

## 食品饮料

2025年01月05日

## 看好零食板块成长性，重视西麦食品红利期

——行业周报

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

张思敏（联系人）

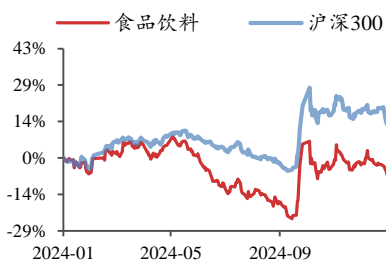
zhangyuguang@kysec.cn

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790123070080

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《贵州茅台明确战略方向，青岛啤酒有望再续新篇——行业周报》  
-2024.12.29

《11月社零增速环比回落，政策支持性品类增速较好——行业点评报告》  
-2024.12.23

《五粮液释放积极信号，微信小店催生新型消费场景——行业周报》  
-2024.12.22

### ● 核心观点：零食成长性凸显，西麦成本改善释放弹性

12月30日-1月3日，食品饮料指数跌幅为4.1%，一级子行业排名第6，跑赢沪深300约1.0pct，子行业中零食(+0.7%)、其他食品(+0.0%)、软饮料(-1.4%)表现相对领先。本周市场向下调整，消费板块整体表现出比较好的超额收益，其中食品饮料大众品板块明显优于白酒。零食行业本周表现突出，一方面源于微信小店送礼功能的催化，微信小店的送礼功能可能在社交场景中产生新的互动方式，催化出全新的社交消费场景。我们预判在社交活动中，微信礼物大概率具备低价值、高消费频次的特点，以便频繁产生社交互动行为，因此具备休闲属性的零食更易推广。另一方面也与商超渠道改革有关，商超渠道改革后更加注重选品逻辑，以及与上游品牌方总对总洽谈，具有较强产品力的品牌企业将会受益。零食行业的成长性来自于：(1) 跟随零食量贩渠道的扩张而成长；(2) 新型社交电商（抖音、微信小店等）的红利；(3) 会员店渠道的新品拓展；(4) 海外市场增量。其中零食品牌企业更可能受益，推荐标的：甘源食品、盐津铺子、劲仔食品等。

此外我们建议更多关注西麦食品的渠道与成本红利。受益于大众健康化饮食需求提升，公司燕麦主业保持较好增长，其中复合燕麦增速较高，纯燕麦增速平稳，冷食燕麦企稳增长。当前进入春节备货阶段，目前市场需求较好，礼盒产品将为春节期间重点备货品类，预计2025年有望延续高增趋势。我们观察公司线上恢复费用投放叠加双十一活动，线上电商实现较好增长。线下渠道中，公司一方面深耕线下商超KA，通过新品推广和促销活动保持稳步增长；另一方面快速推进新渠道开拓，零食量贩、O2O平台增速较快，而且不排除拓展会员制商超渠道，未来新渠道成长空间较大。此外澳洲燕麦原料价格大概率下降，未来毛利率有望提升。同时随着收入规模稳步增长，销售费用和管理费用有望逐步薄摊，预计利润弹性将在2025年释放。

### ● 推荐组合：山西汾酒、贵州茅台、甘源食品、西麦食品

(1) 山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。(2) 贵州茅台：公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，本轮周期后茅台可看得更为长远。(3) 甘源食品：公司持续保持营收稳定增长，出海战略初见成效，看好公司出海战略下的中长期发展。(4) 西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。

● 风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

## 目 录

1、每周观点：零食成长性凸显，西麦成本改善释放弹性.....	3
2、市场表现：食品饮料跑赢大盘.....	3
3、上游数据：部分上游原料价格回落.....	4
4、酒业数据新闻：五粮液10万吨酿酒项目投窖.....	7
5、备忘录：关注泸州老窖1月10日股东会召开.....	7
6、风险提示.....	8

## 图表目录

图1：食品饮料跌幅4.1%，排名6/28.....	4
图2：零食、其他食品、软饮料表现相对领先.....	4
图3：莲花控股、皇台酒业、黑芝麻涨幅领先.....	4
图4：皇氏集团、华统股份、香飘飘跌幅居前.....	4
图5：2024年12月17日全脂奶粉中标价同比+22.9%.....	5
图6：2024年12月26日生鲜乳价格同比-15.0%.....	5
图7：2025年1月4日猪肉价格同比+10.8%.....	5
图8：2024年9月生猪存栏数量同比-3.5%.....	5
图9：2024年11月能繁母猪数量同比-1.9%.....	5
图10：2024年12月28日白条鸡价格同比+1.3%.....	5
图11：2024年11月进口大麦价格同比-14.3%.....	6
图12：2024年11月进口大麦数量同比-41.0%.....	6
图13：2025年1月3日大豆现货价同比-19.2%.....	6
图14：2024年12月26日豆粕平均价同比-24.5%.....	6
图15：2025年1月3日柳糖价格同比-6.3%.....	7
图16：2024年12月27日白砂糖零售价同比-0.7%.....	7
表1：最近重大事件备忘录：关注泸州老窖1月10日股东会召开.....	7
表2：关注12月29日发布的行业周报.....	8
表3：重点公司盈利预测及估值.....	8

## 1、每周观点：零食成长性凸显，西麦成本改善释放弹性

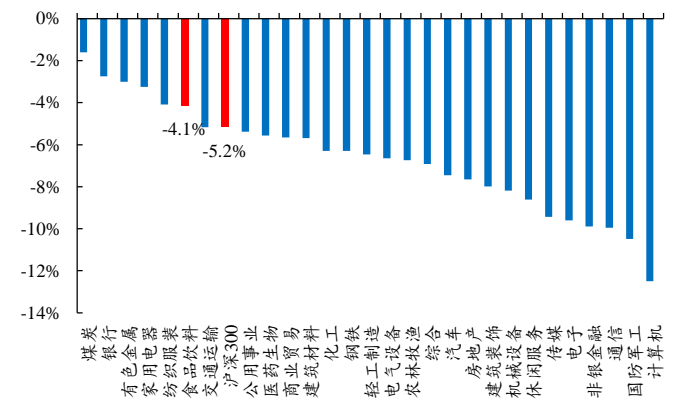
12月30日-1月3日，食品饮料指数跌幅为4.1%，一级子行业排名第6，跑赢沪深300约1.0pct，子行业中零食(+0.7%)、其他食品(+0.0%)、软饮料(-1.4%)表现相对领先。本周市场向下调整，消费板块整体表现出比较好的超额收益，其中食品饮料大众品板块明显优于白酒。零食行业本周表现突出，一方面源于微信小店送礼功能的催化，微信小店的送礼功能可能在社交场景中产生新的互动方式，催化出全新的社交消费场景。我们预判在社交活动中，微信礼物大概率具备低价值、高消费频次的特点，以便频繁产生社交互动行为，因此具备休闲属性的零食更易推广。另一方面也与商超渠道改革有关，商超渠道改革后更加固注重选品逻辑，以及与上游品牌方总对总洽谈，具有较强产品力的品牌企业将会受益。零食行业的成长性来自于：(1) 跟随零食量贩渠道的扩张而成长；(2) 新型社交电商（抖音、微信小店等）的红利；(3) 会员店渠道的新品拓展；(4) 海外市场增量。其中零食品牌企业更可能受益，推荐标的：甘源食品、盐津铺子、劲仔食品等。

此外我们建议更多关注西麦食品的渠道与成本红利。受益于大众健康化饮食需求提升，公司燕麦主业保持较好增长，其中复合燕麦增速较高，纯燕麦增速平稳，冷食燕麦企稳增长。当前进入春节备货阶段，目前市场需求较好，礼盒产品将为春节期间重点备货品类，预计2025年有望延续高增趋势。我们观察公司线上恢复费用投放叠加双十一活动，线上电商实现较好增长。线下渠道中，公司一方面深耕线下商超KA，通过新品推广和促销活动保持稳步增长；另一方面快速推进新渠道开拓，零食量贩、O2O平台增速较快，而且不排除拓展会员制商超渠道，未来新渠道成长空间较大。此外澳洲燕麦原料价格大概率下降，未来毛利率有望提升。同时随着收入规模稳步增长，销售费用和管理费用有望逐步薄摊，预计利润弹性将在2025年释放。

## 2、市场表现：食品饮料跑赢大盘

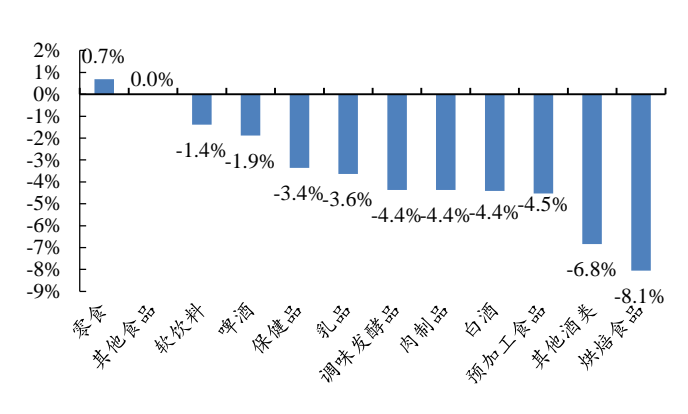
12月30日-1月3日，食品饮料指数跌幅为4.1%，一级子行业排名第6，跑赢沪深300约1.0pct，子行业中零食(+0.7%)、其他食品(+0.0%)、软饮料(-1.4%)表现相对领先。个股方面，莲花控股、皇台酒业、黑芝麻涨幅领先；皇氏集团、华统股份、香飘飘跌幅居前。

图1: 食品饮料跌幅4.1%，排名 6/28



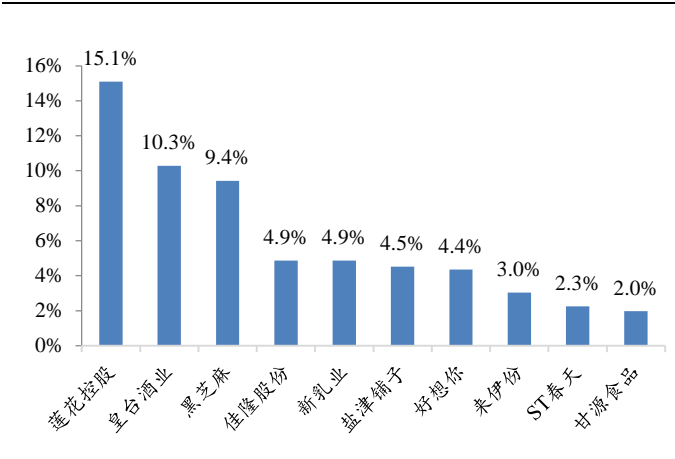
数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 零食、其他食品、软饮料表现相对领先



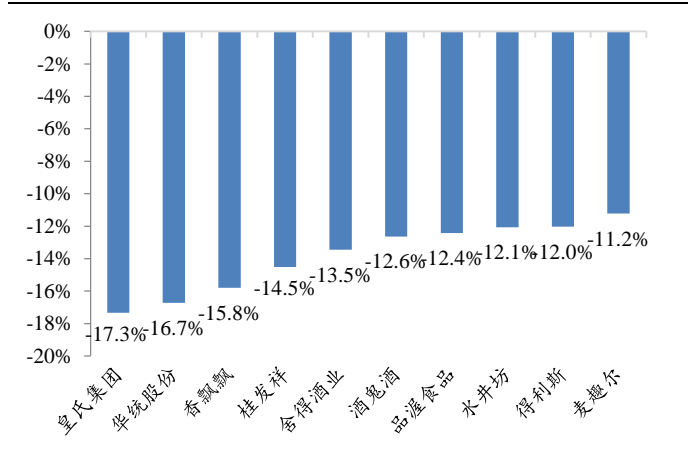
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 莲花控股、皇台酒业、黑芝麻涨幅领先



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 皇氏集团、华统股份、香飘飘跌幅居前

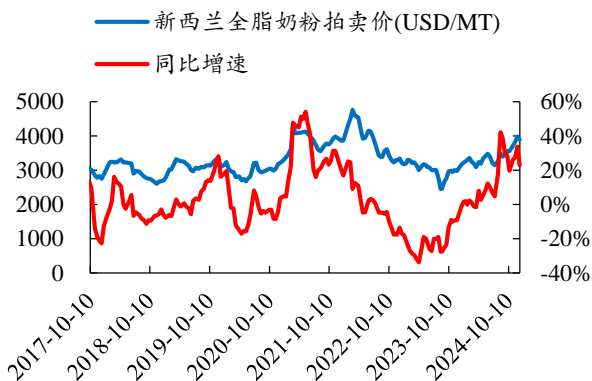


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、上游数据: 部分上游原料价格回落

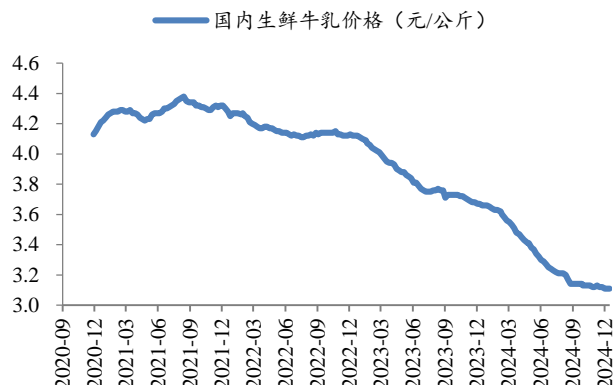
12月17日, GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3890 美元/吨, 环比-2.4%, 同比+22.9%, 奶价同比上升。12月26日, 国内生鲜乳价格 3.1 元/公斤, 环比 0.0%, 同比-15.0%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

图5：2024年12月17日全脂奶粉中标价同比+22.9%



数据来源：GDT、开源证券研究所

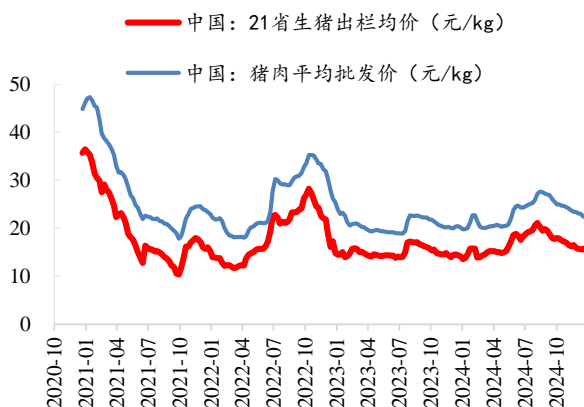
图6：2024年12月26日生鲜乳价格同比-15.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

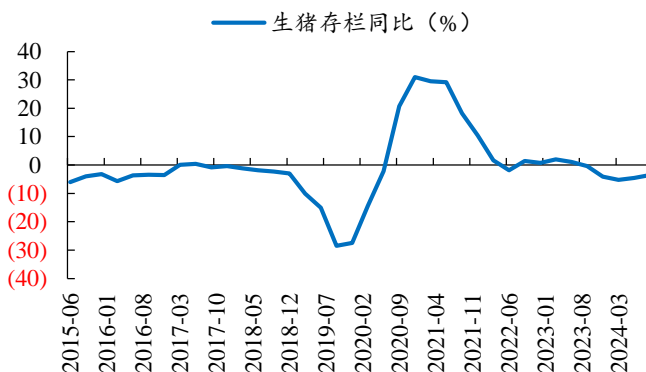
1月4日，生猪出栏价格15.9元/公斤，同比+12.3%，环比2.3%；猪肉价格22.4元/公斤，同比+10.8%，环比-0.2%。2024年11月，能繁母猪存栏4080.0万头，同比-1.9%，环比+0.2%。2024年9月生猪存栏同比-3.5%。2024年12月28日，白条鸡价格17.8元/公斤，同比+1.3%，环比0.5%。

图7：2025年1月4日猪肉价格同比+10.8%



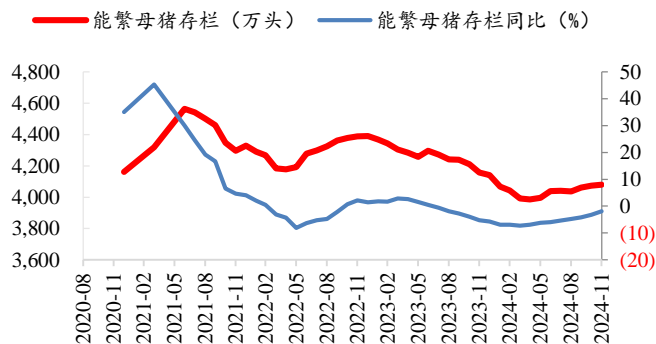
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024年9月生猪存栏数量同比-3.5%



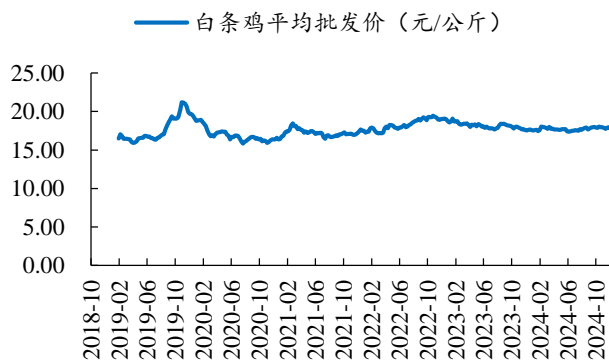
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024年11月能繁母猪数量同比-1.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

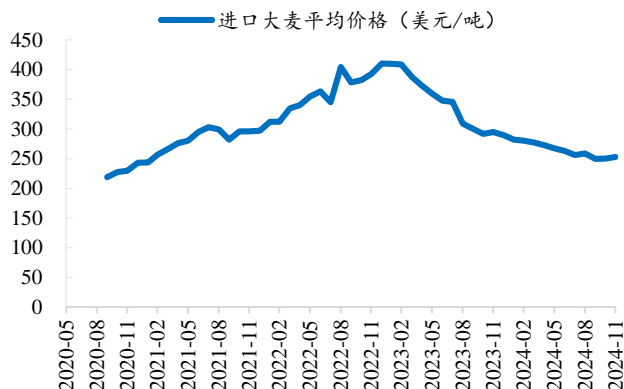
图10：2024年12月28日白条鸡价格同比+1.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

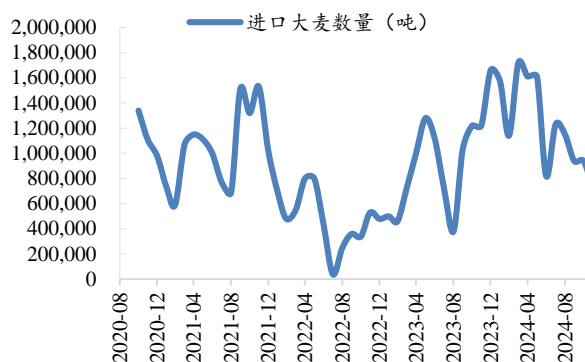
2024年11月，进口大麦价格252.7美元/吨，同比-14.3%。2024年11月进口大麦数量72.0万吨，同比-41.0%，进口大麦数量及平均价格持续下降，啤酒企业原料成本有望得到缓解。

**图11：2024年11月进口大麦价格同比-14.3%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

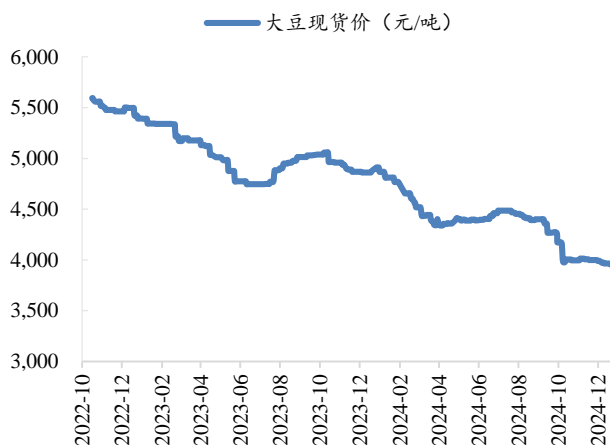
**图12：2024年11月进口大麦数量同比-41.0%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

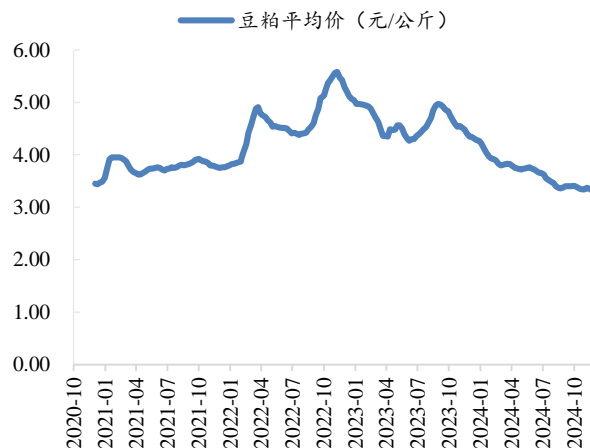
1月3日，大豆现货价3953.6元/吨，同比-19.2%。12月26日，豆粕平均价格3.2元/公斤，同比-24.5%。

**图13：2025年1月3日大豆现货价同比-19.2%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

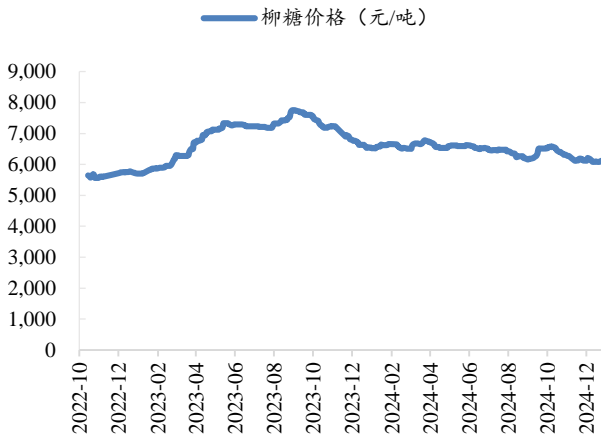
**图14：2024年12月26日豆粕平均价同比-24.5%**



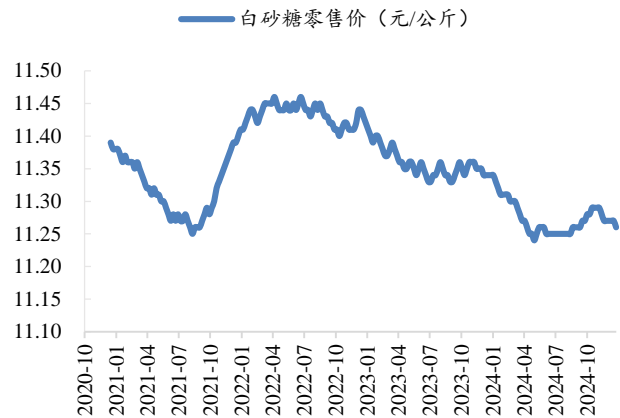
数据来源：Wind、开源证券研究所

1月3日，柳糖价格6110.0元/吨，同比-6.3%；12月27日，白砂糖零售价格11.3元/公斤，同比-0.7%。



**图15：2025年1月3日柳糖价格同比-6.3%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图16：2024年12月27日白砂糖零售价同比-0.7%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 4、酒业数据新闻：五粮液 10 万吨酿酒项目投窖

12月30日，茅台王子酒酱香经典新品升级亮相。据悉，此次升级后，酒体更经典，产品包装更精致，采用哑金色为主色调，酒瓶在茅型瓶基础上，以竹节之形加高瓶底设计，寓意节节高升，象征坚持梦想不断拼搏的自强品德（来源于微酒）。

12月27日，五粮液高质量倍增工程10万吨生态酿酒项目（二期）投窖仪式顺利举行。五粮液股份公司党委副书记、总经理华涛致辞表示，希望投产车间坚持品质为基、匠心酿造，加强过程管理、细节管控，尽快形成高质量产品，打造成为五粮液“新时代车间”；希望各参建单位高标准、高效率、高质量推进项目建设；希望公司全体员工敢为人先、真抓实干，进一步筑牢五粮液品质根基，提升五粮液高质量发展能级，擦亮“大国浓香、和美五粮”的金字招牌（来源于酒业家）。

据西凤酒1月3日消息，西凤特别推出龙年纪念酒，该产品以西凤经典瓶型为基础，融入龙年元素及60年历史大事记元素，精选1964、1976、1988、2000、2012、2024六个龙年的基酒，每瓶定价6600元，限量发行21912瓶（来源于微酒）。

#### 5、备忘录：关注泸州老窖1月10日股东会召开

下周（1月6日-1月12日），将有4家公司召开股东大会。

**表1：最近重大事件备忘录：关注泸州老窖1月10日股东会召开**

日期	公司	股东会
2025/1/9	山西汾酒	山西省汾阳市(14:30)
2025/1/10	立高食品	广东省广州市(14:30)
2025/1/10	泸州老窖	四川省泸州市(15:30)
2025/1/10	日辰股份	山东省青岛市(14:00)

资料来源：Wind、开源证券研究所

**表2：关注 12 月 29 日发布的行业周报**

报告类型	报告名称	时间
行业点评	11 月电商数据分析：多品类线上延续良好销售表现，关注酒类及休闲零食	12 月 19 日
行业周报	五粮液释放积极信号，微信小店催生新型消费场景	12 月 22 日
行业点评	11 月社零增速环比回落，政策支持性品类增速较好	12 月 23 日
公司点评	西麦食品：春节销售预期乐观，成本改善释放利润弹性	12 月 26 日
行业周报	贵州茅台明确战略方向，青岛啤酒有望再续新篇	12 月 29 日

资料来源：Wind、开源证券研究所

**表3：重点公司盈利预测及估值**

公司名称	评级	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
贵州茅台	买入	1475.0	68.21	76.98	87.78	21.6	19.2	16.8
五粮液	买入	135.4	8.72	9.70	10.65	15.5	14.0	12.7
泸州老窖	买入	119.7	11.18	13.60	16.28	10.7	8.8	7.4
洋河股份	增持	81.8	6.79	6.99	7.36	12.0	11.7	11.1
山西汾酒	买入	178.0	10.52	12.35	14.69	16.9	14.4	12.1
口子窖	增持	37.5	3.18	3.47	3.79	11.8	10.8	9.9
古井贡酒	增持	172.0	11.16	13.94	17.51	15.4	12.3	9.8
金徽酒	增持	18.6	0.78	0.97	1.19	23.9	19.2	15.7
伊利股份	买入	29.3	1.83	1.82	1.98	16.0	16.1	14.8
新乳业	增持	15.1	0.64	0.75	0.89	23.6	20.1	17.0
双汇发展	增持	26.0	1.41	1.51	1.59	18.4	17.2	16.3
中炬高新	增持	21.3	0.90	1.10	1.41	23.6	19.3	15.1
涪陵榨菜	增持	13.8	0.76	0.83	0.92	18.1	16.6	14.9
海天味业	买入	44.3	1.12	1.27	1.44	39.6	34.9	30.8
恒顺醋业	增持	7.7	0.13	0.15	0.19	59.2	51.3	40.5
西麦食品	增持	16.0	0.59	0.82	1.01	27.2	19.5	15.9
嘉必优	买入	17.8	0.74	0.92	1.15	24.1	19.4	15.5
绝味食品	增持	15.5	1.01	1.17	1.30	15.3	13.2	11.9
煌上煌	增持	8.1	0.18	0.23	0.31	44.8	35.0	26.0
广州酒家	增持	16.0	0.90	1.06	1.23	17.8	15.1	13.0
甘源食品	买入	89.7	4.54	5.60	6.87	19.8	16.0	13.1
劲仔食品	增持	13.7	0.68	0.86	1.06	20.2	16.0	12.9
天味食品	增持	13.0	0.53	0.60	0.71	24.4	21.6	18.2

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025 年 1 月 3 日，盈利预测均采用开源证券预测值）

## 6、风险提示

宏观经济下行风险、食品安全风险、原料价格波动风险、消费需求复苏低于预期等。



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn