

2024年12月31日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

预期先行，拐点已至

—食品饮料大众品行业 2025 年投资策略

推荐(维持)

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

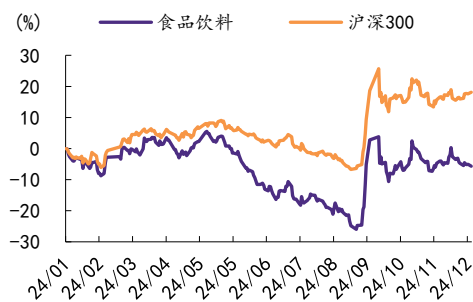
联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料(申万)	-1.0	-8.2	-7.8
沪深300	2.1	-0.5	16.6

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《食品饮料行业周报：经销商大会陆续召开，关注微信小店受益标的》2024-12-22
- 《食品饮料行业周报：强化扩内需预期，关注弹性释放》2024-12-16
- 《食品饮料行业周报：旺季备货期，关注政策催化》2024-12-08

大众品表现分化，估值处历史低位

1) 行情回顾：年初至今饮料/调味品/非白酒/休闲食品/食品加工板块涨跌幅分别为 14%/5%/4%/3%/-12%，主要系 9 月利好政策频出提振市场信心；2) 基本面回顾：2024Q1-Q3 大众品板块营收/归母净利润分别同增 1%/9%，成本端利好催化利润修复；3) 估值回顾：食品加工/非白酒/饮料乳品/休闲食品/调味发酵板块 PE 分别位于近 5 年 29%/33%/19%/36%/5%分位数，估值反弹空间充足。

预计餐饮供应链已触底，看好休闲食品和软饮料

我们认为调味品、乳制品、速冻品等行业基本面依次触底，具体子板块如下：1) 餐饮供应链：随着成本回落叠加政策强化扩内需预期，预计行业持续修复，海天望率先完成调整，复调并购板块战略基本捋顺；速冻行业延续头部集中，调味/速冻板块望最先受益。2) 休闲食品：渠道红利持续释放，零食量贩渠道行至半程，山姆等会员制渠道新品导入可助大单品快速起量，年底微信“送礼物”灰度测试开启，各公司快速推进渠道/产品策略变革，板块景气度望延续高位。3) 软饮料：健康化趋势将延续，无糖茶与运动饮料两大细分赛道预计增势良好，格局仍未固化，以农夫山泉、东鹏饮料为代表企业仍有核心竞争优势。4) 红酒：行业短期仍处于需求疲软阶段，中长期增长需头部企业持续培育。张裕在高端化升级与渠道精细化中望取得较好增长。5) 黄酒：古越龙山新品“无高低”（即无糖、高度、低糖），精准触达主流消费者需求，在抖音渠道实现超 30 万箱销量，后续黄酒企业沿全国化、高端化、年轻化趋势推进。6) 乳制品：上游存栏量温和去产能，乳制品产量同比下降，预计伊利库存调整基本到位，叠加 9 月政策鼓励发放牛奶消费券，板块上行趋势确立，预计 2025H2 原奶价格望企稳回升。7) 保健品：国内格局较为分散，仙乐健康海外业务拓展，业绩领先于行业。

投资建议

我们认为有四条主线：1) 餐饮供应链板块推荐海天味业、中炬高新、天味食品、安井食品、千味央厨等；2) 休闲食品景气度领先，推荐盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、三只松鼠、西麦食品、有友食品等；3) 软饮料推荐东鹏饮料、百润股份等；4) 乳制品推荐伊利股份、蒙牛乳业、天润乳业等。

风险提示

疫情波动风险；宏观经济波动风险；推荐公司业绩不及预期的风险；行业竞争风险；食品安全风险；行业政策变动风险；消费税或生产风险；原材料价格波动风险等。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-12-30 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
001215.SZ	千味央厨	31.09	1.55	1.21	1.45	20.06	25.69	21.44	买入
002216.SZ	三全食品	12.32	0.85	0.72	0.78	14.49	17.11	15.79	买入
300973.SZ	立高食品	39.49	0.43	1.58	1.86	91.84	24.99	21.23	买入
600186.SH	莲花控股	5.18	0.07	0.13	0.19	74.00	39.85	27.26	买入
600298.SH	安琪酵母	36.26	1.46	1.56	1.77	24.84	23.24	20.49	买入
600305.SH	恒顺醋业	8.06	0.08	0.13	0.17	100.75	62.00	47.41	买入
600872.SH	中炬高新	22.88	2.16	0.94	1.12	10.59	24.34	20.43	买入
600887.SH	伊利股份	30.08	1.64	1.87	1.83	18.34	16.09	16.44	买入
603170.SH	宝立食品	15.51	0.75	0.60	0.73	20.68	25.85	21.25	买入
603288.SH	海天味业	46.35	1.01	1.12	1.22	45.89	41.38	37.99	买入
603317.SH	天味食品	13.43	0.43	0.49	0.56	31.23	27.41	23.98	买入
603345.SH	安井食品	82.94	5.04	4.99	5.79	16.46	16.62	14.32	买入
603755.SH	日辰股份	27.11	0.57	0.74	0.87	47.56	36.64	31.16	买入
605337.SH	李子园	11.53	0.60	0.56	0.61	19.22	20.59	18.90	买入
605499.SH	东鹏饮料	246.45	5.10	6.28	8.23	48.32	39.24	29.95	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、 大众品板块复盘：需求承压，低位震荡.....	7
1.1、 行情回顾：全年表现承压，利好带来回暖.....	7
1.2、 基本面回顾：需求疲软，成本催化利润释放.....	9
1.3、 估值回顾：震荡下行，底部调整.....	9
2、 餐饮：扩内需导向带动预期先行修复，政策底利好需求恢复.....	11
2.1、 板块回顾：社零/餐饮收入规模增幅收窄，行业持续寻底.....	11
2.2、 板块展望：内部延续分化，企业向内部要效率.....	12
3、 休闲食品：推陈出新+入局新渠道并举，零食量贩渠道红利仍在.....	19
3.1、 板块回顾：渠道红利持续释放，微信“送礼物”开启新场景.....	19
3.2、 板块展望：跟进场景迭代，推进渠道、产品变革.....	21
4、 饮料：功能饮料红利仍在，个股表现可圈可点.....	22
4.1、 板块回顾：整体业绩稳健增长，能量饮料表现突出.....	22
4.2、 行业回顾：健康概念趋势延续，无糖茶市场份额持续提升.....	28
4.3、 行业展望：细分赛道机会频频，头部饮企优势显著.....	32
5、 红酒：行业仍在调整期，三聚战略持续可期.....	40
5.1、 板块回顾：整体业绩表现承压，利润受损明显.....	40
5.2、 板块展望：品类亟需年轻化，澳洲酒放开提振整体需求.....	43
6、 黄酒：新品上市提热度，市场布局有序开展.....	45
7、 乳制品：原奶价格望企稳，产品+渠道双管齐下.....	46
8、 保健品：出海战略持续推进，关注仙乐健康.....	49
9、 行业评级及投资策略.....	51
10、 风险提示.....	52

图表目录

图表 1：2024.1.1 至 12.29 食品饮料（申万）指数、上证指数涨跌幅.....	7
图表 2：2024.1.1 至 12.29 申万一级行业涨跌幅.....	8
图表 3：2024.1.1 至 12.29 大众品二级申万行业涨跌幅.....	8
图表 4：9.24-至 12.29 消费行业细分板块涨跌幅.....	8
图表 5：9.24-至 12.29 大众品板块二级行业涨跌幅.....	8
图表 6：9.24-至 12.29 大众品板块三级行业涨跌幅.....	9
图表 7：9.24-至 12.29 大众品板块个股涨跌幅.....	9
图表 8：2024Q1-Q3 大众品各板块营收、归母净利润、净利率同比情况.....	9
图表 9：2019.1.1 至今食品饮料（申万）指数及其子版块、上证指数 PE.....	10
图表 10：2019.1.1 至今食品饮料（申万）指数及其子版块相对上证指数 PE.....	10
图表 11：社零总额累计值与同比.....	11

图表 12: 餐饮收入与限额以上餐饮收入对比	11
图表 13: 餐饮大盘人均消费情况 (元)	12
图表 14: 消费者餐饮消费支出变化及预期变化	12
图表 15: 外卖规模占比持续提升	12
图表 16: 高线与低线城市餐饮开闭店率	12
图表 17: 包材与原材料价格月度趋势	13
图表 18: 中国餐饮连锁化率提升	13
图表 19: 塔斯汀、米村拌饭 2020-2024 年新开店数量	13
图表 20: 2020 年至 2024 年 11 月全国餐饮相关企业注册量与存量	14
图表 21: 预制菜历史沿革与政策颁布	15
图表 22: 餐饮链板块与沪深 300 指数涨跌幅变化	16
图表 23: 我国各地消费券发放情况	16
图表 24: 调味品与预加工食品板块近五年板块市盈率变化	17
图表 25: 基础调味品与复合调味品板块营收与归母净利润同比 (%)	18
图表 26: 速冻品营收与归母净利润同比 (%)	19
图表 27: 零食量贩门店数量趋势	20
图表 28: 零食量贩渠道市场规模与同比	20
图表 29: 山姆会员超市门店数量与同比	20
图表 30: 脱骨鸭掌与蛋皇占据热度榜前二名	20
图表 31: 微信“送礼物”功能送礼与收礼流程	21
图表 32: 休闲食品营收与归母净利润同比 (%)	22
图表 33: 2014-2024 年前三季度软饮料收入及增速	23
图表 34: 2014-2024 年前三季度软饮料归母净利润及增速	23
图表 35: 国内 PET 切片现货价(纤维级) (元/吨)	23
图表 36: 白砂糖现货价表现 (元/吨)	23
图表 37: 瓦楞纸价格表现 (元/吨)	24
图表 38: 苦杏仁价格表现 (元/千克)	24
图表 39: 2014-2024 前三季度软饮料销售与管理费用率	25
图表 40: 2014-2024 前三季度软饮料毛利率及净利率	25
图表 41: 2017-2024 年前三季度东鹏饮料分产品收入及增速	25
图表 42: 2017-2024 年前三季度东鹏饮料分区域收入占比	25
图表 43: 2015-2024 年前三季度百润股份预调鸡尾酒收入及增速	26
图表 44: 百润股份威士忌新品图片	26
图表 45: 2016-2024 前 4 个月华润饮料收入及增速	27
图表 46: 2017-2024 前 4 个月华润饮料利润及增速	27
图表 47: 2017-2024H1 农夫山泉分产品收入及增速	27

图表 48: 2017-2024H1 农夫山泉毛利率及净利率表现.....	27
图表 49: 快消品与包装饮料全渠道增长情况.....	28
图表 50: 2023.12-2024.11 各细分饮料品类市场份额占比及增长情况.....	28
图表 51: 202312-202411 软饮料新品前 100SKU 数量.....	29
图表 52: 202312-202411 软饮料新品前 100 各集团 SKU 数量.....	29
图表 53: 2023Q1-2024Q3 饮料健康概念产品 SKU 数量.....	29
图表 54: 202407 饮料细分品类销售额增速对比.....	29
图表 55: 截至 2024.05 软饮料各渠道增速情况.....	30
图表 56: 2023.08-2024.07 软饮料内容电商增速.....	30
图表 57: 2024 年 1-10 月即饮茶不同规格不同价位增速及增速贡献.....	30
图表 58: 2024 年 1-10 月即饮茶不同规格不同价位销售占比.....	30
图表 59: 2024 年 1-10 月植物饮料不同规格不同价位增速及增速贡献.....	31
图表 60: 2024 年 1-10 月植物饮料不同规格不同价位销售占比.....	31
图表 61: 2022Q1-2024Q3 功能饮料/无糖即饮茶/植物饮料在饮料类目中的市场份额变化.....	31
图表 62: 2015-2027 年中国无糖饮料市场规模及增速.....	32
图表 63: 2017-2027 年中国无糖茶饮料市场规模及增速.....	32
图表 64: 2023//2024.04-09 即饮茶在饮料中市场份额.....	32
图表 65: 2023/2024.04-09 有糖/无糖即饮茶在即饮茶占比.....	32
图表 66: 2022.04-2024.03 无糖茶不同价格段市场份额.....	33
图表 67: 2023.06-2024.05 无糖即饮茶均价表现.....	33
图表 68: 2023.04-09/2024.04-09 无糖即饮茶类目均价规格变动 (ml).....	33
图表 69: 202306-202405 无糖即饮茶类目各规格带产品数量变动情况.....	33
图表 70: 2024 年无糖茶市场格局.....	34
图表 71: 2024 年无糖茶 CR13 变化情况.....	34
图表 72: 2018-2024E 中式养生饮料市场规模.....	34
图表 73: 2022Q1-2024Q3 植物饮料在亚洲传统饮料中的市场份额.....	34
图表 74: 2023.01-2024.09 植物饮料销售额与销售件数增速.....	35
图表 75: 2023.01-2024.09 植物饮料数值铺市率与加权铺市率.....	35
图表 76: 中式养生水消费人群年龄分布.....	35
图表 77: 中式养生水消费人群城市分布.....	35
图表 78: 2024YTD 植物饮料类目内各热门成分 SKU 数量、新品 SKU 数量.....	36
图表 79: 2024YTD 植物饮料类目市场份额 Top10 SKU.....	36
图表 80: 2015-2029E 运动饮料市场规模及增速.....	37
图表 81: 2017-2024 运动饮料竞争格局.....	37
图表 82: 2023.01-2024.09 电解质饮料行业中各品牌排名.....	37
图表 83: 2023Q1-2024Q3 外星人、尖叫、宝矿力水特、东鹏补水啦小业态店均卖力情况 (元).....	38

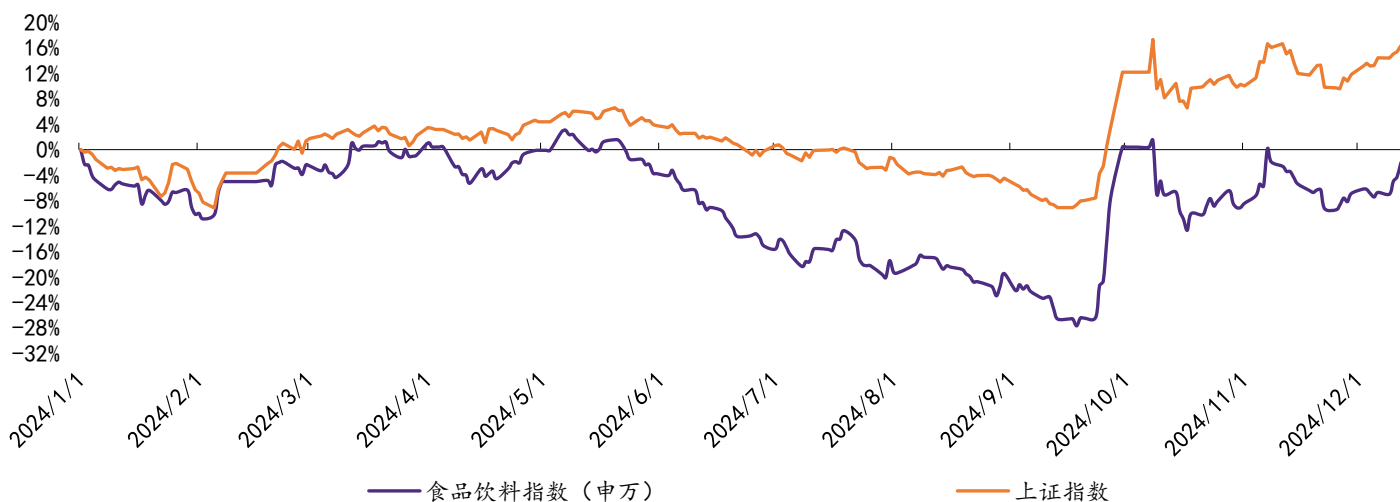
图表 84: 2023Q1-2024Q3 外星人、尖叫、宝矿力水特、东鹏补水啦便利店店均卖力情况 (元)	38
图表 85: 2018-2028E 软饮料与包装饮用水整体规模及增速	38
图表 86: 2018-2028E 软饮料细分板块增速	38
图表 87: 包装饮用水价格变动与龙头更迭复盘	39
图表 88: 包装饮用水在饮料类目中市场份额变化	40
图表 89: 今年农夫包装饮用水总体份额变化	40
图表 90: 2014-2024 年前三季度上市葡萄酒板块收入及增速	41
图表 91: 2014-2024 年前三季度上市葡萄酒板块归母净利润及增速	41
图表 92: 2014-2024 年前三季度上市葡萄酒板块销售费用率与管理费用率	41
图表 93: 2014-2024 年前三季度上市葡萄酒板块毛利率及净利率	41
图表 94: 2014-2024 年前三季度张裕 A 收入及增速	42
图表 95: 2014-2024 年前三季度张裕 A 归母净利润及增速	42
图表 96: 2017-2024H1 公司分产品收入及增速	42
图表 97: 2017-2024H1 公司分区域收入占比	42
图表 98: 国产葡萄酒发展历程	43
图表 99: 1998 年至今我国葡萄酒进口量与关税政策梳理	44
图表 100: 2023 年葡萄酒场景以聚餐宴席为主	44
图表 101: 2023 年 40.2% 消费者对葡萄酒产地偏好并不明显	44
图表 102: 黄酒行业规上企业与营收	45
图表 103: 黄酒不同饮用场景	45
图表 104: 2017-2022 年白、啤、黄酒吨价 (万元/吨)	46
图表 105: 低度酒市场规模及其同比	46
图表 106: 黄酒企业营收与归母净利润同比	46
图表 107: 乳制品各类目市场份额变化、量价拆分变化	47
图表 108: 乳制品各类目 2024Q3/2023Q3 各类目同比存续/新品/消失 SKU 数量	47
图表 109: 乳制品产量	48
图表 110: 生鲜乳价格	48
图表 111: 全脂奶粉价格	48
图表 112: 脱脂奶粉价格	48
图表 113: 乳制品营收与归母净利润同比 (%)	49
图表 114: 保健品价格增长趋势	50
图表 115: 头部品类价格趋势	50
图表 116: 保健品形态增长趋势	50
图表 117: 保健品形态销售趋势	50
图表 118: 保健品营收与归母净利润同比 (%)	51
图表 119: 重点关注公司及盈利预测	52

1、大众品板块复盘：需求承压，低位震荡

1.1、行情回顾：全年表现承压，利好带来回暖

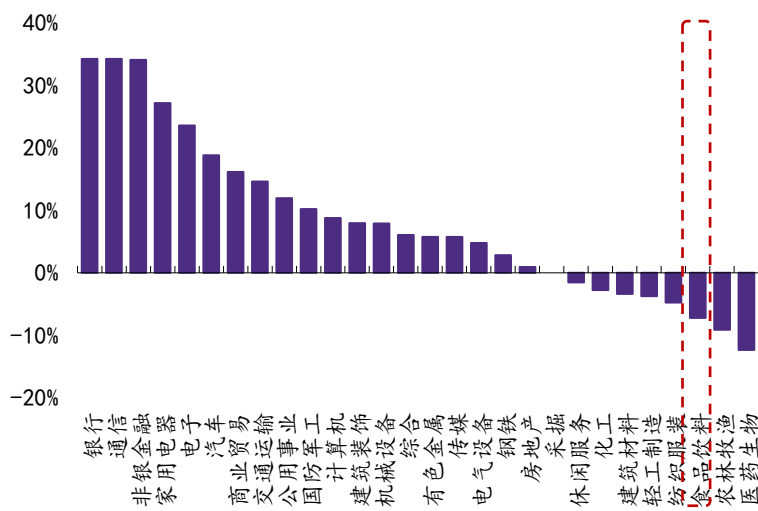
整体板块承压明显，9月政策利好后反弹。2024年年初至12.29食品饮料指数（申万）跌幅为-7.21%，食品饮料板块全年涨幅在所有行业排名第26位。1) 2024年初至5月底食品饮料板块以震荡上行为主，2024.01.01-2024.05.20食品饮料指数（申万）涨幅为+1.56%，主要系春节动销好于预期，叠加4月底中共中央政治局会议召开宣布稳地产；2) 2024年5月底至9月底食品饮料板块行情以下行为主，年初至09.23食品饮料指数（申万）跌幅为-26.36%，主要系整体经济表现疲软影响；3) 2024年9月底至今食品饮料板块快速反弹上行后持续震荡，主要系利好政策频出提振市场信心，目前进入等待政策落地验证阶段。食品饮料板块中白酒板块预期下降明显，基本面调整叠加估值下杀致降幅较大，饮料/调味品/非白酒/休闲食品/食品加工年初至12.29涨跌幅分别为14.23%/5.08%/4.00%/2.55%/-12.28%。

图表 1：2024.1.1 至 12.29 食品饮料（申万）指数、上证指数涨跌幅



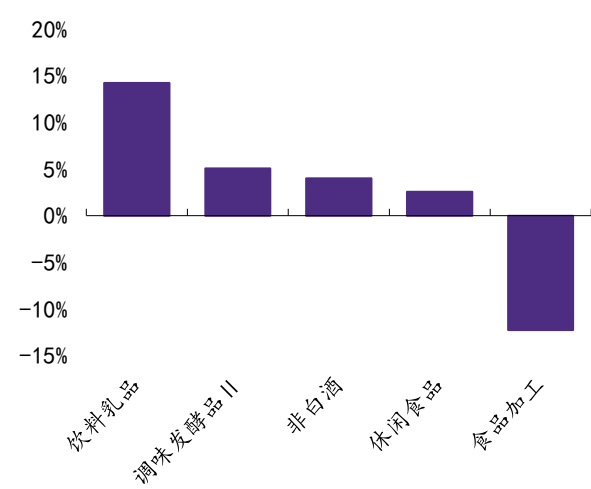
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 2：2024. 1. 1 至 12. 29 申万一级行业涨跌幅



资料来源：WIND，华鑫证券研究

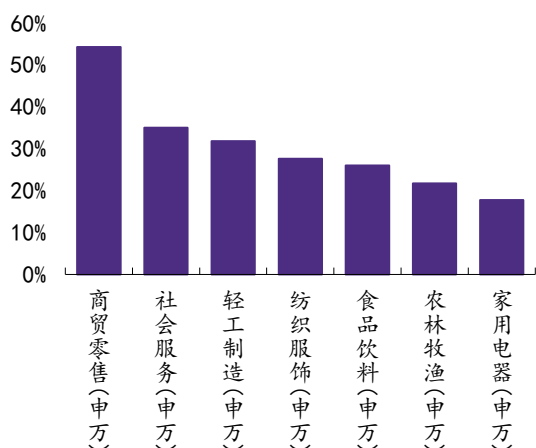
图表 3：2024. 1. 1 至 12. 29 大众品二级申万行业涨跌幅



资料来源：WIND，华鑫证券研究

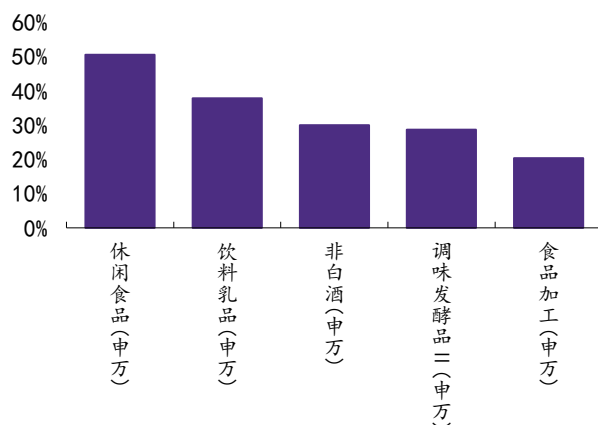
消费板块受政策利好明显，休闲食品预期加业绩兑现板块涨幅领先。9 月底利好政策释出以来消费板块反弹明显，其中 9.24 至 12.29 食品饮料（申万）涨幅为 26.01%。分板块来看，休闲食品渠道持续更新迭代，企业端业绩兑现，高景气度拉动板块涨幅，9.24 至 12.29 休闲食品（申万）涨幅为 50.54%；东鹏饮料业绩高增势能延续，拉升软饮料板块预期；食品加工板块顺周期属性较强，前期跟随上涨后，基本面兑现较弱，9.24 至 12.29 涨幅为 20.37%，而后续需求回补后有望展现较大弹性。分个股来看，9.24 至 12.29，板块个股标的的中朱老六(+184%)、万辰集团(+160%)、一鸣食品(+145%)、ST 加加(+126%)、三只松鼠(+120%)涨幅靠前。

图表 4：9. 24-至 12. 29 消费行业细分板块涨跌幅



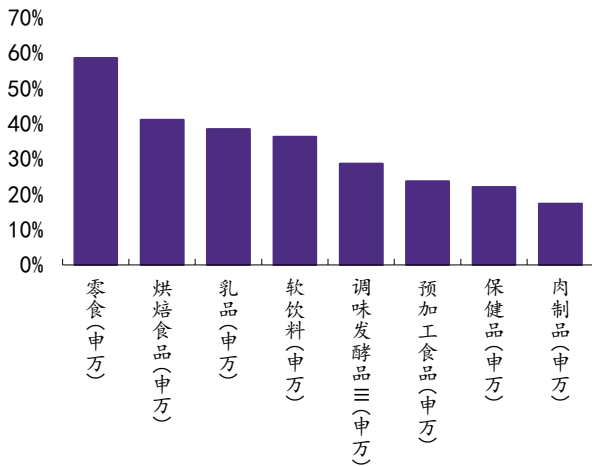
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 5：9. 24-至 12. 29 大众品板块二级行业涨跌幅



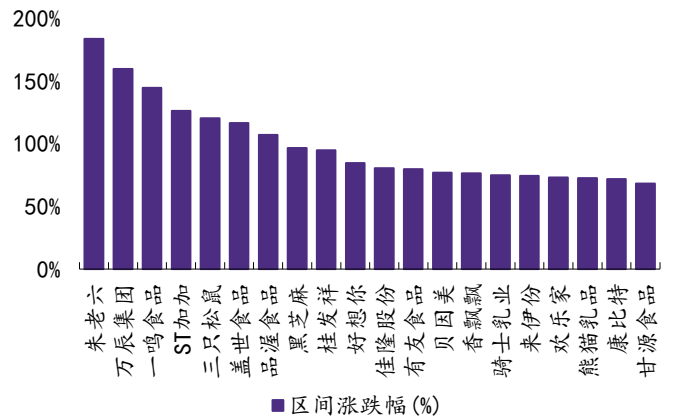
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 6：9.24-至 12.29 大众品板块三级行业涨跌幅



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 7：9.24-至 12.29 大众品板块个股涨跌幅



资料来源：WIND，华鑫证券研究
数据为截至 2024 年 12 月 29 日

1.2、基本面回顾：需求疲软，成本催化利润释放

休闲食品板块需求旺盛，成本利好催化利润改善。根据 2024Q1-Q3 业绩情况来看，大众品板块营收/归母净利润分别同增 1%/9%，其中食品加工/非白酒/饮料乳品/休闲食品/调味发酵品营收分别同比-5%/-3%/-5%/29%/7%，其中休闲食品板块收入同比显著提升，归母净利润分别同比-6%/持平/11%/10%/41%，在成本端利好催化下，利润端表现优于收入端。

图表 8：2024Q1-Q3 大众品各板块营收、归母净利润、净利率同比情况

	2024Q1-Q3 营收同比	2024Q1-Q3 归母净利润同比	2024Q1-Q3 净利率同比
大众品	1%	9%	1%
食品加工	-5%	-6%	0%
非白酒	-3%	0%	0%
饮料乳品	-5%	11%	1%
休闲食品	29%	10%	-1%
调味发酵品	7%	41%	4%

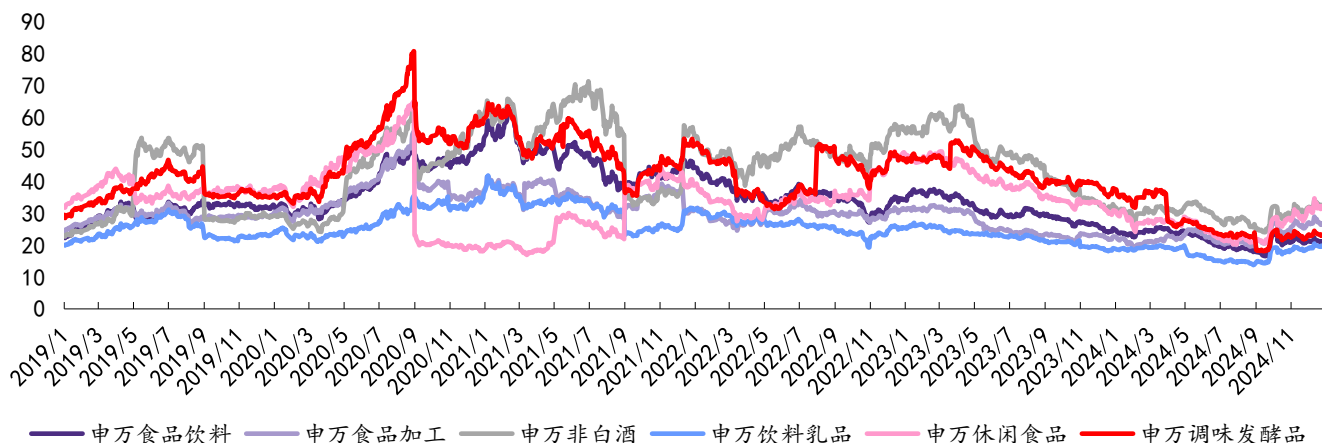
资料来源：wind，华鑫证券研究

1.3、估值回顾：震荡下行，底部调整

整体绝对与相对估值均处于低位，后续抬升支撑力仍强。绝对估值上，申万食品饮料指数 PE 当前值为 21.09，5 年内市盈率分位数为 7%，仍处于低位，其中食品加工/非白酒/饮料乳品/休闲食品/调味发酵品 PE 分别为 26.63/32.57/19.79/31.54/23.06，分别位于近 5 年 29%/33%/19%/36%/5%分位数，其中调味发酵品板块估值处于历史低位。相对估值上，

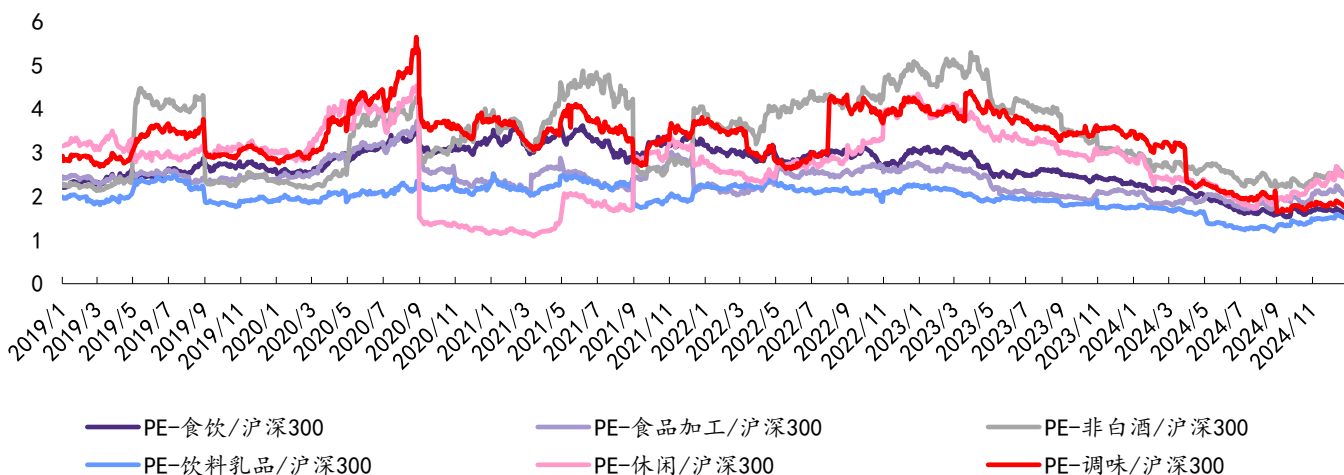
当前食品饮料板块相对沪深 300 市盈率为 1.62，位于近 5 年 3%分位数，其中食品加工/白酒/非白酒/饮料乳品/休闲食品/调味发酵板块相对沪深 300 市盈率分别为 2.05/1.54/2.50/1.52/2.43/1.77，分别位于近 5 年 19%/1%/23%/10%/32%/2%分位数。

图表 9：2019.1.1 至今食品饮料（申万）指数及其子板块、上证指数 PE



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 10：2019.1.1 至今食品饮料（申万）指数及其子板块相对上证指数 PE



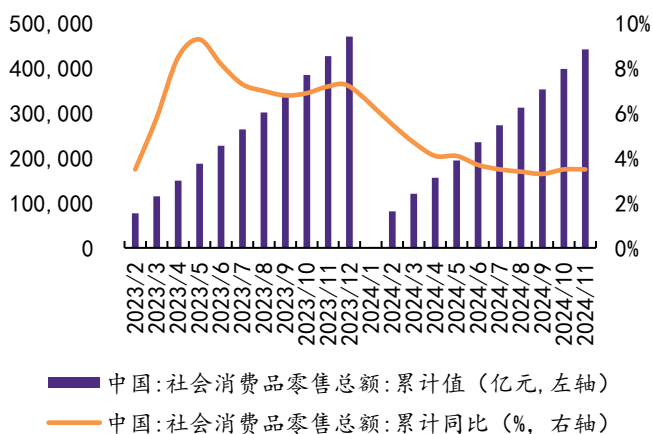
资料来源：WIND，华鑫证券研究

2、餐饮：扩内需导向带动预期先行修复，政策底利好需求恢复

2.1、板块回顾：社零/餐饮收入规模增幅收窄，行业持续寻底

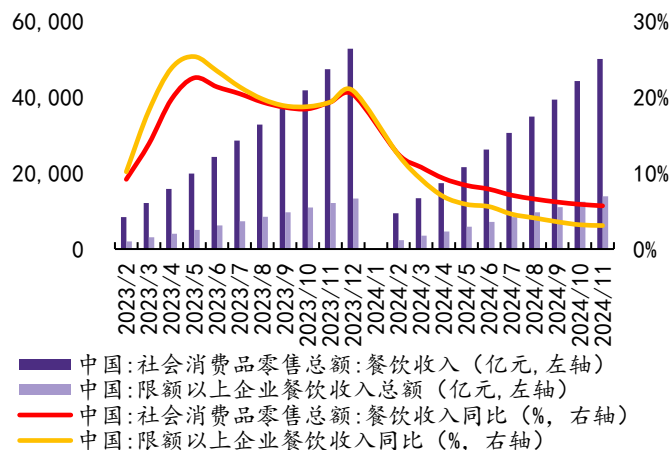
社零/餐饮收入规模增幅收窄，大B端高基数下表现承压。2024年以来，我国社零总额同比虽仍呈现增长趋势，但增速同比收窄明显，2024年1-11月社零总额同比增速3.5%（同减3.7pct），餐饮收入/限额以上餐饮收入分别同增5.7%/3.1%，增速分别同比减少13.7%/16.3pct，一方面餐饮收入增长高于社零总体；另一方面，2024年大B端调整门店结构、推进品类聚焦，叠加2023年连锁餐饮快速修复带来高基数影响，2024年大B端增速相对受压制。

图表 11：社零总额累计值与同比



资料来源：wind，华鑫证券研究

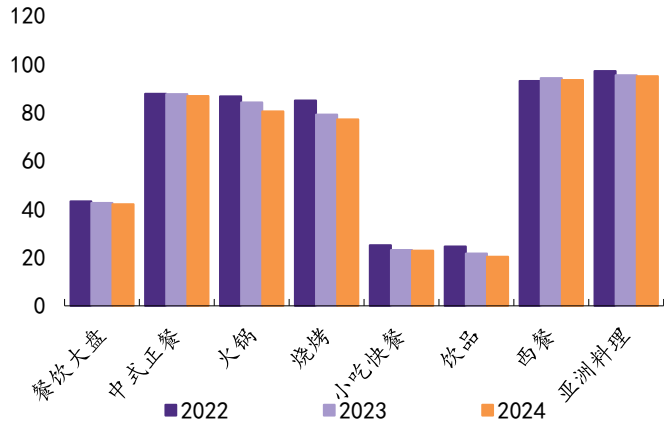
图表 12：餐饮收入与限额以上餐饮收入对比



资料来源：wind，华鑫证券研究

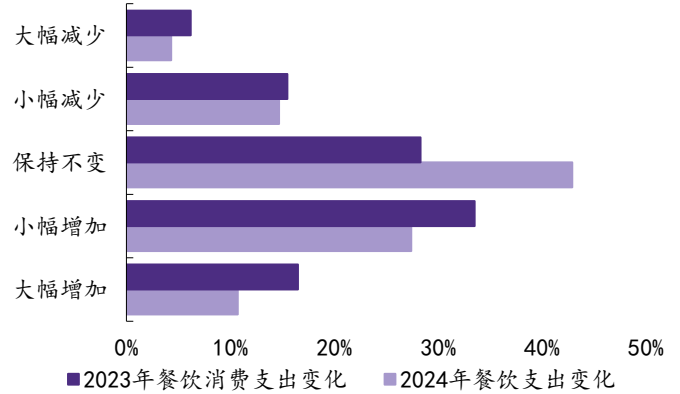
消费预期谨慎，餐饮链持续寻底。根据红餐网数据，复盘餐饮行业2024年表现，可得以下三个特征。**特征一，餐饮消费预期偏谨慎**，截至2024年11月餐饮大盘人均消费42.1元（同减1%），其余各细分赛道人均消费均有不同程度下滑，2024年消费者预期消费支出变化中，预期保持不变的消费者占比43%（同增15pct），预期增加/减少的消费者占比分别同减12/3pct。**特征二，外卖撑起餐饮收入大盘**，2024年外卖规模预计同增9%，渗透率24%（同增1pct），贡献大盘主要增长，由于企业外卖费用占比经营成本比例较低，企业通过线上经营提质增效，优化利润表现。**特征三，寻求下沉市场增量**，2024年一线城市中式快餐/中式正餐净开店率分别为-1%/-4%，三-五线城市中式快餐/中式正餐净开店率分别为4%/3%，高线城市餐饮容量见顶，下沉市场闭店率企稳显示出低线城市餐饮容量仍有开发空间。

图表 13: 餐饮大盘人均消费情况 (元)



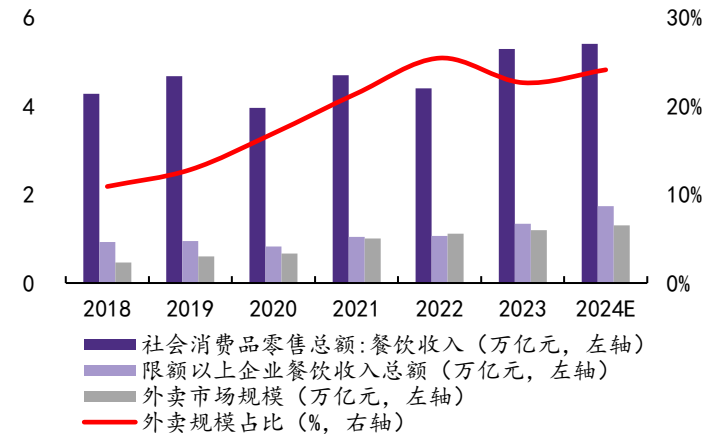
资料来源: 红餐网, 华鑫证券研究
注: 2024 年数据为 2024 年 11 月数据

图表 14: 消费者餐饮消费支出变化及预期变化



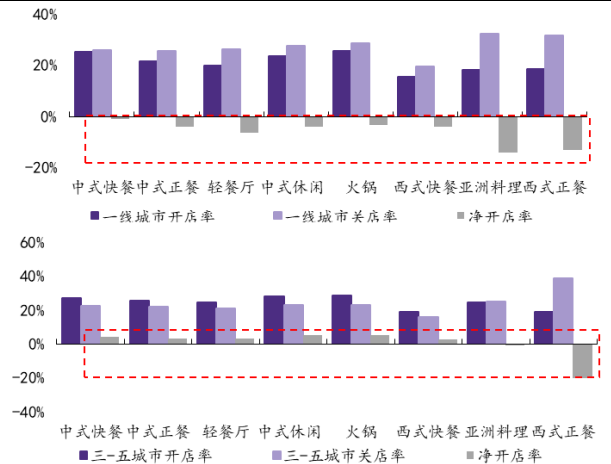
资料来源: 红餐网, 华鑫证券研究

图表 15: 外卖规模占比持续提升



资料来源: wind, 红餐网, 华鑫证券研究

图表 16: 高线与低线城市餐饮开闭店率



资料来源: 辰智大数据, 华鑫证券研究

2.2、板块展望：内部延续分化，企业向内部要效率

展望一：原材料价格持续回落，餐饮链企业成本压力持续缓解

包材成本、大豆价格显著回落，预计 2025 年成本端压力依然较低。2024 年以来包材价格同比下降，大豆价格持续回落，持续缓解基础调味品原料压力，复调行业来看，尽管辣椒价格 2024H2 同比有所上涨，但一方面结合白砂糖、菜籽油、味精价格回落，综合原料成本稳定，另一方面，调味品公司通过年初锁价等方式锁定全年成本表现，因此行业成本压力较低。速冻行业原料分布更为分散，在调味原料之外，白鲢鱼、猪肉、棕榈油价格有抬升趋势。后续来看，棕榈油价格目前已处于历史高位，后续有望同比回落，大豆供应量充

足，价格预计仍有下降空间，其他原料预计围绕当前水平上下小幅调整，预计 2025 年餐饮链企业成本压力依然不大。

图表 17：包材与原材料价格月度趋势

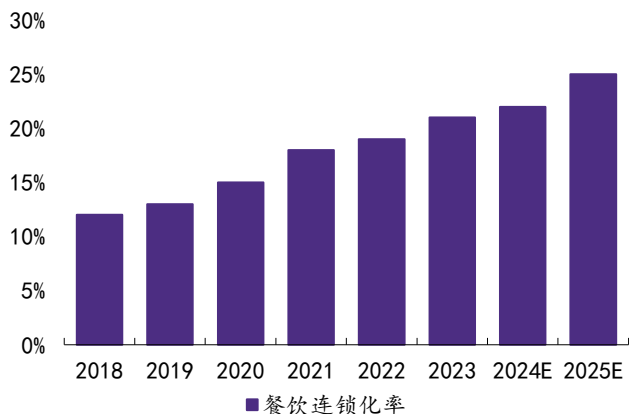
日期	包材			原材料								
	PET	瓦楞纸	玻璃	大豆	白砂糖	辣椒	菜籽油	味精	白鲢鱼	面粉	猪肉	棕榈油
2024-01	0%	-12%	21%	-15%	15%	-8%	-22%	-10%	-5%	-1%	-16%	-8%
2024-02	-4%	-11%	17%	-17%	13%	7%	-22%	-15%	-3%	-2%	3%	-10%
2024-03	-3%	-4%	8%	-14%	7%	-20%	-10%	-4%	5%	-2%	-2%	3%
2024-04	-7%	-6%	-12%	-11%	-2%	-8%	-4%	-2%	12%	-1%	5%	4%
2024-05	-4%	-10%	-24%	-7%	-7%	-14%	11%	-1%	11%	-4%	8%	11%
2024-06	-1%	-6%	-17%	-9%	-8%	-16%	3%	-8%	10%	-4%	27%	12%
2024-07	-1%	-4%	-20%	-13%	-8%	5%	-10%	-8%	12%	-4%	30%	3%
2024-08	-5%	-4%	-31%	-16%	-10%	28%	-12%	-7%	9%	-5%	20%	2%
2024-09	-12%	-9%	-41%	-16%	-15%	62%	1%	-25%	9%	-6%	20%	8%
2024-10	-10%	-12%	-40%	-16%	-10%	75%	10%	-25%	7%	-6%	16%	25%
2024-11	-12%	-6%	-29%	-19%	-12%	48%	9%	-9%	10%	-7%	18%	33%

资料来源：wind，卓创农业，华鑫证券研究

展望二：大 B 渠道持续分化，小 B 空间充足

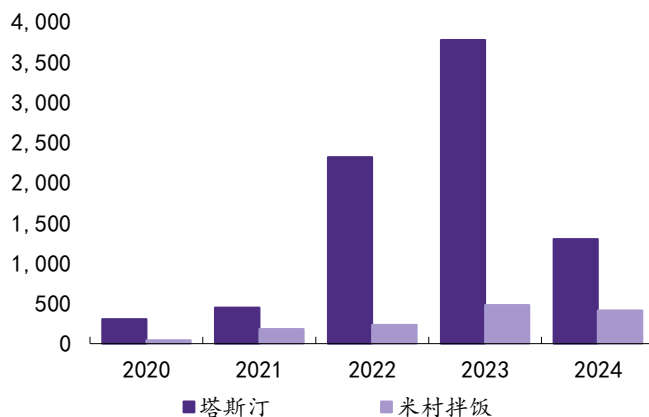
绑定连锁龙头确定性高，加大渗透小 B 端打开业绩空间。品牌化趋势带动下，2025 年餐饮连锁化率预计提升至 25%，但大 B 端内部马太效应延续，部分规模大于组织力的餐饮品牌在内卷式竞争下闭店率持续提升，同时头部餐饮龙头经营质量领先，塔斯汀、米村拌饭持续拓店，12 月 24 日肯德基启动调价，平均涨幅 2%，有望引领行业走出客单价下行压力。对于餐饮链企业而言，绑定大 B 端客户可贡献稳定存量，企业端仍可通过招商加大渗透分散化的小 B 渠道，在拓展市场规模的同时打开利润空间。

图表 18：中国餐饮连锁化率提升



资料来源：红餐网，华鑫证券研究

图表 19：塔斯汀、米村拌饭 2020-2024 年新开店数量

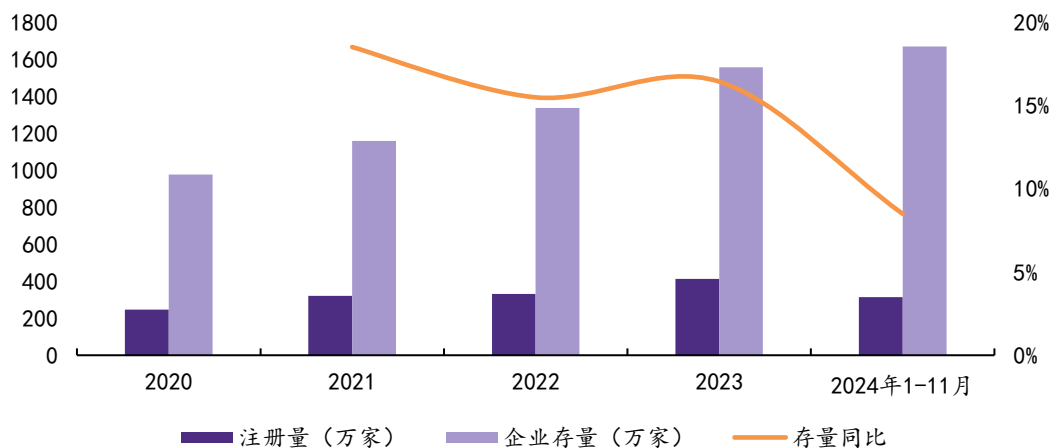


资料来源：餐里眼大数据，财经天下，华鑫证券研究
注：塔斯汀 2024 年数据为 8 月底，米村拌饭 2024 年为 9 月底

展望三：餐饮客单价压力向上传导，餐饮链企业向内寻求效率提升

行业供过于求，餐饮链企业持续优化效率。观察 2024 年餐饮行业入局者情况，据企查查数据，2024 年 1-11 月，全国餐饮相关企业注册量 313.9 万家，企业存量为 1670.1 万家（同增 8.5%）。在客单价承压环境下，供过于求致使行业价格战持续，预计预制菜等半成品渗透率进一步提升，叠加餐饮端经营压力持续向上游传导，餐饮链企业需要向内寻求效率优化。

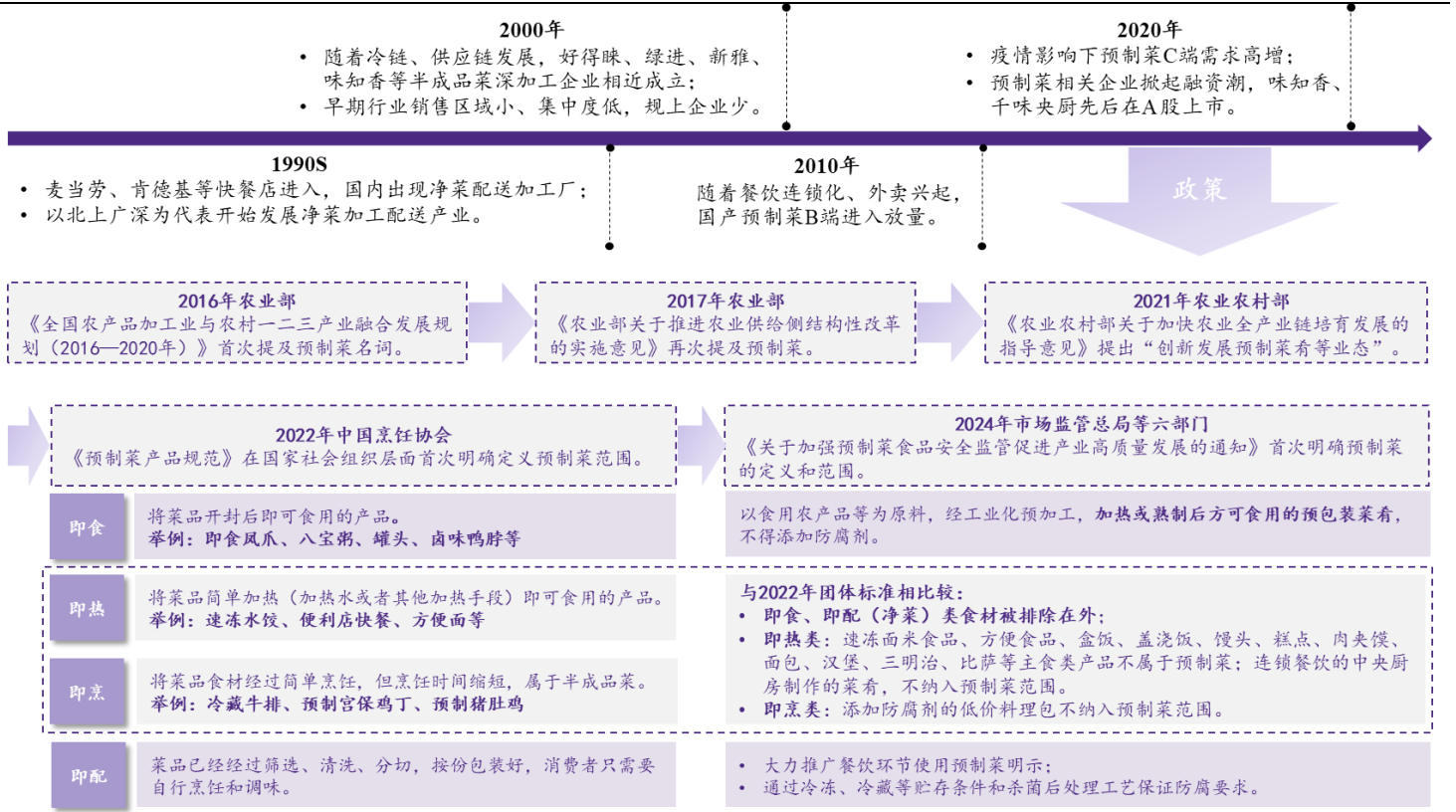
图表 20：2020 年至 2024 年 11 月全国餐饮相关企业注册量与存量



资料来源：红餐网，企查查，华鑫证券研究

预制菜新规涵盖范围进一步收窄，行业准入门槛提高。2024 年 3 月六部联合颁布预制菜新规，定义预制菜为不添加防腐剂，经工业化预加工，加热或熟制后方可食用的预包装菜肴，将即配、即食、速冻面米等主食、连锁餐饮中央厨房制作的菜肴等排除在外。新规下预制菜相对于供应链更加倾向于食品概念，强调“菜肴”的属性，在供应链环节中处于相对靠后的位置，产品更接近餐饮业态，品类包括料理包（不含防腐剂）、牛肋骨等半成品酒店菜、烤肠等调理肉制品等。除此之外，新规提高生产企业准入门槛，为产业营造更加良性的发展环境。

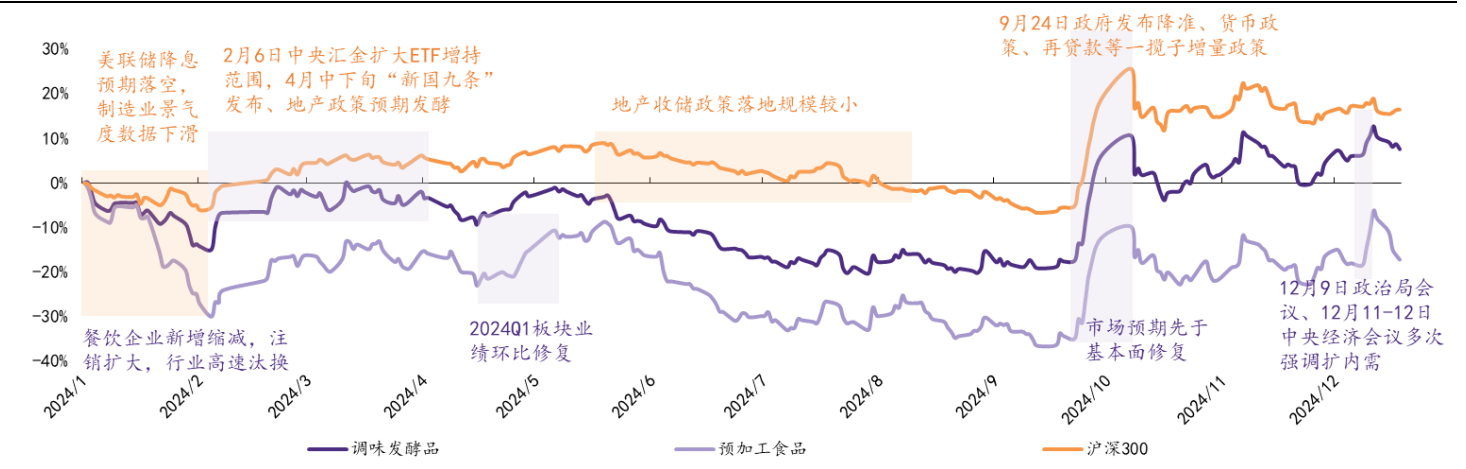
图表 21：预制菜历史沿革与政策颁布



资料来源：红餐网，农业农村部，中国烹饪协会，中国政府网，华鑫证券研究

餐饮弱需求压制板块行情，扩内需导向带动预期先行修复。2024 年餐饮供应链板块行情趋势与市场基本一致，但整体跑输大盘，2023H2 闭店潮延续至今，在消费降级压力下，餐饮市场进入高速汰换期，预加工食品作为高弹性赛道，指数大幅下降。4 月底企业密集披露年报与一季度报，2024Q1 在旺季拉动与原料成本下行利好驱动下，餐饮链板块环比修复。9 月 24 日政府发布降息降准、促进房地产市场止跌回稳等一系列超预期增量政策快速升温市场情绪，12 月 9 日政治局会议、12 月 11-12 日中央经济会议多次强调扩内需，预期释放下餐饮链板块持续受益。

图表 22：餐饮链板块与沪深 300 指数涨跌幅变化



资料来源：wind，中国基金报，每经头条，华鑫证券研究

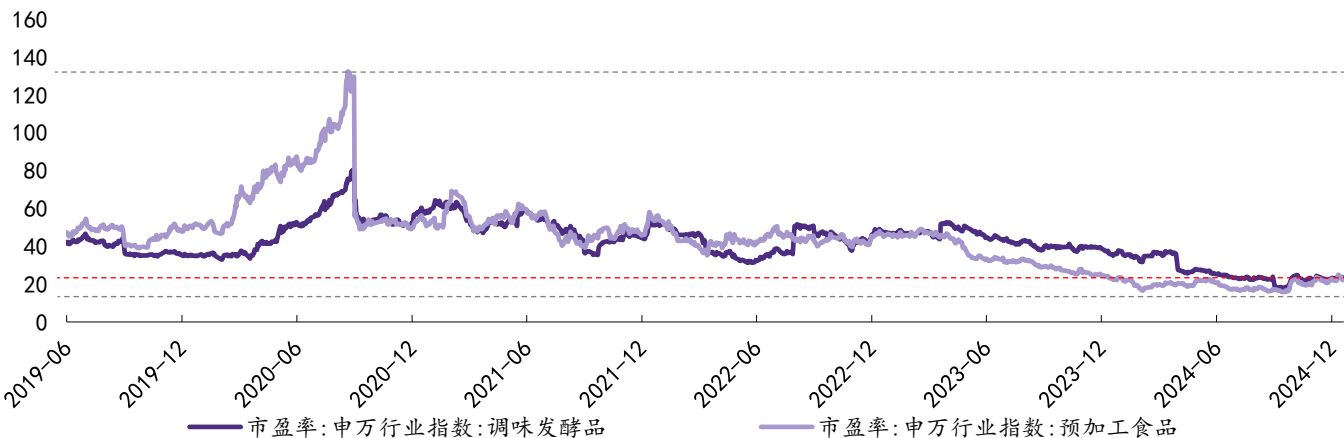
行业出清重回良性发展通道，需求向上游传导后估值反弹空间充足。2014-2021 年行业规模高速扩张，餐饮链龙头企业市盈率一度超过 100 倍，带动一级市场投资热情高涨，后续疫情压制下板块业绩承压，泡沫持续挤出，2022 年大部分企业较高点市值下降 50% 以上，2023 年初餐饮短暂反弹后，延续出清趋势。2024 年 9 月调味品与预加工食品估值触底，政策底形成后确定反弹趋势，预期先于基本面修复。2024 年 10 月开始，我国上海、杭州、郑州等地陆续开启消费券发放，根据消费市场大数据实验室数据，第一轮前两批餐饮消费券发放期间，上海餐饮业线下消费达 163.06 亿元（同增 38%），随着政策持续落地，终端消费改善可快速向上游传导，随着餐饮链企业持续优化渠道/产品策略，2025 年有望在低基数下实现业绩优化。目前估值位置低于历史 5 年 25% 分位，反弹空间充足。

图表 23：我国各地消费券发放情况

地区	时间	额度	具体
上海	10 月起	餐饮 3.6 亿元消费券	满 300-50、满 500-100、满 800-200、满 1000-300 四类
杭州	10 月起	消费券总额度 4.3 亿元	包括餐饮专项消费券、商超消费券和手机平板穿戴设备
郑州	10 月起	省财政投入资金 2 亿元	分 4 批发放金秋消费券，餐饮消费券包括满 50 元减 20 元、满 150 元减 50 元、满 300 元减 100 元。

资料来源：餐饮老板内参，华鑫证券研究

图表 24：调味品与预加工食品板块近五年板块市盈率变化



资料来源：wind，华鑫证券研究

2.2.1 调味品行业展望：龙头迎复苏，复合赛道有看点

基础调味品：海天率先完成经营调整，酵母、味精等细分品类红利释放。基础调味品行业整体呈现出更强的必选属性，业绩韧性较强，龙头海天味业渠道库存调整到位，加大经销帮扶，叠加消费降级下，公司产品质价比优于市场，在基础调味品中率先实现经营调整，中炬高新、千禾味业渠道战略调整下业绩相对承压，改革思路将顺后有望突破经营拐点；细分行业来看，安琪酵母海外业务拓展顺利，国内小包装酵母需求持续修复，莲花健康味精主业市场下沉推进顺利，同时酵母、味精成本下行趋势确定，盈利空间有望持续打开。

复合调味品：外需承压下企业持续修炼内功，持续关注并购业务机会。复调行业定位更为可选，前期B端企业绑定大客户实现跟随式增长，C端企业依赖市场爆品跟踪渗透起量，2024年餐饮端需求承压，同时市场端爆品迭代速度放缓，外部环境压力较大，复调企业多从内部优化经营策略实现业绩改善，当外部需求回暖后，板块有望实现多重催化。除此之外，复调产品、渠道格局分散，我们认为头部企业市占率提升仍需关注并购节奏，2024年各复调公司并购板块弹性释放，天味食品食萃业务持续拓客，年底收购加点滋味补齐渠道结构，宝立食品空刻战略调整到位，业绩持续改善，上市公司在渠道、组织、战略多层面赋能并购业务，协同效应持续释放。

图表 25：基础调味品与复合调味品板块营收与归母净利润同比（%）

营收同比	公司	2024Q1-Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
基础调味品	海天味业	9%	2.2%	10.2%	8.0%	9.8%
	中炬高新	0%	-0.4%	8.6%	-12.0%	2.2%
	千禾味业	-2%	48.4%	9.3%	-2.5%	-12.6%
	恒顺醋业	-7%	0.0%	-24.9%	3.4%	5.6%
	涪陵榨菜	1%	-1.5%	-1.5%	-3.4%	6.8%
	安琪酵母	13%	1.6%	2.5%	11.3%	27.1%
	莲花健康	20%	41.0%	26.5%	24.6%	11.3%
复合调味品	日辰股份	12%	16.9%	14.7%	15.6%	6.5%
	天味食品	6%	16.4%	11.3%	-6.8%	10.9%
	宝立食品	10%	11.8%	15.7%	10.3%	4.1%
归母净利润同比	公司	2024Q1-Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
基础调味品	海天味业	11%	-3.2%	11.9%	11.1%	10.5%
	中炬高新	-145%	61.3%	59.7%	107.0%	32.9%
	千禾味业	-9%	90.4%	6.7%	-14.2%	-22.6%
	恒顺醋业	-13%	-44.6%	-24.2%	-24.1%	80.0%
	涪陵榨菜	2%	4.8%	3.9%	-15.6%	17.9%
	安琪酵母	5%	6.0%	-9.5%	17.3%	7.0%
	莲花健康	75%	162.8%	134.5%	76.9%	44.7%
复合调味品	日辰股份	31%	11.6%	21.1%	20.4%	44.5%
	天味食品	35%	44.1%	37.2%	-10.9%	64.8%
	宝立食品	-28%	23.7%	-20.4%	-46.7%	-13.4%

资料来源：wind，华鑫证券研究

2.2.2 速冻品行业展望：需求疲软望修复，调整策略是关键

餐饮承压下竞争格局恶化，供需错配压制盈利。餐饮板块利润诉求明显，新品培育节奏放缓的同时，针对老品向上游持续压价，C 端产品同质化趋势下价格战延续，2024 年速冻品板块外部环境承压明显，叠加前期行业集中扩产，供需错配下进一步加大市场竞争，板块盈利受到明显压制。

龙头有望持续收割尾部企业份额，政策底拉动需求改善后有望进入拐点。安井作为速冻龙头仍具备业绩韧性，公司短期股份支付费用分摊、政府补助错期、销售费投增加拖累利润表现，但单品群布局丰富，规模效应持续释放，有望持续收割尾部企业份额。千味央厨受百胜订单价格调整影响利润压力明显，三全食品速冻面米制品促销压力下业绩同比较弱。展望未来，作为高弹性板块，伴随财政政策持续出台，餐饮需求回温后行业有望进入向上拐点，过剩尾部产能将持续出清。

图表 26：速冻品营收与归母净利润同比 (%)

营收同比	2024Q1-Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
安井食品	8%	17.2%	17.7%	2.3%	4.6%
千味央厨	3%	25.0%	8.0%	1.6%	-1.2%
三全食品	-5%	3.0%	-5.0%	-4.7%	-6.5%
巴比食品	2%	8.1%	10.7%	-1.9%	-0.5%
立高食品	5%	30.1%	15.3%	2.8%	-1.1%
广州酒家	6%	11.8%	10.0%	10.6%	2.3%
归母净利润同比	2024Q1-Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
安井食品	-7%	63.8%	21.2%	-2.5%	-36.8%
千味央厨	-13%	60.4%	14.2%	-3.4%	-42.1%
三全食品	-29%	22.1%	-17.8%	-34.4%	-47.0%
巴比食品	26%	354.6%	-3.4%	75.6%	14.0%
立高食品	28%	66.9%	54.0%	0.3%	35.1%
广州酒家	-9%	-1.0%	2.2%	-214.1%	-5.3%

资料来源：wind，华鑫证券研究

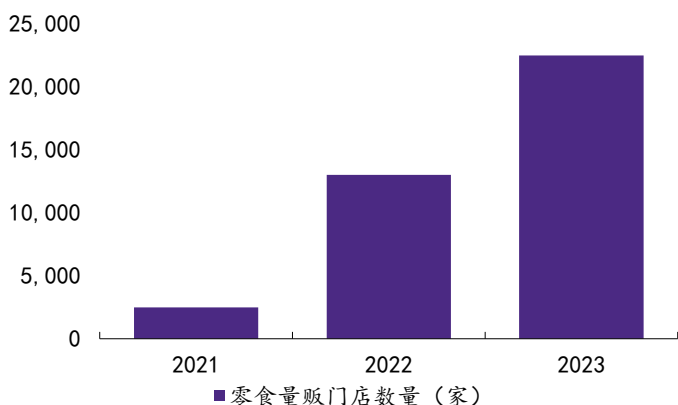
3、休闲食品：推陈出新+入局新渠道并举，零食量贩渠道红利仍在

3.1、板块回顾：渠道红利持续释放，微信“送礼物”开启新场景

随着传统商超业态逐渐见顶，休闲零食新兴渠道持续迭代，零食量贩渠道行至半程，山姆会员制渠道方兴未艾，年底“微信送礼物”功能灰度测试，渠道红利持续释放。

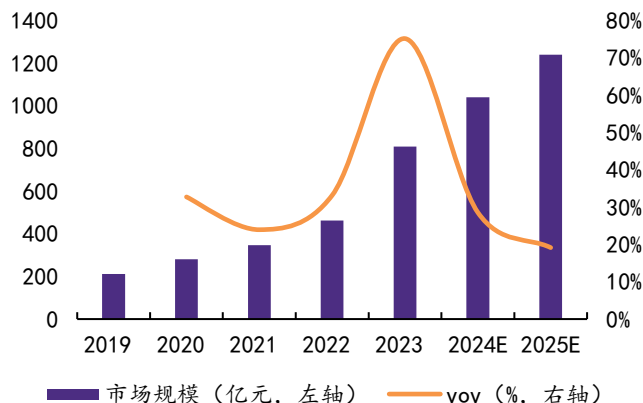
零食量贩头部品牌议价权提升，门店竞争转向精耕细作、效率优先。2022年至2023年，以零食量贩店为代表的硬折扣商业模式兴起，以精简SKU的方式去提高单品采购量，借助极致性价比优势不断开店获取市场规模，预计2025年门店数量可突破3万家，经过一系列并购整合，鸣鸣很忙与万辰集团达成万店规模，第一梯队与第二梯队优势差距显现，竞争格局基本奠定，头部品牌上游议价权增强，优势持续迭代。市场规模来看，地理分布总体呈现“南多北少”的特征，东北、华北、西北等地仍有渗透潜力，根据艾媒咨询统计，2023年零食量贩行业规模约为809亿元，预计2027年将达1547亿元（CAGR为18%），规模有翻倍空间。随着行业竞争格局白热化，整合并购加速发生，竞争重心已经从草莽扩张、抢占店铺为主逐渐转向精耕细作、效率优先，优化品类组合、增加自有品牌、创新差异化店型。

图表 27：零食量贩门店数量趋势



资料来源：燎原咨询，华鑫证券研究

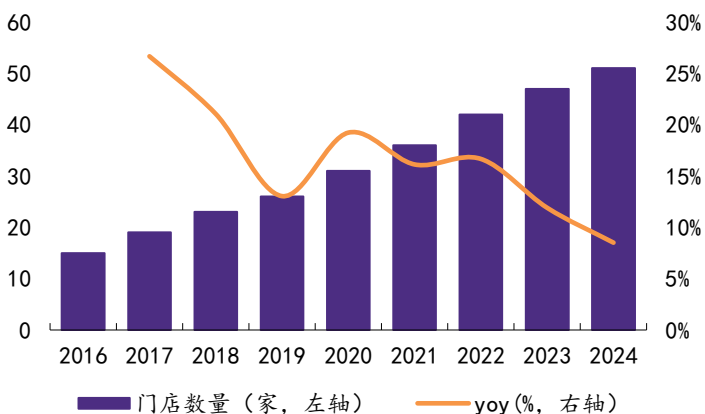
图表 28：零食量贩渠道市场规模与同比



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

山姆等会员制商超红利释放，开店与新品导入打开行业空间。以山姆为代表的会员制商超通过仓储合一实现低于传统大卖场的运营成本，近年来山姆快速推进全国化扩张，门店数量由 2016 年的 15 家增长至 2024 年 11 月的 51 家，各休闲零食品牌也在积极在该渠道推新，2024 年来看，盐津铺子 3 月推出“蛋皇”，首月销量突破 10 万包，有友食品 7 月推出“脱骨鸭掌”，12 月单月销量突破 20 万件，山姆渠道为产品提供质量背书，新品导入期即可快速放量，随着山姆门店拓展与新品项进入，渠道增量为各公司打开规模天花板。

图表 29：山姆会员超市门店数量与同比



资料来源：观点，新零售，食商网等，华鑫证券研究

图表 30：脱骨鸭掌与蛋皇占据热度榜前二名

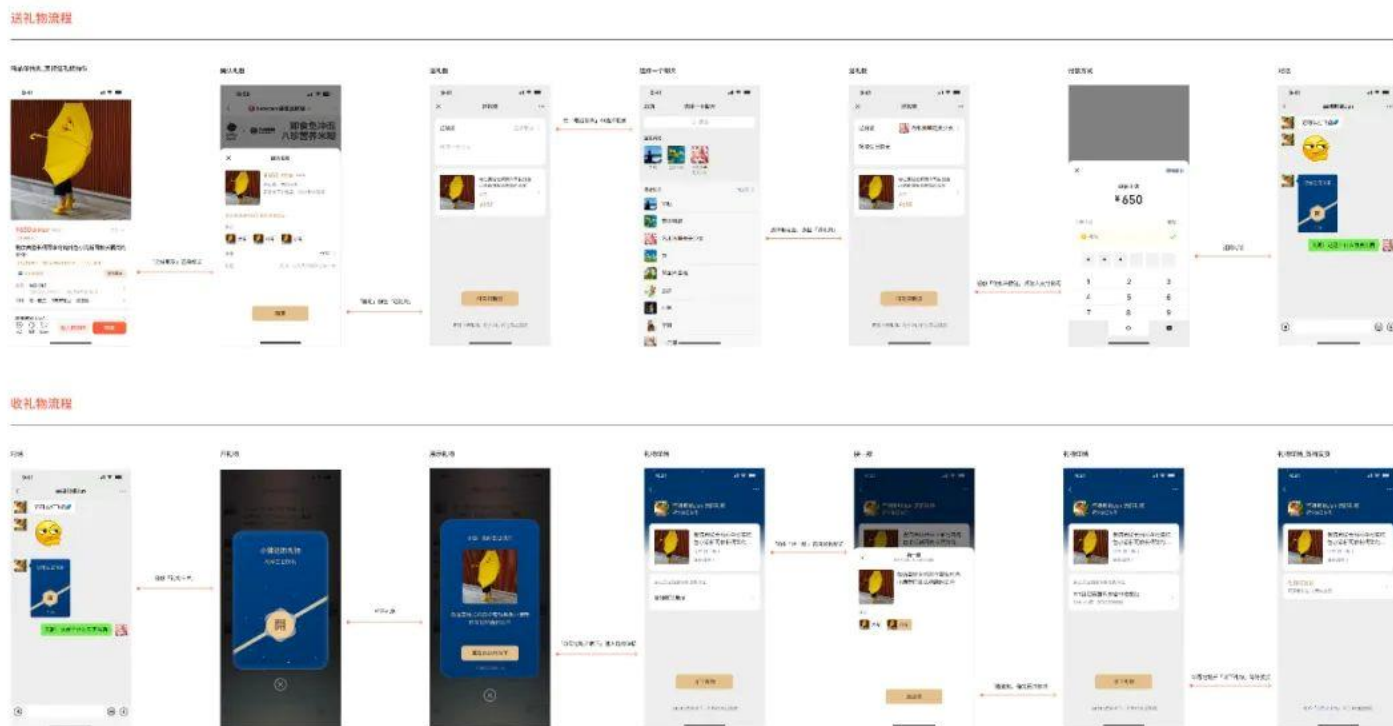


资料来源：山姆会员商店APP，华鑫证券研究
注：数据为2024年12月28日

兴趣电商打造品牌，微信“送礼物”开启新场景。以抖音、小红书为代表的兴趣电商渠道，以高投入高曝光的特点被企业定位为品牌打造平台，通过渠道溢出效应引流至传统货架电商与线下渠道，2024 年 12 月 19 日微信小店官宣开启“送礼物”功能灰度测试，相

较于传统送礼流程更为简便易操作，“送礼物”借力微信 10 亿级体量的社交关系链，通过用户私域关系引流，将购物与社交行为绑定，12 月下旬临近圣诞节、元旦、春节、情人节等重要且密集的节日期，是人际互动的高峰时段，有望演绎微信红包爆发逻辑，进一步打开微信电商流量，礼品属性明显的休闲食品或将明显受益。

图表 31：微信“送礼物”功能送礼与收礼流程



资料来源：36 氪，华鑫证券研究

3.2、板块展望：跟进场景迭代，推进渠道、产品变革

企业通过快速跟进渠道迭代实现放量，以品牌力与产品力托底保障变革效果。休闲食品企业及时切入新兴渠道可借助渠道红利实现快速放量，在产品品质与推新能力托底下，头部零食品牌通过渠道、产品策略调整可快速实现经营改善。盐津铺子、有友食品新品渠道渗透率持续提升，山姆与零食量贩渠道势能推动体量增长；甘源食品推动经销转直营，三只松鼠贯彻高端性价比、深化“一品一链”，通过积极推进变革助推业绩表现；劲仔食品、西麦食品有望持续受益于原材料成本下降，释放利润弹性。

卤制品开店承压，推进经营调整带动利润优化。卤制品行业终端需求平淡，企业开店压力凸显，但成本端优化，叠加企业积极优化管理模式，整体利润表现优于收入。龙头绝味食品坚持坚持“深耕鸭脖主业”的经营战略，着重调整门店和加盟商结构，以加盟商的收益为核心，加强品牌建设及线上等消费场景的布局，短期开店承压，但通过精细化管理实现利润水平回升，后续持续关注单店改善。

图表 32：休闲食品营收与归母净利润同比 (%)

品类	营收同比	2024Q1-Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
休闲食品	盐津铺子	28%	46.2%	37.0%	23.4%	26.2%
	三只松鼠	56%	38.6%	91.8%	43.9%	24.0%
	劲仔食品	19%	45.9%	23.6%	20.9%	12.9%
	甘源食品	22%	37.3%	49.8%	4.9%	15.6%
	有友食品	17%	11.5%	18.0%	3.0%	28.0%
	西麦食品	26%	30.6%	46.1%	29.9%	6.5%
卤制品	绝味食品	-11%	8.3%	-7.0%	-12.3%	-13.3%
	煌上煌	-8%	-0.4%	-10.6%	-5.1%	-9.6%
	紫燕食品	-5%	-2.9%	-8.0%	-2.0%	-4.6%
品类	归母净利润同比	2024Q1-Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
休闲食品	盐津铺子	25%	67.3%	43.1%	19.1%	15.6%
	三只松鼠	101%	40.9%	60.8%	51.2%	221.9%
	劲仔食品	61%	48.4%	87.7%	58.7%	42.6%
	甘源食品	29%	95.3%	65.3%	16.9%	17.1%
	有友食品	14%	-40.2%	-8.8%	-0.1%	75.2%
	西麦食品	17%	-28.7%	14.6%	-17.4%	53.9%
卤制品	绝味食品	13%	22.1%	20.0%	25.1%	-3.3%
	煌上煌	-22%	300.5%	-10.1%	-39.5%	-2.0%
	紫燕食品	2%	44.8%	20.9%	6.8%	-6.8%

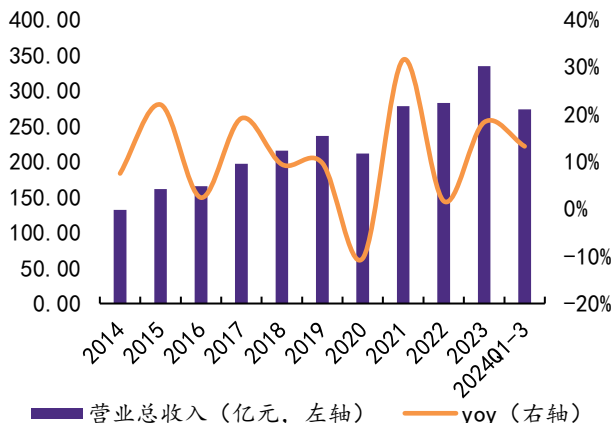
资料来源：wind，华鑫证券研究

4、饮料：功能饮料红利仍在，个股表现可圈可点

4.1、板块回顾：整体业绩稳健增长，能量饮料表现突出

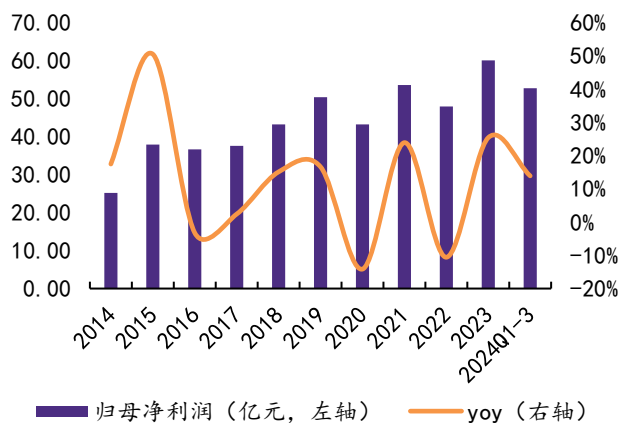
软饮料板块整体业绩增长稳健，内部分化较明显。2024Q1-Q3 软饮料行业总营收/归母净利润分别为 273.54/52.71 亿元，分别同比+13.22%/+13.90%，收入利润同比稳健增长，增速环比略下降，内部表现分化较明显。其中，东鹏饮料受益于能量饮料赛道红利与性价比优势，叠加渠道持续加密下沉，主品快速增长，新品逐步放量，收入利润实现高增；华润饮料包装饮用水创收基本盘稳健，自有产能占比持续提升，利润释放明显；农夫山泉上半年受舆论扰动较大，但仍保持收入利润高个位数增长。其他饮企受大环境疲软影响，今年整体表现较承压。

图表 33：2014-2024 年前三季度软饮料收入及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

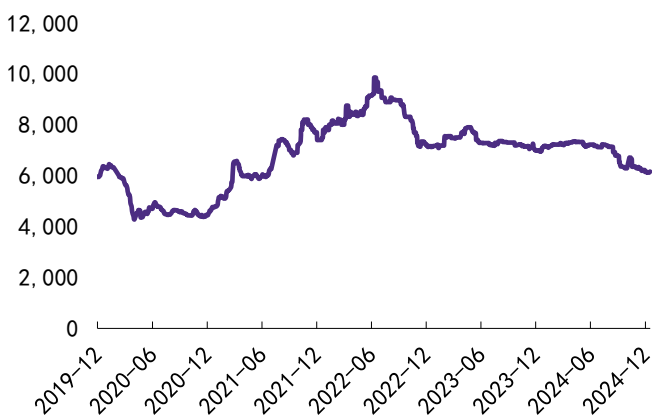
图表 34：2014-2024 年前三季度软饮料归母净利润及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

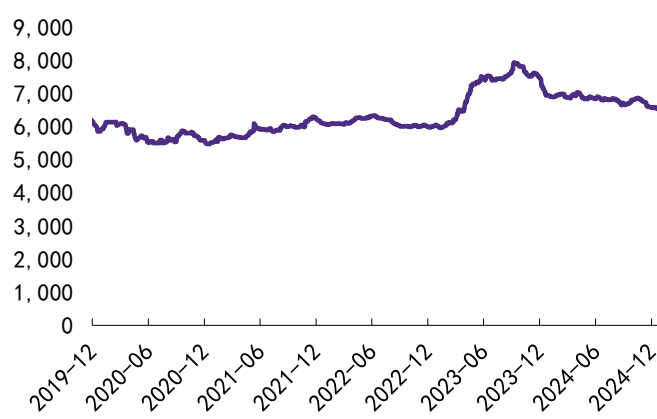
PET 与白糖价格下降明显，成本整体受益。 1) PET 包材价格自今年 4 月提升到阶段性高点 7350 元/吨后逐步下跌，目前已回落至 6170 元/吨左右，较年初已下跌 13.95%；2) 白糖价格今年以来持续走低，自年初的 6920 元/吨下降至目前的 6510 元/吨，年内有小幅波动但较年初累计下跌 5.92%；3) 瓦楞纸价格今年以来持续走高，自年初 3330 元/吨提高至目前的 3560 元/吨，较年初累计上涨 6.91%；4) 苦杏仁价格今年以来持续走低，自年初的 34.00 元/千克下降至 11 月 24.00 元/千克，较年初累计下跌 29.41%。

图表 35：国内 PET 切片现货价(纤维级) (元/吨)



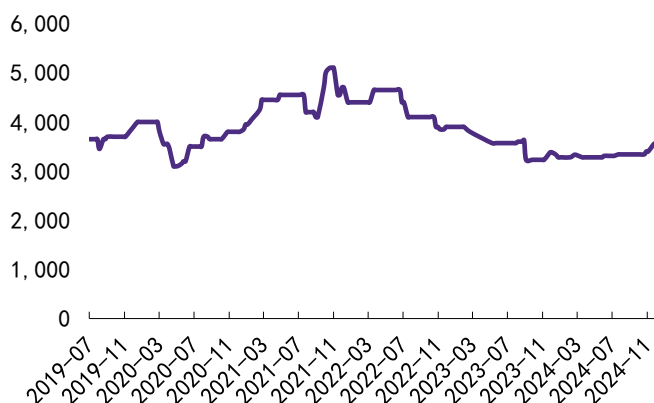
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 36：白砂糖现货价表现 (元/吨)

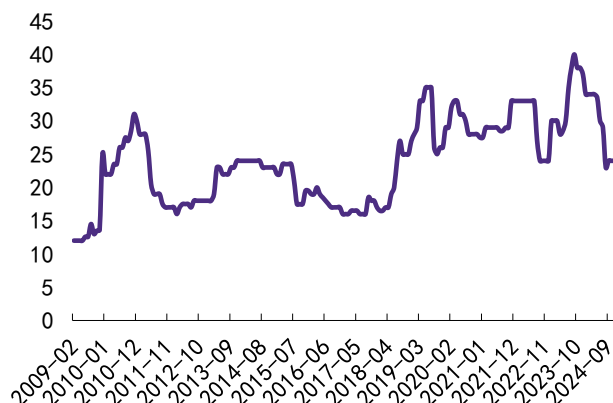


资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 37: 瓦楞纸价格表现 (元/吨)



图表 38: 苦杏仁价格表现 (元/千克)



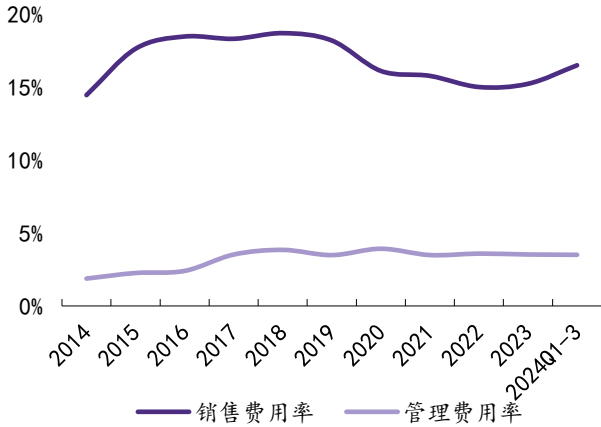
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

费用投放力度普遍加大, 费效比下降。2024Q1-Q3 软饮料行业销售费用率/管理费用率分别为 16.52%/3.51%, 分别同比+1.54/+0.05pcts, 整体板块销售与管理费用率以同比提升为主。**销售费用率方面**, 2024Q1-3 李子园/欢乐家/百润股份/佳禾食品销售费用率分别同比提升 4.28/4.57/3.94/3.41pcts, 一方面公司加大销售费用投放力度, 另一方面营收同比略承压致费用率同比提升。**管理费用率方面**, 2024Q1-3 李子园/佳禾食品/百润股份管理费用率分别同比提升 1.61/1.05/1.04pcts, 东鹏饮料受益于规模效应释放摊平费用, 同比下降 0.55pcts。

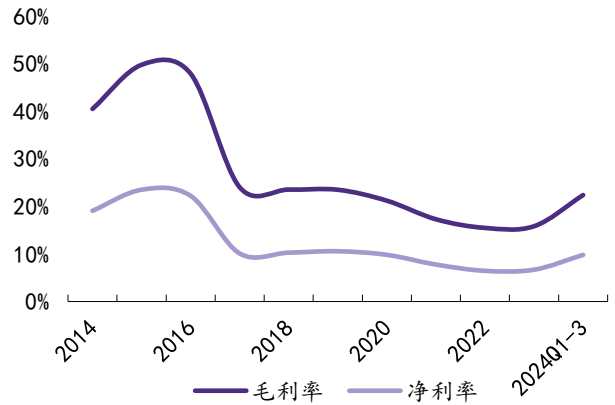
成本改善带来毛利率同比提升, 净利率表现承压。2024Q1-Q3 软饮料行业毛利率及净利率分别为 22.40%/9.82%, 分别同比+1.45/+0.29pcts, 毛利率同比提升主要受益于成本改善, 费用率同比下降后净利率表现平稳。**毛利率方面**, 2024Q1-Q3 香飘飘/李子园/东鹏饮料/百润股份毛利率分别同比+2.40/+2.85/+2.53/+3.25pcts, 成本改善明显。**净利率方面**, 2024Q1-Q3 欢乐家/佳禾食品/百润股份/李子园净利率分别同比-7.21/-4.87/-3.13/-2.90pcts, 盈利表现同比承压。

图表 39：2014-2024 前三季度软饮料销售与管理费用率



资料来源：Wind，华鑫证券研究

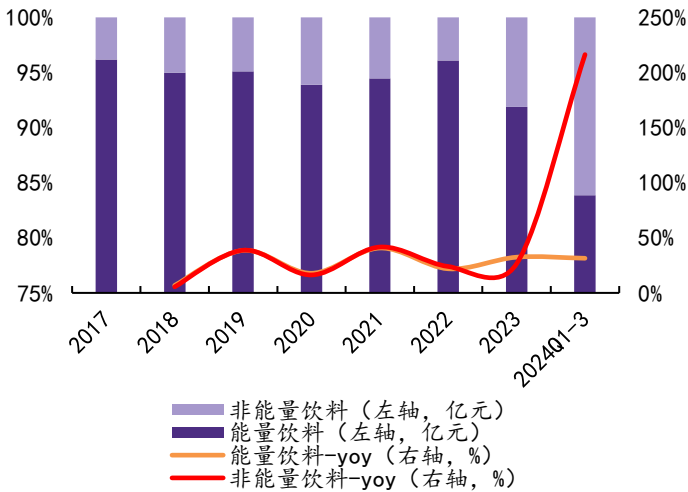
图表 40：2014-2024 前三季度软饮料毛利率及净利率



资料来源：Wind，华鑫证券研究

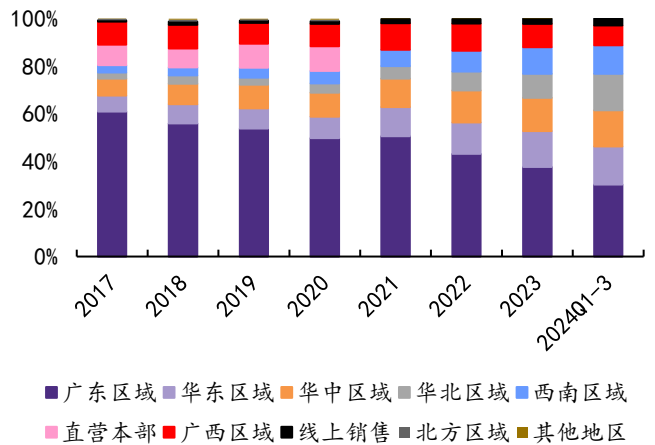
产品势能持续释放，全国化扩张顺利。分产品看，2024Q1-Q3 东鹏饮料能量饮料/非能量饮料营收分别为 105.07/20.23 亿元，分别同比+31.43%/+216.24%，占比 83.85%/16.15%，分别同比-8.74/+8.74pcts。在赛道整体扩容与公司加深渠道精耕下，主品东鹏特饮仍保持快速增长；补水啦势能持续释放，占比持续提升。分区域看，2024Q1-3 公司广东/非广东区域营收分别为 34.27/91.03 亿元，分别同比+16.57%/+59.87%，分别占比 27.35%/72.65%，分别同比-6.70%/+6.70%。公司主品持续做全国化扩张，广东区域占比不断下降。

图表 41：2017-2024 年前三季度东鹏饮料分产品收入及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 42：2017-2024 年前三季度东鹏饮料分区域收入占比

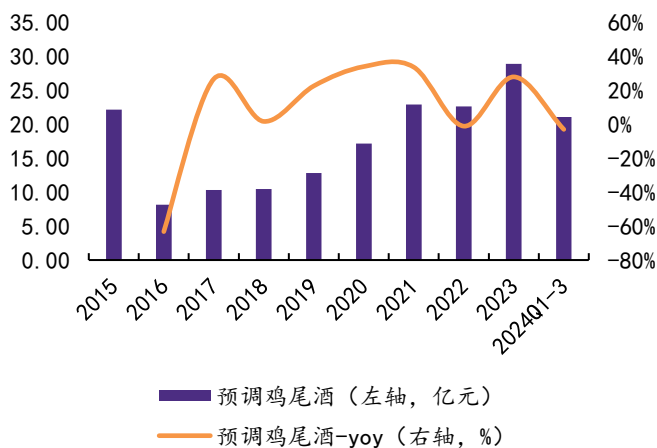


资料来源：Wind，华鑫证券研究

鸡尾酒业务略承压，期待威士忌业务放量。2024Q1-Q3 百润股份预调鸡尾酒收入为 21.02 亿元，同比-3.13%，占总收入比重 88.10%，同比-0.23pcts。2204Q3 微醺和清爽预计增长，强爽由于去年高基数叠加环境疲软，表现预计持平；在公司加大力度推动 500ml 性

价比大单品清爽销售下，清爽预计增速快于微醺，同时占比提升。前三季度来看鸡尾酒收入同比下滑主要系整体消费环境承压下，产品可选属性强致消费频次受影响。**威士忌业务方面**，11月19日公司发布首个单一麦芽威士忌品牌“崧州”和首个单一调和威士忌品牌“百利得”，同时“创世版”限量上市，线下开售首批2500瓶配货当日售罄；截至12月20日，崧州单一麦芽威士忌创世版限量10000瓶新品全部售罄。产品品质得到消费者认可，销售热度较高，期待后续公司搭建线下渠道体系与产品铺货情况。

图表 43：2015-2024 年前三季度百润股份预调鸡尾酒收入及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

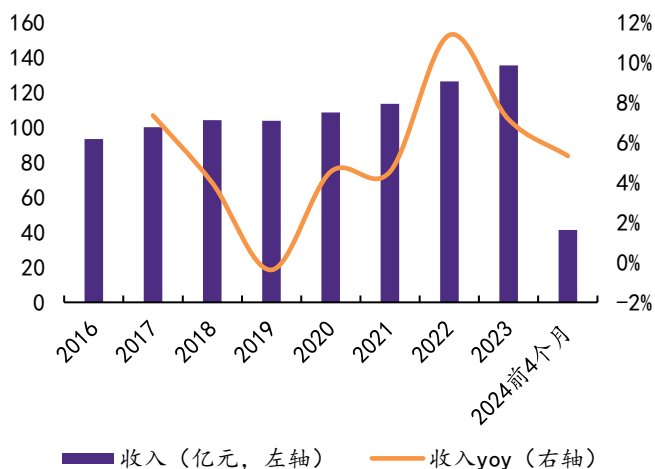
图表 44：百润股份威士忌新品图片



资料来源：天府现代种业园，华鑫证券研究

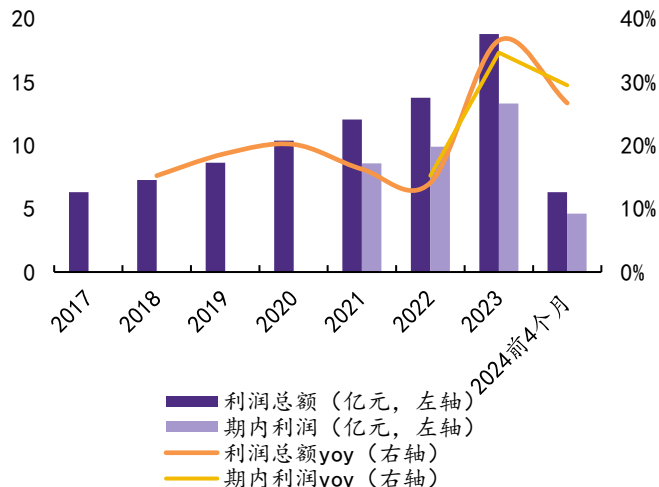
包装饮用水盈利弹性足，全国化扩张空间大。2023年/2024年前4个月华润饮料实现收入分别为135.64/41.50亿元，分别同比+7.16%/+5.34%，保持个位数稳健增长；实现期内利润分别为13.31/4.61亿元，分别同比+34.66%/+29.48%，规模效应提升叠加成本利好，利润加速释放。**分产品看**，2024年前4个月包装饮用水/饮料收入分别为37.21/4.29亿元，分别同比+2.67%/+35.97%，分别占比89.70%/10.30%，分别同比-2.30/+2.30pcts，包装饮用水为基本盘稳健增长，饮料产品快速增长。**分区域看**，2024年前4个月南部/东部/西南/中部营收为12.47/12.04/6.21/5.28亿元，同比+8.36%/-2.02%/+2.65%/-1.35%，占比30.05%/29.01%/14.96%/12.72%，南部地区为公司大本营，东部地区为第二增长极，西南地区亦录得较快增长。

图表 45：2016-2024 前 4 个月华润饮料收入及增速



资料来源：Wind，华润饮料社会责任报告，红星资本局，食品板，食品商，食品内参，华鑫证券研究

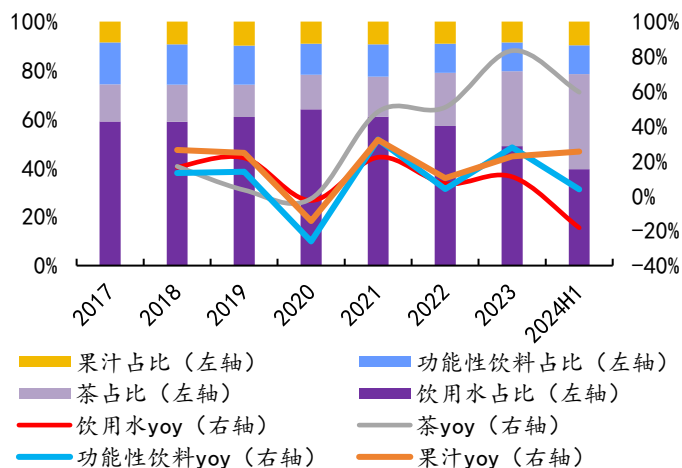
图表 46：2017-2024 前 4 个月华润饮料利润及增速



资料来源：Wind，华润饮料社会责任报告，红星资本局，食品板，食品商，食品内参，华鑫证券研究

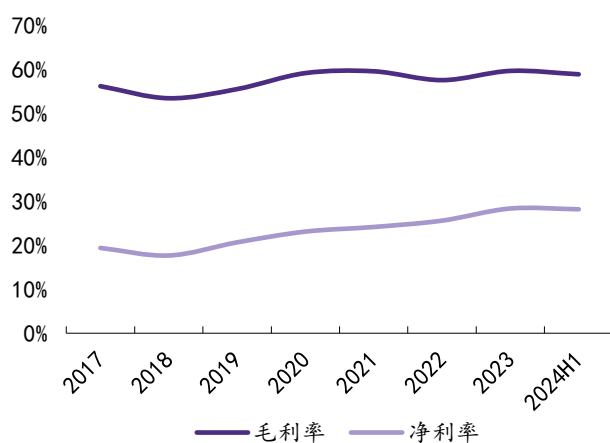
包装饮用水短期受损，茶饮料为长期增长驱动力。2024H1 农夫山泉包装饮用水/茶饮料/功能性饮料/果汁饮料收入分别为 85.31/84.30/25.50/21.14 亿元，分别同比-18.30%/+59.48%/+3.79%/+25.39%，包装饮用水收入下降主要受舆论影响，茶饮料增长势头强劲，果汁饮料为第二增长驱动力。盈利方面，2024H1 公司毛利率/净利率分别为 58.78%/28.14%，同比分别为-1.38/-0.08pcts，盈利能力下降主要系公司对新品绿瓶纯净水加大促销力度，叠加包装饮用水同比下降后固定成本分摊费用提升，果汁原料价格上涨。

图表 47：2017-2024H1 农夫山泉分产品收入及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 48：2017-2024H1 农夫山泉毛利率及净利率表现

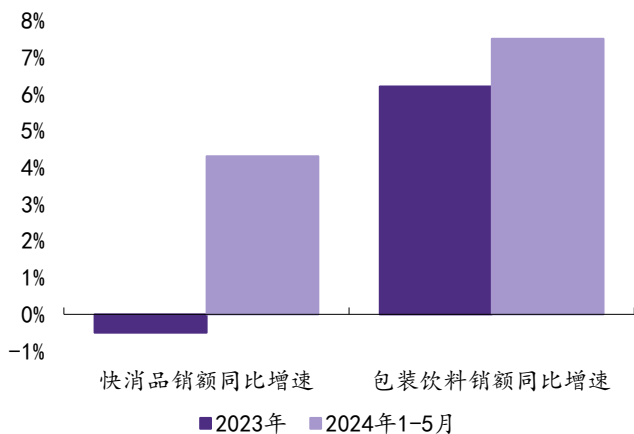


资料来源：Wind，华鑫证券研究

4.2、行业回顾：健康概念趋势延续，无糖茶市场份额持续提升

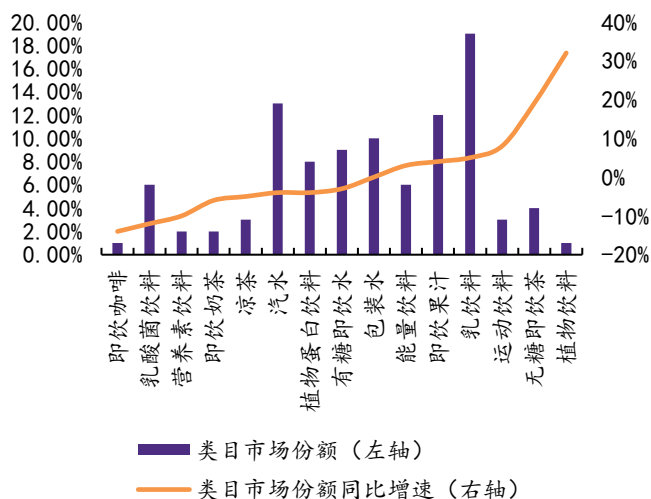
饮料需求增速快于整体快消品，细分品类表现分化。根据尼尔森，我国 2024 年 1-5 月包装饮料全渠道销额同比增速达 7.5%，对比快消品整体销额同比增速 4.30%，饮料需求相对旺盛。从细分品类来看，根据马上赢，运动饮料、无糖茶、植物饮料为今年增长最快的细分饮料赛道，市场份额同比增速分别为+8%/+19%/+32%；乳饮料/汽水/即饮果汁/包装水仍为市场份额占比最大的细分饮料板块，市场份额分别为 19%/13%/12%/10%，同比增速分别为+5%/-4%/+4%/0%。

图表 49：快消品与包装饮料全渠道增长情况



资料来源：尼尔森，华鑫证券研究

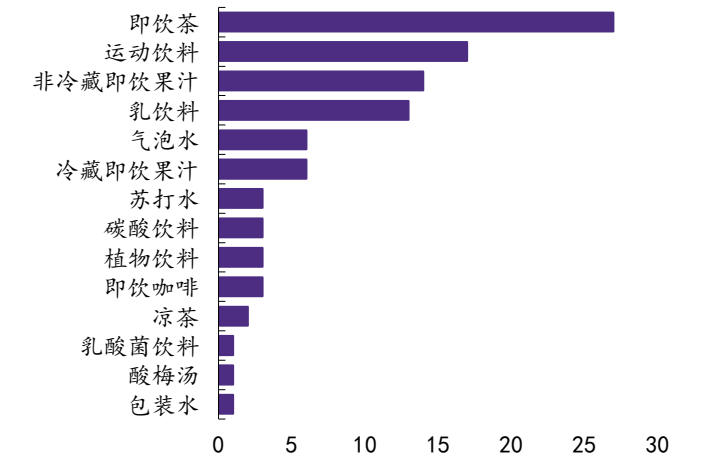
图表 50：2023.12-2024.11 各细分饮料品类市场份额占比及增长情况



资料来源：马上赢，华鑫证券研究

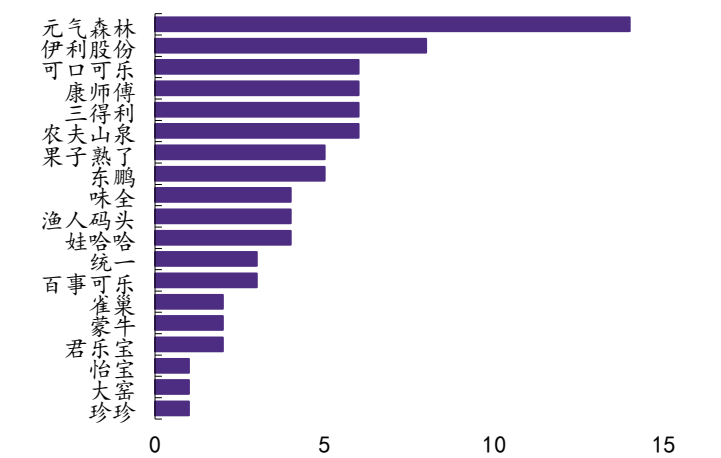
即饮茶推新热度仍高，运动饮料崭露头角。新品方面，根据马上赢，今年即饮茶推出新品数量最多，共 27 个 SKU，另外运动饮料/非冷藏即饮果汁分别推出 17/14 件新品 SKU，健康化趋势延续，运动饮料推新势头提升。从饮料公司推新来看，元气森林推新力度最大，共推出 14 件新品 SKU，另外伊利/可口可乐/康师傅/三得利/农夫推新 SKU 数量分别为 8/6/6/6/6，发挥综合饮企优势；果子熟了/东鹏推新 SKU 数量均为 5，加大新品研发力度。

图表 51：202312-202411 软饮料新品前 100SKU 数量



资料来源：马上赢，华鑫证券研究

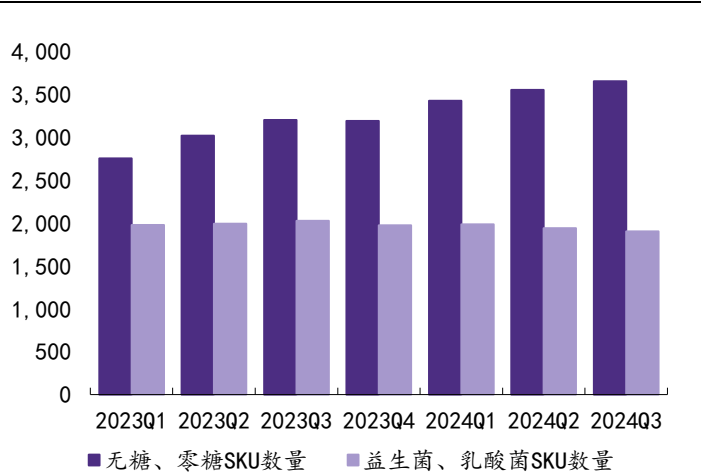
图表 52：202312-202411 软饮料新品前 100 各集团 SKU 数量



资料来源：马上赢，华鑫证券研究

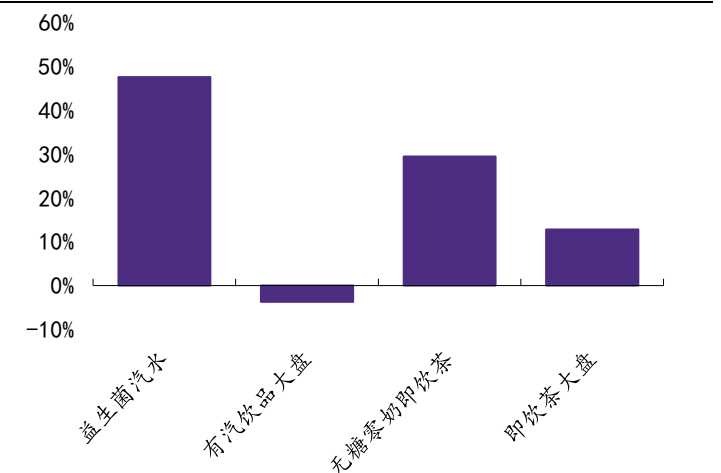
健康概念趋势延续，消费偏好明显。从 SKU 数量上看，根据马上赢，2024Q1-3 无糖及零糖/益生菌及乳酸菌 SKU 平均数量分别为 3544/1943 个，分别同比+18.44%/-2.77%，无糖及零糖 SKU 呈逐季增长态势，无糖概念趋势仍在；益生菌概念 SKU 数量保持平稳。从品类销售增速来看，根据尼尔森，2024 年 7 月益生菌汽水/有汽饮品销售额增速分别为+47.6%/-3.7%，无糖茶/即饮茶销售额增速分别为+29.5%/+12.8%，健康品类增速明显快于整体品类。

图表 53：2023Q1-2024Q3 饮料健康概念产品 SKU 数量



资料来源：马上赢，华鑫证券研究

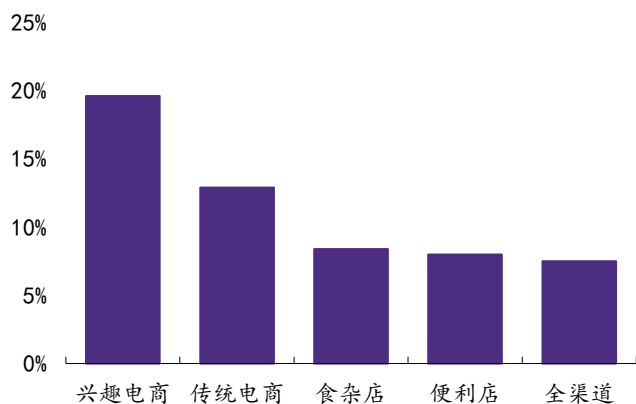
图表 54：202407 饮料细分品类销售额增速对比



资料来源：尼尔森，华鑫证券研究

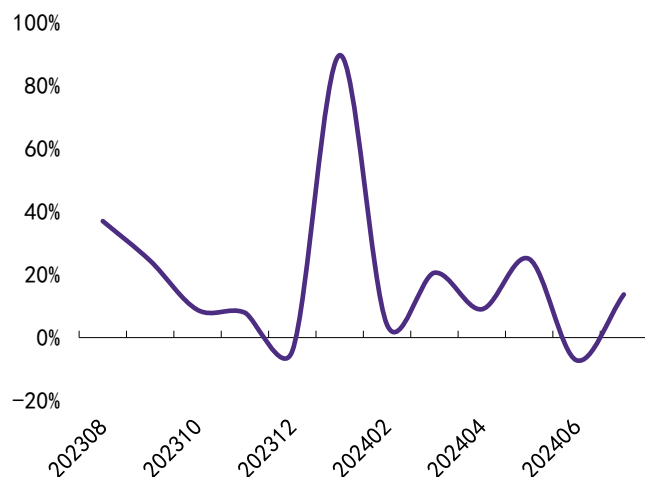
兴趣电商渠道快速增长，线下渠道保持平稳。根据尼尔森，截至 2024 年 5 月软饮料线上渠道增长速度较快，其中兴趣电商/传统电商渠道增速分别为 19.60%/12.90%，兴趣电商作为新崛起的线上渠道表现突出；线下渠道中食杂店和便利店增速分别为 8.40%/8.00%。分月度来看，内容电商单月增速中多数保持正增长，其中 2024 年 1 月同比增长 89.70%达到峰值，淡季利于培育品牌心智。

图表 55：截至 2024.05 软饮料各渠道增速情况



资料来源：尼尔森，华鑫证券研究

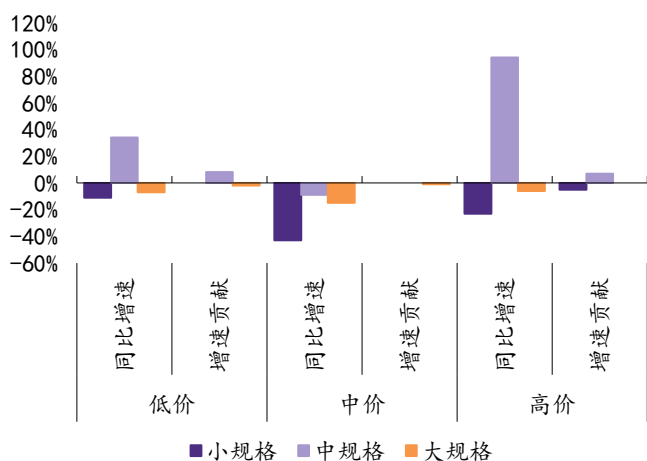
图表 56：2023.08-2024.07 软饮料内容电商增速



资料来源：尼尔森，华鑫证券研究

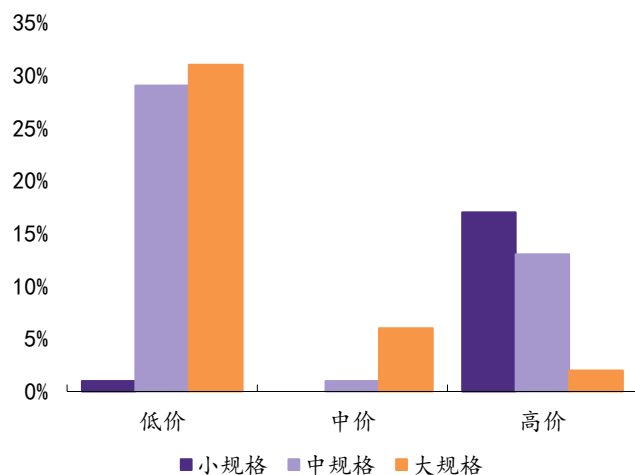
即饮茶价位带分化，植物饮料大规格增长显著。即饮茶方面，根据马上赢，2024 年 1-10 月不同价位带的中规格即饮茶基本保持同比增长，其中低价/高价中规格即饮茶分别同比增长 34%/94%，而中价产品均同比下降；另外低价/高价的中小规格产品均占比 30%左右，中价产品占比 7%，消费升级与降级同时发生。植物饮料方面，低/中/高价产品分别占比 16%/39%/44%，分布相对均匀且偏向中高价位；小/中/大规格产品分别占比 41%/23%/35%，同时大规格的低/中/高价产品分别同比+67%/+54%/+11%，大规格产品销售增长突出。

图表 57：2024 年 1-10 月即饮茶不同规格不同价位增速及增速贡献



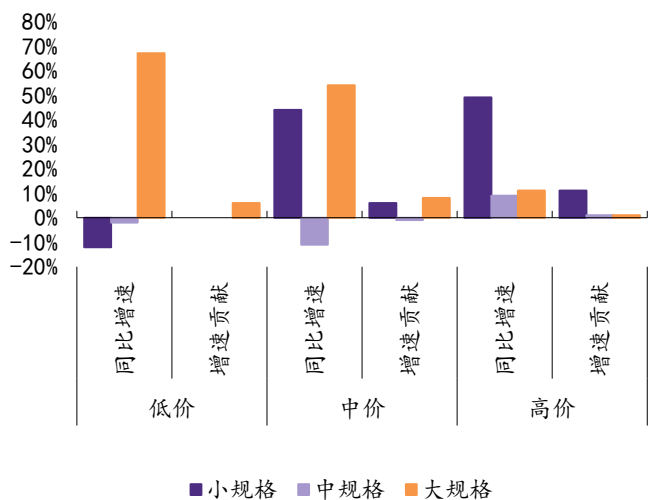
资料来源：马上赢，华鑫证券研究

图表 58：2024 年 1-10 月即饮茶不同规格不同价位销售占比

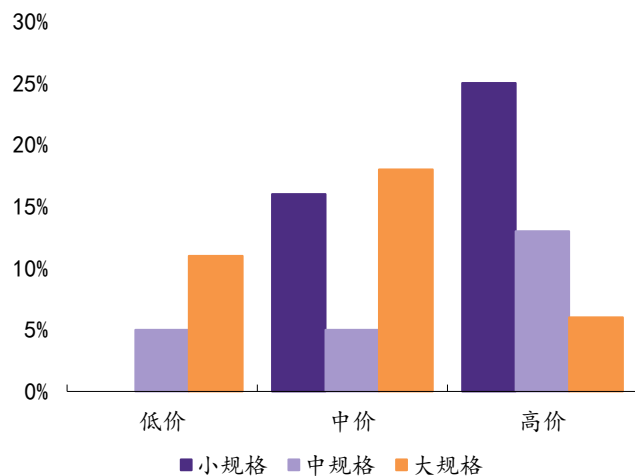


资料来源：马上赢，华鑫证券研究

图表 59：2024 年 1-10 月植物饮料不同规格不同价位增速及增速贡献



图表 60：2024 年 1-10 月植物饮料不同规格不同价位销售占比

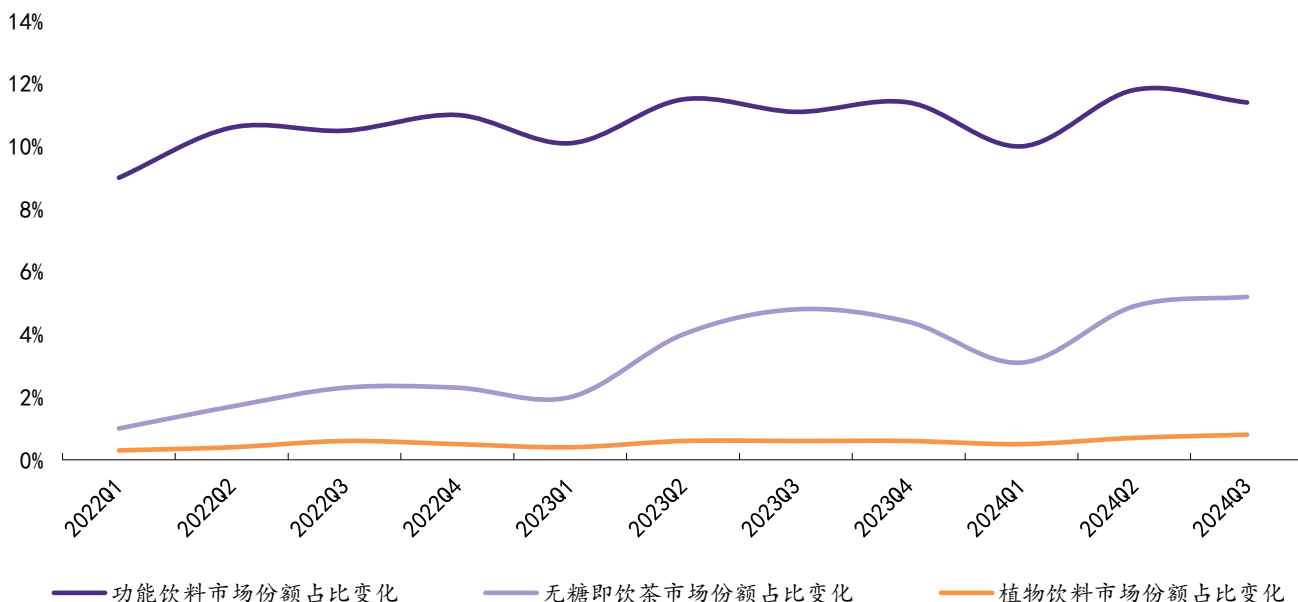


资料来源：马上赢，华鑫证券研究

资料来源：马上赢，华鑫证券研究

无糖茶与植物饮料市场份额持续提升，功能饮料市场份额基本稳定。根据马上赢，2024 年前三季度无糖茶与植物饮料市场份额逐季提升，功能饮料市场份额基本稳定在 10%-12%，2024Q3 植物饮料市场份额小幅增长至 0.8%，功能饮料/无糖茶市场份额分别为 11.4%/5.2%。

图表 61：2022Q1-2024Q3 功能饮料/无糖即饮茶/植物饮料在饮料类目中的市场份额变化



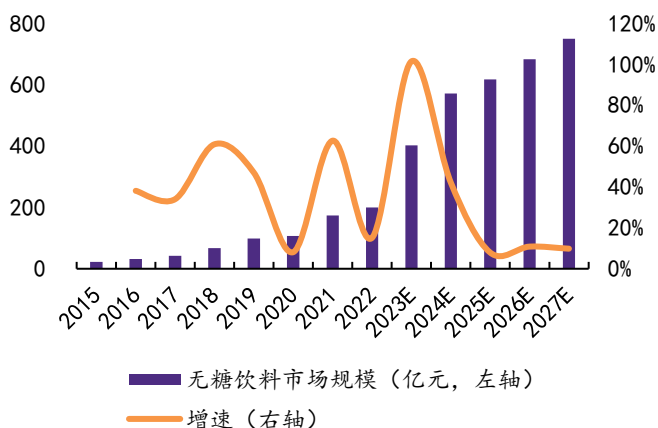
资料来源：马上赢，华鑫证券研究

4.3、行业展望：细分赛道机会频频，头部饮企优势显著

4.3.1 无糖茶：品类教育成功，产品力为核心竞争元素

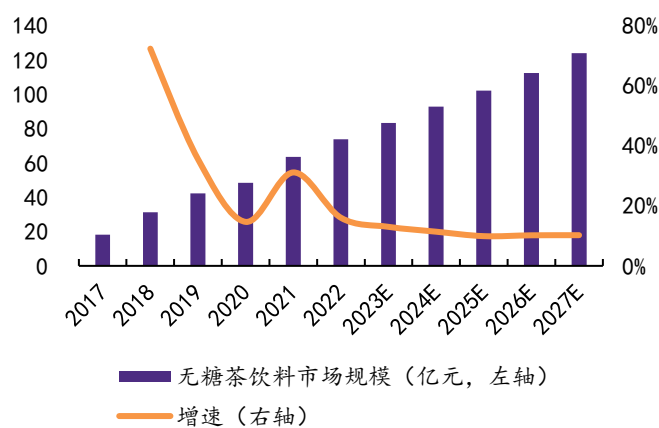
即饮茶占比基本稳定，其中无糖茶占比持续提升。增速来看，根据艾媒咨询，2024 年我国无糖饮料市场规模预计达 570.5 亿元，同增 42.06%，保持高增态势；其中，根据亿欧智库，2024 年无糖茶饮料市场规模预计为 92.9 亿元，同增 11.39%。占比来看，2024 年 4-9 月即饮茶在饮料品类中占比平均同比提升 0.43pcts，基本保持在 15%-16%；其中有糖茶/无糖茶在即饮茶中占比平均分别为 67.65%/32.37%，无糖茶占比同比持续提升。

图表 62：2015-2027 年中国无糖饮料市场规模及增速



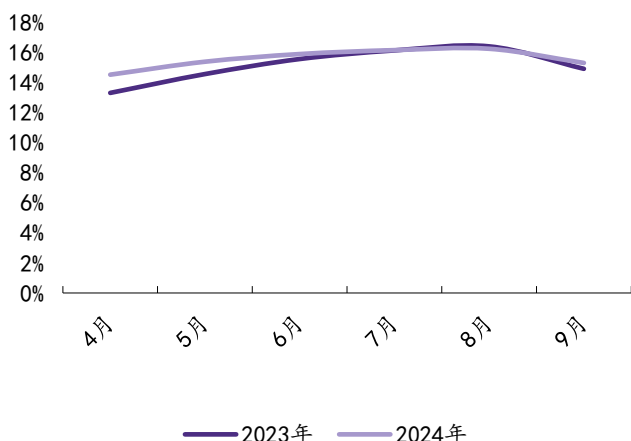
资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 63：2017-2027 年中国无糖茶饮料市场规模及增速



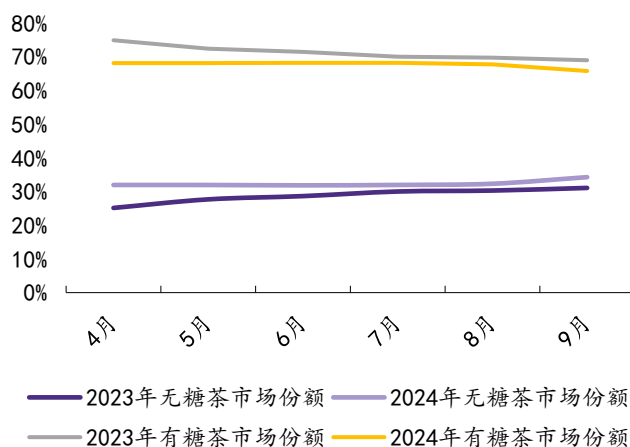
资料来源：魔镜，亿欧智库，华鑫证券研究

图表 64：2023//2024. 04-09 即饮茶在饮料中市场份额



资料来源：马上赢，华鑫证券研究

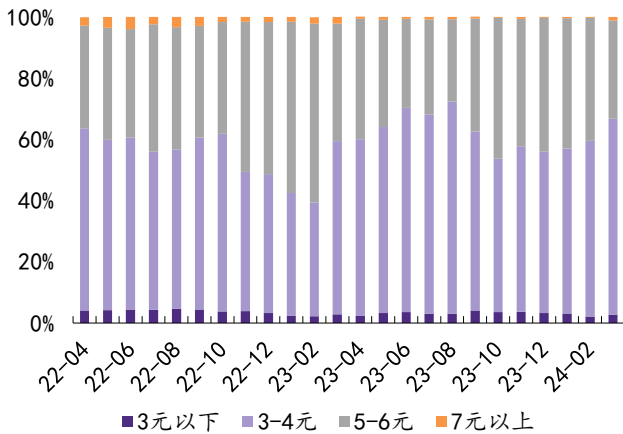
图表 65：2023/2024. 04-09 有糖/无糖即饮茶在即饮茶占比



资料来源：马上赢，华鑫证券研究

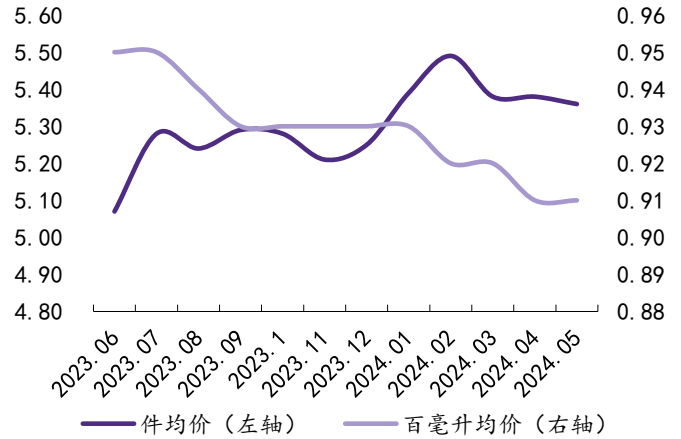
无糖茶规格持续提升，促销政策加密下价格同比下降。价格方面，无糖茶 3-4 元/5-6 元产品为主力，占比基本维持在 50%-60%/30%-40%；其中饮料消费旺季时 3-4 元产品占比明显提高，体现品牌实行较多旺季促销措施。另外，件均价呈逐步提高趋势，而百毫升均价下降趋势明显，主要系大规格产品占比提升，叠加促销活动较多所致。

图表 66：2022.04-2024.03 无糖茶不同价格段市场份额



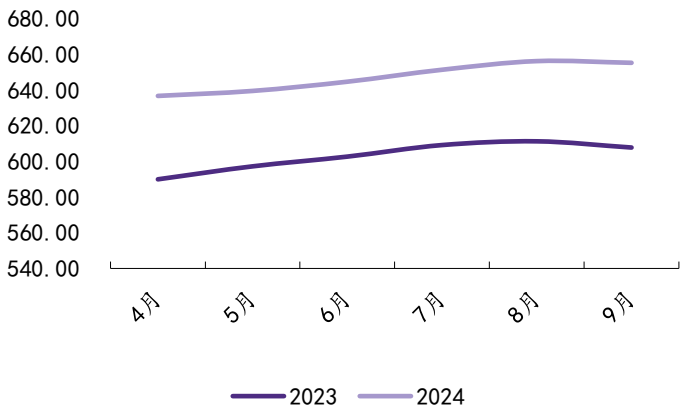
资料来源：马上赢，华鑫证券研究

图表 67：2023.06-2024.05 无糖即饮茶均价表现



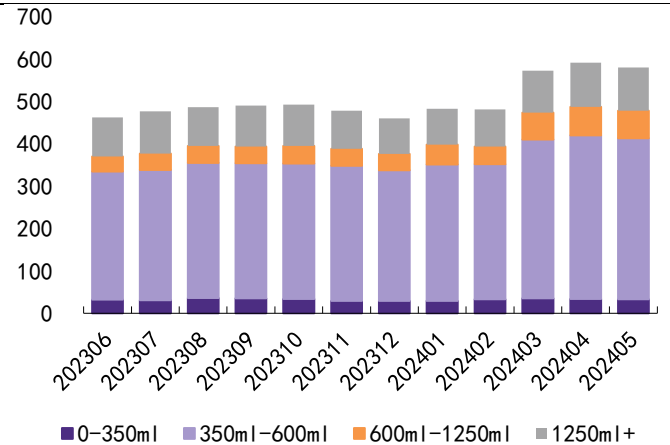
资料来源：马上赢，华鑫证券研究

图表 68：2023.04-09/2024.04-09 无糖即饮茶类目均价规格变动 (ml)



资料来源：马上赢，华鑫证券研究

图表 69：202306-202405 无糖即饮茶类目各规格带产品数量变动情况

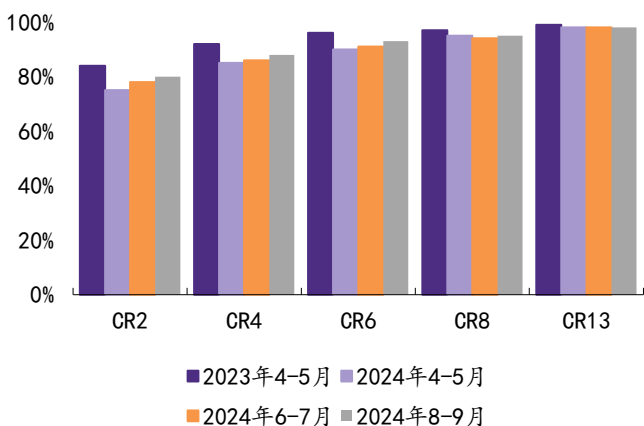


资料来源：马上赢，华鑫证券研究

前二龙头地位稳固，其他参与者机遇仍存。以农夫山泉、三得利为代表的头部品牌地位稳固，但在参与者增加与激烈竞争下集中度有所下降，2024 年 4-5 月 CR2 市占率超过 75%，较去年同期 84%有所下降；康师傅、统一、可口可乐、娃哈哈、东鹏等饮料集团纷纷加入对无糖茶行业的布局，发挥已积累优势；果子熟了、茶小开、让茶等新兴饮料企业以无糖茶为细分赛道做专做深，重点资源投入。目前无糖茶 CR13 市占率达 98.49%，较去年同比下降 0.54pcts，集中度高且基本稳定。

我们认为无糖茶市场以“水替”与健康概念持续培育消费者心智，品类教育较成功，后续增长空间广阔，增长确定性强。产品方面，预计向更大规格、口味更多元发展，各家企业致力推出更多 SKU 新品，价格预计仅在促销旺季时期有所波动；渠道方面，线下便利店与食杂店仍为重要渠道，内容电商适于供企业宣传品牌与引流；竞争方面，前二头部地位稳固，但预计集中度将有所下降，已布局无糖茶饮料的集团型饮料企业与无糖茶细分企业预计持续瓜分份额，在激烈竞争中保持较强价格定力与较多宣传曝光的品牌费投入力度将加大，此时在产品力打磨、新品研发、多元茶种创新上投入更多的饮企预计更能建立长期核心竞争力。

图表 70：2024 年无糖茶市场格局



资料来源：马上赢，华鑫证券研究

图表 71：2024 年无糖茶 CR13 变化情况

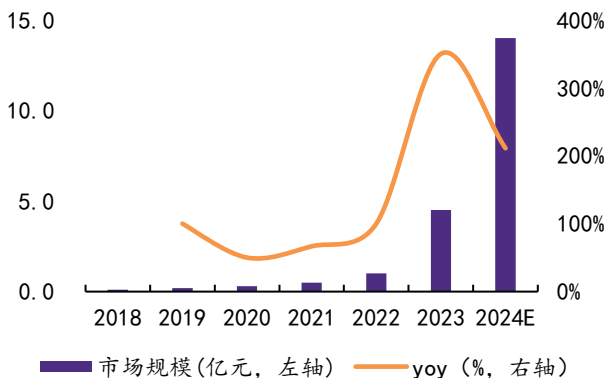
排序	2023.04-05	2024.04	2024.05	2024.06	2024.07	2024.08	2024.09
1	农夫山泉	农夫山泉	农夫山泉	农夫山泉	农夫山泉	农夫山泉	农夫山泉
2	三得利	三得利	三得利	三得利	三得利	三得利	三得利
3	元气森林	果子熟了	康师傅	康师傅	康师傅	康师傅	康师傅
4	康师傅	康师傅	果子熟了	果子熟了	果子熟了	果子熟了	果子熟了
5	可口可乐	可口可乐	统一	统一	统一	统一	统一
6	统一	元气森林	茶小开	茶小开	茶小开	可口可乐	可口可乐
7	伊藤园	茶小开	元气森林	哇哈哈	可口可乐	茶小开	茶小开
8	达亦多	统一	可口可乐	元气森林	哇哈哈	哇哈哈	哇哈哈
9	奈雪的茶	哇哈哈	哇哈哈	可口可乐	元气森林	元气森林	元气森林
10	茶小开	东鹏	东鹏	东鹏	伊利股份	伊利股份	伊利股份
11	维他奶	伊利股份	伊利股份	伊利股份	东鹏	东鹏	东鹏
12	果子熟了	维他奶	维他奶	维他奶	维他奶	维他奶	维他奶
13	让茶	让茶	让茶	让茶	让茶	让茶	让茶

资料来源：马上赢，华鑫证券研究

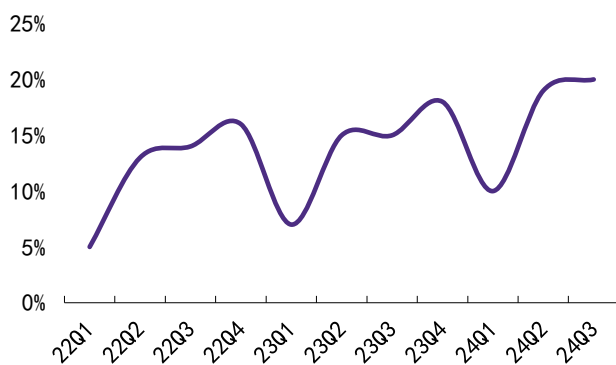
4.3.2 中式养生饮料：符合功能性消费需求，期待消费者心智培育

中式养生饮料规模高速增长，铺市率持续提升。根据前瞻产业研究院，2024 年中式养生饮料市场规模预计为 14 亿元，同比增长 211.11%，处于高速增长状态。根据马上赢，2024Q3 植物饮料在亚洲传统饮料中市场份额为 20.00%，同比提升 5pcts；2024 年 7-9 月饮料旺季中月度销售额同比增速均保持在 30%以上，销售件数同比增速为 26%-33%；2024 年 9 月植物饮料数值/加权铺市率分别为 56%/80%，分别较 2023 年 1 月提升 15.00%/24.00pcts。

图表 72：2018-2024E 中式养生饮料市场规模

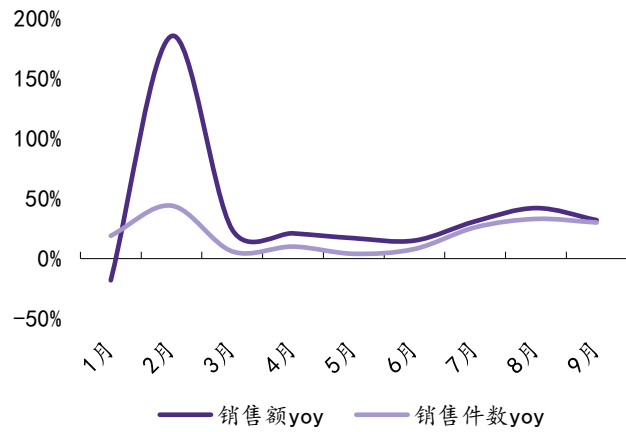


图表 73：2022Q1-2024Q3 植物饮料在亚洲传统饮料中的市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

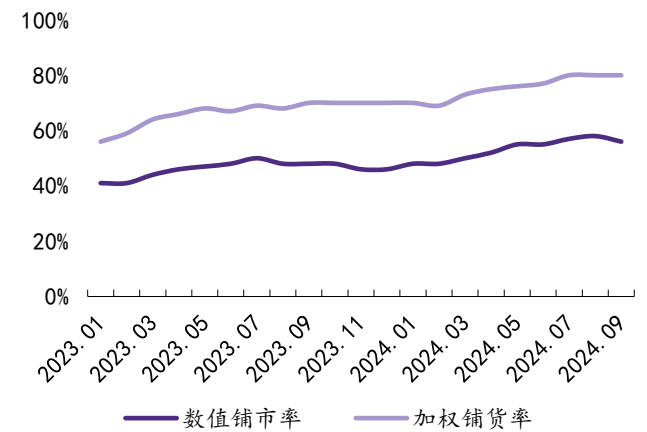
图表 74：2023.01-2024.09 植物饮料销售额与销售件数增速



资料来源：糖酒会，华鑫证券研究

资料来源：马上赢，华鑫证券研究

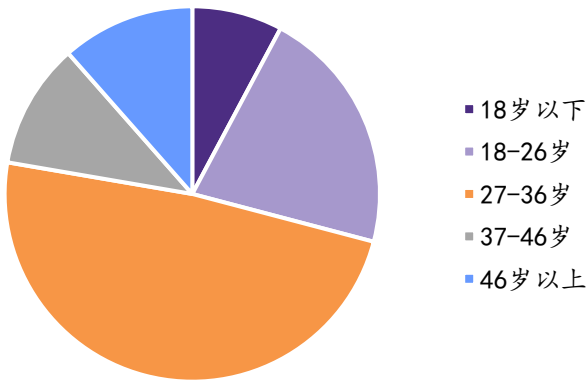
图表 75：2023.01-2024.09 植物饮料数值铺市率与加权铺市率



资料来源：糖酒会，华鑫证券研究

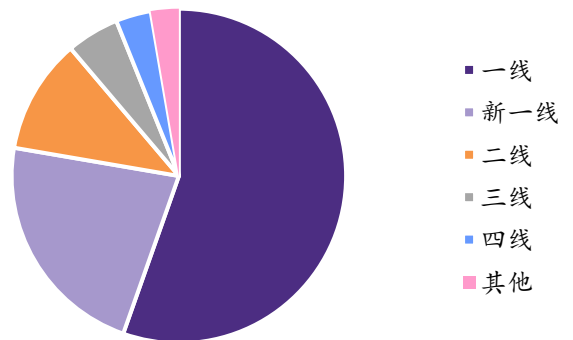
消费能力强的年轻消费者成为中式养生主要消费群体，二线及以上城市为主要消费地。从年龄分布看，18-36 岁的年轻消费者是中式养生水的消费主力军，18-26/27-36 岁人群分别占比 21.30%/48.60%；从城市分布看，一线/新一线城市的消费人群分别占比 55.40%/22.30%，成为中式养生水主要消费群体；从收入结构看，5001-10000/10001-20000 元/月收入人群分别占比 29.7%/42.9%。

图表 76：中式养生水消费人群年龄分布



资料来源：前瞻产业研究，华鑫证券研究

图表 77：中式养生水消费人群城市分布



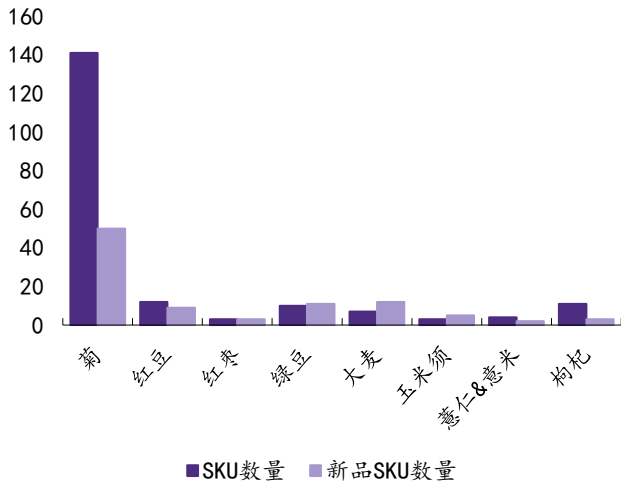
资料来源：前瞻产业研究，华鑫证券研究

植物饮料主要产品以所含成分区分，整体仍在品类培育期。根据马上赢，中式养生饮料中热门成分主要包括菊、红豆、玉米须、薏仁等，其中菊为中式养生饮料类目中最热门成分，2024 年 SKU 数量及新品 SKU 数量分别为 141/50 件，以华润饮料此前推出的至本清润菊花茶为代表。另外元气森林多方向推出产品，包括红豆薏米水、红枣枸杞水、绿豆水和

麦茶植物饮料；李子园新出“每日五黑”、“每日五红”等植物蛋白饮同样契合健康养生概念，看好后续增长。

我们认为中式养生水符合当下消费者对“健康”的需求，同时具备一定“功能性”。在满足基本需求即补水的基础上，功能属性利于提高产品复购率与粘性，看好后续增长但亦需要较大饮企加入市场共同培育。

图表 78：2024YTD 植物饮料类目内各热门成分 SKU 数量、新品 SKU 数量



资料来源：马上赢，华鑫证券研究

图表 79：2024YTD 植物饮料类目市场份额 Top10 SKU

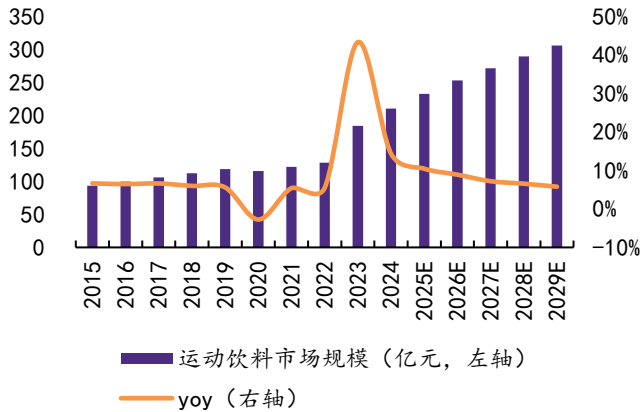
排名	集团	中位价	中位价 (元)
1	怡宝至本清润菊花茶植物饮料原味450ml	怡宝	4
2	元气自在水红豆薏米水植物饮料500ml	元气森林	5
3	元气自在水红枣枸杞水植物饮料500ml	元气森林	5
4	怡宝至本清润低糖菊花茶植物饮料1L	怡宝	5
5	惠尔康蜂蜜菊花茶248ml*24	惠尔康	18.8
6	三得利无糖植物茶麦茶饮料500ml	三得利	4.9
7	元气自在水清爽绿豆水植物饮料500ml	元气森林	5
8	元气森林麦茶植物饮料原味600ml	元气森林	4
9	王老吉吉年华小青柑植物饮料310ml*20	白云山	50
10	泰山仙草蜜330g	泰山食品	3.5

资料来源：马上赢，华鑫证券研究

4.3.3 运动饮料：品类势能加速释放，投放力度预计加大

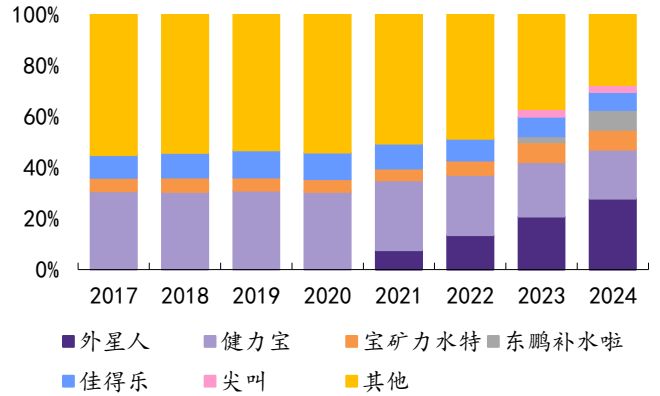
市场增速环比回落，外星人与补水啦强势提升份额。根据欧睿数据库，2024 年我国运动饮料市场规模预计为 210.58 亿元，同比增长 14.37%，较去年增速有所下降，但仍保持双位数增长。竞争格局方面，市场集中度提升趋势明显，2024 年 CR6 为 72.30%，较 2017 年同比提升 27.40pcts。同时以外星人、补水啦为代表的新兴电解质品牌加入市场，在渠道快速铺货与产品加速动销下市占率提升明显，2024 年外星人电解质水市场份额较 2021 年同比提升 20.20pcts 至 27.80%；2024 年补水啦市占率 7.80%，产品铺货第二年即做到行业前三。

图表 80：2015-2029E 运动饮料市场规模及增速



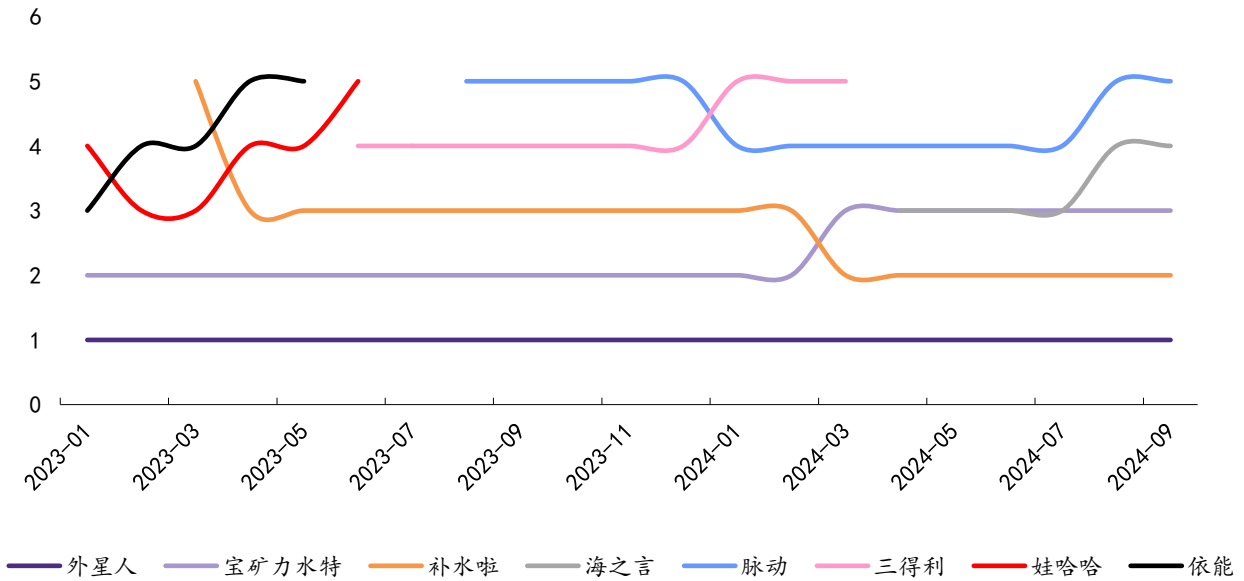
资料来源：欧睿数据库，华鑫证券研究

图表 81：2017-2024 运动饮料竞争格局



资料来源：欧睿数据库，华鑫证券研究

图表 82：2023.01-2024.09 电解质饮料行业中各品牌排名



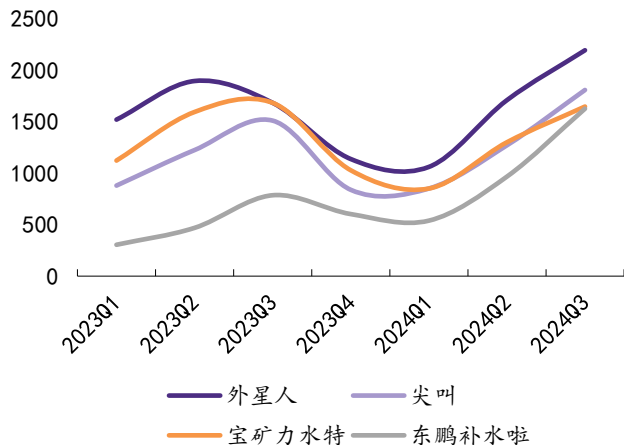
资料来源：马上赢，华鑫证券研究

补水啦店均卖力排名靠后，增长空间较大。根据马上赢，Q2-Q3 电解质饮料店均卖力增长突出，旺季出货速度明显加快。其中，东鹏补水啦作为入局时间较晚的电解质品牌，在小业态店/便利店的店均卖力较低，在主流电解质饮料中排位靠后，后续随着品牌效应逐步显现，店均卖力增长空间明显。

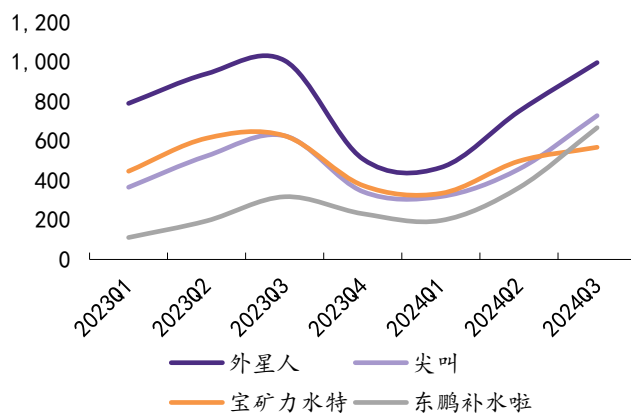
我们认为电解质饮料行业仍处于快速增长与扩容阶段，消费者教育与品类心智仍需各品牌共同加大力度加密投放。产品方面，预计向大规格方向发展，价位带演变预计分化，一方面具备高性价比优势的产品持续下沉，另一方面成分多元与功能差异化的产品具备更高附加值。竞争格局方面，我们看好外星人与补水啦通过加大品牌曝光、加深渠道铺货等

方式持续提升市场份额，加强消费者复购与品牌认知。

图表 83：2023Q1-2024Q3 外星人、尖叫、宝矿力水特、东鹏补水啦小业态店均卖力情况（元）



图表 84：2023Q1-2024Q3 外星人、尖叫、宝矿力水特、东鹏补水啦便利店店均卖力情况（元）



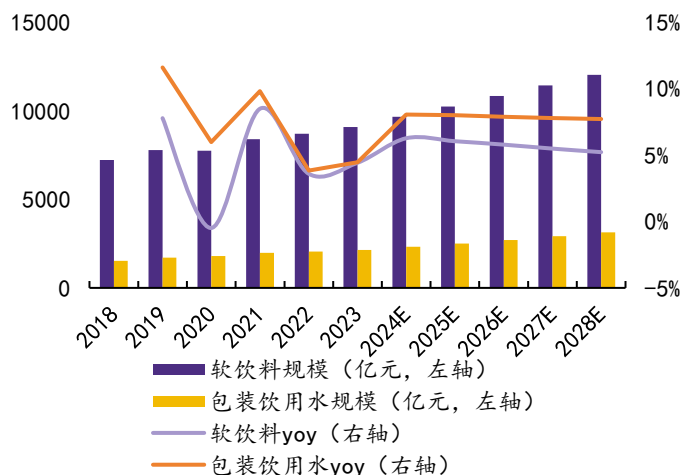
资料来源：马上赢，华鑫研究证券

资料来源：马上赢，华鑫研究证券

4.3.4 包装饮用水：规模优势明显，龙头地位稳固

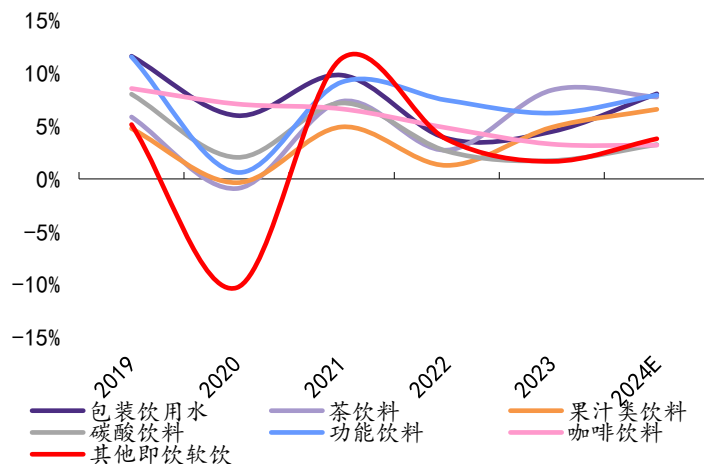
包装饮用水规模领先，复合增速快于软饮细分市场。根据华润饮料招股书，2023 年包装饮用水市场规模 2150 亿元，同比增长 4.47%，占整体软饮料市场比重 23.65%，为软饮市场中占比最大的市场，体现产品属性中的“基础性”与“必要性”。拉长维度看，2018-2023 年包装饮用水市场规模 CAGR 为 7.10%，增速快于其他细分软饮市场，体现长周期下饮用水仍处于规模提升且快速增长的发展阶段。

图表 85：2018-2028E 软饮料与包装饮用水整体规模及增速



资料来源：华润饮料招股书，华鑫证券研究

图表 86：2018-2028E 软饮料细分板块增速



资料来源：华润饮料招股书，华鑫证券研究

长时间维度复盘包装饮用水价格变动与龙头更迭情况来看，成为包装饮用水第一的必

要条件为引并占据主流价位带的龙头地位。1) 2000 年以前，娃哈哈率先高端定价并加快扩张速度，成为瓶装水市占率第一。2) 2003 年康师傅推出 1 元水打响价格战 1.0，各品牌纷纷跟进，包装饮用水进入 1 元时代，康师傅凭借高性价比及强渠道优势成为第一。3) 2010-2012 年，农夫山泉因原材料价格上涨与提高渠道利润而涨价至 2 元，享受差异化品类&强渠道推力优势，随后 3 元矿泉水品牌降低价格，打响价格战 2.0；主流水零售价进入 2 元时代，农夫山泉成为第一。4) 随着行业原材料价格上涨，2019 年起众多水企布局 3 元矿泉水，行业进入 2 元+3 元时代，农夫维持第一并于 2024 年推出纯净水，打响价格战 3.0。

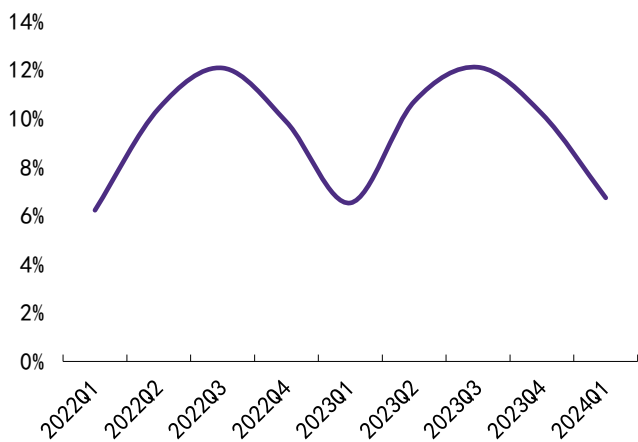
图表 87：包装饮用水价格变动与龙头更迭复盘



资料来源：斑马消费，食评方，三节课，澎湃新闻，市场报，贝果财经，东北企业网，环球网，中国城市报，市值榜，快刀财经，中国财经，北京商报，市界，每日食品，时代周报，界面新闻，Citireport 科技快报网，食品板，华鑫证券研究

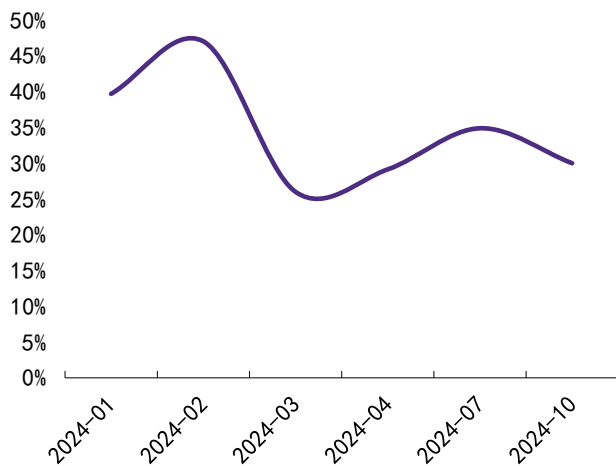
我们认为此次价格战下龙头依靠渠道与规模优势占优，中小品牌逐步出清，市场集中度将进一步提升。2023 年农夫山泉包装饮用水实现营收 223.59 亿元，同比增长 9.36%；2024 年 2 月市场份额为 47.04%，3 月起受舆论风波影响市占率下降明显，4 月推出纯净水后逐步提升，但仍未完全恢复；2024H1 农夫整体毛利率为 58.78%，较去年同期下降 1.38pcts，盈利能力略受影响。我们预计此轮价格战力度渐弱但短期仍将持续，以农夫、怡宝、百岁山、娃哈哈为代表的龙头水企在较强规模效应下，盈利能力与市场份额受影响程度较小；长期来看价格战结束后包装饮用水市场集中度预计仍将提升，中小规模饮用水品牌进一步出清，如可口可乐宣布降低瓶装水品牌的优先级。

图表 88：包装饮用水在饮料类目中市场份额变化



资料来源：马上赢，华鑫研究证券

图表 89：今年农夫包装饮用水总体份额变化



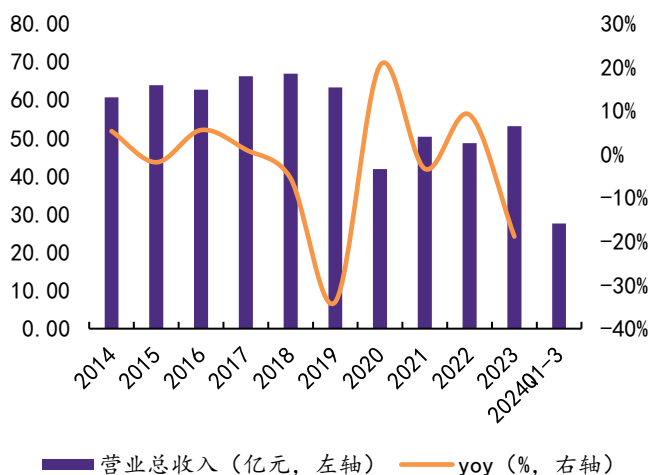
资料来源：马上赢，华鑫研究证券

5、红酒：行业仍在调整期，三聚战略持续可期

5.1、板块回顾：整体业绩表现承压，利润受损明显

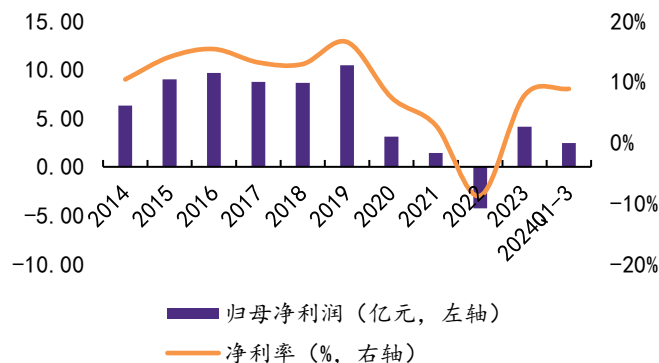
上市葡萄酒板块整体承压，张裕 A 为板块主力军。2024Q1-3 上市葡萄酒板块收入/归母净利润分别为 27.55/2.44 亿元，同比-18.86%/-45.31%，实际需求疲软，上市葡萄酒板块业绩整体承压。拉长维度看，2020 年以来我国上市葡萄酒板块收入利润同比表现波动明显，整体保持个位数稳健增长，2020-2023 年上市葡萄酒板块收入/归母净利润 CAGR 分别为 8.28%/10.03%。板块内部来看，张裕 A 为我国上市葡萄酒板块中主要贡献业绩标的，2024Q1-3 其收入/利润分别占整体 79.76%/91.91%。

图表 90：2014-2024 年前三季度上市葡萄酒板块收入及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究（注：怡园酒业与王朝酒业 2024Q1-3 数据采用其 2024H1 数据）

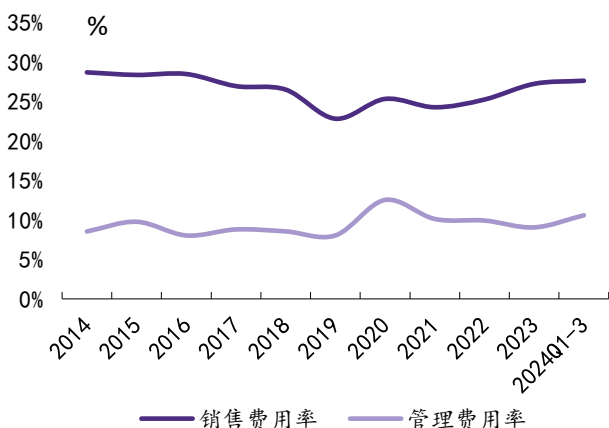
图表 91：2014-2024 年前三季度上市葡萄酒板块归母净利润及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究（注：怡园酒业与王朝酒业 2024Q1-3 数据采用其 2024H1 数据）

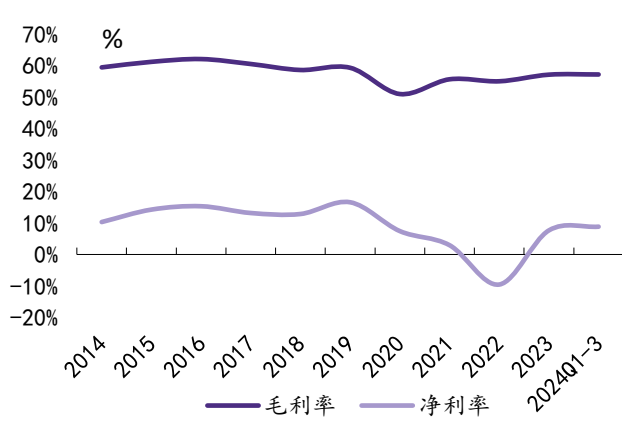
费投力度下降，收入承压下利润受损较大。费用方面，2024Q1-3 上市葡萄酒板块销售费用率/管理费用率分别为 27.65%/10.60%，同比+3.01/+1.31pcts，主要系收入基数下降较多所致，费用相对金额来看同比仍下滑。盈利方面，2024Q1-3 上市葡萄酒板块毛利率/净利率分别为 57.24%/8.84%，同比分别为-0.48/-3.85pcts，净利率同比下滑幅度明显，主要系收入规模下降带来利润承压所致。

图表 92：2014-2024 年前三季度上市葡萄酒板块销售费用率与管理费用率



资料来源：WIND，华鑫证券研究（注：怡园酒业与王朝酒业 2024Q1-3 数据采用其 2024H1 数据）

图表 93：2014-2024 年前三季度上市葡萄酒板块毛利率及净利率

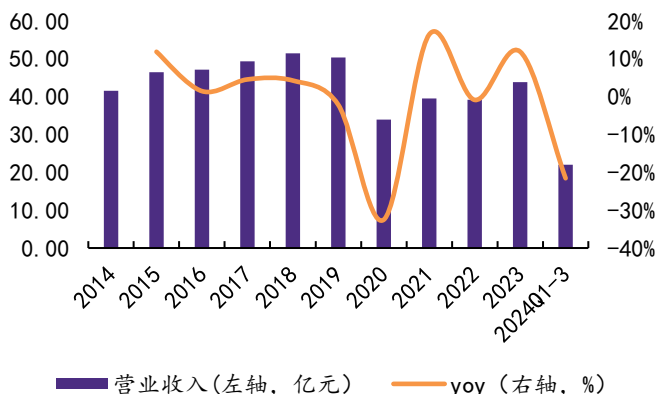


资料来源：WIND，华鑫证券研究（注：怡园酒业与王朝酒业 2024Q1-3 数据采用其 2024H1 数据）

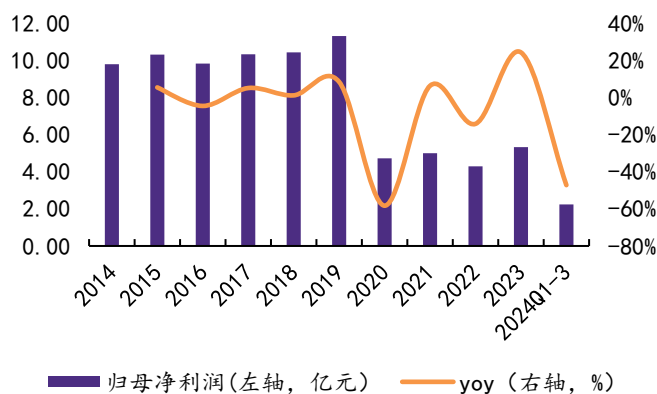
受行业需求承压影响，龙头张裕业绩亦承压。2024Q1-3 张裕 A 实现总营收/归母净利润

分别为 21.97/2.24 亿元，分别同比-21.56%/-47.25%，业绩承压明显。分产品来看，2024H1 葡萄酒/白兰地营收分别为 11.05/3.56 亿元，分别同比-19.42%/-33.36%；毛利率分别为 60.83%/60.24%，分别同比+2.05/+1.60pcts。公司持续推进产品高端化建设，着力龙谕、可雅和解百纳等重点产品，产品结构有效提升。量价拆分来看，2024H1 葡萄酒/白兰地销量分别为 2.60/0.91 万吨，分别同比-12.66%/-29.92%；吨价分别为 4.25/3.90 万元/吨，分别同比-7.74%/-4.91%，量价表现均承压。

图表 94：2014-2024 年前三季度张裕 A 收入及增速



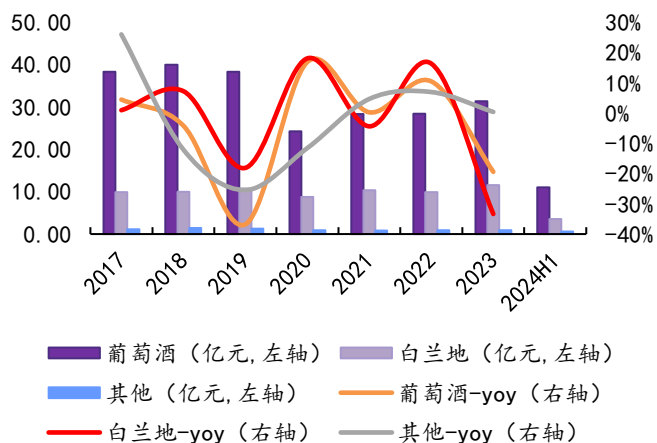
图表 95：2014-2024 年前三季度张裕 A 归母净利润及增速



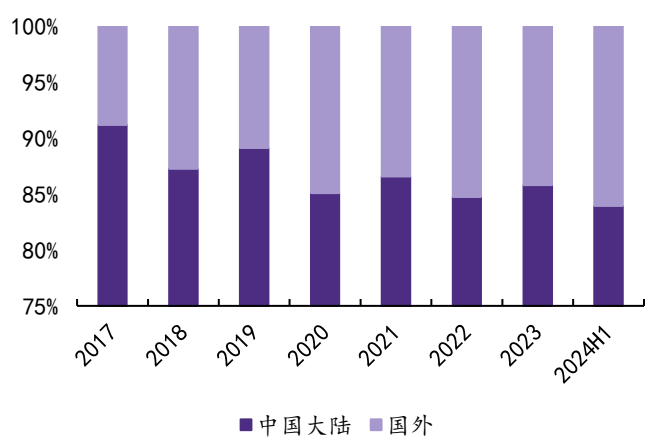
资料来源：WIND，华鑫证券研究

资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 96：2017-2024H1 公司分产品收入及增速



图表 97：2017-2024H1 公司分区域收入占比



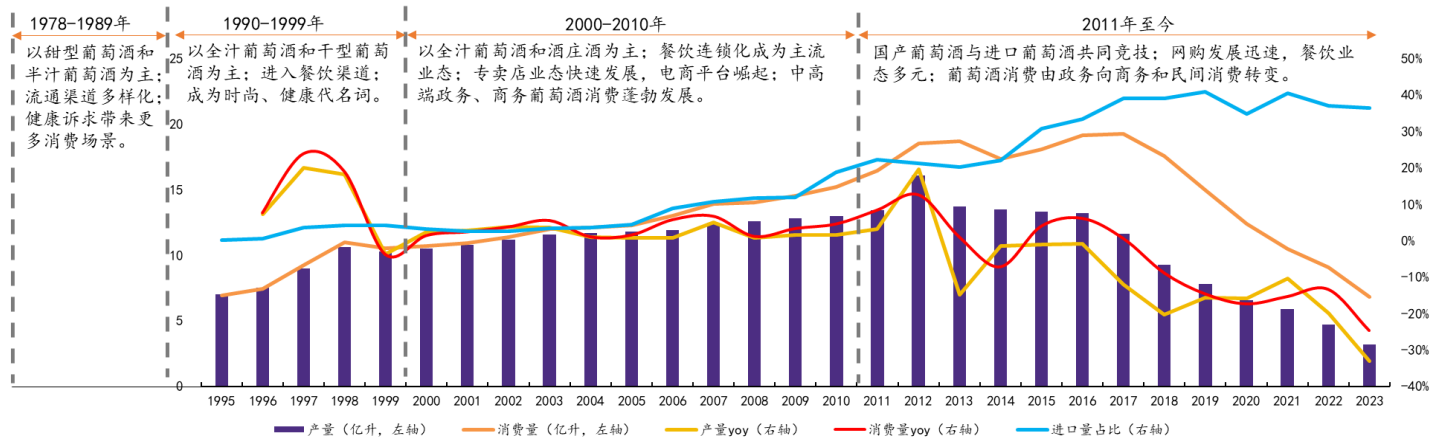
资料来源：WIND，华鑫证券研究

资料来源：WIND，华鑫证券研究

5.2、板块展望：品类亟需年轻化，澳洲酒放开提振整体需求

葡萄酒整体消费量处于下行期，进口葡萄酒占比暂稳定。2023年葡萄酒产量3.17亿升，同比-33%；消费量6.85亿升，同比-24.68%；进口量2.49亿升，同比-26.07%，2017-2023年CAGR为-16.81%，整体消费与进口量处于下行阶段。从发展历程来看，①2000年以来，以干红为代表的全汁葡萄酒逐步渗透，2004年全面禁止半汁葡萄酒流通，同时降低进口关税，葡萄酒行业进入高速增长期，2012年产量达峰值16.07亿升。②2013年起因受三公消费限制等影响，葡萄酒消费进入调整期；2014-2015年进口葡萄酒占比持续提升，对国产葡萄酒形成挤压，叠加其他酒类消费分流，葡萄酒产量持续下跌。③2020年疫情叠加澳洲酒反倾销税征收，进口酒占比波动向下，目前维持在35%-40%。

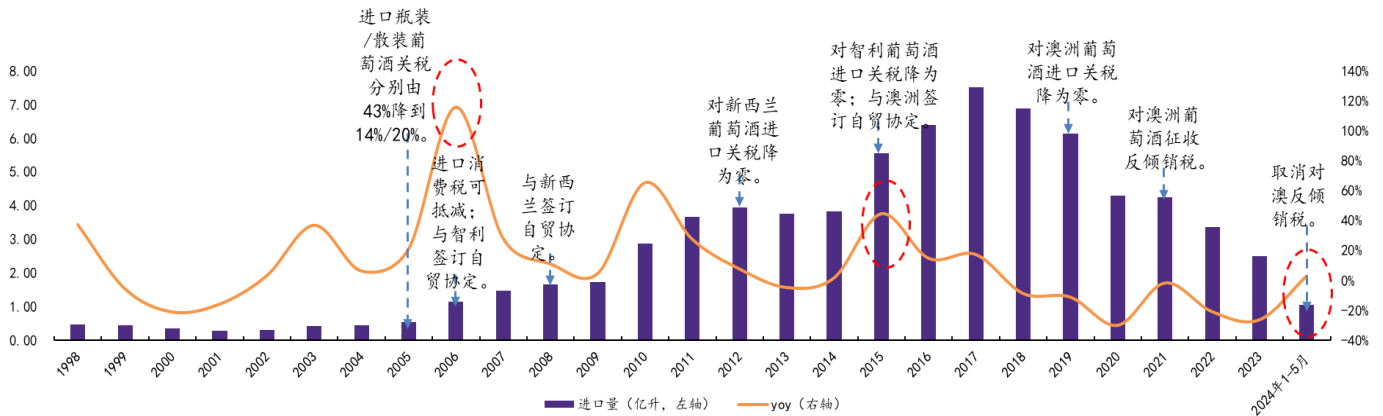
图表 98：国产葡萄酒发展历程



资料来源：OIV，中国酒业协会，华鑫证券研究

关税政策直接影响进口商成本与终端售价，对我国葡萄酒进口量影响程度较大。2005年我国进口瓶装/散装葡萄酒关税分别由43%降至14%/20%，2006年我国葡萄酒进口量同比增长115.89%；2015年，我国与智利签订的自贸协定生效，对其关税由14%下降为零，同年我国葡萄酒进口量同增44.74%；2021年3月，我国对澳洲葡萄酒征收反倾销税，2022-2023年进口量同比平均下滑23.35%；2024年3月起停止征收，1-5月我国进口量同比增长3.24%。

图表 99：1998 年至今我国葡萄酒进口量与关税政策梳理

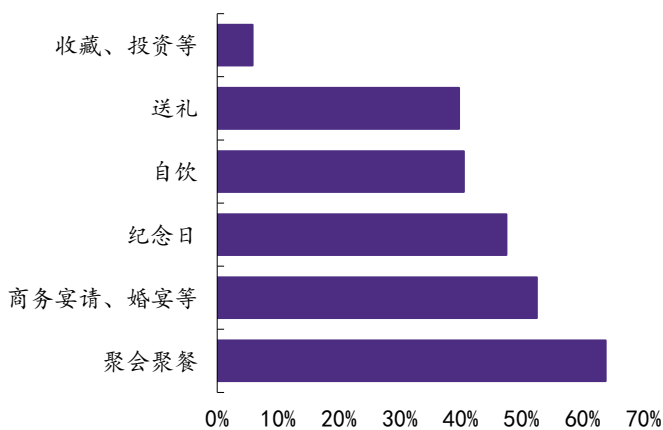


资料来源：中国经济网，国家税务总局，中国新闻网，红酒世界，金融界，自由贸易区，商务部，华鑫证券研究

需着力培育年轻群体提高渗透率，加强场景/圈层突破提升消费频次。从消费场景看，葡萄酒在各消费场景占比相近，表明特定消费场景不明显且各场景份额不高，可替代性强，销售面布局广而不精；另外，年轻消费群体饮酒偏好在向以果酒为代表的低度酒、威士忌为代表的烈酒渗透。

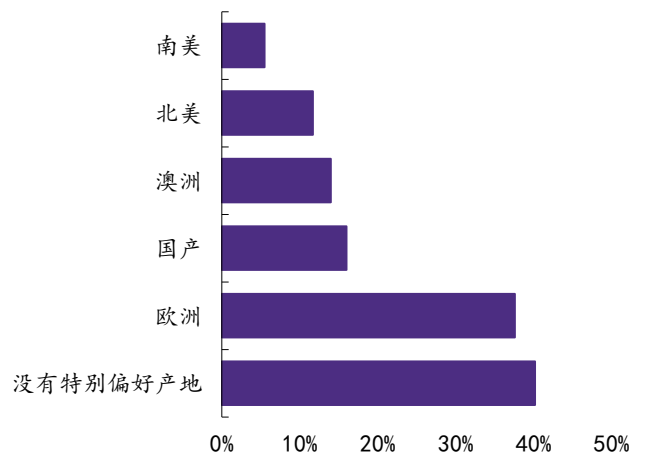
品类亟需年轻化革新，市场需进一步规范。从消费者对葡萄酒产地偏好看，2023 年 40.2%/37.6%的消费者没有特别偏好产地或偏好欧洲产地，而其余产地偏好较平均，表明消费者对产地属性敏感度略低，消费者教育仍需加强。

图表 100：2023 年葡萄酒场景以聚餐宴席为主



资料来源：葡萄酒商业观察，华鑫证券研究

图表 101：2023 年 40.2%消费者对葡萄酒产地偏好并不明显

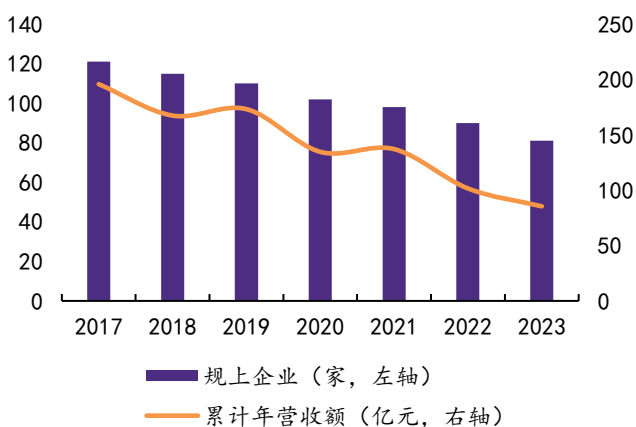


资料来源：葡萄酒商业观察，华鑫证券研究

6、黄酒：新品上市提热度，市场布局有序开展

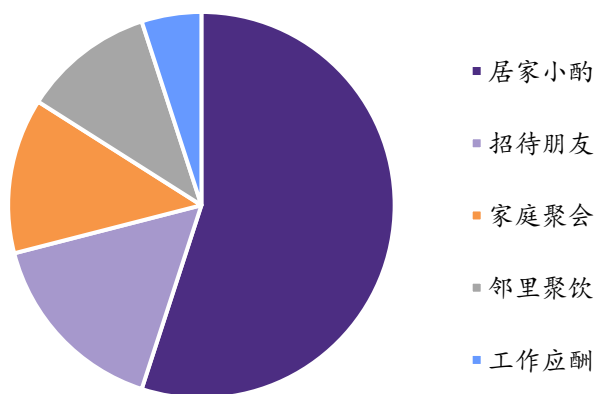
黄酒行业规模持续萎缩，主要聚焦家庭饮用场景。中国酒业协会统计数据显示，行业整体营收规模从 2017 年的 195.85 亿元，逐渐下降至 2023 年的 85.47 亿元，CAGR 为-12.91%，规上黄酒酒企由 2017 年的 121 家下降至 2023 年的 81 家，行业规模持续萎缩。从场景来看，黄酒家庭生活消费总体占比合计 79%，社交场景消费合计 21%，社交属性仍较弱。

图表 102：黄酒行业规上企业与营收



资料来源：云酒头条，华鑫证券研究

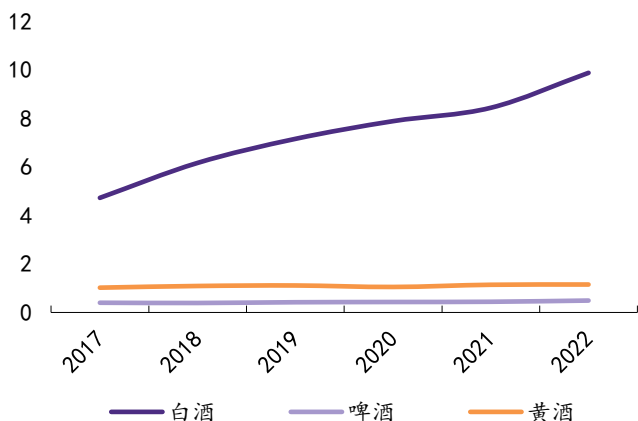
图表 103：黄酒不同饮用场景



资料来源：云酒头条，华鑫证券研究

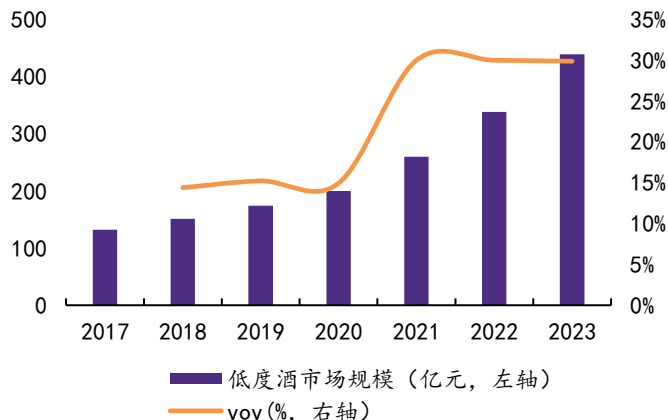
全国化、高端化、年轻化为黄酒未来趋势。
趋势一：全国化，在存量竞争加剧与增量扩张需求驱动下，江浙沪各派黄酒品牌从据守大本营市场，纷纷转向积极对外扩张，古越龙山以江浙沪为基地，聚焦全国化突破，会稽山立足浙江市场，聚焦资源向苏沪市场突破。
趋势二：高端化，目前黄酒售价及增速长期以来均处于较低水平，黄酒的结构化升级空间和潜力较大，古越龙山国酿、会稽山兰亭均体现出空头企业高端化布局。
趋势三：年轻化，酒类行业高端宴请消费减弱，消费正在从强公关的悦人消费回归弱社交的悦己消费与个人健康消费，黄酒具有营养与低度特征，也更符合与当前轻饮、小酌与微醺式消费氛围与需求趋势，2024 年 8 月古越龙山推出新品“无高低”，荣获抖音商城黄酒爆款榜、人气榜第一名，上市以来仅电商平台就实现 30 万箱销售。

图表 104: 2017-2022 年白、啤、黄酒吨价 (万元/吨)



资料来源: 云酒头条, 和君咨询, 华鑫证券研究

图表 105: 低度酒市场规模及其同比



资料来源: 云酒头条, 和君咨询, 华鑫证券研究

图表 106: 黄酒企业营收与归母净利润同比

营收同比	2024Q1-Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
古越龙山	11%	10.2%	10.7%	16.7%	8.1%
会稽山	14%	15.7%	18.2%	18.3%	4.1%
归母净利润同比	2024Q1-Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
古越龙山	1%	6.6%	5.3%	5.4%	-7.8%
会稽山	9%	12.9%	16.1%	-59.9%	-12.1%

资料来源: wind, 华鑫证券研究

7、乳制品：原奶价格望企稳，产品+渠道双管齐下

常温酸奶销量承压明显，酸奶偏好持续由常温变为低温。乳制品拆分各品项表现，根据马上赢数据，市场份额来看，高份额常温纯牛奶同降 6.64%，常温酸奶同降 16%的同时，低温酸奶增速亮眼（同增 16%），消费者对于酸奶品类偏好逐渐由常温转向低温。量价拆分来看，除低温酸奶外，其余类目均有销售额下降，其中常温酸奶、常温纯牛奶销售量下降明显，市场需求整体疲软。品类迭代来看，雪糕/冰淇淋消失 SKU 数量明显超出新品，消费习惯经历大规模汰换，常温纯牛奶保持较快的新品迭代速度。

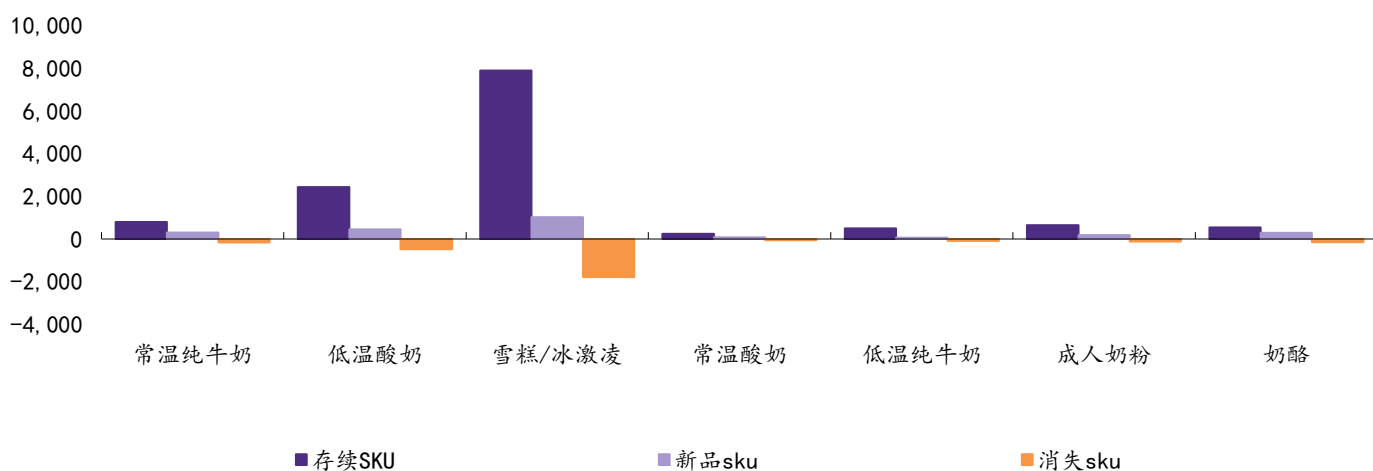
图表 107：乳制品各类目市场份额变化、量价拆分变化

类目	23Q3市场份额	24Q3市场份额	市场份额同比增速
常温纯牛奶	39%	37%	-7%
低温酸奶	18%	21%	16%
雪糕/冰淇淋	18%	18%	4%
常温酸奶	10%	8%	-16%
低温纯牛奶	5%	5%	7%
成人奶粉	4%	5%	8%
奶酪	3%	3%	-2%

类目	24Q3/23Q3销售额	24Q3/23Q3销售件数	24Q3/23Q3销售均价
常温纯牛奶	-13%	-17%	4%
低温酸奶	2%	0%	2%
雪糕/冰淇淋	-1%	5%	-6%
常温酸奶	-21%	-29%	11%
低温纯牛奶	-2%	-1%	-1%
成人奶粉	-8%	-10%	2%
奶酪	-15%	-6%	-10%

资料来源：马上赢，华鑫证券研究

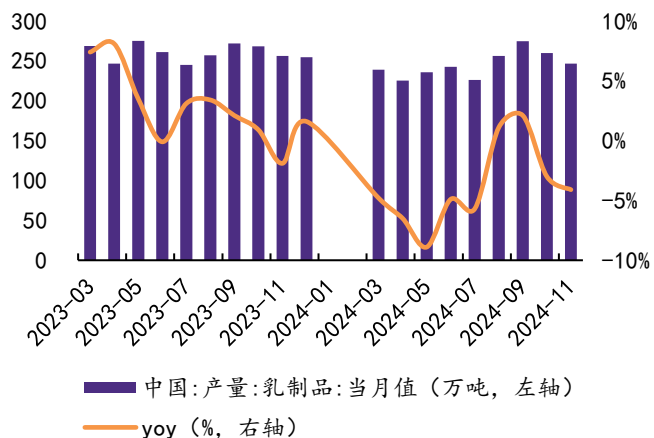
图表 108：乳制品各类目 2024Q3/2023Q3 各类目同比存续/新品/消失 SKU 数量



资料来源：马上赢，华鑫证券研究

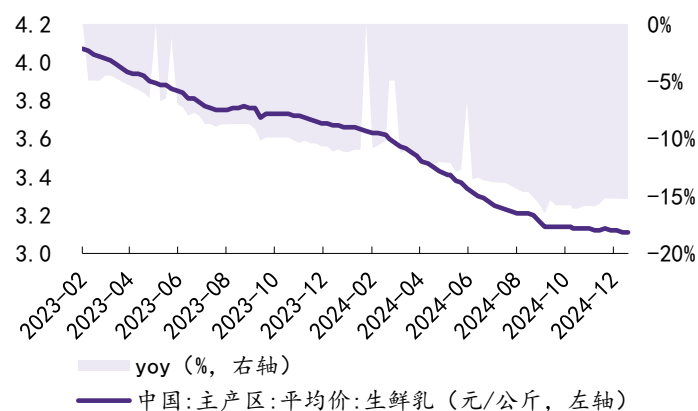
上游温和去产能，叠加政策端支持，预计 2025H2 原奶价格企稳回升。当前终端乳制品需求仍较疲软，2024 年 9 月农业农村部等七部门联合印发《关于促进肉牛奶牛生产稳定发展的通知》，着力稳定肉牛奶牛基础产能，鼓励有条件的地方通过发放消费券等方式拉动牛奶消费。2023 年我国乳制品产量同比增长，而随着供需剪刀差放大，本轮原奶价格持续下行，生鲜乳价格由 2023 年 1 月的 4.12 元/千克下降至 12 月的 3.11 元/千克。目前上游进入温和去产能阶段，2024 年以来奶牛存栏已经有所调整，乳制品产量同比下降，2024 年 11 月为 246.70 万吨（同减 4%），后续随着供需格局改善，预计 2025H2 原奶价格有望企稳回升。

图表 109: 乳制品产量



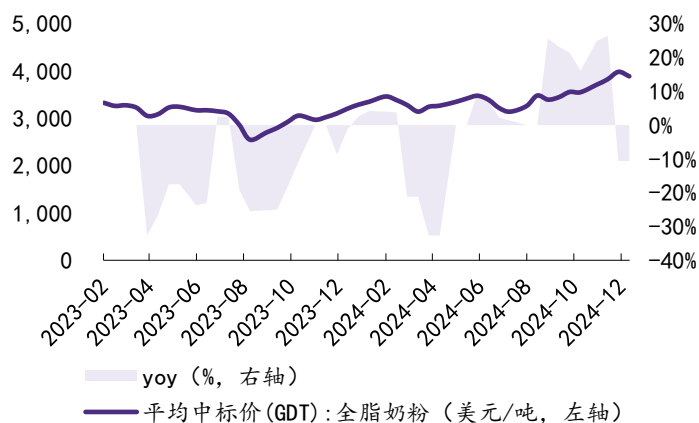
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 110: 生鲜乳价格



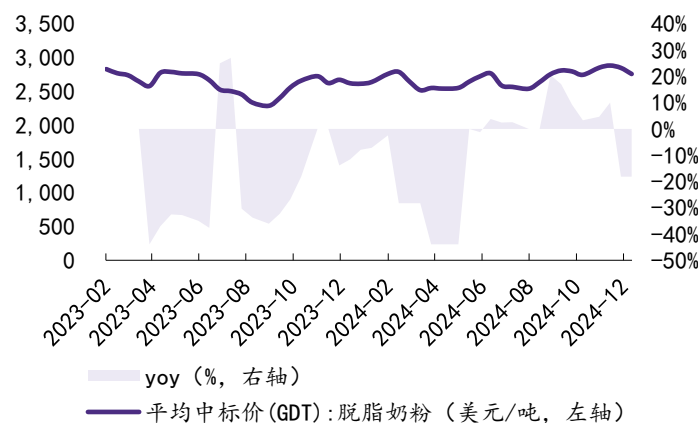
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 111: 全脂奶粉价格



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 112: 脱脂奶粉价格



资料来源: wind, 华鑫证券研究

龙头乳企去库调整到位, 关注需求回暖拉升板块上行。伊利股份今年主动调整渠道库存, 改善经销商盈利能力, 常温液奶渠道逐渐恢复健康水平, 同时 7 月底库存清理到位后缩减买赠活动, 全面缩减费率, 利润端先于收入恢复。随着上游存栏量见顶回落, 供给端持续出清, 叠加政策发力, 预计需求端持续修复, 板块上行趋势确立。

图表 113: 乳制品营收与归母净利润同比 (%)

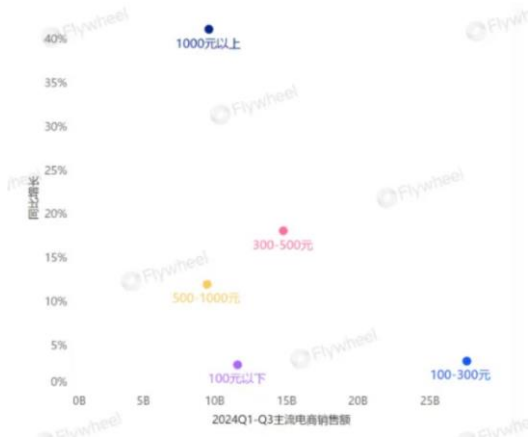
营收同比	2024Q1-Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
伊利股份	-9%	2.7%	-2.6%	-16.6%	-6.7%
光明乳业	-11%	-6.4%	-9.2%	-10.9%	-12.7%
新乳业	-1%	7.3%	3.7%	-0.9%	-3.8%
贝因美	9%	-3.0%	2.3%	9.3%	16.6%
天润乳业	3%	12.2%	1.5%	5.9%	2.7%
燕塘乳业	-12%	1.6%	-11.6%	-11.4%	-13.1%
三元股份	-12%	-7.1%	-5.2%	-13.1%	-18.5%
归母净利润同比	2024Q1-Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
伊利股份	16%	59.4%	63.8%	-40.2%	8.5%
光明乳业	-64%	-117.4%	-8.1%	-28.2%	-973.3%
新乳业	24%	19.1%	46.9%	17.7%	22.9%
贝因美	45%	285.6%	80.7%	-8.1%	294.0%
天润乳业	-84%	-63.7%	-91.7%	-145.8%	200.5%
燕塘乳业	-43%	70.4%	-42.9%	-42.7%	-44.3%
三元股份	-55%	8.9%	73.3%	-68.4%	-250.7%

资料来源: 马上赢, 华鑫证券研究

8、保健品：出海战略持续推进，关注仙乐健康

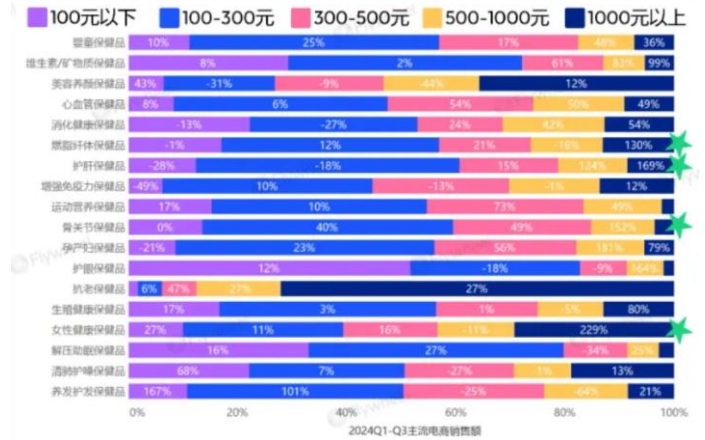
保健品行业高端产品和细分市场的表现突出。根据 Flywheel 飞未数据库的数据显示，2024 年第一季度至第三季度，保健品市场同比增长 11%，婴童保健品和维矿保健品类列销售额的头部，贡献超过 30%的销售额。在价格趋势方面，300 元以下的主流产品增长放缓，1000 元以上的产品增速达 41%，消费者对高品质保健品的需求日益增长，目前布局 1000 元以上价格带的品牌和商品仅占 7%，却贡献 29%的销售额，显示出高端品牌在市场中的强劲竞争力。

图表 114: 保健品价格增长趋势



资料来源: 新营养, 华鑫证券研究

图表 115: 头部品类价格趋势



资料来源: 新营养, 华鑫证券研究

传统形态保健品仍为主流, 软糖类保健品备受欢迎。片/胶囊类、冲饮类、口服液类等传统形态仍为主流, 占据超 9 成市场份额, 但软糖类保健品增速亮眼, 软糖形态已广泛渗透各细分品类中, 发展迅速, 头部品类的目标群体多为低龄人群和都市女性, 零食化的服用体验有助于提高产品接受程度; 头部品牌以国际品牌居多, CR10 接近 60%, 品牌份额差距不大, 竞争激烈。

图表 116: 保健品形态增长趋势



资料来源: 新营养, 华鑫证券研究

图表 117: 保健品形态销售趋势



资料来源: 新营养, 华鑫证券研究

保健品行业各公司表现整体承压, 海外空间依旧充足。国内各保健品公司业绩相对承压, 其中仙乐健康软糖出口规模持续提升, 规模化效应释放, 与此同时海外业务进展顺利, 美洲区前三季度收入加订单总额已超过 2024 年目标, BF 业务销售协同如期推进, 个护业务生产计划与仓储安排持续改善, 生产效率与订单交付能力得到提高; 亚太区域来看, 澳洲市场头部客户软胶囊 2 亿粒订单于三季度交付, 后续持续跟进片剂、粉剂新品开发合作, 预计四季度延续快速增长趋势; 欧洲区自动化包装产线交付, 大幅缩短交付周期, 公司端

到端服务能力持续提升。

图表 118：保健品营收与归母净利润同比 (%)

营收同比	2024Q1-Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
仙乐健康	22%	41.5%	35.5%	23.3%	10.4%
均瑶健康	-13%	94.7%	-11.1%	-17.0%	-11.7%
汤臣倍健	-26%	12.8%	-14.9%	-20.9%	-48.8%
科拓生物	1%	-28.2%	-18.2%	16.6%	4.7%
归母净利润同比	2024Q1-Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
仙乐健康	30%	26.7%	114.4%	27.4%	1.6%
均瑶健康	-40%	4.0%	9.3%	-63.8%	-57.9%
汤臣倍健	-54%	-18.0%	-29.4%	-68.1%	-106.3%
科拓生物	-1%	-24.3%	-7.7%	23.3%	-12.6%

资料来源：wind，华鑫证券研究

9、行业评级及投资策略

目前大众品预期持续修复中。1) 餐饮供应链板块推荐顺周期子行业龙头：海天味业、中炬高新、天味食品、安井食品、千味央厨等；2) 休闲食品景气度领先，推荐渠道弹性领先标的：盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、西麦食品、有友食品等；3) 软饮料推荐高景气度细分赛道龙头：东鹏饮料、百润股份等；4) 乳制品推荐领先于行业调整的标的：伊利股份、蒙牛乳业等。

维持食品饮料大众品板块“推荐”评级

图表 119：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-12-30	EPS			PE			投资评级
		股价	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
001215.SZ	千味央厨	31.51	1.55	1.21	1.45	20.33	26.04	21.73	买入
002216.SZ	三全食品	12.56	0.85	0.72	0.78	14.78	17.44	16.10	买入
300973.SZ	立高食品	40.66	0.43	1.58	1.86	94.56	25.73	21.86	买入
600186.SH	莲花控股	4.90	0.07	0.13	0.19	70.00	37.69	25.79	买入
600298.SH	安琪酵母	36.37	1.46	1.56	1.77	24.91	23.31	20.55	买入
600305.SH	恒顺醋业	8.18	0.08	0.13	0.17	102.25	62.92	48.12	买入
600872.SH	中炬高新	23.26	2.16	0.94	1.12	10.77	24.74	20.77	买入
600887.SH	伊利股份	30.15	1.64	1.87	1.83	18.38	16.12	16.48	买入
603170.SH	宝立食品	15.28	0.75	0.60	0.73	20.37	25.47	20.93	买入
603288.SH	海天味业	46.73	1.01	1.12	1.22	46.27	41.72	38.30	买入
603317.SH	天味食品	13.54	0.43	0.49	0.56	31.49	27.63	24.18	买入
603345.SH	安井食品	81.85	5.04	4.99	5.79	16.24	16.40	14.14	买入
603755.SH	日辰股份	27.67	0.57	0.74	0.87	48.54	37.39	31.80	买入
605337.SH	李子园	11.84	0.60	0.56	0.61	19.73	21.14	19.41	买入
605499.SH	东鹏饮料	243.86	5.10	6.28	8.23	47.82	38.83	29.63	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

10、风险提示

- 1) 疫情波动风险；
- 2) 宏观经济波动风险；
- 3) 推荐公司业绩不及预期的风险；
- 4) 行业竞争风险；
- 5) 食品安全风险；
- 6) 行业政策变动风险；
- 7) 消费税或生产风险；
- 8) 原材料价格波动风险等。

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。