

## 珍惜大周期，新质正孕育

### ——食品饮料行业 2025 年度策略报告

推荐|维持

#### 报告要点：

##### ● 食品饮料周期逐步探底，估值处于高性价比区间

1) **社零**：2024年1-11月，我国“粮油、食品”、饮料、烟酒类商品零售额分别为1.96、0.29、0.55万亿元，同比+9.9%、+3.2%、+5.2%。  
2) **上市公司**：2024年前三季度，食品饮料A股上市公司总收入、归母净利润、扣非归母净利润同比+3.92%、+10.43%、+9.27%。分季度看，24Q1-Q3，食品饮料A股上市公司营业总收入分别同比+8.01%、+1.75%、+1.34%，归母净利润分别同比+16.03%、+10.76%、+2.26%。  
3) **估值**：截至2025年1月10日，食品饮料行业整体市值45,789亿元，PE(TTM，整体法，剔除负值)估值为19.90倍，处于过去3/5/10年估值区间的12%/7%/7%分位水平。

##### ● 白酒板块：主动降速提质，分红提升可期

1) **主动降速提质，着眼长远经营**。2024年前三季度，白酒上市公司收入为3,400.63亿元，同比+9.27%，归母净利润为1,316.97亿元，同比+10.68%，增速较前三年有所下降。分季度来看，2024年Q1-3，白酒上市公司收入增速分别为14.67%、10.57%、0.73%，Q3白酒企业主动降速去渠道库存，归母净利润增速分别为15.75%、11.76%、2.05%，利润率表现持续稳健。

2) **提升分红回报股东，板块股息优势凸显**。白酒企业现金流稳健，领先上市酒企业绩兑现能力强，随着上市酒企扩产高峰期进入尾声，白酒企业近年来分红比例提升；此外，当前白酒板块估值低位，在降息背景下，白酒板块凸显性价比，股息回报率表现较优异。

##### ● 大众品：细分赛道表现亮眼，分红性价比优势凸显

1) **细分赛道表现亮眼**：a) 软饮料、零食板块业绩表现靓丽，软饮料板块在能量饮料带动下，业绩表现靓丽，零食板块乘风量贩零食及兴趣电商风潮快速增长；b) 乳品、熟食、啤酒、调味发酵品、零食板块原料成本回落释放成本红利；c) 肉制品板块猪肉价回升，屠宰利润率提升；d) 冷冻烘焙食品成为烘焙食品增长最快子赛道，逆势实现增长；e) 黄酒板块焕新年轻化，业绩逆势增长。

2) **大众品板块分红性价比凸显**。2024年，大众品各板块中，熟食、零食、软饮料、保健品、烘焙食品分红率超过3%。

##### ● 投资建议

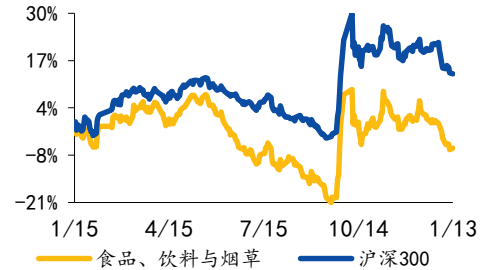
**白酒**：1) 高端白酒：高端白酒企业护城河宽阔，持续受益集中度提升，业绩韧性强，同时在强品牌力及规模优势下，盈利能力及现金流表现优异，分红率及股息率领先，推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖；2) 势能向上的区域领先酒企：推荐迎驾贡酒、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、金徽酒；3) 低估值及边际有望改善标的：口子窖、天佑德酒、水井坊、华致酒行、老白干酒。

**大众品**：1) 基本面稳健，细分市场格局占优的个股，推荐伊利股份、新乳业、东鹏饮料等；2) 成本压力改善，盈利能力修复的个股，推荐双汇发展、青岛啤酒、重庆啤酒、海天味业、天味食品、紫燕食品等；3) 景气度上行，红利期兑现的细分行业，如休闲零食，推荐三只松鼠等；4) 现金流稳健、高股息率低估值的性价比个股，推荐养元饮品、中国飞鹤、汤臣倍健、安井食品等。

##### ● 风险提示

消费复苏不及预期风险、市场竞争过剧风险、政策调整风险。

#### 过去一年市场行情



资料来源：Ifind

#### 相关研究报告

《国元证券行业研究-食品饮料行业 2024 年中报总结：行业调整蓄势，业绩韧性强》2024.09.26

《国元证券行业研究-白酒行业深度报告：洞察趋势，把握白酒双理性机遇》2024.09.10

#### 报告作者

分析师 邓晖  
执业证书编号 S0020522030002  
电话 021-51097188  
邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊  
执业证书编号 S0020522090001  
电话 021-51097188  
邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

分析师 单蕾  
执业证书编号 S0020524100001  
电话 021-51097188  
邮箱 shanlei@gyzq.com.cn

分析师 黄轩辕  
执业证书编号 S0020524120001  
电话 021-51097188  
邮箱 huangxuanyuan@gyzq.com.cn

## 目 录

1.食品饮料周期逐步探底，估值处于高性价比区间.....	5
1.1 经济层面：政策信号积极，顺周期食品饮料板块有望受益.....	5
1.2 上市公司：业绩逐步探底，零食、软饮料表现较靓丽.....	6
1.3 估值水平：食饮 PE20X，处于历史估值低位.....	8
1.4 基金重仓：白酒、预加工食品、零食板块 Q3 基金重仓超配比率提升.....	10
1.5 股东回报：分红率稳中有升，高股息性价比凸显.....	12
2.白酒板块：主动降速提质，分红提升可期.....	13
3.大众品：细分赛道表现亮眼，分红性价比优势凸显.....	15
3.1 乳品板块：阶段去库存，奶价下行引领利润率提升.....	16
3.2 啤酒板块：高端化放缓，成本回落利好利润率提升.....	18
3.3 肉制品板块：出栏量下降，猪价回升利好屠宰利润率.....	20
3.4 调味发酵品板块：去库存迎拐点，成本红利持续释放.....	21
3.5 保健品板块：线上竞争加剧，海外品牌增速领跑.....	22
3.6 熟食板块：开店增速放缓，板块收入承压.....	24
3.7 烘焙食品板块：成本压力略减，冷冻烘焙公司表现领先.....	25
3.8 其他酒类板块：焕新年年轻化，黄酒企业表现较靓丽.....	26
3.9 零食板块：业绩表现靓丽，量贩零食行业加速整合.....	28
3.10 预加工食品板块：短期增速放缓，不改中长期向好逻辑.....	29
3.11 软饮料板块：功能+健康引领新浪潮，能量饮料市场快速成长.....	30
4.投资建议.....	32
5.风险提示.....	33

## 图表目录

图 1：中国 GDP 及增速.....	5
图 2：中国 M1、M2 同比增速（%）.....	5
图 3：中国社零总额及粮油、食品、饮料、烟酒零售额累计增长情况（%）...	6
图 4：中国社零总额及粮油、食品、饮料、烟酒零售额当月增长情况（%）...	6
图 5：食品饮料 A 股上市公司合计总收入及增速.....	6
图 6：食品饮料 A 股上市公司合计单季度总收入及增速.....	6
图 7：食品饮料 A 股上市公司合计归母净利润及增速.....	7
图 8：食品饮料 A 股上市公司合计单季度归母净利润及增速.....	7
图 9：食品饮料细分行业 A 股上市公司 2024 年前三季度合计总收入、归母净利、扣非归母净利同比增速.....	7
图 10：食品饮料细分行业 A 股上市公司 2024 年单季度合计总收入、归母净利、扣非归母净利同比增速.....	8
图 11：食品饮料近 10 年市盈率（TTM，整体法，剔除负值）.....	8
图 12：食品饮料行业基金重仓占比.....	11
图 13：食品饮料行业基金超配比率.....	11

图 14: 食品饮料 (SW) 板块分红率情况.....	12
图 15: 食品饮料板块年度股息率情况 .....	13
图 16: 中国规上白酒企业收入、利润及增速 .....	13
图 17: 中国规上白酒企业收入增速及烟酒零售额增速对比.....	13
图 18: 中国白酒消费品价格 (元/瓶) .....	14
图 19: 中国规上白酒产量及增速.....	14
图 20: 中国上市白酒企业收入、业绩及增速 .....	14
图 21: 中国上市白酒企业单季度收入、业绩及增速.....	14
图 22: 白酒行业分红率情况 (%) .....	15
图 23: 上市白酒行业股息率情况 (%) .....	15
图 24: 大众品各板块年度股息率情况 .....	16
图 25: 中国上市乳品企业收入、业绩及增速 .....	17
图 26: 中国上市乳品企业单季度收入、业绩及增速.....	17
图 27: 我国生鲜乳产量 .....	17
图 28: 我国生鲜乳主产区平均价.....	17
图 29: 中国上市啤酒企业收入、业绩及增速 .....	18
图 30: 中国上市啤酒企业单季度收入、业绩及增速.....	18
图 31: 全国规上啤酒企业收入、利润总额及增速 .....	18
图 32: 全国规上啤酒企业酿酒总产量及增速 .....	18
图 33: 我国规模以上啤酒企业单价及增速 .....	19
图 34: 我国大麦价格走势.....	19
图 35: 我国啤酒行业主要包材价格 (元/吨) .....	19
图 36: 中国上市肉制品企业收入、业绩及增速.....	20
图 37: 中国上市肉制品企业单季度收入、业绩及增速.....	20
图 38: 我国猪肉价格波动情况 (元/公斤) .....	20
图 39: 我国生猪出栏量情况 .....	20
图 40: 我国能繁母猪存栏量及同比增速.....	21
图 41: 我国生猪出栏量、猪肉产量同比变动 .....	21
图 42: 中国上市调味发酵品企业收入、业绩及增速.....	21
图 43: 中国上市调味发酵品企业单季度收入、业绩及增速.....	21
图 44: 调味品行业主要原材料价格趋势.....	22
图 45: 中国上市保健品企业收入、业绩及增速.....	22
图 46: 中国上市保健品企业单季度收入、业绩及增速.....	22
图 47: 中国保健食品市场规模及增速 .....	23
图 48: 中国保健品线上品类生态.....	23
图 49: 中国上市熟食企业收入、业绩及增速 .....	24
图 50: 中国上市熟食企业单季度收入、业绩及增速.....	24
图 51: 中国卤味熟食门店变化 .....	24
图 52: 中国上市熟食企业门店数变化 (家) .....	24
图 53: 毛鸭主产区平均价.....	25
图 54: 中国上市烘焙食品企业收入、业绩及增速 .....	25
图 55: 中国上市烘焙食品企业单季度收入、业绩及增速 .....	25

图 56: 中国面粉平均批发价格 .....	26
图 57: 中国上市其他酒类企业收入、业绩及增速 .....	27
图 58: 中国上市其他酒类企业单季度收入、业绩及增速 .....	27
图 59: 中国规上黄酒企业收入及增速 .....	27
图 60: 上市黄酒企业收入情况 .....	27
图 61: 中国规上葡萄酒企业产量及增速 .....	28
图 62: 中国规上葡萄酒企业收入及增速 .....	28
图 63: 中国上市零食企业收入、业绩及增速 .....	28
图 64: 中国上市零食企业单季度收入、业绩及增速 .....	28
图 65: 中国零食集合店市场规模及增速 .....	29
图 66: 中国零食集合店开店情况 (家) .....	29
图 67: 中国上市预加工企业收入、业绩及增速 .....	29
图 68: 中国上市预加工企业单季度收入、业绩及增速 .....	29
图 69: 中国预制菜行业市场规模及增速 .....	30
图 70: 中国上市软饮料企业收入、业绩及增速 .....	30
图 71: 中国上市软饮料企业单季度收入、业绩及增速 .....	30
图 72: 我国软饮料市场规模 .....	31
图 73: 我国软饮料市场子品类占比 (按销量, 2023 年) .....	31
图 74: 我国能量饮料市场规模 .....	31
图 75: 我国及部分发达国家能量饮料人均消费量 (2021 年) .....	31
表 1: 食品饮料板块及其子板块市值、市盈率 (截至 25/1/10) .....	10
表 2: 食品饮料细分板块基金重仓占比 .....	11
表 3: 食品饮料细分板块基金超配比率 (PCT) .....	12
表 4: 核心上市酒企增长目标 .....	15
表 5: 重点公司估值表 .....	32

## 1. 食品饮料周期逐步探底，估值处于高性价比区间

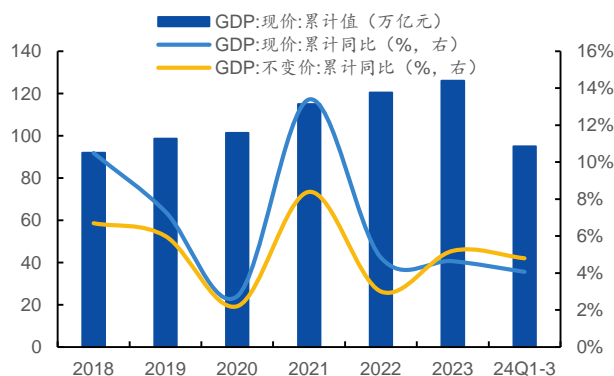
### 1.1 经济层面：政策信号积极，顺周期食品饮料板块有望受益

**2024 年前三季度我国 GDP（现价）/GDP（不变价）分别同增 4.06%/4.80%。**2024 年前三季度，我国 GDP（现价）为 94.97 万亿元，同比增长 4.06%，以 GDP 不变价计算同比增长 4.80%。

**2024 年 6 月以来 M2 增速呈现逐月提升趋势。**2024 年 10 月末，我国 M1、M2 分别为 63.34、309.71 万亿元，同比增速分别为-6.10%、7.50%，M2 增速自 2024 年 6 月起呈现逐月提升趋势，2024 年 10 月 M1 与 M2 增速剪刀差的缺口环比 9 月有所缩窄。

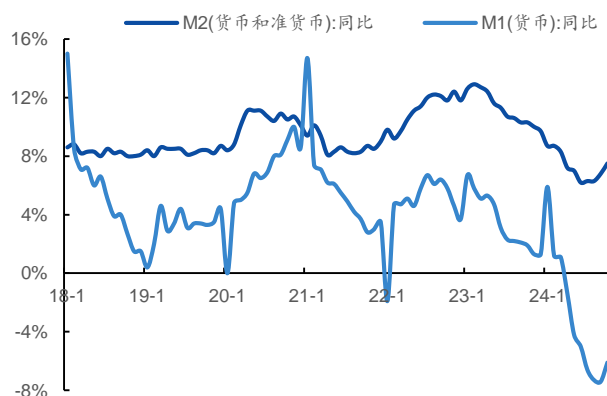
**财政、货币政策齐发力，大力提振消费，全方位扩大国内需求。**近期，中共中央政治局召开会议，提出 2025 年将实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加强超常规逆周期调节，大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求，稳住楼市股市，改善民生等政策指引方向；随后的中央经济工作会议明确，将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”作为 2025 年重点任务。政策积极信号持续释放，有望推动国内消费迎来复苏拐点，食品饮料作为顺周期板块有望受益。

图 1：中国 GDP 及增速



资料来源：ifind、国家统计局、国元证券研究所整理

图 2：中国 M1、M2 同比增速 (%)

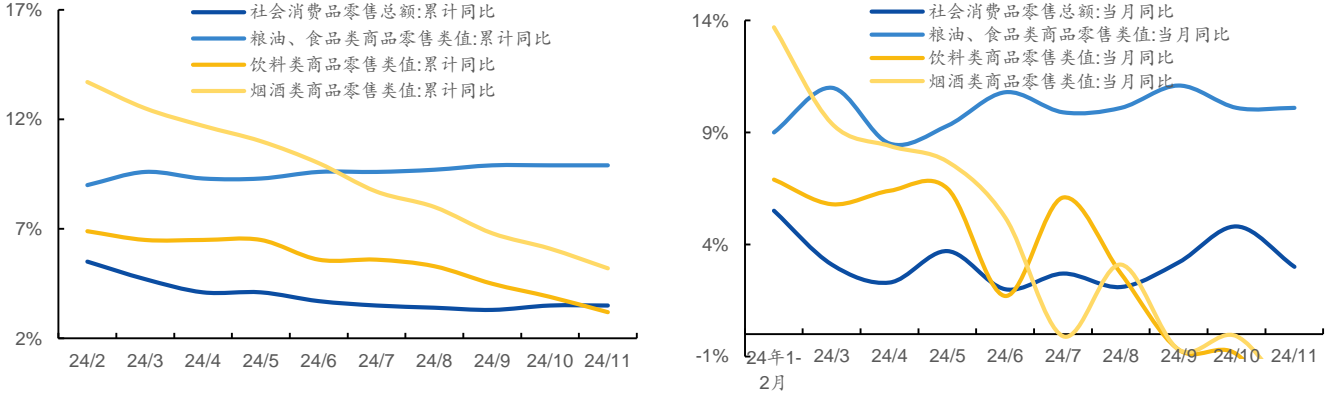


资料来源：ifind、中国人民银行、国家统计局、国元证券研究所整理

**粮油、食品社零增速稳健，饮料、烟酒社零增速下半年受到高基数等因素影响有所放缓。**2024 年 1-11 月，我国社零总额 44.27 万亿元，同比+3.50%，粮油、食品、饮料、烟酒类商品零售额为 2.80 万亿元，其中“粮油、食品”、饮料、烟酒类商品零售额分别为 1.96、0.29、0.55 万亿元，同比+9.90%、+3.20%、+5.20%；分月度看，粮油、食品增速较稳健，饮料、烟酒增速受到 2023 年下半年基数较高等因素影响有所放缓。



图 3：中国社零总额及粮油、食品、饮料、烟酒零售额累计图 4：中国社零总额及粮油、食品、饮料、烟酒零售额当月增长情况 (%)



资料来源：国家统计局、Iifind、国元证券研究所整理

资料来源：国家统计局、Iifind、国元证券研究所整理

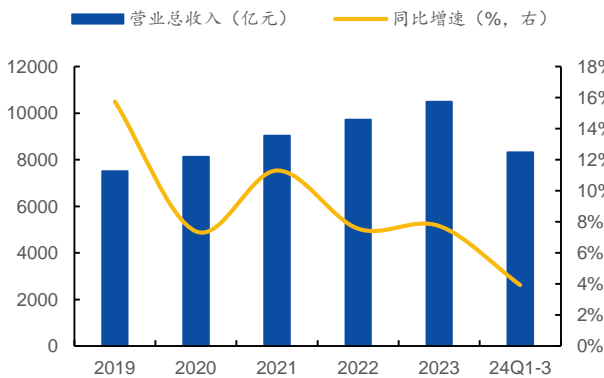
### 1.2 上市公司：业绩逐步探底，零食、软饮料表现较靓丽

2024 年前三季度，食品饮料 A 股上市公司总收入、归母净利润、扣非归母净利润同比 +3.92%、+10.43%、+9.27%。2024 年前三季度，食品饮料 A 股上市公司（使用 SW 食品饮料指数作为样本，下同）总收入为 8314.94 亿元，同比+3.92%，归母净利润为 1792.35 亿元，同比+10.43%，扣非归母净利润为 1739.24 亿元，同比+9.27%。

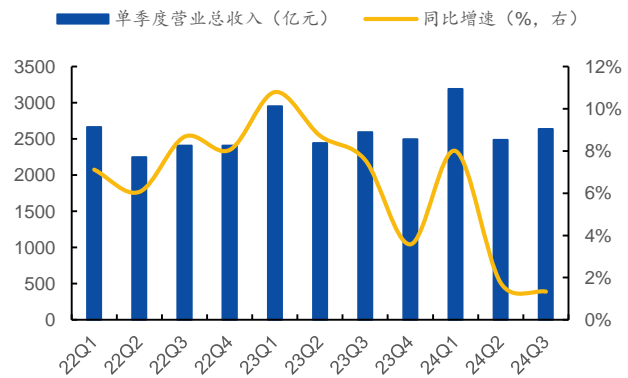
食品饮料 A 股上市公司总收入、归母净利润、扣非归母净利润同比增速逐季有所放缓。分季度看，24Q1-Q3，食品饮料 A 股上市公司营业总收入分别同比+8.01%、+1.75%、+1.34%，归母净利润分别同比+16.03%、+10.76%、+2.26%，扣非归母净利润分别同比+14.39%、+8.45%、+2.80%，收入、归母净利润、扣非归母净利润单季度同比增速逐季有所放缓。

图 5：食品饮料 A 股上市公司合计总收入及增速

图 6：食品饮料 A 股上市公司合计单季度总收入及增速



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

图 7：食品饮料 A 股上市公司合计归母净利润及增速

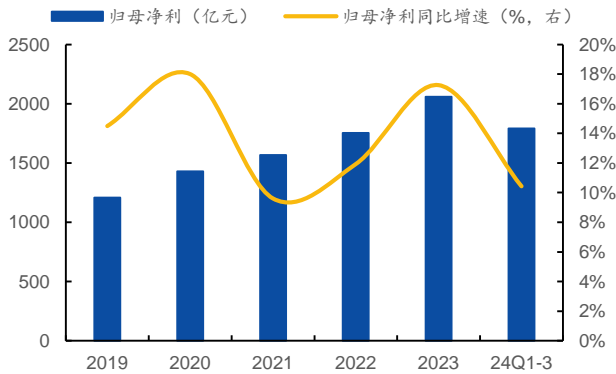
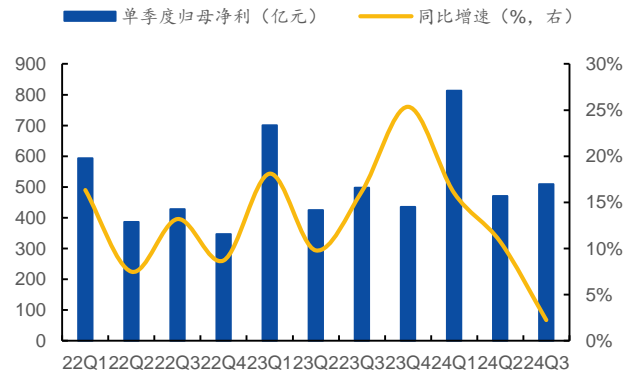


图 8：食品饮料 A 股上市公司合计单季度归母净利润及增速

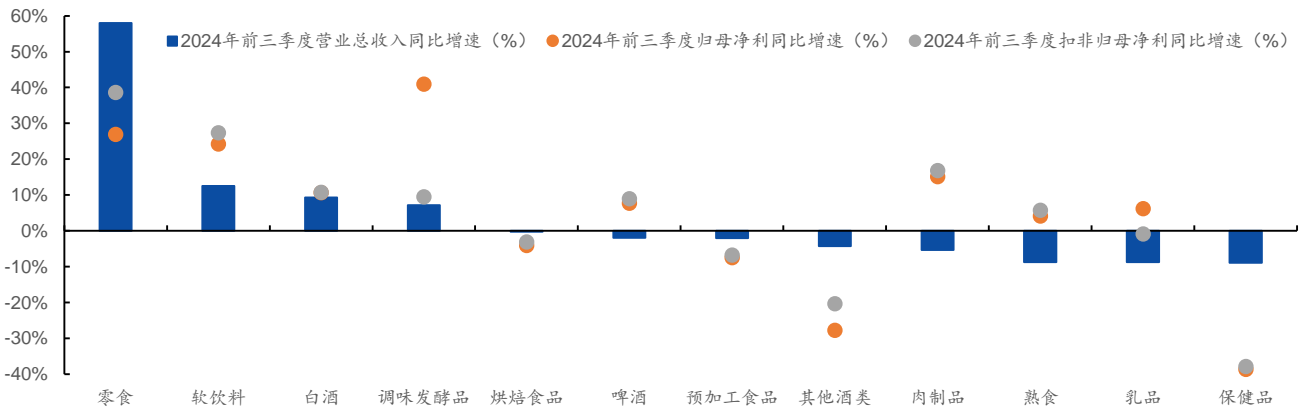


资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

零食、软饮料表现靓丽，白酒持续稳健。分板块看，2024 年前三季度，零食、软饮料、白酒、调味发酵品行业 A 股上市公司合计总收入、归母净利润、扣非归母净利润均实现正增长；啤酒、肉制品、熟食受原料价下降贡献，归母净利润、扣非归母净利润实现正增长。

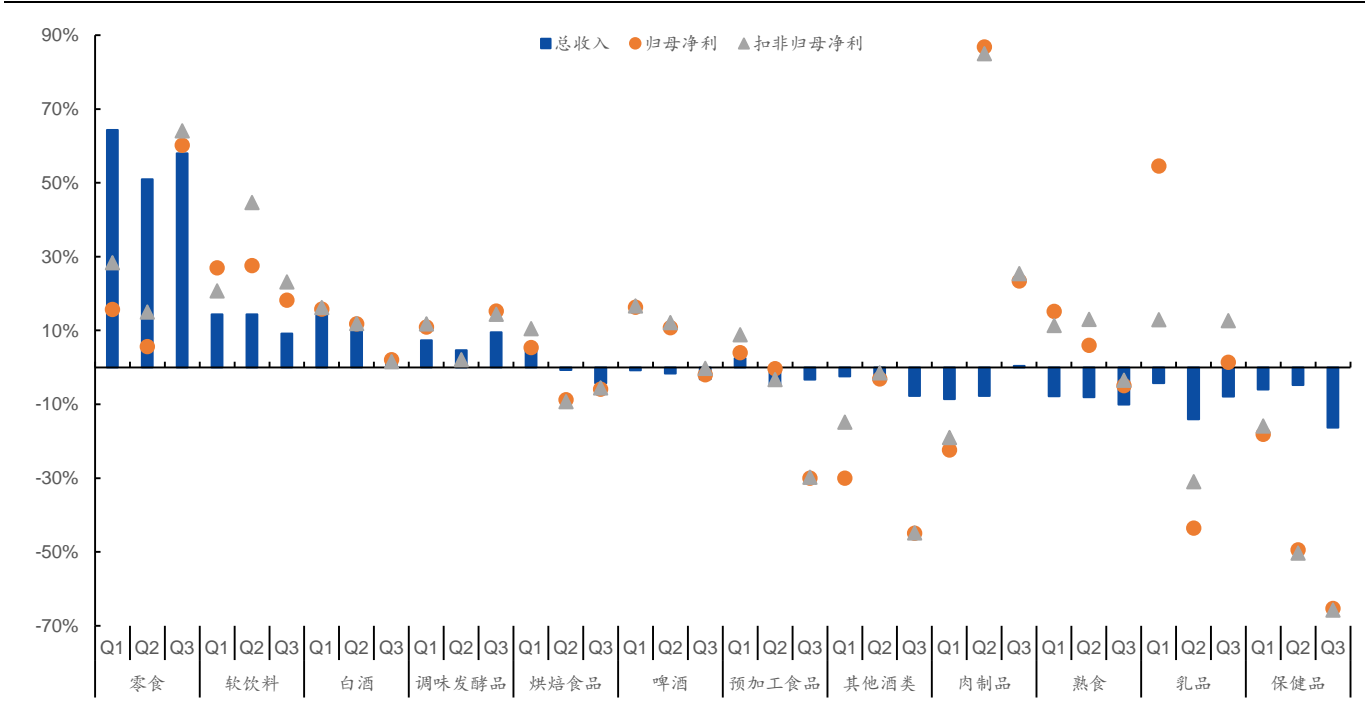
图 9：食品饮料细分行业 A 股上市公司 2024 年前三季度合计总收入、归母净利润、扣非归母净利润同比增长速



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

零食、软饮料、白酒、调味发酵品前三个季度收入、利润均保持正增长。分季度来看，2024 年 Q1-3，零食、软饮料、白酒、调味发酵品行业 A 股上市公司单季度总收入、归母净利润、扣非归母净利润均保持正增长，其中零食、调味发酵品 Q3 同比增速环比 Q2 有所提升，软饮料、白酒同比增速 Q3 环比 Q2 有所降速；肉制品 24Q3 收入增速转正，主要由于 5 月下旬猪价上涨；乳品 Q3 收入降幅缩窄，奶价下行贡献利润同比实现增长。

图 10：食品饮料细分行业 A 股上市公司 2024 年单季度合计总收入、归母净利润、扣非归母净利润同比增速



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

注：调味发酵品 24Q3 归母净利润增速过大（+238.60%），未在图中显示。

### 1.3 估值水平：餐饮 PE20X，处于历史估值低位

餐饮 PE（TTM）估值 20 倍，处于历史估值低位。截至 2025 年 1 月 10 日，食品饮料行业整体市值 45,789 亿元，PE（TTM，整体法，剔除负值）估值为 19.90 倍，处于过去 3/5/10 年估值区间的 12%/7%/7%分位水平。2024 年 6 月 27 日，餐饮 PE（TTM）估值跌破过往 10 年估值低位，2024 年 9 月 18 日，餐饮 PE（TTM）估值达到近 10 年最低 16.81 倍。

图 11：食品饮料近 10 年市盈率（TTM，整体法，剔除负值）



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理



白酒、啤酒、调味发酵品、熟食估值处于历史低位。参考 2025 年 1 月 10 日估值数据，细分板块看：

1) 白酒板块 PE (TTM) 估值为 18.61 倍，处于近 3 年估值区间的 8%分位水平，近 10 年估值区间的 5%分位水平。2024 年 9 月 23 日，白酒板块 PE (TTM) 下降至 16.20 倍，已达到近 10 年估值底部 16.19 倍 (2015/2/6)，即使从更长周期看 (2000 年至今)，除 2013、2014 年受到塑化剂、限制三公消费等影响白酒行业产生戴维斯双杀的时期外，白酒行业 PE 估值均高于此水平。目前，白酒行业 PE 估值略有回升，但仍位于历史估值中较低的位置，但目前白酒上市公司的市场规模、竞争格局以及高端化的消费者教育已优于上一次去库存周期，增强了白酒上市公司的投资胜率。

2) 啤酒板块 PE (TTM) 估值为 22.29 倍，处于近 3 年估值区间的 15%分位水平，近 10 年估值区间的 9%分位水平。2024 年 9 月 18 日，啤酒板块 PE (TTM) 估值下降至近 10 年最低水平、17.88 倍，主要受到消费市场疲软以及啤酒高端化进程放缓等因素影响，随着 2025 年消费刺激政策陆续出台以及啤酒企业积极应对，啤酒作为消费需求韧性较强的大众品有望受益。

3) 熟食板块 PE (TTM) 估值为 26.12 倍，处于近 3 年估值区间的 5%分位水平，近 10 年估值区间的 3%分位水平。2024 年 8 月 22 日，熟食 PE (TTM) 估值下降至 21.17 倍，主要由于熟食可选消费属性较强，受到了消费市场疲软以及开店扩张速度放缓等因素影响。熟食作为强顺周期板块，未来随着消费市场复苏，业绩和估值有望展现较大弹性。

4) 乳品板块 PE (TTM) 估值为 17.96 倍，处于近 3 年估值区间的 21%分位水平，近 10 年估值区间的 13%分位水平。2024 年 9 月 18 日，乳品 PE (TTM) 估值下降至 13.23 倍，主要受今年以来渠道去库存等因素影响。

5) 零食板块 PE (TTM) 估值为 32.33 倍，处于近 3 年估值区间的 56%分位水平，近 10 年估值区间的 21%分位水平。2024 年 8 月 22 日，零食板块 PE (TTM) 估值跌至近 10 年最低水平、19.26X。由于量贩零食业态快速发展，相关企业和产业链受益；整体来看，零食企业作为可选消费标的，具有一定的顺周期属性。

6) 烘焙食品 PE (TTM) 估值为 21.76 倍，处于近 3 年估值区间的 20%分位水平，近 10 年估值区间的 4%分位水平。2024 年 9 月 18 日，烘焙食品板块 PE (TTM) 估值跌至近 10 年最低水平、17.00X。

7) 预加工食品 PE (TTM) 估值为 19.30 倍，处于近 3 年估值区间的 14%分位水平，近 10 年估值区间的 1%分位水平。2024 年 9 月 18 日，预加工食品 PE (TTM) 估值下降至近 10 年最低水平、15.20 倍，主要受消费市场疲软等因素影响。

8) 其他酒类 PE (TTM) 估值为 29.53 倍，处于近 3 年估值区间的 16%分位水平，近 10 年估值区间的 10%分位水平。

9) 软饮料板块 PE (TTM) 估值为 32.05 倍，处于近 3 年估值区间的 72%分位水平，近 10 年估值区间的 35%分位水平。目前，软饮料板块估值水平处于历史中枢较高位置，主要得益于软饮料板块中市值居首的东鹏饮料业绩逆势表现靓丽。剔除东鹏，软饮料板块 PE (TTM) 估值为 18.90 倍，处于近 3 年估值区间的 43%分位水平，近

10 年估值区间的 11%分位水平。

10) 调味发酵品板块 PE (TTM) 估值为 25.83 倍, 处于近 3 年估值区间的 11%分位水平, 近 10 年估值区间的 6%分位水平。2024 年 7 月 29 日, 调味发酵品 PE (TTM) 估值下降至 21.72 倍, 处于近 10 年的最低估值水平。调味发酵品作为必选属性较强的大众品, 消费韧性较强, 近年受渠道去库存影响增速, 随着渠道去库存进入尾声, 调味发酵品有望重回稳健增长通道。

11) 保健品 PE (TTM) 估值为 28.00 倍, 处于近 3 年估值区间的 65%分位水平, 近 10 年估值区间的 19%分位水平。近年来, 保健品受线上竞争加剧、消费疲软等因素影响, 短期业绩受到一定的挑战。

12) 肉制品 PE (TTM) 估值为 20.08 倍, 处于近 3 年估值区间的 51%分位水平, 近 10 年估值区间的 26%分位水平。肉制品具有较强的周期属性, 供给端受到养殖周期、猪价等因素影响较大, 消费端亦受到经济和消费波动影响、有一定的顺周期属性。

**表 1: 食品饮料板块及其子板块市值、市盈率 (截至 25/1/10)**

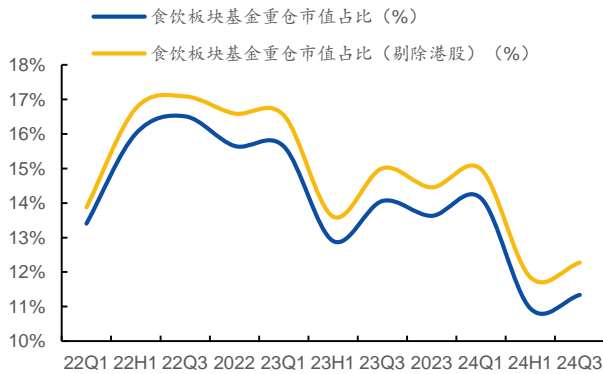
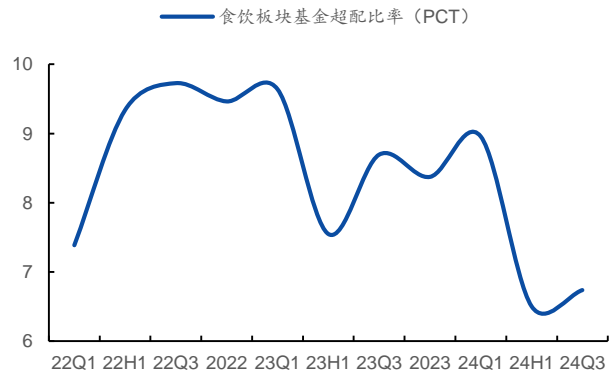
序号	板块	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM, 整体法, 剔除负值)	近 3 年最低市盈率 (TTM, 整体法, 剔除负值)	近 3 年最高市盈率 (TTM, 整体法, 剔除负值)	目前估值所处近 3 年分位水平	近 10 年最低市盈率 (TTM, 整体法, 剔除负值)	近 10 年最高市盈率 (TTM, 整体法, 剔除负值)	目前估值所处近 10 年分位水平
1	食品饮料	45789	19.90	16.81	42.62	12%	16.81 (24/9/18)	61.68 (21/2/10)	7%
2	白酒	31224	18.61	16.20	45.71	8%	16.19 (15/2/6)	68.15 (21/2/10)	5%
3	调味发酵品	3573	25.83	21.72	57.81	11%	21.72 (24/7/29)	87.85 (20/9/2)	6%
4	乳品	2630	17.96	13.23	35.44	21%	13.23 (24/9/18)	49.34 (15/6/12)	13%
5	啤酒	1868	22.29	17.88	46.46	15%	17.88 (24/9/18)	66.92 (20/12/16)	9%
6	软饮料	2061	32.05	22.65	35.80	72%	12.91 (20/2/4)	66.99 (15/6/12)	35%
7	肉制品	1183	20.08	14.25	25.79	51%	14.25 (22/10/31)	36.42 (20/8/28)	26%
8	预加工食品	546	19.30	15.20	45.33	14%	15.20 (24/9/18)	344.18 (15/6/5)	1%
9	其他酒类	668	29.53	22.34	66.01	16%	22.34 (24/9/13)	97.53 (15/6/18)	10%
10	零食	954	32.33	19.26	42.65	56%	19.26 (24/8/22)	82.40 (20/6/1)	21%
11	保健品	451	28.00	15.61	34.61	65%	15.61 (24/2/5)	82.07 (15/3/27)	19%
12	烘焙食品	428	21.76	17.00	40.83	20%	17.00 (24/9/18)	125.02 (15/5/27)	4%
13	熟食	203	26.12	21.17	115.04	5%	21.17 (24/8/22)	206.99 (16/11/11)	3%

资料来源: Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

注: 近 10 年最低市盈率及近 10 年最高市盈率括号中为该市盈率所在日期。

#### 1.4 基金重仓: 白酒、预加工食品、零食板块 Q3 基金重仓超配比率提升

**食品饮料行业基金重仓占比 11.34%。**截至 24Q3 末, 食品饮料行业基金重仓总市值为 3563.82 亿元, 占基金总重仓市值的比例为 11.34%, 同比-2.72pct, 环比+0.39pct; 仅看 A 股数据, 24Q3 末食品饮料行业基金 A 股重仓总市值为 3504.69 亿元, 占基金总重仓市值的比例为 12.27%, 同比-2.74pct, 环比+0.43pct; 食品饮料行业基金超配比率为 6.74pct, 同比-1.96pct, 环比+0.23pct。

**图 12: 食品饮料行业基金重仓占比**

**图 13: 食品饮料行业基金超配比率**


资料来源: Ifind、国元证券研究所整理

资料来源: Ifind、国元证券研究所整理

软饮料今年以来的重仓占比较去年同比提升, 白酒、调味发酵品、预加工食品、零食、其他酒类基金重仓占比环比提升。截至 24Q3, 软饮料基金重仓市值 33.11 亿元, 同比+9.38%, 环比 24H1 末+13.95%, 软饮料重仓市值占基金重仓总市值的比例为 0.11%, 同比+0.002pct, 环比-0.005pct; 24Q3 末, 白酒、调味发酵品、预加工食品、零食、其他酒类的基金重仓市值分别为 3235.23、39.72、30.83、24.03、15.08 亿元, 占基金重仓总市值的比例分别为 10.29%、0.13%、0.10%、0.08%、0.05%, 环比 24H1 末+0.42、+0.01、+0.03、+0.02、+0.01pct。

**表 2: 食品饮料细分板块基金重仓占比**

序号	行业	22Q1	22H1	22Q3	2022	23Q1	23H1	23Q3	2023	24Q1	24H1	24Q3
1	白酒	11.28%	13.64%	14.01%	13.18%	13.29%	10.77%	12.32%	11.88%	12.52%	9.87%	10.29%
2	乳品	0.97%	0.88%	0.79%	0.65%	0.54%	0.54%	0.41%	0.50%	0.49%	0.29%	0.27%
3	啤酒	0.53%	0.68%	0.89%	0.79%	0.88%	0.69%	0.52%	0.37%	0.43%	0.27%	0.24%
4	调味发酵品	0.19%	0.24%	0.20%	0.27%	0.21%	0.19%	0.17%	0.18%	0.15%	0.12%	0.13%
5	预加工食品	0.10%	0.22%	0.25%	0.25%	0.23%	0.24%	0.18%	0.16%	0.07%	0.06%	0.10%
6	软饮料	0.03%	0.05%	0.05%	0.07%	0.07%	0.08%	0.10%	0.09%	0.11%	0.11%	0.11%
7	零食	0.04%	0.03%	0.04%	0.08%	0.10%	0.10%	0.08%	0.11%	0.13%	0.06%	0.08%
8	肉制品	0.12%	0.08%	0.07%	0.04%	0.07%	0.06%	0.07%	0.13%	0.12%	0.08%	0.06%
9	其他酒类	0.06%	0.08%	0.07%	0.13%	0.12%	0.11%	0.09%	0.10%	0.05%	0.04%	0.05%
10	烘焙食品	0.01%	0.03%	0.03%	0.03%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%	0.01%	0.01%	0.01%
11	熟食	0.02%	0.06%	0.08%	0.11%	0.03%	0.03%	0.04%	0.03%	0.01%	0.01%	0.004%
12	保健品	0.03%	0.03%	0.04%	0.05%	0.06%	0.06%	0.04%	0.05%	0.04%	0.03%	0.003%

资料来源: Ifind、国元证券研究所整理

白酒、预加工食品、零食板块获得基金超配且基金超配比率环比提升。食品饮料细分板块中, 24Q3 末, 白酒(超配 7.35pct)、预加工食品(超配 0.04pct)、零食(超配 0.002pct)板块获得基金公司超配; 白酒(环比+0.38pct)、预加工食品(环比+0.03pct)、零食(环比+0.01pct)板块的基金超配比率环比 24H1 末提升, 其他酒类、烘焙食品的基金超配比率环比有所改善。

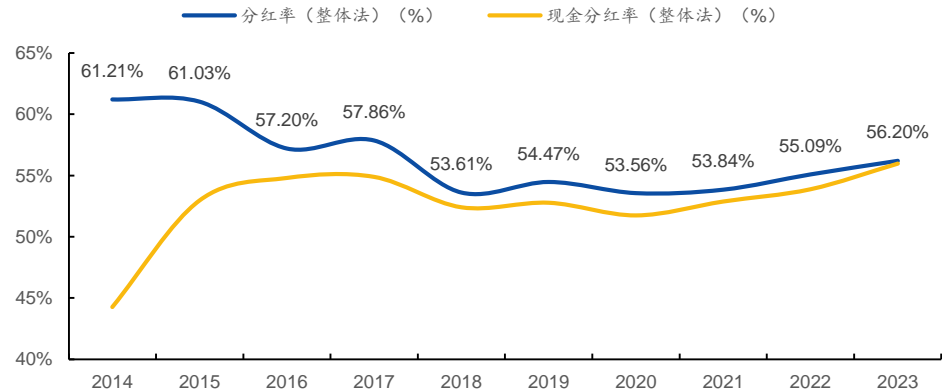
**表 3：食品饮料细分板块基金超配比率（PCT）**

序号	行业	22Q1	22H1	22Q3	2022	23Q1	23H1	23Q3	2023	24Q1	24H1	24Q3
1	白酒	7.45	9.34	9.64	9.39	9.59	7.40	8.80	8.39	9.06	6.97	7.35
2	乳品	0.60	0.50	0.46	0.34	0.27	0.28	0.14	0.23	0.23	0.03	-0.03
3	啤酒	0.09	0.11	0.21	0.20	0.21	0.14	0.05	0.00	0.03	-0.04	-0.06
4	调味发酵品	-0.40	-0.40	-0.44	-0.37	-0.35	-0.25	-0.22	-0.22	-0.24	-0.24	-0.28
5	预加工食品	0.02	0.13	0.16	0.16	0.14	0.16	0.11	0.08	0.00	0.01	0.04
6	软饮料	-0.11	-0.10	-0.09	-0.09	-0.09	-0.07	-0.06	-0.07	-0.06	-0.06	-0.08
7	零食	-0.05	-0.06	-0.05	-0.03	0.01	0.01	0.00	0.03	0.04	-0.01	0.00
8	肉制品	-0.07	-0.08	-0.08	-0.12	-0.08	-0.08	-0.08	-0.02	-0.02	-0.05	-0.07
9	其他酒类	-0.03	-0.01	-0.02	0.03	0.02	0.01	0.00	0.01	-0.02	-0.03	-0.02
10	烘焙食品	-0.06	-0.06	-0.05	-0.05	-0.04	-0.04	-0.04	-0.03	-0.04	-0.04	-0.04
11	熟食	-0.01	0.01	0.02	0.04	-0.01	-0.01	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.02
12	保健品	-0.06	-0.05	-0.04	-0.03	-0.02	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.05

资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

### 1.5 股东回报：分红率稳中有升，高股息性价比凸显

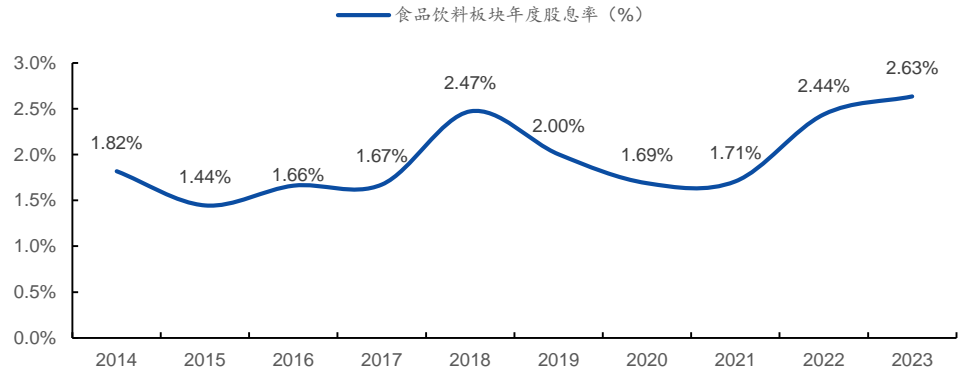
食品饮料板块分红持续稳定，2023 年分红率提升。2023 年食品饮料板块分红率、现金分红率分别为 56.20%、55.97%，同比分别+1.11、+2.09pct。2023 年，白酒、熟食、软饮料、保健品、零食、乳品分红率领先。

**图 14：食品饮料（SW）板块分红率情况**


资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

估值低位凸显股息性价比。食品饮料行业现金流稳健，大部分优质企业分红率稳中有升，当前估值低位，股息回报率优势凸显。2023 年食品饮料板块年度股息率为 2.63%，同比+0.19pct。

图 15: 食品饮料板块年度股息率情况



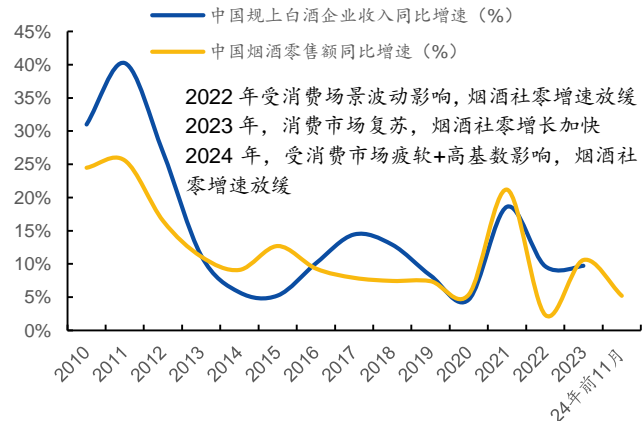
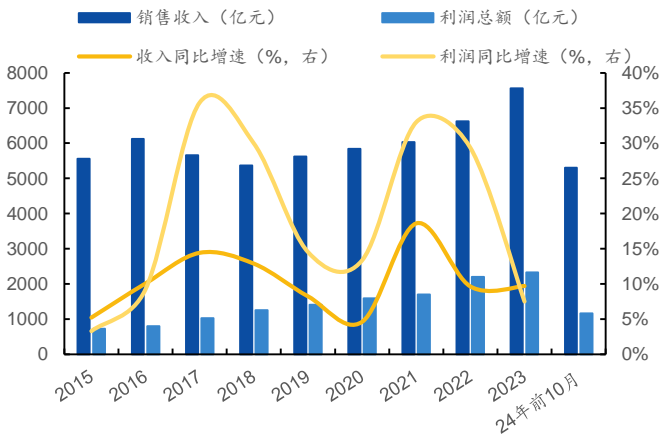
资料来源: Ifind、国元证券研究所整理

## 2.白酒板块: 主动降速提质, 分红提升可期

**2024 年前 11 个月, 中国烟酒零售额同比+5.20%。**2024 年 1-10 月, 全国规上白酒酿造企业营业收入 5300 亿元, 利润 1160 亿元, 占 2023 年全年收入、利润的比例分别为 70%、50%。短期来看, 白酒企业在“缓释垫”一批商的过渡下, 具有一定的抗周期韧性; 但中长期来看, 规上白酒企业收入增速会向酒类零售额增速实现回归, 根据国家统计局数据, 2024 年前 11 个月, 中国烟酒零售额同比+5.20%。

图 16: 中国规上白酒企业收入、利润及增速

图 17: 中国规上白酒企业收入增速及烟酒零售额增速对比



资料来源: 中国酒业协会、茅台公告、酒业家、国元证券研究所整理

资料来源: 公司公告、Ifind、国元证券研究所整理

**白酒消费品价格小幅回落。**从价格来看, 2016-2022 年, 白酒消费品价格进入上涨通道, 2022 年下半年以来, 受消费弱复苏等因素影响, 白酒消费品价格进入调整阶段, 出现小幅回落, 2024 年 3 月高档、中低档白酒消费品价格较 2022 年高点分别回落约 5.00%、3.90%。

**规上企业产量增速环比改善, 逐步趋于平稳。**从产量来看, 2017 年以来, 白酒企业业绩分化态势日益显著, 规上白酒总产量逐年下降, 2023 年规上白酒企业总产量较 2016 年下降 66.93%; 仅观察规上企业自身的产量增速, 16-18 年间仍呈现持续增长

态势，18-23 年产量 CAGR-2.48%，缓慢有所收缩，24 年前 11 个月同比-0.60%，降幅持续缩窄，逐步趋于平稳。

图 18：中国白酒消费品价格（元/瓶）

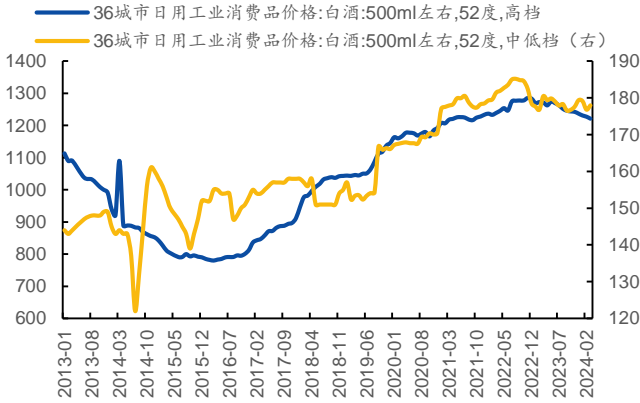
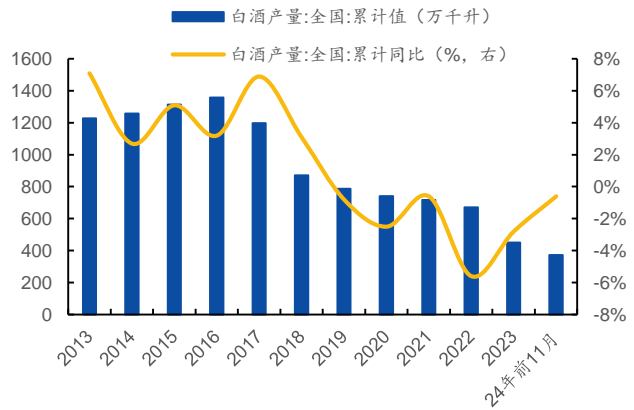


图 19：中国规上白酒产量及增速



资料来源：Iifind、国家发改委、国元证券研究所整理

资料来源：Iifind、国家统计局、国元证券研究所整理

注：白酒规上企业指年主营业务收入达到 2000 万元及以上的企业。

**白酒企业 Q3 主动降速。**从上市公司数据看，2024 年前三季度，白酒上市公司收入为 3,400.63 亿元，同比+9.27%，归母净利为 1,316.97 亿元，同比+10.68%，扣非归母净利为 1311.23 亿元，同比+10.72%，增速较前三年有所下降。分季度来看，2024 年 Q1-3，白酒上市公司收入增速分别为 14.67%、10.57%、0.73%，Q3 白酒企业主动降速去渠道库存，归母净利增速分别为 15.75%、11.76%、2.05%，利润率表现持续稳健。

图 20：中国上市白酒企业收入、业绩及增速

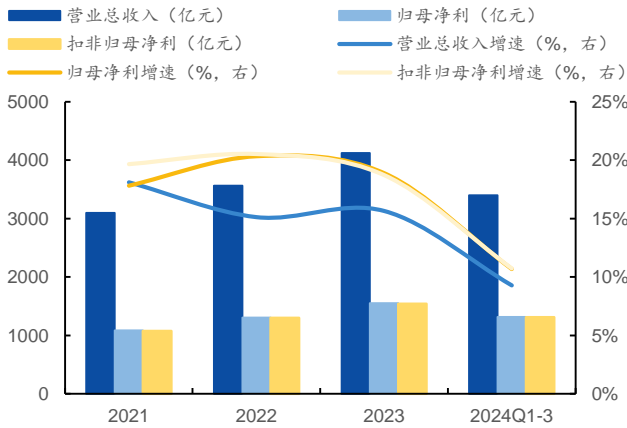
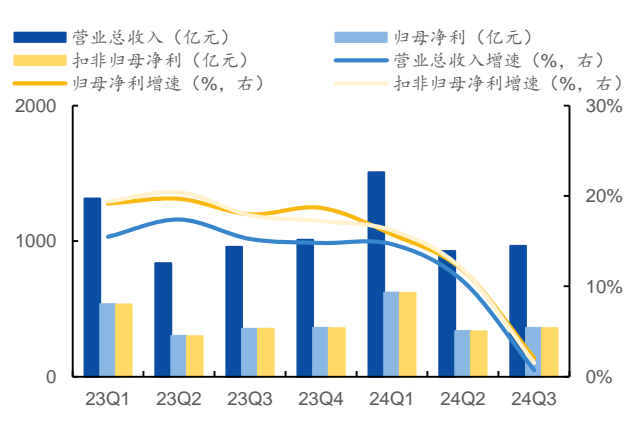


图 21：中国上市白酒企业单季度收入、业绩及增速



资料来源：公司公告、Iifind、国元证券研究所整理

资料来源：公司公告、Iifind、国元证券研究所整理

**部分公司增长节奏略慢于年初目标。**从上市公司前三季度业绩与年初目标看，目前部分公司前三季度节奏略慢于年初增长目标，主要由于 Q3 白酒公司主动增长降速，消化渠道库存。



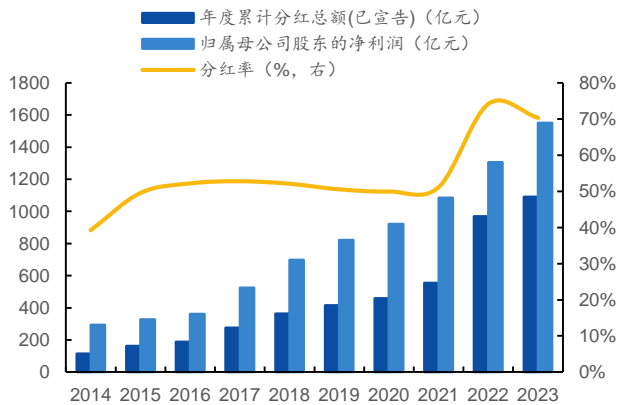
表 4：核心上市酒企增长目标

序号	公司名称	2024 年目标	2024 年前三季度增长情况
1	贵州茅台	营业总收入同比增长 15%左右	营业总收入同比增长 16.91%
2	五粮液	营业总收入双位数增长	营业总收入同比增长 8.60%
3	泸州老窖	营业收入同比增长不低于 15%	营业收入同比增长 10.76%
4	洋河股份	营业收入同比增长 5%-10%	营业收入同比增长-9.14%
5	山西汾酒	营业收入同比增长 20%左右	营业收入同比增长 17.25%
6	古井贡酒	营业收入 244.50 亿元，同比增长 20.72%，利润总额 79.50 亿元，同比增长 25.55%	营业收入 190.69 亿元，同比增长 19.53%，利润总额 66.91 亿元，同比增长 27.36%
7	今世缘	总营收 122 亿元左右，同比增长约 20.79%，净利润 37 亿元左右，同比增长约 17.98%	总营收 99.42 亿元，同比增长 18.85%，净利润 30.86 亿元，同比增长 17.08%
8	金徽酒	营业收入 30 亿元，同比增长 17.76%，净利润 4 亿元，同比增长 24.00%	营业收入 23.28 亿元，同比增长 15.31%，净利润 3.29 亿元，同比增长 22.27%
9	水井坊	收入、净利润同比保持增长	营业收入同比增长 5.56%，净利润同比增长 10.03%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

**提升分红回报股东，板块股息优势凸显。**白酒企业现金流稳健，领先上市酒企业绩兑现能力强，随着上市酒企扩产高峰期进入尾声，白酒企业近年来分红比例提升，2024 年，茅台、五粮液作为行业领先企业，在前三季度进行了 2 次分红，积极回报股东；此外，当前白酒板块估值低位，在降息背景下，白酒板块凸显性价比，股息回报率表现较优异。

图 22：白酒行业分红率情况 (%)



资料来源：公司公告、Ifind、国元证券研究所整理

图 23：上市白酒行业股息率情况 (%)



资料来源：公司公告、Ifind、国元证券研究所整理

### 3.大众品：细分赛道表现亮眼，分红性价比优势凸显

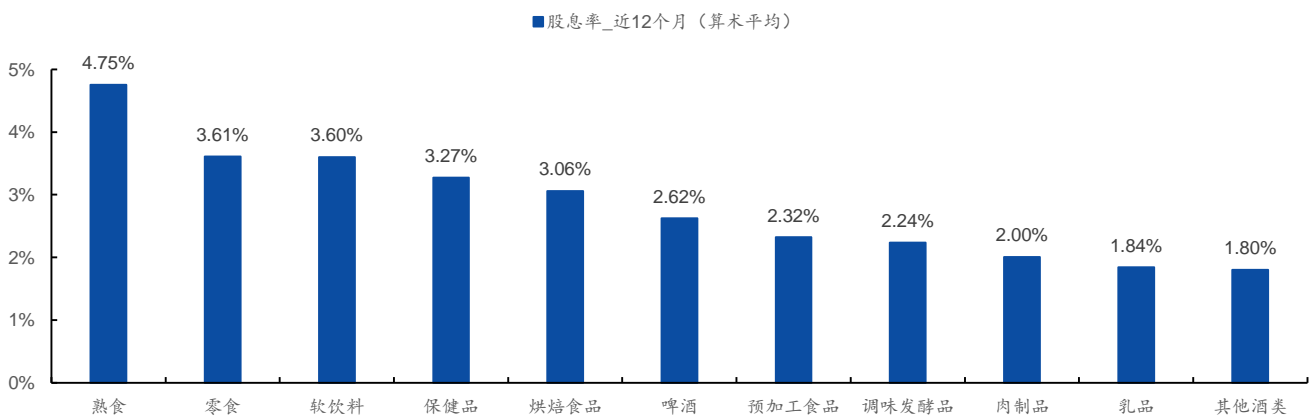
2024 年前三季度，从大众品细分板块来看，

- 1) 软饮料、零食板块业绩表现靓丽：软饮料板块在能量饮料带动下，业绩表现靓丽；零食板块乘风量贩零食风潮快速增长；

- 2) 乳品、熟食、啤酒、调味发酵品、零食板块原料成本回落释放成本红利；
- 3) 肉制品板块猪肉价回升，屠宰利润率提升；
- 4) 冷冻烘焙食品成为烘焙食品增长最快子赛道，逆势实现增长；
- 5) 黄酒板块焕新年轻化，业绩逆势增长。

大众品板块分红性价比凸显。2024年，大众品各板块中，熟食、零食、软饮料、保健品、烘焙食品分红率超过3%。

图 24：大众品各板块年度股息率情况



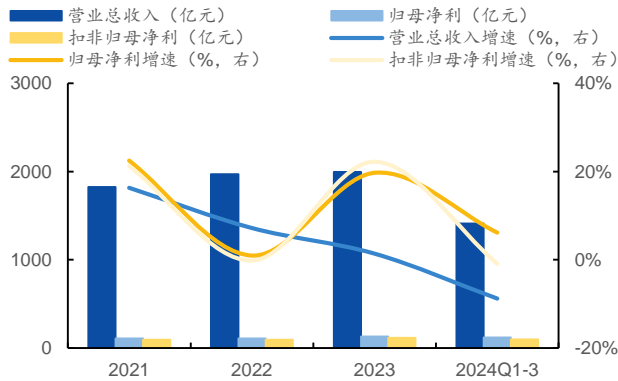
资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

注：根据 2025 年 1 月 10 日市值计算股息率。

### 3.1 乳品板块：阶段去库存，奶价下行引领利润率提升

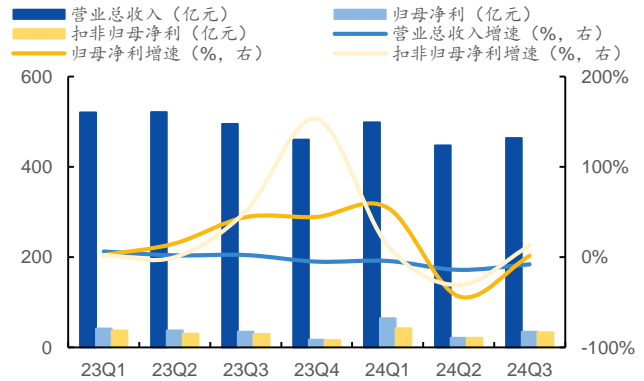
渠道去库存，收入短期下滑；奶价下行背景下，乳品利润率持续提升。2024 年前三季度，乳品上市公司总收入为 1,410.10 亿元，同比-8.76%，归母净利为 120.72 亿元，同比+6.17%，扣非归母净利为 97.83 亿元，同比-0.88%，乳企受渠道去库存影响，收入增速有所放缓，利润率受益奶价下行持续提升。分季度来看，23Q4 以来乳品板块收入出现下滑，23Q4-24Q3 收入分别同比-5.02%、-4.24%、-14.07%、-7.95%，主要由于渠道库存高企，乳企出货放缓，归母净利分别同比+44.38%、+54.54%、-43.52%、+1.36%，扣非归母净利分别同比+153.13%、+12.93%、-30.96%、+12.67%，24Q2 归母净利下降主要由于收入下滑而费用较刚性，24Q3 归母净利及扣非归母净利已恢复正增长。

图 25：中国上市乳品企业收入、业绩及增速



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

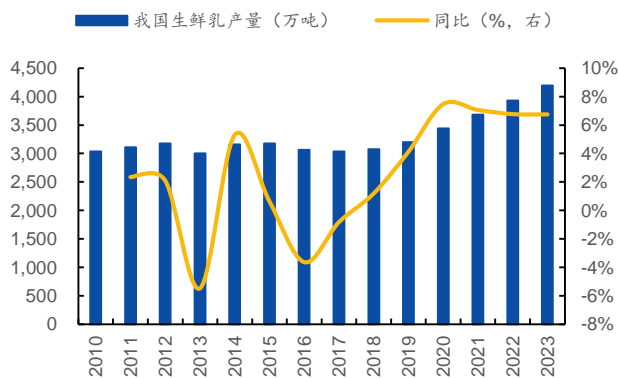
图 26：中国上市乳品企业单季度收入、业绩及增速



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

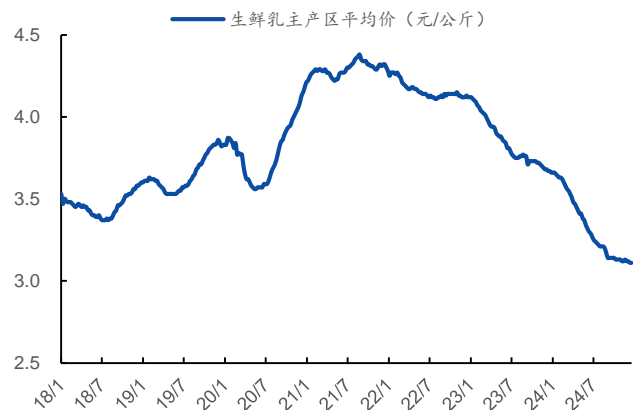
**乳企 25 年成本红利有望持续。**2018 年 6 月，国务院办公厅发布《关于加快推进奶业振兴和保障乳品质量安全的意见》，2019-2022 年间（除 2020 年外），我国奶牛存栏量持续上涨（尚未公布 2023 年数据），带动生鲜乳产量持续提升，2023 年，我国生鲜乳产量达 4196.65 万吨，2018-2023 年 CAGR 为 6.42%。而根据农业农村部数据，2022 年、2023 年终端消费市场需求放缓，连续两年出现负增长，降幅分别为 1.4%、1.9%。受生鲜乳供给增加及供需失衡等因素影响，2021 年 8 月以来，我国原奶价从最高 4.38 元/公斤开始回落，2024 年 12 月 20 日价格为 3.11 元/公斤，回落约 29.00%。展望今年来看，据农业农村部奶站监测，截至 2024 年 8 月，全国奶牛存栏量已连续 6 个月环比下降，但在单产提升带动下，生鲜乳产量持续增长、但增幅持续放缓；综合考虑，2025 年市场供需有望逐步恢复基本平衡，上半年奶价或存在继续下降空间，下半年价格或逐步企稳回升。

图 27：我国生鲜乳产量



资料来源：Iifind、国家统计局、国元证券研究所整理

图 28：我国生鲜乳主产区平均价

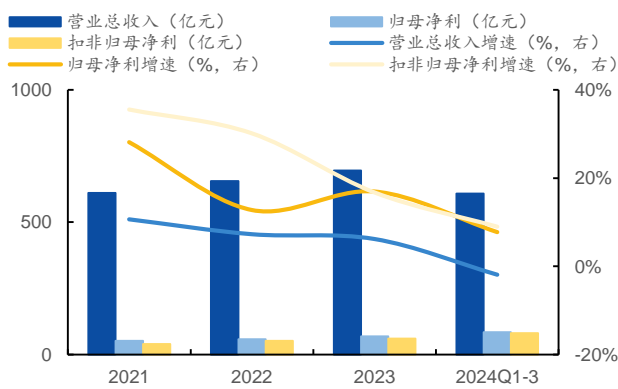


资料来源：农业农村部、Iifind、国元证券研究所整理

### 3.2 啤酒板块：高端化放缓，成本回落利好利润率提升

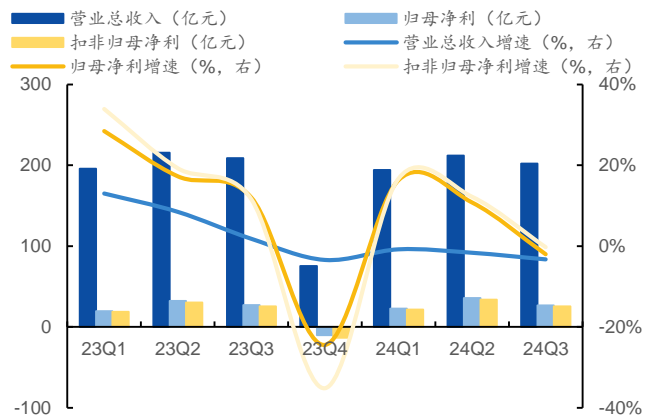
消费疲软影响收入增速，利润率受益原料价回落提升。2024 年前三季度，啤酒上市公司总收入为 608.24 亿元，同比-1.91%，归母净利润为 84.81 亿元，同比+7.73%，扣非归母净利润为 80.88 亿元，同比+8.99%，收入受消费疲软影响有所下滑，利润率受益原料成本回落持续提升。单季度来看，啤酒上市公司总收入 23Q4 出现下滑，23Q4-24Q3 啤酒上市公司总收入分别同比-3.40%、-0.78%、-1.63%、-3.26%，主要受消费疲软影响，归母净利润分别同比-24.49%、+16.27%、+10.75%、-2.05%，扣非归母净利润分别同比-35.20%、+16.64%、+12.15%、-0.30%，23Q4 归母净利润下滑主要由于收入下降而费用较刚性，24 年以来随着低价原料逐步替换公司囤积的高价原料，利润率同比实现提升。

图 29：中国上市啤酒企业收入、业绩及增速



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

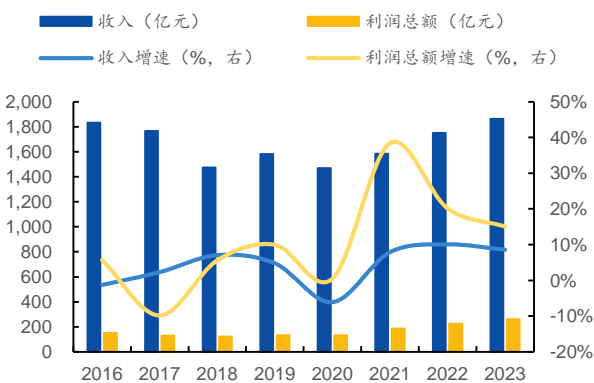
图 30：中国上市啤酒企业单季度收入、业绩及增速



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

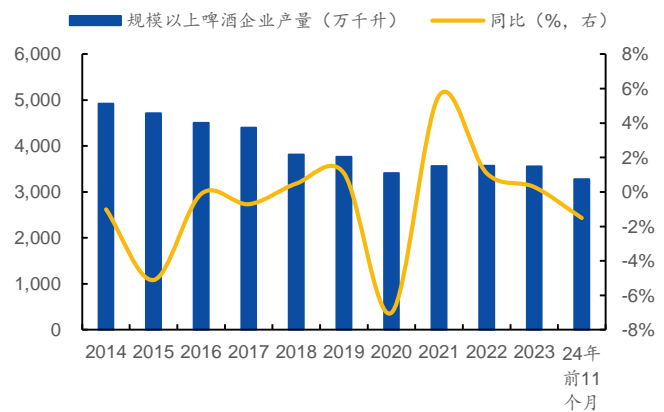
**2024 年规上啤酒收入预计同增 3%。**根据中国酒业协会数据，2024 年，规模以上啤酒企业预计实现销售收入约 1900 亿元，同比增长 3%，增速有所放缓，2021-2023 年收入 CAGR 约为 9.35%；实现利润总额 270 亿元，同比增长 7%，2021-2023 年利润总额 CAGR 约为 17.62%。

图 31：全国规上啤酒企业收入、利润总额及增速



资料来源：中国酒业协会、国元证券研究所整理

图 32：全国规上啤酒企业酿酒总产量及增速

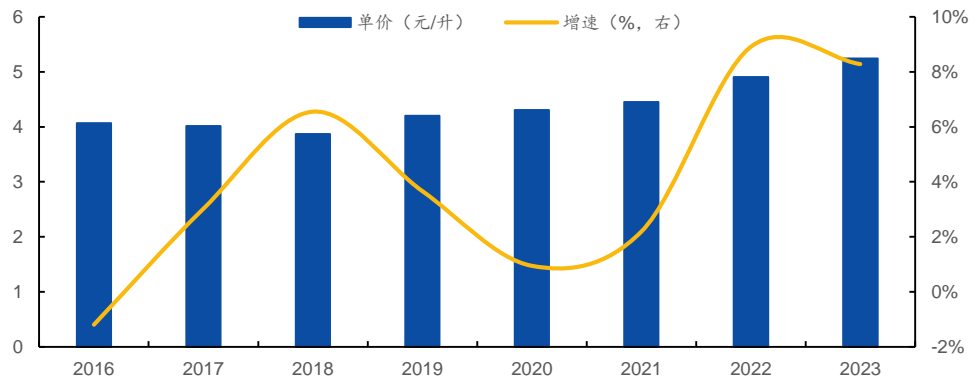


资料来源：iifind、国家统计局、国元证券研究所整理

**2024 年前 11 个月规上啤酒产量同降 1.5%。**从产量看，2024 年前 11 个月，规上啤酒企业总产量为 3,277.4 万千升，同比-1.5%，受消费疲软影响量有所下滑，2021-2023 年规上啤酒产量 CAGR 为 0.7%。

**2024 年啤酒单价有望稳中有升，增速较前两年放缓。**从单价看，2017 年以来，规上啤酒企业平均单价持续提升，2021-2023 年平均单价 CAGR 达 8.59%；根据规上收入和产量估算，2024 年规上啤酒企业单价有望持续提升，但增速较前两年明显有所放缓。

图 33：我国规模以上啤酒企业单价及增速

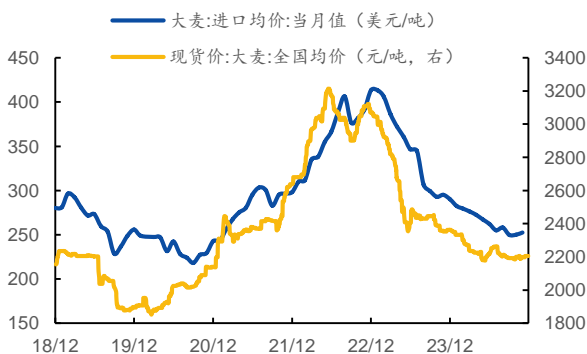


资料来源：中国酒业协会、国家统计局、ifind、国元证券研究所整理

注：单价使用啤酒行业规上收入和产量估算，增速使用  $(1+收入增速)/(1+产量增速)-1$  估算。

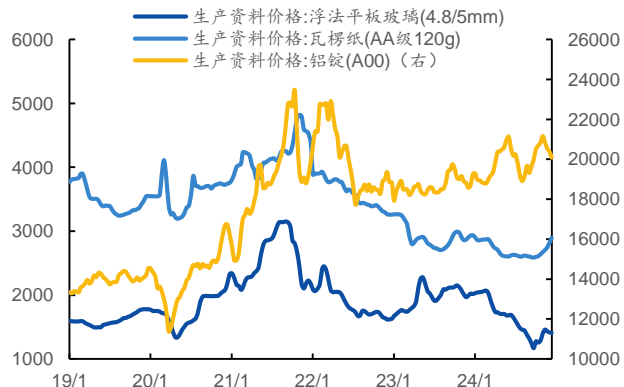
**大麦、玻璃价格持续回落，铝锭价格有所上涨，瓦楞纸价格稳中有降。**啤酒企业原料成本占比在 60%-70% 间波动，其中，酿造原材料/总成本约为 20%，包装材料/总成本接近 50%。2023 年初至今，大麦价格高位持续回落，2024 年以来大表现货价回落约 6.67%，进口均价回落约 12.97%，带动啤酒生产企业利润率提升。此外，啤酒企业包装原材料中，2024 年以来玻璃价格持续回落，瓦楞纸价格稳中略降，铝锭价格有所上涨。

图 34：我国大麦价格走势



资料来源：汇易网、ifind、国元证券研究所整理

图 35：我国啤酒行业主要包材价格（元/吨）

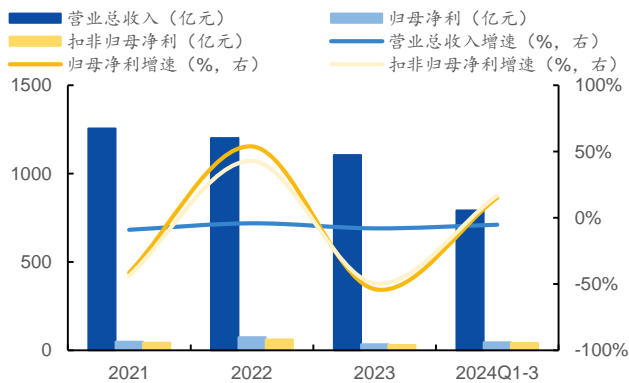


资料来源：国家统计局、ifind、国元证券研究所整理

### 3.3 肉制品板块：出栏量下降，猪价回升利好屠宰利润率

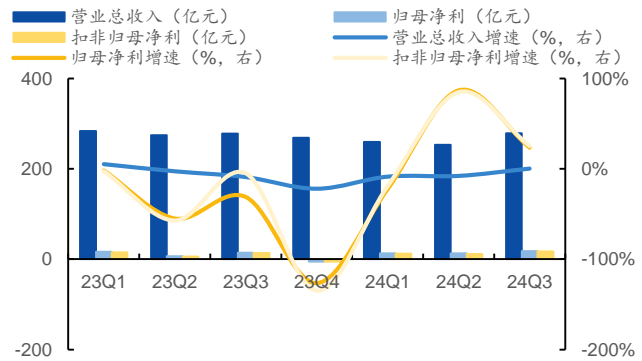
5月起猪价上行，带动24Q2、Q3利润提升。2024年前三季度，肉制品上市公司总收入为792.18亿元，同比-5.32%，归母净利润为44.34亿元，同比+15.10%，扣非归母净利润为41.65亿元，同比+16.78%。分季度来看，24Q1-3，肉制品上市公司总收入分别同比-8.56%、-7.77%、+0.40%，上半年收入下滑主要受猪价低位和消费疲软影响，猪价从5月开始上行，Q3平均猪价高于去年同期水平，带动Q3总收入转正；分季度归母净利润分别同比-22.40%、+86.79%、+23.43%，5月起猪价上行带动肉制品利润大幅提升。

图 36：中国上市肉制品企业收入、业绩及增速



资料来源：ifind、国元证券研究所整理

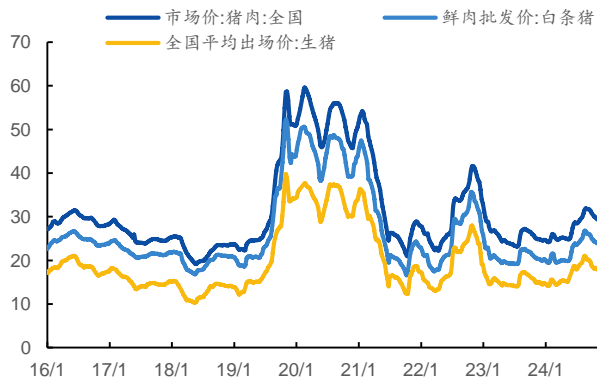
图 37：中国上市肉制品企业单季度收入、业绩及增速



资料来源：ifind、国元证券研究所整理

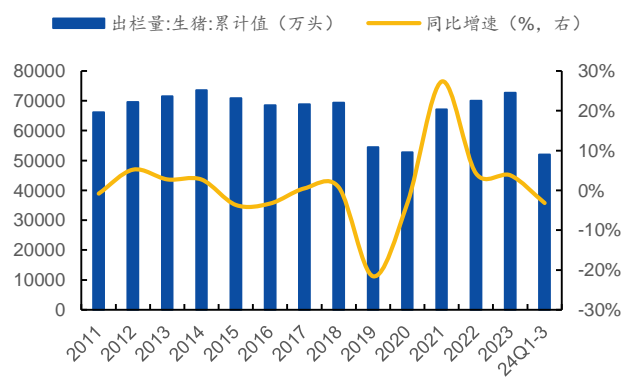
2024年我国平均猪价较2023年有所提升。2022年3月以来，能繁母猪存栏数逐步减少，生猪出栏量自24Q1开始回落，带动猪价自24年5月起回升。2024年，我国平均猪肉、生猪价格较23年提升7.62%、12.75%。

图 38：我国猪肉价格波动情况（元/公斤）



资料来源：农业农村部、商务部、国家发改委、ifind、国元证券研究所整理

图 39：我国生猪出栏量情况



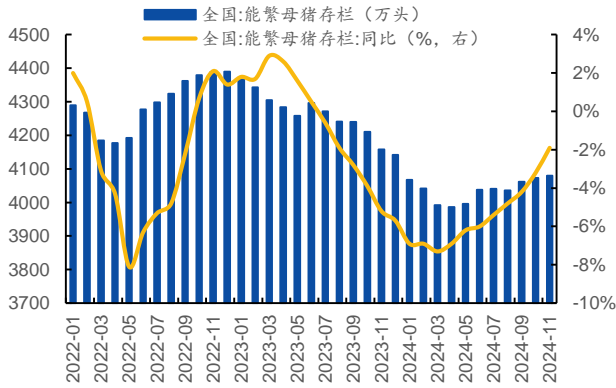
资料来源：国家统计局、ifind、国元证券研究所整理

24年Q2、Q3猪价上行利好肉制品板块利润率，Q4猪价下行或将影响Q4肉制品屠宰业务利润率。分季度来看，24Q1猪价较去年同期有所下降（猪肉、生猪价格分别下降约9.67%、5.48%），5月起猪价上行，带动Q2平均猪价同比提升（猪肉、生猪价格分别提升约7.88%、14.20%），上涨至8月开始回落，带动Q3平均猪肉、生猪价格同比提升约19.07%、23.12%，环比提升约17.03%、19.18%；24Q4平均猪



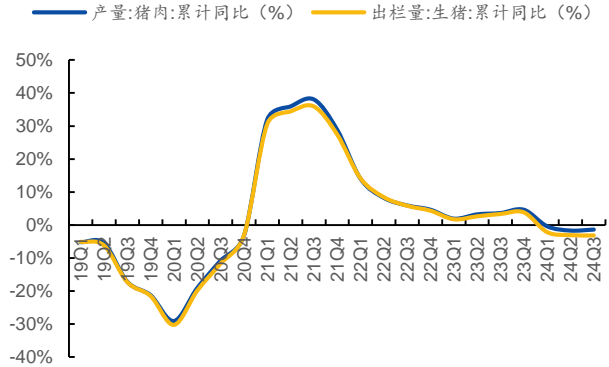
肉、生猪价格同比提升约 15.09%、15.68%，环比 Q3 下降约 5.27%、11.33%，猪价滞涨/下降或将影响 Q4 肉制品屠宰业务的利润率。

图 40：我国能繁母猪存栏量及同比增速



资料来源：农业农村部、ifind、国元证券研究所整理

图 41：我国生猪出栏量、猪肉产量同比变动



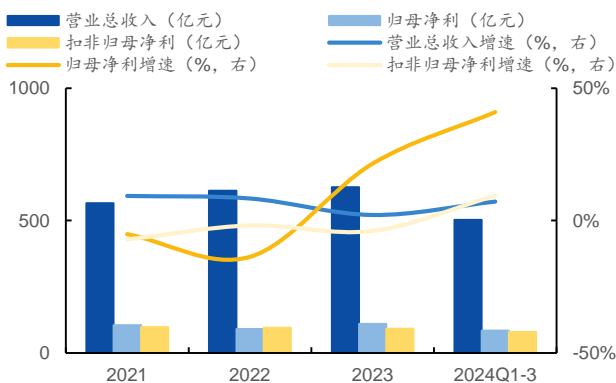
资料来源：国家统计局、ifind、国元证券研究所整理

### 3.4 调味发酵品板块：去库存迎拐点，成本红利持续释放

**原料价回落带动利润率提升。**2024 年前三季度，调味发酵品上市公司总收入为 502.52 亿元，同比+7.19%，经历 23 年去库存，24 年以来收入增长加快；归母净利为 84.49 亿元，同比+40.95%，归母净利变动主要受去年中炬高新未决诉讼的影响，剔除后扣非归母净利为 79.73 亿元，同比+9.45%，原料价回落带动利润率有所提升。

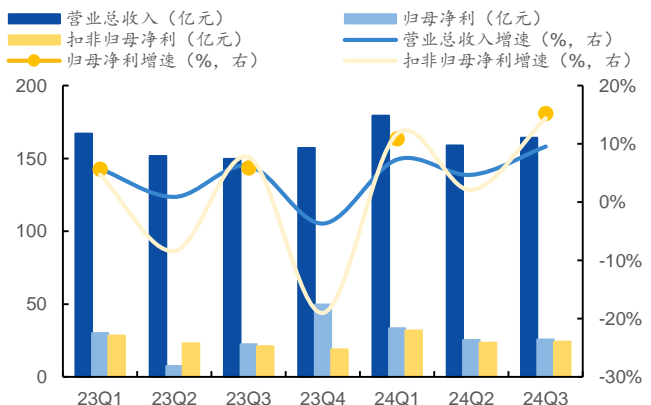
**渠道库存得到较好消化，Q3 收入、业绩环比改善。**分季度来看，24Q1-3，调味发酵品上市公司总收入分别同比+7.33%、+4.70%、+9.55%，考虑到归母净利受到中炬高新未决诉讼影响，从扣非看，调味发酵品上市公司前三个季度扣非归母净利分别同比+11.75%、+2.06%、+14.42%，24Q2 调味发酵品公司经营压力有所加大，利润率受到产品结构、折扣率变动影响，其中，领先企业海天味业、安琪酵母业绩在 24Q2 率先出现改善；随着 24Q2 调味发酵品企业去库存逐步进入尾声，多数上市公司 24Q3 收入、业绩增速环比出现改善。

图 42：中国上市调味发酵品企业收入、业绩及增速



资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

图 43：中国上市调味发酵品企业单季度收入、业绩及增速

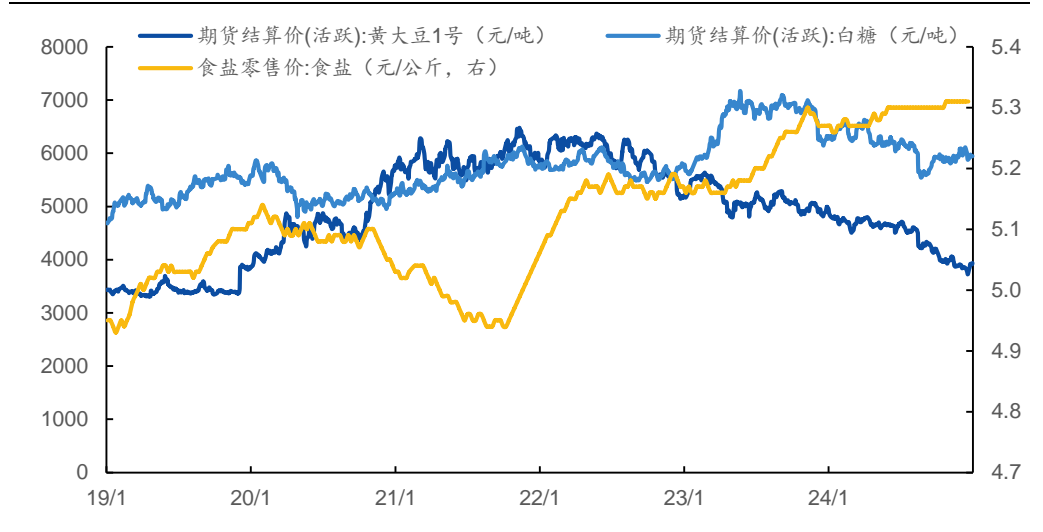


资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

注：23Q2、23Q4、24Q2 归母净利增速数值过大，未在图中显示。

成本红利逐渐兑现。23年初以来，大豆期货价格持续回落，白糖价格从23年11月开始逐渐回落，食盐价格24年较稳健，酱油等基础调味品酿造需要较长周期，产品成本变动滞后于原料价格变动，24年以来调味品行业成本红利开始逐步兑现，带动企业利润增速高于收入增速。

图 44：调味品行业主要原材料价格趋势



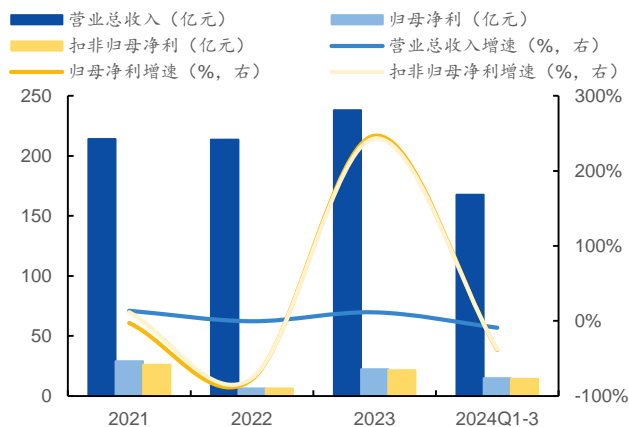
资料来源：商务部、大连商品交易所、郑州商品交易所、ifind、国元证券研究所整理

### 3.5 保健品板块：线上竞争加剧，海外品牌增速领跑

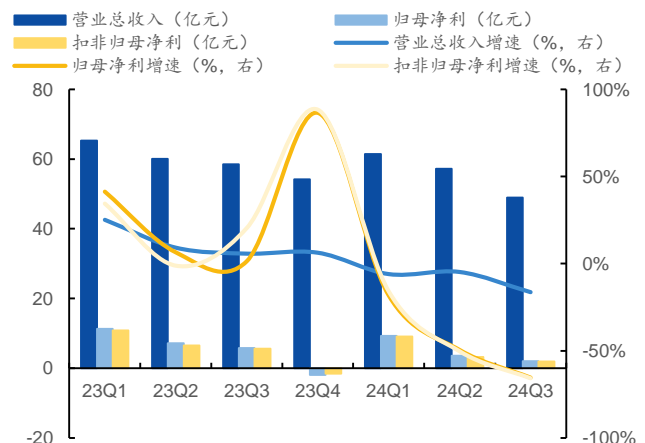
保健品上市公司业绩有所承压。2024年前三季度，保健品上市公司总收入为167.54亿元，同比-8.88%，归母净利为14.90亿元，同比-38.64%，扣非归母净利为14.27亿元，同比-37.91%，收入受消费疲软影响有所下滑，利润受竞争加剧及费用刚性影响有所下滑。分季度来看，2024年前三个季度，保健品上市公司总收入分别同比-5.98%、-4.77%、-16.36%，归母净利分别同比-18.12%、-49.48%、-65.36%。

图 45：中国上市保健品企业收入、业绩及增速

图 46：中国上市保健品企业单季度收入、业绩及增速



资料来源：Ifind、国元证券研究所整理



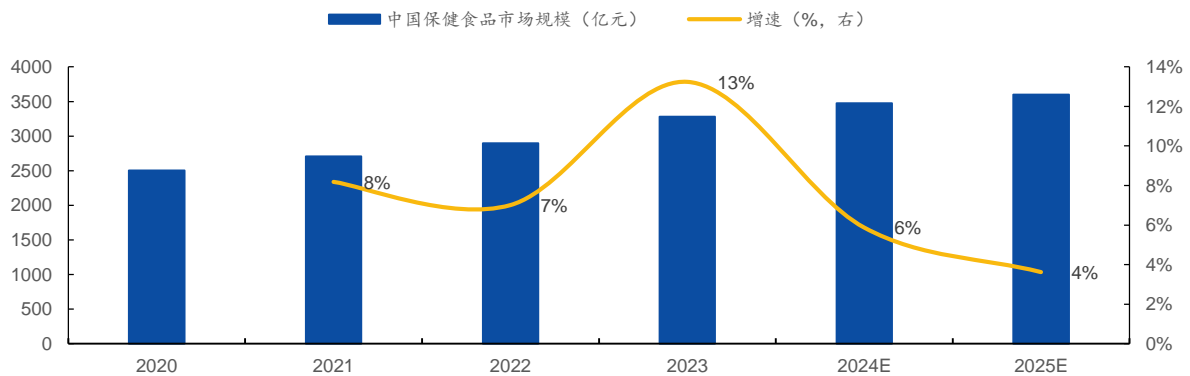
资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

**2024 年保健食品销售额预计同比增长约 5.88%。**根据弗若斯特沙利文的数据，2024 年中国保健食品销售额预计为 3475 亿元，同比增长约 5.88%，增速较前些年有所放缓，主要受消费疲软及 2023 年高基数等因素影响。

**保健品线上增速高于线下，抖音渠道表现出众。**根据 Flywheel 数据，2024Q1-Q3 保健品电商销售额同比增长 11%，高于保健品行业全渠道整体增速。从线上分平台来看，抖音渠道高速发展，增速表现出众。

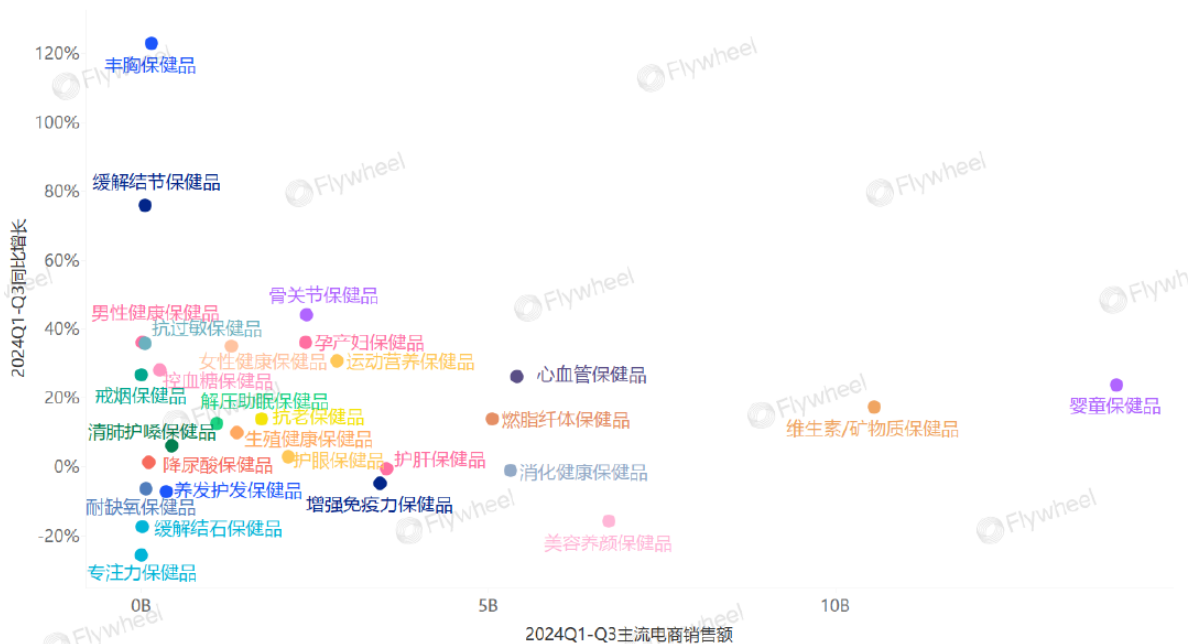
**线上集中度较分散，海外品牌增速高于国内品牌。**从集中度看，保健品行业线上市场集中度不高，国货品牌份额较低，小众品类涌现诸多新锐品牌。线上 TOP50 品牌中，海外品牌占据 34 席，海外品牌增速达 29%，高于国内品牌增速 0.4%。

图 47：中国保健食品市场规模及增速



资料来源：弗若斯特沙利文、中商产业研究院、国元证券研究所整理

图 48：中国保健品线上品类生态



资料来源：Flywheel、国元证券研究所整理

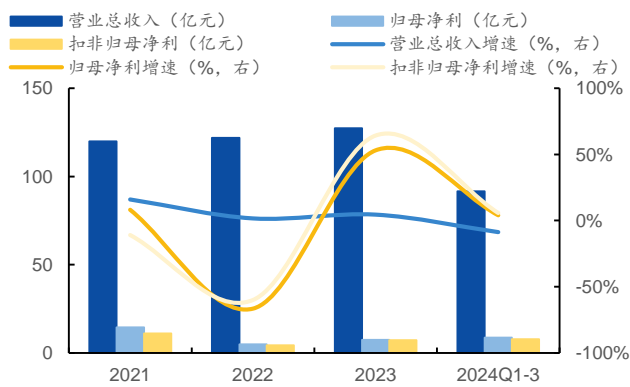
### 3.6 熟食板块：开店增速放缓，板块收入承压

消费疲软+开店增速放缓，熟食板块收入承压。2024 年前三季度，熟食板块上市公司收入为 91.54 亿元，同比-8.72%，归母净利 8.66 亿元，同比+4.09%，扣非归母净利 7.89 亿元，同比+5.75%，收入下降主要受消费疲软、开店放缓等因素影响，归母净利增长主要受益于原料价回落等因素贡献。

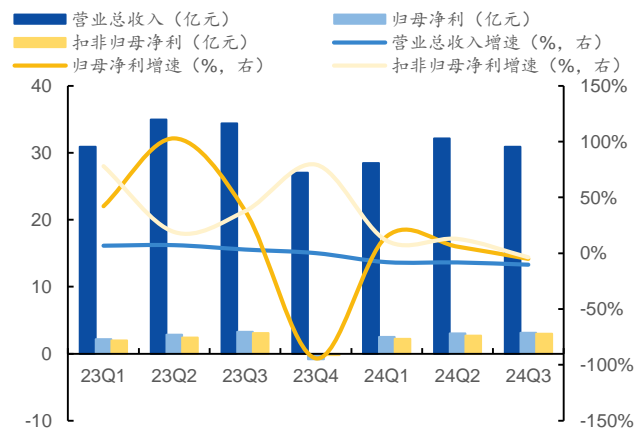
成本红利逐步兑现。分季度来看，2024Q1-Q3，熟食板块上市公司收入分别同比-7.86%、-8.11%、-10.12%，归母净利分别同比+15.20%、+5.97%、-4.96%，扣非归母净利分别同比+11.34%、+12.97%、-3.51%，24Q3 归母净利下滑主要由于收入下降及 23Q3 原材料成本下降导致基数较高。

图 49：中国上市熟食企业收入、业绩及增速

图 50：中国上市熟食企业单季度收入、业绩及增速



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

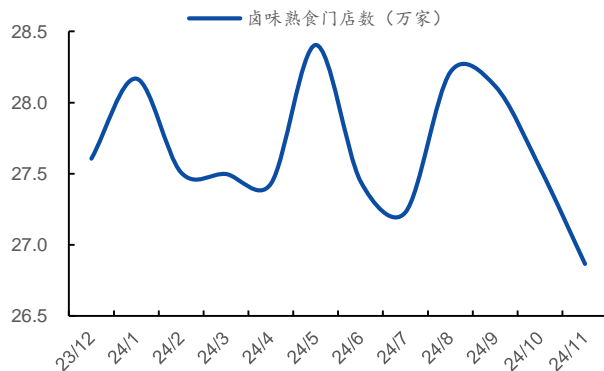


资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

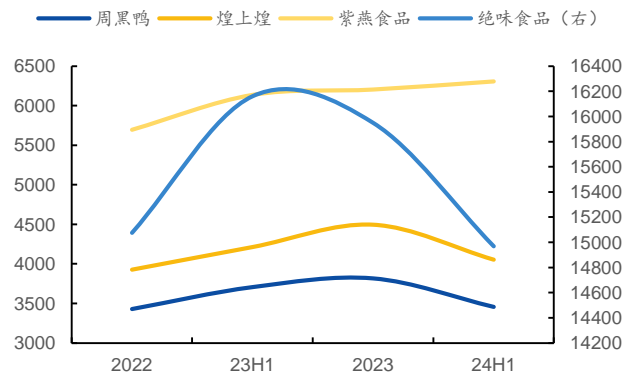
卤味熟食开店增速放缓。根据窄门餐眼数据，截至 24/12/15，我国卤味熟食门店总数为 26.86 万家，近 1 年净减少 8328 家。从上市公司数据看，除紫燕食品外，3 家卤味熟食上市公司上半年门店数均有所减少。

图 51：中国卤味熟食门店变化

图 52：中国上市熟食企业门店数变化（家）



资料来源：窄门餐眼、国元证券研究所整理



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

**成本红利逐渐释放。**2022 年以来毛鸭价格上涨，主要由于消费场景端的不确定性导致供给端收缩（父母代、祖代种鸭较 19 年下降），以及成本上涨推动（22 年高温导致鸭苗病死率提升、鸭苗价上涨，以及 20 年以来玉米、豆粕等饲料成本持续上涨）。23 年 3 月下旬以来，随着鸭苗供给端放量，鸭苗及毛鸭价格逐渐回落，自 23 年下半年开始，卤制品公司成本红利逐步释放。2024 年以来，毛鸭价格整体稳中略有下降，24Q1-Q4 平均毛鸭价格较 23 年同期-14.34%、-10.89%、-9.91%、+1.57%。

图 53: 毛鸭主产区平均价



资料来源: 博亚和讯、ifind、国元证券研究所整理

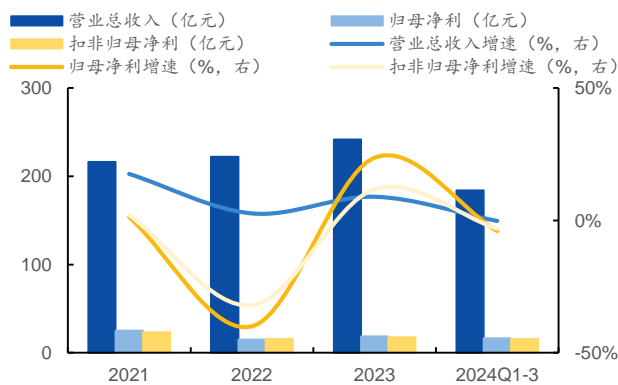
### 3.7 烘焙食品板块：成本压力略减，冷冻烘焙公司表现领先

**消费疲软+成本高企，利润有所承压。**2024 年前三季度，烘焙食品上市公司总收入为 183.82 亿元，同比-0.23%，归母净利为 16.34 亿元，同比-4.06%，扣非归母净利为 15.53 亿元，同比-3.12%，利润下降主要受收入下滑、运输费用上涨等因素影响；从上市公司看，冷冻烘焙领先企业立高食品（总收入同比+5.22%，归母净利同比+28.21%，下同）、南侨食品（+0.66%，+20.06%）业绩韧性较强。

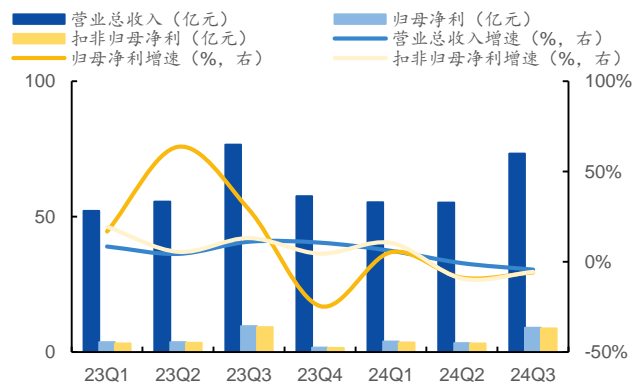
**消费疲软，Q3 收入增长承压。**分季度看，2024Q1-Q3，烘焙食品上市公司总收入分别同比+6.14%、-0.67%、-4.26%，归母净利分别同比+5.34%、-8.77%、-5.88%，扣非归母净利分别同比+10.45%、-9.29%、-5.60%。

图 54: 中国上市烘焙食品企业收入、业绩及增速

图 55: 中国上市烘焙食品企业单季度收入、业绩及增速



资料来源: Ifind、国元证券研究所整理



资料来源: Ifind、国元证券研究所整理

面粉价小幅回落，仍处历史高位。24年以来，面粉价格从高位小幅回落，年底价格较年初下降约 2.32%；全年整体来看，24 年面粉平均价格较 23 年微降 0.35%，整体仍处历史较高水平。

图 56：中国面粉平均批发价格



资料来源：商务部、ifind、国元证券研究所整理

中国烘焙市场规模近 3000 亿元。根据立高食品财报显示，2023 年我国烘焙食品行业市场规模达到近 3,000 亿元，并有望在 2025 年达到近 3,600 亿元；整体来看，我国烘焙食品行业展现以下发展趋势：

- 1) 短保渗透率持续提升。**在消费升级及健康意识的推动下，消费者更倾向选择新鲜、口感更好且添加剂较少的短保产品。从短保烘焙竞争格局看，桃李、宾堡（收购曼可顿）、美焙辰（达利旗下品牌）为三大领先企业。
- 2) 冷冻烘焙有望成为增速最快子赛道。**其中烘焙行业中的冷冻烘焙行业在冷链技术水平提升、企业降本增效诉求增强等因素推动下，已成为我国烘焙行业中快速增长的子赛道。从冷冻烘焙行业的竞争格局看，市场集中度相对较高，根据华经产业研究院数据，2021 年行业 CR3、CR5 分别为 32.6%/38.8%，其中市占率 Top3 分别为立高食品、恩喜村、鑫万来，对应占比 15.5%/9.9%/7.2%。

### 3.8 其他酒类板块：焕新年轻化，黄酒企业表现较靓丽

黄酒表现较靓丽，预调鸡尾酒略下滑，葡萄酒受到进口挤压。2024 年前三季度，其他酒类上市公司总收入为 80.84 亿元，同比-4.28%，归母净利为 9.83 亿元，同比-27.80%，扣非归母净利为 9.03 亿元，同比-20.34%。其中，黄酒领先企业古越龙山（+11.30%，+1.08%）、会稽山（+13.52%，+8.94%）发力年轻化、业绩表现较靓丽；葡萄酒企业受到消费疲软、进口挤压等因素影响有所下降；预调鸡尾酒品牌百润股份受消费疲软影响收入略有下滑。

**Q3 降幅有所加大。**2024 年 Q1-Q3，其他酒类上市公司总收入分别同比-2.41%、-2.88%、-7.77%，归母净利同比-30.04%、-3.16%、-44.96%，扣非归母净利同比-14.81%、-1.53%、-44.84%。



图 57：中国上市其他酒类企业收入、业绩及增速

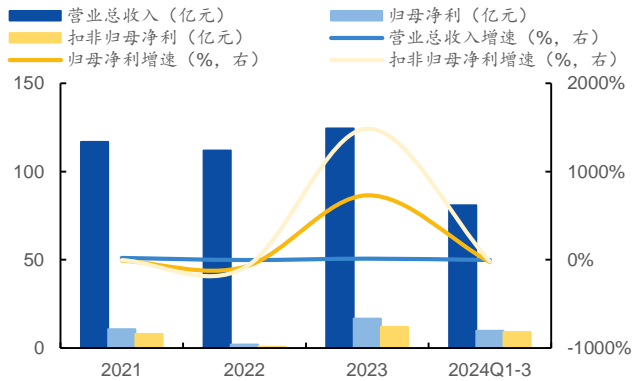
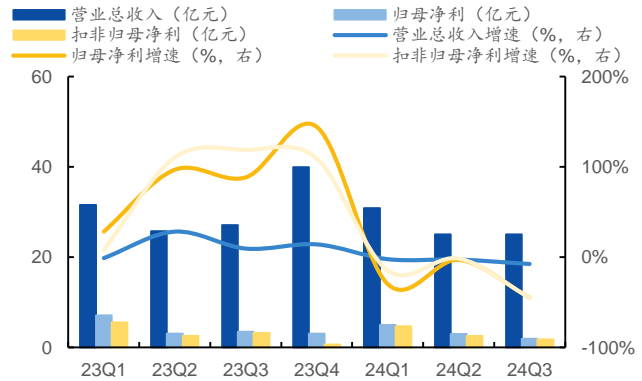


图 58：中国上市其他酒类企业单季度收入、业绩及增速



资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

**黄酒行业呈现挤压式竞争格局。**据中国酒业协会行业数据，2023年，全国约700家黄酒生产企业共完成产量190万千升，同比增长3.2%，销售收入210亿元，同比增长2.1%，利润总额19.5亿元，同比增长8.5%；其中，全国规上黄酒生产企业数量约81家，实现营业收入85.47亿元，占全部黄酒生产企业营业收入的40.70%，利润总额15.58亿元，占全部黄酒生产企业利润总额的79.90%。

**黄酒逐渐向高端化、年轻化方向发展，领先企业市占率持续提升。**近年来，黄酒领先企业通过设计开发“冰饮黄酒”、“黄酒冰淇淋”、“黄酒面膜”、“黄酒鸡尾酒”等产品，并通过抖音、小红书等新媒体平台线上直播销售形式，吸引青年受众，建立黄酒的“年轻印象”，焕新黄酒活力。2022年以来，上市黄酒企业收入增长加速，市占率持续提升。

图 59：中国规上黄酒企业收入及增速

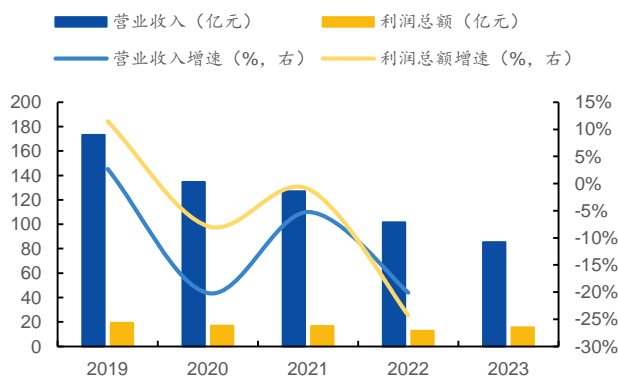
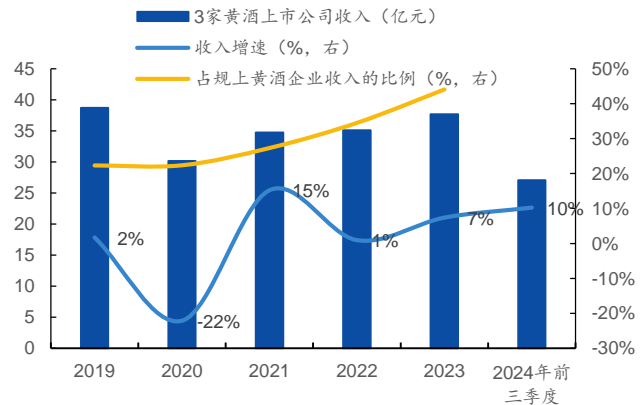


图 60：上市黄酒企业收入情况



资料来源：中国酒业协会、国家统计局、国元证券研究所整理

资料来源：公司公告、中国酒业协会、国家统计局、国元证券研究所整理

注：以上使用古越龙山、会稽山、金枫酒业3家黄酒企业收入数据。

**葡萄酒行业高度国际化竞争，进口葡萄酒挤压国内品牌份额。**2024年前11个月，规上葡萄酒企业产量为10.30万千升，同比下降14.20%；从上市公司数据看，2024

年前三季度，4家上市葡萄酒企业（张裕、威龙股份、莫高股份、中信尼雅）收入合计28.28亿元，同比-16.08%。葡萄酒行业高度国际化竞争，2024年前11个月，葡萄酒进口量25.45万千升，同比+11.50%，进口金额14.35亿美元，同比+34.30%。

图 61：中国规上葡萄酒企业产量及增速

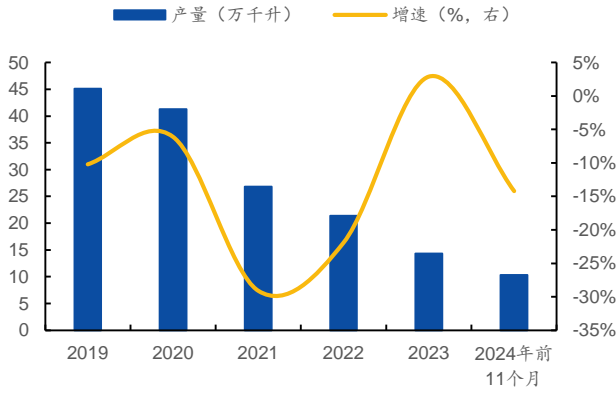
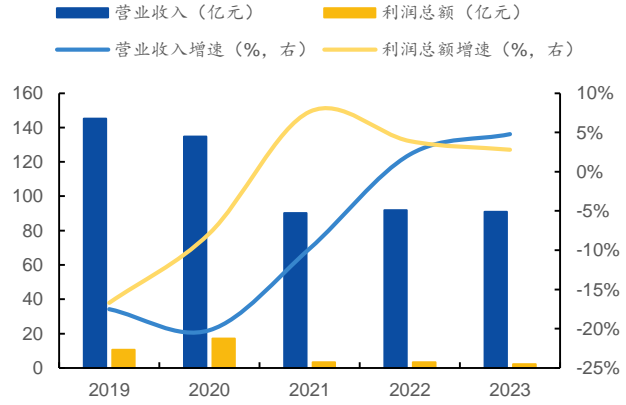


图 62：中国规上葡萄酒企业收入及增速



资料来源：中国酒业协会、国家统计局、ifind、国元证券研究所整理

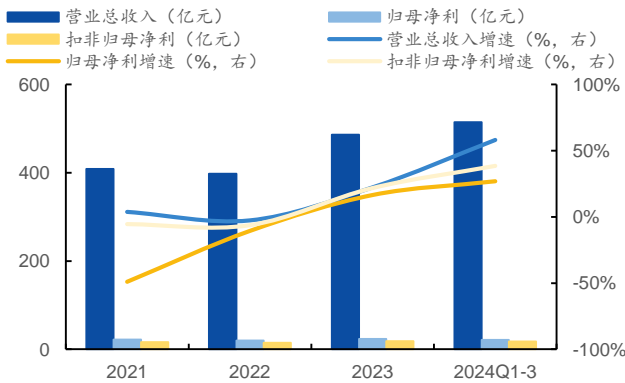
资料来源：中国酒业协会、国家统计局、国元证券研究所整理

### 3.9 零食板块：业绩表现靓丽，量贩零食行业加速整合

受益于量贩零食等新渠道红利，零食板块收入、业绩表现靓丽。2024年前三季度，零食上市企业总收入为514.34亿元，同比+58.03%，归母净利为21.16亿元，同比+26.88%，扣非归母净利为17.69亿元，同比+38.62%；其中万辰集团通过并购+开店，收入快速增长，剔除万辰集团来看，零食板块上市公司收入、归母净利同比+11.48%、+17.85%。

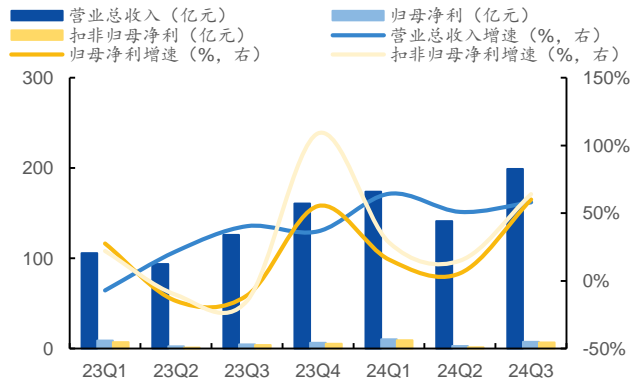
成本红利释放，Q3业绩增幅加大。2024Q1-Q3，零食上市企业单季度总收入分别同比+64.31%、+50.95%、+58.02%，剔除万辰来看，总收入分别同比+27.87%、+1.76%、+3.01%，二季度以来收入增速有所放缓；归母净利分别同比+15.70%、+5.63%、+60.18%，扣非归母净利分别同比+28.36%、+14.98%、+64.08%，剔除万辰来看，归母净利分别同比+22.02%、-11.57%、+29.16%，Q3成本下行贡献下，零食企业业绩增幅加大。

图 63：中国上市零食企业收入、业绩及增速



资料来源：ifind、国元证券研究所整理

图 64：中国上市零食企业单季度收入、业绩及增速



资料来源：ifind、国元证券研究所整理

**量贩零食进入加速整合阶段。**2021 年来，量贩零食业态爆发式增长，相关零食品牌和制造企业受益快速增长；2024 年以来，量贩零食企业从前些年跑马圈地的高速发展阶段，逐步进入相对成熟的整合扩张阶段。根据艾媒网数据，2024 年，我国零食集合店市场规模预计达 1040 亿元，同比增长 28.4%，未来 3 年有望以 14.15% 的复合增速增长。

图 65：中国零食集合店市场规模及增速

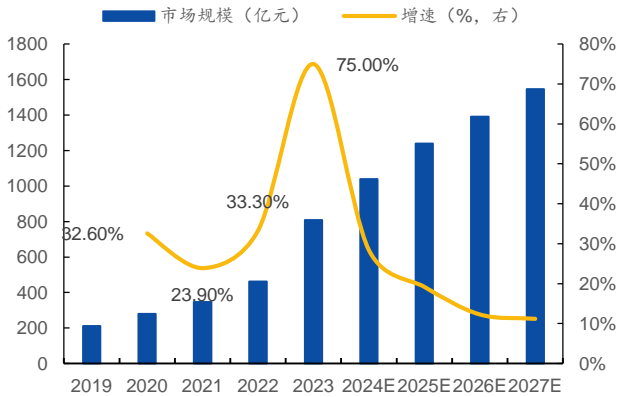
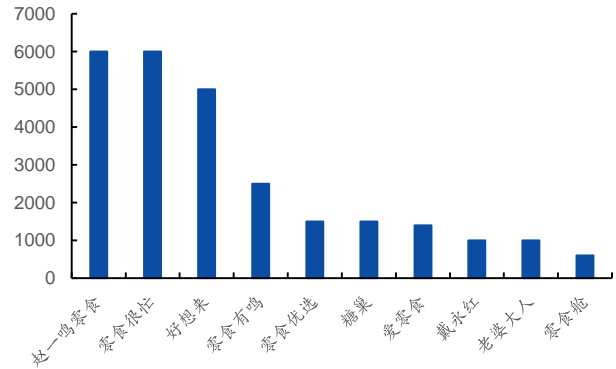


图 66：中国零食集合店开店情况（家）



资料来源：艾媒网、国元证券研究所整理

资料来源：艾媒网、国元证券研究所整理

注：数据统计时间截至 2024 年 8 月。

### 3.10 预加工食品板块：短期增速放缓，不改中长期向好逻辑

**消费疲软，收入增长有所承压。**2024 年前三季度，预加工食品上市公司总收入为 294.45 亿元，同比-2.04%，归母净利润为 21.32 亿元，同比-7.47%，扣非归母净利润为 19.19 亿元，同比-6.80%。2024 年 Q1-Q3，预加工食品上市公司单季度总收入分别同比+2.52%、-5.03%、-3.35%，归母净利润分别同比+4.00%、-0.38%、-29.99%，扣非归母净利润分别同比+8.86%、-3.34%、-29.77%，Q3 归母净利润降幅增大主要由于收入下滑及促销力度加大影响。

图 67：中国上市预加工企业收入、业绩及增速

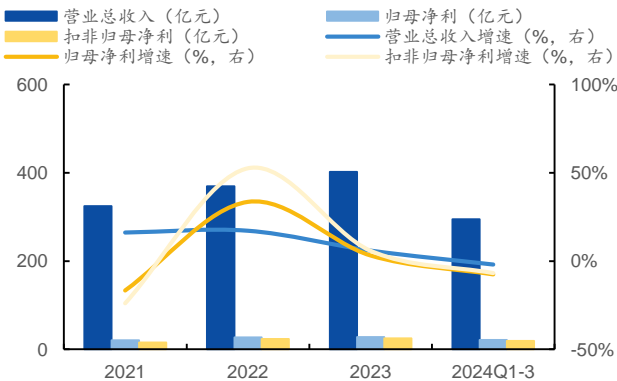
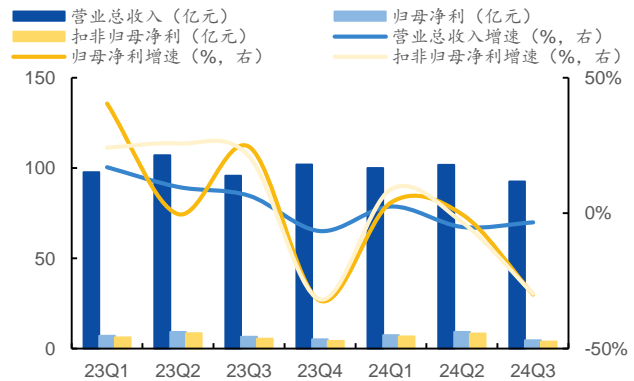


图 68：中国上市预加工企业单季度收入、业绩及增速

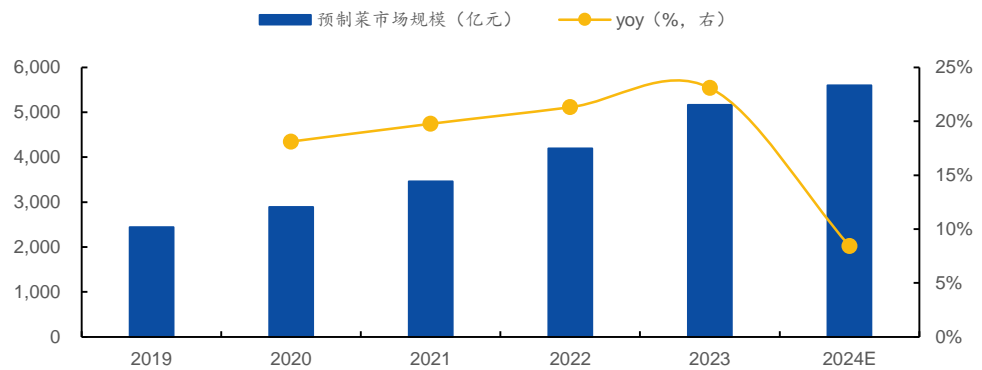


资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

**预制菜市场持续发展。**随着居民生活水平提高、城镇化率提升、家庭规模小型化、双职工家庭占比提升、外卖和连锁餐饮快速发展等，预制菜需求提升，同时，冷链物流和对应基础设施的发展也为预制菜销售半径不断拓宽提供了条件。20-22年，餐饮堂食消费场景受损，居民居家烹饪时长和频次提升，也加速了预制菜行业的发展。据上海国际预制菜高质量发展大会数据，2024年，我国预制菜行业市场规模预计超5,600亿元，同比增长约8.42%，仍保持增长态势，但增速有所放缓，主要由于下游餐饮渠道低迷等因素影响；展望未来来看，预制菜带来的便利性以及效率、成本上的优势，有望推动预制菜行业继续良性发展。

图 69：中国预制菜行业市场规模及增速



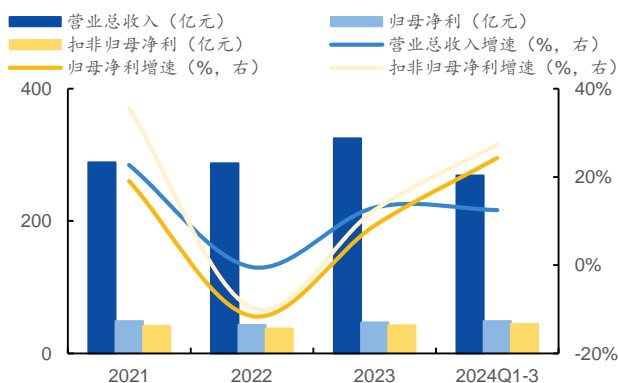
资料来源：艾媒咨询、上海国际预制菜高质量发展大会、国元证券研究所整理

### 3.11 软饮料板块：功能+健康引领新浪潮，能量饮料市场快速成长

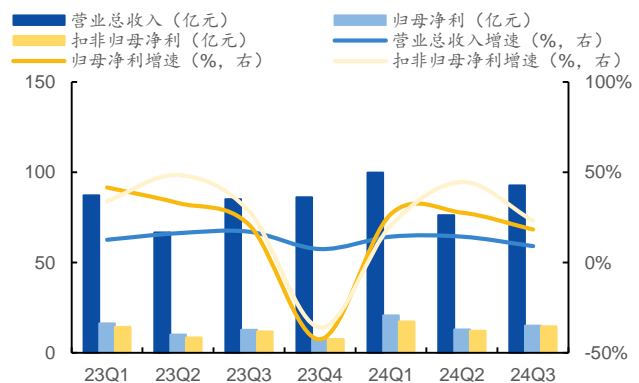
**能量饮料引领行业增长。**2024年前三季度，软饮料上市公司总收入为268.76亿元，同比+12.52%，归母净利为48.82亿元，同比+24.27%，扣非归母净利为44.31亿元，同比+27.32%，主要由于东鹏饮料（+45.33%，+63.53%）快速增长，剔除看软饮料收入同比-6.08%、归母净利同比-4.33%。

图 70：中国上市软饮料企业收入、业绩及增速

图 71：中国上市软饮料企业单季度收入、业绩及增速



资料来源：Ifind、国元证券研究所整理



资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

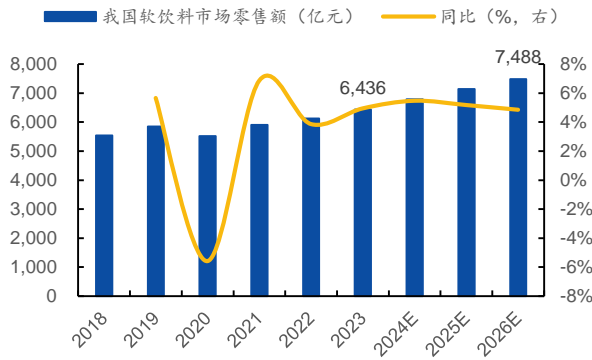
**二季度以来，受消费疲软影响，收入有所承压。**2024年Q1-Q3，软饮料上市公司单季度总收入分别同比+14.40%、+14.37%、+9.14%，归母净利分别同比+26.93%、

+27.56%、+18.24%，扣非归母净利分别同比+20.70%、+44.60%、+23.11%；剔除东鹏来看，收入分别同比+4.24%、-12.58%、-13.66%，二季度以来受消费疲软影响收入有所下滑，归母净利分别同比+24.05%、-43.01%、-27.01%。

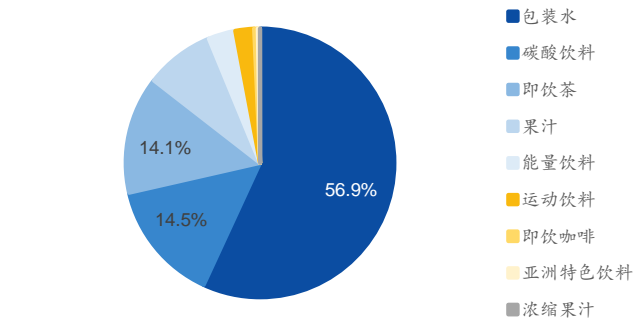
**软饮料行业格局重塑，能量饮料快速成长。**根据欧睿数据，2023年中国软饮料市场规模为6,436亿元，其中以非现饮渠道销量口径计算，包装水、碳酸饮料、即饮茶为规模前三的细分行业，合计占比超过80%；能量饮料目前规模较小，但是增长最快的子品类之一。软饮料市场产品和品类持续迭代，市场格局处于重塑的过程中。

图 72：我国软饮料市场规模

图 73：我国软饮料市场子品类占比（按销量，2023年）



资料来源：欧睿、国元证券研究所整理



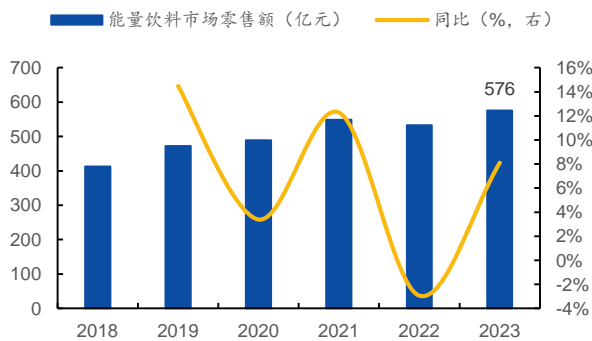
资料来源：欧睿、国元证券研究所整理

**能量饮料市场规模快速增长，人均消费量提升潜力大。**根据欧睿数据显示，2023年，我国能量饮料市场规模为576亿元，同比+8.1%，18-23年CAGR为6.9%。根据沙利文数据，2021年我国人均能量饮料消费量3.8升，与英美德日等发达国家仍有较大差距，随着消费习惯的不断培养，消费人群、消费场景及地域的持续开发，未来能量饮料人均消费量有望持续提升。

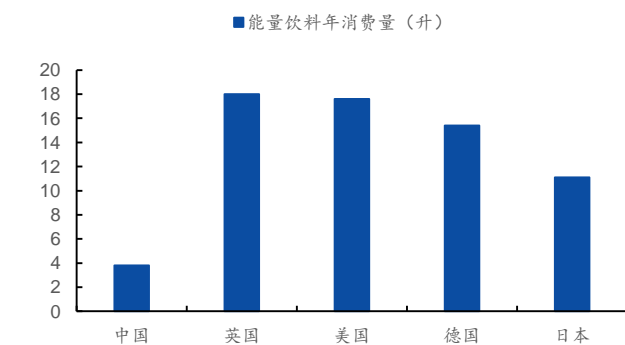
**能量饮料份额集中，东鹏饮料领跑。**能量饮料行业由少数头部企业瓜分销售份额，且市场集中度持续提升，根据尼尔森数据，2023年东鹏特饮在中国能量饮料市场销售量份额43.02%，位居第一，销售额份额30.94%，位居第二，东鹏特饮500ml瓶装为中国市场饮料单品SKU销售金额第三位。

图 74：我国能量饮料市场规模

图 75：我国及部分发达国家能量饮料人均消费量（2021年）



资料来源：欧睿、国元证券研究所整理



资料来源：沙利文、国元证券研究所整理

## 4. 投资建议

白酒：1) 高端白酒：高端白酒企业护城河宽阔，持续受益集中度提升，业绩韧性强，同时在强品牌力及规模优势下，盈利能力及现金流表现优异，分红率及股息率领先，推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖；2) 势能向上的区域领先酒企：推荐迎驾贡酒、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、金徽酒；3) 低估值及边际有望改善标的：口子窖、天佑德酒、水井坊、华致酒行、老白干酒。

大众品：1) 基本面稳健，细分市场格局占优的个股，推荐伊利股份、新乳业、东鹏饮料等；2) 成本压力改善，盈利能力修复的个股，推荐双汇发展、青岛啤酒、重庆啤酒、海天味业、天味食品、紫燕食品等；3) 景气度上行，红利期兑现的细分行业，如休闲零食，推荐三只松鼠等；4) 现金流稳健、高股息率低估值的性价比个股，推荐养元饮品、中国飞鹤、汤臣倍健、安井食品等。

表 5：重点公司估值表

序号	所属行业	股票代码	公司名称	投资评级	归母净利润 (亿元, %)				PE 估值	
					2024E	增速	2025E	增速	2024E	2025E
1		600519.SH	贵州茅台	买入	859.75	15.04%	980.92	14.09%	20.98	18.39
2		000858.SZ	五粮液	买入	327.92	8.54%	356.45	8.70%	15.22	14.00
3		000568.SZ	泸州老窖	买入	142.58	7.64%	150.15	5.31%	11.70	11.11
4		600809.SH	山西汾酒	买入	123.39	18.21%	140.84	14.14%	16.95	14.85
5		000596.SZ	古井贡酒	买入	56.40	22.89%	64.97	15.20%	14.32	12.43
6		603369.SH	今世缘	买入	36.07	15.03%	40.91	13.42%	14.63	12.90
7	白酒	603589.SH	口子窖	买入	17.56	2.02%	18.89	7.57%	12.26	11.40
8		600779.SH	水井坊	增持	13.80	8.80%	14.71	6.59%	16.04	15.05
9		603198.SH	迎驾贡酒	买入	26.79	17.12%	30.81	14.99%	15.96	13.88
10		600559.SH	老白干酒	买入	8.30	24.62%	9.96	20.04%	20.40	17.00
11		603919.SH	金徽酒	增持	4.00	21.69%	4.80	20.00%	22.54	18.78
12		002646.SZ	天佑德酒	增持	0.51	-42.71%	0.77	49.55%	86.22	57.65
13		300755.SZ	华致酒行	买入	1.81	-23.15%	2.29	26.47%	36.58	28.93
14	肉制品	000895.SZ	双汇发展	增持	48.02	-4.97%	50.44	5.05%	18.25	17.38
15	保健品	300146.SZ	汤臣倍健	买入	7.44	-57.39%	11.43	53.61%	25.53	16.62
16	啤酒	600132.SH	重庆啤酒	买入	13.25	-0.85%	14.00	5.66%	20.63	19.52
17		600600.SH	青岛啤酒	买入	43.69	2.37%	48.47	10.95%	19.20	17.30
18		002946.SZ	新乳业	买入	5.41	25.59%	6.54	20.94%	25.02	20.69
19		600887.SH	伊利股份	买入	119.89	14.96%	110.72	-7.65%	15.15	16.40
20		600882.SH	妙可蓝多	买入	1.10	73.62%	2.00	81.81%	82.57	45.41
21	乳品	2319.HK	蒙牛乳业	买入	42.11	-12.43%	46.21	9.74%	13.15	11.99
22		6186.HK	中国飞鹤	买入	37.59	10.88%	39.79	5.84%	11.46	10.82
23		600597.SH	光明乳业	买入	2.70	-72.05%	4.99	84.69%	40.74	22.06
24		688089.SH	嘉必优	买入	1.13	23.73%	1.40	23.87%	25.79	20.82
25	预加工食品	605089.SH	味知香	增持	0.88	-34.86%	0.91	2.94%	35.55	34.53



序号	所属行业	股票代码	公司名称	投资评级	归母净利润 (亿元, %)				PE 估值	
					2024E	增速	2025E	增速	2024E	2025E
26		603345.SH	安井食品	买入	14.29	-3.30%	16.28	13.88%	15.21	13.35
27		603237.SH	五芳斋	增持	1.59	-4.20%	1.74	9.46%	23.00	21.02
28	调味发酵品	603288.SH	海天味业	买入	62.35	10.81%	68.87	10.46%	37.46	33.91
29		603317.SH	天味食品	增持	5.89	29.06%	6.61	12.08%	23.13	20.64
30	熟食	603057.SH	紫燕食品	增持	3.51	5.74%	3.81	8.68%	20.21	18.59
31	零食	300783.SZ	三只松鼠	增持	4.01	82.63%	5.74	43.02%	32.97	23.05
32	软饮料	605499.SH	东鹏饮料	买入	32.22	57.96%	41.97	30.27%	44.70	34.31
33		603156.SH	养元饮品	买入	13.83	-5.74%	15.09	9.06%	19.77	18.13

资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

注：PE 估值数据使用 2025 年 1 月 10 日收盘价计算；蒙牛乳业、中国飞鹤 PE 计算使用汇率为 1 港元= 0.92389 元人民币。

## 5.风险提示

消费复苏不及预期风险、市场竞争过剧风险、政策调整风险。

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

### 合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券  
 邮编：230000

### 上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券  
 邮编：200135

### 北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券  
 邮编：100027