



# 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

## 政策催化情绪拐点，强顺周期属性推荐配置

### 投资建议

**白酒板块：**本周白酒板块领衔大幅反弹，主要系政治局会议、国新办新闻发布会对地产、货币政策等定调积极，市场流动性预期、风险偏好明显改善，叠加空头头寸回补所致。白酒板块顺周期属性强、流动性特性不错，弹性凸显。白酒板块的顺周期属性可以沿着需求修复链条理解，实业商务需求释放是经济景气度修复的前置变量，而基于实业盈利修复再传导至居民端、驱动大众需求升级则相对后置。在实业商务需求修复过程中，渠道基于基本面改善预期会加大对下游信用扩张，叠加批价预期向好会库存周期向上，即渠道/终端释放财务及库存杠杆。

目前白酒板块短期基本面承压的现实，我们认为宏观政策传导至基本面会有一定窗口期，在传导至基本面拐点的过程中仍需面临动销疲软的现实。因此，我们认为政策态度转向对于白酒板块的意义在于：可以预见未来某个期间政策落地逐步生效、量变引起质变会形成基本面拐点，拐点具备确定性但政策成效的斜率、或拐点时间面临不确定性，虽然短期 EPS 承压难以扭转、但中长期 EPS 修复具备确定性，叠加白酒板块的流动性优势、机构持仓及板块估值水平已经回落至较低水平，短期内吸引资金有大幅反弹。

白酒板块当下的特征是短期 EPS 承压，2025~2026 年考虑政策生效斜率或面临基本面、EPS 拐点，因此同 2014/2018/2022 年的反弹仍会有所差异。以 2014 年为例，2014 年年初白酒板块估值筑底，在此前板块内不少酒企已经处于报表出清阶段，预期大幅回落背景下 2014 年春节实际需求逐步呈现自政商务向大众消费切换的特征，预期修复带动估值超跌回升，而酒企报表重回增长区间普遍在 2015 年及以后，叠加棚改货币化带动板块基本面明显回暖，股价筑底回升节奏明显早于基本面，也源于市场主要针对预期进行交易、基本面后置验证预期兑现节奏。

对于大幅反弹后的修复空间，我们对此仍乐观。中期 EPS 修复不仅带来单 EPS 修复的裨益，与之相随的是下滑 or 持平 or 增长不同情境下市场对于白酒板块的估值中枢修复，例如在今年端午前泸州老窖 24 年 Forward PE 保持 15X 以上，端午后白酒需求缩量担忧逐渐加大、成长性折价凸显，在中秋前后 Forward PE 甚至跌破 10X，在近期修复后的 Forward PE 约 13X、我们认为仍然存在折价修复空间。推荐个体性禀赋较强的高端酒、各自赛道龙头，关注估值低位标的在龙头估值修复过程中的优势。

**调味品：**本轮政策刺激下，我们优先推荐此前受损较为严重的餐饮供应链企业，其中多数定制餐调企业跌幅较深，我们认为近期餐饮消费券是刺激需求改善的引子，接下来随着政策逐步加码、居民信心企稳，有望提振消费支出。我们率先看好成长型赛道渗透率提升估值端修复，另一条主线则建议关注具备业绩韧性的龙头海天味业、安琪酵母。

**休闲食品：**我们认为政策端对于卤味连锁、零食板块更多是流动性和估值层面的改善，其中卤味连锁龙头前期因单店收入和门店数量下滑，跌得较深的公司有望迎来短期快速反弹。年内视角，优先推荐基本面向好的零食板块，中秋、国庆备货带动终端需求改善，且行业仍具备新渠道扩张红利、新产品渗透率提升红利，当下板块业绩增长确定性最强。

**软饮料：**短期淡季难以博弈业绩超预期，但政策端催化有望带动部分消费情绪改善，消费有望从两极分化逐步向品牌升级靠拢。上半年回顾来看，龙头下场主动进行价格竞争、新兴品类红利持续释放的两大特征。随着淡季即将到来，我们认为市场竞争格局有望趋缓，终端价盘有望逐步修复。我们建议关注具备高成长性此前超跌的龙头，如百润股份。其次推荐竞争格局较好的龙头东鹏饮料，中长期视角下新品放量+大单品全国化仍有较大发展空间。

### 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：政策催化情绪拐点，强顺周期属性推荐配置.....	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： 本周行情.....	4
图表 2： 周度申万一级行业涨跌幅.....	4
图表 3： 当周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： i 茅台上市至今单品投放量情况（瓶）.....	6
图表 8： 白酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	6
图表 9： 高端酒批价走势（元/瓶）.....	6
图表 10： 国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）.....	7
图表 11： 中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）.....	7
图表 12： 啤酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	7
图表 13： 啤酒进口数量（万千升）与均价（美元/千升）.....	7
图表 14： 近期上市公司重要事项.....	8



## 一、周观点：政策催化情绪拐点，强顺周期属性推荐配置

### ● 白酒板块

本周白酒板块领涨大幅反弹，主要系政治局会议、国新办新闻发布会对地产、货币政策等定调积极，市场流动性预期、风险偏好明显改善，叠加空头头寸回补所致。

白酒板块顺周期属性强、流动性特性不错，弹性凸显。白酒板块的顺周期属性可以沿着需求修复链条理解，实业商务需求释放是经济景气度修复的前置变量，而基于实业盈利修复再传导至居民端、驱动大众需求升级则相对后置。在实业商务需求修复过程中，渠道基于基本面改善预期会加大对下游信用扩张，叠加批价预期向好会库存周期向上，即渠道/终端释放财务及库存杠杆。

目前白酒板块短期基本面承压的现实，我们认为宏观政策传导至基本面会有一定窗口期，在传导至基本面拐点的过程中仍需面临动销疲软的现实。因此，我们认为政策态度转向对于白酒板块的意义在于：可以预见未来某个期间政策落地逐步生效、量变引起质变会形成基本面拐点，拐点具备确定性但政策成效的斜率、或拐点时间面临不确定性，虽然短期 EPS 承压难以扭转、但中长期 EPS 修复具备确定性，叠加白酒板块的流动性优势、机构持仓及板块估值水平已经回落至较低水平，短期内吸引资金有大幅反弹。

白酒板块当下的特征是短期 EPS 承压，2025~2026 年考虑政策生效斜率或面临基本面、EPS 拐点，因此同 2014/2018/2022 年的反弹仍会有所差异。以 2014 年为例，2014 年年初白酒板块估值筑底，在此前板块内不少酒企已经处于报表出清阶段，预期大幅回落背景下 2014 年春节实际需求逐步呈现自政商务向大众消费切换的特征，预期修复带动估值超跌回升，而酒企报表重回增长区间普遍在 2015 年及以后，叠加棚改货币化带动板块基本面明显回暖，股价筑底回升节奏明显早于基本面，也源于市场主要针对预期进行交易、基本面后置验证预期兑现节奏。

从板块内的修复节奏来看，我们认为可以参考各子板块差异化的需求受损程度，与之对应是后期政策逐步落地时的受益程度。参考端午后淡季反馈及近期的中秋反馈，分价位动销来看大众价位 > 千元高端价位/入门级次高端价位 > 超高端价位 > 中上次高端价位，因此从修复节奏来看次高端、高端酒节奏靠前，区域酒相对靠后。

对于大幅反弹后的修复空间，我们对此仍乐观。中期 EPS 修复不仅带来单 EPS 修复的裨益，与之相随的是下滑 or 持平 or 增长不同情境下市场对于白酒板块的估值中枢修复，例如在今年端午前泸州老窖 24 年 Forward PE 保持 15X 以上，端午后白酒需求缩量担忧逐渐加大、成长性折价凸显，在中秋前后 Forward PE 甚至跌破 10X，在近期修复后的 Forward PE 约 13X、我们认为仍然存在折价修复空间。相类似地，渠道力、组织力相对优异的古井贡酒在端午前 Forward PE 保持 25X 以上，近期修复后 Forward PE 约 18X。

整体而言，我们预计政策会陆续传导至基本面，持续关注渠道情绪边际反馈，短期预计动销修正风险较小，国庆需求以提前预订的宴席及聚饮为主、已基本定性；中期财富效应或能带动渠道边际预期修复，近期飞天茅台批价已逐步企稳、表现也优于中秋后的悲观预期。考虑中期 EPS 在政策自基本面传导下或有回暖，叠加潜在分红、回购等板块事件性催化，我们仍看好板块顺周期的配置意义，前期悲观预期下板块整体仍有超跌、估值修复空间仍较足。推荐个体性禀赋较强的高端酒（茅五泸）、各自赛道龙头（山西汾酒、古井贡酒等），关注估值低位标的在龙头估值修复过程中的优势。

### ● 大众品板块

**调味品：**本轮政策刺激下，我们优先推荐此前受损较为严重的餐饮供应链企业，其中多数定制餐调企业（尤其小 B 端占比较高的）跌幅较深，我们认为近期餐饮消费券是刺激需求改善的引子，接下来随着政策逐步加码、居民信心企稳，有望提振消费支出，各项商务、聚会等餐饮消费则有望率先受益。我们率先看好成长型赛道渗透率提升（复合调味品、零添加等产品）估值端修复，另一条主线则建议关注具备业绩韧性的龙头海天味业、安琪酵母。

**休闲食品：**我们认为政策端对于卤味连锁、零食板块更多是流动性和估值层面的改善，其中卤味连锁龙头前期因单店收入和门店数量下滑，跌得较深的公司有望迎来短期快速反弹。年内视角，优先推荐基本面向好的零食板块，中秋、国庆备货带动终端需求改善，且行业仍具备新渠道扩张红利、新产品渗透率提升红利，当下板块业绩增长确定性最强。推荐目前仍处于成长阶段，PEG 有望向 1 靠拢的细分龙头盐津铺子、劲仔食品。

**软饮料：**短期淡季难以博弈业绩超预期，但政策端催化有望带动部分消费情绪改善，消费有望从两极分化逐步向品牌升级靠拢。上半年回顾来看，龙头下场主动进行价格竞争、新兴品类红利持续释放的两大特征。如农夫对绿水进行大包装促销活动、对无糖茶推广满减、



第二件半价等活动。随着淡季即将到来，我们认为市场竞争格局有望趋缓，终端价盘有望逐步修复。我们建议关注具备高成长性此前超跌的龙头，如百润股份。其次推荐竞争格局较好的龙头东鹏饮料，中长期视角下新品放量+大单品全国化仍有较大发展空间。

## 二、行情回顾

本周（2024.9.23~2024.9.27）食品饮料（申万）指数收于 18100 点（+26.06%），沪深 300 指数收于 3704 点（+15.70%），上证综指收于 3088 点（+12.81%），深证综指收于 1738 点（+16.25%），创业板指收于 1885 点（+22.71%）。

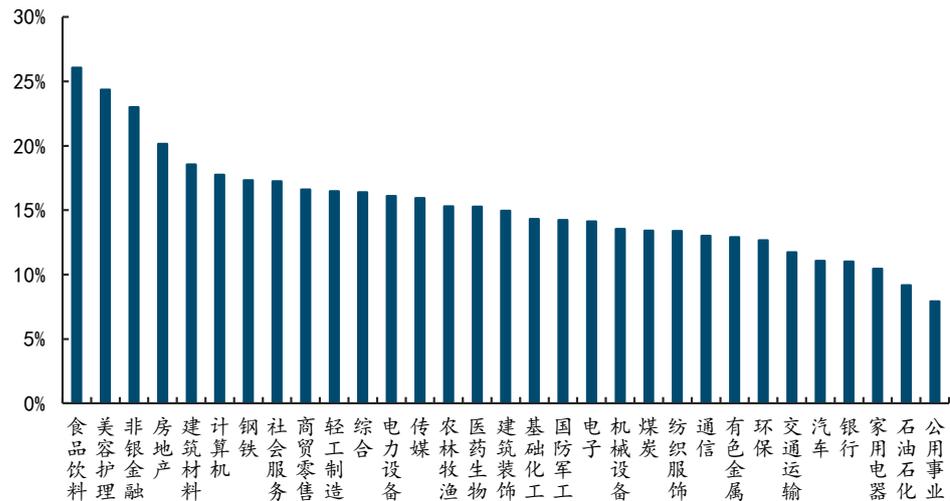
图表1：本周行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	24 年至今涨跌幅
申万食品饮料指数	18100	26.06%	-7.31%
沪深 300	3704	15.70%	7.94%
上证综指	3088	12.81%	3.78%
深证综指	1738	16.25%	-5.46%
创业板指	1885	22.71%	-0.31%

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食品饮料（+26.06%）、美容护理（+24.37%）、非银金融（+23.00%）。

图表2：周度申万一级行业涨跌幅

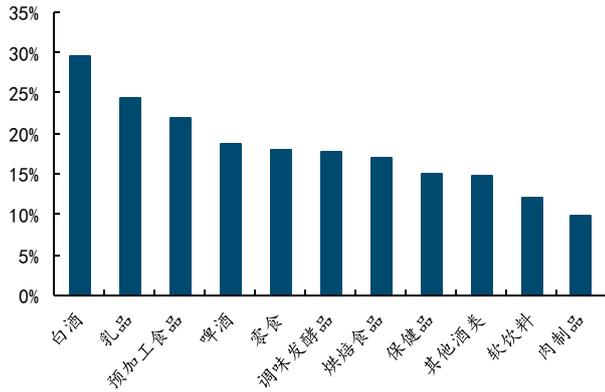


来源：Ifind，国金证券研究所

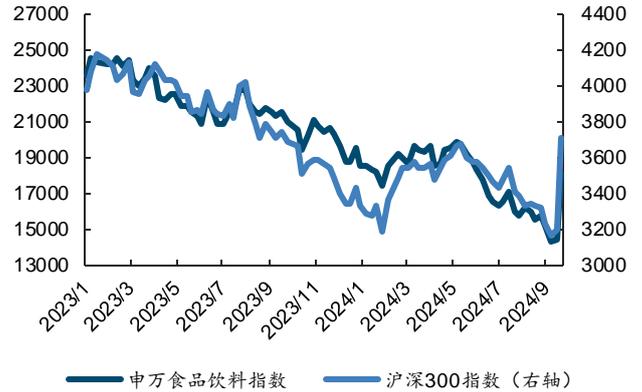
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为白酒（+29.49%）、乳品（+24.33%）、预加工食品（+21.96%）。



图表3: 当周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

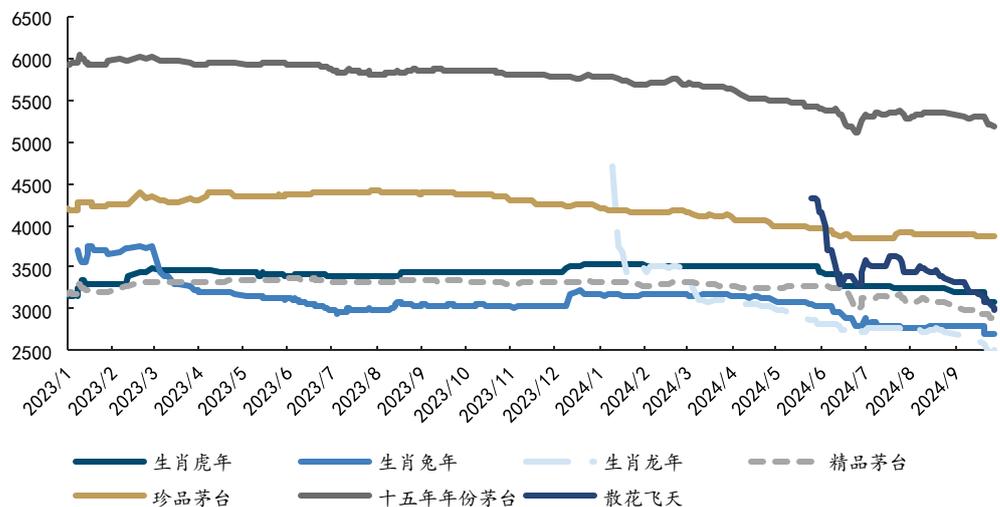
从个股表现来看, 周度涨跌幅居前的为: 品渥食品 (+54.32%)、泸州老窖 (+34.25%)、五粮液 (+33.97%)、岩石股份 (+33.80%)、三只松鼠 (+29.13%) 等; 涨跌幅居后的为: 莫高股份 (-12.07%)、ST 西发 (+1.20%)、ST 加加 (+1.35%)、安琪酵母 (+3.69%)、威龙股份 (+6.24%) 等。

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 (%)
品渥食品	54.32	莫高股份	-12.07
泸州老窖	34.25	ST 西发	1.20
五粮液	33.97	ST 加加	1.35
岩石股份	33.80	安琪酵母	3.69
三只松鼠	29.13	威龙股份	6.24
山西汾酒	29.02	珠江啤酒	7.42
贵州茅台	28.90	交大昂立	7.42
安井食品	28.83	光明肉业	7.97
舍得酒业	28.10	惠泉啤酒	8.03
迎驾贡酒	27.97	日辰股份	8.07

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)

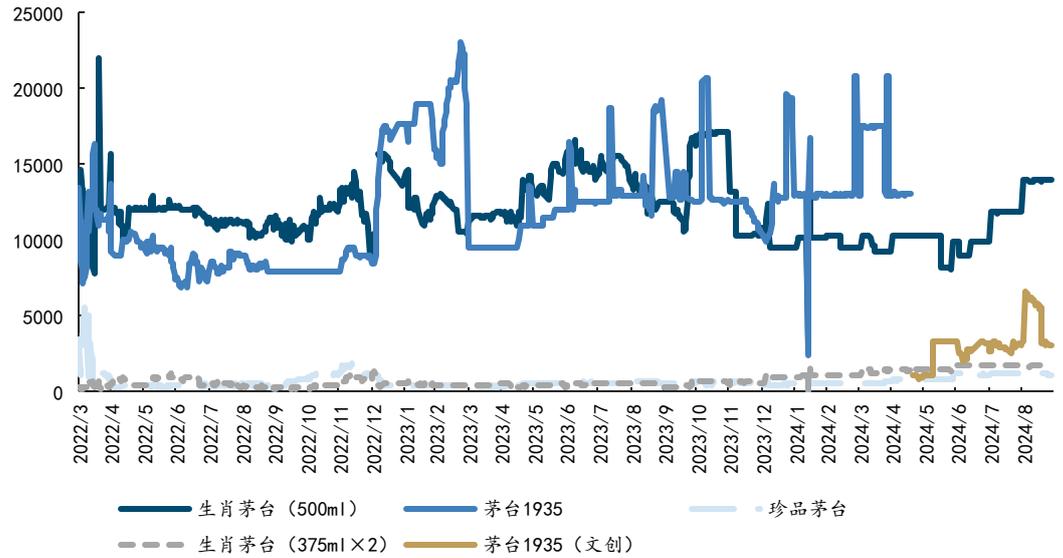
图表6: 非标茅台及茅台 1935 批价走势 (元/瓶)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 24 年 9 月 28 日)



图表7: i 茅台上市至今单品投放量情况 (瓶)



来源: i 茅台, 国金证券研究所 (注: 数据截至 24 年 9 月 28 日)

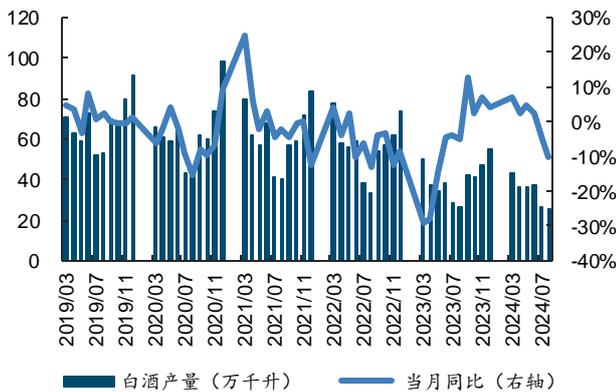
### 三、食品饮料行业数据更新

#### ■ 白酒板块

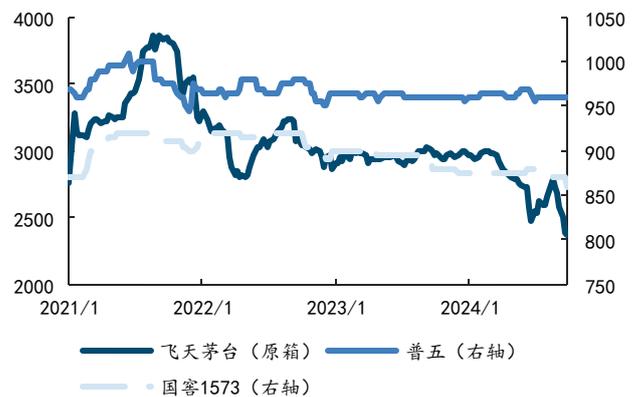
2024 年 8 月, 全国白酒产量 25.60 万千升, 同比-10.20%。

据今日酒价, 9 月 28 日, 飞天茅台整箱批价 2365 元 (环周-25 元), 散瓶批价 2270 元 (环周-30 元), 普五批价 960 元 (环周持平), 高度国窖 1573 批价 860 元 (环周-10 元)。

图表8: 白酒月度产量 (万千升) 及同比 (%)



图表9: 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 8 月)

来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 9 月 28 日)

#### ■ 乳制品板块

2024 年 9 月 20 日, 我国生鲜乳主产区平均价为 3.14 元/公斤, 同比-15.8%, 环比持平。

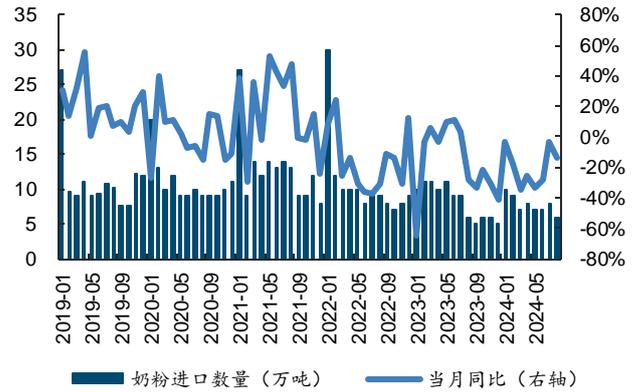
2024 年 1~8 月, 我国累计进口奶粉 62.0 万吨, 累计同比-20.7%; 累计进口金额为 42.85 亿美元, 累计同比-20.2%。其中, 单 8 月进口奶粉 6.0 万吨, 同比-14.30%; 进口金额 5.03 亿元, 同比+6.4%。



图表10: 国内主产区生鲜乳平均价 (元/公斤)



图表11: 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 9 月 20 日)

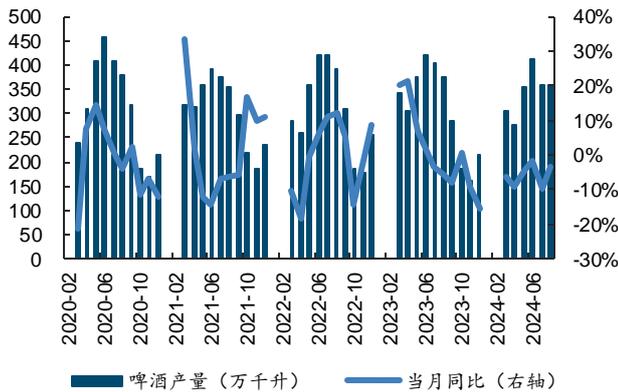
来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 8 月)

■ 啤酒板块

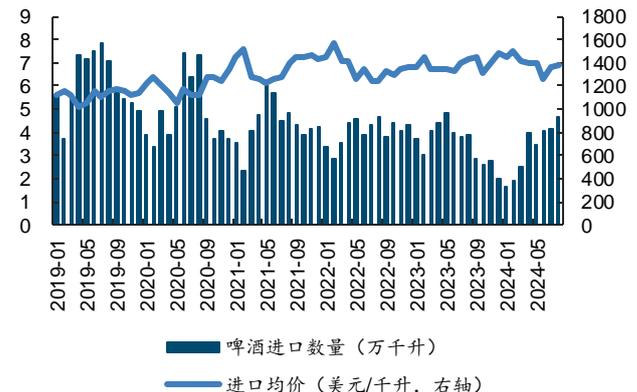
2024 年 8 月, 我国啤酒产量为 358.5 万千升, 同比-3.3%。

2024 年 1~8 月, 我国累计进口啤酒数量为 26.34 万千升, 同比-16.8%; 进口金额 3.63 亿美元, 同比-16.4%。其中, 单 8 月进口数量 4.70 万千升, 同比+20.1%; 进口金额 0.65 亿美元, 同比+15.7%。

图表12: 啤酒月度产量 (万千升) 及同比 (%)



图表13: 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 8 月)

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 24 年 8 月)

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

■ 公司及行业要闻

据吕梁市统计局, 1-7 月份, 全市规模以上工业增加值同比下降 3.5%, 降幅较上半年收窄 1.6 个百分点。其中, 酒和饮料制造业增长 7%, 白酒产量增长 26.3%。(糖酒快讯)

水井坊发布《关于调整部分水井坊产品建议渠道供货价的通知》。通知称, 10 月 1 日起拟对水井坊 52 度/42 度/38 度臻酿八号的 500ml\*6 和 500ml\*4 两个规格的 T1 进货价和门店进货价, 均建议增幅 10 元/瓶。(糖酒快讯)

抖音平台白酒类目店铺基础保证金有所调整, 从 15 万元降低到 5 万元, 果酒预调酒类目基础保证金为 2 万元。资料显示, 为保障消费者合法权益, 平台对白酒经营店铺实行保证金制。保证金应缴金额=类目基础保证金+信用保证金(如应缴纳), 用于保证商家在平台上合法经营, 并对消费者的投诉和维权进行先行赔付等处理。(糖酒快讯)

1-8 月, 深圳市社会消费品零售总额 6861.32 亿元, 同比增长 1.1%。分消费类型看, 商品零售增长 1.1%, 餐饮收入增长 0.6%。基本生活类商品销售良好, 其中, 限额以上单位饮料类零售额增长 13.0%。1-8 月, 全市居民消费价格比上年同期上涨 0.1%, 其中, 食品烟酒价格上涨 0.2%。(微酒)



■ 近期上市公司重要事项

图表14: 近期上市公司重要事项

日期	公司	事项
9月30日	一鸣食品	2024年第二次临时股东大会
9月30日	张裕A	2024年第四次临时股东大会
10月8日	洽洽食品	2024年第一次临时股东大会
10月8日	黑芝麻	2024年第三次临时股东大会
10月11日	伊利股份	2024年第一次临时股东大会
10月14日	惠发食品	2024年第二次临时股东大会
10月16日	水井坊	2024年第三次临时股东大会

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