

食品饮料

茅台增厚股东回报，糖蜜价格持续回落

2024年12月01日

——行业周报

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

张思敏（联系人）

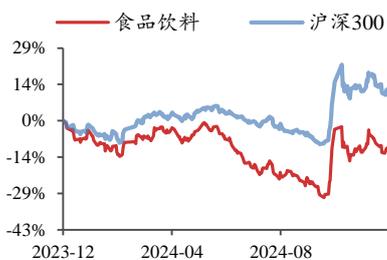
zhangyuguang@kysec.cn

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790123070080

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《威士忌新品首发，关注大众品修复机会—行业周报》-2024.11.24

《10月电商数据分析：大促带动线上销售额增长，关注白酒龙头及休闲零食—行业点评报告》-2024.11.20

《预期改善，枯木逢春—行业投资策略》-2024.11.19

● 核心观点：贵州茅台分红比例提升，安琪酵母成本红利有望持续体现

11月25日-11月29日，食品饮料指数涨幅为2.6%，一级子行业排名第13，跑赢沪深300约1.3pct，子行业中烘焙食品(+13.5%)、零食(+12.1%)、其他酒类(+9.5%)表现相对领先。本周贵州茅台股东会，通过了“2024-2026年每年常规分红比例不低于75%”的议案，提振资本市场信心。当前茅台酒的基本属性与需求没有变化，主要矛盾是供需适配问题，解决的方法是增加触达、提升转化、做好服务。首先公司会分析每个渠道优劣势，加强不同渠道的互补左右，解决触达问题；再次加强文化品牌建设，提升客户转化率；最后做好客户服务，关注新产业客群，提供高服务价值。我们判断当前白酒仍处于需求低谷阶段，但各个酒企已经主动调节渠道压力，弱化经销商回款并积极调整渠道秩序，思考客户结构转型问题，预期在经济回暖消费复苏阶段，率先调整好的酒企大概率可以与经济周期同频共振，实现报表业绩的持续修复。

近期糖蜜价格持续回落，10月底糖企开启第一轮糖蜜招标，2024/25榨季糖蜜开标价1250元左右，小厂在1200元左右，当前出现1150左右的价格。招标价低于2023/24榨季50-100元，预计12月糖蜜供给高峰来临，糖蜜价格还有下探空间。第一轮糖蜜产量不大，酵母公司参与较少。现在南方甘蔗长势较好，糖蜜大概率增产，我们认为当前白砂糖利润较好，糖厂加大抢购原料与生产力度，糖蜜储存成本较高，后续糖蜜价格仍有让步空间。做为下游的酵母企业可能持续受益于原料糖蜜价格下降的利好。安琪酵母股权激励落地后，公司员工积极性大幅提升，三季度国内与国际及各项业务全面加速。我们继续看跌糖蜜价格，公司2025年成本降幅有望超预期。公司成本优势仍明显，全球化空间依然可期。

● 推荐组合：五粮液、山西汾酒、贵州茅台、甘源食品

(1) 五粮液：公司严格控货，补贴政策落地后，批价略有下降但整体稳定，渠道信心增加。1618、低度五粮液等非标酒承载更多业绩，公司已步入渠道改善周期。(2) 山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。(3) 贵州茅台：公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。(4) 甘源食品：公司持续保持营收稳定增长，出海战略初见成效，看好公司出海战略下的中长期发展。

● 风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

目 录

1、每周观点：贵州茅台分红比例提升，安琪酵母成本红利有望持续体现.....	3
2、市场表现：食品饮料跑赢大盘.....	3
3、上游数据：部分上游原料价格回落.....	4
4、酒业数据新闻：茅台酒、郎酒、五粮液新品发布.....	7
5、备忘录：关注重庆啤酒 12 月 2 日股东会.....	7
6、风险提示.....	8

图表目录

图 1：食品饮料涨幅 2.6%，排名 13/28.....	4
图 2：烘焙食品、零食、其他酒类表现相对领先.....	4
图 3：桂发祥、一鸣食品、欢乐家涨幅领先.....	4
图 4：ST 西发、古井贡 B、东鹏饮料跌幅居前.....	4
图 5：2024 年 11 月 19 日全脂奶粉中标价同比+27.5%.....	5
图 6：2024 年 11 月 20 日生鲜乳价格同比-15.2%.....	5
图 7：2024 年 11 月 30 日猪肉价格同比+15.5%.....	5
图 8：2024 年 9 月生猪存栏数量同比-3.5%.....	5
图 9：2024 年 10 月能繁母猪数量同比-3.2%.....	5
图 10：2024 年 11 月 23 日白条鸡价格同比+1.3%.....	5
图 11：2024 年 10 月进口大麦价格同比-14.4%.....	6
图 12：2024 年 10 月进口大麦数量同比-23.0%.....	6
图 13：2024 年 11 月 29 日大豆现货价同比-17.9%.....	6
图 14：2024 年 11 月 20 日豆粕平均价同比-25.2%.....	6
图 15：2024 年 11 月 29 日柳糖价格同比-9.3%.....	7
图 16：2024 年 11 月 22 日白砂糖零售价同比-0.7%.....	7
表 1：最近重大事件备忘录：关注广弘控股 12 月 2 日股东会.....	7
表 2：关注 11 月 24 日发布的行业周报.....	8
表 3：重点公司盈利预测及估值.....	8

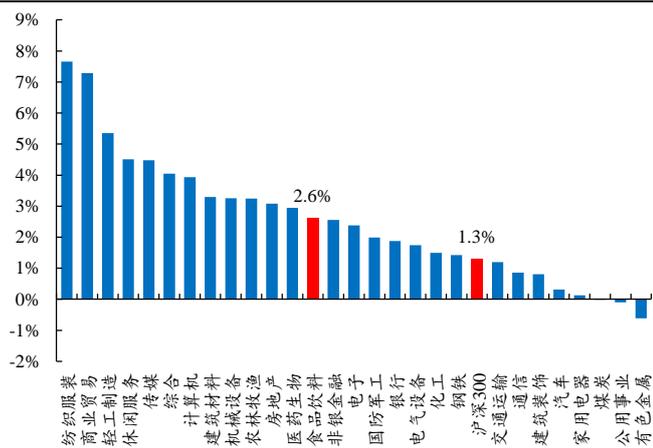
1、每周观点：贵州茅台分红比例提升，安琪酵母成本红利有望持续体现

11月25日-11月29日，食品饮料指数涨幅为2.6%，一级子行业排名第13，跑赢沪深300约1.3pct，子行业中烘焙食品(+13.5%)、零食(+12.1%)、其他酒类(+9.5%)表现相对领先。本周贵州茅台股东会，通过了“2024-2026年每年常规分红比例不低于75%”的议案，提振资本市场信心。当前茅台酒的基本属性与需求没有变化，主要矛盾是供需适配问题，解决的方法是增加触达、提升转化、做好服务。首先公司会分析每个渠道优劣势，加强不同渠道的互补左右，解决触达问题；再次加强文化品牌建设，提升客户转化率；最后做好客户服务，关注新产业客群，提供高服务价值。我们判断当前白酒仍处于需求低谷阶段，但各个酒企已经主动调节渠道压力，弱化经销商回款并积极调整渠道秩序，思考客户结构转型问题，预期在经济回暖消费复苏阶段，率先调整好的酒企大概率可以与经济周期同频共振，实现报表业绩的持续修复。

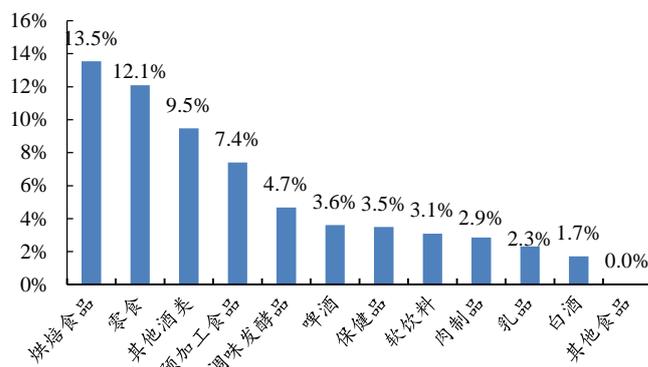
近期糖蜜价格持续回落，10月底糖企开启第一轮糖蜜招标，2024/25榨季糖蜜开标价1250元左右，小厂在1200元左右，当前出现1150左右的价格。招标价低于2023/24榨季50-100元，预计12月糖蜜供给高峰来临，糖蜜价格还有下探空间。第一轮糖蜜产量不大，酵母公司参与较少。现在南方甘蔗长势较好，糖蜜大概率增产，我们认为当前白砂糖利润较好，糖厂加大抢购原料与生产力度，糖蜜储存成本较高，后续糖蜜价格仍有让步空间。作为下游的酵母企业可能持续受益于原料糖蜜价格下降的利好。安琪酵母股权激励落地后，公司员工积极性大幅提升，三季度国内与国际及各项业务全面加速。我们继续看跌糖蜜价格，公司2025年成本降幅有望超预期。公司成本优势仍明显，全球化空间依然可期。

2、市场表现：食品饮料跑赢大盘

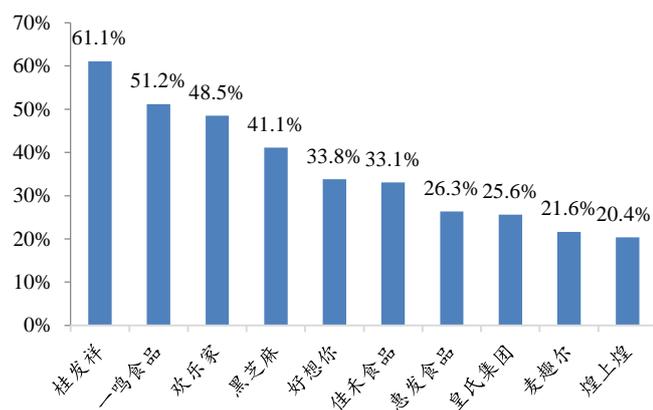
11月25日-11月29日，食品饮料指数涨幅为2.6%，一级子行业排名第13，跑赢沪深300约1.3pct，子行业中烘焙食品(+13.5%)、零食(+12.1%)、其他酒类(+9.5%)表现相对领先。个股方面，桂发祥、一鸣食品、欢乐家涨幅领先；ST西发、古井贡B、东鹏饮料跌幅居前。

图1：食品饮料涨幅 2.6%，排名 13/28


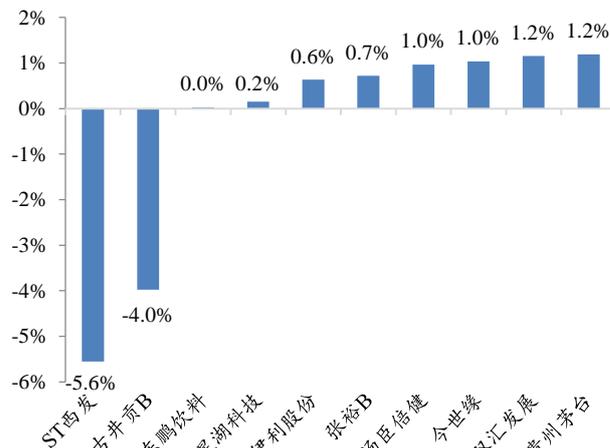
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：烘焙食品、零食、其他酒类表现相对领先


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：桂发祥、一鸣食品、欢乐家涨幅领先


数据来源：Wind、开源证券研究所

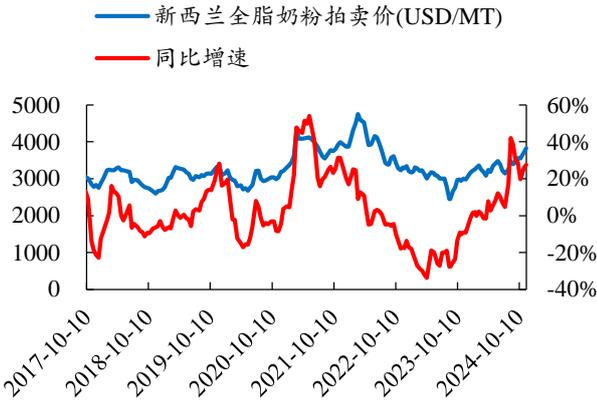
图4：ST西发、古井贡B、东鹏饮料跌幅居前


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、上游数据：部分上游原料价格回落

11月19日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3826 美元/吨，环比+3.0%，同比+27.5%，奶价同比上升。11月20日，国内生鲜乳价格 3.1 元/公斤，环比+0.3%，同比-15.2%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

图5：2024年11月19日全脂奶粉中标价同比+27.5%



数据来源：GDT、开源证券研究所

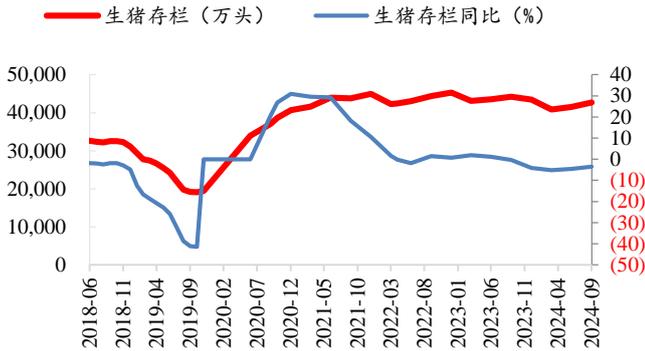
图6：2024年11月20日生鲜乳价格同比-15.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

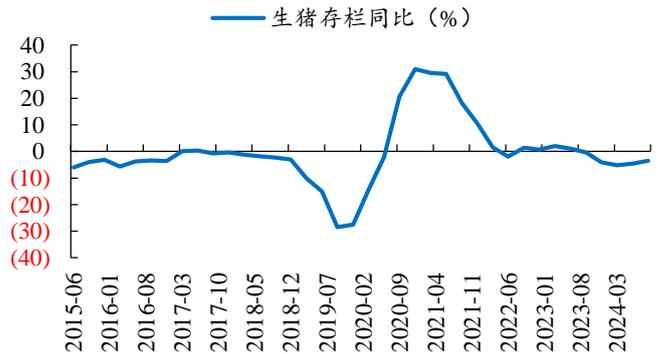
11月30日，生猪出栏价格16.5元/公斤，同比+15.2%，环比1.7%；猪肉价格23.4元/公斤，同比+15.5%，环比-1.1%。2024年10月，能繁母猪存栏4073.0万头，同比-3.2%，环比+0.3%。2024年9月生猪存栏同比-3.5%。2024年11月23日，白条鸡价格17.9元/公斤，同比+1.3%，环比0.9%。

图7：2024年11月30日猪肉价格同比+15.5%



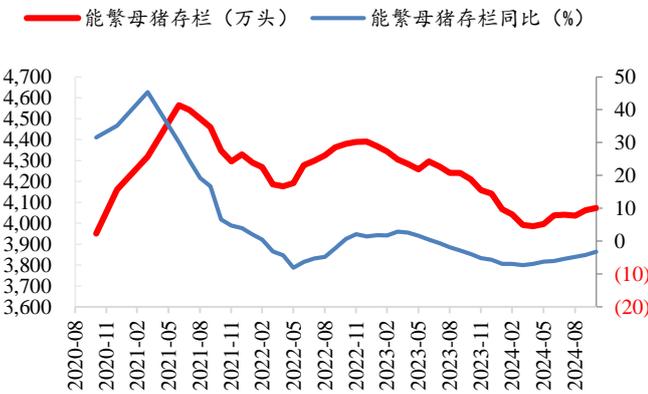
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024年9月生猪存栏数量同比-3.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024年10月能繁母猪数量同比-3.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2024年11月23日白条鸡价格同比+1.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

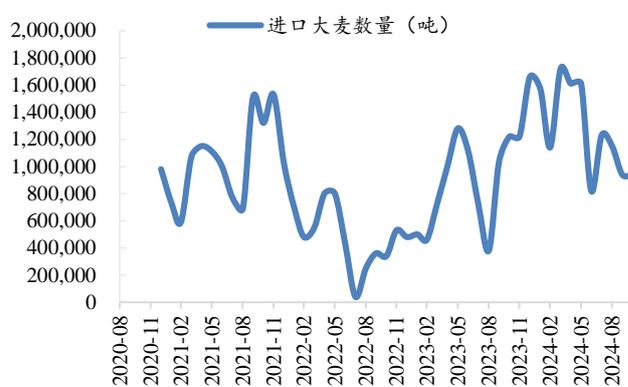
2024年10月，进口大麦价格250.0美元/吨，同比-14.4%。2024年10月进口大麦数量94.0万吨，同比-23.0%，进口大麦数量及平均价格持续下降，啤酒企业原料成本有望得到缓解。

图11: 2024年10月进口大麦价格同比-14.4%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2024年10月进口大麦数量同比-23.0%



数据来源: Wind、开源证券研究所

11月29日，大豆现货价3997.9元/吨，同比-17.9%。11月20日，豆粕平均价格3.4元/公斤，同比-25.2%。

图13: 2024年11月29日大豆现货价同比-17.9%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2024年11月20日豆粕平均价同比-25.2%

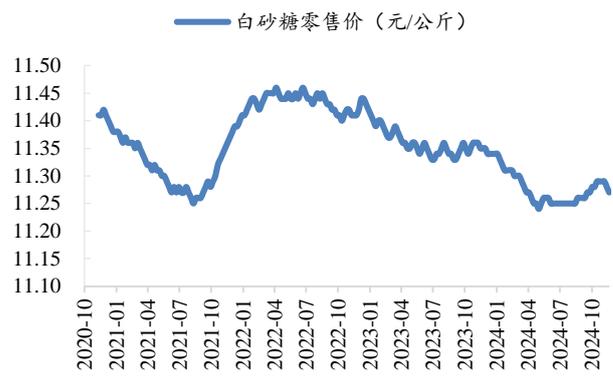


数据来源: Wind、开源证券研究所

11月29日，柳糖价格6180.0元/吨，同比-9.3%；11月22日，白砂糖零售价格11.3元/公斤，同比-0.7%。

图15：2024年11月29日柳糖价格同比-9.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2024年11月22日白砂糖零售价同比-0.7%


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：茅台酒、郎酒、五粮液新品发布

11月25日，由茅台集团与物产中大集团联袂打造的茅台酒及茅台1935“西湖揽胜系列文创酒”在杭州西湖正式发布。从2024年起，该系列文创酒将每年精选西湖十景中的两景，以创新的设计持续推出新品，通过酒景相连、以酒载道持续弘扬中华优秀传统文化（来源于酒业家）。

11月25日，据青花郎微信公众号消息，两款郎酒庄园·洞藏系列酒——天宝洞、地宝洞藏酒上市，限量投放1850瓶，即日起发售。郎酒庄园·洞藏系列酒严循郎酒“生长养藏”酿贮法则，精选贮存10年以上的优质原酒，优选进入天、地宝洞贮存10-50年，老熟生色、陈化生香，成就超高品质（来源于微酒）。

据五粮浓香官微消息：在2025蛇年即将到来之际，五粮液浓香酒公司以五粮本色，传承卓越品质，再造年度生肖力作——乙巳蛇年生肖酒，即将重磅上市，限量发售99999瓶。据悉，乙巳蛇年生肖酒巧妙融汇“金蛇起舞”生肖文化创意，以双蛇呈祥和光刻传统纹样寓意吉祥、如意、长寿与财富，水晶华冠、鎏金之印、经典蒜头瓶交相辉映，传承经典与现代风尚，臻藏岁月时光，于东方，美学灵动间，尽显独特韵味与高贵气质（来源于酒说）。

5、备忘录：关注重庆啤酒12月2日股东会

下周（12月2日-12月8日），将有6家公司召开股东大会。

表1：最近重大事件备忘录：关注广弘控股12月2日股东会

日期	公司	股东会
12月2日	广弘控股	广东省广州市(15:00)
12月2日	重庆啤酒	广东省佛山市(11:00)
12月4日	海欣食品	福建省连江县(14:30)
12月5日	均瑶健康	上海市浦东新区(14:00)
12月6日	光明肉业	上海市杨浦区(14:00)
12月6日	安记食品	福建省泉州市(14:30)

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注 11 月 24 日发布的行业周报

报告类型	报告名称	时间
行业周报	10月社零数据回暖，关注复调行业修复机会	11月17日
行业点评	以旧换新政策成效较好，10月社零增速延续回升	11月18日
行业投资策略	预期改善，枯木逢春	11月19日
行业点评	10月电商数据分析：大促带动线上销售额增长，关注白酒龙头及休闲零食	11月20日
行业周报	威士忌新品首发，关注大众品修复机会	11月24日

资料来源：Wind、开源证券研究所

表3：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
贵州茅台	买入	1525.7	68.21	76.98	87.78	22.4	19.8	17.4
五粮液	买入	146.8	8.72	9.70	10.65	16.8	15.1	13.8
泸州老窖	买入	138.7	11.18	13.60	16.28	12.4	10.2	8.5
洋河股份	增持	85.8	6.79	6.99	7.36	12.6	12.3	11.7
山西汾酒	买入	203.7	10.52	12.35	14.69	19.4	16.5	13.9
口子窖	增持	40.6	3.18	3.47	3.79	12.8	11.7	10.7
古井贡酒	增持	189.6	11.16	13.94	17.51	17.0	13.6	10.8
金徽酒	增持	21.6	0.78	0.97	1.19	27.7	22.3	18.2
伊利股份	买入	28.6	1.83	1.82	1.98	15.6	15.7	14.4
新乳业	增持	13.0	0.64	0.75	0.89	20.3	17.3	14.6
双汇发展	增持	24.5	1.41	1.51	1.59	17.4	16.2	15.4
中炬高新	增持	23.5	0.90	1.10	1.41	26.1	21.4	16.7
涪陵榨菜	增持	14.7	0.76	0.83	0.92	19.3	17.7	16.0
海天味业	买入	45.1	1.12	1.27	1.44	40.3	35.5	31.3
恒顺醋业	增持	8.2	0.13	0.15	0.19	63.4	54.9	43.4
西麦食品	增持	14.6	0.56	0.69	0.82	26.0	21.1	17.8
嘉必优	买入	22.1	0.74	0.92	1.15	29.9	24.0	19.2
绝味食品	增持	19.9	1.01	1.17	1.30	19.7	17.0	15.3
煌上煌	增持	9.2	0.18	0.23	0.31	50.8	39.8	29.5
广州酒家	增持	16.5	0.90	1.06	1.23	18.4	15.6	13.4
甘源食品	买入	78.6	4.54	5.60	6.87	17.3	14.0	11.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024 年 11 月 29 日，盈利预测均采用开源证券预测值）

6、风险提示

宏观经济下行风险、食品安全风险、原料价格波动风险、消费需求复苏低于预期等。

特别声明

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

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

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

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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