

驭风踏浪，稳中求进

投资评级：推荐（维持）

--食品饮料行业2025年度投资策略报告

华龙证券研究所 食品饮料行业

分析师：王芳

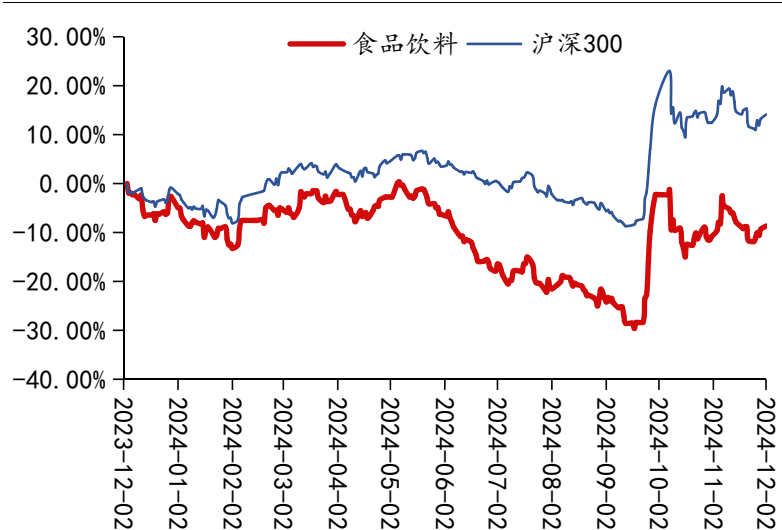
SAC执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzq.com

2024年12月06日

证券研究报告

2023. 12. 02-2024. 12. 02市场走势 (单位: %)



相对沪深300表现 (2024. 12. 02) (单位: %)

表现	1M	3M	12M
食品饮料行业	2.43	20.44	-9.67
沪深300	1.48	20.91	13.34

相关报告

《食品饮料行业2024年三季度报综述：白酒增速趋缓，零食和软饮料业绩较优》
2024. 11. 08

《食品饮料行业2024半年报综述：二季度增速放缓，软饮料具备较高景气度》
2024. 9. 18

《食品饮料行业2024年中期策略报告：固本开新，行稳致远》 2024. 7. 25

白酒：白酒行业基本面仍处于承压阶段，在促消费政策刺激下，2025年估值或将率先修复，实际动销好转，最后反映到报表端基本面改善。2024年国内消费需求平淡，白酒行业进入深度调整期，商务宴席消费受到外部大环境、实体消费动力不足以及房地产不景气等因素影响，消费较疲软；高端白酒礼赠需求三季度明显下降，整体偏平淡；大众宴席消费一季度如期实现开门红，之后边际降速，我们认为主因一是婚宴场次下降，二是受经济压力和消费者观念的转变，婚宴白酒用量呈减少的态势；三是2023年承接了过去三年较多的宴席补办，基数较高。2024年传统白酒消费旺季中秋和国庆期间，行业呈现“旺季不旺”的特征，2024年9月24日以来，一揽子宏观政策利好频出，白酒商务消费场景对宏观环境依赖性较大。2025年伴随宏观、地产行业的回暖，商务需求端还有较大改善空间，2025年白酒估值有望先于基本面修复。高端白酒和区域酒龙头有望率先企稳回升，次高端白酒前期受损较大，需求反转下具备较高弹性。

大众品：零食量贩店和新兴电商（抖音、短视频等）渠道红利延续。各家零食上市公司积极打造大单品，持续推出新品，满足消费者对健康和美味零食的需求，同时，通过向上游延伸产业链等方式降低成本，提升质价比和产品综合竞争力。量贩零食渠道2025年仍有拓店空间，但增速边际趋缓，行业整合进一步加剧，重心更多在提升单店盈利水平上。具有多元渠道布局和供应链优势的休闲零食公司有望取得较快增长。伴随消费者健康意识和对功能性需求的提升，更具功能性和健康性的饮料产品受到消费者的青睐。软饮料具备客单价低，消费频次高的特点，受宏观经济和消费场景影响较小，出行人次增加和高温天气对软饮料的销量有一定的催化作用。我们预计2025年居民出行需求延续，有望持续催化板块实现稳健增长。软饮料产品竞争已从同质化向差异化转变，推动了品类的多样化和品牌的迭代更新。**乳品促消费政策刺激，需求有望回暖，叠加上游持续出清，乳品行业供需将实现新平衡。**三四线城市居民的饮奶习惯正在逐步形成，乳制品企业针对这些特定的市场细分领域，通过持续的产品创新和场景拓展，不断探索新的增长路径。同时，随着银发经济的兴起，消费者对功能性产品的需求日益增长，奶酪的深加工业务也在不断成熟，成人奶粉和奶酪市场还拥有较大的增长潜力。上游方面，复盘2008年以来的三轮原奶下行周期，本轮下行期从2021年9月持续至今，已超过三年时间，价格波动来看，本轮原奶价格从最高4.32元/公斤下跌至3.12元/公斤，下跌38%，幅度较大，展望2025年，原奶供需差距收窄，供给过剩的情况有望阶段性得到缓解。

餐饮供应链：2025年餐饮复苏有望带来啤酒消费的量价改善，中长期结构升级是啤酒上市公司发展的重要方向。2024年消费疲软的环境下，餐饮渠道增速放缓对啤酒消费影响较大。2025年扩大内需预期提升，餐饮复苏有望带来啤酒消费需求的改善。**调味品行业基本面企稳回暖，头部集中趋势延续。**调味品具备刚需属性，B端持续复苏，C端需求稳健，主要原材料大豆价格、白糖价格、玻璃（包材）价格均处于较低位置，龙头企业毛利率同比提升，经营势能向上，头部集中趋势延续。**2024年预加工食品板块承压，2025年伴随产能出清接近尾声，叠加下游餐饮需求改善，预加工食品企业有望企稳迎来拐点。**当前板块增速承压主因一是下游餐饮业需求疲软，二是预制菜渗透率提升放缓；行业推新速度和打造的爆款数量下降；三是存量竞争下，市场竞争加剧。我们预计短期报表端仍需一定时间出清。后续伴随产能出清接近尾声，以及需求端改善，行业内爆款打造能力较强，内部管理优秀的公司有望率先企稳迎来反转。

投资策略：白酒建议关注一是品牌护城河较高的全国名酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒；二是关注大本营市场根基深厚，精细化运营能力较强，产品矩阵持续升级的区域酒龙头古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、金徽酒；三是伴随商务需求复苏，具备较大弹性的次高端白酒水井坊、舍得酒业。大众品建议关注盐津铺子、甘源食品、东鹏饮料、伊利股份、新乳业。餐饮供应链建议关注海天味业、青岛啤酒、燕京啤酒。

风险提示：食品安全风险、消费复苏不及预期风险、成本上行风险、业绩增速不及预期风险、市场竞争加剧风险、第三方数据统计偏差风险。

目录

1

行情回顾：估值回调，业绩增速趋缓

2

白酒：弱现实，强预期

3

大众品：软饮料和零食具备较高景气度

4

餐饮供应链：复苏在途

5

投资建议：优选确定性龙头，关注复苏弹性标的

6

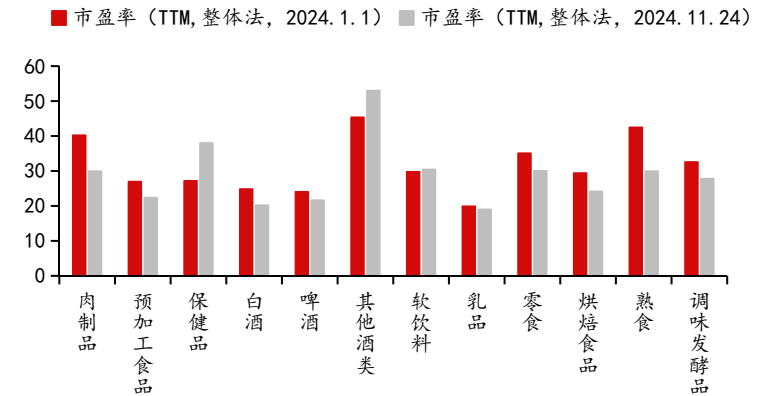
风险提示

1.1 行情回顾：食品饮料板块回调较多

行情回顾：2024年（01月01日-11月24日），申万食品饮料板块涨跌幅为-4.78%，同期上证指数上涨6.49%，沪深300上涨7.95%，食品饮料跑输上证指数11.27pct。子行业来看，软饮料（+34.73%）、零食（+13.94%）、调味品（+8.71%）跑赢上证指数，乳品（+6.34%）、啤酒（+1.77%）、白酒（-9.09%）、预加工食品（-18.17%）跑输上证指数。我们认为2024年初市场普遍情绪较低，板块出现回调，春节动销略超市场预期，板块估值有一定修复，二季度茅台批价出现波动，国内消费持续低迷，板块随之走弱，中秋国庆旺季不旺，消费较平淡，9月24日，国家出台一系列增量政策，之后板块出现较大反弹，三季报行业整体业绩降速，板块回调，11月在扩内需政策强预期下，板块估值修复，食品饮料板块当前仍处于历史较低位置。

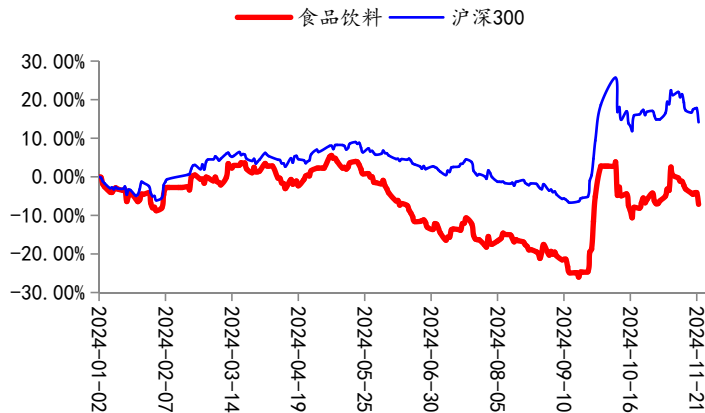
行业估值：2024年初至今（01月01日-11月24日），申万食品饮料行业指数PE（TTM）从26.2倍下跌至21.7倍，我们认为主因2024年居民消费较疲软且信心不足，子板块来看，保健品和其他酒类板块估值修复居前。

图4：子板块年初和当前市盈率对比



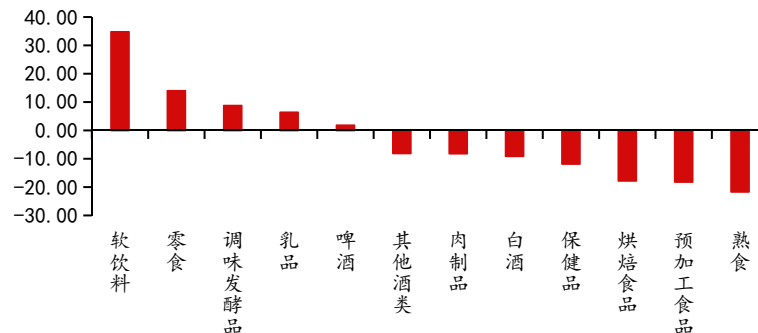
数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图1：2024年申万一级食品饮料涨跌幅（%）



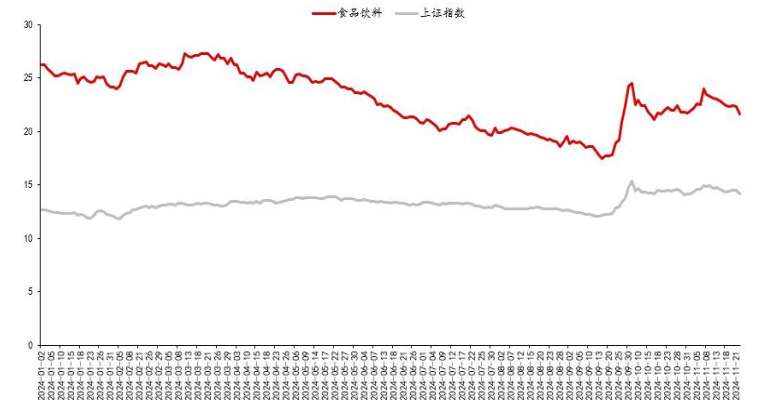
数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图2：2024年申万三级食饮子板块涨跌幅（%）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图3：食品饮料板块PE（TTM）



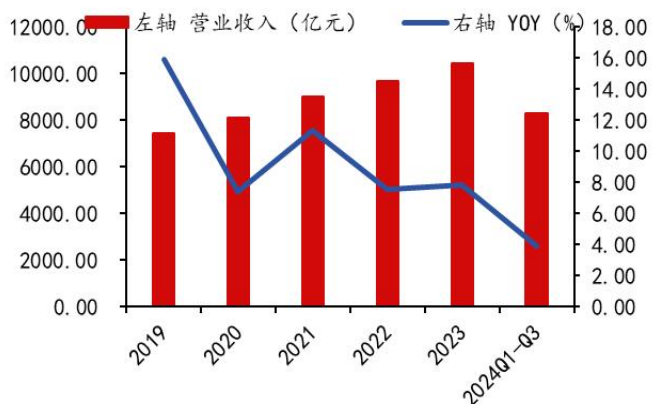
数据来源：iFinD，华龙证券研究所

1.2 基本面回顾：白酒业绩降速，零食增速亮眼，乳品边际改善

2024三季报食品饮料板块整体承压，延续分化行情。2024Q1-Q3，申万一级食品饮料行业上市公司实现营业收入8287.28亿元，同比增长3.91%；归母净利润1792.35亿元，同比增长10.43%。2024年三季度，食品饮料板块实现营业收入2627.39亿元，同比增长1.28%，归母净利润508.92亿元，同比增长2.26%，相较于2024Q2（营收增速1.75%，归母净利润增速10.62%），三季度板块收入增速下降0.47pct，归母净利润增速下降8.36pct，降幅较大。

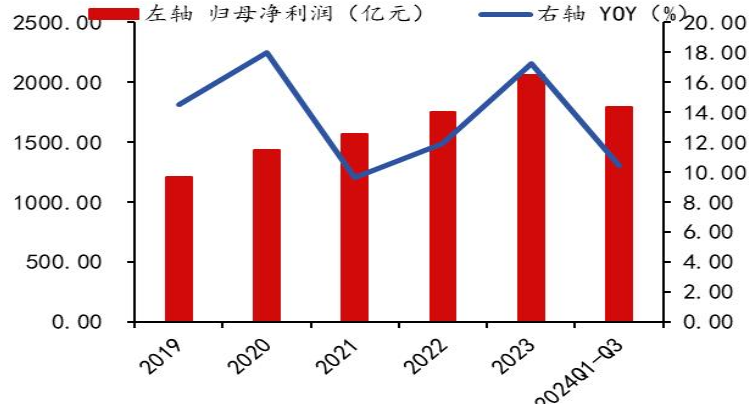
2024Q3白酒环比增速放缓，零食板块业绩表现亮眼，乳品边际改善显著。子板块方面，2024Q1-Q3白酒/啤酒/零食/乳品/调味品/软饮料/预加工食品营业收入同比变化分别为9.24%/-1.91%/58.03%/-8.77%/7.19%/12.52%/-2.04%；归母净利润同比变化10.68%/7.73%/26.88%/6.17%/40.95%/24.27%/-7.47%，2024Q1-Q3白酒、零食、调味品、软饮料板块营收和归母净利润均实现了正增长。2024Q3白酒/啤酒/零食/乳品/调味品/软饮料/预加工食品营业收入同比变化分别为0.53%/-3.26%/58.02%/-7.94%/9.55%/9.14%/-3.35%，归母净利润增速同比变化分别为2.05%/-2.05%/60.18%/1.36%/15.25%/18.24%/-29.99%，白酒业绩环比明显降速，零食环比增速提升，乳品边际好转。

图5:食品饮料行业2024Q1-Q3营收及同比变化



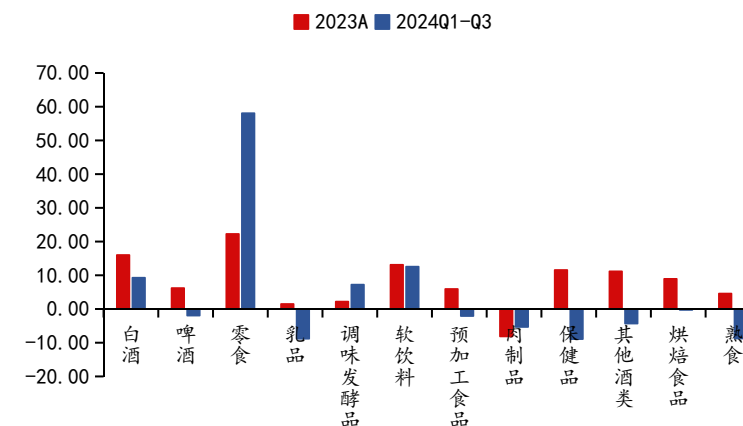
数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图6:食品饮料行业2024Q1-Q3归母净利润及同比变化



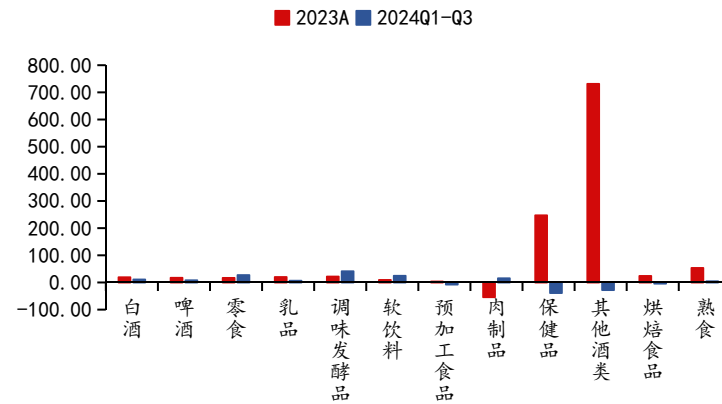
数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图8:子板块营收增速 (%)



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图7:子板块归母净利润增速 (%)



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

目录

1

行情回顾：估值回调，业绩增速趋缓

2

白酒：弱现实，强预期

3

大众品：软饮料和零食具备较高景气度

4

餐饮供应链：复苏在途

5

投资建议：优选确定性龙头，关注复苏弹性标的

6

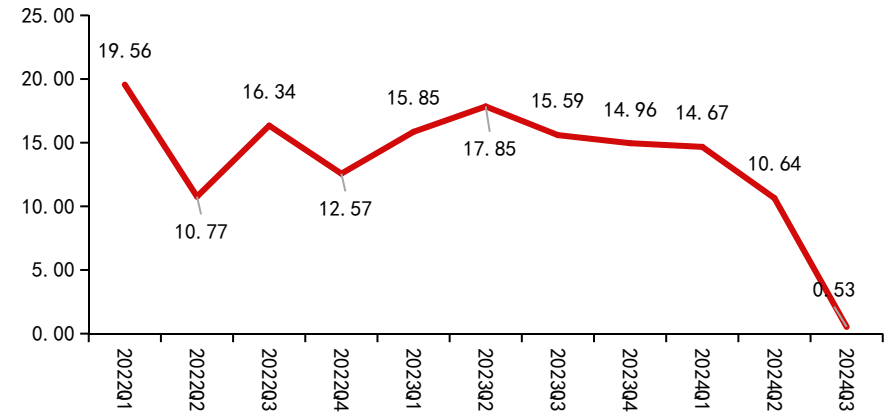
风险提示

2.1 2025年白酒需求有望迎来改善

展望2025年，我们预计扩大内需的积极政策有望拉动白酒需求边际修复。2024年国内消费需求较平淡，白酒行业进入深度调整期，商务宴席消费受到外部大环境、实体消费动力不足以及房地产不景气等因素影响，消费较疲软；高端白酒礼赠需求三季度明显下降，整体偏平淡；大众宴席消费一季度如期实现开门红，之后边际降速，我们认为主因一是婚宴场次下降；二是受经济压力和消费者观念的转变，婚宴白酒用量呈减少的态势；三是2023年承接了过去三年较多的宴席补办，基数较高。2024年传统白酒消费旺季中秋和国庆期间，行业呈现“旺季不旺”的特征，2024年9月24日以来，一揽子宏观政策利好频出，白酒商务消费场景对宏观环境依赖性较大，2025年伴随宏观、地产行业的回暖，商务需求端还有较大改善空间。

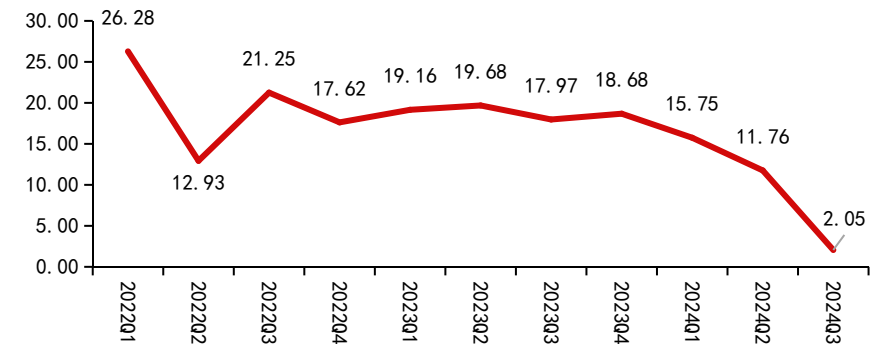
我们认为白酒行业的调整期还会延续一段时间，基本面仍处于承压阶段。2024Q3白酒上市公司业绩整体降速，反映出上市酒企面临一定的增长压力。2024Q1-Q3，申万白酒板块实现营业收入3377.16亿元，同比增长9.24%；归母净利润1316.97亿元，同比增长10.68%。2024Q3白酒板块实现营业收入956.43亿元，同比增长0.53%（2024Q2增速10.64%），归母净利润360.15亿元，同比增长2.05%（2024Q2增速11.76%）。三季度板块营业收入和归母净利润增速环比明显回落。

图9:白酒单季度营收增速 (%)



数据来源: iFinD、华龙证券研究所

图10:白酒单季度归母净利润增速 (%)



数据来源: iFinD、华龙证券研究所

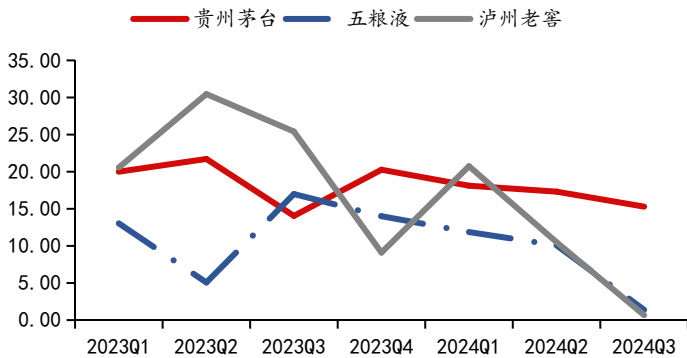
02 白酒：弱现实，强预期

2.2 高端白酒：稳健增长

我们预计2025年经济逐步复苏背景下，高端白酒主动调控，有望实现批价企稳回升，平稳发展。2024Q1-Q3高端白酒实现收入和利润的稳健增长，但是单三季度环比增速有一定下降，结合国内消费环境，公司降速表现符合市场预期。短期酒企通过调控供给端的出货量、出货节奏，加大价格管控力度等方式，来减缓经销商的库存和渠道压力，维护价盘稳定，为中长期更稳健的发展奠定良好基础。

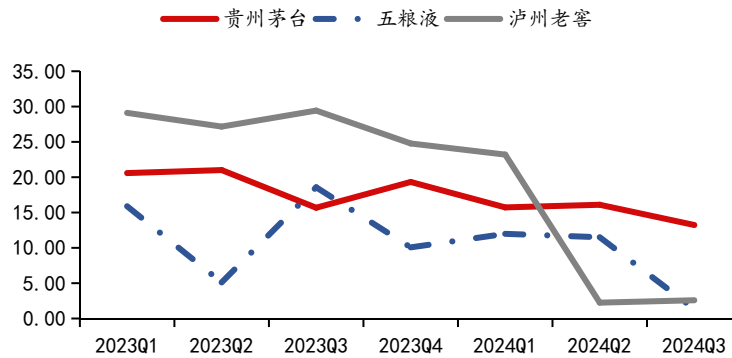
2024年，贵州茅台、五粮液、泸州老窖均采取一系列控量挺价的措施。贵州茅台取消12瓶装飞天茅台的市场投放，对经销商进行管理和控价要求等，来实现稳定价格，缩小电商和传统渠道之间的价格差距；2024年八代五粮液减量20%供应，提升出厂价格，同时通过1618和低度五粮液增长来保障公司业绩稳定性；高度国窖1573推行控量挺价策略，持续打造高端品牌力，低度酒发展势头良好，承担放量增长。

图11: 高端白酒单季度营收增速 (%)



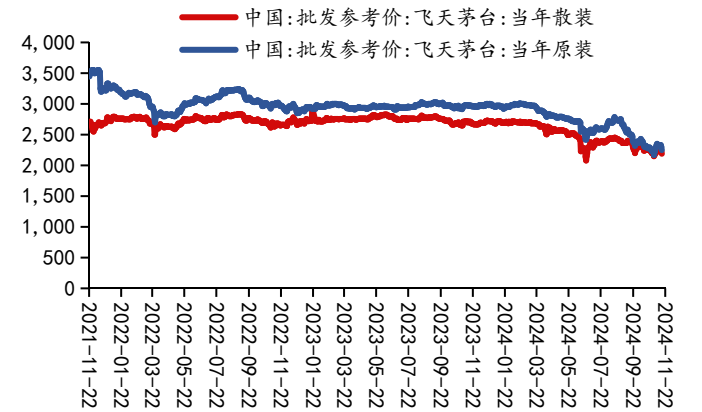
数据来源：iFind、华龙证券研究所

图12: 高端白酒单季度归母净利润增速 (%)



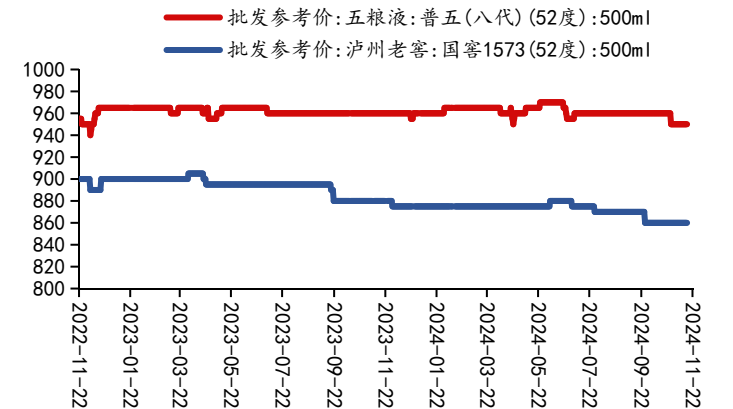
数据来源：iFind、华龙证券研究所

图14: 贵州茅台批价 (元)



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图13: 五粮液和泸州老窖批价 (元)



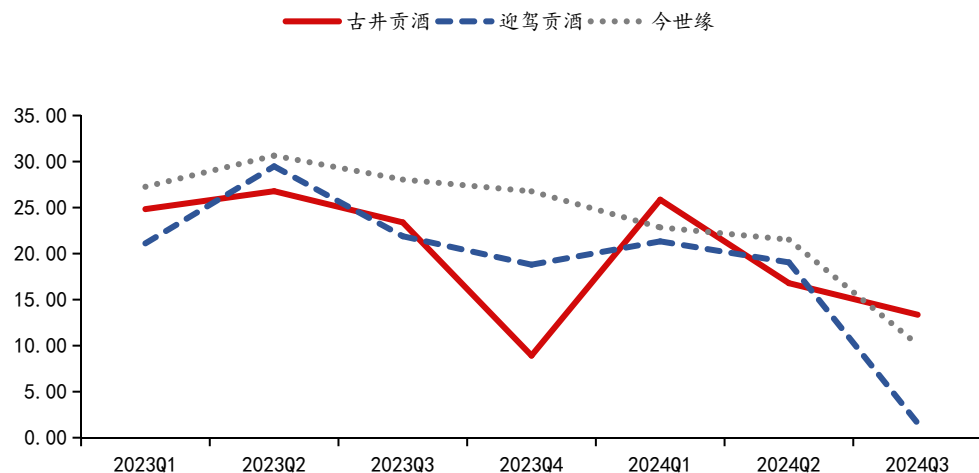
数据来源：iFind、华龙证券研究所

2.3 区域酒：表现较优

区域酒在基地市场具备较强的话语权和品牌忠诚度，我们预计2025年将保持稳健增长。2024Q1-Q3，古井贡酒/今世缘/迎驾贡酒实现营业收入同比增长19.53%/18.86%/13.81%；归母净利润同比增长24.49%/17.08%/20.19%，2024Q3来看，古井贡酒/今世缘/迎驾贡酒分别实现营业收入同比增长13.36%/10.12%/1.58%（2024Q2营收增速分别为16.79%/21.52%/19.04%）；归母净利润同比增长13.60%/6.61%/3.67%（2024Q2归母净利润增速分别为24.57%/16.86%/27.96%），环比2024Q2增速下降，我们认为主因行业消费环境承压，竞争进一步加剧。

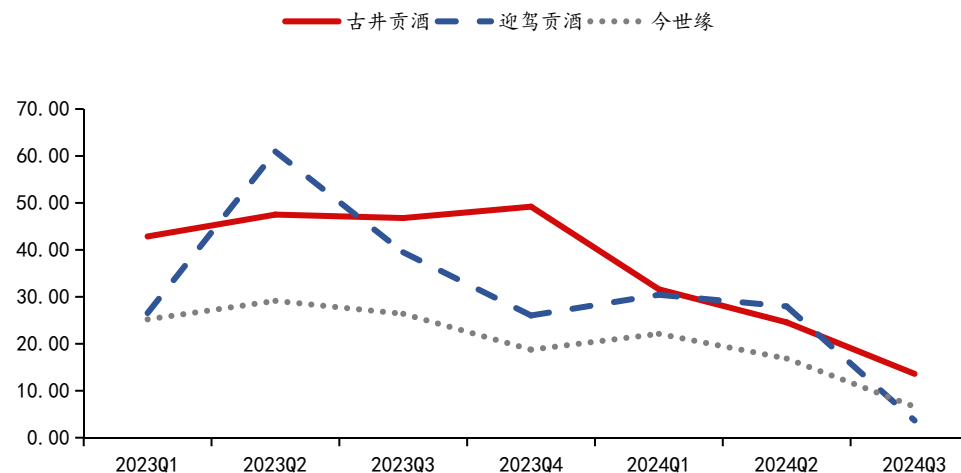
区域酒龙头具备丰富的产品线，扎实的本地消费者和经销商渠道基础，在大本营市场品牌力突出，表现好于白酒板块整体增速。区域酒的主要消费场景集中在亲朋好友的小型聚饮和宴席等大众消费方面，短期来看在行业调整期具备更强的韧性，长远来看，我们认为产品结构的不断优化是该价格带酒企业绩增长的重要抓手之一。

图15: 区域酒营收增速 (%)



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

图16: 区域酒归母净利润增速 (%)



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

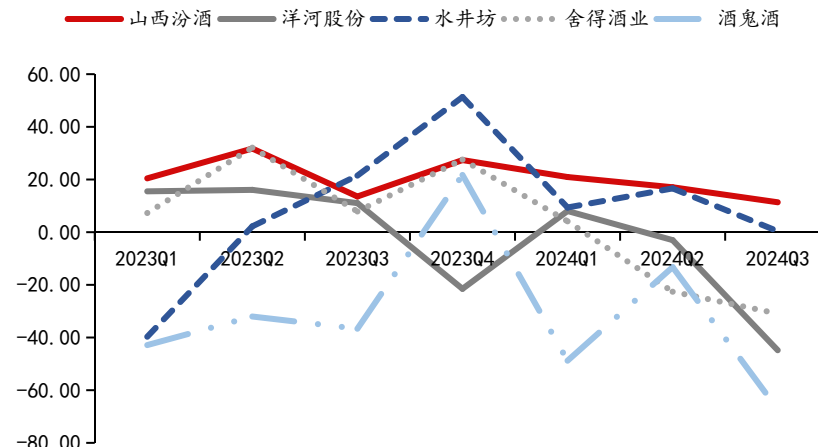
2.4 次高端白酒：分化加剧

次高端酒企仍阶段性承压。受到商务需求不及预期的影响，该价格带整体动销下降，分化加剧。

分品牌来看，山西汾酒业绩保持稳健增长。玻汾迎合消费分化降级的需求，迎来较快增长，青花20在次高端价格带具备一定的优势，公司2024Q1-Q3中高价白酒（130元/升以上）营收增速14.26%，产品力方面形成了玻汾和青花系列的双轮渠道；全国化方面，省外市场2024Q1-Q3营业收入增速21.44%，快于省内市场（营收增速11.58%），公司全国化稳步推进。舍得酒业短期业绩承压，公司的传统优势产品品味舍得受商务需求疲软影响较大，处于阶段性去库存阶段，公司坚持长期主义，积极协助经销商全力提升动销，通过主动“控量稳价”策略，阶段性调整蓄力中长期更健康、长远的发展。

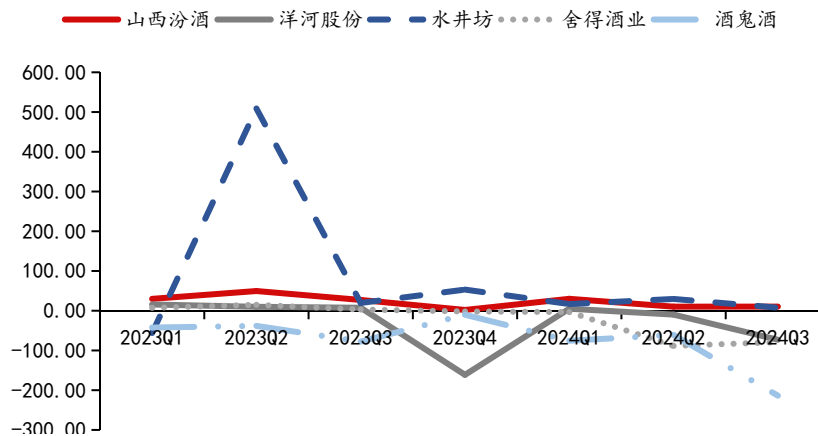
展望未来，中长期消费复苏，居民消费价格带上移，次高端白酒复苏弹性较大。次高端白酒与宏观环境和消费升级息息相关，居民可支配收入、就业率和消费信心提升后，人们对美好生活的向往和“少喝酒、喝好酒”的观念推动下，白酒延续消费升级趋势，100-300元价格带消费群体向300-500元价格带升级，300-500元价格带向500-800元价格带升级，将逐步打开次高端白酒的增长空间。

图17:次高端白酒营收增速 (%)



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

图18:次高端白酒归母净利润增速 (%)



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

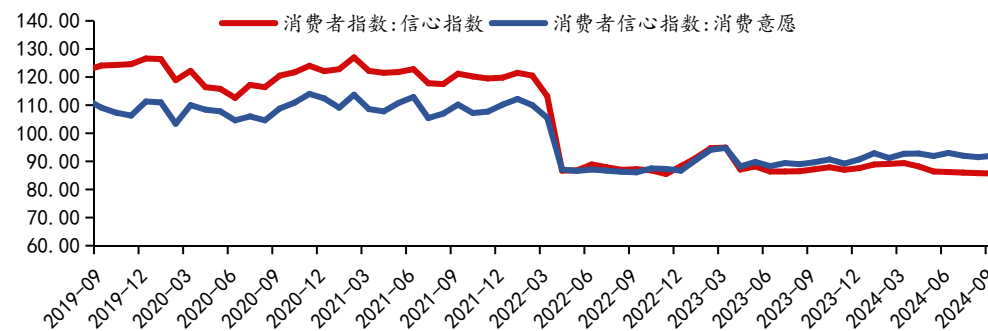
2.5 白酒：预期先行，估值或将先于基本面修复

伴随国内需求提振，投资者信心有望逐渐恢复。2023年，我国居民人均可支配收入同比增长6.1%，但是，我国居民消费信心指数一直处于较低水平，反映出消费者对未来预期不高，消费信心不足。这种消费情绪反映到白酒行业中，表现为次高端价格带产品从快速增长转变为动销承压，高端白酒2024年三季度增速放缓，消费升级趋势放缓或出现消费降级现象，2024年9月24日以来一揽子货币和财政政策出台，房地产相关政策有利于改善居民资产负债表，稳就业增加居民收入预期有利于提升消费意愿，刺激宏观经济，改变通缩预期，2024年9月24日-11月26日，申万白酒行业上涨23.77%，同期上证指数上涨18.58%。

复苏节奏方面，我们认为预期先行，估值或将率先修复，实际动销好转，最后反映到报表端基本面的改善。当前市场白酒库存量较多，价格普遍倒挂，渠道盈利能力减弱，未来在积极政策刺激下，白酒需求回暖，终端动销加速，渠道库存加速去化，渠道商加强与酒企的合作，进而反映到报表层面的改善。

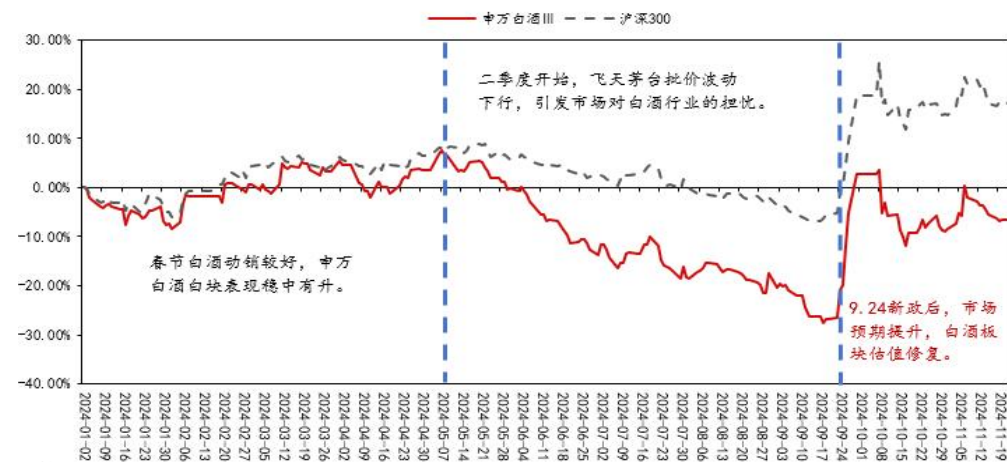
价格带来看，我们认为高端白酒和区域酒龙头有望率先企稳回升，次高端白酒前期受损较大，需求反转下具备较高弹性。当下消费者更加注重质价比，在消费选择上更加谨慎，尝鲜频次下降，倾向于选择品牌知名度更高的大单品；行业深度调整期，分销渠道更加注重经营安全，偏好减少风险较高或周转速度慢的小品牌产品，更多地聚焦于稳定和市场认可度高的核心产品；头部白酒企业占据有利的生产区域，使得他们具备更强的竞争优势，行业份额向头部集中的趋势依然延续。

图19:消费者信心指数 (%)



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

图20:2024年白酒板块涨跌幅复盘 (%)



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

目录

1

行情回顾：估值回调，业绩增速趋缓

2

白酒：弱现实，强预期

3

大众品：软饮料和零食具备较高景气度

4

餐饮供应链：复苏在途

5

投资建议：优选确定性龙头，关注复苏弹性标的

6

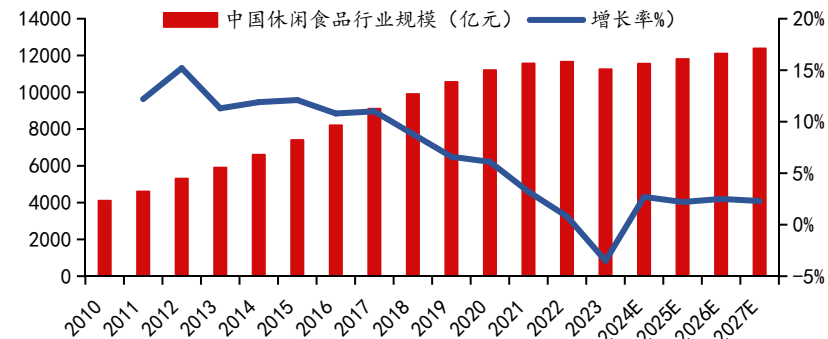
风险提示

3.1 零食：延续较高景气度

2025年零食板块有望延续较高景气度。2024Q3申万三级零食板块实现营业收入199.17亿元，同比增长58.02%，环比2024Q2增速提升7.07pct；归母净利润7.69亿元，同比增长60.18%，环比2024Q2提升71.72pct，2024Q3板块增速亮眼主因二季度处于淡季，缺少消费场景的刺激，而三季度有中秋国庆黄金周、暑假等消费场景对动销拉动明显，2024Q4进入春节备货期，年货节等活动预期将带动行业上市公司增速环比提升。

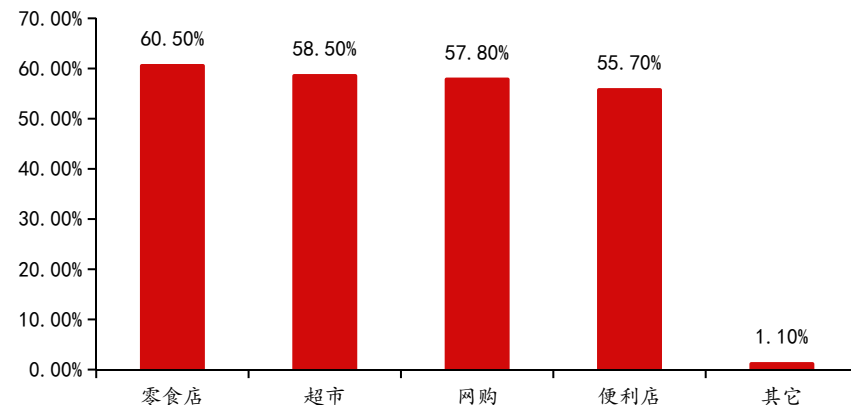
各家零食上市公司积极打造大单品，持续推出新品，满足消费者对健康和美味零食的需求，同时，通过向上游延伸产业链等方式降低成本，提升质价比和产品综合竞争力。例如盐津铺子在2024年3月推出鹤鹑蛋零食品牌“蛋皇”，公司为保障产品品质，在激烈的竞争中始终保持原材料成本优势，向上游延伸产业链，在江西设立蛋皇纪鹤鹑蛋养殖基地，截至2024年10月底，公司蛋皇纪一期已满产，二期、三期正在建设中，预计三期满产后，日产蛋量有望达到120吨/天。2024Q3蛋皇纪的自养鹤鹑蛋的成本约为10.0-10.5元/公斤，外采鹤鹑蛋约为11元/公斤，自养鹤鹑蛋的成品得率相较于外采鹤鹑蛋高2%-5%，产业链的延伸将为公司长远发展奠定坚实基础。

图21:休闲零食市场规模



数据来源：艾媒咨询、华龙证券研究所

图22:中国消费者购买零食的主要渠道占比 (%)

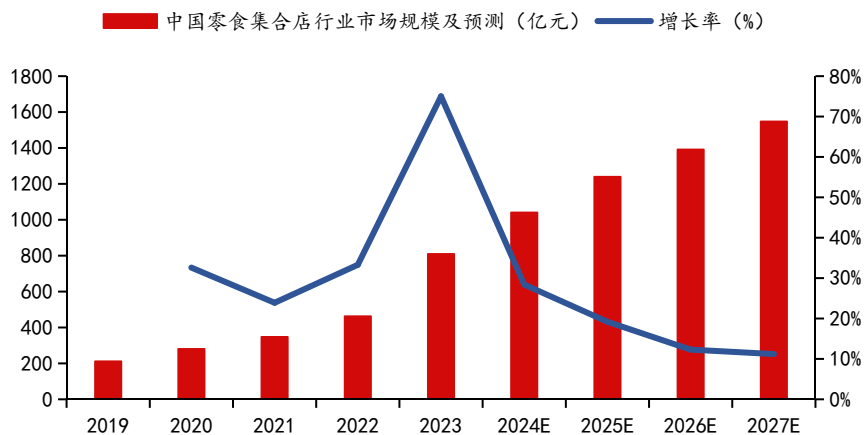


数据来源：艾媒网、华龙证券研究所

3.1 零食：量贩零食渠道进入加速整合期

量贩零食渠道2025年仍有拓店空间，但增速边际趋缓，行业整合进一步加剧，重心更多在提升单店盈利水平上。量贩零食门店是多个品牌集中在一起销售的新型线下零食渠道，主要特点是SKU丰富和性价比突出，它通过直接从工厂采购，减少中间经销商环节，利用品牌商品较低价格进行引流，白牌商品盈利的模式吸引消费者。零食很忙成立于2017年，赵一鸣零食成立于2019年，经过近几年的快速发展，两家龙头旗下的门店数量均已超过6000家，2023年11月，国内量贩零食两大品牌“零食很忙”和“赵一鸣零食”宣布进行战略合并，2024年6月，双品牌成立的零食很忙集团宣布正式更名为鸣鸣很忙集团，官宣突破万店，万辰集团旗下品牌“好想来”截至2024Q2，门店数量达到6638家，近年来量贩零食新渠道引领行业景气度持续提升。在经历了“跑马圈地”，门店数量迅猛扩张后，“很忙系”和“万辰系”两强格局初步奠定，我们认为2025年零食量贩门店数量有望继续增加，但边际趋缓，不断提升门店运营质量和水平，更好的满足消费者需求是未来的关注点。

图23:量贩零食店规模及预测



数据来源：艾媒网、华龙证券研究所

表1: 2024年中国零食量贩门店TOP10规模

排名	品牌名称	所属企业	门店数量
1	赵一鸣零食	宜春市赵一鸣商贸有限公司	6000+家
2	零食很忙	湖南鸣鸣很忙商业连锁有限公司	6000+家
3	好想来	福建万辰生物科技集团股份有限公司	5000+家
4	零食有鸣	成都零食有鸣商业管理有限公司	2500+家
5	零食优选	长沙臻优选食品经营有限公司	1500+家
6	糖巢	厦门坤旺达商贸有限公司	1500+家
7	爱零食	湖南爱零食科技有限公司	1400+家
8	戴永红	湖南省戴永红商业连锁有限公司	1000+家
9	老婆大人	南京万权商业管理有限公司	1000+家
10	零食舱	广东蜜食日记食品科技有限公司	600+家

数据来源：艾媒网、华龙证券研究所

3.1 零食：多元渠道布局和供应链优势突出的公司更具竞争力

具有多元渠道布局和供应链优势的休闲零食公司有望取得较快增长。渠道方面，各家零食公司在多元的渠道布局方面已形成了一套成熟的打法，2025年零食量贩店、会员超市、新兴电商（抖音、短视频、拼多多等）预期延续较快增速，KA卖场（沃尔玛、永辉超市等）受客流量下降影响，预期延续承压态势。

盐津铺子：持续推进全渠道战略，强化高景气度渠道，拓展新渠道，2024Q3公司各个渠道增速从高到低排序为：高势能会员店渠道>零食量贩>定量流通>电商，直营KA渠道处于同比环比收缩阶段。

三只松鼠：线上渠道方面，公司在短视频电商渠道保持较高增速，2024上半年实现增量近10亿元，其中天猫系同比增长28.32%，京东系同比增长20.33%；线下渠道方面，公司已与鸣鸣很忙、零食优选、好特卖等量贩系统建立合作，同时，公司分销业务进行转型，从过去的“批发式分销”转向“深度分销”，通过集约化供给的方式实现效率的大幅提升。同时公司推出鼠销宝数字化分销工具，实现对终端真实动销数据的收集和分析。

劲仔食品：公司线下渠道拓展顺利，流通渠道及BC超等高势能渠道拓展稳定，零食专营系统覆盖超100家客户、3万家门店，2024年前三季度营收同比增长超100%。线上渠道略有下滑，电商新媒体渠道表现稍弱。

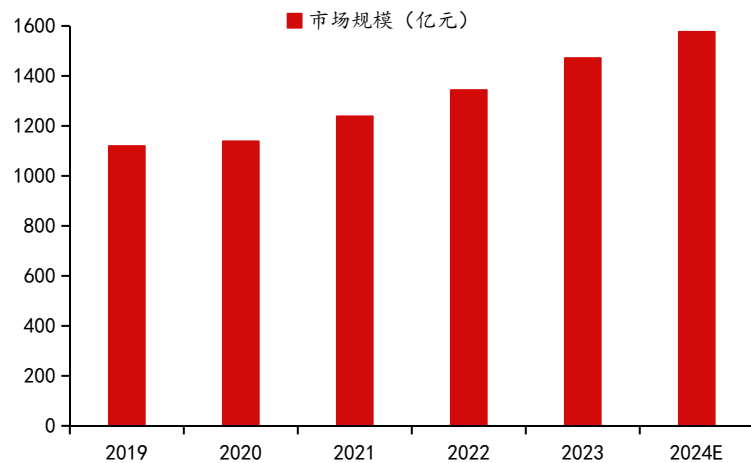
甘源食品：公司在新渠道类型的覆盖率逐步加深，除传统渠道以外，公司逐步覆盖了量贩折扣系统、会员店系统、海外出口、直播电商、便利店系统、O2O等渠道，2024年上半年新销售渠道业绩增长明显，同时，公司积极布局海外市场，当前还在业务开拓初期，出口国以东南亚地区为主，2024年上半年公司海外出口业务营业收入同比实现稳健增长。

洽洽食品：线上渠道方面，公司加强基础电商如淘宝、京东等以及兴趣电商、直播抖音和私域的发展。引进了专业人才和合作团队，未来会继续加大投入，特别是在抖音渠道方面会增加产品、优化组合、提升和消费者的互动，增加达人直播和自播等。2024前三季度公司海外市场增速比公司整体增速稍快一些，未来海外会加快发展，泰国市场持续深耕，印尼、中东市场有所提升；零食量贩渠道总体提升较快，公司2024年八、九两个月单月销售额接近5,000万元。

3.2 软饮料：受宏观经济影响较小，行业实现稳健增长

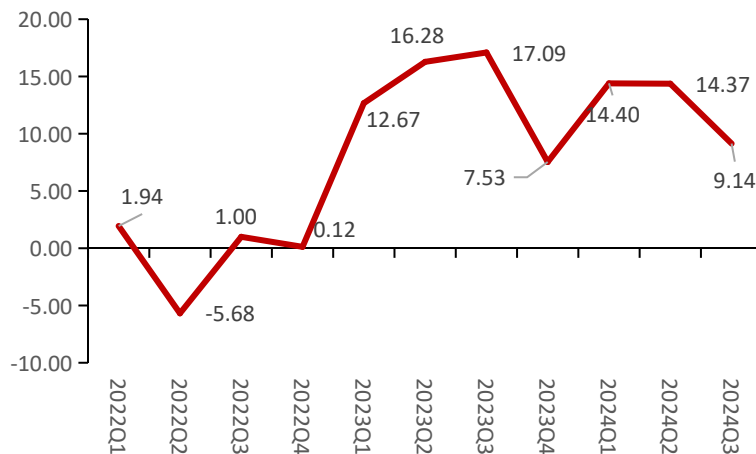
节假日出行人次提升和高温天气催化软饮料需求具备较高景气度。软饮料具备客单价低，消费频次高的特点，受宏观经济和消费场景影响较小，出行人次增加和高温天气对软饮料的销量有一定的催化作用，2024年以来，节假日消费出行需求旺盛，带动软饮料行业维持较高景气度。2024Q1-Q3，申万软饮料板块实现营业收入增长12.52%，归母净利润增速24.27%，在消费整体较疲软的大环境下，保持了较好的增速。我们预计2025年居民出行需求延续，有望持续催化板块实现稳健增长。同时，我国饮料市场正经历着快速的变革，随着消费场景的拓展和消费需求的变化，产品竞争已从同质化向差异化转变，推动了品类的多样化和品牌的迭代更新。

图24: 中国功能饮料市场规模预测 (亿元)



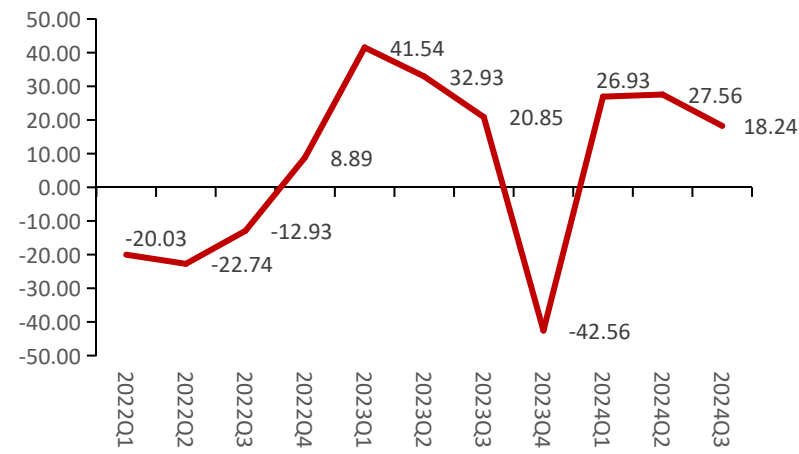
数据来源：中商情报网、华龙证券研究所

图25: 软饮料板块营收增速 (%)



数据来源：IFinD、华龙证券研究所

图26: 软饮料板块归母净利润增速 (%)



数据来源：IFinD、华龙证券研究所

3.2 软饮料：功能饮料受到消费者青睐

伴随消费者健康意识和对功能性需求的提升，特殊用途饮料、无糖即饮茶、包装水等品类增速较快，更具功能性和健康性的饮料产品受到消费者的青睐。国家标准GB/T10789-2015《饮料通则》对特殊用途饮料做了精确定义：是指加入具有特定成分的适应所有或某些人群需要的液体饮料，包括为“运动饮料”、“营养素饮料”、“能量饮料”、“电解质饮料”和“其他特殊用途饮料”。其中，能量饮料是指含有一定能量并添加适量营养成分或其他特定成分，能为机体补充能量，或加速能量释放和吸收的制品。电解质饮料指营养素及其含量能适应运动或体力活动人群的生理特点，能为机体补充水分、电解质和能量，可被人体迅速吸收的饮料。

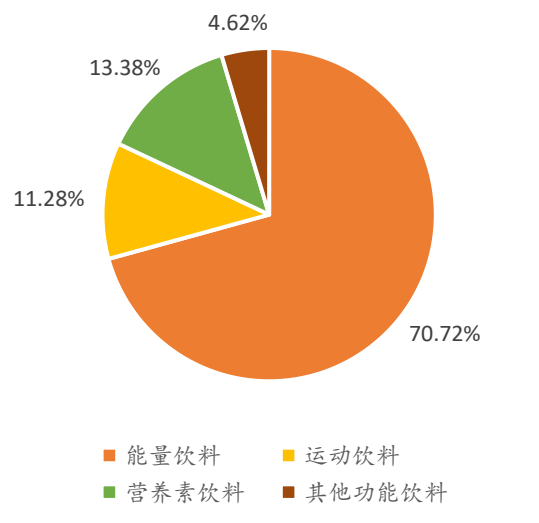
能量饮料含有牛磺酸、咖啡因等成分，契合国内当下较快节奏的年轻人加班熬夜提神需求，主要产品包括红牛、东鹏特饮、乐虎、战马等；电解质饮料主打运动后及时补充大量出汗流失的水分、糖分、电解质（钠、钾离子等），主要产品包括外星人电解制水、宝矿力水特、东鹏补水啦等。

图27: 能量饮料的特点

能量饮料特点		
功能性	成瘾性	复杂性
能量饮料含有的咖啡因、牛磺酸等成分能够刺激中枢神经系统，提高身体的代谢率和警觉性，能够为人体提供额外的能量，缓解疲劳。	由于能量饮料中含有咖啡因等刺激性物质，长期过量饮用可能会导致身体产生依赖性，形成一定的成瘾性。因此，在饮用能量饮料时需注意适量原则。	能量饮料的成分相对复杂，除了基本的碳水化合物、维生素和矿物质外，还含有多种功能性成分并在人体内发挥着不同的作用，共同构成了能量饮料的独特效果。

数据来源：华经情报网、华龙证券研究所

图28: 2023年中国功能饮料细分占比



数据来源：中商产业研究院、华龙证券研究所

图29: 功能饮料特点

类别	定义	成份	主要品牌
饮料	能量饮料	含有一定能量并添加适量营养成分或其他特定成分，能为机体补充能量，或加速能量释放和吸收的制品	牛磺酸、咖啡因 东鹏特饮、红牛、乐虎、战马等
	运动饮料	营养素及其含量能适应运动或体力活动人群的生理特点，能为机体补充水分、电解质和能量，可被迅速吸收的饮料	电解质类：东鹏补水啦、宝矿力水特、外星人电解质 非电解质类：尖叫、健力宝
	营养素饮料	指添加适量的食品营养强化剂，以补充某些人群特殊营养需要的饮料	维生素、矿物质、膳食纤维等 脉动、力量帝

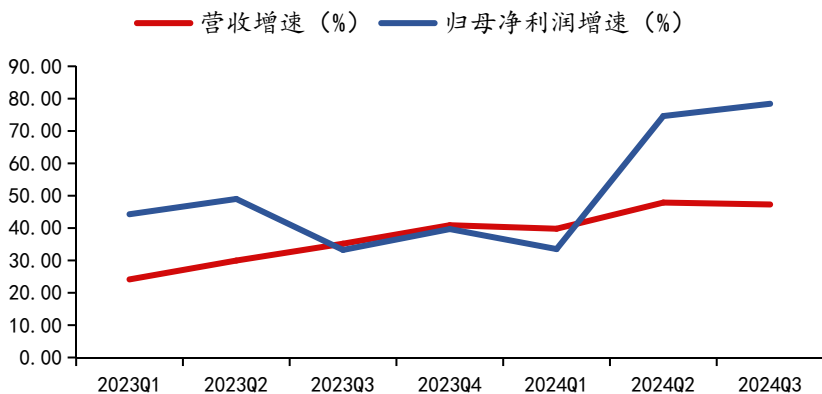
数据来源：马上赢、华龙证券研究所

3.2 软饮料：龙头引领行业实现较高增速

东鹏饮料聚焦功能饮料细分赛道，引领行业实现高增长。2024Q1-Q3，公司实现营业收入125.58亿元，同比增长45.34%；归母净利润27.07亿元，同比增长63.53%；扣非后归母净利润26.63亿元，同比增长77.30%。分品类来看，2024Q1-Q3东鹏特饮实现营收105.07亿元，同比增长31.43%；第二增长曲线东鹏补水啦实现营收12.11亿元，同比增长292.11%；其他饮料实现营收8.12亿元，同比增长145.43%。

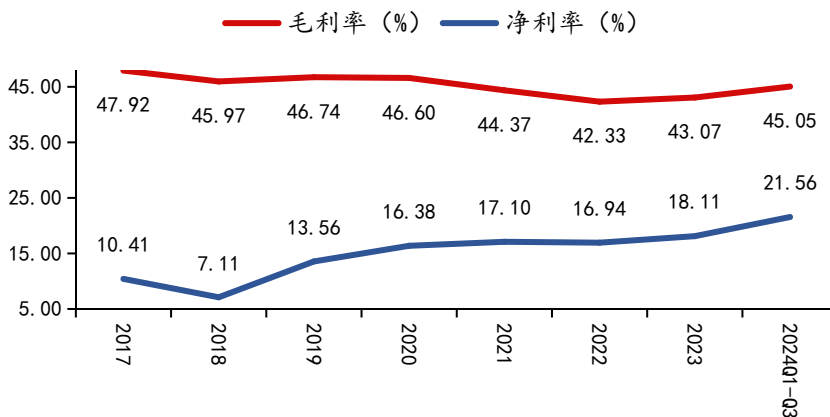
公司盈利能力持续提升。2024Q3公司毛利率/净利率分别为45.81%/20.85%，同比提升4.29pct/3.64pct，我们认为主因一是公司大单品持续放量，规模效应凸显；二是主要原材料价格下行，成本红利释放。公司完善产品生产和销售网络的全国化布局，加强渠道下沉，提高单点产出，提升能量饮料市场份额，同时，积极研发和储备其他健康功效饮品，开拓第二增长曲线，满足消费者的需求。公司产品矩阵多元化，品牌影响力持续提升，核心竞争力不断加强。

图30: 东鹏饮料单季度营收和归母净利润增速 (%)



数据来源：IFinD、华龙证券研究所

图31: 东鹏饮料毛利率和净利率 (%)



数据来源：IFinD、华龙证券研究所

图32: 东鹏特饮和第二增长曲线补水啦

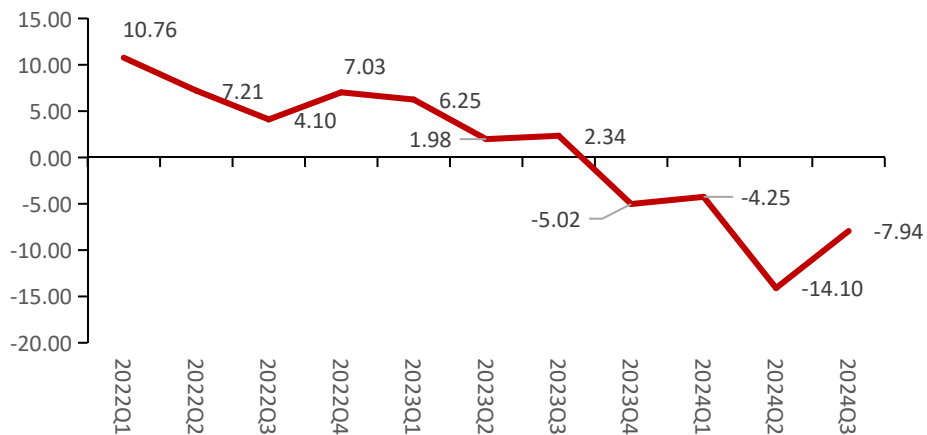


数据来源：东鹏饮料公众号

3.3 乳品：行业迎来边际改善

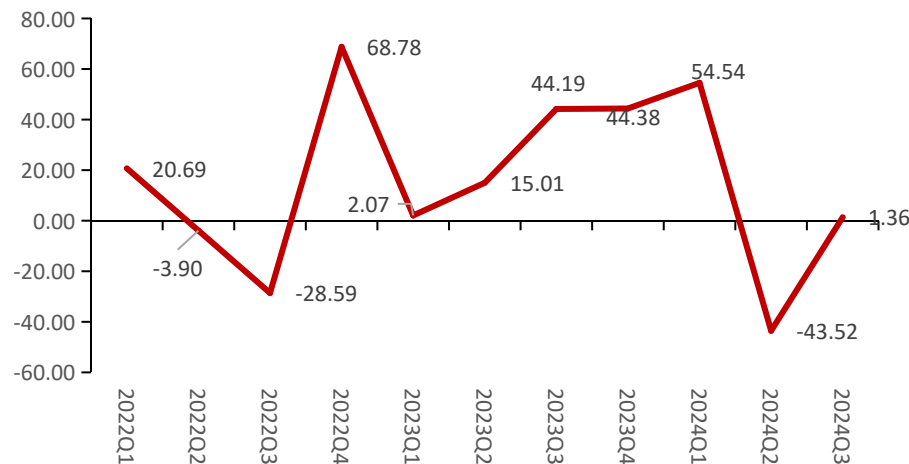
我们预计2025年乳品行业供需将实现新平衡。乳品促消费政策刺激，需求有望回暖，预计2025年上游持续出清，原奶价格有望止跌企稳。2024年乳品行业营收整体承压，2024Q1-Q3申万乳品行业营收同比下降8.77%，单季度来看，2024Q2营收同比下降14.10%，2024Q3下降7.94%，降幅收窄，出现边际改善。供给端，2024年春节后，龙头伊利股份和蒙牛乳业主动控制发货节奏，调整渠道库存，提升液奶新鲜度，截至2024年7月，伊利股份基本完成渠道调整，库存水平恢复到健康水平，为后续液奶边际好转奠定良好基础。需求端，农业农村部等七部门联合印发《关于促进肉牛奶牛生产稳定发展的通知》，鼓励有条件的地方通过发放消费券等方式拉动牛奶消费。经过调整期后，乳品行业有望轻装上阵，迎来改善。

图33:乳品行业单季度营收增速 (%)



数据来源：IFinD、华龙证券研究所

图34:乳品行业单季度归母净利润增速 (%)



数据来源：IFinD、华龙证券研究所

3.3 乳品：量和价具备修复空间，成人奶粉和奶酪还有较大增长潜力

2025年乳制品量价有望迎来改善。分品类来看，根据马上赢数据，2024Q3销售额仅有低温酸奶同比有小幅增长，其余品类均有不同程度的负增长。拆分量价来看，量的维度，2024Q3同比雪糕和冰激淋量增5.11%，其他品类均呈下降态势，常温纯牛奶/低温酸奶/常温酸奶/低温纯牛奶/成人奶粉/奶酪分别同比下降16.67%/0.24%/27.84%/0.64%/9.92%/5.95%；价的维度，常温纯牛奶/低温酸奶/常温酸奶/成人奶粉2024Q3均价同比分别上涨4.34%/1.74%/9.77%/1.99%，雪糕和冰激淋/低温纯牛奶/奶酪同比分别下降6.25%/1.27%/9.87%，宏观经济的弱复苏带来了消费力的短期下降，各个消费品品类都受到了一定影响。

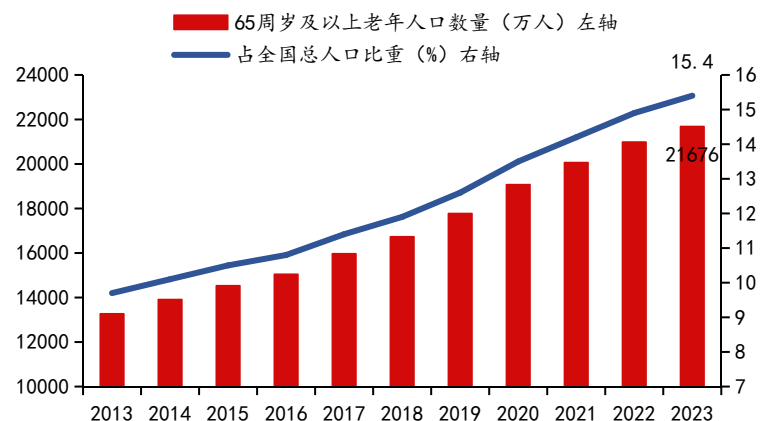
我们预期未来乳品行业将实现稳健增长，主要得益于消费者对健康意识的增强和升级，以及乳品技术进步所带来的新机遇。具体来说，三四线城市居民的饮奶习惯正在逐步形成，乳品企业针对这些特定的市场细分领域，通过持续的产品创新和场景拓展，不断探索新的增长路径。同时，随着银发经济的兴起，消费者对功能性产品的需求日益增长，奶酪的深加工业务也在不断成熟，成人奶粉和奶酪市场还拥有较大的增长潜力。

表2:乳品行业分品类销售额、销售件数、均价同比变化 (%)

品类	2024Q3/2023Q3		
	销售额	销售件数 (量)	均价
常温纯牛奶	-13.05%	-16.67%	4.34%
低温酸奶	1.50%	-0.24%	1.74%
雪糕/冰激淋	-1.46%	5.11%	-6.25%
常温酸奶	-20.79%	-27.84%	9.77%
低温纯牛奶	-1.91%	-0.64%	-1.27%
成人奶粉	-8.13%	-9.92%	1.99%
奶酪	-15.23%	-5.95%	-9.87%

数据来源：马上赢、华龙证券研究所

图35:我国65周岁及以上老人年数量和占比

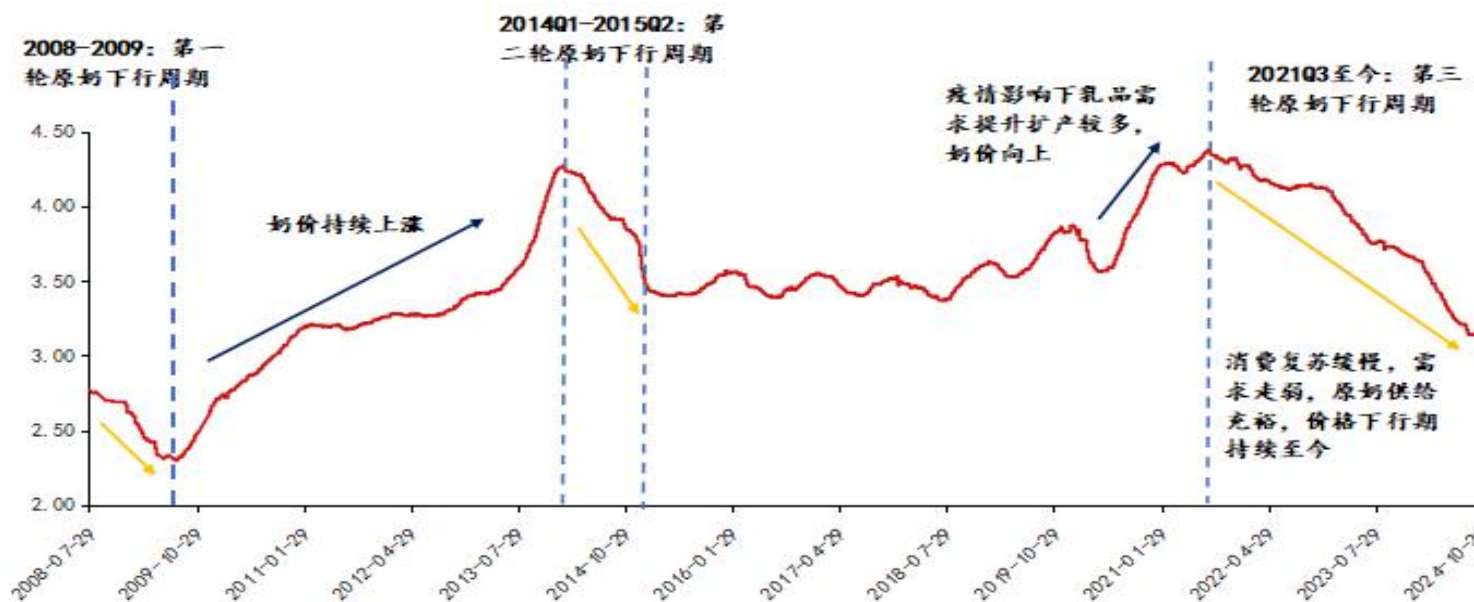


数据来源：民政部官网、华龙证券研究所

3.3 2025年原奶供给和需求有望实现新均衡

2025年预计原奶供给量较2024年有所下降，下降幅度取决于牛群优化的进度，供需有望向好，行业竞争更加理性。复盘2008年以来的三轮原奶下行周期，本轮奶价调整持续时间较长，奶价波动较大。过去两轮奶价下行期持续时间均小于2年，本轮下行期从2021年9月持续至今，已超过三年时间，价格波动来看，本轮原奶价格从最高4.32元/公斤下跌至3.12元/公斤，下跌幅度38%，较前次下跌（26%）幅度更大，我们认为主因2020年疫情影响下乳品需求提升，牧场扩产较多，疫情结束后消费复苏较缓慢，需求走弱，导致供大于求，上游产能出清较慢，加剧了供需错配。2024年前三季度原奶产量较去年同期基本持平，三季度是液奶销售的旺季，因此三季度原奶供需差距有所收窄，供给过剩的情况阶段性得到缓解。2025年我们预计原奶产量同比有望保持下降趋势，原奶的价格有望企稳。

图36:原奶价格波动三轮周期复盘（元/公斤）



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

目录

1

行情回顾：估值回调，业绩增速趋缓

2

白酒：弱现实，强预期

3

大众品：软饮料和零食具备较高景气度

4

餐饮供应链：复苏在途

5

投资建议：优选确定性龙头，关注复苏弹性标的

6

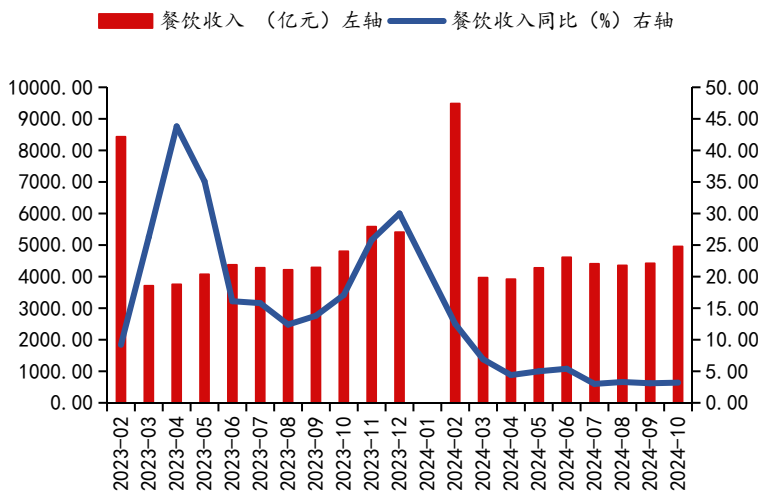
风险提示

4.1 餐饮供应链：需求端有望持续好转

受益于一系列消费政策刺激，我们预计2025年餐饮消费将稳健复苏，餐饮产业链上下游需求将有所好转，啤酒、调味品、预加工食品等需求将逐渐恢复。2024年2月餐饮行业收入增速12.5%，2024年10月下降至3.2%，增速明显放缓，限额以上企业餐饮收入低迷，2024年10月为1321.80亿元，同比下降0.30%，行业需求疲软，上海等多地发放餐饮消费券有利于需求回暖，当前市场对国内需求刺激政策存在较高预期，情绪面有望先于基本面边际向好。

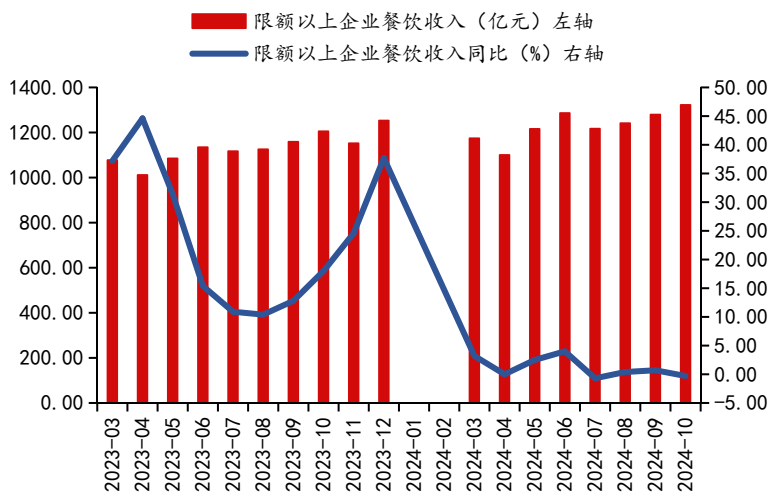
餐饮供应链市场空间广阔。餐饮行业属于必选消费，伴随餐饮业的复苏，餐饮企业对食材采购、物流配送、食品加工等供应链的需求将持续提升，供应链企业具备发展空间。根据红餐大数据，2023年中国餐饮供应链市场规模2.39万亿元，预计2026年将达到3.13万亿元，复合增速9.41%，餐饮产业链的分工协作提升了行业的运行效率和整体竞争力，餐饮供应链前景可期。

图37: 餐饮收入及同比变化



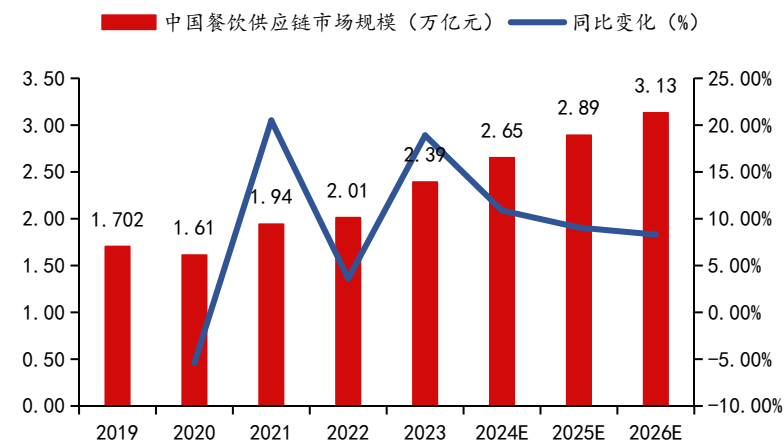
数据来源：iFinD、华龙证券研究所

图38: 限额以上企业餐饮收入及同比变化



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

图39: 中国餐饮供应链市场规模及同比变化



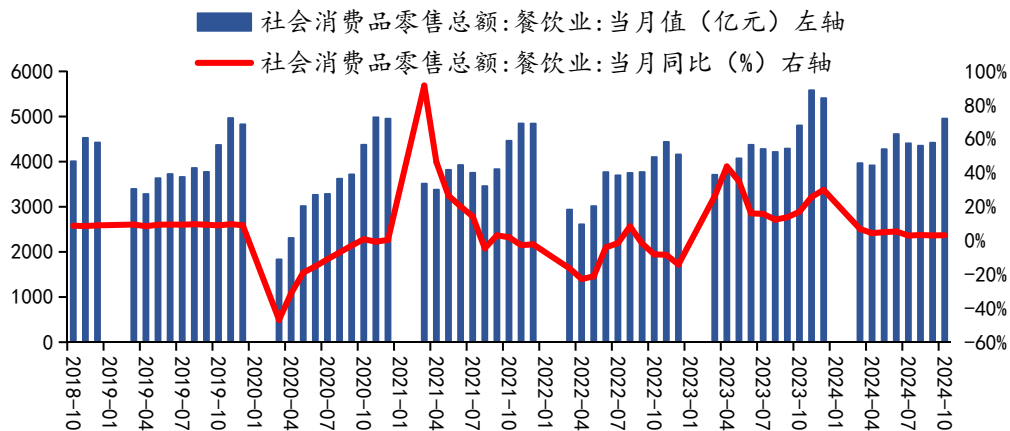
数据来源：红餐产业研究院、华龙证券研究所

4.2 啤酒：需求有望逐步改善

2025年，啤酒需求端有望边际好转。啤酒的消费场景分为即饮和非即饮，即饮消费指消费者购买后立即饮用，主要在餐厅、酒吧、KTV等场所；非即饮消费指消费者在超市或线上购买啤酒后居家饮用等，我国即饮消费占到啤酒消费的60%，其中又以餐饮为主，2024年消费疲软的环境下，餐饮渠道增速放缓对啤酒消费影响较大。

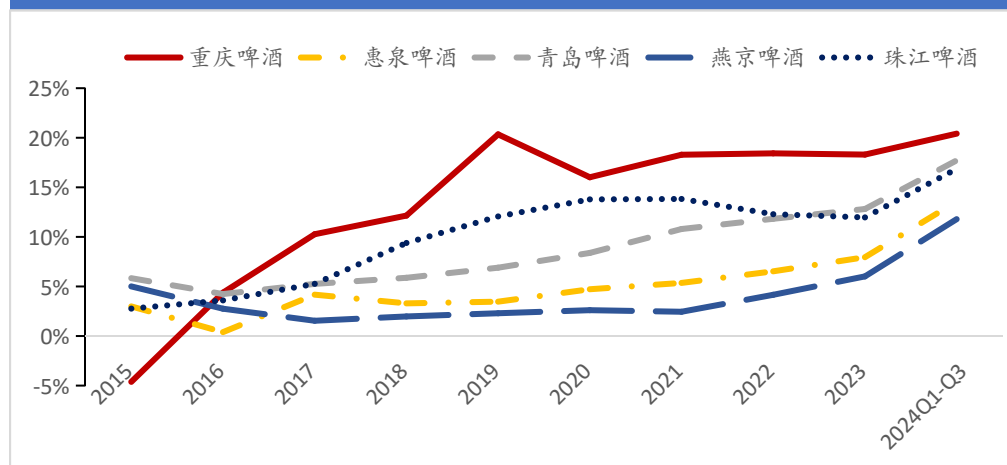
9月底之后，相关部门推出一揽子增量政策，存量房贷利率下调等政策有助于提高居民可支配收入，消费品以旧换新政策有助于提升居民消费倾向，国家统计局11月15日就2024年10月份国民及经济运行情况问答中提出，下阶段，要积极推动高质量充分就业。持续增加居民收入，释放消费潜力，同时提升供给端商品和服务质量，更好地满足消费升级需要。另外，上海等地陆续发放餐饮消费券，支持餐饮消费复苏，海外来看，美国大选落地，扩大内需预期提升，方向更加明确，餐饮复苏有望带来啤酒消费的量价改善。

图40:社会消费品零售总额（餐饮业）当月值及同比



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

图41:啤酒龙头降本增效净利率持续提升 (%)



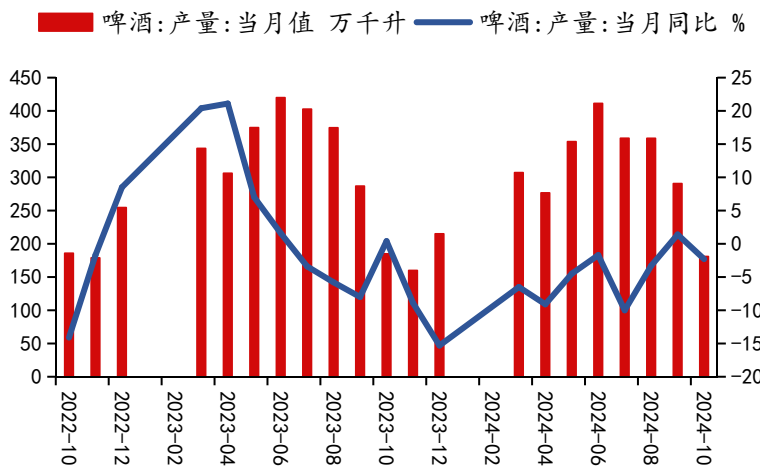
数据来源：iFinD、华龙证券研究所

4.2 啤酒：中长期产品结构优化带来吨价提升和利润优化

2025年预期大麦成本仍处于低位。澳麦双反政策取消后，2024年大麦进口价格持续下行，大多数啤酒企业毛利率持续改善，但是2024Q3来看，净利率逐渐承压，主因行业竞争加剧，销售费用投放有所上升。

中长期来看，结构升级是啤酒上市公司发展的重要方向。啤酒产量自2013年（4982.79万千升）达到顶峰后持续下行，2022年企稳，2023年产量3641.14万千升，基本维持稳健，中国啤酒企业从追求产量增长转向提升产品品质，吨价提升（高端化）成为啤酒行业发展的必然趋势。中国10元以上的高端啤酒市场占比较低，6元以下的经济型产品和6-8元的中档产品占比较高，中国啤酒行业高端化程度（产品结构+吨价）相较发达市场仍有差距，存在较大的增长空间，且国内啤酒行业龙头，在高端化和盈利诉求上达成了共识，纷纷加码布局8元以上的中高端产品，例如燕京啤酒坚持高端化战略，打造中高端大单品燕京U8，带来公司产品结构优化，啤酒上市公司通过大单品来持续抢占高端啤酒市场份额，从而带动吨价提升和利润改善。

图42:啤酒月度产量及增速



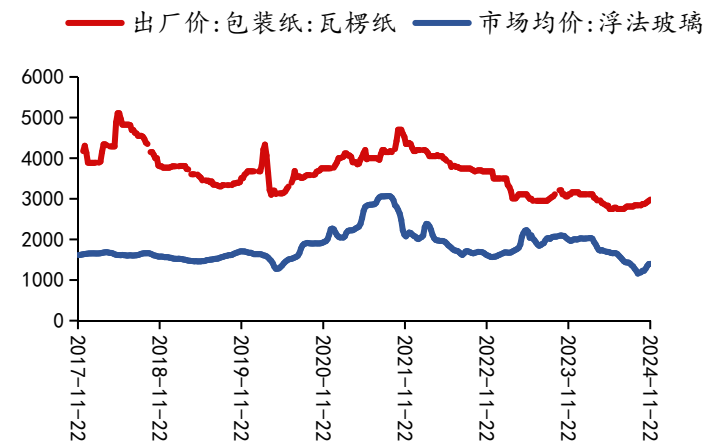
数据来源: iFinD、华龙证券研究所

图43:大麦成本处于低位 (美元/吨)



数据来源: iFinD、华龙证券研究所

图44:包材成本处于低位 (美元/吨)



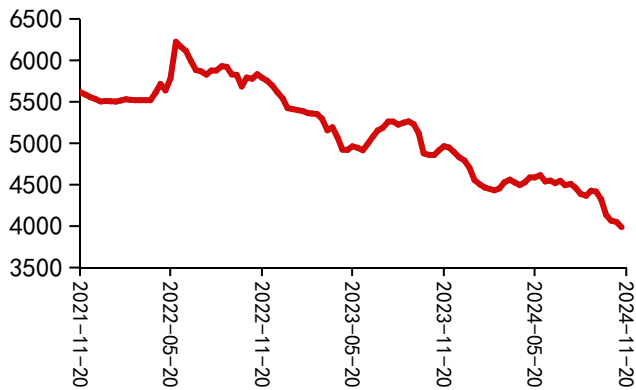
数据来源: iFinD、华龙证券研究所

4.3 调味品：需求持续回暖

2025年我们预计调味品行业持续回暖，B端需求延续消费复苏，C端健康化推动结构升级，原材料价格维持低位，成本红利延续。B端方面，2025年伴随餐饮业复苏，调味品B端需求有望迎来边际改善。2024年B端需求受到下游餐饮业降本增效影响，传统调味品需求承压。C端方面，调味品具备刚需属性，C端需求稳健，同时，C端消费者越来越重视食品安全、产品质量、产品性价比和品牌影响力，健康化诉求推动传统调味品向“零添加”结构升级，同时，行业深挖消费者需求开发和推出新产品。成本端，主要原材料大豆价格、白糖价格、玻璃（包材）价格均呈下降趋势，部分龙头企业毛利率同比提升，2025年预计成本维持低位，调味品行业毛利率仍有提升空间。

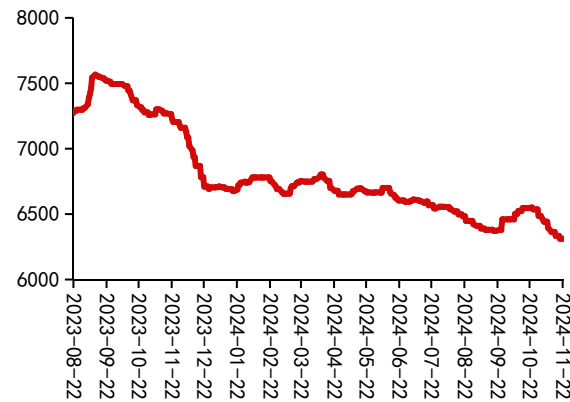
龙头海天味业：2025年经营势能向上，头部集中趋势延续。海天味业经历较长时间的报表出清和改革后，成效得到兑现，收入利润重回正增长，彰显龙头韧性。公司业绩回暖主要驱动因素包括：一是提升产品品质、丰富产品规格来提升存量产品竞争力，并围绕消费者需求开发和推出新产品，不断丰富公司的产品线；二是积极推进渠道端的建设与变革，创新业务模式，强化公司在渠道端的市场竞争力；三是通过精益管理、提升人效、技术改进等措施，挖掘经营潜力，创造利润空间。

图45:大豆价格处于地位（元/吨）



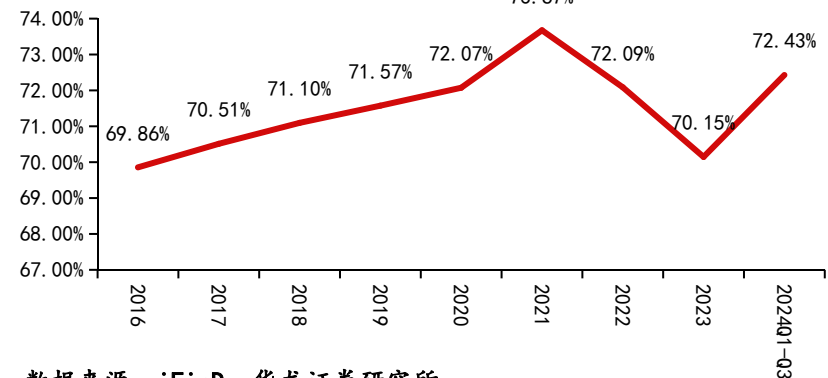
数据来源：iFinD、华龙证券研究所

图46:白糖价格处于地位（元/吨）



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

图47:2024年龙头海天味业营收占传统调味品公司比例提升（%）



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

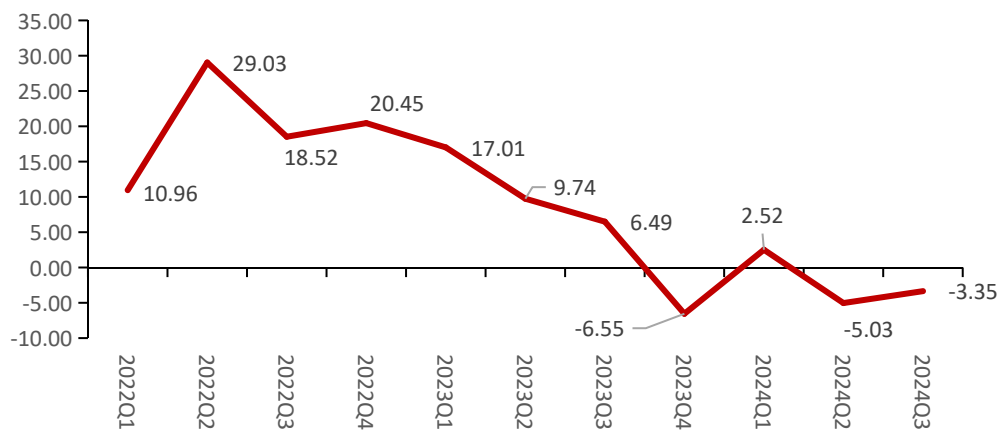
备注：计算公式为海天味业营业收入/（海天味业+中炬高新+千禾味业+恒顺醋业营业收入）*100%

4.4 预加工食品：产能出清后，竞争格局有望迎来改善

预加工食品板块短期承压，伴随餐饮业复苏有望企稳迎来拐点。2024年板块承压，主因一是下游餐饮业需求疲软，二是预制菜渗透率提升放缓；行业推新速度和打造的爆款数量下降；三是存量竞争下，市场竞争加剧。板块整体增速承压，我们预计短期报表端仍需一定时间出清，2025年下半年有望好转迎来拐点。

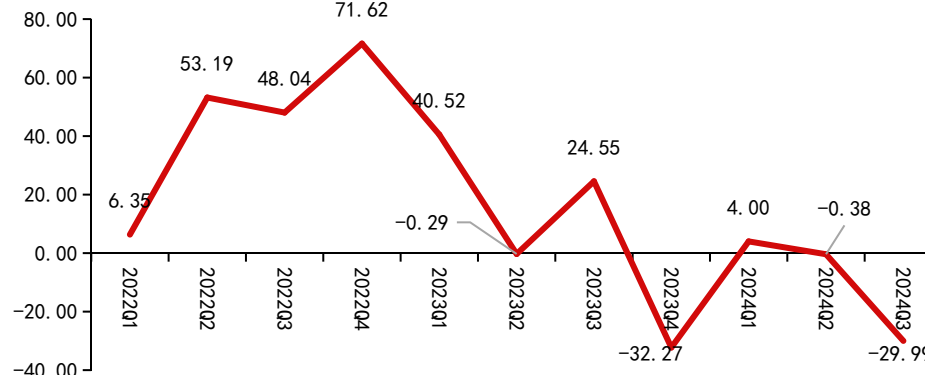
2025年伴随宏观政策发力，居民可支配收入改善，餐饮业需求复苏，再到上游预加工食品产业链的好转，我们预计需要一定的时间传导。过去二三年，预制菜火爆，很多资本涌入该赛道投建产能，造成供给端存在一定的过剩，叠加需求端疲软，当前行业正在出清部分过剩产能，后续伴随产能出清接近尾声，以及需求端改善，行业内爆款打造能力较强，内部管理优秀的公司有望率先企稳迎来反转。

图48:预加工食品板块营收增速 (%)



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

图49:预加工食品板块归母净利润增速 (%)



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

目录

1

行情回顾：估值回调，业绩增速趋缓

2

白酒：弱现实，强预期

3

大众品：软饮料和零食具备较高景气度

4

餐饮供应链：复苏在途

5

投资建议：优选确定性龙头，关注复苏弹性标的

6

风险提示

围绕稳增长、扩内需、化风险，政府出台一揽子有针对性的增量政策，释放积极信号，提升市场信心，居民消费预期提振，需求端有望迎来边际改善。当前食品饮料板块估值处于历史较低水平，我们维持行业“推荐”评级。

白酒：短期来看，酒企报表端增速回落，阶段性承压，中长期来看，需求方面，伴随一揽子政策的落地，白酒商务消费有望迎来改善，供给方面，酒企主动控货挺价，2024Q3报表端降速，2025年酒厂的业绩增速目标，市场需求和渠道库存之间的矛盾有望迎来新的平衡。复苏节奏方面，我们认为估值或将率先修复，实际动销好转，最后反映到报表端基本面的改善；价格带来看，高端白酒和区域酒龙头有望率先企稳回升，次高端白酒前期受损较大，需求反转下具备较高弹性。我们建议关注一是品牌护城河较高的全国名酒**贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒**；二是关注大本营市场根基深厚，精细化运营能力较强，产品矩阵持续升级的区域酒龙头**古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、金徽酒**；三是伴随商务需求复苏，具备较大弹性的次高端白酒**水井坊、舍得酒业**。

大众品：建议关注一：乳品板块。我们预期未来乳品行业将持续复苏，主要得益于消费者对健康意识的增强和升级，以及乳品技术进步所带来的新机遇。三四线城市居民的饮奶习惯正在逐步形成，乳品企业针对这些特定的市场细分领域，通过持续的产品创新和场景拓展，不断探索新的增长路径。同时，随着银发经济的兴起，消费者对功能性产品的需求日益增长，奶酪的深加工业务也在不断成熟，成人奶粉和奶酪市场还拥有较大的增长潜力。2025年伴随乳品促消费政策刺激，需求回暖，上游持续出清，原奶价格有望止跌企稳。我们建议关注龙头**伊利股份、新乳业**。**建议关注二，零食板块。**零食具备较高景气度，各家零食上市公司积极打造大单品，持续推出新品，满足消费者对健康和美味零食的需求，同时，通过向上游延伸产业链等方式降低成本，提升质价比和产品综合竞争力。渠道方面，各家零食公司在多元的渠道布局方面已形成了一套成熟的打法，2025年零食量贩店、会员超市、新兴电商（抖音、短视频、拼多多等）预期延续较快增速，KA卖场（沃尔玛、永辉超市等）受客流量下降影响，预期延续承压态势。我们预计量贩零食渠道2025年仍有拓店空间，但增速边际趋缓，行业整合进一步加剧，重心更多在提升单店盈利水平上。具备打造大单品能力，具有多元渠道布局和供应链优势的休闲零食公司有望取得较快增长。建议关注**盐津铺子、甘源食品**。**建议关注三，软饮料板块。**软饮料具备客单价低，消费频次高的特点，受宏观经济和消费场景影响较小，出行人次增加和高温天气对软饮料的销量有一定的催化作用，我们预计2025年居民出行需求延续，有望持续催化板块实现稳健增长。同时，我国饮料市场正经历着快速的变革，随着消费场景的拓展和消费需求的变化，产品竞争已从同质化向差异化转变，推动了品类的多样化和品牌的迭代更新。建议关注聚焦功能饮料较高景气赛道，引领行业高增长的**东鹏饮料**。

餐饮供应链：建议关注一：啤酒板块。2024年消费疲软的环境下，餐饮渠道增速放缓对啤酒消费影响较大。2025年伴随餐饮业的复苏，啤酒消费的量价有望迎来改善，中长期来看，结构升级是啤酒上市公司发展的重要方向。建议关注**青岛啤酒、燕京啤酒**。建议**关注二：调味品板块。**餐饮消费券发放带动需求端好转，2025年我们预计调味品行业持续回暖，B端需求延续消费复苏，C端健康化推动结构升级，原材料价格维持低位，成本红利延续。行业龙头经历较长时间的报表出清和改革后，成效得到兑现，收入利润重回正增长，经营势能向上，建议关注**海天味业**。

表3：盈利预测估值表

股票代码	股票简称	2024/12/2	EPS (元)				PE				投资评级
		股价 (元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600519.SH	贵州茅台	1,525.00	59.49	68.57	76.87	85.61	25.6	22.2	19.8	17.8	未评级
000858.SZ	五粮液	147.40	7.78	8.50	9.33	10.30	18.9	17.3	15.8	14.3	增持
000729.SZ	燕京啤酒	10.40	0.23	0.34	0.44	0.52	45.4	30.6	23.6	20.0	增持
600809.SH	山西汾酒	201.47	8.56	10.25	11.83	13.60	23.5	19.7	17.0	14.8	未评级
000596.SZ	古井贡酒	190.75	8.68	10.73	12.59	14.58	22.0	17.8	15.2	13.1	未评级
603369.SH	今世缘	47.29	2.52	2.93	3.37	3.84	18.8	16.2	14.0	12.3	未评级
605499.SH	东鹏饮料	218.40	5.10	8.12	10.67	13.49	42.8	26.9	20.5	16.2	买入
002847.SZ	盐津铺子	53.49	2.64	2.31	2.93	3.72	20.3	23.2	18.3	14.4	买入
603919.SH	金徽酒	21.50	0.65	0.84	1.02	1.14	33.1	25.7	21.2	18.9	未评级
002991.SZ	甘源食品	78.93	3.58	4.37	5.25	6.21	22.0	18.1	15.0	12.7	增持
600887.SH	伊利股份	28.82	1.64	1.84	1.83	1.99	17.6	15.7	15.7	14.5	增持
002946.SZ	新乳业	13.16	0.50	0.64	0.78	0.93	26.3	20.5	16.9	14.2	未评级
603288.SH	海天味业	47.05	1.01	1.12	1.24	1.38	46.6	41.9	37.8	34.2	未评级
000568.SZ	泸州老窖	139.02	9.02	9.79	10.73	11.96	15.4	14.2	13.0	11.6	未评级
600779.SH	水井坊	58.75	2.61	2.83	3.09	3.41	22.5	20.7	19.0	17.2	未评级
600702.SH	舍得酒业	78.24	5.35	2.83	3.08	3.66	14.6	27.7	25.4	21.4	未评级
600600.SH	青岛啤酒	73.04	3.14	3.27	3.62	3.94	23.3	22.3	20.2	18.5	未评级
603198.SH	迎驾贡酒	61.83	2.86	3.43	4.03	4.69	21.6	18.0	15.3	13.2	未评级

数据来源：iFinD，华龙证券研究所（五粮液、燕京啤酒、东鹏饮料、甘源食品、伊利股份、盐津铺子盈利预测来自华龙证券研究所，其余公司盈利预测及评级均取自iFinD一致预期）。

目录

1

行情回顾：估值回调，业绩增速趋缓

2

白酒：弱现实，强预期

3

大众品：软饮料和零食具备较高景气度

4

餐饮供应链：复苏在途

5

投资建议：优选确定性龙头，关注复苏弹性标的

6

风险提示

- **食品安全风险：**食品安全事件对公司和行业发展影响深远，若出现较大的食品安全问题，将对消费者需求产生不利影响。
- **消费复苏不及预期风险：**消费复苏受宏观经济环境、居民人均可支配收入、就业率等因素影响，未来若消费复苏不及预期，影响食品饮料企业下游需求。
- **成本上行风险：**食品饮料行业上游是农产品、包材等原材料，受到大宗商品价格波动影响，若未来原材料成本上行，对公司成本和利润产生不利影响。
- **业绩增速不及预期风险：**公司营业收入增速和成本变化，费用率的变化均存在不确定性，若需求减弱、成本上升、费用率上行，可能对公司业绩增速产生不利影响。
- **市场竞争加剧风险：**当前市场竞争激烈，未来若竞争进一步加剧，造成企业之间价格战等情况，对公司发展经营产生不利影响。
- **第三方数据统计偏差风险：**本报告部分数据引自第三方平台，若第三方平台提供的统计数据存在错误，可能会导致本报告中引用和分析的数据错误。

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明:

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明:

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明:

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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。

华龙证券研究所

北京

地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层
邮编：100033

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼
邮编：730030
电话：0931-4635761

上海

地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼
邮编：200000

深圳

地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层
邮编：518046