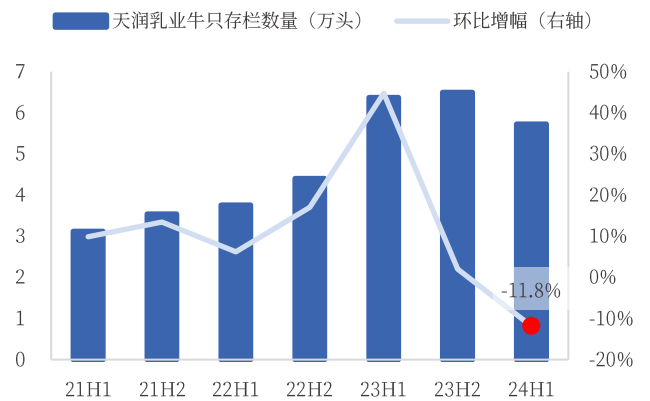
4) 2025年夏季热应激效应有望使单产环比下降。参考2024年夏季，据河南奶业协会，6-8月份热应激使产奶量下降7%；预计2025年夏季将为观察供需平衡的重要窗口。

图9：部分大型牧场开始淘汰低产奶牛、优化畜群结构



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图10：乳企协同推动产能去化

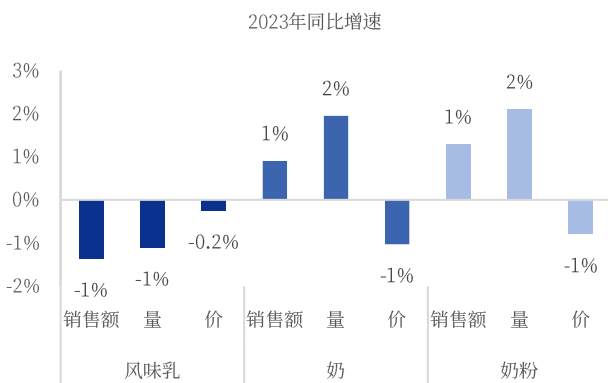


资料来源：天润乳业公司公告, 中国银河证券研究院

（二）需求：政策引导消费量提振，价格有望温和恢复

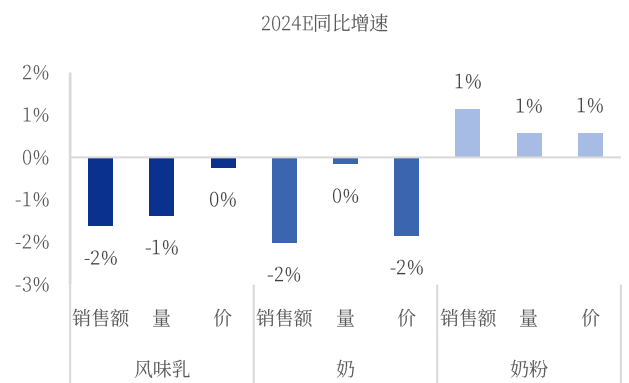
终端需求有所承压，影响表观收入。疫情后乳品消费整体有所回落，拆分量价维度，我们认为消费量相对稳定，价格主要经历两个阶段：1) 进入奶价下行周期后竞争趋紧，促销增加导致零售价格带下行；2) 24H2原奶价格降幅逐渐企稳、头部企业库存去化暂告段落，终端价格竞争趋缓。

图11：2023年乳制品价格对销售额多为负向贡献



资料来源：欧睿, 中国银河证券研究院

图12：2024年价格降幅部分修复



资料来源：欧睿, 中国银河证券研究院

价：消费品以旧换新、消费券等消费活动和政策提振终端需求，价格竞争得到改善，带动CPI温和回升；叠加下游乳企对盈利能力诉求维持，乳制品行业有望同步迎来价格修复。

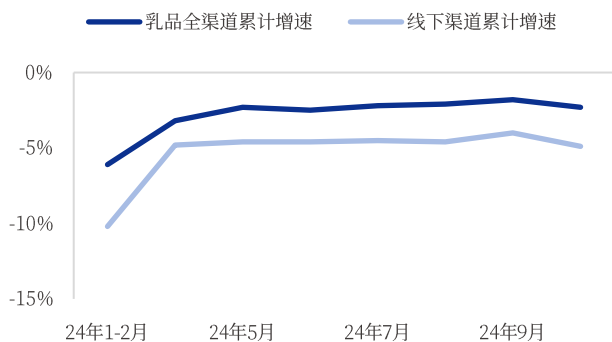
量：政策组合发力，助力需求改善。2024年9月26日，农业农村部等七部门联合印发《关于促进肉牛牛奶生产稳定发展的通知》，需求侧，针对促进牛肉牛奶消费提出三条举措，分别从原奶消费的普适价值、特定场景与具体操作上给予指引方向，落地后或有助提振行业终端消费能力与消费意愿；政策发布后，辽宁等省份已积极响应推进。

1) **强化必需消费品认知。**2023年我国人均奶类消费量仅为全球平均水平的39.9%，且未达到《中国居民膳食指南（2022）》摄入推荐量，提升空间充足。运用多种方式开设宣传专栏、加强营养价值与常识科普，有望强化消费者对牛奶“必需品”属性认知，提高渗透率与人均消费。

2) **推广学生奶惠及覆盖。**2023年全国学生饮用奶在校日均供应量2775万份，惠及3210万名学生，对应《国家“学生饮用奶计划”推广规划（2021-2025年）》中2025年日均供应量3200万份/覆盖人数3500万人仍存在15.3%/9.0%提升空间。

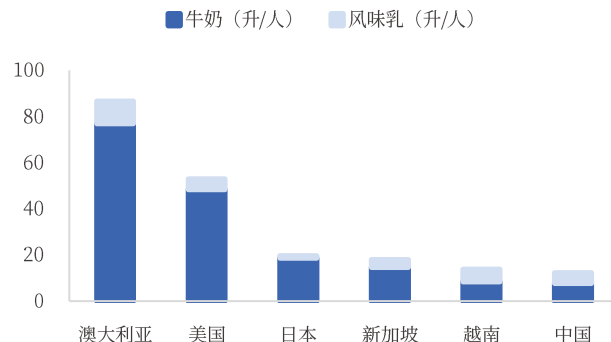
3) **补贴终端消费能力。**高线城市乳制品消费培育较为充分，下线城市前期乳品礼赠属性明显，当前具备较大的转向自饮的消费潜力。23Q1-Q3县级市已展现高于高线城市的销售额增速，消费券等补贴有望进一步刺激需求。

图13：政策促进下需求端有望逐步回暖



资料来源：尼尔森IQ，中国银河证券研究院

图14：我国人均消费对比海外存在较大差距



资料来源：欧睿，Wind，中国银河证券研究院

预计 2025 年整体需求有望温和复苏，内部结构性变化趋势延续。若 2025 年宏观经济回暖叠加支持政策落地，我们预计乳制品行业需求将迎来改善，除政策直接刺激导向的场景外，1) 低基数下送礼、休闲场景持续修复，利好常温白奶、常温酸奶；2) 鲜奶、有机、强功能化产品符合未来消费趋势，预计终端需求仍将旺盛。

二、基本面跟踪：12月多数原料价格延续下行

(一) 核心原料价格变动总览

截至2024年12月25日，多数子行业核心原料成本下行，盈利弹性持续释放。乳制品11月产量持续优化，同比-4.1%。

表1：2024年行业核心原材料价格变动

子行业	原料一	原料二	原料三	原料四
软饮料	PET (-11.5%)	纸箱 (+0.3%)	白糖 (-7.0%)	-
零食	棕榈油 (+21.9%)	包膜 (-1.1%)	面粉 (-2.8%)	鹌鹑蛋 (-7.6%)
调味品	大豆 (-19.1%)	白糖 (-7.0%)	PET (-11.5%)	玻璃 (-26.9%)
乳制品	原奶 (-15.3%)	-	-	-

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(二) 包材：12月部分成本同比回升

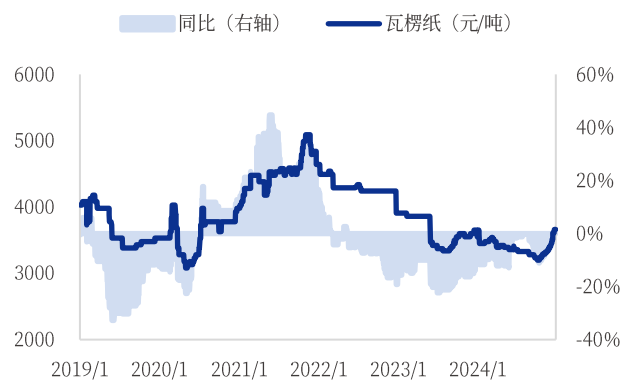
2024年12月包装材料价格出现分化，连续下行后瓦楞纸成本同环比均有回升。截至12月25日，PET瓶片价格同比-11.5%；纸箱价格同比+0.3%；玻璃价格同比-26.9%；包膜价格同比-1.1%。

图15：2024年12月PET瓶片价格同比下行



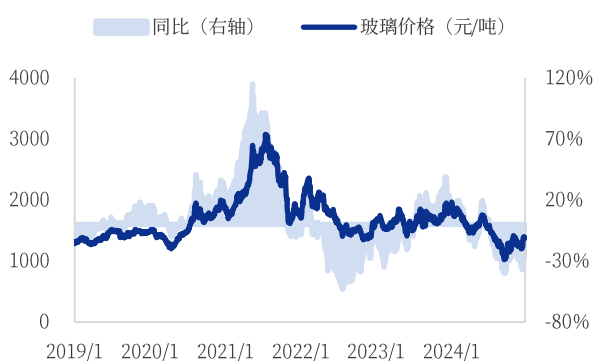
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图16：2024年12月瓦楞纸价格同比回升



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图17: 2024年12月玻璃价格同比下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 2024年12月包膜价格同比下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 原料: 12月多数产品价格同比下行

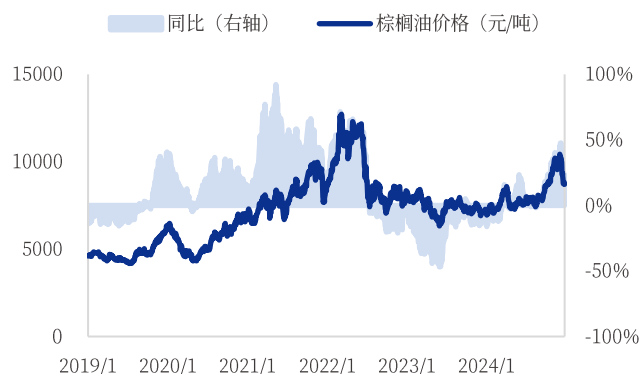
截至2024年12月25日, 白糖价格同比-7.0%, 大豆价格同比-19.1%, 面粉价格同比-2.8%, 鹌鹑蛋价格同比-7.6%。部分原材料价格同比上涨, 棕榈油价格同比+21.9%, 猪肉价格同比+9.1%。

图19: 2024年12月白糖价格同比下降



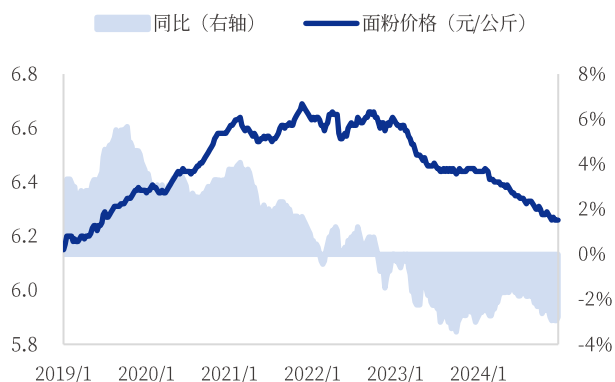
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 2024年12月棕榈油价格环比回落



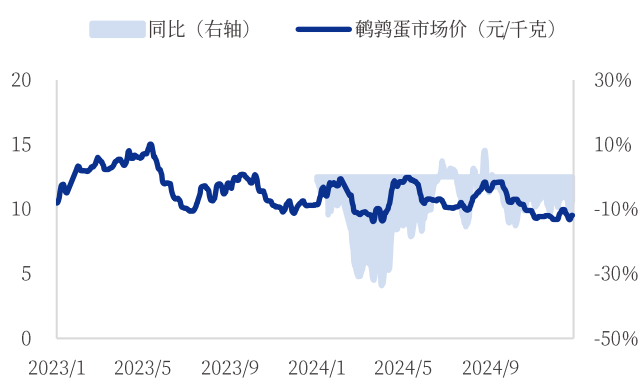
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 2024年12月面粉价格同比下降



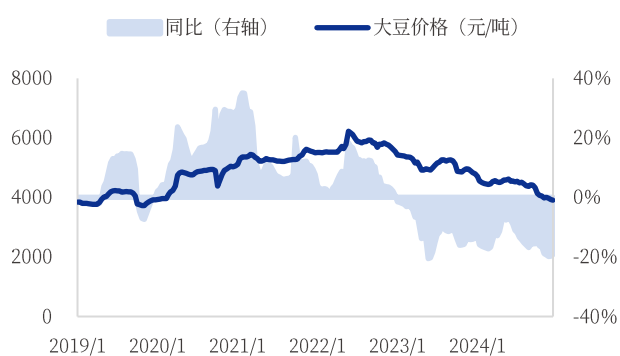
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 2024年12月鹌鹑蛋价格同比下降



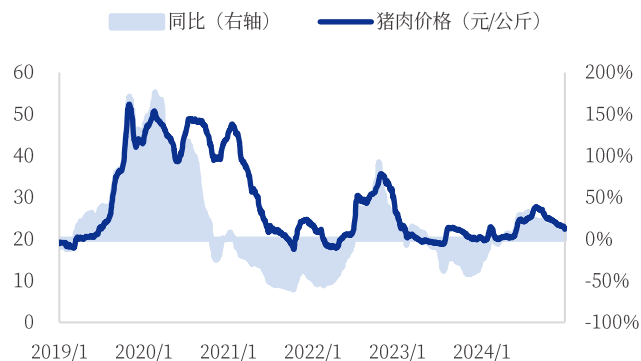
资料来源: 中国鹌鹑网, 中国银河证券研究院

图23: 2024年12月大豆价格同比下降



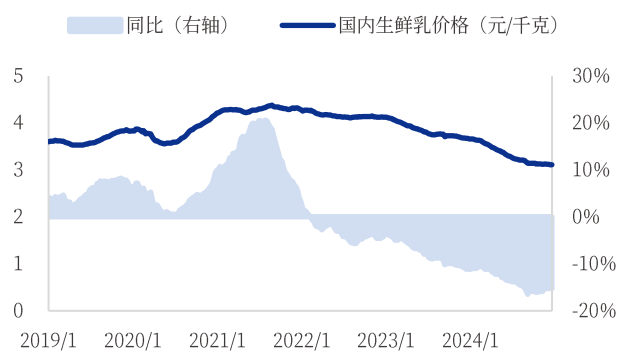
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 2024年12月猪肉价格环比回落



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图25: 2024年12月原奶价格降幅环比收窄



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 2024年12月GDT全脂奶粉、脱脂奶粉价格同比上涨



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、行情跟踪：12月板块股价平稳

(一) 行业收益率表现

2024年12月1日至12月25日周期，食品饮料行业跌幅0.4%，相对于Wind全A指数的超额收益为-0.1%，在31个子行业中排名第12。非酒板块中，8个子板块涨跌互现，其中软饮料、零食、肉制品、乳品板块涨幅居前，分别为+10.0%、+6.4%、+3.8%、+3.7%。

图27：2024年12月食品饮料在全行业涨幅位居第12名

当月				年初至今			
序号	行业	涨跌幅	超额收益	序号	涨跌幅	涨跌幅	超额收益
1	银行	6.9%	7.2%	1	银行	34.6%	22.8%
2	通信	6.4%	6.8%	2	非银金融	33.5%	21.7%
3	家用电器	4.0%	4.4%	3	通信	31.3%	19.5%
4	公用事业	3.7%	4.1%	4	家用电器	26.9%	15.1%
5	电子	3.3%	3.6%	5	电子	21.8%	10.0%
6	汽车	2.5%	2.9%	6	汽车	17.3%	5.5%
7	石油石化	2.1%	2.5%	7	交通运输	14.0%	2.2%
8	煤炭	1.7%	2.1%	8	商贸零售	13.7%	1.9%
9	交通运输	1.1%	1.4%	9	公用事业	11.8%	0.0%
10	钢铁	0.5%	0.8%	10	计算机	7.6%	-4.2%
11	商贸零售	0.1%	0.4%	11	建筑装饰	7.4%	-4.4%
12	食品饮料	-0.4%	-0.1%	12	国防军工	6.7%	-5.1%
13	非银金融	-0.8%	-0.4%	13	石油石化	6.7%	-5.1%
14	机械设备	-0.8%	-0.4%	14	机械设备	6.3%	-5.6%
15	建筑装饰	-0.9%	-0.5%	15	有色金属	5.6%	-6.3%
16	美容护理	-1.7%	-1.3%	16	传媒	5.6%	-6.3%
17	建筑材料	-2.2%	-1.9%	17	电力设备	4.9%	-6.9%
18	纺织服饰	-2.3%	-1.9%	18	煤炭	4.8%	-7.0%
19	传媒	-2.8%	-2.4%	19	环保	2.8%	-9.0%
20	基础化工	-2.8%	-2.5%	20	钢铁	2.6%	-9.2%
21	综合	-2.9%	-2.5%	21	综合	2.1%	-9.7%
22	国防军工	-2.9%	-2.6%	22	房地产	-0.1%	-11.9%
23	有色金属	-3.4%	-3.1%	23	建筑材料	-3.3%	-15.1%
24	社会服务	-3.4%	-3.1%	24	社会服务	-3.4%	-15.2%
25	医药生物	-3.4%	-3.1%	25	基础化工	-3.8%	-15.7%
26	农林牧渔	-3.7%	-3.4%	26	美容护理	-5.6%	-17.4%
27	环保	-4.1%	-3.7%	27	轻工制造	-5.7%	-17.5%
28	计算机	-4.2%	-3.9%	28	纺织服饰	-5.8%	-17.6%
29	电力设备	-4.4%	-4.0%	29	食品饮料	-7.3%	-19.1%
30	轻工制造	-4.8%	-4.4%	30	农林牧渔	-11.2%	-23.0%
31	房地产	-7.9%	-7.6%	31	医药生物	-12.4%	-24.2%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图28: 2024年12月食品饮料非酒子行业涨跌幅表现

当月				年初至今			
序号	行业	涨跌幅	超额收益	序号	涨跌幅	涨跌幅	超额收益
1	软饮料	10.0%	10.3%	1	软饮料	32.2%	20.4%
2	零食	6.4%	6.7%	2	零食	20.7%	8.9%
3	肉制品	3.8%	4.1%	3	乳品	9.1%	-2.7%
4	乳品	3.7%	4.0%	4	调味发酵品III	4.8%	-7.1%
5	烘焙食品	1.6%	1.9%	5	肉制品	-7.0%	-18.9%
6	调味发酵品III	1.3%	1.6%	6	烘焙食品	-7.1%	-18.9%
7	保健品	-1.6%	-1.3%	7	保健品	-12.9%	-24.7%
8	预加工食品	-2.9%	-2.6%	8	预加工食品	-19.2%	-31.0%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 行业估值表现

从行业估值来看, 截至 2024 年 12 月 25 日, 烘焙食品/肉制品/零食/调味发酵品/软饮料/乳品/预加工食品板块 PE-TTM 分别为 27.4/28.6/34.5/23.0/30.1/17.7/21.7X。

图29: 食饮子行业市盈率变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、投资建议

12月食品饮料指数行情主要由取决于政策预期与事件性催化,非酒板块内部来看,零食板块(新渠道+新产品放量+微信小店送礼催化),乳制品板块(下游库存去化+预期 25H2 原奶周期反转)表现较好。**展望 25 年 1 月,我们认为市场将逐渐关注: 1) 24 年业绩预告将陆续披露,业绩韧性较强或超市场预期的个股; 2) 前期估值修复幅度不大、元旦与春节动销有望超预期的细分板块与个股。**

展望 25 全年,我们仍然维持此前观点,建议关注三条主线:

1) C 端业绩具备韧性,中长期产业逻辑清晰的板块,例如零食与饮料,重点公司包括东鹏饮料、农夫山泉、华润饮料、欢乐家、卫龙美味、三只松鼠、劲仔食品、洽洽食品; C 端调味品,重点公司包括天味食品、中炬高新、恒顺醋业。

2) 24H2 业绩边际改善+中长期产业周期有望反转的板块,例如乳制品,重点公司包括伊利股份、新乳业。

3) 顺周期+估值修复弹性仍大+竞争格局较优的板块,例如 B 端调味品、餐饮供应链,重点公司包括海天味业、安井食品、宝立食品。

五、风险提示

需求恢复不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，食品安全风险。

图表目录

图 1: 本轮周期中原奶价格下行时间更长、幅度更深	3
图 2: 2025 年乳制品供需测算表	4
图 3: 2024 年 2 月以来大包粉进口量同比持续减少	4
图 4: 2024 年 GDT 拍卖价格回升	4
图 5: 奶牛饲养规模场数出现结构性分化 (年存栏, 单位: 户)	5
图 6: TOP30 牧业集团存栏量与产奶量持续增长	5
图 7: 奶牛常规日粮配方成本	5
图 8: 2024 饲料成本价格呈现下行趋势	5
图 9: 部分大型牧场开始淘汰低产奶牛、优化畜群结构	6
图 10: 乳企协同推动产能去化	6
图 11: 2023 年乳制品价格对销售额多为负向贡献	6
图 12: 2024 年价格降幅部分修复	6
图 13: 政策促进下需求端有望逐步回暖	7
图 14: 我国人均消费对比海外存在较大差距	7
图 15: 2024 年 12 月 PET 瓶片价格同比下行	8
图 16: 2024 年 12 月瓦楞纸价格同比回升	8
图 17: 2024 年 12 月玻璃价格同比下行	9
图 18: 2024 年 12 月包膜价格同比下行	9
图 19: 2024 年 12 月白糖价格同比下降	9
图 20: 2024 年 12 月棕榈油价格环比回落	9
图 21: 2024 年 12 月面粉价格同比下降	9
图 22: 2024 年 12 月鹤鹑蛋价格同比下降	9
图 23: 2024 年 12 月大豆价格同比下降	10
图 24: 2024 年 12 月猪肉价格环比回落	10
图 25: 2024 年 12 月原奶价格降幅环比收窄	10
图 26: 2024 年 12 月 GDT 全脂奶粉、脱脂奶粉价格同比上涨	10
图 27: 2024 年 12 月食品饮料在全行业涨幅位居第 12 名	11
图 28: 2024 年 12 月食品饮料非酒子行业涨跌幅表现	12
图 29: 食饮子行业市盈率变动情况	12
表 1: 2024 年行业核心原材料价格变动	8

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn