



食品饮料行业研究

买入（维持评级）
行业周报
 证券研究报告

食品饮料组

 分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 分析师：叶韬（执业 S1130524040003）
 liuchengqian@gjzq.com.cn yetao@gjzq.com.cn

 分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）
 chenyujun@gjzq.com.cn

零食受益微信小店新渠道催化，茅台 24 年规划圆满达成

投资建议

白酒板块：从产业层面看，白酒仍处于景气回落阶段，观察当前自上而下政策落地生效斜率，白酒基本面有望在 25 年下旬起逐步企稳。从跨周期的角度看，中期维度酒企业绩 CAGR 录得正增长仍为高概率，目前不少酒企 24E PE 已回落至 15X 及以下。考虑接近 4% 甚至以上的股息率+中期高概率业绩 CAGR 有增长，我们仍推荐对于各赛道头部酒企可择机增配。

短期市场对于白酒板块仍然是“更重短期现实而非中长期预期”，目前对春节白酒动销的预期在双位数左右下滑，短期也可关注春节低预期下反馈还可以对估值修复的催化。整体而言，稳健性配置推荐板块内个体性禀赋较强的高端酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）及区域龙头（古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘等），关注顺周期潜在催化下泛全国化次高端的进攻性配置价值。

零食：微信小店上线“送礼物”功能灰度测试，打开新的渠道和消费场景。我们预计零食最为受益，一是零食电商渠道占比较高，消费者具备一定的网购习惯，近年来抖音等直播电商渠道为零食打开线上空间。另一方面是零食礼盒具备明显的礼赠属性，作为礼品来看客单价较低，属于大众消费品，消费频次上高于其他类礼品。中长期来看，预计随着送礼物功能扩大内测范围、各项优惠政策吸引品牌方进驻，微信小店有望成为常态化的线上消费场景。结合零食历史上几次变革机遇均来自渠道的变化，我们坚定看好本轮产业发展机会，优先推荐品牌力强、新渠道响应速度快、供给品类更为丰富的公司。结合春节旺季催化，推荐盐津、甘源，建议关注劲仔。

餐饮链：近期餐饮链消费需求仍处于弱复苏状态，多数企业具备春节备货红利，12 月出货端边际改善。我们认为后续随着消费政策持续加码，餐饮作为可选消费之一，有望实现较快的量价同步修复，与此相关的啤酒、速冻、复调企业均有望受益。目前从 10-11 月社零可窥见边际改善，我国 11 月社会消费品零售总额 43763 亿元，同比增长 3.0%。按消费类型分，餐饮收入 5802 亿元，同比增长 4.0%，较上月提速 0.8%。展望后续，我们依旧看好估值和 EPS 双击带来的高弹性，建议关注前期受损明显&具备内部改善的个股，推荐青啤、安井、颐海、中炬、酵母。

软饮料：关注消费场景复苏，及具备 α 的强势龙头。Q4 为软饮消费淡季，但具备礼赠属性的养元饮品、承德露露 Q4 环比改善，且凭借高分红具备较强吸引力。展望后续，我们认为市场更多关注需求端修复和竞争格局改善。近年来行业供给端持续优化，为消费者创造新活力，消费者选择更加多样化，预计随着各项促消费政策释放，软饮消费频次有望在旺季迎来复苏。后续推荐大单品稳基本盘+第二曲线高成长的个股，推荐农夫、东鹏，建议关注百润。

风险提示

宏观经济恢复不及预期、区域市场竞争风险、食品安全问题风险。



内容目录

| | |
|--|---|
| 一、周观点：零食受益微信小店新渠道催化，茅台 24 年规划圆满达成..... | 3 |
| 二、行情回顾..... | 4 |
| 三、食品饮料行业数据更新..... | 6 |
| 四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总..... | 7 |
| 五、风险提示..... | 8 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|---|
| 图表 1：周度行情..... | 4 |
| 图表 2：周度申万一级行业涨跌幅..... | 4 |
| 图表 3：周度食品饮料子板块涨跌幅..... | 5 |
| 图表 4：申万食品饮料指数行情..... | 5 |
| 图表 5：周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10..... | 5 |
| 图表 6：非标茅台及茅台 1935 批价走势（元/瓶）..... | 5 |
| 图表 7：白酒月度产量（万千升）及同比（%）..... | 6 |
| 图表 8：高端酒批价走势（元/瓶）..... | 6 |
| 图表 9：国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）..... | 6 |
| 图表 10：中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）..... | 6 |
| 图表 11：啤酒月度产量（万千升）及同比（%）..... | 7 |
| 图表 12：啤酒进口数量（万千升）与均价（美元/千升）..... | 7 |
| 图表 13：近期上市公司重要事项..... | 7 |



一、周观点：零食受益微信小店新渠道催化，茅台 24 年规划圆满达成

● 白酒板块

本周白酒板块事件催化较多，包括：

1) 贵州茅台：披露 2024 年度生产经营情况。期内公司生产茅台酒基酒约 5.63 万吨，系列酒基酒约 4.81 万吨；预计实现营业总收入约 1738 亿元（其中，茅台酒营业收入约 1458 亿元，系列酒营业收入约 246 亿元），同比+15.44%；预计实现归母净利润约 857 亿元，同比+14.67%。

公司 24 年业绩整体符合市场预期、圆满达成年报中营业总收入增长 15% 的目标。茅台酒方面增量主要来源仍是非标，包括公斤装及其他规格飞天茅台。预计 25 年仍会延续该思路，即仍有顺价差的非标继续放量（如生肖、公斤装等），已倒挂的非标控量、重新梳理渠道，加大力度投文创（如醒狮、笙乐等），目的仍是均衡飞天茅台的基础盘。近期飞天茅台价盘震荡下行，原箱批价约 2280 元，预计与 1 月配额陆续到货相关；蛇茅已在 i 茅台开启专场申购（1.1-1.5），单日名额 49999，参考单次申购 2 瓶、日均投放约 10 万瓶；笙乐飞天 1.3-1.5 可答题后参与申购。

2) 五粮液：披露聘任陈翀先生、王源培先生为公司副总经理。陈翀先生曾任五粮液品牌事业部总经理、五粮液集团进出口公司董事长等职务，王源培先生现任公司总经理助理、江苏营销大区总经理等。两位领导年富力强、均有深厚的一线营销工作经验，25 年营销执行提升年公司再拔升营销力可期。

3) 今世缘披露控股股东增持计划，增持金额为 2.7-5.4 亿元，增持价格不超过 46 元/股，增持计划实施期限不超过 12 个月且首次增持与后续增持比例合计不超过 2%。若以增持上限价测算，增持金额占总市值比重约 0.47%~0.94%。公司近期召开年度经销商大会，25 年规划“一条主线、两个确保、三个提升、四个强化”，其中确保主要经济指标增幅高于行业平均水平、确保省外市场增速明显高于省内市场增速。

4) 古井贡酒披露 24 年中期利润分配预案，拟合计派发现金红利 5.29 亿元（含税），参考 24E 归母净利一致预期分红比例 9%。23 年公司股利支付率为 51.8%。

5) 洋河股份披露 24 年中期利润分配预案，拟合计派发现金红利 35.1 亿元（含税），参考 24E 归母净利一致预期分红比例 42%。公司此前披露 24-26 年现金分红规划，分红比例不低于 70% 且不低于 70 亿元，若以 70 亿元测算公司 24E 股息率约 5.7%。

在此前茅五泸汾已经披露 24 年中期利润分配预案，头部酒企股息率已较不错。从产业层面看，白酒仍处于景气回落阶段，观察当前自上而下政策落地生效斜率，白酒基本面有望在 25 年下旬起逐步企稳。从跨周期的角度看，中期维度酒企业绩 CAGR 录得正增长仍为高概率，目前不少酒企 24E PE 已回落至 15X 及以内。

考虑接近 4% 甚至以上的股息率+中期高概率业绩 CAGR 有增长，我们仍推荐对于各赛道头部酒企可择机增配。短期市场对于白酒板块仍然是“更重短期现实而非中长期预期”，目前对春节白酒动销的预期在双位数左右下滑，短期也可关注春节低预期下反馈还可以对估值修复的催化。整体而言，稳健性配置推荐板块内个体禀赋较强的高端酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）及区域龙头（古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘等），关注顺周期潜在催化下泛全国化次高端的进攻性配置价值。

● 大众品板块

零食：微信小店上线“送礼物”功能灰度测试，打开新的渠道和消费场景。我们预计零食最为受益，一是零食电商渠道占比较高，消费者具备一定的网购习惯，近年来抖音等直播电商渠道为零食打开线上空间。另一方面是零食礼盒具备明显的礼赠属性，作为礼品来看客单价较低，属于大众消费品，消费频次上高于其他类礼品。中长期来看，预计随着送礼物功能扩大内测范围、各项优惠政策吸引品牌方进驻，微信小店有望成为常态化的线上消费场景。结合零食历史上几次变革机遇均来自渠道的变化，我们坚定看好本轮产业发展机会，优先推荐品牌力强、新渠道响应速度快、供给品类更为丰富的公司。结合春节旺季催化，推荐盐津、甘源，建议关注劲仔。

餐饮链：近期餐饮链消费需求仍处于弱复苏状态，多数企业具备春节备货红利，12 月出货端边际改善。我们认为后续随着消费政策持续加码，餐饮作为可选消费之一，有望实现较快的量价同步修复，与此相关的啤酒、速冻、复调企业均有望受益。目前从 10-11 月社零可窥见边际改善，我国 11 月社会消费品零售总额 43763 亿元，同比增长 3.0%。按消费类型分，餐饮收入 5802 亿元，同比增长 4.0%，较上月提速 0.8%。展望后续，我们依旧看好估值和 EPS 双击带来的高弹性，建议关注前期受损明显&具备内部改善的个股，推荐青啤、



安井、颐海、中炬、酵母。

软饮料：关注消费场景复苏，及具备α的强势龙头。Q4为软饮消费淡季，但具备礼赠属性的养元饮品、承德露露Q4环比改善，且凭借高分红具备较强吸引力。展望后续，我们认为市场更多关注需求端修复和竞争格局改善。近年来行业供给端持续优化，为消费者市场创造新活力，消费者选择更加多样化，预计随着各项促消费政策释放，软饮消费频次有望在旺季迎来复苏。后续推荐大单品稳基本盘+第二曲线高成长的个股，推荐农夫、东鹏，建议关注百润。

二、行情回顾

本周（12.30-1.3）食品饮料（申万）指数收于17369点（-4.14%），沪深300指数收于3775点（-5.17%），上证综指收于3211点（-5.55%），深证综指收于1856点（-7.87%），创业板指收于2016点（-8.57%）。

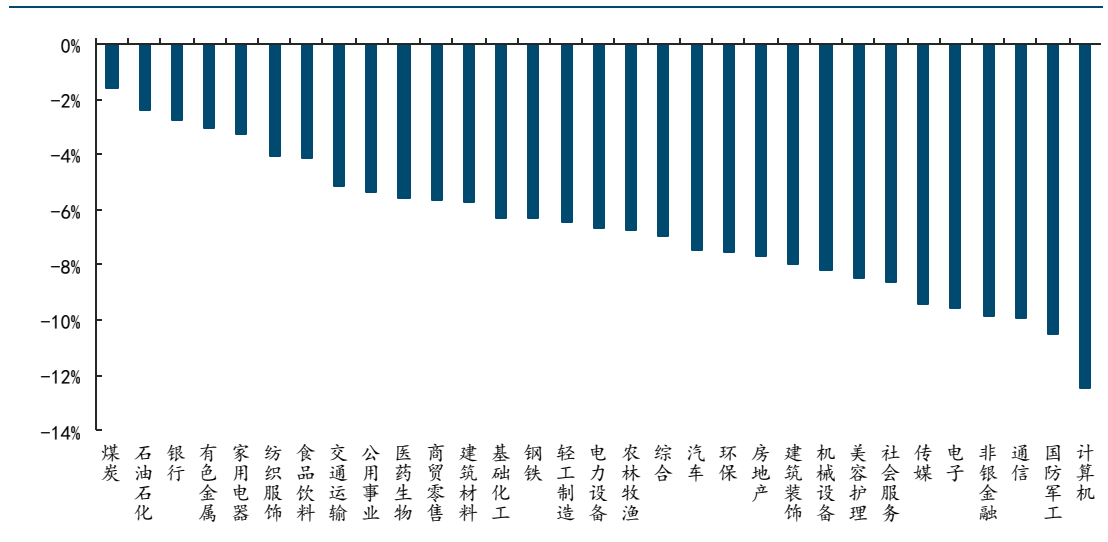
图表1：周度行情

| 指数 | 周度收盘价 | 本周涨跌幅 | 25年至今涨跌幅 |
|----------|-------|--------|----------|
| 申万食品饮料指数 | 17369 | -4.14% | -3.28% |
| 沪深300 | 3775 | -5.17% | -4.06% |
| 上证综指 | 3211 | -5.55% | -4.19% |
| 深证综指 | 1856 | -7.87% | -5.16% |
| 创业板指 | 2016 | -8.57% | -5.87% |

来源：Ifind，国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看，周度涨跌幅前三的行业为煤炭（-1.61%）、石油石化（-2.43%）、银行（-2.75%）。

图表2：周度申万一级行业涨跌幅

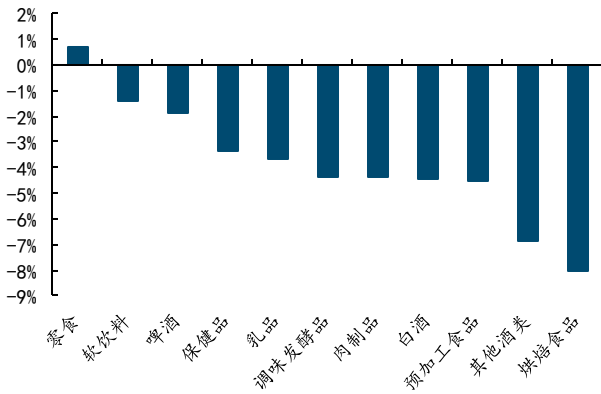


来源：Ifind，国金证券研究所

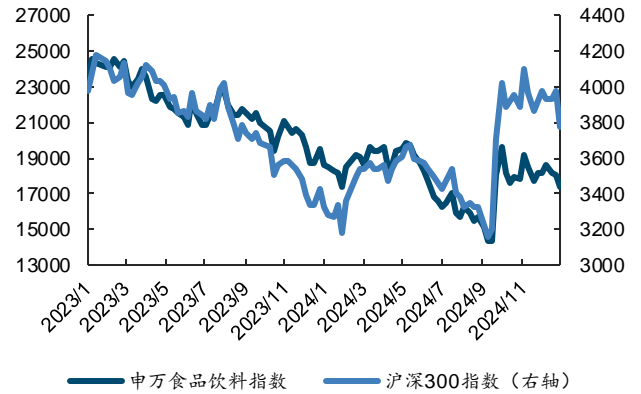
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为零食（+0.69%）、软饮料（-1.39%）、啤酒（-1.89%）。



图表3: 周度食品饮料子板块涨跌幅



图表4: 申万食品饮料指数行情



来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所

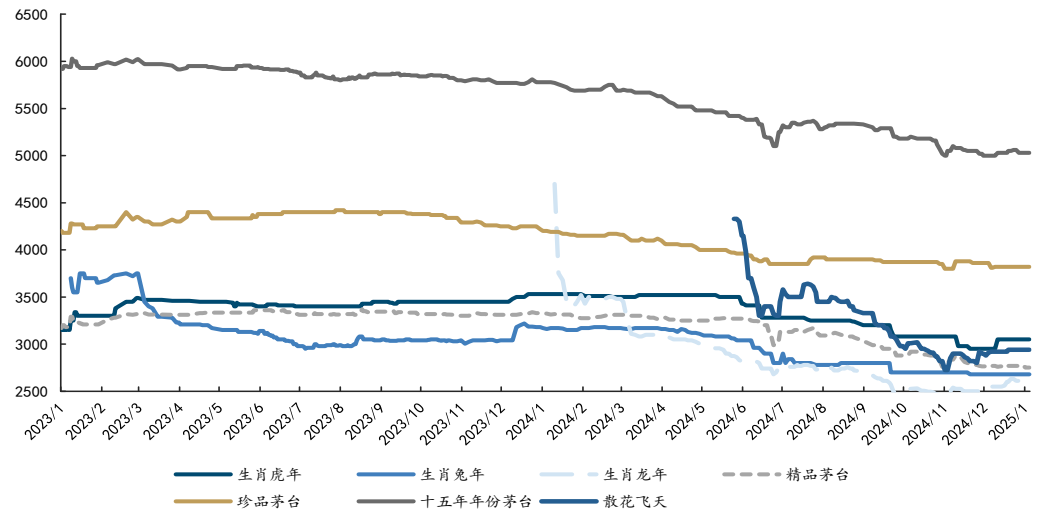
从个股表现来看, 周度涨跌幅居前的为: 交大昂立 (+46.37%)、莲花控股 (+15.10%)、皇台酒业 (+10.28%)、黑芝麻 (+9.43%)、佳隆股份 (+4.87%) 等。涨跌幅靠后的为: 西部牧业 (-19.92%)、皇氏集团 (-17.34%)、华统股份 (-16.72%)、香飘飘 (-15.80%)、桂发祥 (-14.51%) 等。

图表5: 周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10

| 涨跌幅前十名 | 涨幅 (%) | 涨跌幅后十名 | 跌幅 (%) |
|--------|--------|--------|--------|
| 交大昂立 | 46.37 | 西部牧业 | -19.92 |
| 莲花控股 | 15.10 | 皇氏集团 | -17.34 |
| 皇台酒业 | 10.28 | 华统股份 | -16.72 |
| 黑芝麻 | 9.43 | 香飘飘 | -15.80 |
| 佳隆股份 | 4.87 | 桂发祥 | -14.51 |
| 新乳业 | 4.86 | 舍得酒业 | -13.45 |
| 盐津铺子 | 4.52 | 酒鬼酒 | -12.63 |
| 好想你 | 4.36 | 品渥食品 | -12.42 |
| 来伊份 | 3.04 | 水井坊 | -12.06 |
| ST 春天 | 2.25 | 得利斯 | -12.03 |

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 周涨跌幅不考虑新股上市首日涨跌幅)

图表6: 非标茅台及茅台 1935 批价走势 (元/瓶)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 25 年 1 月 4 日)



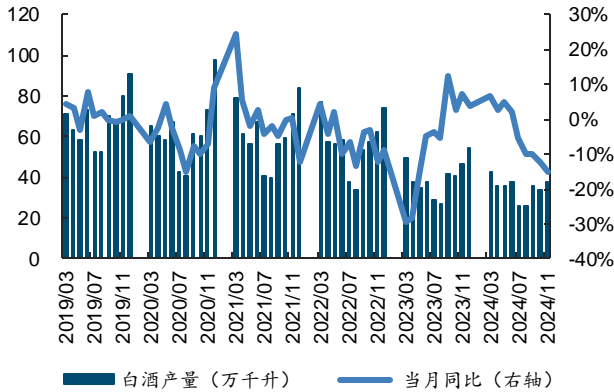
三、食品饮料行业数据更新

■ 白酒板块

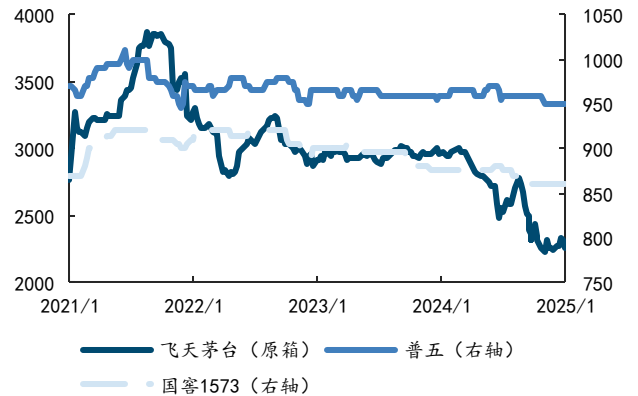
2024年11月，全国白酒产量37.50万千升，同比-15.20%。

据今日酒价，1月4日，飞天茅台整箱批价2250元（环周-60元），散瓶批价2220元（环周+10元），普五批价950元（环周持平），高度国窖1573批价860元（环周持平）。

图表7：白酒月度产量（万千升）及同比（%）



图表8：高端酒批价走势（元/瓶）



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至24年11月）

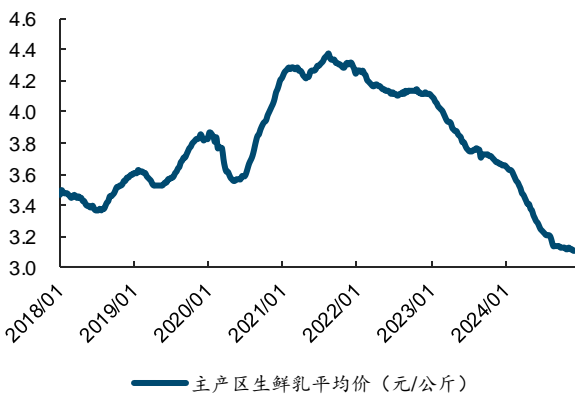
来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据更新至25年1月4日）

■ 乳制品板块

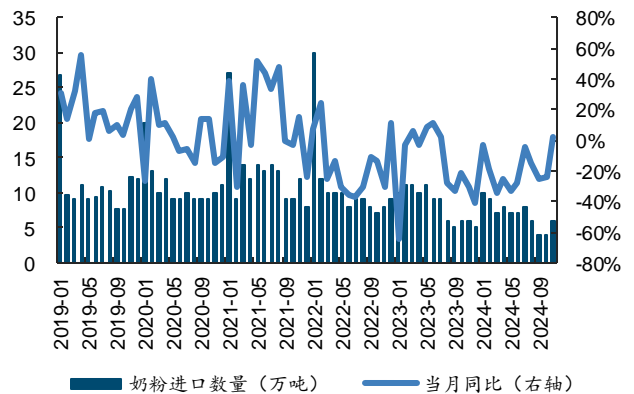
2024年12月27日，我国生鲜乳主产区平均价为3.11元/公斤，同比-15.0%，环比持平。

2024年1~11月，我国累计进口奶粉76.0万吨，累计同比-19.7%；累计进口金额为57.2亿美元，累计同比-14.5%。其中，单11月进口奶粉6.0万吨，同比+2.9%；进口金额5.18亿元，同比+27.9%。

图表9：国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）



图表10：中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至24年12月27日）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至24年11月）

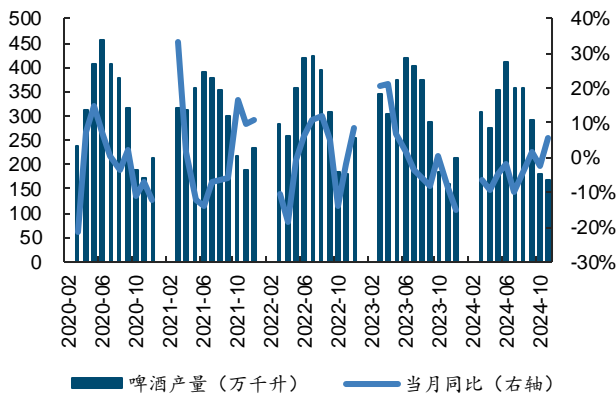
■ 啤酒板块

2024年11月，我国啤酒产量为169.50万千升，同比+5.70%。

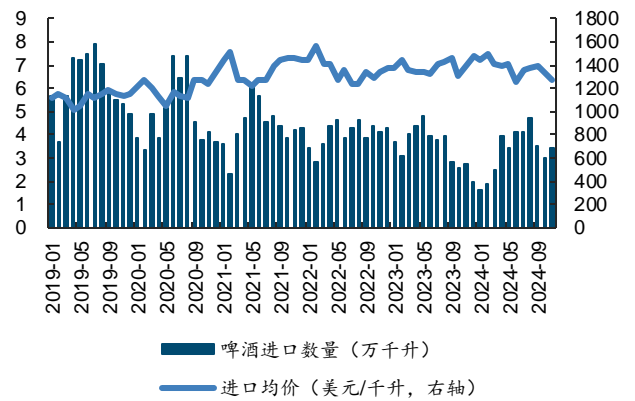
2024年1~11月，我国累计进口啤酒数量为36.31万千升，同比-8.8%；进口金额4.97亿美元，同比-9.4%。其中，单11月进口数量3.44万千升，同比+25.5%；进口金额0.44亿美元，同比+15.3%。



图表11: 啤酒月度产量(万千升)及同比(%)



图表12: 啤酒进口数量(万千升)与均价(美元/千升)



来源: Ifind, 国金证券研究所(注: 数据更新至24年11月)

来源: Ifind, 国金证券研究所(注: 数据更新至24年11月)

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

■ 公司及行业要闻

2024年11月,广州市规模以上企业啤酒产量7.07万千升,同比增长4.6%;1-11月,啤酒产量90.30万千升,同比下降7.9%。(糖酒快讯)

2024年11月,北京市规模以上企业饮料酒产量6.8万千升,同比下降2.4%;2024年1-11月,饮料酒产量132.6万千升,同比增长0.1%。(糖酒快讯)

12月31日,泸州市第九届人民代表大会第四次会议开幕。泸州市长余先河代表泸州市人民政府作工作报告。报告提出,2025年,力争白酒(食品)产业营收突破1500亿元。支持江阳经开区创建国家级经开区,支持古蔺经开区打造1000亿级园区,支持纳溪经开区、泸县经开区、合江经开区打造500亿级园区。(糖酒快讯)

12月31日,四川古蔺郎酒销售有限公司召开全国经销商会议。会上,郎酒股份总经理汪博炜宣布:郎酒2024年度回款、出货,在2023年基础上再次双创新高。郎酒集团董事长汪俊林在会上确定了2025年郎酒“强壮、稳健、增长”的发展原则,号召厂商携手,相互成就,厂商命运共同体打胜仗,冬天的担当必定赢得秋天的收获。(糖酒快讯)

■ 近期上市公司重要事项

图表13: 近期上市公司重要事项

| 日期 | 公司 | 事项 |
|-------|------|----------------|
| 1月9日 | 山西汾酒 | 2025年第一次临时股东大会 |
| 1月10日 | 泸州老窖 | 2025年第一次临时股东大会 |
| 1月10日 | 日辰股份 | 2025年第一次临时股东大会 |
| 1月10日 | 立高食品 | 2025年第一次临时股东大会 |
| 1月13日 | 好想你 | 2025年第一次临时股东大会 |
| 1月15日 | 李子园 | 2025年第一次临时股东大会 |
| 1月15日 | 洋河股份 | 2025年第一次临时股东大会 |
| 1月15日 | 古井贡酒 | 2025年第一次临时股东大会 |
| 1月16日 | 元祖股份 | 2025年第一次临时股东大会 |
| 1月16日 | 莲花控股 | 2025年第一次临时股东大会 |
| 1月17日 | 安记食品 | 2025年第一次临时股东大会 |
| 1月17日 | 承德露露 | 2025年第一次临时股东大会 |
| 1月17日 | 春雪食品 | 2025年第一次临时股东大会 |
| 1月20日 | 新乳业 | 2025年第一次临时股东大会 |
| 1月20日 | 劲仔食品 | 2025年第一次临时股东大会 |



| 日期 | 公司 | 事项 |
|-------|------|----------------|
| 1月20日 | 克明食品 | 2025年第一次临时股东大会 |

来源：Ifind，国金证券研究所

五、风险提示

- 宏观经济恢复不及预期——经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏；
- 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策；
- 食品安全问题风险——食品安全问题会对所处行业声誉等造成影响。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-----------------------------------|-----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806 |



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究