

食品饮料

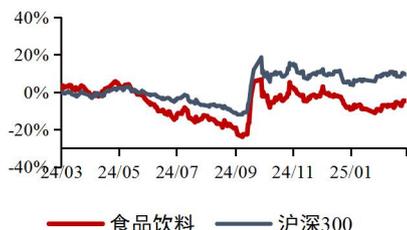
食品饮料行业 2025 年度策略 领先大市-A(维持)

至暗已过，柳暗花明

2025 年 3 月 11 日

行业研究/行业年度策略

食品饮料板块近一年市场表现



资料来源：最闻

相关报告：

【山证食品饮料】白酒业绩分化，大众品底部复苏-食品饮料行业 23 年年报 & 24Q1 季报总结及中期展望 2024.5.13

分析师：

蔡琪

执业登记编码：S0760524100002

邮箱：caiqi@sxzq.com

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

投资要点：

- **24 年食品饮料行业回顾：**跑输大盘，收益欠佳。整体看，经济增长及需求复苏偏弱，在基本面羸弱与低预期双重影响下，食饮板块 24 年收益表现欠佳，机构持仓回落。子板块中，饮料和零食表现相对突出。对个股收益进行拆分，股价涨跌主要由业绩驱动，增速亮眼的公司仍可获得估值溢价。估值层面，食品饮料板块调整时间已超过 3 年，下跌空间有限，安全边际较高。
- **25 年食品饮料行业展望及投资策略：**24 年下半年以来，国家多次强调内需消费在经济中增长的地位，明确经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费，努力挖掘国内市场潜力，提升有效需求。我们认为自上而下的定调尤为关键，政策转向后 25 年内需有望温和复苏。**1) 投资主线一：立足业绩，抓确定性。**虽然受宏观经济压力、需求恢复疲软等诸多因素影响，市场情绪受挫，对于增长的预期有所下移，但食饮领域仍不乏增速亮眼的公司。**2) 投资主线二：优选龙头，重视分红。**在经历 24 年板块估值下修之后，若中长期需求改善逐步兑现，龙头股或将率先迎来业绩与估值双击的机会。此外，低估值+高分红双重叠加下，也有望为公司提供安全垫与稳健收益。
- **白酒增速降档，压力凸显品牌分化。**总体看，我们认为产业端目前处于调整的早中期，行业量价均面临压力。分价格带，高端白酒表现稳健，次高端承压，区域酒相对强势但分化明显。展望 25 年，白酒行业增速可能前低后高，基本面拐点最快出现在下半年，主要关注需求及动销变化。
- **啤酒量价双承压，成本下行提振利润。**销量角度，啤酒产销量承压，旺季需求不旺；价格角度，结构升级放缓，区域型酒企相对占优。消费场景角度，24 年餐饮增速放缓，现饮场景受损，低基数下期待 25 年有所恢复。成本端，大麦成本红利延续有望提振利润，包材成本预计影响不大。
- **乳制品收入偏弱，原奶成本压力减弱。**收入角度，24 年乳制品需求承压，三季度开始环比修复；成本角度，24 年奶价继续处于下行通道，25 年乳企成本端仍有望受益，利润率仍将改善。
- **软饮料细分赛道分化，龙头马太效应凸显。**分类别看，24 年功能饮料迅速放量，包装水市场保持稳健增长，即饮茶表现亮眼。龙头增速领先，强者恒强。成本端看，白砂糖价格回调，PET 价格延续下行，带动利润率提升。
- **零食渠道红利不减，关注品类及渠道创新。**主要受益于渠道红利、新品放量及电商的流量加持，在同期高基数背景下，24 年零食仍保持较快增长。成本端，除棕榈油 24 年价格上行外，其他原料成本波动较小。
- **投资建议：**我们建议首选未来仍有较快增长预期的公司，次选低估值、





高分红龙头。建议关注：1) 白酒板块：五粮液、山西汾酒、迎驾贡酒、今世缘；2) 啤酒板块：燕京啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒；3) 乳制品板块：新乳业、伊利股份；4) 软饮料板块：东鹏饮料、李子园；5) 零食板块：甘源食品、三只松鼠、有友食品。

风险提示：经济增速不及预期；行业竞争加剧；原材料价格上升超预期；食品安全问题。

目录

1. 食品饮料行业 24 年回顾及 25 年展望.....	7
1.1 24 年回顾：板块跑输大盘收益欠佳，饮料零食相对占优.....	7
1.2 25 年展望：定调积极宏观转向，政策驱动消费力修复.....	9
1.3 投资主线展望：业绩至上，股息次之.....	11
1.3.1 投资主线一：立足业绩，抓确定性.....	11
1.3.2 投资主线二：优选龙头，重视分红.....	11
2. 白酒板块：静待基本面企稳，时间换空间.....	12
2.1 24 年白酒板块整体表现：压力凸显，品牌分化.....	12
2.2 25 年白酒板块展望：短期仍以调整为主，H2 或有改善.....	14
2.3 分价格带展望：高端酒稳健，次高端弱复苏，区域酒强势.....	15
2.3.1 高端白酒品牌力突出需求韧性，确定性相对较高.....	15
2.3.2 次高端白酒强贝塔属性，高度依赖经济复苏.....	17
2.3.3 区域酒集中度提升，或受益于婚宴复苏.....	18
3. 啤酒板块：量价双承压，成本下行提振利润.....	19
3.1 24 年啤酒板块整体表现：多因素拖累销量，结构升级放缓.....	19
3.2 大麦成本红利延续，增厚酒企利润表现.....	21
4. 乳制品板块：需求仍待改善，原奶成本压力减弱.....	23
4.1 24 年乳制品板块整体表现：收入表现偏弱，品类需求分化.....	23
4.2 原奶价格回落，毛利率改善增厚利润.....	24
5. 软饮料板块：细分赛道持续分化，龙头马太效应凸显.....	26
5.1 能量饮料需求弹性大，产品创新推动收入增长.....	26
5.2 原材料价格陆续回落，盈利能力逐步改善.....	28
6. 零食板块：渠道红利不减，关注品类及渠道创新.....	30
6.1 零食需求起量，渠道分化延续.....	30

6.2 原料价格有所分化，棕榈油成本上行.....	31
7. 风险提示.....	31

图表目录

图 1： 食品饮料板块 24 年全年涨跌幅（%）	7
图 2： 食品饮料子板块 24 年全年涨跌幅（%）	8
图 3： 食品饮料板块市盈率 TTM.....	9
图 4： 白酒板块市盈率 TTM.....	9
图 5： 中国 GDP 当季同比（%）	10
图 6： CPI 食品当月同比增速（%）	10
图 7： 制造业 PPI（%）	10
图 8： 社零累计值（亿元）及同比（%）	10
图 9： 23Q1-24Q3 白酒板块营业总收入及归母净利润增速（%）	12
图 10： 23Q1-24Q3 分价格带酒企营收增速（%）	12
图 11： 24 年前三季度 A 股主要白酒公司报表营收及调整后营收增速（%）	14
图 12： 飞天茅台批价走势（元/瓶）	15
图 13： 八代普五、国窖 1573 批价走势（元/瓶）	15
图 14： 中国结婚登记对数（万对）及同比增速（%）	18
图 15： 中国啤酒当月产量（万千升）及增速（%）	19
图 16： 中国啤酒累计产量（万千升）及增速（%）	19
图 17： 24 年 1-9 月 A 股啤酒主要上市公司量价增速拆分.....	20
图 18： 中国餐饮业当月收入（亿元）及增速（%）	21
图 19： 中国餐饮业累计收入（亿元）及增速（%）	21

图 20: 中国进口大麦吨价 (美元/吨) 及同比增速 (%)	21
图 21: 中国铝锭价格 (元/吨)	22
图 22: 玻璃期货价格 (元/吨)	22
图 23: 24Q1-24Q3 啤酒公司销售费用率同比 (%)	22
图 24: 24Q1-24Q3 啤酒公司管理费用率同比 (%)	22
图 25: 中国乳制品产量 (万吨) 及同比增速 (%)	23
图 26: 伊利液体乳收入 (亿元) 及增速 (%)	23
图 27: 中国主产区生鲜乳价格(元/公斤)及同比.....	24
图 28: 新西兰全脂奶粉拍卖价(美元/公吨)及同比.....	24
图 29: 伊利销售费用率同比及毛销差同比 (%)	25
图 30: 蒙牛销售费用率同比及毛销差同比 (%)	25
图 31: 新乳业单季度营业总收入 (亿元)、归母净利润 (亿元) 及同比 (%)	26
图 32: 乳制品主要公司股息率 TTM (%)	26
图 33: 软饮料细分赛道销量 (百万升)	27
图 34: 软饮料细分赛道同比增速.....	27
图 35: A 股软饮料主要公司单季度营收 (亿元)	27
图 36: A 股软饮料主要公司单季度营收增速 (%)	27
图 37: 广西白砂糖平均价格 (元/吨) 及同比 (%)	28
图 38: 白砂糖现货价格 2021-2024 趋势 (元/吨)	28
图 39: 华东 PET 平均价格 (元/吨)	28
图 40: PET 瓶片价格 2023-2024 年趋势 (元/吨)	28
图 41: 软饮料主要公司 TTM 股息率 (%)	29
图 42: 零食主要公司单季度营收 (亿元)	30

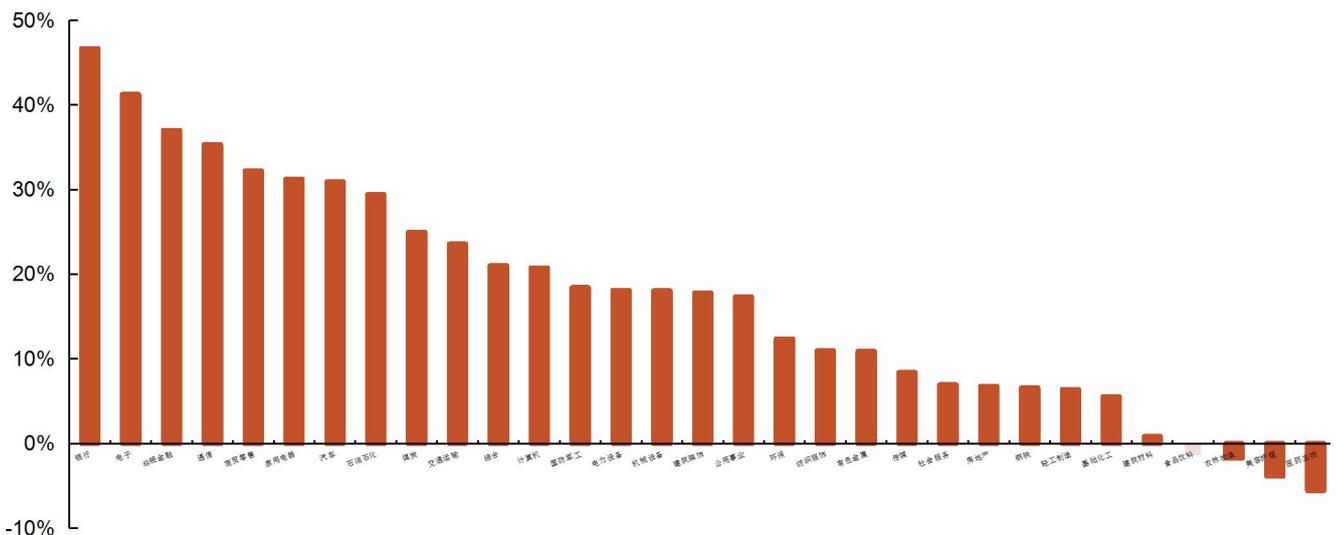
图 43: 零食主要公司单季度营收同比增速 (%)	30
图 44: 棕榈油现货价格 (元/吨)	31
图 45: 甘源食品归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	31
表 1: 24 年食品饮料涨幅前十个股收益率、EPS、PE 贡献拆分.....	9
表 2: 24 年白酒主要上市公司经营情况总结.....	13

1. 食品饮料行业 24 年回顾及 25 年展望

1.1 24 年回顾：板块跑输大盘收益欠佳，饮料零食相对占优

复盘全年板块表现：跑输大盘，收益欠佳。纵观 2024 年，食品饮料板块下跌 1.4%，在全部申万 31 个行业中涨幅排名倒数第四，大幅跑输沪深 300。分时段看，24 年初，受春节时间较晚和消费情绪低迷影响，市场对春节旺季白酒的回款及动销均持悲观预期，板块持续下跌；2 月初至三月下旬，春节反馈白酒批价及动销好于预期，加之前期下跌后估值回落，叠加证监会换帅、大盘回暖，板块迎来小幅反弹；4 月至 5 月，随着年报一季报落地，整体业绩基本符合预期，彼时行情处于窄幅震荡区间；5 月至 8 月，消费数据持续走弱、茅台批价快速下跌，市场对于消费疲软的担忧更甚，食饮板块出现持续性回落；9 月随着国内宏观政策转向、流动性适度宽松、稳预期促消费政策频发，大盘开启快速反弹，食饮板块作为顺周期受益方向跟随上涨。单看始于 9 月 24 日的反弹，食饮板块的涨幅排序亦处于全行业中等偏下水平，体现出市场对于复苏的预期不高。整体而言，在基本面羸弱与低预期双重打击下，食饮板块 24 年收益表现欠佳，机构持仓回落。

图 1：食品饮料板块 24 年全年涨跌幅（%）

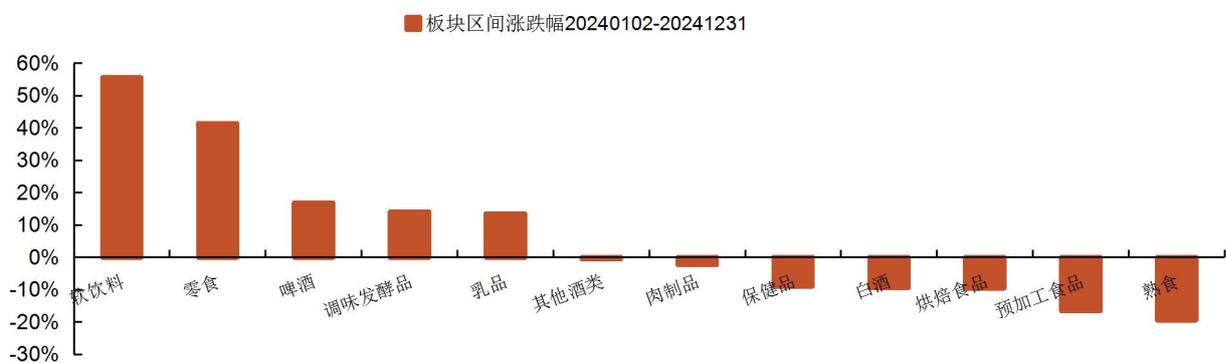


资料来源：Wind，山西证券研究所

饮料零食表现突出，超额收益领跑行业。从细分子板块看，24 年全年软饮料（+55.6%）、

零食 (+41.4%) 超额收益明显，啤酒 (+16.9%)、调味发酵品 (+14.1%)、乳品 (+13.4%) 次之，而白酒 (-9.4%)、烘焙食品 (-9.5%)、预加工食品 (-16.5%)、熟食 (-19.4%) 则相对跑输，排名垫底。我们认为细分板块的涨跌与赛道景气度及主要上市公司的期间业绩表现基本吻合，软饮中东鹏增速亮眼，业绩一枝独秀；零食渠道红利延续，新品频出、增速可圈可点；啤酒、乳品享受成本红利，叠加分红慷慨、股息率较高，属优秀防御资产。白酒受渠道高库存及消费力拖累，增速放缓、预期下修；烘焙熟食赛道与餐饮行业依存度高，面临一定压力与挑战。

图 2：食品饮料子板块 24 年全年涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

个股收益差异显著，业绩为先驱动涨跌。从个股层面看，剔除 ST 标的，2024 年食品饮料板块涨幅前十的标的包括：万辰集团 (+114.2%)、三只松鼠 (+106.3%)、朱老六 (+88.6%)、东鹏饮料 (+80.6%)、交大昂立 (+79.6%)、燕京啤酒 (+41.0%)、甘源食品 (+39.1%)、一鸣食品 (+36.1%)、盐津铺子 (+30.8%) 和品渥食品 (+29.4%)，标的集中在休闲零食和软饮料板块。拆分业绩 (EPS) 和估值 (PE) 贡献，以 2024 年前三季度归母净利润变动近似估计 EPS 贡献，我们发现这十家公司中除朱老六外，其余均录得业绩正增长，且有六家实现业绩估值双升的戴维斯双击。这从侧面印证市场定价较为有效，即使在板块低迷的背景下，仍会给予高增长公司慷慨的估值溢价。而在跌幅榜前十中，仅绝味食品、华统股份前三季度业绩实现正增长，其余均有双位数以上下滑。

表 1：24 年食品饮料涨幅前十个股收益率、EPS、PE 贡献拆分

	2024 年全年累计涨跌幅	EPS 贡献	PE 贡献
万辰集团	114.2%	248.6%	-38.6%
三只松鼠	106.3%	101.2%	2.5%
朱老六	88.6%	-31.8%	176.5%
东鹏饮料	80.6%	63.5%	10.4%
交大昂立	79.6%	122.6%	-19.4%
燕京啤酒	41.0%	34.7%	4.6%
甘源食品	39.1%	29.5%	7.4%
一鸣食品	36.1%	4.1%	30.7%
盐津铺子	30.8%	24.5%	5.0%
品渥食品	29.4%	91.9%	-32.6%

资料来源：Wind，山西证券研究所（注：EPS 贡献以 24 年前三季度公司归母净利润增速近似估算）

从估值层面看，食品饮料板块调整时间已超过 3 年，安全边际较高。截至 2024 年末，食品饮料板块的市盈率（TTM）已回落至 20X 左右，白酒行业市盈率也与之相近，二者较高点的 60X 水平已大幅修正，与 2010 年至今的平均水平 30X 也有一定差距，相较于绝对估值水平的最低点 15X 回落空间有限。且板块估值最低点出现在三公消费禁令时期，彼时不论是政策面、基本面还是情绪面均极其低迷，我们认为板块的合理估值应高于近 15 年间的最低水平。

图 3：食品饮料板块市盈率 TTM



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：白酒板块市盈率 TTM



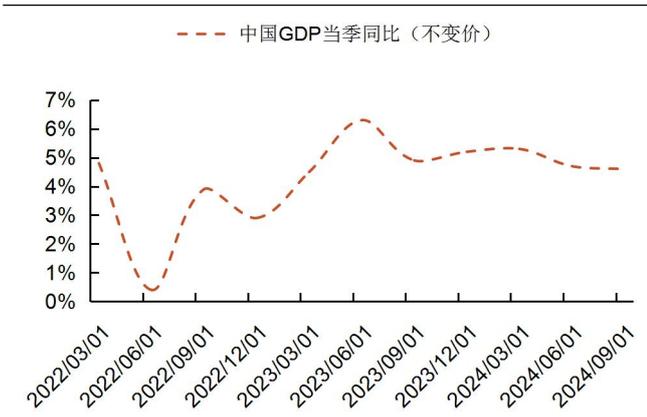
资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 25 年展望：定调积极宏观转向，政策驱动消费力修复

24 年经济基本面羸弱，消费信心不足。在此前公共卫生事件影响下，居民消费信心及意愿较低，同时受宏观经济疲软影响，增加了居民未来收入的不确定性，消费者的消费意愿持续

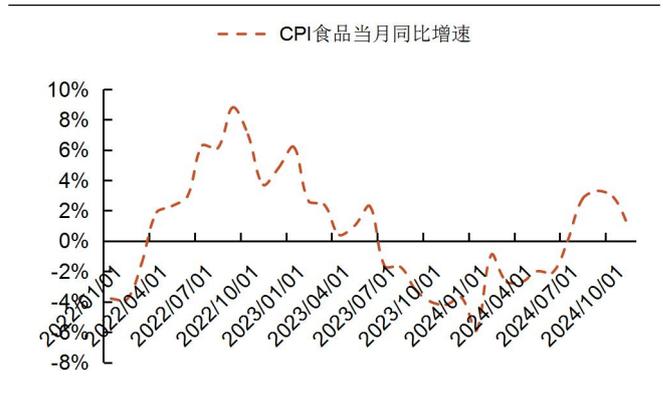
下行。24 年前三季度，我国 GDP 同比增速分别为 5.3%、4.7%、4.6%，其中，二三季度较去年同期水平有所放缓，CPI、PPI、社零数据均较为平淡。考虑到经济增长、居民收入对于消费能力有着举足轻重的影响，因此 25 年的经济基本面对于消费的复苏至关重要。

图 5：中国 GDP 当季同比（%）



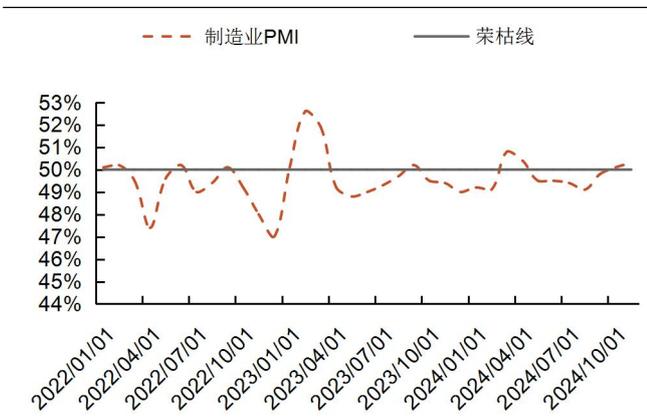
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 6：CPI 食品当月同比增速（%）



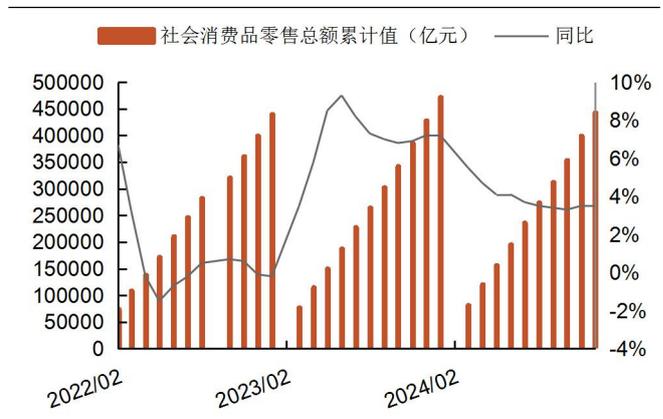
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 7：制造业 PPI（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 8：社零累计值（亿元）及同比（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

经济政策转向，政策组合拳出手提振消费。24 年下半年以来，国家多次强调内需消费在经济中增长的地位，明确经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费，努力挖掘国内市场潜力，提升有效需求，具体措施包括但不限于消费补贴、发放消费券、提高各方群体收入等。此外，较为宽松的财政和货币政策也为经济复苏奠定坚实基础。我们认为自上而下的定调尤为关键，政策转向后 25 年内需有望温和复苏，以时间换空间，静待基本面修复。

1.3 投资主线展望：业绩至上，股息次之

诚然，政策和情绪的博弈较难把握，且从政策落地实行到最终传导到企业经营和报表层面也存在一定时滞，这些因素都加大了投资的不确定性。但在复盘 24 年行业及个股涨跌的基础上，我们认为不论行业景气度与贝塔如何，公司股价的变动仍主要由利润增速驱动，因此利润高增的企业往往能获得更高的绝对收益；其次，对于稳健增长型企业，尤其是格局已较为稳定的龙头，慷慨的分红和高股息也有望为其股价保驾护航。基于对于 25 年子板块增速的判断，我们对于行业的建议排序为：软饮料>休闲零食>啤酒=乳制品>白酒>其他。此外，也建议把握业绩稳健的高分红公司的配置机会。

1.3.1 投资主线一：立足业绩，抓确定性

虽然受宏观经济压力、需求恢复疲软等诸多因素影响，市场情绪受挫，对于增长的预期有所下移，但食品饮料仍不乏增速亮眼的公司。建议关注：能量饮料势能不减、新品电解制水贡献增量的**东鹏饮料**；U8 放量带动结构升级、管理费用率下行、净利率有望提升的**燕京啤酒**；渠道红利延续、出海东南亚开拓新市场、估值回落后安全边际高的**甘源食品**；借助微信小店的裂变优势、坚果礼盒持续放量的**三只松鼠**；有效控制成本、利用山姆渠道快速放量的**有友食品**；外延转内生、发力低温奶、规划积极、利润率持续提升的**新乳业**。

1.3.2 投资主线二：优选龙头，重视分红

行业龙头会凭借其强大的品牌优势及完善的渠道优势逆势抢夺市场份额，整体供给端格局会持续优化，其短期下行风险有限；此外，在经历 24 年板块估值下修之后，若中长期需求改善逐步兑现，龙头股或将率先迎来业绩与估值双击的机会。综合之下，优选行业龙头股，其“进可攻，退可守”的优势亦逐步显现。另一方面，低估值+高分红双重叠加下，也有望为公司提供安全垫与稳健收益。建议关注：聚焦核心产品、积极理顺渠道稳固价盘、稳健增长型优质白酒企业**五粮液**、**山西汾酒**、**迎驾贡酒**、**今世缘**；Q3 需求环比改善、原奶成本下降增厚利润、分红慷慨的**伊利股份**；大麦成本下降带动毛利率提升、管理层换届积极变革、分红率仍有提升空间的**青岛啤酒**；核心大单品驱动、推进结构升级的**珠江啤酒**；高股息高分红、享受大包粉成本红利的**李子园**。

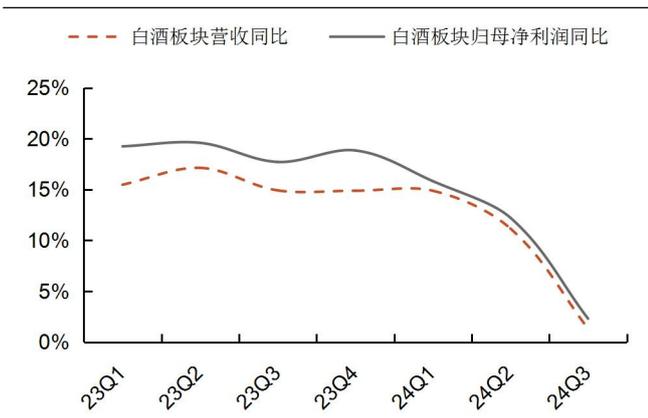
2. 白酒板块：静待基本面企稳，时间换空间

2.1 24 年白酒板块整体表现：压力凸显，品牌分化

24 年白酒增速降档，量价双承压。从边际趋势上看，白酒板块收入、利润增长在 23 年至 24Q1 期间较为稳定，体现出一定的需求韧性。自 24Q2 开始，白酒收入及利润增长均明显降速，24Q3 板块增速从双位数骤降至低个位数，经营压力凸显。我们认为产业端目前处于调整的早中期，由于白酒消费量主要由人口及消费场景（如宴席、政务商务活动等）决定，价格则与经济景气度相关，当前时间行业量价均面临压力。

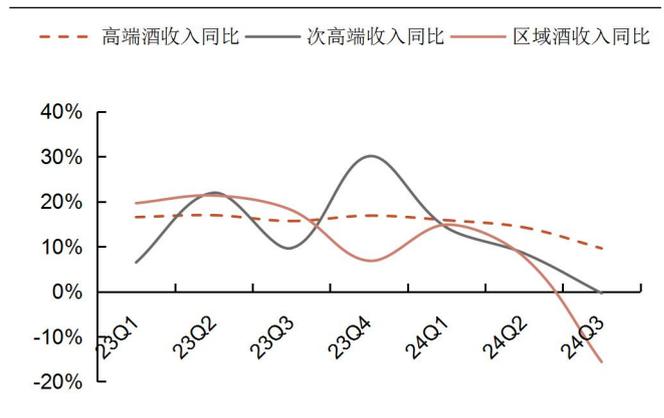
高端白酒相对稳健，次高端承压，区域酒分化明显。分场景看，高端白酒受益于强大的品牌力优势，礼赠属性相对刚性，受经济周期影响较小；商务宴请需求与宏观经济关联度高，经济增长放缓背景下，商务需求较为低迷；大众消费场景更为高频，需求较为稳定；分价格带看，千元价格带及以上虽面临一定挑战，但整体需求较为坚挺，价格虽震荡下跌，但跌幅平缓，总体较为安全；100-300 元价格带承接了部分降级需求，性价比凸显，表现相对优秀，未来将完成分化，区域龙头有望持续提升份额，其他弱势品牌可能被洗牌出局；次高端价格带在商务需求颓靡的背景下，压力较大，竞争也更为激烈，酒企增长相对承压。

图 9：23Q1-24Q3 白酒板块营业总收入及归母净利润增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：23Q1-24Q3 分价格带酒企营收增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

酒企表现分化，集中度进一步提升。复盘白酒上市公司前三季度的经营情况，绝对增速水平看，汾酒、茅台、古井、今世缘、迎驾贡及金徽酒收入利润均实现双位数以上增长，在行业

下行周期中体现出经营韧性，五粮液、泸州老窖、水井坊、老白干表现也相对强势，其他酒企则相对较弱，市场份额进一步向龙头集中；参考设置目标完成度看，茅台、水井、迎驾、今世缘、老白干实现稳健增长，预计可以完成 24 年度预算目标，五粮液、汾酒、古井也基本接近达成，其他酒企的实际经营情况则与目标有一定差距。

表 2：24 年白酒主要上市公司经营情况总结

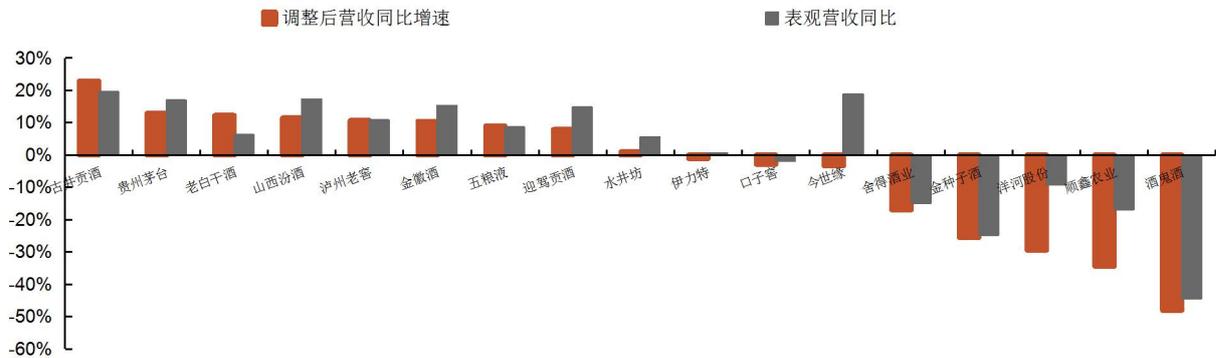
公司	2024 年前 三季度营 业总收入 同比	2024 年前三 季度归母净 利润同比	24Q3 营业总 收入同比	24Q3 归母净 利润同比	24 年设定的增长目标	目标实际完成 情况（预计）
贵州茅台	16.9%	15.0%	15.6%	13.2%	总营收较上年同比增长 15%左右	预计可完成
五粮液	8.6%	9.2%	1.4%	1.3%	总营收保持双位数稳健增长	基本接近目标
泸州老窖	10.8%	9.7%	0.7%	2.6%	力争营收同比增长不低于 15%	有一定难度
山西汾酒	17.2%	20.3%	11.4%	10.4%	力争营收较上年增长 20%左右	基本接近目标
舍得酒业	-15.0%	-48.3%	-30.9%	-79.2%	总营收不低于 100.2 亿元，归母净利润不低于 20.5 亿元	有较大难度
酒鬼酒	-44.4%	-88.2%	-67.2%	-213.7%	恢复性增长，无定量目标	
水井坊	5.6%	10.0%	0.4%	7.7%	营收、净利保持增长	预计可完成
洋河股份	-9.1%	-15.9%	-44.8%	-73.0%	力争营收同比增长 5%-10%	有一定难度
古井贡酒	19.5%	24.5%	13.4%	13.6%	营收较上年增长 20.72%，利润总额较上年增长 25.55%	基本接近目标
今世缘	18.8%	17.1%	10.1%	6.6%	总营收 122 亿元左右，净利润 37 亿元左右	预计可完成
迎驾贡酒	13.8%	20.2%	1.6%	3.7%	经营业绩双位数增长	预计可完成
口子窖	-1.9%	-2.8%	-22.0%	-27.7%	未谈及目标	
老白干酒	6.3%	33.0%	0.3%	25.2%	实现营收 57.8 亿元	预计可完成
金种子酒	-24.9%	-185.5%	-54.4%	-3843.2%	未谈及目标	
金徽酒	15.3%	22.2%	15.8%	108.8%	实现营收 30 亿元	基本接近目标
伊力特	0.6%	5.3%	-23.3%	-17.8%	争取实现营收 28 亿元，利润总额 4.95 亿元	有一定难度
顺鑫农业	-16.9%	230.7%	-37.2%	80.8%	未谈及目标	

资料来源：公司 2023 年度、2024 年前九个月业绩公告，Wind，山西证券研究所

合同负债环比下滑，表观增速或好于实际经营。进一步细拆财报，我们发现 24 年 1-9 月绝大部分酒企合同负债环比下滑，推测白酒公司真实的动销及收入增速低于表观水平。考虑到预收款作为蓄水池对于酒企未来的营收有指引作用，结合合同负债环比变动，我们对 24 年前三季度酒企的营收增速进行调整测算，经调整后收入增速居前的酒企依次为：古井、茅台、老

白干、汾酒、泸州老窖、金徽酒、五粮液、迎驾贡等。而合同负债下降较多的公司包括顺鑫、洋河和今世缘。

图 11：24 年前三季度 A 股主要白酒公司报表营收及调整后营收增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2 25 年白酒板块展望：短期仍以调整为主，H2 或有改善

需求为驱动复苏的核心因素，酒企去化稳价，预期更为理性。行业层面，展望 25 年，我们认为白酒的核心症结在于“需”而非“供”。由于白酒行业景气度与宏观经济状况紧密相扣（经济恢复程度直接影响商务需求及居民开瓶消费意愿），我们认为未来白酒的荣衰将同步甚至领先于经济周期，而非滞后。24H2 以来国家陆续出台各项政策，旨在刺激经济逐步回暖，基于此我们判断 25 年白酒行业景气度有望好于 24 年。微观层面，24 年酒企普遍降低预收、减少压货，为渠道减负，以期实现更为健康良性的发展。我们判断 25 年各酒企的业绩目标制定也将更为理性，同时伴随渠道库存逐步回归至合理水平，供给端压力有望减轻。预期层面，三季度酒企增速回落后，市场对于 24 年全年及 25 年增长预期进行了同步的下修调整，随着白酒公司的增长与实际动销更加匹配，叠加渠道库存去化、控量挺价，25 年预期将更为理性谨慎合理。

时间节奏上看，我们认为 25 年白酒行业增速可能前低后高，基本面拐点最快出现在 25H2。考虑到宏观经济刺激政策的出台传导到实际消费需求改善需要一定时间，且酒企的渠道梳理与库存去化也非一夕之功，我们判断短期行业基本面仍需时间修复。由于 24 年三季度开始行业降速明显，在低基数的加持下，我们认为若经济平稳复苏，酒企最快于 25 年下半年可看到报

表增速的回转。在投资排序方面，建议优选品牌力强、动销势能好的高端酒及有稳定增长预期的龙头区域酒；若政策落地后经济向好、需求改善，市场风险偏好提升，前期承压的次高端或将呈现出更大的业绩和股价弹性。

2.3 分价格带展望：高端酒稳健，次高端弱复苏，区域酒强势

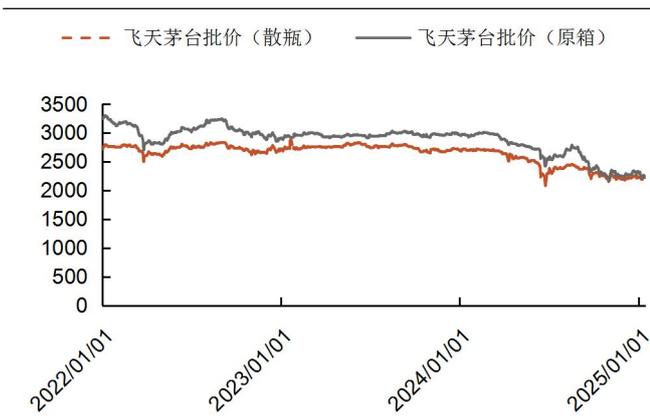
2.3.1 高端白酒品牌力突出需求韧性，确定性相对较高

量价难以兼得，预计销量平稳增长、批价窄幅下跌。24年在宏观经济较为疲软背景下，前三季度高端酒批价有所回落：受需求不足及发货量波动影响，年内飞天茅台（整箱）批价从高点的约3000元最低跌至2100多元，随后回升，目前稳在2200-2300元区间，散瓶批价亦同步下跌。此外，非标酒生肖、精品等受供需影响批价也有所下滑。相较之下，千元价格带的第八代普五、国窖1573价格较为坚挺，虽批价总体略有下跌但幅度有限，需求较为韧性。展望25年，我们认为在需求确认反转前，难以兼顾量价，高端酒的收入增长预计仍将主要由量增驱动；另一方面，酒企仍会努力将批价维持在合理区间，从而稳定渠道价格体系和市场预期，无需过度担心批价回落风险。

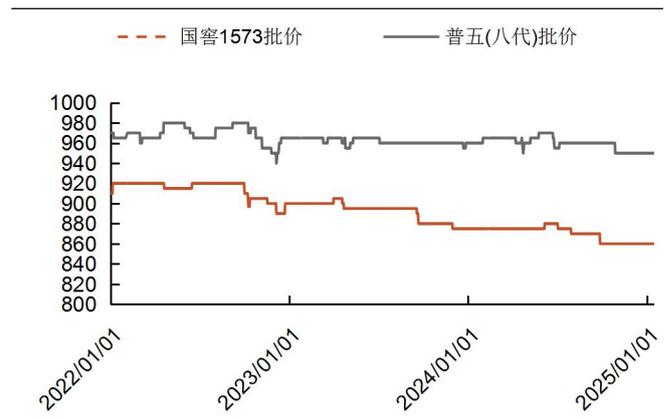
品牌力至关重要，年份化战略不可忽视。经过多年的市场培育，消费者已更加理性务实，对于酒质、口感等会提出更高要求，高端酒内生的品牌力和品质为其动销保驾护航，差异化的年份酒可能成为创新之举。总体而言，高端酒企品牌力、产品力和渠道力全面领先，为企业在不确定的市场环境下提供增长的相对确定性。

图 12：飞天茅台批价走势（元/瓶）

图 13：八代普五、国窖 1573 批价走势（元/瓶）



资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

贵州茅台：公司 24 年预计实现营业总收入 1738 亿元，同比增长 15.44%，已超过年初制定的 15% 增长目标，归母净利润 857 亿元，同比增长 14.67%。分产品来看，茅台酒实现收入 1458 亿元，同比增长 15.18%；系列酒实现收入 246 亿元，同比增长 19.24%。盈利能力方面，公司 24 年前三季度销售毛利率为 91.53%，同比-0.18pct，销售净利率为 52.19%，同比-0.90pct，利润率下滑可能因 1935 控货导致系列酒销售结构向中低端倾斜。24 年以来公司积极优化产品结构和经营策略，加强与经销商合作，利用“4+6”多渠道优势，在行业调整期凸显了龙头的稳健增长能力。25 年茅台酒预计增投 1000ml 飞天和文创类产品，减少 500ml 飞天投放。系列酒重点放在茅台 1935、茅台王子酒及汉翼，有望实现双位数增长。虽白酒行业处于调整期，我们仍坚信公司的长期投资价值。

五粮液：公司 24 年前三季度实现营业总收入 679 亿元，同比增长 8.60%，实现归母净利润 249 亿元，同比增长 9.19%。产品层面，普五保持稳健增长，优化渠道建设。公司在 Q3 旺季加大 1618 及低度酒等产品的投放，以实现增量回补，同时定位不同消费群体，把 45 度和 68 度五粮液成功引入市场，拓展了产品线。前三季度公司销售毛利率为 77.06% (+1.20pct)，酒类产品结构优化提升了盈利水平。此外，近期公司发布了 24 年-26 年分红规划，计划每年年度现金分红率不低于 70%，且总额不低于 200 亿元，进一步强化股东信心。中长期看，公司未来普五单品在千元价格带地位稳固，品牌、产品思路清晰，更为重视市场及渠道反馈，高质量发展可期。

泸州老窖：公司 24 年前三季度实现营业总收入 243 亿元，同比增长 10.76%，归母净利润 116 亿元，同比增长 9.72%。产品层面，公司中高端价位产品表现相对亮眼，经营稳健。回款及现金流层面，公司截至 9 月末合同负债余额达到 26.5 亿元，环比增长 3.1 亿元，回款节奏良

好；单三季度经营性现金流净流入 42.4 亿元，同比增长 24.5%，高于营收增速。盈利能力方面，24Q3 公司销售毛利率为 88.12% (-0.53pct)，销售净利率为 48.13% (+0.78pct)，受益于公司的数字化营销建设，三季度公司销售费用率和管理费用率分别同比下降 1.07pct、0.58pct。在行业竞争加剧情况下，公司 25 年积极推进数字化战略，提高销售效率，提升终端动销。我们认为随着公司品牌势能的不断提升，全国化扩张效果将逐渐显现。

2.3.2 次高端白酒强贝塔属性，高度依赖经济复苏

次高端短期承压明显，中长期升级趋势未变。次高端的消费场景主要为商务宴请或偏升级的大众需求，24 年受经济疲软影响，消费力较弱，商务宴请复苏缓慢，大众消费主动降档，次高端白酒整体受到冲击，业绩表现有所分化。**短期看**，次高端酒企主要聚焦库存去化提振批价，理顺渠道以保障企业良性发展；**中长期看**，消费升级大趋势未改，我们判断未来次高端白酒仍有望扩容。

深耕聚焦核心区域，业绩复苏弹性大。产业趋势方面，行业下行周期中，酒企面临不小的经营压力，扩张新区域需大量费用资源投放，且短期收益不明朗，我们判断酒企更倾向于收缩战地，聚焦深耕基地市场。**展望 25 年**，我们认为次高端的景气度由经济复苏程度决定。若经济企稳复苏，商务用酒场景恢复，次高端白酒将享受更大的业绩弹性。

山西汾酒：公司 24 年前三季度实现营业总收入 313.6 亿元，同比增长 17.25%；归母净利润 113.5 亿元，同比增长 20.34%。分产品看，前三季度中高端产品收入增速达 14.26%，主要系加大了青花系列的市场推广和销售力度，24 年换新升级的青花 20 和老白汾 10 在第三季度也实现了稳健销售。分市场看，前三季度公司在省外市场实现收入 194 亿元，同比增长 21.44%，公司持续拓展长江以南空白市场，因地制宜推广“汾享礼遇”。公司前三季度销售净利率为 36.23%，同比提升 0.89pct。展望未来，公司产品高端化+渠道全国化战略明确，预计 25 年省内市场将进行控量升级，省外市场有望持续扩容。此外，公司仍将积极推进产品结构升级、提升规模效应、优化管理运营水平。

舍得酒业：公司 24 年前三季度实现营业总收入 44.6 亿元，同比下降 15.03%；实现归母净利润 6.69 亿元，同比下降 48.35%。分产品看，前三季度中高档酒实现营收 34.98 亿元，同比下降 15.70%；普通酒实现营收 5.37 亿元，同比下降 22.53%。舍之道、T68 相对较强，我们认为经济下行背景下，宴席需求增长受阻，次高端白酒普遍承压。分区域看，省外前三季度实现营收 27.79 亿元，同比下降 19.88%，一方面公司采取控量挺价策略，加强市场营销，部分产

品处于阶段性去库存的调整期，导致省外市场营收下滑；另一方面公司进行渠道结构优化，经销商数量有所减少。24Q3 公司销售毛利率和销售净利率分别为 63.66% (-10.97pct)、6.34% (-15.59pct)，整体盈利能力承压。24 年次高端白酒面临较大行业压力，公司以调整为主，待 25 年库存消化后期待出现经营拐点。中长期看，次高端价格带成长空间仍在，公司盈利改善可期。

2.3.3 区域酒集中度提升，或受益于婚宴复苏

24 年 100-300 元价格带表现强劲，区域龙头份额提升。我们认为居民收入低于预期、资产跌价缩水导致 24 年整体消费力较为疲弱，白酒消费需求表现分化，出现价格带降级。消费者短期更加注重性价比，300 元以下大众消费价格带部分承接了 300-800 元的用酒需求，在目前的市场环境中表现强劲。另一方面，区域酒龙头凭借品牌认知、产品品质、渠道铺设等优势持续抢占竞品份额，行业向头部集中趋势愈发明显。

婚宴场景有望复苏，利好区域酒需求。24 年受到“无春”传统观念的部分影响，前三季度我国结婚登记对数同比下降 16.6%，制约了婚宴场景的用酒需求。在同期低基数和 25 年“双春”的吉利彩头下，预计 25 年结婚对数将触底回升，婚宴场景的用酒需求有望恢复，利好区域酒进一步回暖。

图 14：中国结婚登记对数（万对）及同比增速（%）



资料来源：民政部，山西证券研究所

古井贡酒：公司 24 年前三季度实现营业总收入 190.69 亿元，同比增长 19.53%；实现归母净利润 47.46 亿元，同比增长 24.49%。作为老八大名酒，公司品牌势能充足，显示出较强

的市场韧性。分产品看，年份原浆持续放量，古 16 维持高增，古 7、古 8 表现较好。前三季度公司销售毛利率为 79.71% (+0.67pct)，销售净利率为 25.68% (+1.17pct)。边际上看，公司三季度末高库存导致渠道压库意愿下降，影响了回款周期和市场销售，同时省外渠道态度谨慎，导致动销进展放缓。公司主动控货推动库存消化，推进产品结构优化，年份原浆系列和黄鹤楼系列表现突出，维持了稳健的收入增长。

今世缘：公司 24 年前三季度实现营业总收入 99.42 亿元，同比增长 18.85%；实现归母净利润 30.86 亿元，同比增长 17.08%。分产品看，1-9 月公司特 A+类/特 A 类/A 类产品营收分别同比+18.9%/+21.9%/+12.3%，开系产品逐步升级，新派高端浓香国缘 2049、典藏宝石系列等新品不断完善产品线，适应多元消费场景。盈利能力方面，前三季度公司销售净利率为 31.04%，同比下降 0.47pct。公司产品结构稳步升级，内生增长动力充足，营销战略明晰，具备业绩释放潜力，全年百亿目标有望顺利完成。中长期看，公司省内“产品结构升级+市占率提升”逻辑将持续兑现，省外扩张仍有空间。

迎驾贡酒：公司 24 年前三季度实现营业总收入 55.13 亿元，同比增长 13.81%；实现归母净利润 20.06 亿元，同比增长 20.19%。分产品看，公司中高端产品带动收入增长，洞藏系列表现优秀、势能强劲，销售占比持续提升。盈利能力方面，前三季度公司销售净利率为 36.48%，同比提升 1.93pct，洞藏系列放量带动百元以上中高档产品增长，同时销售费用率和管理费用率均同比下降，推动盈利能力提升。公司凭借优秀的产品策略和精准的市场布局，成功抢占江苏、上海等环皖城市群，逐步渗透省外市场，洞藏系列也将继续释放势能，未来增长可期。

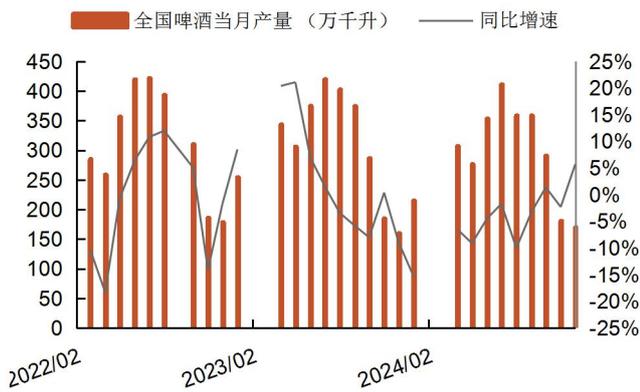
3. 啤酒板块：量价双承压，成本下行提振利润

3.1 24 年啤酒板块整体表现：多因素拖累销量，结构升级放缓

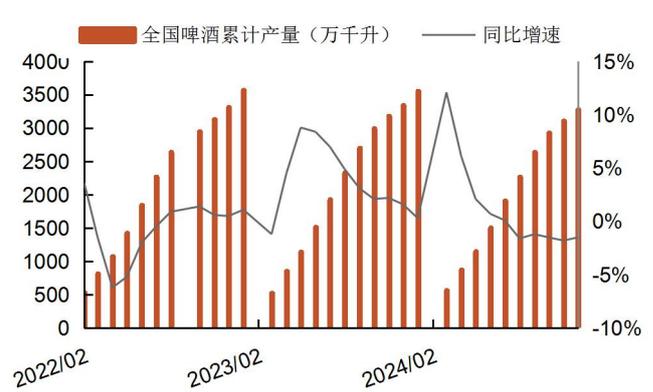
销量角度：啤酒产销量承压，旺季需求不旺。根据国家统计局数据，24 年 1-11 月全国啤酒累计产量 3277.4 万千升，同比下降 1.5%，单看二三季度数据，旺季的半年内也仅有 9 月实现行业产量的微增，啤酒行业量增承压，我们认为主要原因包括：1) 消费需求疲软；2) 旺季多雨天气影响需求；3) 餐饮及夜店等现饮场景客流减少；4) 其他低度酒潜在替代效应。

图 15：中国啤酒当月产量（万千升）及增速（%）

图 16：中国啤酒累计产量（万千升）及增速（%）



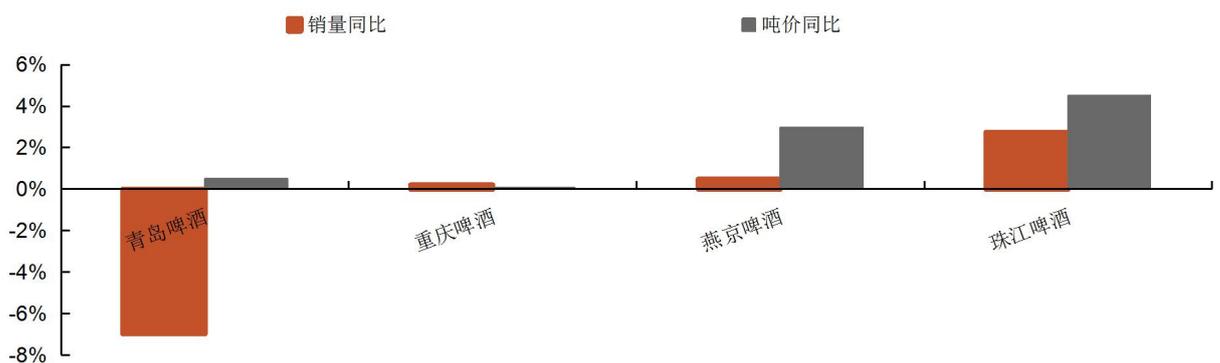
资料来源：国家统计局，山西证券研究所



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

价格角度：结构升级放缓，区域型玩家相对占优。根据 A 股主要啤酒公司三季报数据进行量价计算，24 年 1-9 月，青岛啤酒、重庆啤酒吨价分别同比微增 0.5%、0.1%，吨酒价提升幅度较过去几年有所放缓，重庆啤酒在其三季报中指出 4 元以下经济型啤酒收入增长明显快于价格更高的啤酒。同时期内燕京啤酒、珠江啤酒吨价分别同比提升 3.0%、4.5%，主要受益于其大单品燕京 U8、97 纯生的放量引领增长。我们认为啤酒行业自 17 年陆续开启消费升级以来，部分头部玩家的产品结构相对完善，短期内进一步升级的空间有限，吨酒价提升幅度不大，未来价增的主要看点在于部分区域型酒企的特定大单品，而非行业普适性机遇。

图 17：24 年 1-9 月 A 股啤酒主要上市公司量价增速拆分

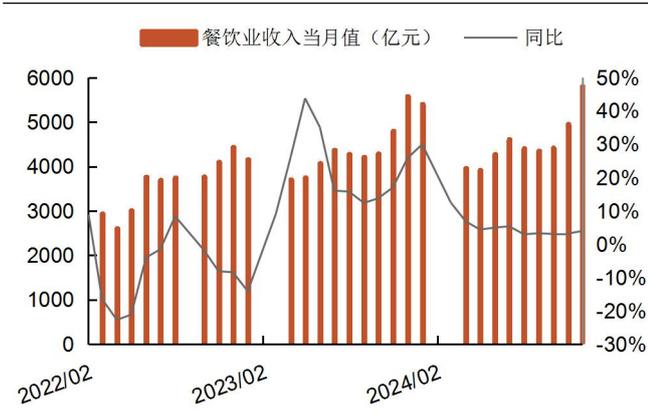


资料来源：公司 2023 年及 2024 年前九个月业绩公告，Wind，山西证券研究所

24 年餐饮增速环比放缓，现饮场景受损，低基数下期待 25 年有所恢复。由于啤酒现饮渠道占比约 50%，行业销量与餐饮景气度息息相关。24 年 1-11 月餐饮业收入累计同比增长 5.7%，

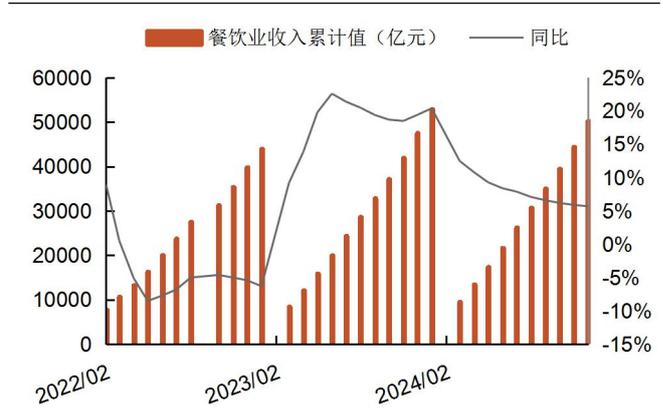
其中 4-9 月单月的同比增速约 3%-5%，环比 23 年增速水平明显放缓，制约了啤酒的销量增长。此外，现饮场景下，饮酒价格较非现饮更高，中高档价格更为畅销，若 25 年餐饮业在低基数情况下回暖复苏，则在量价维度对啤酒消费均有拉动。

图 18：中国餐饮业当月收入（亿元）及增速（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 19：中国餐饮业累计收入（亿元）及增速（%）

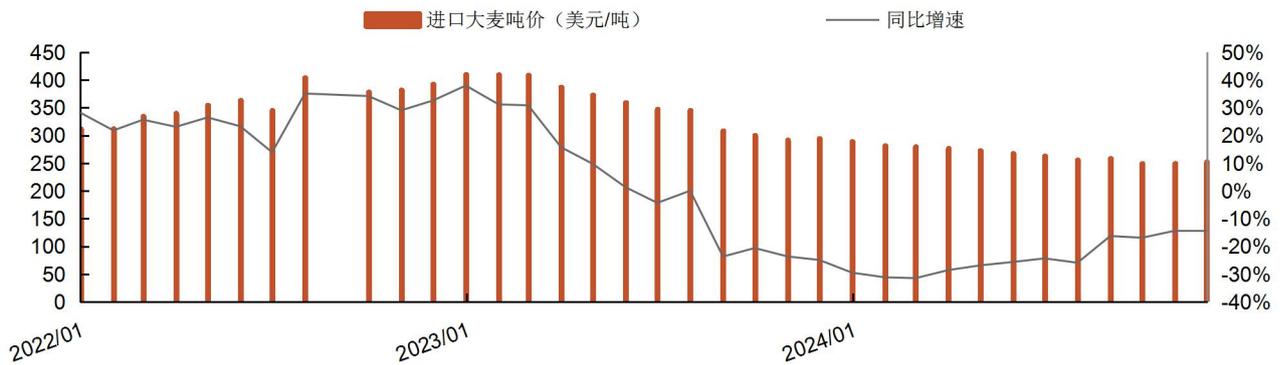


资料来源：国家统计局，山西证券研究所

3.2 大麦成本红利延续，增厚酒企利润表现

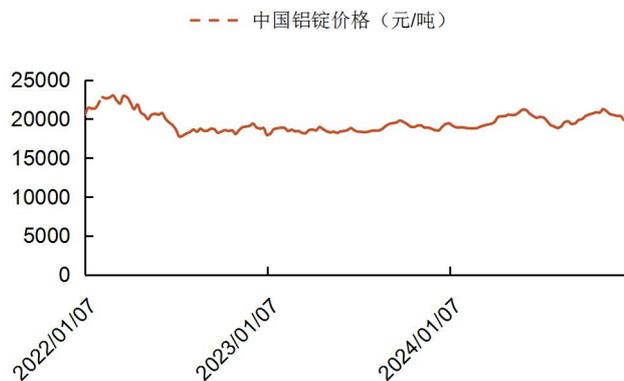
成本角度：大麦成本红利延续，包材成本预计影响不大。根据海关总署数据，受益于澳麦的反倾销税和反补贴税取消，自 23 年 8 月开始，中国进口大麦吨价保持同比双位数以上下滑。考虑到大麦在啤酒的生产成本中占比约 15%，该部分成本的下降对啤酒公司毛利率的提升效果不小。此外，由于酒企在采购大麦时存在提前锁价，成本变动体现在报表端有一定滞后，25 年啤酒厂商仍有望受益于低价大麦带来的成本红利。啤酒包材成本中占比较高的是玻璃和铝罐，24 年以来玻璃价格回落，成本压力不大，铝锭价格震荡上行，供需吃紧格局下预计价格有较强支撑，两者影响对冲下预计 25 年包材端成本影响有限。

图 20：中国进口大麦吨价（美元/吨）及同比增速（%）



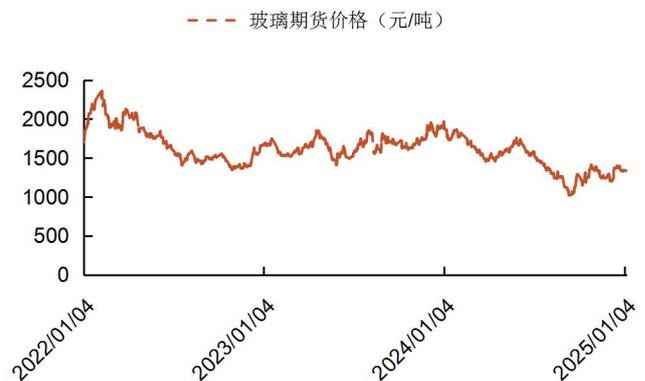
资料来源：海关总署，山西证券研究所

图 21：中国铝锭价格（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 22：玻璃期货价格（元/吨）

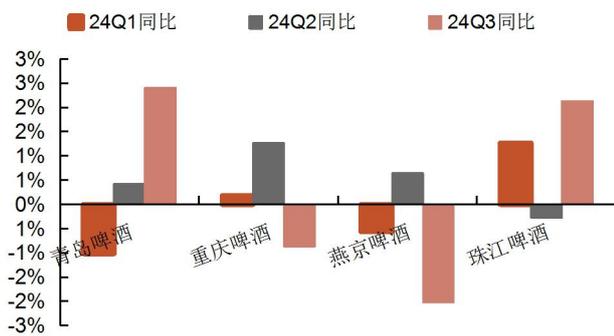


资料来源：郑州商品交易所，山西证券研究所

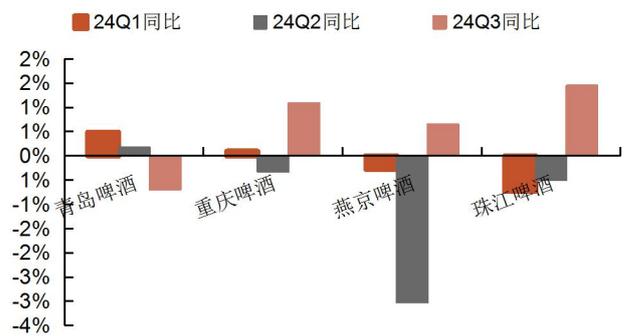
费用角度：酒企普遍增加费用投放以应对需求压力。在啤酒行业需求不足及成本压力缓解的背景下，24年前三季度，除有国企改革的燕京啤酒严格控费外，青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒的销售费用率及管理费用率同比均有所提升，通过增投费用的方式获取需求及市场份额。展望25年，我们认为啤酒行业集中度高，格局相对稳定，酒企仍会注重费效比，综合考虑市场需求及内部考核目标对费用进行合理规划、理性布署，费用率大幅提升的可能性不大。

图 23：24Q1-24Q3 啤酒公司销售费用率同比（%）

图 24：24Q1-24Q3 啤酒公司管理费用率同比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

选股角度：以盈利弹性为核心考量因素，优先选择有结构升级和改革预期的公司。啤酒板块的上涨始于 2017 年，当时消费升级背景下行业价增（结构升级+提价）与竞争格局改善（销售费用率下降）构成了股价上涨的核心驱动。站在目前时间节点，如前所述，行业性升级难度增加，建议关注核心大单品驱动型升级，对应标的为燕京啤酒、珠江啤酒，此外国企改革或管理层换届也有望带来积极变化，对应标的为燕京啤酒、青岛啤酒。综合以上讨论下，啤酒板块我们建议关注燕京啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒。

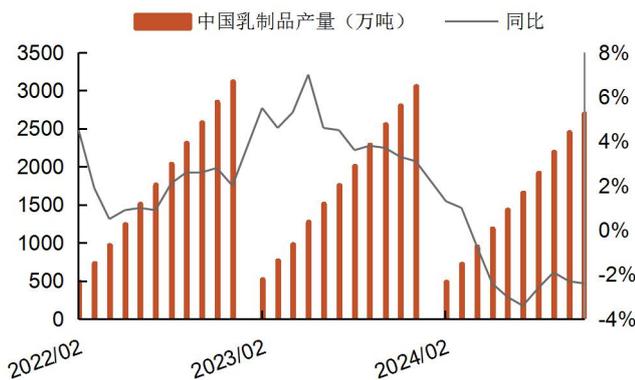
4. 乳制品板块：需求仍待改善，原奶成本压力减弱

4.1 24 年乳制品板块整体表现：收入表现偏弱，品类需求分化

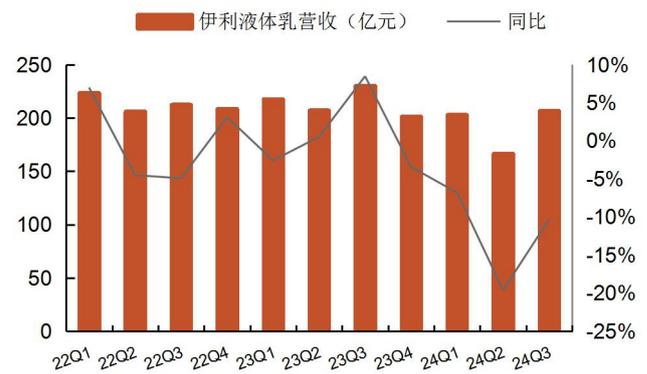
收入角度，24 年需求承压，三季度开始环比弱修复。总体而言，乳制品属于民生类高频消费品，具备一定刚需属性，但 24 年行业需求在宏微观层面均承压明显。从宏观统计数据看，乳制品行业 24 年 1-11 月产量累计同比下降 2.4%，环比 23 年需求有所转弱；微观层面，根据乳企龙头伊利股份披露的季度经营数据，24Q1、24Q2、24Q3 公司液体乳营收分别同比下滑 6.8%、19.6%、10.3%，行业需求的颓势传到到公司经营层面，收入表现欠佳。从三季度开始，伊利的收入降幅环比有所缩窄，考虑到公司在乳制品行业的龙头地位，我们推测行业需求可能环比有所好转。

图 25：中国乳制品产量（万吨）及同比增速 (%)

图 26：伊利液体乳收入（亿元）及增速 (%)



资料来源：国家统计局，山西证券研究所



资料来源：Wind，公司经营数据公告，山西证券研究所

从品类结构上看，我们判断单价较高、处于消费升级赛道的常温酸奶和低温酸奶需求偏弱，可补充蛋白质、更偏刚需的白奶需求相对坚挺，低温巴氏奶在消费者教育普及下预计仍保持了正增长，奶酪经过前几年的高增，预计收入增速有所回落，且需求处于 B 端稳健、C 端承压的状态，奶粉整体受到新生儿数量减少的影响，但国产龙头的市占率有所提升。

展望 25 年，考虑到产品刚需属性及生育支持政策，在乳企渠道库存调整叠加同期收入低基数背景下，我们预测行业收入有望恢复。此外，受益于品牌、渠道及营销优势，龙头企业有望表现更优。

4.2 原奶价格回落，毛利率改善增厚利润

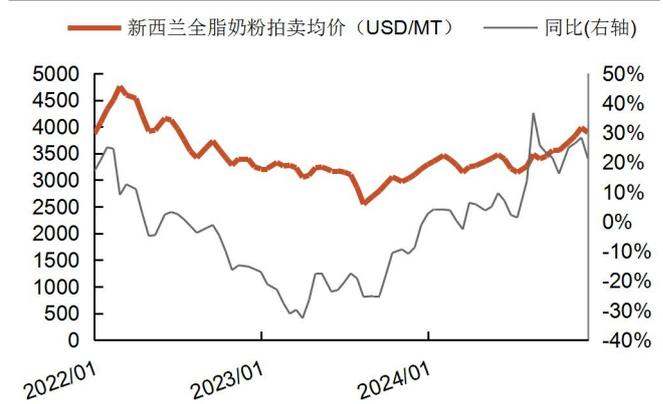
成本角度，24 年奶价继续处于下行通道，25 年乳企成本端仍有望受益。国内层面，根据农业部披露的数据，24 年底我国主产区生鲜乳平均价为 3.11 元/kg，同比下降 15%；24 年全年均价约 3.3 元/kg，同比 23 年均价下降 13.5%。从趋势上看，24 年全年生鲜乳价格持续回落，仍未触底。海外层面，根据 GDT 披露的拍卖数据，24 年全年新西兰全脂奶粉拍卖均价为 3439 美元/公吨，同比上升 11.6%。考虑到国内生鲜乳用量远大于海外大包粉，且国内产能充裕背景下国产粉替代，我们认为乳企 24 年整体原奶成本下降较为明显，对盈利能力提振幅度不小。展望 25 年，需求端如前所述，预计略有复苏，尚未具备原奶用量大幅提升的基础；供给端，牧场养殖技术及奶牛单产不断提升，牛肉价格较低背景下奶牛存栏去化进度偏慢，牧场在短期内难以快速退出，我们判断原奶供给仍将较为充足，25 年预计奶价仍将保持低位。

图 27：中国主产区生鲜乳价格(元/公斤)及同比

图 28：新西兰全脂奶粉拍卖价(美元/公吨)及同比



资料来源：农村农业部，山西证券研究所



资料来源：GDT，山西证券研究所

费用投放角度，乳企的费用支出主要考量原材料成本及公司战略两方面。考虑到目前奶价处于低位，由于成本压力缓解，企业在费用的使用上较为宽裕，尤其是面临需求压力时，往往增投费用以促进动销或处理库存；另一方面，乳业双寡头的竞争格局已然稳定，居民消费力的恢复也非一蹴而就，增加费用对于收入的边际拉动效果有限。故而综合下来，我们判断短期内以伊利、蒙牛为代表的龙头乳企会理性谨慎地增加费用，销售费用率会保持温和上涨。

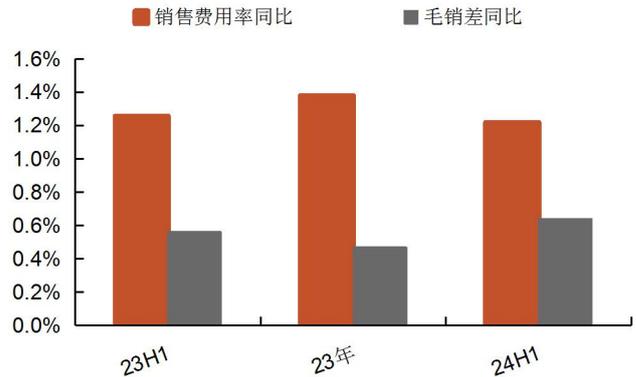
盈利能力角度，预计低奶价带来的毛利率提升可以覆盖销售费用率的上升，乳企利润率仍将改善。由于奶价的波动对销售毛利率和销售费用率的影响往往同向，即奶价上涨，销售毛利率和销售费用率同降，而奶价下跌，销售毛利率和销售费用率通常同升，因此我们用销售毛利率-销售费用率衡量奶价变动对乳企盈利能力的影响。复盘伊利、蒙牛近三年的财报，在本轮奶价下行周期中，二者毛销差在绝大部分时间内同比均处于上升通道，即奶价下跌对毛利率的利好足以覆盖销售费用率的提升，乳企盈利能力持续增强。

图 29：伊利销售费用率同比及毛销差同比（%）

图 30：蒙牛销售费用率同比及毛销差同比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

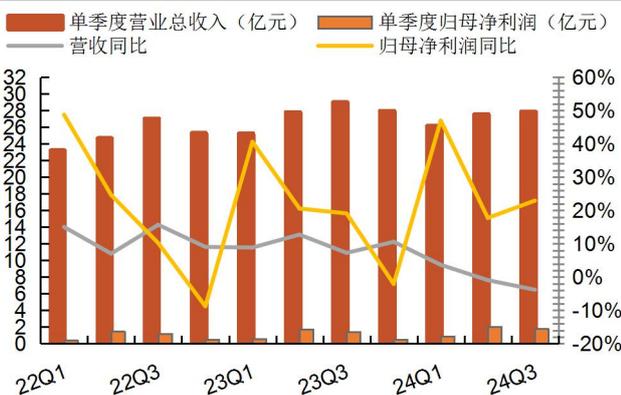


资料来源：Wind，山西证券研究所

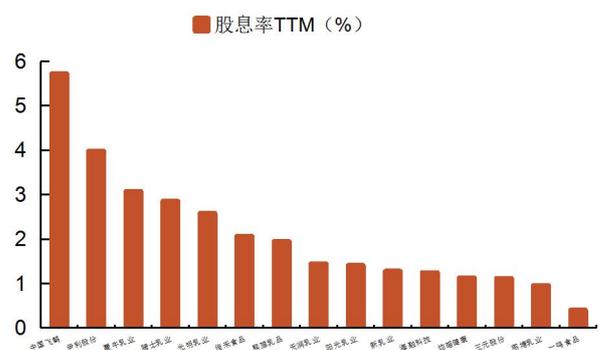
选股角度，成长性尤为稀缺，高股息提供安全垫。由于乳制品行业已迈入成熟期，整体营收增速偏慢，在该背景下仍有望实现收入或利润高增长的公司较为稀少，从这一视角我们首先建议关注战略上发力低温、持续推新，产品结构优化、利润弹性释放的区域优质乳企**新乳业**。另一方面，稳健型龙头乳企 25 年有望继续受益于成本红利，利润率仍将提升，慷慨的分红政策和高股息属性也赋予了公司较好的配置价值，从这一角度建议关注**伊利股份**。

图 31：新乳业单季度营业总收入（亿元）、归母净利润（亿元）及同比（%）

图 32：乳制品主要公司股息率 TTM (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

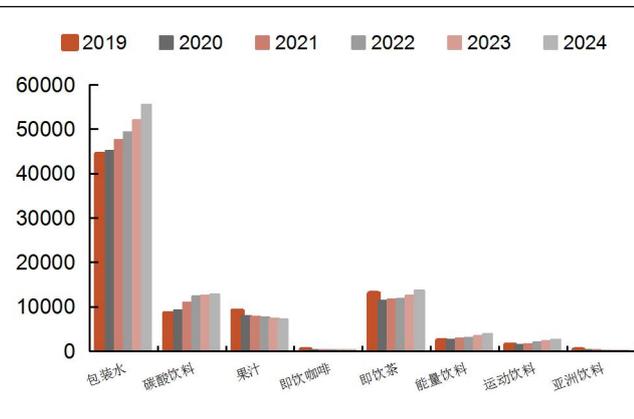
5. 软饮料板块：细分赛道持续分化，龙头马太效应凸显

5.1 能量饮料需求弹性大，产品创新推动收入增长

功能饮料迅速放量，包装水市场保持稳健增长，即饮茶表现亮眼。根据欧睿国际统计数据，

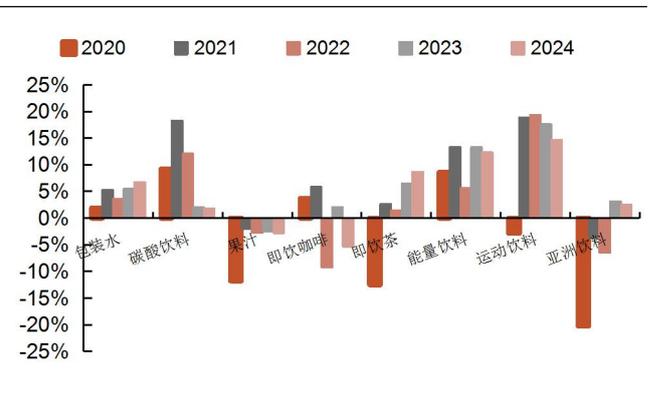
体量角度，包装水品类 2024 年在整个软饮料中占比 57.5%，销量规模达到 556 亿升（+6.8%），市场份额绝对领先，近几年增速稳定。此外，即饮茶占整体饮料行业市场规模的 14.2%，24 年同比增长 8.7%，表现不俗，无糖茶等单品拥有较大增量空间。**增长角度**，2024 年运动饮料和能量饮料销量同比增速分别达 14.7%和 12.3%，销量占比分别为 2.8%和 4.1%，销量增速在软饮料赛道居于前列。

图 33：软饮料细分赛道销量（百万升）



资料来源：欧睿国际，山西证券研究所

图 34：软饮料细分赛道同比增速

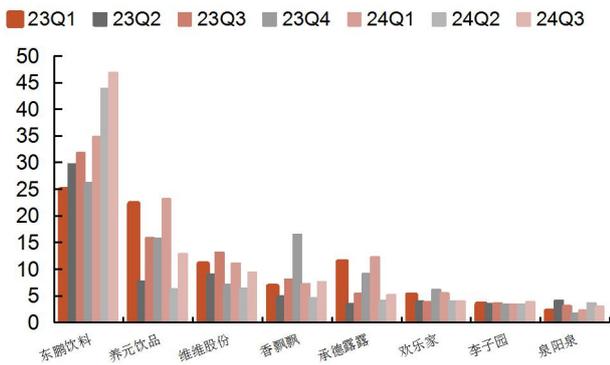


资料来源：欧睿国际，山西证券研究所

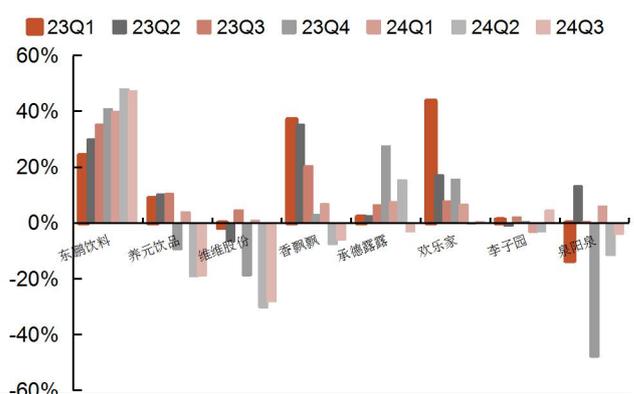
龙头增速领先，强者恒强。上市公司层面，东鹏饮料 24Q1-24Q3 单季度营收增速分别高达 39.8%、47.9%、47.3%，在板块中一枝独秀；农夫山泉 22 年、23 年和 24H1 的收入增速分别为 12.2%、28.1%、8.7%，在较大的营收体量下仍保持了稳健增长。两家企业在各自细分赛道既稳固大单品基本盘，又适时推出新品，相较于其他软饮料公司增速更快，龙头马太效应凸显。我们认为东鹏及农夫的主要优势在于：1）**产品契合需求且替代品少**。高强度的工作节奏对提神、唤醒活力提出更高要求，叠加居民对水质的提升，功能饮料和包装水需求稳健增长，且缺少替代品；2）**领先的渠道及营销优势**。东鹏和农夫具备渠道布局的先发优势，区域扩张及网点渗透进展顺利，此外东鹏还通过赞助体育赛事和电竞活动等方式实现广泛营销；3）**竞品的困境为其提供增长契机**。东鹏相比主要竞品红牛更具性价比，且红牛受到商标争议在主流渠道下架，营销活动受阻，东鹏持续攫取市场份额，高增势头不减。

图 35：A 股软饮料主要公司单季度营收（亿元）

图 36：A 股软饮料主要公司单季度营收增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

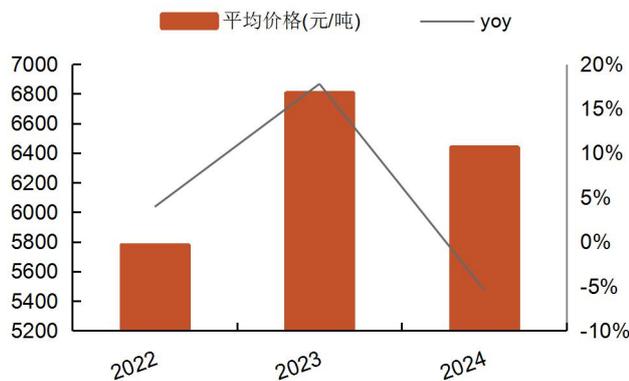


资料来源：Wind，山西证券研究所

5.2 原材料价格陆续回落，盈利能力逐步改善

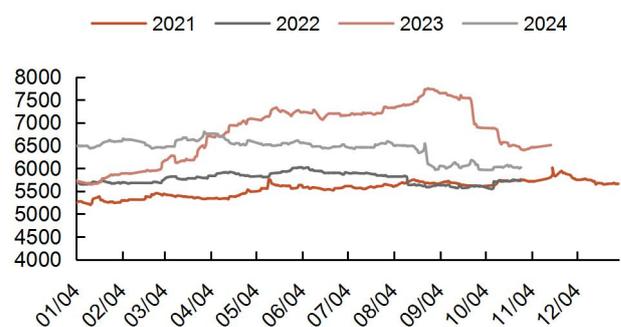
成本端看，白砂糖价格回调，PET 价格延续下行，带动利润率提升。白砂糖现货价格在 24 年上半年处于高位，随后回落，下半年环比下降明显，24 年全年平均价格同比下降 5.4%。展望 25 年，在产量扩张和进口量保持高位情况下，价格上涨可能性不大。24 年 PET 均价同比微降 0.9%，总体较为稳定。整体来看，软饮料 25 年成本压力不大，毛利率有望提升。

图 37：广西白砂糖平均价格（元/吨）及同比（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

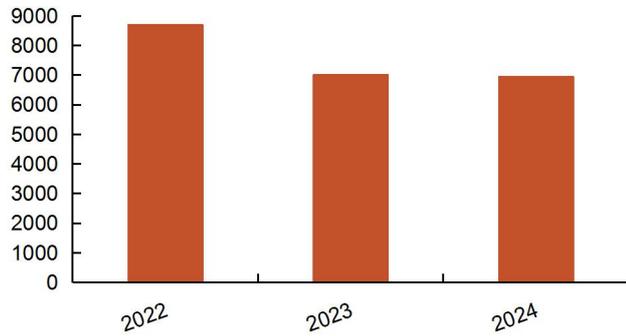
图 38：白砂糖现货价格 2021-2024 趋势（元/吨）



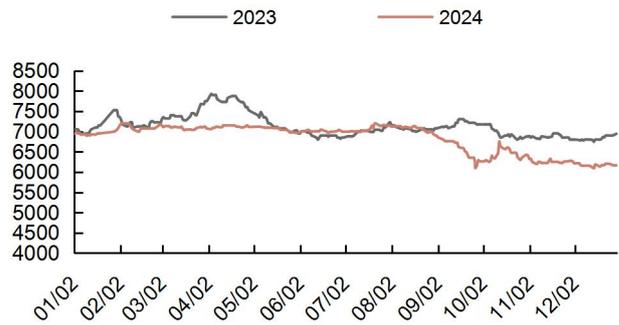
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 39：华东 PET 平均价格（元/吨）

图 40：PET 瓶片价格 2023-2024 年趋势（元/吨）



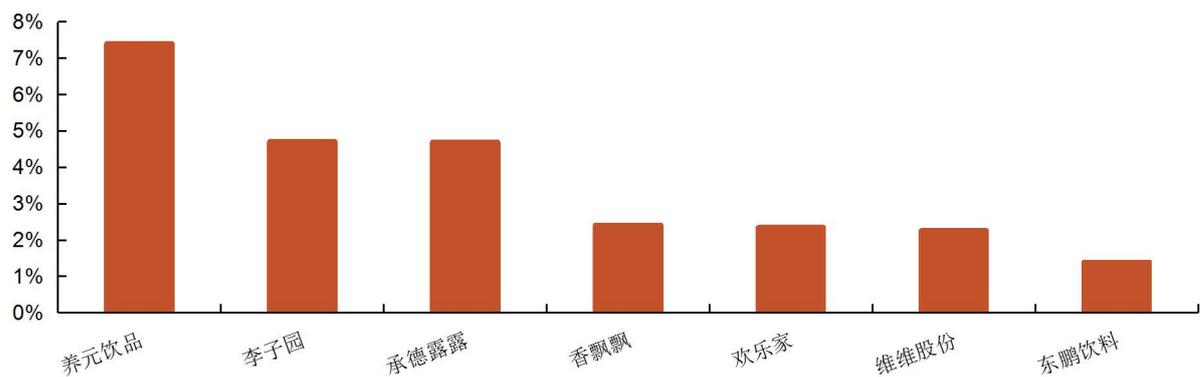
资料来源：国家统计局，山西证券研究所



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

选股角度，优选收入高增板块龙头，把握高股息配置价值。东鹏饮料作为 A 股软饮龙头，受益于能量饮料需求扩容及自身产品渠道营销优势下市占率提升，叠加新品“补水啦”快速放量，收入利润连续多个季度保持高增，我们首先建议重视其投资价值；此外，养元、李子园、露露现金流稳健，分红较为积极，股息率高于食品饮料板块平均水平，分别达到 7.25%、4.61%、4.55%，安全边际高。这一视角上我们建议关注享受大包粉成本红利，兼具高股息属性的李子园。

图 41：软饮料主要公司 TTM 股息率（%）



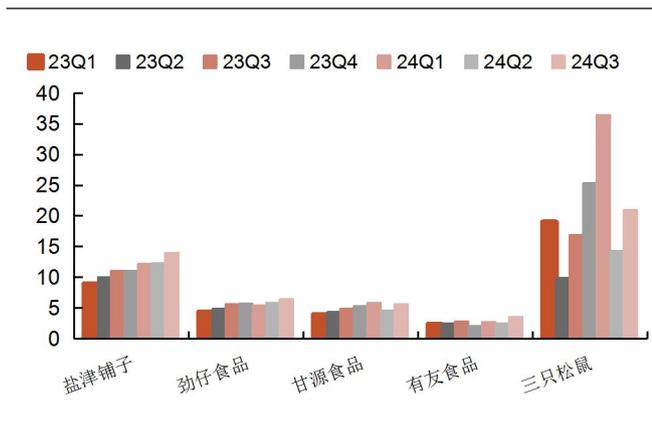
资料来源：Wind，山西证券研究所

6. 零食板块：渠道红利不减，关注品类及渠道创新

6.1 零食需求起量，渠道分化延续

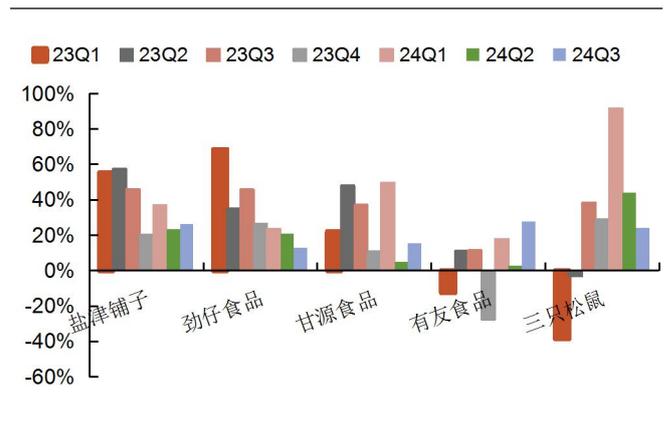
在同期高基数背景下，24年零食仍保持较快增长。收入端，复盘财报数据，盐津、劲仔、甘源、有友、松鼠24年前三季度累计营收增速分别为28.5%、18.7%、22.2%、16.8%、56.5%，24Q3单季度营收增速分别为26.2%、12.9%、15.6%、28.0%、24.0%，在去年高基数情景下仍有较快增长，体现出旺盛的消费力。我们分析主要原因包括：1) **把握渠道红利**。量贩零食门店迅速铺开，加速低线城市下沉，带动零食在线下流通渠道销量增长。此外，部分公司抓住山姆、开市客等会员商超近几年的布局机会，进驻特定单品并持续放量。2) **打造新品贡献增量**。商家持续进行口感、包装升级，积极推新，以适应多消费场景。如盐津在24年推出魔芋、鹌鹑蛋，甘源推出新口味翡翠豆，有友食品打造新品脱骨鸭掌等。3) **拥抱电商平台流量机会**。抖音、快手等短视频平台具有高速增长流量效应，强调性价比的拼多多也快速贡献销量。以线上收入占比较高的三只松鼠为例，公司销售费用在24Q1-Q3同比增速为105.5%、43.5%、22.7%，线上渠道的持续投放成为公司推动营收增长的有效引擎，在其助力下，公司2023年全年“坚果礼”线上市场份额成功突破35%。

图 42：零食主要公司单季度营收（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 43：零食主要公司单季度营收同比增速（%）

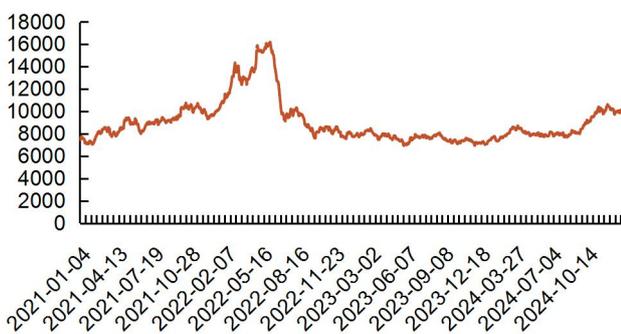


资料来源：Wind，山西证券研究所

6.2 原料价格有所分化，棕榈油成本上行

棕榈油 24 年价格上行，其他原料成本波动较小。在零食主要成本项中，棕榈油价格在 24 年持续上涨，对相关企业利润有一定影响，如甘源食品 24Q1-24Q3 销售毛利率同比均有所回落。其他原料价格相对稳定或有所回落，如三只松鼠向上游供应链延伸，打造产研一体，有效压缩坚果原料的采购费用；绝味的鸭副成本下降，对冲了单店下滑的压力，对利润有所提振；有友长期与大型养殖厂商合作，凤爪采购成本基本维持在可控区间内。

图 44：棕榈油现货价格（元/吨）



资料来源：大连期货交易所，山西证券研究所

图 45：甘源食品归母净利润(亿元)及同比增速(%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

选股角度，主要考虑收入增速及估值安全边际。除行业景气度的加持外，我们认为零食板块 25 年的收入增量可聚焦关注潜在爆品贡献及新渠道开发两方面（如进驻山姆等大型商超、把握微信小店的风口机会、布局出海赛道）。基于此，我们首先建议关注**甘源食品**，公司积极布局线上线下零售渠道，抓住东南亚出海机会，且估值水平较低。此外，微信小店作为后起之秀，有望凭借庞大的用户基础和社交裂变快速崛起，建议关注匹配节假日送礼属性、坚果礼盒持续放量，积极布局微信小店的**三只松鼠**。山姆等大型商超拥有众多会员，收入体量大，建议关注在山姆渠道脱骨鸭掌快速放量的**有友食品**。

7. 风险提示

- 1、经济增速不及预期：**经济增速回暖不及预期，或将影响消费修复，导致消费品增速低于预期；
- 2、行业竞争加剧：**白酒、啤酒、乳制品等子板块存在行业竞争加剧环境下行业增速不及

预期风险：

3、原材料价格上升超预期：食品饮料行业上游原材料及相关包材价格波动会影响生产成本，若原材料及包材价格大幅上涨，各子板块结构升级与产品提价不顺畅，可能导致公司业绩不及预期；

4、食品安全问题：若产品出现品质问题将影响品牌、公司形象及业务经营。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

