

年度投资策略报告——

预期先行，静待修复

证券分析师：郭梦婕
分析师登记编号：S1190523080002

证券分析师：肖依琳
分析师登记编号：S1190523100003

研究助理：林叙希
一般证券业务登记编号：S1190124030019

报告摘要

投资展望：政策刺激以及国内提振消费大方向下消费回暖值得期待，基本面改善有望逐步传导，方向确定时间和复苏斜率需要观察。刺激政策逐步落地，政府发放消费券以及加大家电家居等消费补贴力度带动消费，股市财富效应提升消费意愿。10月社零、11月pmi数据以及地产数据边际回暖。食品饮料行业自2021年以来进入调整阶段，部分行业已历经深度调整供给端有所出清，龙头主动调整积极应对，动销库存和报表端已出现边际改善迹象。对于近期边际变化明显或存改善预期的个股以及适应当下消费环境的高景气赛道予以重点关注。后续若经济数据和消费持续改善，将迎来戴维斯双击机会。当下我们根据景气度和风险出清角度，同时结合春节旺季表现的短期催化，对板块推荐顺序进行排序，零食、饮料>乳制品、调味品>啤酒、白酒、速冻。

白酒：行业理性降速，估值处历史低位，修复在即。白酒行业理性降速，明年龙头增长目标普遍降至个位数。但近两年供需失衡加剧和前期行业泡沫退去后的库存累积风险和批价压力仍需要时间逐步缓解。随着此轮政策刺激下的经济修复以及地产行业的底部企稳，白酒行业有望迎来一波修复。23年以来行业分化加剧，但优秀的酒企伴随这几年管理水平和渠道运作精细化程度的提升，相较以往下行周期来看动销根基和抗风险能力更强。高端酒价位决定品牌站位，因此批价更为重要，需要看酒企对于量价的抉择和批价的掌控。次高端更需关注渠道风险，前期铺货招商带来的高增长在下行期需要经历检验，一旦渠道崩塌失速很难逆转。地产酒关注内部产品结构增长动力和省内、泛周边的市场潜力，升级速度决定斜率，天花板决定空间。从基本面角度来看，优先推荐茅台、五粮液、汾酒、迎驾和今世缘，从弹性角度来看，推荐老窖、水井坊。

大众品：改善信号已现，静待复苏。分板块来看：**1) 零食：**下游渠道发生变革，零食量贩、抖音和会员商超持续爆发，中式零食创新品类引领增长。寻找新品和新渠道的边际增量，春节备货有望形成催化。重点推荐松鼠、甘源，关注盐津。**2) 软饮料：**行业发展迎合内卷&性价比&健康化的大趋势，挖掘细分需求和品类创新是发展机会。预计高景气赛道电解质水、无糖茶、功能饮料延续高增，传统赛道竞争有所加剧，看好竞争格局重塑后龙头重回稳增。重点推荐东鹏、百润，关注香飘飘。**3) 调味品：**行业出清渐近尾声，行业格局有企稳态势，份额向头部企业倾斜，竞争格局稳固头部企业海天和安琪已出现明显趋势性改善，行业深度调整3年，库存风险逐步释放至正常。明年零添加及复合调味汁新品仍有机会，关注新品贡献边际增量。推荐安琪，关注天味、宝立。**4) 速冻食品：**短期各家仍有经营压力，行业竞争加剧的同时会加速尾部出清。未来待政策刺激带动需求恢复，行业有望迎来反转拐点。重点推荐安井，关注立高、千味。**5) 啤酒：**餐饮疲软和天气原因导致今年量价均有影响，燕京和珠啤区域新品成长爆发带来 α 超额增长，经济修复和餐饮复苏有望带来升级逻辑延续，短期淡季略有压力，紧盯餐饮好转带来的边际变化。推荐燕京、青啤、珠啤。

目录

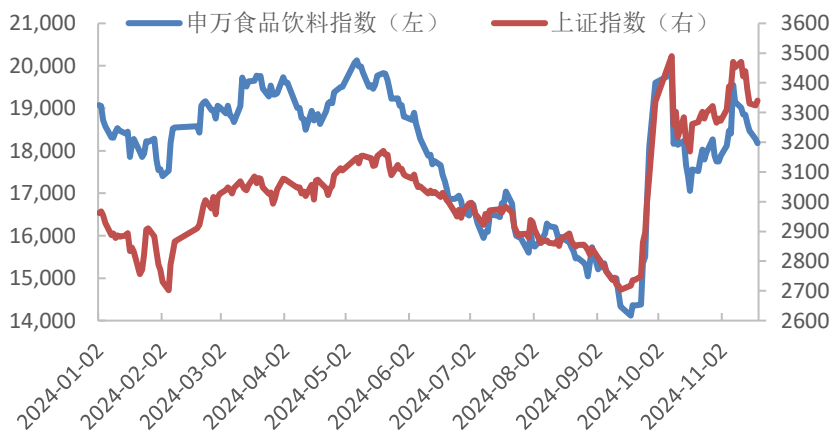
- 1、板块整体回顾
- 2、白酒：拐点将至，估值加速修复
- 3、大众品：改善信号已现，静待复苏
 - 3.1、零食：高景气延续，寻找边际增量
 - 3.2、软饮料：传统赛道竞争加剧，细分赛道拥有结构化机会
 - 3.3、调味品：出清渐近尾声，龙头率先调整
 - 3.4、速冻食品：短期洗牌加速，关注需求改善拐点
 - 3.5、啤酒：结构升级趋缓，期待量价修复

1、板块整体回顾

1.1 2024年食品饮料板块整体表现复盘

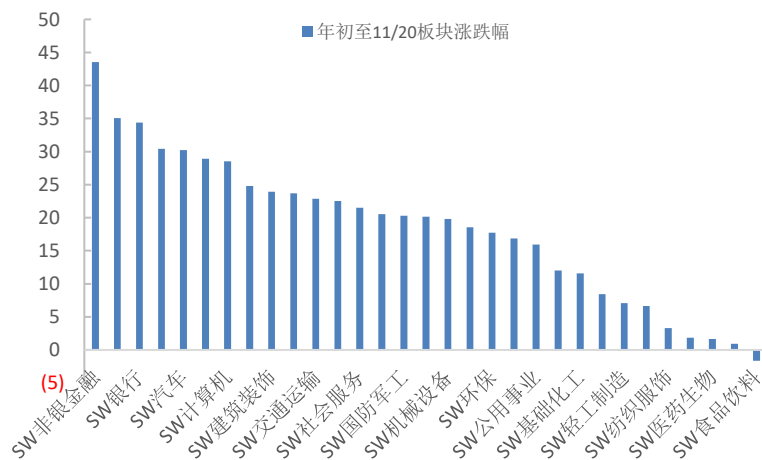
➤ **消费年后转弱，板块全面承压，9月政策刺激预期改善。**今年年初至今消费经历过春节表现略好于预期-Q2淡季需求急剧下滑-Q3边际走弱双节疲软-Q4政策强刺激&预期改善的四个阶段。SW食品饮料指数在年初低预期下由于春节动销催化小幅反弹15%，5月后一路下跌至9月18日，跌幅达30%，一线社零数据增速陆续转负以及消费边际走弱导致预期不断下修，酒企三季报出现集中降速。9月24央行发布大规模刺激政策以及9月26日政治局会议发布利好迎来一波政策牛市和预期修复，食品饮料指数低点至10月8日反弹41%，接近年内高点。近期高预期下迎来短期基本面验证，指数回调8%。

图表1：食品饮料指数和上证综指年初至今表现



资料来源：Wind，太平洋证券

图表2：申万分行业年初至今（11/20）涨跌幅

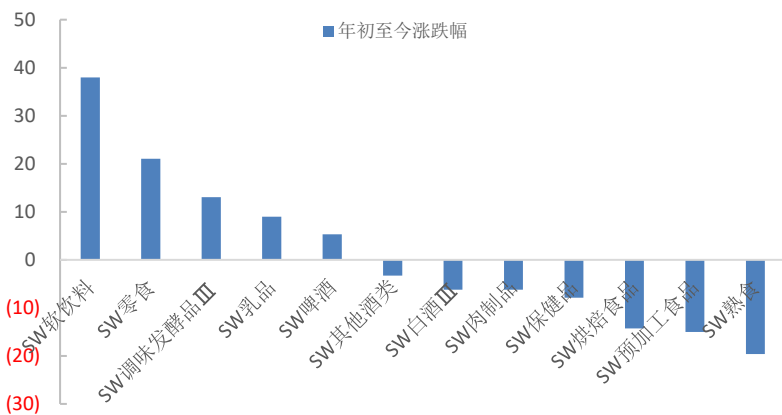


资料来源：Wind，太平洋证券

1.1 2024年食品饮料板块整体表现复盘

► **饮料、零食景气延续，餐饮链表现偏弱。**从分板块表现来看，饮料由于出行旅游表现旺盛和低价高频股价涨幅第一（38%），其次零食由于下游零食量贩快速开店整体表现较好（涨幅21%），调味品板块深度调整3年，渠道库存降至合理，整体刚需高频高粘性，涨幅第三（13%）。跌幅靠前板块主要为餐饮链相关的熟食（跌幅-20%）、预加工（跌幅-15%）和烘焙（跌幅-14%），餐饮二季度持续走弱量价双跌。保健品面临高基数问题 and 经济疲软影响，跌幅第四。白酒整体表现疲软，二季度以来淡季和旺季动销不及预期，批价走弱。股价表现和基本面业绩增速基本相吻合。

图表3：食品饮料分板块年初至今（11月20日）涨跌幅



资料来源：Wind，太平洋证券

图表4：食品饮料分板块24年前三季度收入利润增速

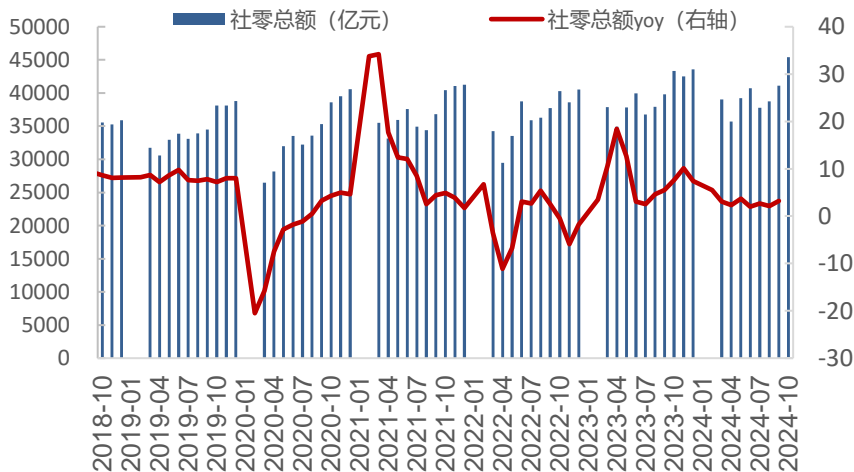
板块	2024年前三季度收入增速 (%)	2024年前三季度净利润增速 (%)
零食	62.2	30.0
软饮料	15.3	27.3
白酒	10.5	13.4
调味品	9.8	44.4
烘焙	2.2	-1.7
啤酒	0.4	10.4
预加工	0.2	-5.2
其他酒类	-2.1	-26.0
肉制品	-3.0	17.9
乳品	-6.6	8.8
熟食	-6.6	6.6
保健品	-6.6	-37.1

资料来源：Wind，太平洋证券

1.1 2024年食品饮料板块整体表现复盘

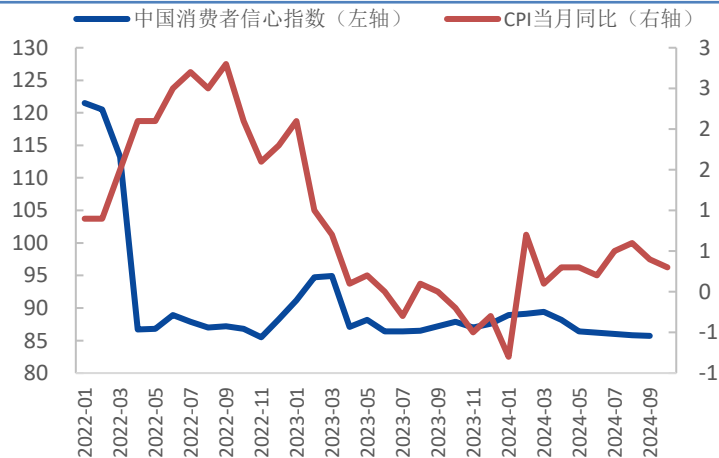
➤ **消费面临通缩压力，9月政策刺激后重视边际改善。**今年二季度以来经济数据转弱，地产持续承压，消费面临通缩压力。消费者信心指数自年初88.9一直下滑至9月的85.7，消费预期减弱，导致消费频次和客单价均有承压，消费降级现象明显。国家今年陆续发布刺激消费政策，如发放消费券和家电等补贴以及降低房贷利率政策促进消费者信心回归。9月24日后重大政策刺激和股市财富效应，10月社零、pmi、社融、一线地产销售等宏观数据边际改善，双十一消费符合预期好于618，近期部分竞争格局较好的龙头数据有所改善。

图表5：食品饮料指数和上证综指年初至今表现



资料来源：Wind，太平洋证券

图表6：申万分行业年初至今（11/20）涨跌幅



资料来源：Wind，太平洋证券

1.1 2024年食品饮料板块整体表现复盘

图表7: 社零数据

	2023-10	2023-11	2023-12	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10
社零: 当月增速	7.6%	10.1%	7.4%	3.1%	2.3%	3.7%	2.0%	2.7%	2.1%	3.2%	4.8%
社零: 相较于21年CAGR	3.5%	1.8%	2.7%	3.2%	2.5%	2.9%	2.7%	2.6%	4.0%	3.7%	3.9%
限额以上社零: 当月增速	8.7%	10.0%	6.6%	2.6%	0.9%	3.4%	-0.6%	3.6%	3.3%	2.6%	6.2%
限额以上社零: 相较于21年CAGR	5.3%	2.5%	3.5%	4.3%	2.7%	4.3%	4.5%	2.5%	3.8%	6.7%	7.0%
餐饮收入: 当月增速	17.1%	25.8%	30.0%	6.9%	4.4%	5.0%	5.4%	3.0%	3.3%	3.1%	3.2%
餐饮收入: 相较于21年CAGR	3.7%	7.3%	5.7%	4.1%	5.1%	3.8%	5.5%	5.5%	8.0%	4.9%	3.5%
限额以上餐饮: 当月增速	18.0%	24.6%	37.7%	3.2%	0.0%	2.5%	4.0%	-0.7%	0.4%	0.7%	-0.3%
限额以上餐饮: 相较于21年CAGR	11.1%	14.4%	12.7%	12.6%	10.4%	9.6%	12.7%	10.8%	16.5%	12.3%	10.6%
商品零售: 当月增速	6.5%	8.0%	4.8%	2.7%	2.0%	3.6%	1.5%	2.7%	1.9%	3.3%	5.0%
商品零售: 相较于21年CAGR	3.5%	1.0%	2.3%	3.1%	2.2%	2.8%	2.4%	2.3%	3.6%	3.6%	4.0%
粮油食品	4.4%	4.4%	5.8%	11.0%	8.5%	9.3%	10.8%	9.9%	10.1%	11.1%	10.1%
粮油食品: 相较于21年CAGR	7.1%	3.8%	7.1%	8.9%	7.9%	8.5%	8.9%	9.1%	9.6%	10.6%	9.2%
饮料	6.2%	6.3%	7.7%	5.8%	6.4%	6.5%	1.7%	6.1%	2.7%	-0.7%	-0.9%
饮料: 相较于21年CAGR	4.6%	-1.0%	5.3%	3.9%	3.5%	4.8%	2.1%	4.7%	4.8%	4.8%	4.2%
烟酒	15.4%	16.2%	8.3%	9.4%	8.4%	7.7%	5.2%	-0.1%	3.1%	-0.7%	-0.1%
烟酒: 相较于21年CAGR	8.4%	8.0%	0.9%	10.0%	7.7%	9.0%	8.7%	8.0%	8.7%	6.3%	7.2%
服装鞋帽、针、纺织品	7.5%	22.0%	26.0%	3.8%	-2.0%	4.4%	-1.9%	-5.2%	-1.6%	-0.4%	8.0%
化妆品	1.1%	-3.5%	9.7%	2.2%	-2.7%	18.7%	-14.6%	-6.1%	-6.1%	-4.5%	40.1%
金银珠宝	10.4%	10.7%	29.4%	3.2%	-0.1%	-11.0%	-3.7%	-10.4%	-12.0%	-7.8%	-2.7%
日用品	4.4%	3.5%	-5.9%	3.5%	4.4%	7.7%	0.3%	2.1%	1.3%	3.0%	8.5%
体育、娱乐用品	25.7%	16.0%	16.7%	19.3%	12.7%	20.2%	-1.5%	10.7%	3.2%	6.2%	26.7%
家用电器和音像器材	9.6%	2.7%	-0.1%	5.8%	4.5%	12.9%	-7.6%	-2.4%	3.4%	20.5%	39.2%
中西药	8.2%	7.1%	-18.0%	5.9%	7.8%	4.3%	4.5%	5.8%	4.3%	5.4%	1.4%
文化办公用品	7.7%	-8.2%	-9.0%	-6.6%	-4.4%	4.3%	-8.5%	-2.4%	-1.9%	10.0%	18.0%
家具	1.7%	2.2%	2.3%	0.2%	1.2%	4.8%	1.1%	-1.1%	-3.7%	0.4%	7.4%
通讯器材	14.6%	16.8%	11.0%	7.2%	13.3%	16.6%	2.9%	12.7%	14.8%	12.3%	14.4%
石油及制品	5.4%	7.2%	8.6%	3.5%	1.6%	5.1%	4.6%	1.6%	-0.4%	-4.4%	-6.6%
汽车	11.4%	14.7%	4.0%	-3.7%	-5.6%	-4.4%	-6.2%	-4.9%	-7.3%	0.4%	3.7%
建筑及装潢材料	-4.8%	-10.4%	-7.5%	2.8%	-4.5%	-4.5%	-4.4%	-2.1%	-6.7%	-6.6%	-5.8%

资料来源: Wind, 太平洋证券

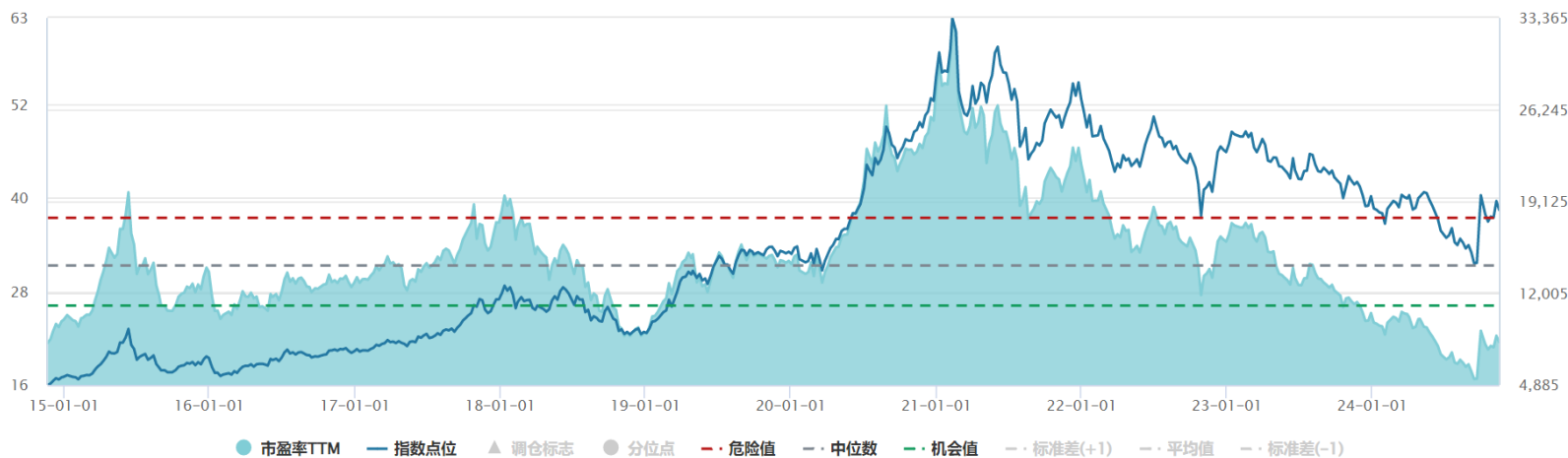
1.2 估值表现

➤ **估值处于历史个位数分位。**SW食品饮料最新PE(TTM)为21.5X, 估值水平位于历史10年期间的4.1%和5年的7.8%分位数。从分板块估值来看, 其他酒类、保健品、零食和软饮料估值排序靠前, 饮料和零食业绩增速相对较快匹配更高估值, 白酒、乳制品估值较低。

图表8: 2024年11月20日SW食品饮料分行业PE(TTM)

板块	PE(TTM)
SW其他酒类	58.4
SW保健品	39.7
SW零食	31.6
SW软饮料	31.3
SW熟食	30.7
SW肉制品	30.3
SW调味发酵品Ⅲ	28.8
SW烘焙食品	25.2
SW啤酒	24.8
SW预加工食品	23.3
SW食品饮料	22.4
SW白酒Ⅲ	20.9
SW乳制品	19.5

图表9: SW食品饮料指数历史PE(TTM)



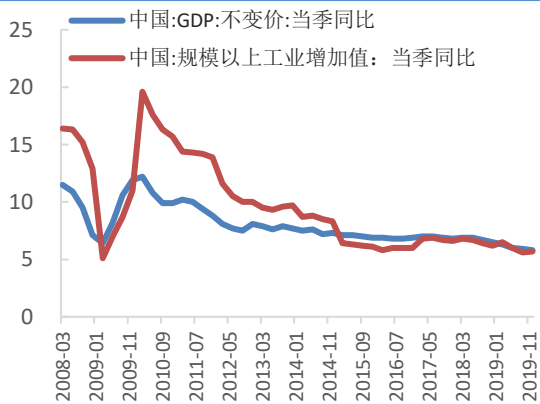
资料来源: Wind, 太平洋证券

1.3 历史复盘：历次政策刺激均有拉动食品饮料股价表现

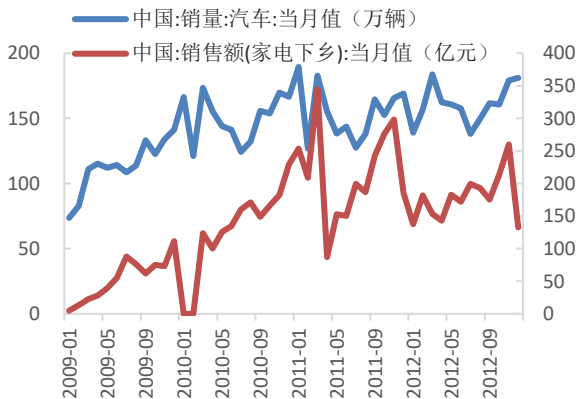
➤ 历史政策转向后消费表现复盘。历史上有几次大的政策转向，短期均带来食品饮料股价较好表现。

➤ 1) **08-10年4万亿经济刺激计划推出，SW食品饮料指数上涨248%**。2008年受经济危机影响，食品饮料指数年初至11月低点深度下跌67%。2008年11月国务院常务会议上公布四万亿经济刺激计划，2008年11月单月新增贷款从1819亿上涨到4775亿，12月又快速增长至7645亿，11-12月分别同比增长446.34%和1476.29%。GDP、工业增加值、家电、汽车、房地产销售数据在2009年1月前基本实现V型反转。2010年GDP增速恢复至10.4%，申万食品饮料指数从08/11/7的底部1871上涨至2010/12/3的6512，涨幅248%，板块涨幅排名第7。PE从25.5X上涨至45.8X，涨幅79%。

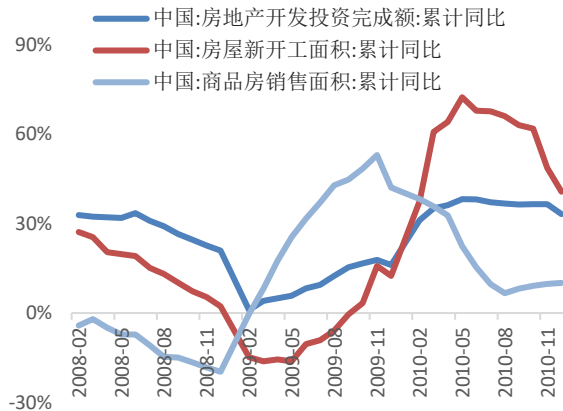
图表10：2009年工业增加值、GDP增速呈现V型反转



图表11：四万亿刺激家电、汽车销量快速增长



图表12：2009年房地产开发相关指标V型反转



资料来源：Wind，太平洋证券

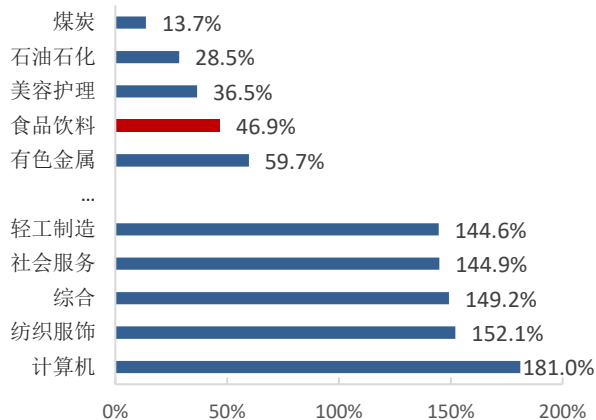
请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

1.3 历史复盘：历次政策刺激均有拉动食品饮料股价表现

➢2) 14-15年系列流动性宽松政策释放，食品饮料行情转好。2011年开始进入紧缩周期和欧债危机影响，2012年经济走弱，GDP增速降至7.5%以下。2014年经济走弱，GDP增速和PMI数据走弱，2012-2014年SW食品饮料区间自高点最大跌幅为35.1%，其中白酒下跌60.8%。2014年至2015年系列流动性宽松政策释放，资金快速入场带动行情高涨，但白酒受到“三公消费”影响，白酒企业2014年前三季度收入均下滑，2014年白酒全年涨幅42.5%，但市场更多偏向“一带一路”战略相关方向板块，白酒排名市场倒数。2015年牛市加速器，白酒也逐步恢复，但业绩表现相对不如其他子板块，2015年全年白酒涨幅22.8%，排名食品饮料子行业倒数。由于白酒内部“三公消费”政策影响业绩恢复较慢，股价反映相对滞后，直到2016年CPI和GDP增速企稳，2016H2食品饮料基本面才开始出现实质性改善。

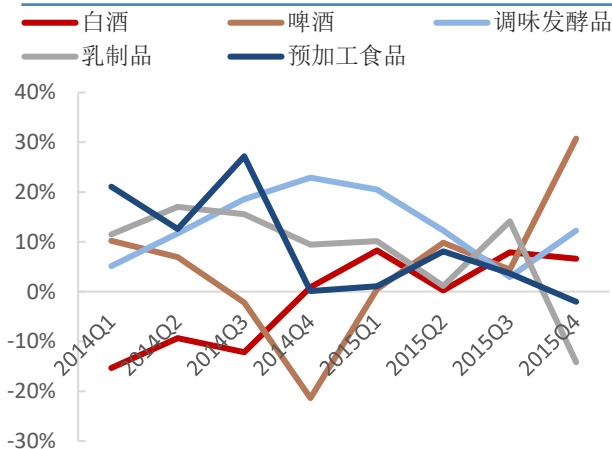
图表13：2014-2015年一级子行业涨跌幅前五排名



图表14：食品饮料子板块涨跌幅排名

板块	14年涨跌幅	15年涨跌幅
预加工食品	-3.7%	75.0%
调味发酵品	19.1%	46.2%
保健品	3.2%	43.0%
烘焙食品	22.2%	42.7%
软饮料	10.6%	26.5%
其他酒类	25.9%	26.1%
零食	-20.8%	23.4%
白酒	42.5%	22.8%
乳品	4.1%	15.6%
肉制品	-27.5%	14.1%
啤酒	-0.3%	10.5%

图表15：2014-2015年一级子行业涨跌幅

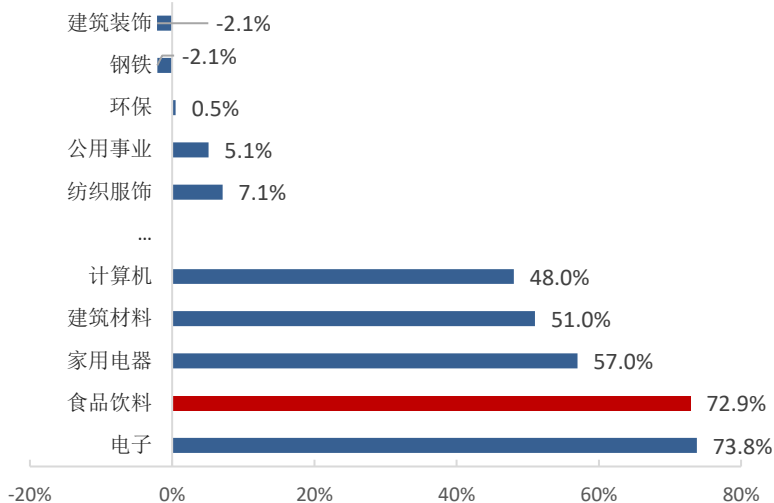


资料来源：Wind，太平洋证券（注：时间取自2014/1/1-2015/12/31）

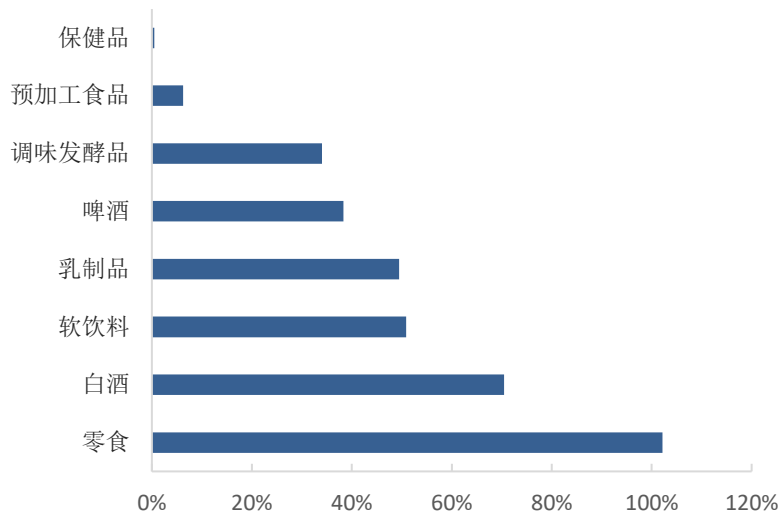
1.3 历史复盘：历次政策刺激均有拉动食品饮料股价表现

➤3) 19年中美贸易战倒逼出口转内需，食品饮料领先全行业增长。2018年中美贸易战开启，我国GDP、PPI、PMI全面下降，股市信心大挫，2018年非白酒板块、白酒板块业绩与估值均持续走低。2019年颁布减税降费政策，全面大规模减少小微企业及个人所得税，全年新增减税1.93万亿元，消费者信心指数逐步回升，2019年开始股市再度反弹，食品饮料前期下跌至较底部位置，后续反弹势能更为强劲，股市全面反弹后食品饮料领先全行业上涨，2019年全年指数上涨72.9%。

图表16：2019年一级子行业涨跌幅前五排名



图表17：2019年食品饮料子行业涨跌幅排名



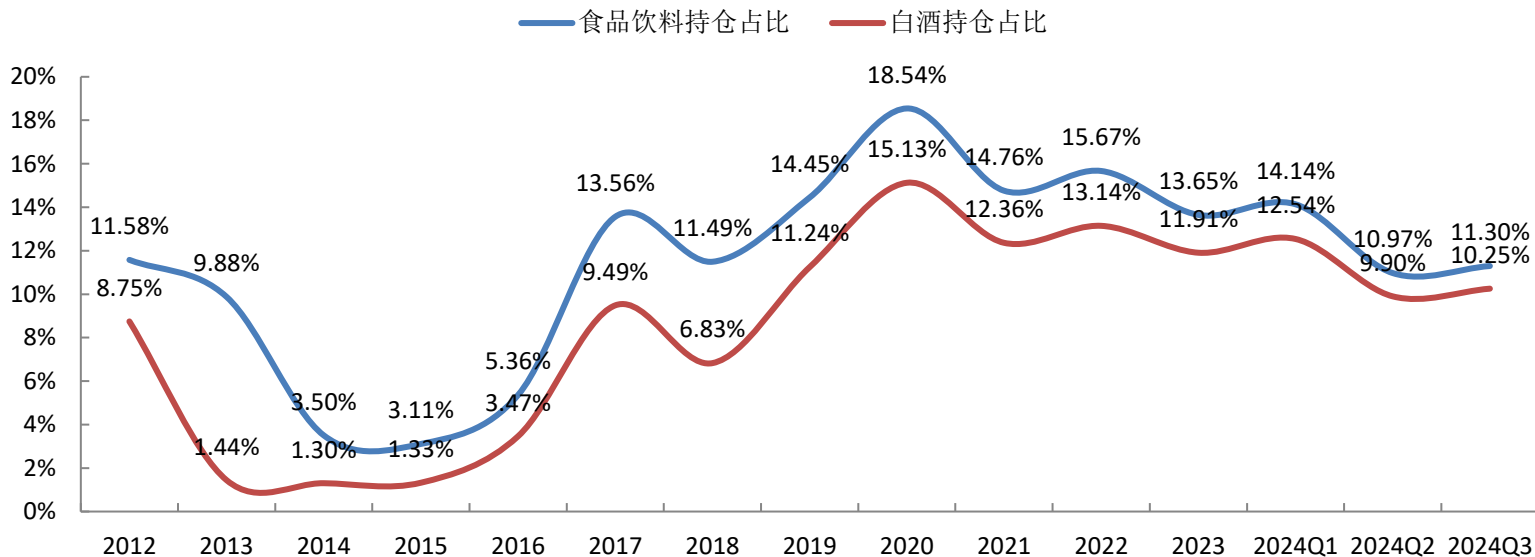
资料来源：Wind，太平洋证券（注：时间取自2019/1/1-2019/12/31）

1.4 基金持仓

➤ 2024Q3食品饮料板块基金持仓市值占比自高点回落后平台震荡，持仓占比与2018年接近。

➤ 食品饮料板块自2020年见顶回落，目前基金持仓市值占比处于平台震荡，2024Q3占比11.30%，接近2018Q4的11.49%，其中白酒板块目前占比10.25%，超过2018年的6.83%，处于历史中枢位置。

图表18：食品饮料子版块基金持仓市值情况



资料来源：wind，太平洋证券

1.4 基金持仓

➤2024Q3食品饮料板块基金持仓市值环比提升，子版块中保健品、熟食、肉制品环比下降。1) 2024Q3食品饮料板块基金持仓市值3566亿，环比提升23%，目前市值持仓比例11.30%，环比+0.32pct。2) 子版块中保健品、熟食、肉制品基金持仓市值环比下降，分别环比下滑87%、48%、11%，其余子版块均环比上升。白酒、乳品、啤酒、调味发酵品、软饮料持仓比例环比分别变动+0.35、-0.02、-0.03、+0.01、-0.005pct。

图表19：食品饮料子版块基金持仓市值情况

持仓市值(亿元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	3Q24环比
食品饮料	5000	3966	4154	3750	3851	2906	3566	23%
白酒Ⅲ	4231	3309	3638	3272	3415	2622	3237	23%
乳品	171	164	121	137	131	77	85	11%
啤酒	285	211	154	102	118	72	77	7%
调味发酵品	67	58	50	49	41	31	40	20%
软饮料	22	26	31	25	29	29	33	14%
预加工食品	74	74	53	43	19	17	31	84%
零食	31	27	21	26	31	15	24	62%
其他酒类	56	43	32	30	15	11	15	44%
肉制品	21	20	20	37	33	20	18	-11%
烘焙食品	12	8	8	7	3	2	3	119%
保健品	18	18	13	13	12	8	1	-87%
熟食	11	8	12	7	4	3	1	-48%
持仓比例 (%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	3Q24环比
食品饮料	15.60%	12.91%	14.00%	13.65%	14.14%	10.97%	11.30%	0.32%
白酒Ⅲ	13.20%	10.77%	12.27%	11.91%	12.54%	9.90%	10.25%	0.35%
乳品	0.65%	0.62%	0.46%	0.52%	0.50%	0.29%	0.27%	-0.02%
啤酒	1.07%	0.80%	0.58%	0.39%	0.44%	0.27%	0.24%	-0.03%
调味发酵品	0.25%	0.22%	0.19%	0.19%	0.15%	0.12%	0.13%	0.01%
软饮料	0.08%	0.10%	0.12%	0.10%	0.11%	0.11%	0.10%	0.00%
预加工食品	0.08%	0.07%	0.07%	0.14%	0.13%	0.08%	0.10%	0.02%
零食	0.28%	0.28%	0.20%	0.16%	0.07%	0.06%	0.08%	0.01%
其他酒类	0.12%	0.10%	0.08%	0.10%	0.12%	0.06%	0.05%	-0.01%
肉制品	0.21%	0.16%	0.12%	0.11%	0.06%	0.04%	0.06%	0.02%
烘焙食品	0.07%	0.07%	0.05%	0.05%	0.05%	0.03%	0.01%	-0.02%
保健品	0.04%	0.03%	0.05%	0.03%	0.01%	0.01%	0.00%	-0.01%
熟食	0.05%	0.03%	0.03%	0.03%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%

资料来源：wind，太平洋证券

1.4 基金持仓

➤ 2024Q3基金持仓市值前15个股中茅台、五粮液、洋河、迎驾、安井、青啤、老白干、海天获得加仓，老白干酒、安井、迎驾加仓比例较大。1) 2024Q2基金持仓市值前15个股中贵州茅台、五粮液持仓比例环比上升较多，分别+0.65、+0.30pct，泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒环比降幅最大，分别-0.32、-0.15、-0.14pct。2) 茅台、五粮液、洋河、迎驾、安井、青啤、老白干、海天获得基金加仓，其中老白干、安井、迎驾加仓比例较大，持股占流通股比例环比变动+6.25%、3.11%、1.51%。

图表20：食品饮料子版块基金持仓市值情况

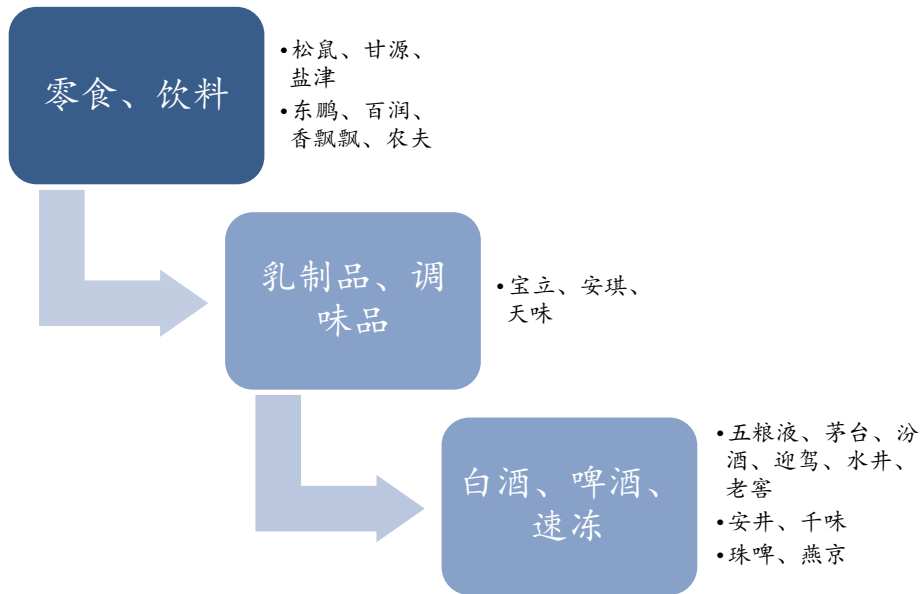
持仓比例(%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	3Q24环比
贵州茅台	4.71%	4.31%	4.99%	5.11%	5.43%	4.47%	5.13%	+0.65%
五粮液	2.42%	2.01%	1.94%	1.92%	2.29%	1.78%	2.08%	+0.30%
山西汾酒	1.17%	0.60%	1.04%	1.20%	1.30%	1.02%	0.88%	-0.14%
泸州老窖	2.29%	1.89%	2.07%	1.77%	1.70%	1.17%	0.85%	-0.32%
古井贡酒	0.71%	0.61%	0.79%	0.68%	0.75%	0.60%	0.45%	-0.15%
洋河股份	0.81%	0.63%	0.63%	0.53%	0.41%	0.35%	0.37%	-0.02%
伊利股份	0.51%	0.51%	0.38%	0.49%	0.47%	0.27%	0.22%	-0.05%
今世缘	0.24%	0.21%	0.30%	0.25%	0.34%	0.24%	0.16%	-0.08%
迎驾贡酒	0.05%	0.08%	0.14%	0.17%	0.15%	0.12%	0.15%	+0.04%
安井食品	0.22%	0.23%	0.17%	0.15%	0.06%	0.06%	0.10%	+0.04%
青岛啤酒	0.36%	0.29%	0.21%	0.16%	0.21%	0.09%	0.09%	-0.01%
老白干酒	0.20%	0.08%	0.04%	0.03%	0.01%	0.04%	0.08%	+0.04%
东鹏饮料	0.04%	0.04%	0.06%	0.08%	0.09%	0.09%	0.08%	-0.01%
海天味业	0.07%	0.05%	0.04%	0.05%	0.06%	0.05%	0.07%	+0.02%
青岛啤酒股份	0.16%	0.12%	0.11%	0.08%	0.08%	0.07%	0.07%	-0.00%

	持有基金数	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股比 (%)	持股占流通股比 例环比变动	持股总市值(亿 元)	持股市值占基金 净值比(%)	持股市值占基金 股票投资市值比	所属行业
贵州茅台	1242	1183	7.37%	0.94%	1618	0.51%	2.30%	白酒
五粮液	706	3618	10.43%	0.94%	658	0.21%	0.94%	白酒
山西汾酒	229	-117	10.44%	-0.10%	279	0.09%	0.40%	白酒
泸州老窖	245	-3585	12.26%	-2.44%	269	0.08%	0.38%	白酒
古井贡酒	114	-555	17.04%	-1.36%	141	0.04%	0.20%	白酒
洋河股份	88	343	7.86%	0.23%	117	0.04%	0.17%	白酒
伊利股份	265	-3982	3.73%	-0.63%	68	0.02%	0.10%	乳品
今世缘	85	-3738	7.91%	-2.98%	51	0.02%	0.07%	白酒
迎驾贡酒	129	1209	8.27%	1.51%	48	0.02%	0.07%	白酒
安井食品	79	912	10.49%	3.11%	31	0.01%	0.04%	预加工食品
青岛啤酒	54	70	4.98%	0.17%	28	0.01%	0.04%	啤酒
老白干酒	42	5647	11.91%	6.25%	25	0.01%	0.04%	白酒
东鹏饮料	88	-210	2.24%	-0.53%	24	0.01%	0.03%	软饮料
海天味业	75	933	0.86%	0.17%	23	0.01%	0.03%	调味发酵品
青岛啤酒股份	49	-197	5.98%	-0.19%	21	0.01%	0.03%	啤酒

资料来源：wind，太平洋证券

1.5 投资展望

►政策刺激以及国内提振消费大方向下消费回暖值得期待，基本面改善仍需传导，方向确定时间和复苏斜率需要观察。刺激政策逐步落地，政府发放消费券以及加大家电家居等消费补贴力度带动消费，股市财富效应提升消费意愿。10月社零、11月pmi数据以及地产数据边际回暖。食品饮料行业自2021年以来进入调整阶段，部分行业已历经深度调整供给端有所出清，龙头主动调整积极应对，动销库存和报表端已出现边际改善迹象。目前板块整体处于等待基本面改善的阶段，估值处于历史低位仍有可观修复空间，对于短期边际变化趋势明显的个股以及适应当下消费环境的赛道予以重点关注。后续若经济数据和消费持续改善，将迎来戴维斯双击机会。当下我们根据景气度和行业风险释放角度，同时结合春节旺季表现的短期催化，对板块推荐顺序进行排序，零食、饮料>乳制品、调味品>啤酒、白酒、速冻。



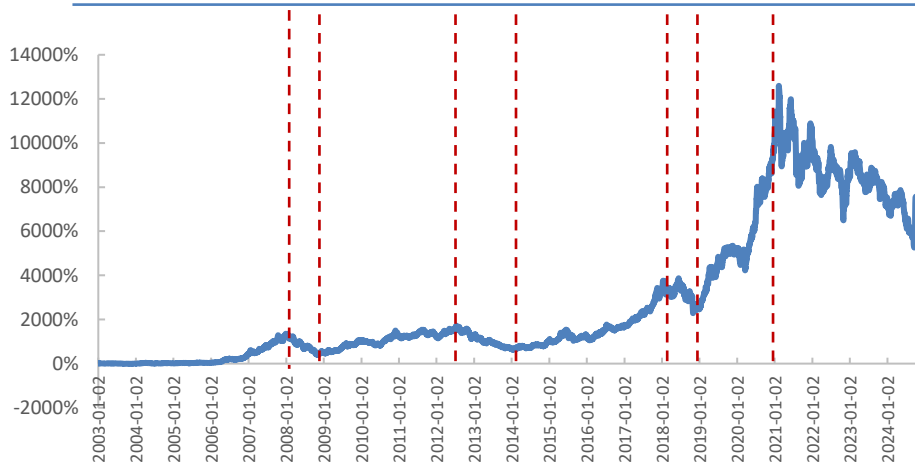
资料来源：Wind，太平洋证券

2、白酒：拐点将至，估值加速修复

2.1.1 白酒：复盘历史，本轮白酒调整时间最长，行业或已确立底部

► **2003年以来行业共经历4次调整，本轮时间跨度最长或已确立底部。** 复盘过去行业周期演绎，1) 2008年全球金融危机使得行业遭受外生系统性风险，但此轮调整较为迅速（仅08Q4出现业绩下滑），股价调整12个月幅度达61%，其中估值回撤81%。2) 2012-2013年，因限制“三公消费”政策及塑化剂事件等影响，行业步入深度调整期，股价调整跨度18个月幅度达59%，其中估值底部仅8倍。3) 2018年国内宏观去杠杆，中美贸易战加深经济增速放缓担忧，此轮白酒调整时间最短仅4个月；5) 2021-2024年，受到国内经济结构调整、内需疲软的影响，行业步入历史最长调整期，截至此轮最低时点9月18日，调整时间长达43个月，调整幅度达58%，其中估值回撤幅度达74%，对照历史调整幅度较为充分，自9月底宏观刺激政策发布以来估值已反弹至21X，我们认为此轮调整已确立底部区间。

图表21：白酒II（申万）行业涨幅（截至2024.11.18）



资料来源：Wind，太平洋证券

图表22：白酒II（申万）历史调整复盘

时间	调整时间	调整幅度	估值变动 (PE-TTM)	估值回撤幅度
2008.1-2009.1	12个月	61%	96X-18X	81%
2012.7-2014.1	18个月	59%	31X-8X	74%
2018.6-2018.10	4个月	40%	37X-21X	43%
2021.2-2024.9	43个月	58%	61X-16X	74%

资料来源：Wind，太平洋证券

2.1.2 今年白酒板块总体呈现“弱预期、弱现实”特征，股价走势跑输大盘

➤截至11月19日，白酒指数年初至今收益率-12.03%，跑输沪深300/上证指数27.94%/24.50%。分阶段来看，

- ✓ 1) 年初至春节：因宏观经济疲软、市场预期转弱及部分流动性危机，白酒指数年初至2月5日即下跌21.44%。
- ✓ 2) 春节至5月底：因市场对春节旺季低预期，但今年春节动销启动时间偏晚爆发更为集中，2月以来白酒春节动销开始进入高峰期，民间备货开始启动，100-300元白酒终端流速变快，终端反馈2月以来动销较1月下旬动销同比明显改善，春节实际动销超市场预期，白酒指数自2月6日开始反弹，至3月19日高点反弹幅度达23%。这一阶段白酒企业在一季报业绩端表现出一定韧性，股价震荡至5月底。

图表23：白酒指数（等权重）今年累计涨跌幅（截至2024.11.19）

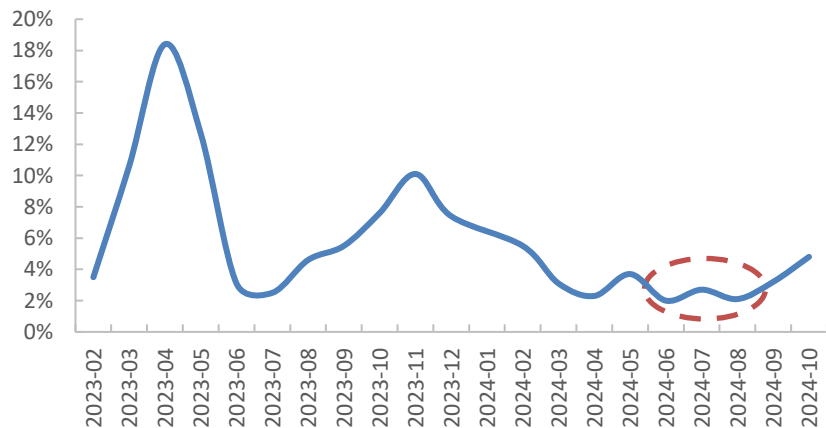


资料来源：Wind，太平洋证券

2.1.3 今年白酒板块总体呈现“弱预期、弱现实”特征，股价走势跑输大盘

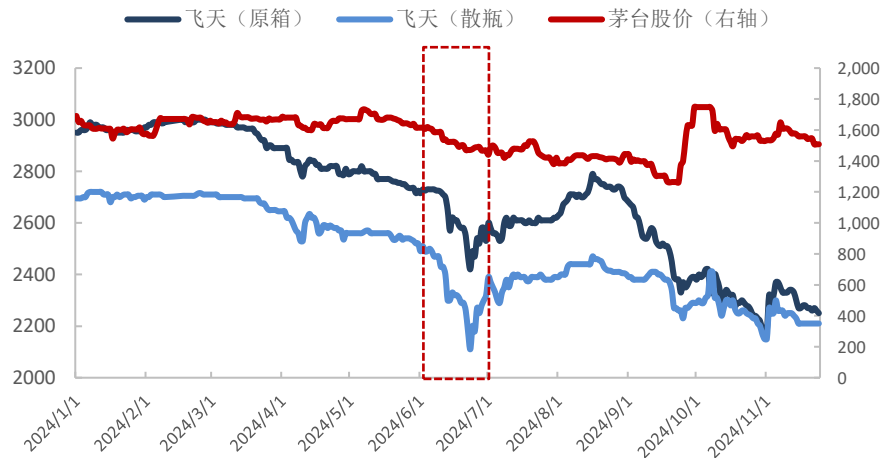
- ✓ 3) 5月至9月政策底：二季度处于白酒消费淡季，宏观层面自6月开始社零数据呈现出断崖式下滑趋势，社零6月/7月/8月分别同比+2.0%/+2.7%/+2.1%；此外茅台批价作为白酒板块重要风向标，因需求偏弱，在电商618活动以及黄牛恐慌抛货的催化下在6月快速下跌，散瓶飞天从6月1日2500元急速下跌至6月23日的2110元，下跌近400元，跌幅达16%，白酒板块自5月底开始步入持续下跌趋势。三季度中秋国庆旺季，调研反馈白酒动销端双位数下滑，下滑幅度超出市场预期，需求端的疲软态势进一步加剧，半年报显示白酒企业报表端开始增长乏力，部分绩优企业如汾酒、老窖、今世缘二季度降速明显，股价面临持续下探，5月20日-9月18日白酒指数下跌幅度达35%。
- ✓ 4) 9月政策底至今：9月底宏观刺激政策发布，市场预期转强，白酒板块因前期下跌幅度深，9月24日-10月8日迅速反弹42%，此轮反弹已超过22年10月，后续股价震荡回落，10月8日-11月28日股价回落7%，9月24日至今涨幅为32%。

图表24：中国社会消费品零售总额:当月同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表25：茅台2024年批价、股价走势（截至11.24）



资料来源：Wind，太平洋证券

2.1.3 三季度白酒企业报表端集体降速，下调全年预期

► **三季度报表端降速显著，龙头公司更具业绩韧性。**业绩层面上，2024前三季度SW白酒板块总收入同比+9.3%，归母净利润同比+10.7%，2024单三季度SW白酒板块总收入同比+0.7%，归母净利润同比+2.1%，其中2024Q3白酒板块（剔除茅台）总收入同比-6.0%，归母净利润同比-7.0%。三季度酒企开始下调全年预期，报表端匹配终端动销，业绩降速明显，在普遍降速之下个股之间有所分化，从收入端来看，基本分为三个梯队：10-15%增长/0-1%增长/双位数下滑，其中龙头公司在行业调整期更具韧性，如高端酒龙头茅台（Q3收入+16%）、次高端龙头汾酒（Q3收入+11%）、徽酒龙头古井（Q3收入+13%）、苏酒龙头今世缘（Q3收入+10%）、甘肃龙头金徽酒（Q3收入+16%），次高端酒企依旧面临更大压力。

图表26：2024Q1-3白酒企业业绩表现

证券简称	2024Q1		2024Q2		2024Q3	
	营收同比	归母净利润同比	营收同比	归母净利润同比	营收同比	归母净利润同比
贵州茅台	18.0%	15.7%	17.0%	16.1%	15.6%	13.2%
五粮液	11.9%	12.0%	10.1%	11.5%	1.4%	1.3%
泸州老窖	20.7%	23.2%	10.5%	2.2%	0.7%	2.6%
高端酒	15.8%	15.2%	14.2%	13.2%	9.6%	9.2%
山西汾酒	20.9%	30.0%	17.1%	10.2%	11.4%	10.4%
水井坊	9.4%	16.8%	16.6%	29.6%	0.4%	7.7%
酒鬼酒	-48.8%	-75.6%	-13.3%	-60.9%	-67.2%	-213.7%
舍得酒业	4.1%	-3.4%	-22.6%	-88.4%	-30.9%	-79.2%
全国次高端酒	14.2%	20.9%	8.5%	-7.0%	-0.4%	-2.0%
古井贡酒	25.9%	31.6%	16.8%	24.6%	13.4%	13.6%
迎驾贡酒	21.3%	30.4%	19.0%	28.0%	1.6%	3.7%
口子窖	11.1%	10.0%	5.9%	15.1%	-22.0%	-27.7%
洋河股份	8.0%	5.0%	-3.0%	-9.7%	-44.8%	-73.0%
今世缘	22.8%	22.1%	21.5%	16.9%	10.1%	6.6%
区域次高端酒	14.8%	13.5%	7.7%	7.9%	-17.8%	-32.5%
伊力特	12.4%	7.1%	3.6%	38.9%	-23.3%	-17.8%
金种子酒	-3.0%	142.9%	-26.2%	-295.6%	-54.4%	-3843.2%
老白干酒	12.7%	33.0%	9.0%	46.7%	0.3%	25.2%
金徽酒	20.4%	21.6%	7.7%	1.9%	15.8%	108.8%
区域中低端酒	12.6%	36.4%	3.3%	25.6%	-6.4%	-19.1%

资料来源：Wind，太平洋证券

2.1.3 三季度白酒企业报表端集体降速，下调全年预期

► **酒企主动控速下调全年预期，明年展望较为保守。** 尽管已发布一系列宏观刺激政策，但当下白酒市场基本面并无显著改善，动销疲软、库存高企、经销商资金压力大等问题使得白酒企业纷纷主动控速以消化库存，预计24年仅茅台能完成年初增长目标。鉴于当前行业所面临的不确定性，酒企对市场展望普遍保守，预计制定明年发展目标较为谨慎。

图表27：白酒企业近况更新（截至11.20）

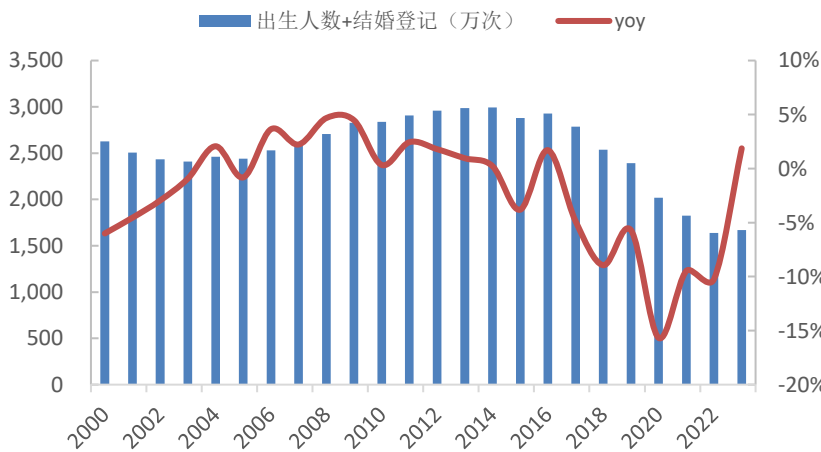
公司	2024年目标	回款比例	去年同期	目前发货比例	库存	同比	营业收入(24E)	归母净利润(24E)
贵州茅台	营业收入增长15%	11月回款完成，91%	持平	11月陆续到货	飞天茅台库存0.5个月	持平	+15%	+15%
五粮液	收入双位数增长	完成全年	完成全年	95%	普五库存1-1.5个月左右	略增	+7%	+7%
泸州老窖	营收同比增长不低于15%，国窖冲300亿回款/国窖回款目标240/260/280亿	80%	完成全年	75%	西南、华北地区库存2-3个月	略增	5%	4%
山西汾酒	收入增长20%	90%	95%	85%	全国平均库存2个月	同比增加0.5个月	+12%	+14%
水井坊	F25目标10%左右，2024报表收入实现增长	F25财年回款35%	F24回款45%	30%	总代+T1+终端库存近3个月	同比增加0.5个月	+5%	+10%
酒鬼酒	恢复性增长	55%	65%	50%	省内：2-3个月；酒鬼省外3-4个月，内参省外接近4个月	持平略增	-45%	-90%
舍得酒业	保底/基础/挑战回款目标为100/110/120亿（不含夜郎谷，保底增长16%）	60%	70%	50%	整体3.5个月，品味不到3个月	略增	-23%	-50%
古井贡酒	营收244.50亿元（+20.72%）；利润总额79.50亿元（+25.55%）；销售端省内+16%，省外+23%；25年集团目标300亿	100%	100%	95%	省内2.5-3个月	持平略增	+16%	+16%
迎驾贡酒	营业收入80.64亿元（+20%），净利润28.66亿元（+25%）（合肥增长35%）	85%	90%	80%	2.5个月	同比增0.5个月	+10%	+13%
口子窖	营业收入目标70.35亿元（+18%），销售目标+15%	70%	75%	65%	2个月	同比略增	-3%	-4%
洋河股份	收入同比增长5-10%	80%	95%	75%	整体库存3-4个月，梦6+库存3个月，水晶梦2.5个月左右，天之蓝2.5月	同比增加0.5个月	-12%	-16%
今世缘	总营收122亿元（+21%），净利润37亿元（+18%）	100%	100%	90%	3.5个月	同比增加0.5个月	+17%	+16%
老白干酒	营收57.8亿元（+10%）						+6%	+27%
金徽酒	营收30亿，同比+20%，销售目标+25%	75%	80%	70%	2-3个月	持平	+15%	+20%

资料来源：渠道调研，太平洋证券

2.2.1 宴席需求缩水明显，商务、礼赠需求疲软

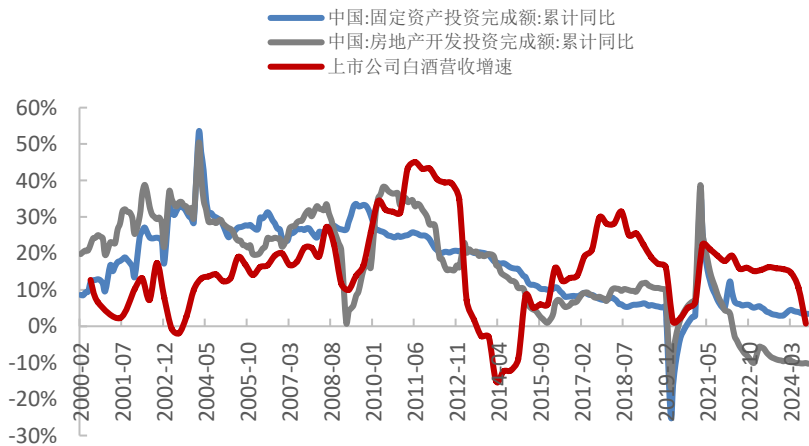
► **宴席需求预估下滑双位数，商务、礼赠需求疲软。**按照出生人数以及结婚登记对数之和构建宴席需求指标，2023年宴席需求较2014年高点下滑44%，2023年受益于人口流动和场景放开，宴席回补明显，但今年大盘延续下滑趋势，2024年1-9月结婚登记对数474.7万对，同比下滑17%，创历年新低，今年宴席需求预估下滑双位数。商务需求方面，占比2-3成的地产、基建行业投资持续边际走弱，2024年1-10月固定资产投资完成额/房地产开发投资完成额分别累计同比+3.4%/-10.3%，商务需求持续面临压力。礼赠方面，因经济增速放缓和政务消费限制的影响需求不及往年，以中秋茅台价格为例，中秋节茅台批价整箱约2500元，较8月环比下跌约200元。

图表28：宴席消费场景



资料来源：Wind，太平洋证券

图表29：白酒上市公司收入与基建、地产投资相关性高



资料来源：Wind，太平洋证券

2.2.2 白酒批价走弱，内部结构分化，大众价格带稳定

► 2024年需求表现疲软，白酒批价普遍走弱，但内部出现分化。从批价跌幅来看，截至2024年11月17日，2000元以上茅台 > 500-800元二线酱酒和次高端产品 > 300-500元次高端 > 千元价格带 > 100-300元大众价格带，价格本质上反应供需关系。

► 白酒需求主要分为商务、送礼、宴席和自饮，当下需求影响最大的为商务宴请场景，因此2000元以上和500-800元价格带的茅台和高档次高端批价下跌幅度最大，分别跌幅达20%/10%。宴席经历2023年回补后今年回归正常，宴席需求略降，大众聚饮和亲朋送礼出现降级现象。100-300元主流单品契合日常大众消费需求以及承接降级需求，需求较好价格波动小。以及中高端人群的送礼刚性产品五粮液和老窖批价今年年初至今保持相对稳定略有提升。

图表30：2024年主流单品批价表现（截至2024.11.17）

价格带	代表单品	批价（元）	较2024年初变动（元）	跌幅（%）
2000元以上	飞天茅台（整箱）	2280	-710	24%
	飞天茅台（散瓶）	2210	-510	19%
	精品茅台	2840	-490	15%
千元价格带	1935	670	-260	28%
	八代五粮液	930	+5	上升
	国窖1573	860	-15	2%
	内参	650	-200	24%
	青花30复兴版	750	-60	7%
500-800主流次高端产品	M6+	550	-50	8%
	古20	466	-24	5%
二线酱酒	君品习酒	710	-110	18%
	习酒窖藏1988	395	-80	18%
	珍30	680	-85	11%
300-500	特曲60	410	-10	2%
	梦之蓝M3	400	-35	8%
	水晶剑	410	0	持平
	青花20	358	-12	3%
	品味舍得	360	+30	9%
	臻酿八号	360	0	持平
	国缘四开	380	-10	3%
100-300	天之蓝	269	-9	3%
	海之蓝	114	-21	16%
	古8	200	-25	11%
	古5	100	-3	3%
	口子十年	215	0	持平

资料来源：今日酒价，百荣酒价，茅粉鲁智深，太平洋证券

2.2.2 白酒批价走弱，内部结构分化，大众价格带稳定

图表31：主流白酒批价表现（截至2024.11.17）

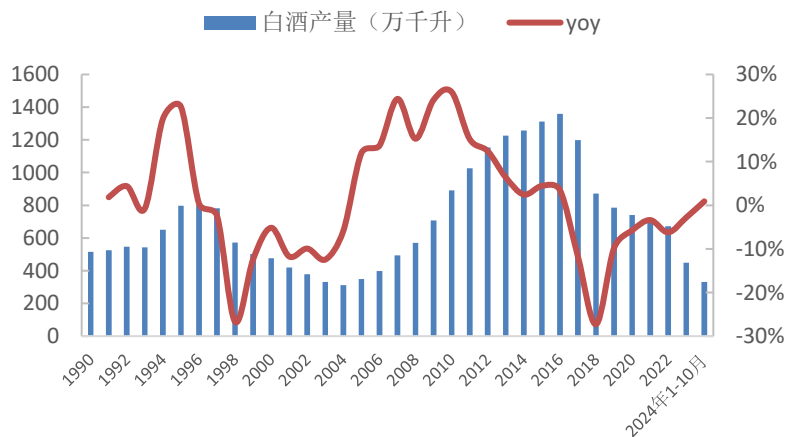


资料来源：今日酒价，百荣酒价，茅粉鲁智深，太平洋证券

2.2.3 今年白酒产量止跌回升，弱周期下行业集中度进一步提升

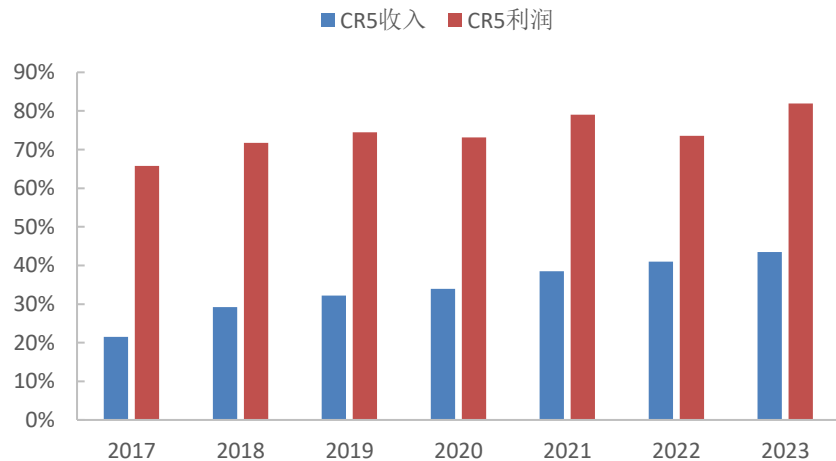
► **2024年白酒产量止跌回升，行业集中度进一步提升。**2020-2023年我国白酒市场规模从5836亿元增长至7563亿元，收入CAGR为9.0%，利润总额从1585亿元增长至2328亿元，利润CAGR为13.7%。白酒产量自2016年见顶后逐步回落，从2016年的1358万吨下降至2022年的671万吨，CAGR为-11.1%，2023年全年白酒产量约449万吨（因年初白酒认定标准改变），同比下降-2.8%，降幅有所收窄，2024年1-10月产量达332万吨，同比+0.90%，产量开始止跌回升。竞争格局方面，弱市之下白酒行业延续向头部集中的趋势，2017-2023年白酒行业CR5收入从21.5%提升至43.5%，利润总额占比从65.8%提升至82.0%。上市公司为主的头部酒企在品牌认知、渠道布局、各价位段核心大单品等具备竞争优势，在行业下行期间具备较强的抗压能力，市场份额有望进一步提高。参考国内外食品饮料成熟行业，预计未来十年白酒行业CR5有望提升至60-70%。

图表32：白酒产量情况



资料来源：Wind，太平洋证券

图表33：白酒行业CR5收入及利润占比



资料来源：Wind，太平洋证券

2.2.4 弱市之下部分非上市公司存在亮点，豫酒仰韶今年有望增长30%

► **弱市之下部分非上市公司存在较大亮点。**尽管白酒行业整体呈现弱周期，部分非上市酒企仍存在较大突破，豫酒仰韶今年销售有望突破65亿，同比增长30%，省内贯彻省会标杆化、省内极致化等战略，以强省会战略引领辐射，把省内重点市区、县区做细做实做透，同时布局省外，稳步推进北京、西安、海南、深圳等市场，在襄阳、渭南等着力打造大中原城市群样板市场，今年实现高速增长。白云边2024年有望实现82亿，在牢牢占据湖北白酒首选品牌之一地位的基础上，实施“走出湖北”战略。通过采取“1+X”模式，公司在环湖北地区开辟了多个可持续发展的省外市场。目前在全国除四川外，其余省市自治区都发展有经销商，形成了遍布全国的营销网络。在今年3-5月间，白云边在河南片区完成11594家网点开发，今年在省外实现突破。

图表34：2024部分非上市公司举措

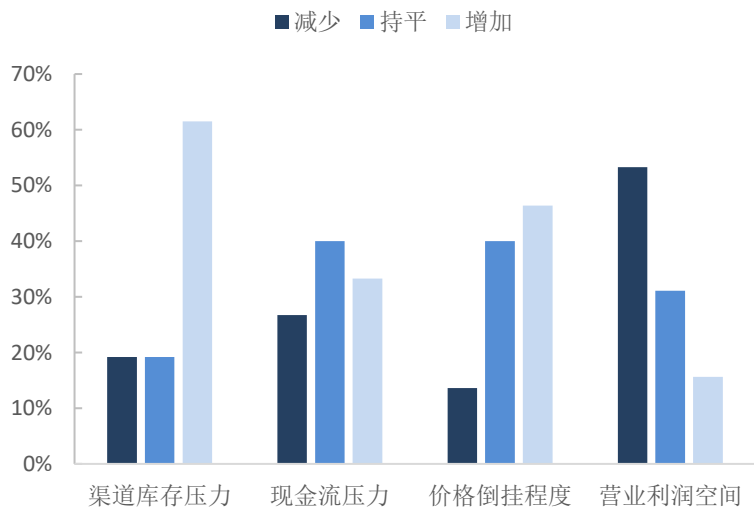
公司名称	具体举措
仰韶	成功要点：酿出了中华陶融香，被行业认定为中国白酒第十三种独立香型，成为河南唯一一个自主研发的独立香型，填补了河南无独立自主香型的空白。彩陶坊单一品牌销售额规模应该在35-40亿左右规模。采取类直销模式，由厂家直接派驻团队进行重点区域、重点市场运营，经销商在流通环节以市场维护和配送为主。 今年有望完成销售目标65亿，增速+30%。 年内变革：在河南省内深入实施了强省会战略，有效地引领和辐射了周边地区，对省内的重点市区和县区进行了精细化管理和发展；落实“一线两角”的战略规划；在北京等首都市场以及上海、深圳、海南等南方市场取得了实质性进展；积极开拓全国市场，实现更广泛的业务覆盖和增强市场影响力；贯彻“2466工程”营销战略，即“两大支撑”“四化战略”“六大增长曲线”“六项营销转型”。
白云边	今年销售目标82亿，同比增长6%。 在牢牢占据湖北白酒首选品牌之一地位的基础上，实施“走出湖北”战略。 今年3-5月间，白云边在河南片区完成11594家网点开发，白云边在河南主打渠道下沉，在信阳、南阳等区域主要布局百元以内产品，采用渠道精细化运营，以地面推广、全面铺市为主，2023年在河南销售额达9.48亿，同比增长18%，今年突破10亿。
西凤酒	坚定“回归一流名酒序列”目标，坚持全国化战略，持续深化改革。加大品牌投入，加快西凤酒文化馆建设； 实施1246营销战略，通过“聚焦、转型、升级、突破”巩固百亿成果，形成长效机制； 开启“不销当年成品酒”的策略，给予消费者更加信赖的购买理由；在西安高新区建设了一个占地近50亩的西凤酒15年6年陈酿品牌文化产业园，未来将实现超过1500万瓶的仓储量。
习酒	取消了渠道反向红包，有效减少了商家将推广费用计入产品价格进行低价销售的情况，维护产品价格。
剑南春	重视稳价控价，其稳定的市场表现增强了B、C两端的信心；推出开盖扫码赢好礼、小型宴会奖励等促销举措，并组织多种品牌活动；发布了多款新品，完善了剑南春从次高端到高端的产品矩阵，激活了新增长引擎等 精准营销：针对婚宴市场，剑南春积极参加全国婚博会，并推出了婚宴专用的文创酒“南极之心”；针对升学宴市场：连续九年助学，并组织精彩的航海、航天活动，引发社会高度评价。
百年糊涂	提出了“两架马车，并驾齐驱”的模式，酱香、小瓶并重，打造“双重增长极”战略，携手共进、加速拓张； 工作重心转向了经销商扶持和服务，团队建设持续走“敬业+专业+职业的教练服务型精兵之路”，强化核心价值观塑造
郎酒	举办郎酒庄园三品节，与广大消费者深度链接、面对面沟通。世界级酒庄郎酒庄园的首个专属主题馆青花郎馆已正式开馆，推动郎酒品质、品牌建设进入新时期

资料来源：Wind，太平洋证券

2.2.5 渠道库存高企，终端利润下降出清明显

- ▶ **今年上半年超过60%经销商反馈库存增加。**行业需求处于下行周期，经销经销商普遍面临库存高企、现金流压力大、价格倒挂等问题，生存空间受到挤压，据《2024 中国白酒市场中期研究报告》显示，1-6月超过60%的经销商表示库存增加，市场需求不足、白酒动销缓慢，叠加电商低价冲击等因素，致使经销商库存压力增大。
- ▶ **今年上市公司酒企库存压力加大，高端库存相对平稳，次高端内部分化，地产酒普遍增加。**高端酒渠道库存维持在合理水平，截至2024年11月，茅台/五粮液/老窖分别为0.5M/1.5M/2.5M，同比基本持平略增。地产酒完成年度目标动力较强，库存基本增加，目前洋河/今世缘/古井/迎驾省内的库存分别为3M/3.5M/3M/2.5M，同比+0.5M/+0.5M/持平略增/+0.5M，多数较去年增加0.5M。次高端去年压力已经开始释放，弱需求下今年终端依旧累库，内部有所分化，目前汾酒/舍得/水井坊/酒鬼酒库存分别为2M/3.5M/3M/3M，同比+0.5M/略增/+0.5M/持平略增。

图表35：2024年1-6月经销商、终端零售商经营指标同期变化情况



资料来源：中国酒业协会，太平洋证券

图表36：白酒上市公司库存情况（截至11月）

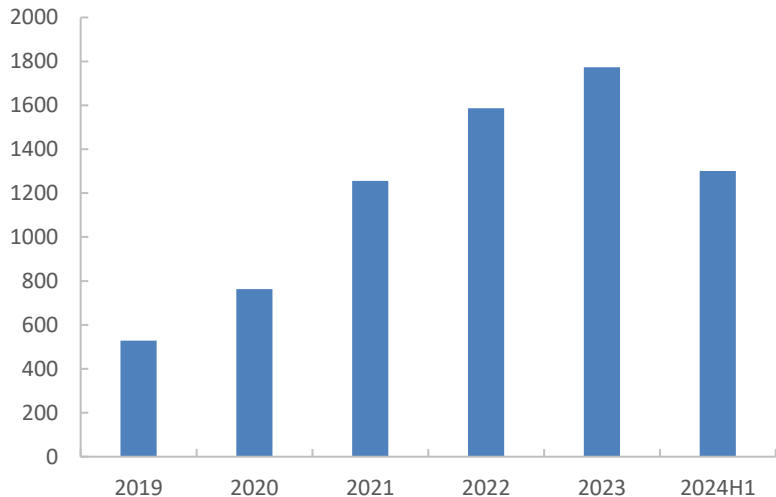
公司	库存	同比
贵州茅台	飞天茅台库存0.5个月	持平
五粮液	普五库存1.5个月左右	略增
泸州老窖	西南、华北地区库存2-3个月	略增
山西汾酒	全国平均库存2个月	同比增加0.5个月
水井坊	总代+T1+终端库存近3个月	同比增加0.5个月
酒鬼酒	省内：2-3个月；酒鬼省外3-4个月，内参省外接近4个月	持平略增
舍得酒业	整体3.5个月，品味不到3个月	略增
古井贡酒	省内2.5-3个月，省外3-4个月	持平略增
迎驾贡酒	2.5个月	同比增0.5个月
口子窖	2-2.5个月	同比略增
洋河股份	整体库存3个月，梦6+库存3个月，水晶梦2.5个月左右，天之蓝2.5月	同比增加0.5个月
今世缘	3.5个月	同比增加0.5个月
金徽酒	2-3个月	持平
伊力特	4个月	同比增加1个月

资料来源：渠道调研，太平洋证券

2.2.5 渠道库存高企，终端利润下降出清明显

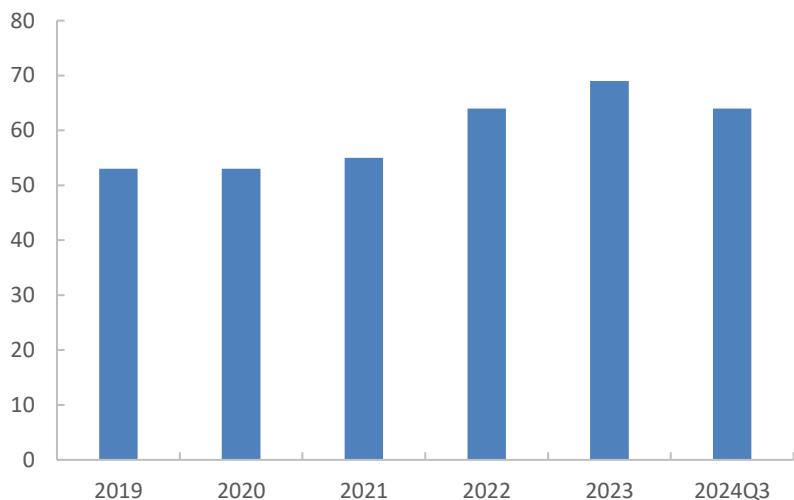
► **行业下行期渠道出清明显。**今年渠道出清明显，经销商层面，酒鬼酒报表端2024年上半年经销商数量下降至1301个，环比2023年末出清473个，伊力特报表端2024Q3经销商数量64家，同比下滑10家。终端烟酒店层面，根据渠道调研，2024年全国烟酒店的数量同比减少约20%，其中三四线城市的出清比例更高，部分地区达25%-30%，关闭的烟酒店多为服务中低端白酒市场的小型夫妻店。部分烟酒店因代理一线名酒利润压力大以及压库存致资金周转困难等问题转向代理非名酒，选择销售当地消费者认可度高、利润更可观的地产酒，如湖北的白云边、河南的仰韶等，在一定程度上能够维持经营甚至取得较好的盈利，降低出清风险。

图表37：酒鬼酒经销商数量（个）



资料来源：公司公告，太平洋证券

图表38：伊力特经销商数量（个）



资料来源：公司公告，太平洋证券

2.3.1 政策传导周期：估值修复仍存空间，预估2025H2步入基本面修复周期

►从时间跨度及估值反弹程度来看，本轮估值修复行情仍存空间。复盘以往政策底部区间，大的政策转向首先演绎估值修复行情，其后根据基本面恢复情况决定后续走向。本轮从时间长度以及估值修复程度来看估值修复行情预估还未走完，从时间维度，本轮行情截至目前持续2个月，远短于过往4-10个月不等的的时间跨度；从估值修复维度，目前白酒指数PE (TTM) 为20X，反弹幅度+25%，小于22年估值修复+37%，08、18年的+65%，15年的+109%，目前白酒指数反弹36%，仍存在一定估值修复空间。

图表39：政策底白酒板块表现（截至11.22）

事件	政策	时间	白酒指数涨跌幅	估值修复	高端酒业业绩表现	地产酒业业绩表现	次高端酒业业绩表现
2008年金融危机	2008年4万亿经济刺激计划。2008年11月5日，国务院常务会议研究部署进一步扩大内需促进经济平稳较快增长的措施，确定了十项措施。	2008.10.17-2009.8.5 (10个月)	193%	23X-38X (+65%)	09Q1业绩开始修复（1个季度）。茅台率先快速修复，09Q1营收+26%，五粮液09Q2收入端+32%，老窖滞后到09Q4快速反弹，营收+61%	古井10Q1（5个季度）营收修复，+25.1%，金种子08Q4（当季）修复营收+70%	山西汾酒09Q1修复，营收+94%（1个季度），酒鬼09Q2（2个季度）营收+99%，水井09Q3（3个季度），营收+23%，舍得10Q1修复（5个季度），营收+56%
2014-2015	定向降准降息、金融创新、A股牛市。2014年5月发布新国九条；2014年11月央行时隔两年首次降息。	2014.6.19-2015.6.12 (12个月)	142%	9X(2013年底)-11X(2014)-23X(2015, +109%)	茅台16Q1修复（7个季度），营收+17%，五粮液15Q3（5个季度）修复，营收+15%，泸州老窖15Q3（5个季度），营收+16%	普遍16Q4-17Q1修复（10-11个季度）	水井表现好，酒鬼15Q1（3个季度）营收+98%，汾酒15Q2（4个季度）营收+9%，舍得16Q1（7个季度）营收+35%
2018	减税降费、基建、支持民营企业发展等政策	2018.10.29-2019.4.10 (6个月)	80%	20X-33X (+65%)	业绩基本没影响，茅台18Q3降速至+3%	洋河金种子业绩较差	基本没影响
2022解封	2022年12月7日国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》	2022.10.31-2023.2.22 (4个月)	58%	27X-37X (+37%)	业绩稳健	古井、今世缘、迎驾业绩较为稳健	酒鬼酒、水井坊22Q4开始营收下滑-27%、-25%，舍得22Q4降速至5.6%，汾酒业绩稳健
2024	9月24日金融管理部门宣布了一系列货币金融政策调整措施	2024.9.18-至今 (2个月)	36%	16X-20X (+25%)			

资料来源：Wind，太平洋证券

2.3.1 政策传导周期：估值修复仍存空间，预估2025H2步入基本面修复周期

►参考以往政策传导至基本面情况，预估2025H2步入业绩修复周期。从政策底到基本面改善的时间周期，参考2008以及2014-2015年，高端酒茅五泸及汾酒普遍业绩修复更快，时间跨度上来看1-7个季度不等，参考当前的动销、库存以及2024年上半年业绩端高基数影响，预估2025年下半年将步入业绩修复周期，具体节奏及幅度需视后续政策力度及落地而定。

图表40：政策底白酒板块表现（截至11.22）

事件	政策	时间	白酒指数涨跌幅	估值修复	高端酒业业绩表现	地产酒业业绩表现	次高端酒业业绩表现
2008年金融危机	2008年4万亿经济刺激计划。2008年11月5日，国务院常务会议研究部署进一步扩大内需，促进经济平稳较快增长的措施，确定了十项措施。	2008.10.17-2009.8.5（10个月）	193%	23X-38X（+65%）	09Q1业绩开始修复（1个季度）。茅台率先快速修复，09Q1营收+26%，五粮液09Q2收入端+32%，老窖滞后到09Q4快速反弹，营收+61%	古井10Q1（5个季度）营收修复，+25.1%，金种子08Q4（当季）修复营收+70%	山西汾酒09Q1修复，营收+94%（1个季度），酒鬼09Q2（2个季度）营收+99%，水井09Q3（3个季度），营收+23%，舍得10Q1修复（5个季度），营收+56%
2014-2015	定向降准降息、金融创新、A股牛市。2014年5月发布新国九条；2014年11月央行时隔两年首次降息。	2014.6.19-2015.6.12（12个月）	142%	9X（2013年底）-11X（2014）-23X（2015，+109%）	茅台16Q1修复（7个季度），营收+17%，五粮液15Q3（5个季度）修复，营收+15%，泸州老窖15Q3（5个季度），营收+16%	普遍16Q4-17Q1修复（10-11个季度）	水井表现好，酒鬼15Q1（3个季度）营收+98%，汾酒15Q2（4个季度）营收+9%，舍得16Q1（7个季度）营收+35%
2018	减税降费、基建、支持民营企业发展等政策	2018.10.29-2019.4.10（6个月）	80%	20X-33X（+65%）	业绩基本没影响，茅台18Q3降速至+3%	洋河金种子业绩较差	基本没影响
2022解封	2022年12月7日国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》	2022.10.31-2023.2.22（4个月）	58%	27X-37X（+37%）	业绩稳健	古井、今世缘、迎驾业绩较为稳健	酒鬼酒、水井坊22Q4开始营收下滑-27%、-25%，舍得22Q4降速至5.6%，汾酒业绩稳健
2024	9月24日金融管理部门宣布了一系列货币金融政策调整措施	2024.9.18-至今（2个月）	36%	16X-20X（+25%）			

资料来源：Wind，太平洋证券

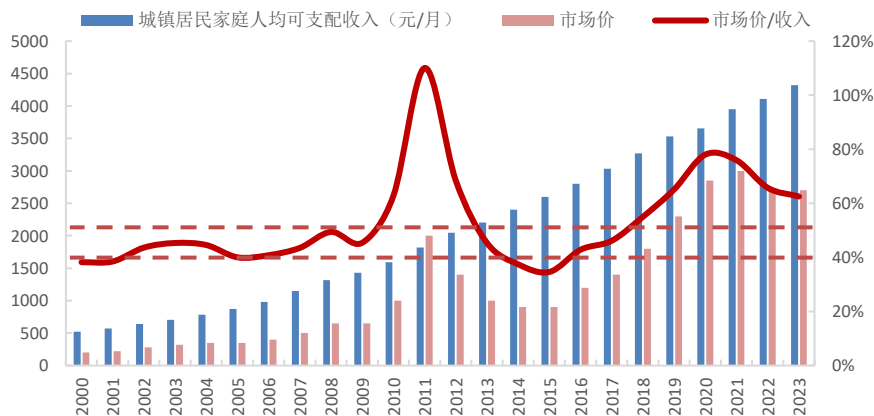
2.3.2 茅台底部价格区间探讨：测算批价底部区间在1814-2350元

➤ 茅台价格合理区间探讨：按照4种方式测算预计茅台批价底部区间落在1814元-2350元。

➤ 1) 与城镇居民家庭人均可支配收入对比：复盘历史数据，茅台终端价格与城镇人均可支配收入比例约在40%-50%，在上一轮白酒调整周期2012-2016年茅台价格/城镇居民家庭可支配收入也基本在此区间范围内波动，按照2023年城镇居民可支配收入4318元/月计算，假设2024年人均可支配收入按照GDP增速5%提升至4534元，茅台价格底部区间范围为1814-2267元。

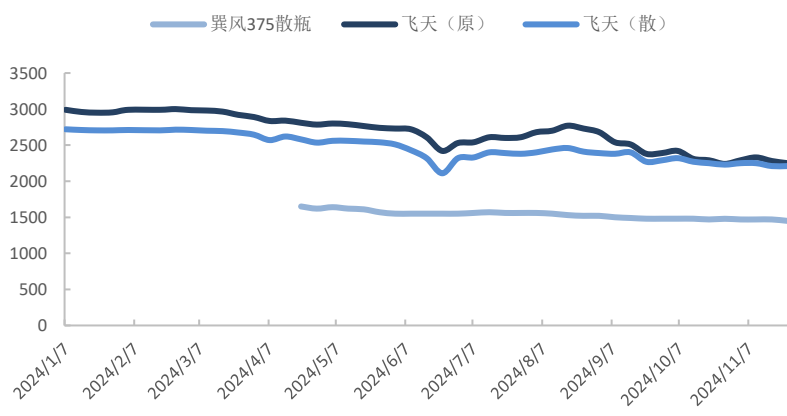
➤ 2) 按照茅台酒其它规格产品价格体系：茅台巽风酒的规格为53%vol 375ml飞天茅台酒，是贵州茅台在2023年底发布的一款非标酒，仅通过巽风数字世界这一唯一销售渠道面市。今年普飞价格调整对巽风价格影响较小，按照巽风酒的价格体系换算成500ml，按照11月24号巽风酒的批价1450元计算，散飞价格应分别为1933元，而事实上500ml普飞具备更强的社交属性及流通性溢价，价格应高于此区间，假设给予5%-10%的溢价，散飞底部价格区间应为2030-2127元。

图表41：茅台批价历史调整情况



资料来源：Wind，太平洋证券

图表42：今年不同规格茅台酒批价情况（截至11.24）



资料来源：茅粉鲁智深，太平洋证券

2.3.2 茅台底部价格区间探讨：测算批价底部区间在1814-2350元

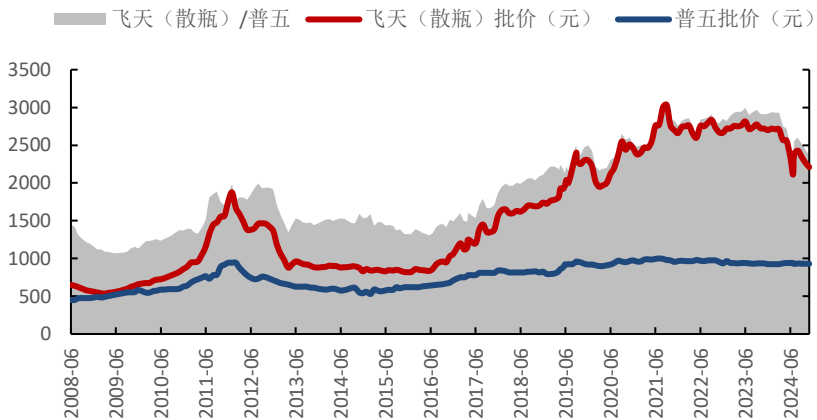
➤ 茅台价格合理区间探讨：按照4种方式测算预计茅台批价底部区间落在1814元-2350元。

➤ 3) 与五粮液批价对比：在上轮周期中由于消费结构中三公消费为代表的政务消费占主导，茅台和五粮液作为一线白酒均充分受益，同时具备较强的投资需求；而在2016年开始的新一轮周期中，茅台的增长除了受消费需求拉动外还受投资需求的追捧，而普五因其大单品属性、稀缺性较飞天低、保值增值功能较弱，因此金融属性缺席，其销量主要是消费需求。飞天从2016年开始与普五价格拉开差距，自2018年以来散飞/普五批价始终在2倍以上，假设给予散飞/普五2-2.5倍的金融属性溢价，按照普五目前930元批价计算，则茅台散飞底部价格区间在1860-2325元。

➤ 4) 按照历史批价回撤幅度计算：此轮飞天批价下跌主因2021年房地产房价见顶，叠加疫后居民部门收入受损严重、地方政府债务高企基建项目大幅下降，财富效应削弱、信用收缩、收入预期低迷导致国内需求走弱。复盘过去几轮散飞批价回撤幅度，按照今年6月23日最低批价2110元来看，散飞此轮阶段性回撤幅度33%排历史第三，因2012-2016年属于届时占比45%的政务需求崩塌，此轮预计回撤幅度不会超过2012-2016年。和历史几轮调整对比，此轮批价调整幅度和持续时间已达中等级别以上。

图表43：茅台价格与五粮液价格对比（截至2024.11）

图表44：茅台批价历史调整情况



历史批价大跌时间	批价调整情况	回撤幅度
1989年宏观政策及消费承压	218元跌至95元	56%
1998年亚洲金融风暴	312元跌至228元	27%
2012-2016年三公消费	1875元跌至820元	56%
2021-2024年国内宏观经济承压	3170元跌至2110元	33%

资料来源：Wind，太平洋证券

资料来源：Wind，太平洋证券

2.3.3 白酒板块投资建议

▶白酒行业理性降速，明年龙头增长目标普遍降至个位数。但近两年供需失衡加剧和前期行业泡沫退去后的库存累积风险和批价压力仍需要时间逐步缓解。随着此轮政策刺激下的经济修复以及地产行业的底部企稳，白酒行业有望迎来一波修复。23年以来行业分化加剧，但优秀的酒企伴随这几年管理水平和渠道运作精细化程度的提升，相较以往下行周期来看动销根基和抗风险能力更强。高端酒价位决定品牌站位，因此批价更为重要，需要看酒企对于量价的抉择和批价的掌控。次高端更需关注渠道风险，前期铺货招商带来的高增长在下行期需要经历检验，一旦渠道崩塌失速很难逆转。地产酒关注内部产品结构增长动力和省内、泛周边的市场潜力，升级速度决定斜率，天花板决定空间。从基本面的角度来看，优先推荐贵州茅台、五粮液、山西汾酒、迎驾贡酒和今世缘，从弹性角度来看，推荐泸州老窖、水井坊。

图表45：白酒盈利预测

证券简称	总市值	2023收入	2023利润	2024收入	yoy	2024利润	yoy	2025收入	yoy	2025利润	yoy	25PE
贵州茅台	19,082	1,506	747	1731	15%	856	15%	1853	7%	924	8%	21
五粮液	5,708	833	302	891	7%	323	7%	936	5%	346	7%	17
泸州老窖	2,044	302	132	316	5%	138	4%	325	3%	142	3%	14
山西汾酒	2,469	319	104	358	12%	119	14%	386	8%	131	10%	19
水井坊	296	50	13	52	5%	14	10%	54	3%	14	3%	21
迎驾贡酒	495	67	23	74	10%	26	13%	81	10%	28	10%	17
今世缘	567	101	31	118	17%	36	16%	128	8%	40	9%	14

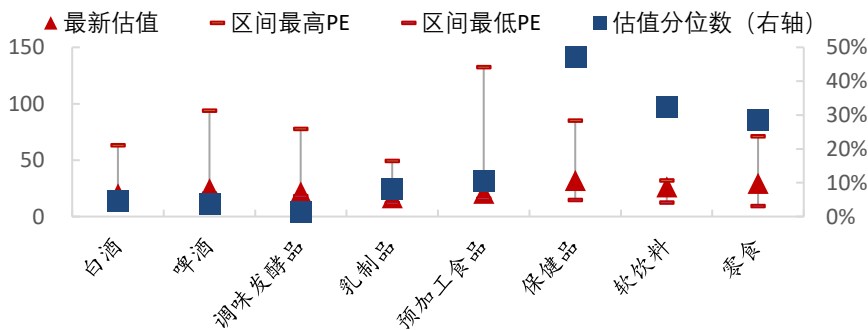
资料来源：Wind，太平洋证券（注：数据截止2024.11.27）

3、大众品：改善信号已现，静待复苏

3、大众品：改善信号已现，静待复苏

- ▶ **大众品需求弱复苏，经历调整后边际改善迹象初现。**2024年以来，餐饮出现客单价下滑等迹象，同时C端消费降级现象仍然存在，整体需求较疲软，甚至部分行业价格开始内卷，行业加速出清。多家企业Q2主动调整去库，Q3库存恢复正常，叠加低基数及旺季催化等因素，Q3边际改善明显，同时盈利实现更快修复，包括零食、调味品、饮料、乳制品等行业，轻装上阵或将迎来更高弹性。
- ▶ **估值回落至历史低位，盈利改善带动估值修复。**啤酒、调味品、速冻、软饮料、零食、保健品估值分别回落至历史PE的4%、1%、11%、33%、26%、47%水平。虽需求恢复仍然承压，但前期悲观预期基本充分反映，后续若预期盈利边际改善，PE有望实现修复。

图表47：食品饮料各板块估值大多处于PE历史低点（2019年以来）



资料来源：Wind，太平洋证券

图表46：2024年以来大众品子板块单季度收入、利润增速

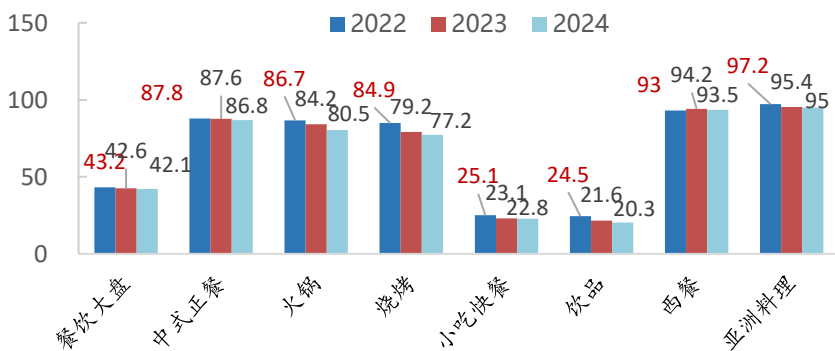
	收入			利润			
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1	24Q2	24Q3	
零食	洽洽食品	36%	-20%	4%	35%	8%	21%
	盐津铺子	37%	23%	26%	43%	19%	16%
	甘源食品	50%	5%	16%	66%	17%	17%
	劲仔食品	24%	21%	13%	88%	59%	43%
	三只松鼠	92%	44%	24%	61%	51%	222%
	有友食品	18%	3%	28%	-9%	0%	75%
调味品	海天味业	10%	8%	10%	12%	11%	10%
	安琪酵母	3%	11%	27%	4%	-16%	18%
	中炬高新	9%	-12%	2%	60%	107%	33%
	千禾味业	9%	-3%	-13%	7%	-14%	-23%
	天味食品	11%	-7%	11%	37%	-11%	65%
	宝立食品	16%	10%	4%	-20%	-47%	-13%
速冻	安井食品	18%	2%	5%	54%	0%	35%
	立高食品	15%	3%	-1%	21%	-3%	-37%
	巴比食品	11%	-2%	0%	-3%	76%	14%
饮料	千味央厨	8%	2%	-1%	14%	-3%	-42%
	东鹏饮料	40%	48%	47%	34%	75%	78%
	香飘飘	7%	-8%	-6%	331%	-10%	-1%
乳制品	百润股份	6%	-7%	-6%	-10%	-7%	-24%
	伊利股份	-3%	-17%	-7%	64%	-40%	9%
保健品	新乳业	4%	-1%	-4%	47%	18%	23%
	仙乐健康	36%	23%	10%	114%	27%	2%

3、大众品：大众餐饮恢复优于高端餐饮，政策刺激驱动板块复苏

➤ **餐饮需求承压，大众餐饮表现相对更优。** 餐饮作为大众品重要的下游场景之一，整体受到经济环境疲软、消费信心不足影响较大，餐饮月度同比数据环比降速，其中限额以上餐饮增速大多月份呈现持平略降态势，在收入预期谨慎的环境下大众餐饮表现好于连锁餐饮。拆分量价来看，整体餐饮人均客单价仍有下滑，2024年人均客单价相较于2022年下滑0.9元至42.1元，其中各餐饮品类均有不同程度下滑。

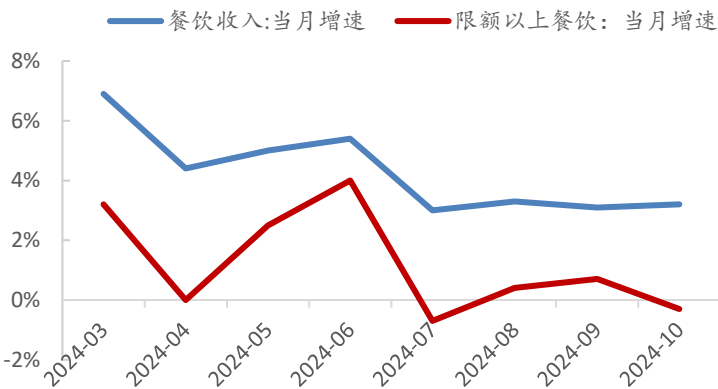
➤ **政策刺激力度加大，有望驱动餐饮链向上修复。** 上海、杭州、郑州等消费券等宏观政策刺激持续发力，引流促进餐饮消费效应明显，B端占比较高的企业或将直接受益。

图表49：2022年至2024年部分餐饮赛道人均消费走势

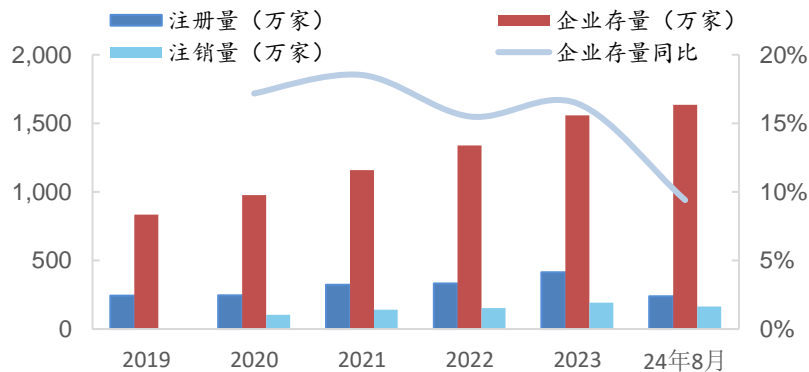


资料来源：国家统计局，红餐大数据，太平洋证券

图表48：2024年餐饮及限额以上餐饮恢复情况



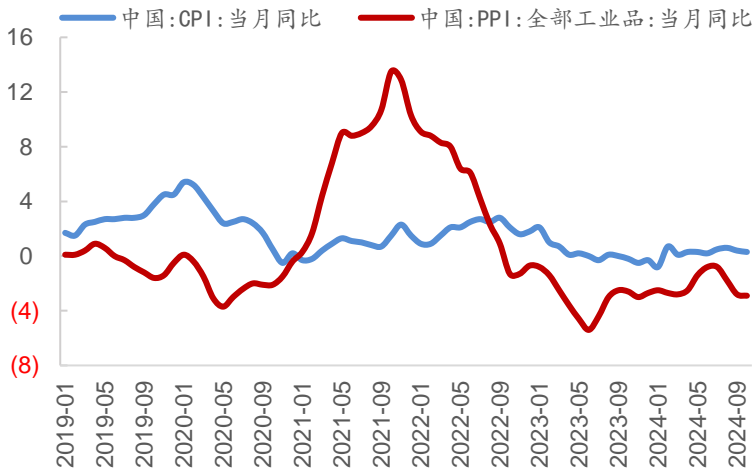
图表50：2019年至2024年8月全国餐饮相关企业注册量



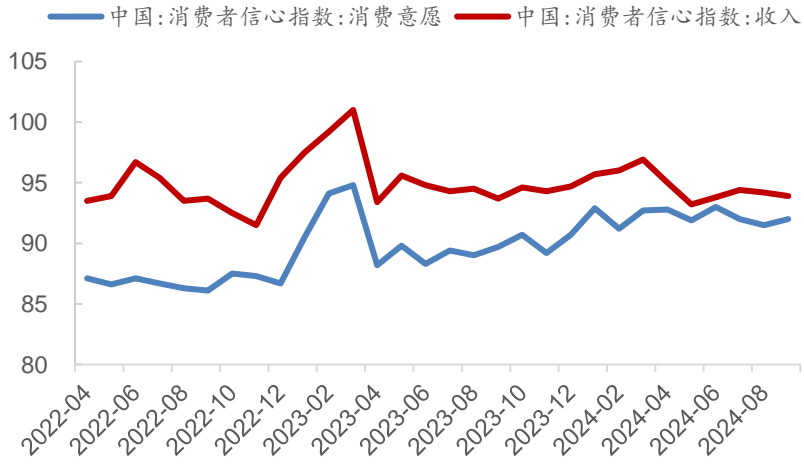
3、大众品：政策底已现，消费信心有望恢复

► **社零及消费者信心指数均有回升趋势，政策刺激加码。** CPI自2022年9月后增速出现放缓，今年上半年CPI逐步回升，8-10月受到食品价格回落影响，CPI月度增速环比放缓。消费者信心指数同比去年有所恢复，社零增速9-10月份在政策刺激下增速回升明显。9月央行宣布加大货币政策宽松力度，包括下调存款准备金率与政策利率、存量房贷利率、最低首付比例等，11月通过用于地方化债的6万亿元款项，并新增4万亿专项债化债，消费逆周期政策持续加码刺激经济回暖，居民消费信心有望随之逐步恢复。

图表51：中国CPI及PPI当月增速走势



图表52：中国消费者信心指数走势



资料来源：Wind，太平洋证券

3.1、零食：板块业绩回顾

► **零食业绩和股价表现复盘。**从业绩增速来看，零食板块收入增长板块内部排名第一，整体以双位数增长为主。其中积极拥抱新兴渠道的零食量贩品牌万辰和拥抱抖音主打性价比的松鼠今年收入实现加速成长，品牌端盐津、洽洽收入端整体表现符合预期，有友、甘源Q3收入略超预期，劲仔由于电商下滑以及鹤鹑蛋Q3环比持平收入端略低于预期。2024年松鼠和洽洽推出股权激励，目标相对积极。从年初至今（11/25）股价涨幅来看，零售逻辑个股涨幅靠前，万辰涨幅第一（70%），其次是松鼠（57%），业绩高增长以及净利率提升。有友、甘源、盐津、劲仔涨幅分别为11%、8%、6%、4%，其他均有下跌，洽洽跌幅为12%。

图表53：食品饮料指数和上证综指年初至今表现

证券简称	24Q1-3收入yoy	24Q1-3净利润yoy	24Q3收入yoy	24Q3净利润yoy
洽洽食品	6.24	23.79	5.12	-13.48
好想你	7.90	-48.66	8.63	59.00
盐津铺子	28.49	24.55	46.17	67.71
甘源食品	22.23	29.48	37.27	95.31
劲仔食品	18.65	61.20	45.92	52.60
三只松鼠	56.46	101.15	38.56	40.86
万辰集团	320.63	248.64	1603.50	-324.66
有友食品	16.77	14.30	11.53	-40.21
良品铺子	-8.66	-89.86	-4.53	-98.43
来伊份	-15.96	-1038.26	-4.79	-24.29

资料来源：Wind，太平洋证券

图表54：零食个股净利率表现

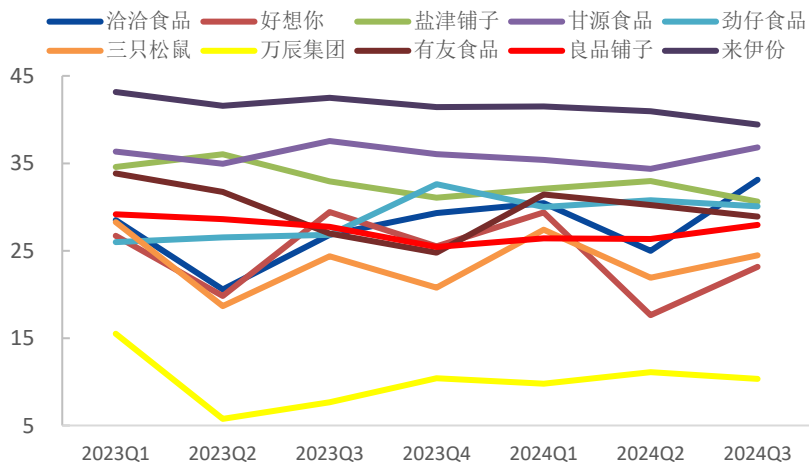
证券简称	年初至11/25涨跌幅
万辰集团	70.19
三只松鼠	56.69
有友食品	11.32
甘源食品	8.05
盐津铺子	6.38
劲仔食品	3.77
好想你	-3.45
黑芝麻	-3.65
洽洽食品	-12.17
来伊份	-24.35
良品铺子	-43.93

资料来源：Wind，太平洋证券

3.1、零食：板块业绩回顾

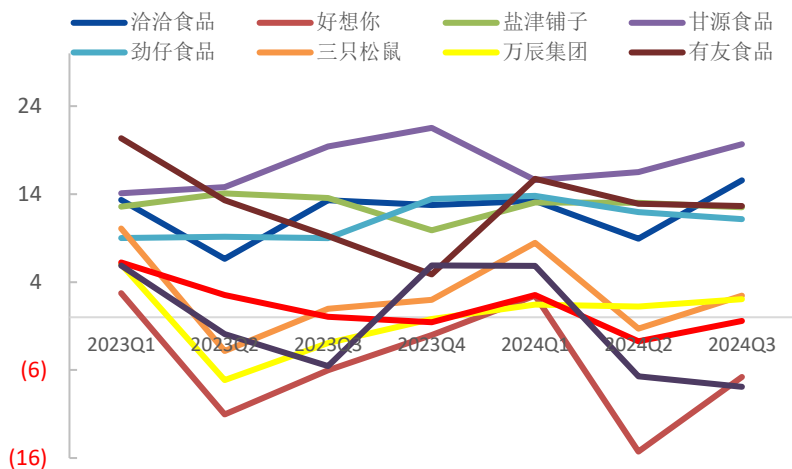
► **成本端普遍下行，竞争加剧，利润率表现有所分化。**上游主要原材料如瓜子、部分坚果、油脂、鹌鹑蛋价格下行，带来品类细分龙头洽洽、劲仔毛利率和净利率同比提升。甘源、有友原材料价格相对稳定，毛利率表现平稳。多品类渠道型选手面临竞争加剧市场环境，提升产品性价比和加大促销，如盐津、良品毛利率和净利率均有走弱。松鼠和万辰收入端高增长，伴随规模效应净利率稳步提升。通缩环境下行业竞争加剧以及零食量贩下游品牌客户议价权增强向上游压价，对品牌厂家利润率或有扰动。

图表55：零食个股毛利率表现



资料来源：Wind，太平洋证券

图表56：零食个股净利率表现

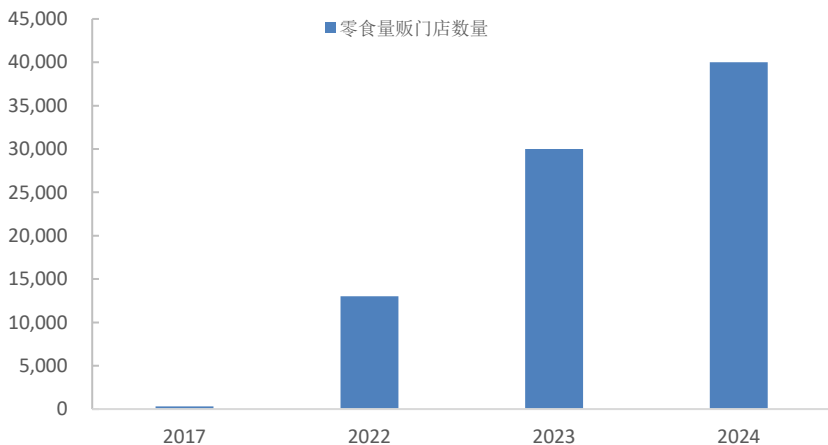


资料来源：Wind，太平洋证券

3.1.1、零食：关注潜力单品和新兴渠道增量

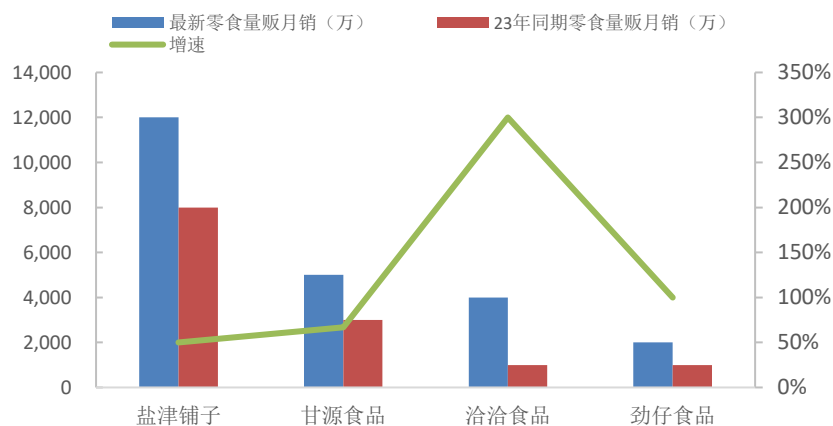
► **零食量贩行业门店突破4万家，行业并购整合向龙头集中。**零食量贩渠道仍为当下增速最快的下游渠道，头部公司零食量贩渠道增速普遍超过50%。根据《中国零食量贩行业蓝皮书》显示2017-2022年零食量贩模式市场规模cagr达114.6%，行业门店数量从23年的3万家增长至2024年的4万家，增速达33%。今年行业开店以头部品牌为主导，两强门店数量突破万家实现翻倍增长（Q3末鸣鸣很忙1.3+万家、万辰约1万家），行业整合并购加速。盐津铺子最早于2021年开始拥抱零食量贩，目前入驻SKU数量超过50个，和鸣鸣很忙深度绑定为其第一大供应商，目前月销破亿。甘源于2022Q3开始积极介入，目前月销预估超5000万，随着拓品类和加大客户合作，月销仍在持续爬坡中。其他如洽洽、劲仔和卫龙均在2023年开始布局，2024年成效凸显。

图表57：零食量贩门店数量



资料来源：渠道调研，太平洋证券

图表58：头部企业零食量贩月销规模

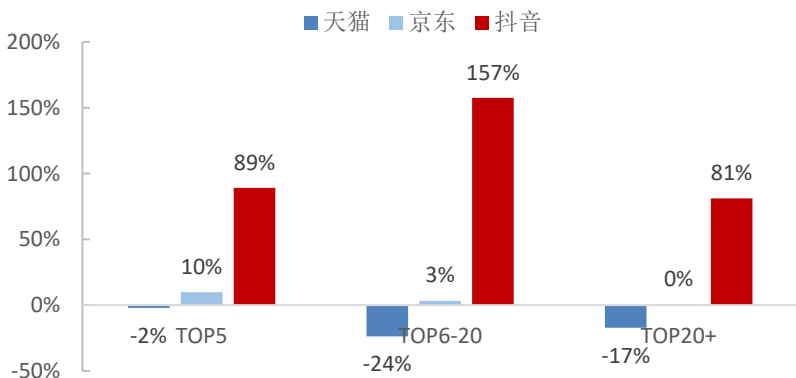


资料来源：渠道调研，太平洋证券

3.1.1、零食：关注潜力单品和新兴渠道增量

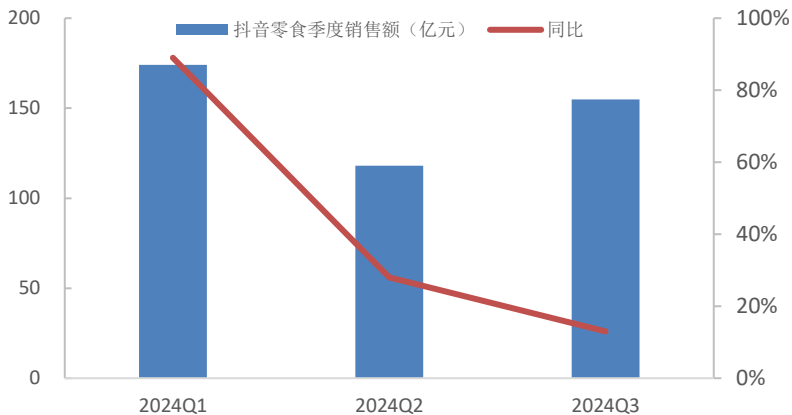
►直播电商大势所趋，抖音成长边际放缓，低价竞争利润率偏低。近几年短视频和直播电商兴起，颠覆了原先传统货架电商模式，2022/2023年抖音电商销售额增速为+101%/+77%。2023年抖音零食销售额同增88.2%，传统货架电商淘系零食销售额下滑14.8%，直播和内容电商逐步替代部分传统货架电商。但高速成长2年后由于基数效应和消费边际走弱影响，抖音自Q2增速边际放缓。抖音低价促销力度持续加大，2023年抖音食品饮料客单价下滑11%，以及直播、达播等流量投入的费用高于线下，抖音作为企业宣介新品和营销的窗口，因此大部分品牌抖音渠道盈利能力弱于其他渠道。企业端对抖音的投入精力和资源倾斜态度有所区别，松鼠、盐津积极拥抱抖音电商渠道成效凸显，线上打造爆品同时反哺线下。甘源、劲仔、洽洽等传统品牌仍在探索中。

图表59：2023H1头部零食品牌分平台增速表现



资料来源：Wind，太平洋证券

图表60：抖音零食季度销售额（亿元）及其同比

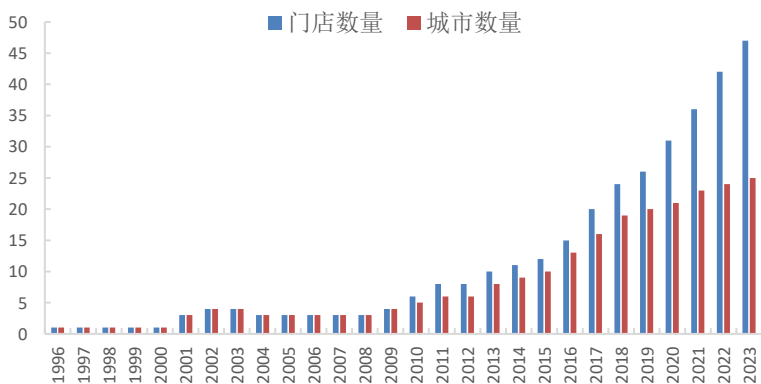


资料来源：Wind，太平洋证券

3.1.1、零食：关注潜力单品和新兴渠道增量

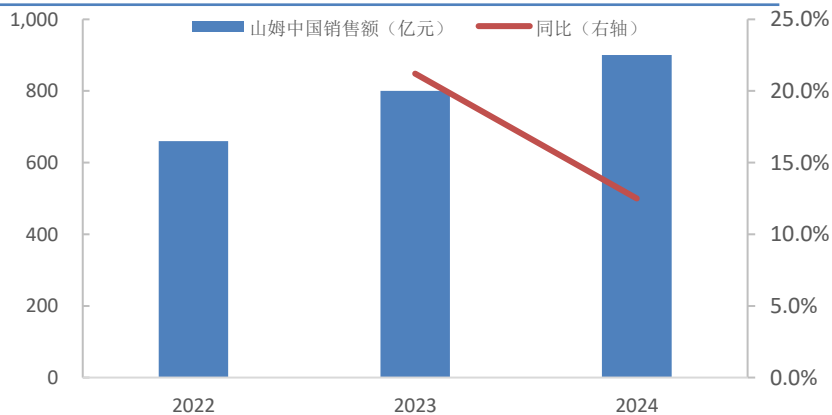
- ▶ 高端会员店独领风骚，山姆逆势双位数成长。** 2019年中国人均GDP突破1万美元后，仓储会员超市模式开始快速扩张，业态增长的动能为城镇化率的提升和中产阶级群体的壮大。2019年后山姆开始加速开店，每年净增5-6家门店，最新门店数量达50家。山姆也成为超市业态中近两年唯一逆势高增长的渠道，2022-2024年山姆国内销售额从660亿增长至900亿，CAGR达16.8%，单店保持个位数增长。
- ▶ 山姆选品深得人心，引领流行趋势。** 山姆经过前期大量用户调研和行业趋势研究，以产品经理视角和行业头部供应商共创共建研发优质独特性产品，如和盐津合作蛋皇鹤鹑蛋，和甘源合作芥末味夏果和青豌豆，以及和有友合作脱骨凤爪，合作后单品月销基本突破1500万以上。消费者对于山姆选品的认可有助于推动合作单品打造网红爆品效应，孵化至其他渠道。

图表61：山姆中国门店数量



资料来源：Wind，太平洋证券

图表62：山姆中国区销售额及同比

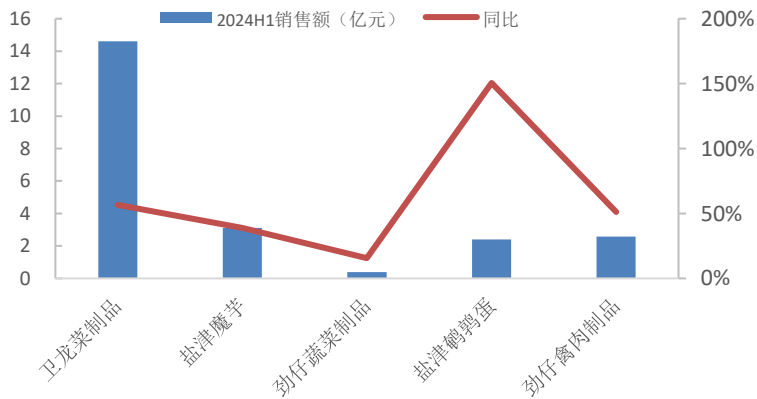


资料来源：Wind，太平洋证券

3.1.1、零食：关注潜力单品和新兴渠道增量

► **魔芋、鹌鹑蛋中式创新品类表现亮眼，关注新品表现。**近年来随着消费者对于健康功能要求逐步提升，低热量的魔芋和高蛋白的鹌鹑蛋成为零食新宠。鹌鹑蛋行业规模从22年的10亿成长至23年的30亿，增速为200%。魔芋零食由卫龙在14年推出，卫龙魔芋爽历经十年发展成为30亿规模的大单品。2024H1卫龙/盐津魔芋制品增速达50%/39.9%，最新月销分别为2-3亿和1亿左右。2024H1盐津/劲仔鹌鹑蛋增速为151%/51.1%(禽类制品)，最新月销分别为约7000万和3000+万。公司持续推新进行口味和产品形态的创新，如盐津推出大魔王麻酱味素毛肚，大魔王在抖音上快速起量。劲仔推出七个博士溏心鹌鹑蛋等，盐津今年上新鹌鹑蛋零食子品牌“蛋皇”，Q3入驻山姆，近期终端月销售额超过2000万。有友推出无骨鸭掌新品，7月进入山姆，9月月销预估突破2000万。

图表63：鹌鹑蛋和魔芋市场规模及其增速



资料来源：Wind，太平洋证券

图表64：公司核心大单品表现



资料来源：Wind，太平洋证券

3.1.2、零食投资展望

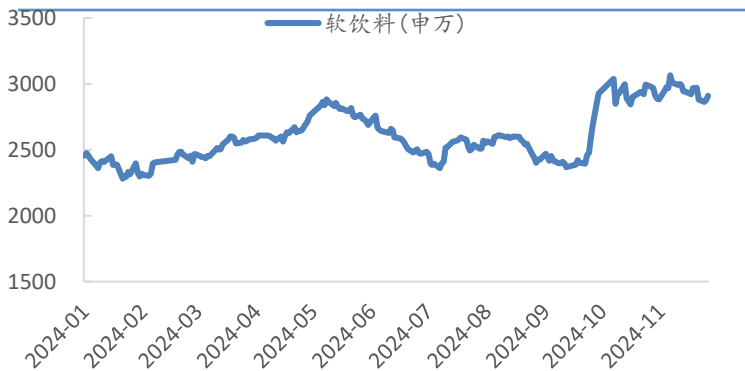
- ▶ **寻找新品和新渠道的边际增量，关注年货节动销情况。**零食需求整体刚需，但内部渠道变革明显，零食量贩、会员商超和抖音电商持续挤压原先传统线下渠道份额，但高速增长3年或面临一定降速。另外零食更迭迅速单品生命周期有限，近两年涌出创新中式零食如鹤鹑蛋、魔芋、风味坚果等，对企业品类创新迭代提出要求。25年寻找渠道端和产品端有增量的公司，重点推荐三只松鼠、盐津铺子和有友食品。零食礼盒消费具备较强的节假日属性，25年春节前置关注年货节表现情况。成本端来看，25年油脂和瓜子成本有望继续下行，坚果、小鱼干价格平稳。
- ▶ **三只松鼠：线下分销再出发3年百亿目标，品类延伸打造爆品，收并购落地。**Q3公司线下分销再出发，推出多款性价比日销品和礼盒，10月分销增长285%。未来公司2-3年将战略重心转向线下，积极拥抱零售渠道变革下量贩零食、硬折扣店等新兴渠道机会，线下分销制定3年百亿目标。11月松鼠分销大会提出年货节分销预估实现净增长8亿，成为最大增量渠道。不断推新延伸品类，全渠道打造爆品，价格对标竞品6-7折顺应降级趋势。24年至今松鼠零食收入35亿，同增72%，开发了1381款新品（销售占比30%）。后续公司继续推出丰富的零食礼包，烘焙、滋补和肉食礼包，预估有望实现6亿增量。借助线上抖音等渠道打造爆品，全年预估12款大单品过亿。品类和渠道端并购发力，近期公司收购爱零食（1800家零食量贩门店）和爱折扣（70-80家硬折扣），后续借助两大新兴渠道助力线下渠道起量。品类方面，收购致养延伸至饮料板块，致养24年规模10亿，提出26年目标20亿。我们预期25年收入/利润增速为28%/38%，对应PE为21X。
- ▶ **盐津铺子：手握鹤鹑蛋和魔芋两大爆品，拥抱高景气渠道。**公司推出鹤鹑蛋和魔芋两大爆品，聚焦核心大单品成长，24Q3鹤鹑蛋/魔芋增速分别为60%/40%，同时蛋皇鹤鹑蛋入驻山姆贡献亮眼增量。全渠道布局拥抱高景气渠道，电商渠道月销破亿，大魔王采用创新打法线上持续爆发。零食渠道和中部腰部客户仍有较大开拓空间，以及持续扩品仍有望保持高增。25年锚定股权激励目标，我们预期25年收入/利润增速为24%/27%，对应PE为17X。
- ▶ **甘源食品：估值相对较低，关注新品表现和渠道变革。**公司近期在山姆渠道上新以及秋糖推出系列新品，商超渠道进行改革，头部商超经销改直营Q3效果显现。电商引入新团队积极拥抱，后续伴随品类延伸线下渠道有望获得增量，25年PE仅16X。

3.2、软饮料：传统赛道竞争加剧，细分赛道拥有结构化机会

➤ **2024年软饮料行情回顾：细分赛道高景气，成本红利释放。** 2024Q1-Q3软饮料板块整体实现收入同比+11%，净利润同比+19%。2024年年初至11月25日SW软饮料指数同比上涨16.6%。软饮料是食品饮料中少有的收入、利润均拥有双位数增长的板块，主要由东鹏饮料高增贡献，港股中农夫、康师傅、统一今年上半年均有收入正增长表现。软饮料属于高频、低价消费品类，且充分受益于出行恢复，同时细分品类拥有高景气表现，包括无糖茶、电解质水、功能饮料等品类，渗透率快速提升带动行业整体增长。利润方面今年整体盈利水平有所恢复，主要原材料pet、白砂糖价格下行贡献利润弹性。

➤ **个股表现：基本面整体承压，龙头韧性相对更强。** 东鹏受益于能量饮料消费人群及消费场景扩张，以及更符合当下消费趋势的高性价比优势，加速全国化拓展，同时第二成长曲线“补水啦”电解质水持续高增，今年业绩表现亮眼。农夫受到舆论事件影响导致包装水份额丢失，推出绿瓶水重塑行业格局，但公司东方树叶延续高增表现，整体表现稳健。

图表65：SW软饮料指数变动



资料来源：Wind，太平洋证券（注：康师傅、统一2024H1收入yoy为饮品数据）

图表66：软饮料板块上市公司2024Q1-Q3业绩情况

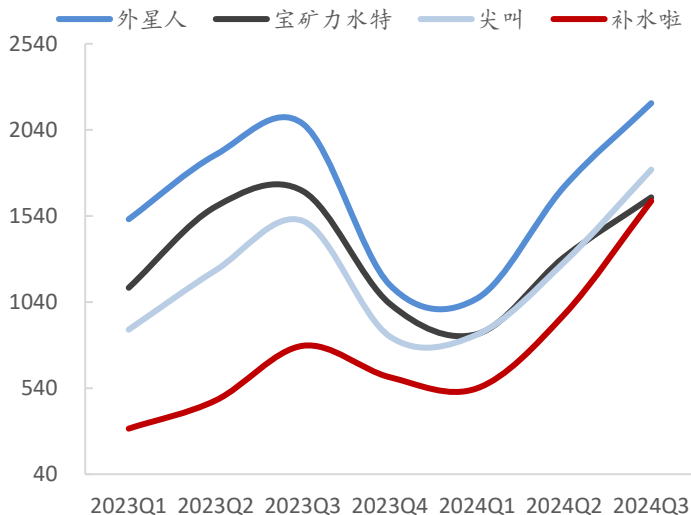
	收入			毛利率变动 (pct)			净利率变动 (pct)		
	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
东鹏饮料	40%	48%	47%	-1.9	4.3	4.5	-0.9	3.7	3.6
百润股份	6%	-7%	-6%	-6.3	2.4	-4.5	-3.6	0.0	-5.4
香飘飘	7%	-8%	-6%	3.9	-1.5	0.5	2.6	-1.9	0.3
承德露露	8%	15%	-3%	-1.1	-15.3	-1.0	-0.9	-9.9	0.2
养元饮品	4%	-19%	-19%	4.6	2.5	-8.8	5.1	1.0	-8.4
李子园	-3%	-3%	4%	0.4	-12.9	1.2	-0.1	-10.1	1.3
欢乐家	7%	0%	0%	-2.4	-14.7	-15.4	-1.6	-11.2	-11.4

	2024H1		
	收入yoy	毛利率变动 (pct)	净利率变动 (pct)
农夫山泉	8.7%	-1.4	-0.2
康师傅控股	1.7%	2.1	0.8
统一企业中国	8.3%	2.7	0.4

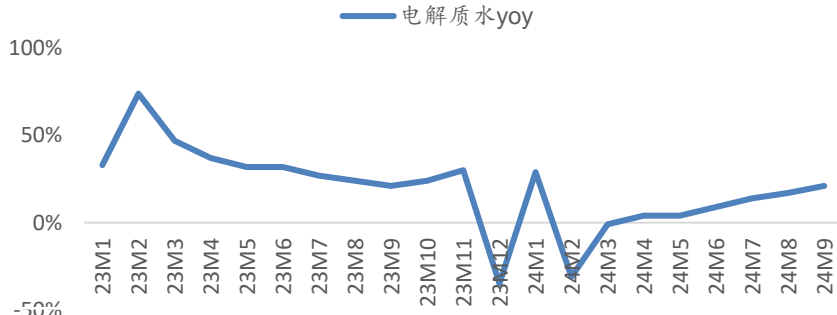
3.2.1、软饮料：新品带来边际增量，关注高景气赛道机会

► **电解质饮料：场景渗透率快速提升，行业谁主沉浮犹未定。**作为夏季解渴、运动补水的单品，2022年电解质饮料功能被消费者熟知从而获得爆发式增长，前瞻产业院预计2023年电解质饮料行业同比增长150%+。进入2024年，据马上赢数据电解质饮料月度增速环比提速，至2024年9月仍然保持21%的增长速度。从竞争格局来看，外星人稳居行业第一位置，今年东鹏补水啦增长势头强劲，2024年前三季度补水啦收入超12亿，远超去年全年4亿体量。2024年6月-9月旺季份额东鹏已经超越宝矿力位居第二。同时从网点占比最高的小业态终端渠道单点卖力来看，补水啦单点卖力赶上宝矿力水特，且为近两年提升最快的品牌，2024年Q3较2023年Q1单点卖力提升1322元，其次为尖叫，外星人保持稳增。

图表67：小业态电解质水店均卖力情况（单位：元）



图表68：电解质水在运动饮料类目中市场份额增速



图表69：电解质水行业CR5月度变化

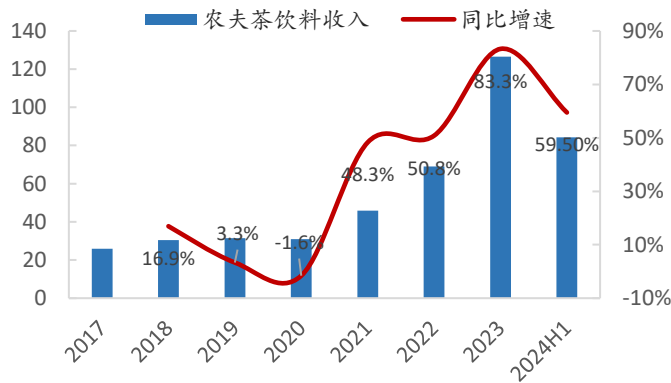
	23M6	23M7	23M8	23M9	24M6	24M7	24M8	24M9
1	外星人	外星人	外星人	外星人	外星人	外星人	外星人	外星人
2	宝矿力水特	宝矿力水特	宝矿力水特	宝矿力水特	补水啦	补水啦	补水啦	补水啦
3	补水啦	补水啦	补水啦	补水啦	宝矿力水特	宝矿力水特	宝矿力水特	宝矿力水特
4	三得利	三得利	三得利	三得利	脉动	脉动	海之言	海之言
5	娃哈哈	渴了么	脉动	脉动	海之言	海之言	脉动	脉动

资料来源：马上赢，太平洋证券（注：小业态包括便利店、食杂店、小超市）

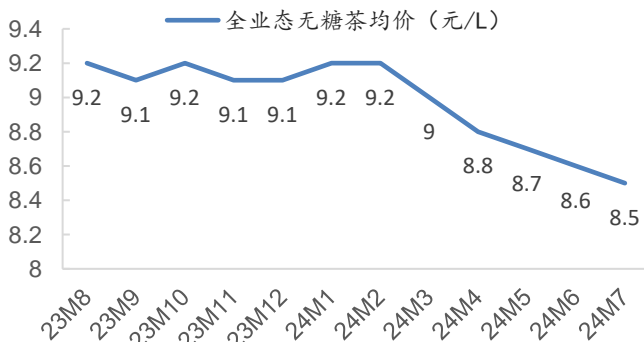
3.2.1、软饮料：新品带来边际增量，关注高景气赛道机会

► **无糖茶：内卷预计行至下半程，份额向头部集中。**以东方树叶为大单品的农夫茶饮料业务近三年收入CAGR为60%，2024H1延续60%的高增态势，收入体量达到84亿元。2023年无糖茶行业增速达110%。目前我国2022年即饮茶无糖化约10%，对标日本的85%仍有较大提升空间。多家品牌相继推出无糖茶新品，并推出900ml大包装高性价比产品，加大折价促销力度拉动动销，据马上赢数据今年全业态无糖茶均价持续下降，由9.2元/L下降至8.5元/L，年内降幅达到7.6%。同时，至今年旺季无糖茶新品明显下降，7月仅上新3个单品，农夫+三得利市场份额超78%，环比提升3pct，康师傅挤进前三名，市场份额逐步向头部集中，农夫、康师傅等龙头有望享受行业发展红利。

图表70：农夫山泉茶饮料收入及增速变化

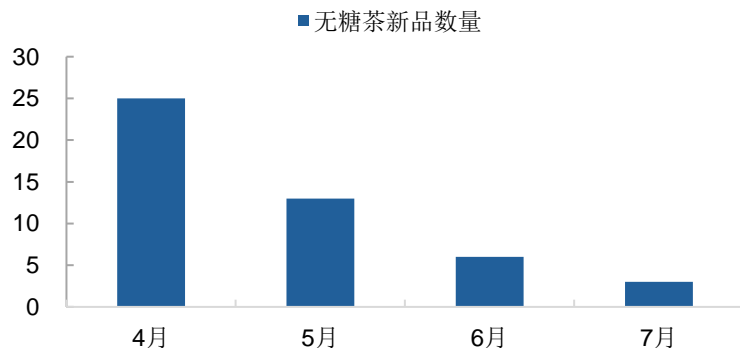


图表71：2023-2024年全业态无糖茶均价走势



资料来源：马上赢，农夫山泉公司公告，Questmobile，太平洋证券

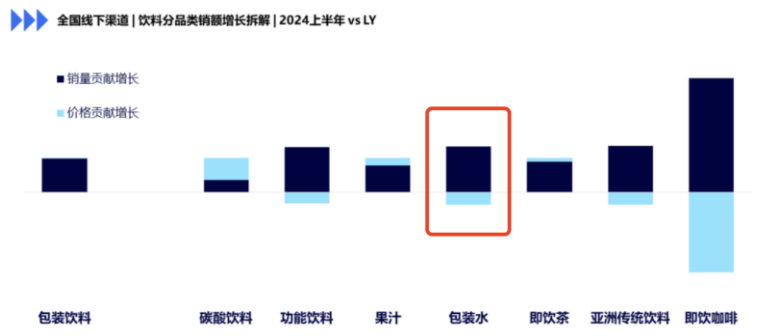
图表72：2024年旺季无糖茶新品数量变化



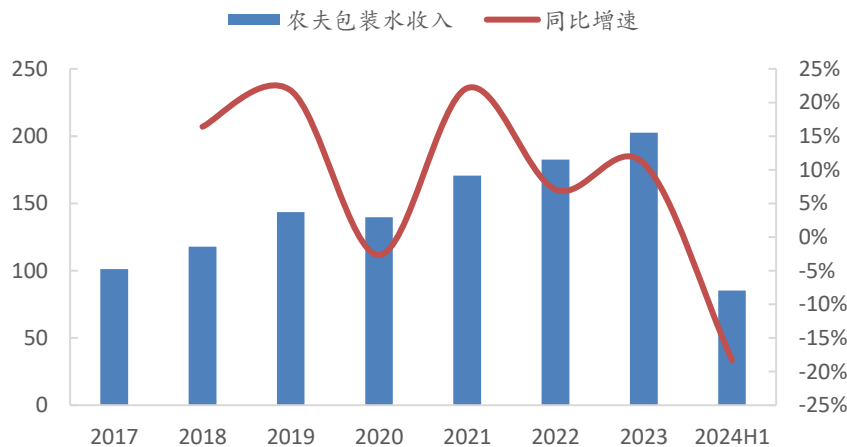
3.2.2、软饮料：传统赛道竞争加剧，行业重新洗牌，龙头有望受益

► **包装水：短期价格战竞争加剧，格局有望重塑，看好农夫穿越周期重回增长。**今年初农夫受到舆论事件影响，包装水份额快速下滑，2024H1 农夫包装水收入同比下滑18.3%。尼尔森数据显示，2024年1-6月我国饮用水销售额同比增长约4%，娃哈哈、怡宝包装水承接部分农夫丢失的份额。农夫推出“9.9元/包”纯净水重夺丢回份额，娃哈哈在终端渠道建设、包装水资源倾注上也较以往力度更大，怡宝IPO上市后预计继续发力全国化布局，预计明年行业头部竞争仍较激烈，体量较小的品牌已出现下滑态势，短期包装水盈利水平承压，但中长期竞争格局有望重回稳定，头部企业穿越周期重回增长。

图表73：2024H1 线下渠道饮料分品类销售额增长拆解



图表74：农夫山泉包装水收入及增速变化



资料来源：尼尔森IQ，农夫山泉公告，太平洋证券

3.2.3、软饮料板块投资建议

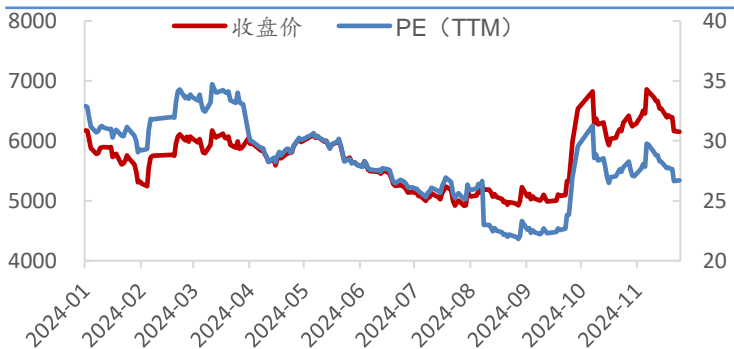
- ▶ **投资展望：高景气度赛道成长性延续，关注基本面扎实的龙头个股。**软饮料行业受益于出行恢复，高频低价消费品受经济环境影响相对较小，消费者对新品类的接受度更高，易诞生十亿级以上长生命周期大单品。因此可寻找消费场景和核心饮用人群扩张的高景气度赛道，电解质水、无糖茶等赛道均处于高增发展阶段。同时，传统赛道中如功能饮料受益于居民对工作效率需求以及灵活就业人员占比提升驱动，实现逆势增长；包装水整体增速略有放缓，且行业竞争有所加剧，看好竞争格局重塑后龙头重回稳增。个股推荐上，重点推荐全国化加速扩张、第二成长曲线潜力十足的东鹏饮料，以及饮料业务高增、包装水份额有望回升的农夫山泉；关注新品威士忌催化的百润股份。
- ▶ **东鹏饮料：全国化加速扩张，第二曲线补水啦势头强劲。**公司受益于功能饮料核心人群扩张，高性价比定位契合当下消费趋势，全国化拓展加速，同时第二成长曲线补水啦增长势头强劲，2024年前三季度销售额突破12亿元，远超去年全年4亿销售额成绩，预计2025年补水啦有望成为超20亿收入体量的大单品，规模效应同步提升，公司盈利水平有望实现稳中有升。
- ▶ **农夫山泉：饮料业务有望延续高增，关注包装水业务修复。**公司推出绿瓶包装水后份额有所回升，娃哈哈、怡宝等头部企业预计将继续发力包装水业务，短期预计将通过加大促销等方式拉动动销，短期盈利预计承压。但公司拥有丰富天然水水源地资源，优秀的品牌营销能力，渠道基础扎实，包装水有望在低基数下实现份额修复。同时我们看好公司第二成长曲线东方树叶发展势头，公司培育东方树叶多年，拥有品牌先发优势，未来有望乘行业之风延续高速增长。
- ▶ **百润股份：威士忌即将进入铺货阶段，关注新品机会。**公司近期新推700ml威士忌单品，后续还有多款针对不同渠道的威士忌产品在储备中。公司为威士忌业务做了多年准备，长期战略坚定且思路清晰，威士忌品牌的培育更需要耐心和时间。节奏上第一轮关注招商铺货情况，后续重点关注优质单点培育经验孵化以及复购率情况。公司大单品打造经验丰富，在过去微醺、强爽单品上均验证过公司具备大单品打造能力，建议关注此轮威士忌机会。

3.3、调味品：出清渐近尾声，龙头率先调整

► **2024年调味品行情回顾：需求整体承压，Q3整体改善趋势确立。** 2024Q1-Q3调味品板块整体实现收入同比+7%，净利润同比+40%，其中龙头海天味业收入同比+9%，净利润同比+11%。2024年年初至11月25日SW调味发酵品指数同比持平，PE-TTM为26.7X。2023年春节时点延后，旺季催化下1-2月动销边际改善、好于年初悲观预期，加上龙头主动调整适应行业风向、轻装上阵，Q1获得较快增长。进入4月份后整体需求转弱，社零餐饮数据环比降速，C端费用投放力度加大，库存压力加大，多家企业放慢节奏主动调整库存，Q2普遍出现降速，悲观预期导致SW调味发酵品指数持续回调。Q3库存恢复健康叠加旺季驱动实现环比改善。

► **个股表现：逆势中龙头优势更加明显，第二梯队仍在调整期。** 1) 调味品龙头海天经过去年内部渠道变革、经销商优化以及去库存调整后，今年实现领先行业增长，同时在C端增加费用投放力度推广零添加系列产品、扩大产品矩阵，份额提升明显。酵母龙头让价保份额，逐季提速增长。2) 第二梯队天味、中炬、榨菜积极调整，Q3获得边际改善。3) 餐饮供应链企业主要受制于下游大B餐饮承压，宝立、日辰B端增速有所放缓。

图表75：调味品指数收盘价及PE变动



资料来源：Wind，太平洋证券

图表76：调味品板块上市公司2024Q1-Q3业绩情况

	收入			毛利率变动 (pct)			净利率变动 (pct)		
	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
海天味业	10%	8%	10%	0.1	0.4	-0.6	0.4	0.7	0.1
安琪酵母	3%	11%	27%	-1.3	1	-2.6	-1.2	0.5	-1.3
中炬高新	9%	-12%	2%	7.2	/	6.8	5.1	/	3.9
千禾味业	9%	-3%	-13%	-0.6	-2	-2.1	-0.4	-1.9	-1.9
天味食品	11%	-7%	11%	4.5	0.9	7.9	3.9	-0.5	6.8
宝立食品	16%	10%	4%	-5.5	-9.7	-1.4	-4.4	-7.9	-2
恒顺醋业	-25%	3%	6%	0.2	-4.1	1.3	0.1	-2.6	2.1
涪陵榨菜	-2%	-3%	7%	2.2	-5	3.6	1.9	-4.6	3.2
仲景食品	23%	12%	10%	0.6	-2.7	-2.1	1	-2.6	-2.1
日辰股份	15%	16%	6%	1.3	-0.8	7.5	0.7	0.7	6.2

3.3.1、调味品：关注行业格局企稳，盈利水平迎来向上拐点

► **行业格局有企稳态势，头部企业有望率先调整到位，份额向头部企业倾斜。** 2022-2024年行业外部需求较为疲软，龙头及第二梯队企业增长放缓但整体经营韧性强，中小企业发展承压导致逐步出清。行业低迷期头部企业顺应行业节奏持续内部调整，积极打磨内功。目前趋势来看，行业经历需求疲软的几年时间，集中度已逐步向头部倾斜，目前行业格局恢复至企稳态势：1) 费用投放比例变化不大，前三季度海天、安琪、天味费用投放均保持较稳定；2) 库存恢复至健康水平，基础调味品库存稳定在2.5个月内，复合调味品1.5个月内；3) 经销商招商速度放缓，头部企业2021年后经销商数量整体降至个位数增长。未来待行业格局逐步优化，盈利有望迎来向上拐点。

图表77：各调味品公司经销商数量变化

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-Q3	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-Q3
海天味业	5.2%	5.6%	5.6%	5.4%	5.5%	6.6%	5.6%	5.9%
安琪酵母	5.2%	4.9%	5.7%	5.3%	4.8%	5.5%	5.6%	5.3%
涪陵榨菜	17.8%	9.4%	11.7%	13.4%	12.2%	12.1%	17.2%	13.9%
中炬高新	8.6%	8.4%	8.1%	8.4%	7.7%	14.8%	6.3%	9.3%
千禾味业	11.7%	13.5%	11.9%	12.3%	11.8%	16.0%	14.9%	14.0%
天味食品	14.8%	11.4%	15.6%	14.1%	17.0%	10.7%	7.8%	11.9%
宝立食品	16.1%	14.8%	12.2%	14.3%	14.9%	15.1%	13.1%	14.3%
恒顺醋业	12.4%	16.2%	12.8%	13.8%	17.0%	16.3%	18.8%	17.4%

图表78：各调味品公司经销商数量变化

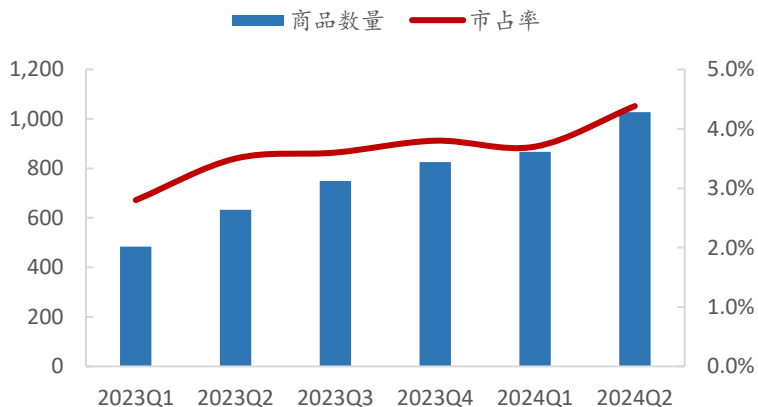
	2020	2021	2022	2023	2024Q3	数量趋势
海天味业	7051	7430	7172	6591	6722	→
中炬高新	1421	1702	2003	2084	2395	↑
千禾味业	1404	1791	2230	3250	3424	↑
天味食品	3001	3409	3414	3165	3129	↓
恒顺醋业	1439	1820	1914	2044	2094	→
合计增速		12.8%	3.6%	2.4%	3.7%	

资料来源：Wind，太平洋证券

3.3.2、调味品：关注零添加及复合调味汁新品机会，有望贡献新增量

► **零添加、复合调味品仍有结构化升级机会。** 1) 零添加趋势仍然明显，除了酱油零添加以外，火锅底料、醋、料酒等各类调味品均推出零添加系列产品，如海天在经典单品金标生抽的基础上推出零添加金标生抽、天味推出零添加不辣汤系列。以海天为例，零添加占比比较高的线上渠道21-23年CAGR达到33%。零添加系列产品价格普遍比基础款贵2-4元/份，零添加产品占比的提升对业绩贡献较大。2) 复合调味品除了传统的火锅底料、中式复调以外，各类新型复合调味品涌现，如海天推出的凉拌汁、白灼汁，千禾推出的白灼汁，仲景推出的葱油拌面酱等。

图表79：调味品类目中“零添加”概念商品数量与市占率



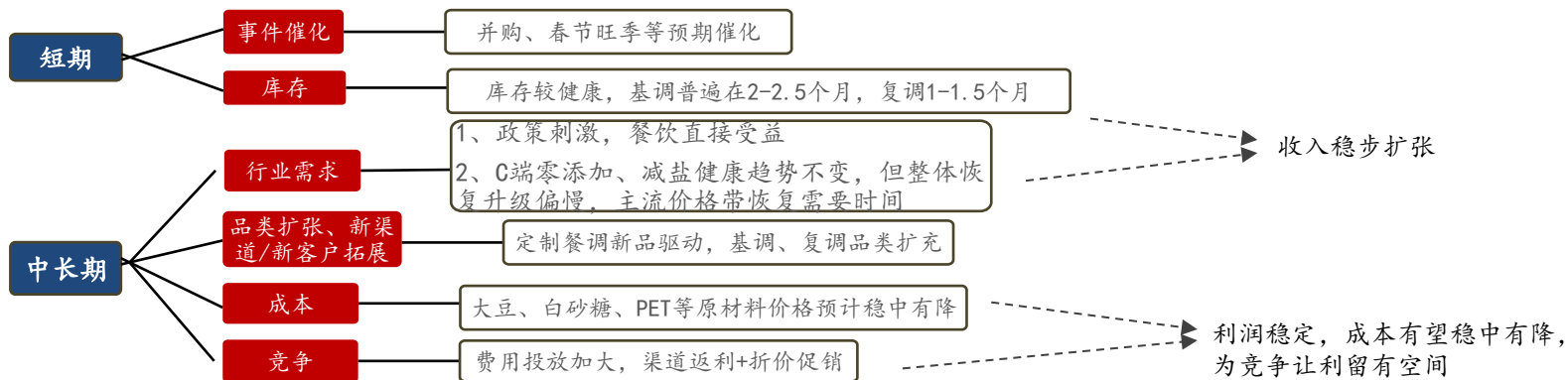
图表80：零添加调味品与非零添加调味品价格对比

品牌	品类	价格
海天	零添加金标生抽1.28L	18.9
	金标生抽1.28L	14.2
欣和	味极鲜1.8L	23.8
	六月鲜零添加特级酱油1.55kg	28.8
天味	零添加鲜番茄汤料200g	15.9
桥头	浓香番茄底料240g	12.4

资料来源：马上赢，天猫，太平洋证券

3.3.3、调味品板块投资建议

- 投资展望：关注格局优化红利，新品贡献边际增量。** 板块整体需求仍较疲软，主要在于居民收入预期趋于谨慎的情况下，量大且需求稳定的B端消费场景面临客单价下滑、外出就餐频次下降等问题，C端渠道分流加速，功能化、高端化升级承压。后续待宏观政策落地刺激，带动行业量价恢复。2022-2024年行业外部需求较为疲软，龙头及第二梯队企业增长放缓但整体经营韧性强，中小企业发展承压导致逐步出清。行业低迷期头部企业顺应行业节奏持续内部调整，积极打磨内功，待后续需求向上恢复后，有望实现更高弹性增长。同时，零添加、复合调味品仍有结构化升级机会，品类扩充贡献边际增量。成本端，预计大豆、pet、白砂糖等主要原材料价格稳中有降。
- 个股推荐：**重点推荐酵母龙头安琪酵母，国内需求恢复，出海市占率提升，产品结构升级+成本下行，盈利弹性较大；建议关注新品类、新渠道放量的宝立食品，C端重回正增长，新品类扩张有望贡献增量，此外B端轻烹客户达美乐扩张加速，有望贡献较快增长；关注天味食品，Q4轻装上阵，新品推出加速，加上小B渠道有待放量。



资料来源：Wind，太平洋证券

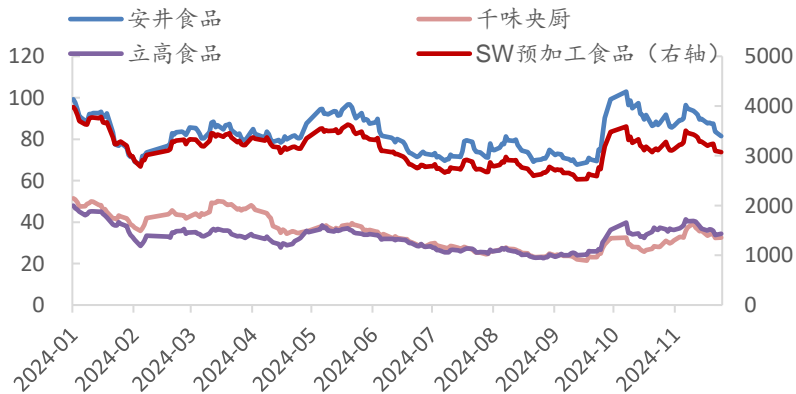
请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

3.4、速冻食品：短期洗牌加速，关注需求改善拐点

- **2024年速冻食品行情回顾：需求疲软，竞争压力较大。** 2024Q1-Q3速冻食品板块整体实现收入同比-2%，净利润同比+3%。2024年年初至11月25日SW预加工食品指数同比下滑20.2%。板块自4月后需求转弱，消费性价比诉求愈发明显，大B连锁餐饮渠道面对高基数、客单价下滑等问题增速出现放缓，小B端部分品类如速冻米面制品价格竞争激烈，费用投放增加明显，加上龙头前期产能扩张较快但需求难以完全消化，板块收入、利润逐季放缓，Q3业绩多有承压。
- **个股表现：基本面整体承压，龙头韧性相对更强。** 1) 安井小B占比较高，餐饮需求平淡，加上部分单品折价促销，Q3公司收入延续个位数增长，净利率下滑。2) 千味央厨受制于下游大B高基数、客户降本增效诉求提升，经营压力较大，Q3收入持平略降，净利率下滑；立高食品由于下游烘焙饼店整体需求承压，山姆老品下架调试等影响，Q3收入亦略有下降，公司控费提效拉动盈利水平有所回升。

图表81：预加工食品指数及代表企业股价变动



资料来源：Wind，太平洋证券

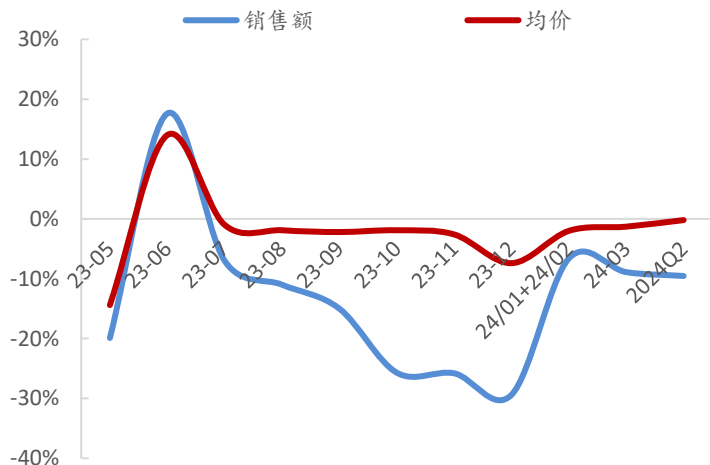
图表82：速冻食品板块上市公司2024Q1-Q3业绩情况

	收入			毛利率变动 (pct)			净利率变动 (pct)		
	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
安井食品	18%	2%	5%	0.6	-0.1	-5.6	0.3	-0.5	-4.5
千味央厨	8%	2%	-1%	0.1	-0.3	-4.4	0.4	-0.3	-3.3
立高食品	15%	3%	-1%	2.5	-0.3	2.6	2.1	-0.2	1.9
三全食品	-5%	-5%	-6%	-2.0	-4.2	-4.3	-1.6	-3.3	-3.2
巴比食品	11%	-2%	0%	-2.4	9.9	4.0	-1.6	7.7	2.4
惠发食品	8%	3%	-11%	3.7	1.4	-4.7	3.3	0.4	-3.0
海欣食品	10%	5%	8%	-0.9	-5.9	-3.0	1.2	-5.3	-3.2

3.4、速冻食品：短期洗牌加速，关注需求改善拐点

- 短期仍有经营压力，行业洗牌加速。** 餐饮行业经营压力较大，对速冻半成品的需求相应减少，连锁餐饮向上游压价的情况也较明显；C端速冻老品需求趋于饱和，市场同质化趋势严重导致品牌忠诚度降低，渠道推新较谨慎，且核心渠道零售商超分流严重，加上前几年需求较好带来企业较高的资本开支、产能扩张，加剧行业低价内卷。短期预计竞争仍将继续，龙头经营压力较大，预计将加大市场投入保住市场份额。
- 竞争加剧尾部出清，需求改善后龙头反转弹性更大。** 中长期来看，龙头拥有更强的资金实力和规模效应，可依靠新品类以及全渠道覆盖的能力实现突围，行业竞争加剧的同时加速尾部出清。未来待宏观政策刺激带来下游餐饮经营向好、消费信心恢复，行业有望迎来向上恢复拐点。

图表83：速冻食品行业月度销售额及均价变化



	2020		2021		2022		2023	
	产能	资本开支	产能	资本开支	产能	资本开支	产能	资本开支
安井食品	57.8	20.3	75.3	29.0	94.4	33.4	108.4	40.6
千味央厨	12.8	5.4	14.2	6.1	16.5	6.3	19.4	9.2
三全食品	76.9	16.8	76.9	17.7	81.7	17.0	81.2	16.4
合计	147.5	42.6	166.4	52.7	192.6	56.8	209	66.2
YOY	9.8%	20.7%	12.8%	23.7%	15.7%	7.7%	8.5%	16.5%

资料来源：各公司公告，马上赢，太平洋证券（注：24Q2销售额为线下数据，均价采取24年4月数据）

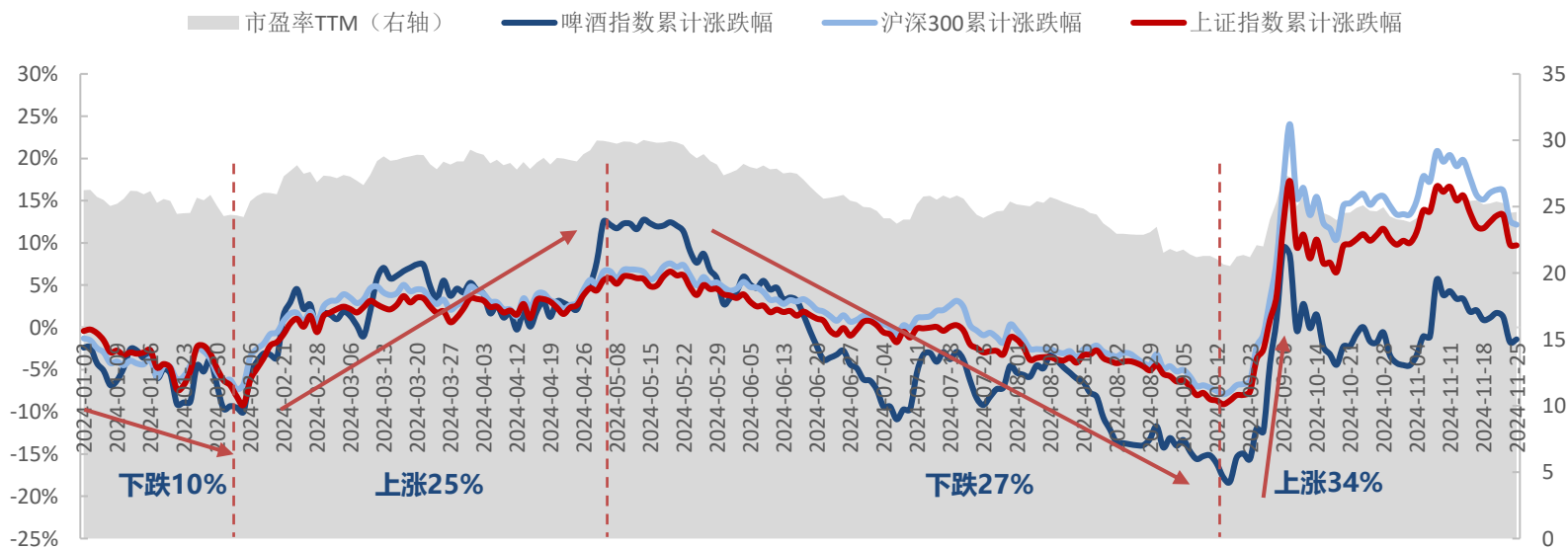
3.4、速冻食品板块投资建议

- 重点推荐综合实力强劲的安井食品；推荐关注行业需求承压但经营韧性较强的千味央厨、立高食品。
- 安井食品：短期承压，关注需求恢复。短期公司仍然面临行业需求较疲软、行业竞争加剧等问题，但公司在规模效应、渠道能力、管理效率上均领先行业，后续需求企稳回升后，公司有望充分受益重回高增长。
- 千味央厨：短期预计经营触底，需求恢复后有望实现高弹性增长。短期仍有较大的经营压力，大B渠道头部客户老品份额下降，加上高基数拖累整体收入增长，小B面临行业需求承压、米面制品竞争加剧影响。公司有望凭借服务大客户积累的优势，通过新品+新客户开发获得增长，未来随下游餐饮需求恢复，经营压力有望释放。
- 立高食品：奶油新品表现亮眼，山姆订单有望恢复高增。公司下游主要渠道烘焙饼店经营承压，对半成品需求减少，但国产稀奶油替代趋势明显，公司新推的330、360pro稀奶油有望延续快速增长趋势。同时山姆渠道新品陆续上架，老品调试优化完成，后续山姆渠道有望恢复高增。

3.5、啤酒：二季度开始量价压力凸显，股价走势跑输大盘

▶截至11月25日，啤酒指数年初至今收益率-1.42%，跑输沪深300/上证指数13.57%/11.13%。分阶段来看，1)年初至春节：因宏观经济疲软、市场预期转弱及部分流动性危机，啤酒指数跟随大盘年初至2月5日即下跌9.99%；2)春节至5月：因春节低预期但实际消费数据较好，叠加1-2月社零数据超预期，啤酒指数跟随大盘上涨，5月因一季报主要啤酒公司利润均双位数增长，量价表现较好产生一定超额收益；3)5月-9月：因消费复苏及天气影响，啤酒旺季销量低预期，且啤酒半年报显示量价承压，高端化进程趋缓，板块持续下跌，幅度达27%，估值最低达20.52X；4)9月至今：宏观政策转向以来跟随大盘反弹，最高反弹34%，截止11月25日，年初至今收益率-1.42%，PE-TTM=24.6X。

图表84：啤酒指数（申万）今年累计涨跌幅（截至2024.11.25）

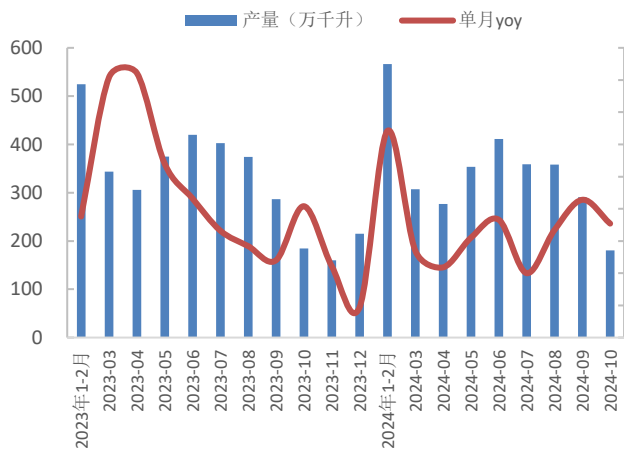


资料来源：Wind，太平洋证券

3.5.1、啤酒：2024年消费承压，餐饮、夜场消费场景缺失，销量不及预期

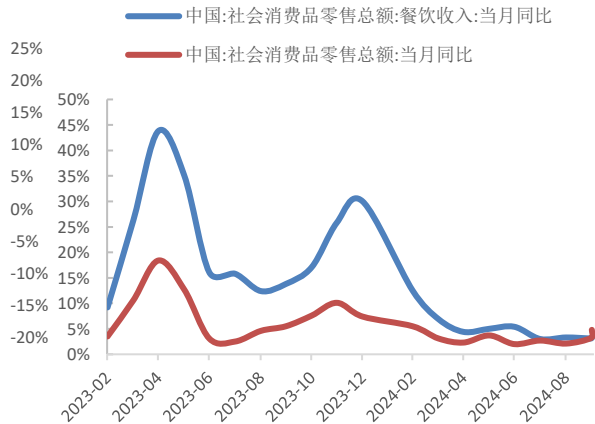
▶ **消费疲软、餐饮增长乏力、夜场消费降低**等因素导致今年啤酒行业销量承压。2024年啤酒行业销量因消费复苏缓慢、旺季受到雨水天气影响以及餐饮、夜场等现饮消费场景走弱表现不及预期，据国家统计局数据显示，2024年1-10月中国规模以上企业啤酒产量同比下滑1.8%，其中10月下滑2.3%，9月短暂增长后再度转跌。从消费及餐饮数据来看，2024年社零整体增速以及细分项中餐饮收入增速持续走弱，2024年10月社零同比增速4.8%，餐饮收入同比增速自1-2月高点12.5%回落至9月的3.2%。根据天眼查数据，2024上半年餐饮行业注销、吊销企业达105.6万家，而2023年全年注销、吊销的餐饮企业数据是135.9万家，仅上半年注销数据已接近去年全年。2022-2023年中国夜间经济发展规模同比增速呈现下降趋势，根据渠道调研，2024年以来全国夜店渠道啤酒销量较2021年同期下滑双位数。

图表85：2023-2024年10月啤酒行业规模以上产量（万千升）



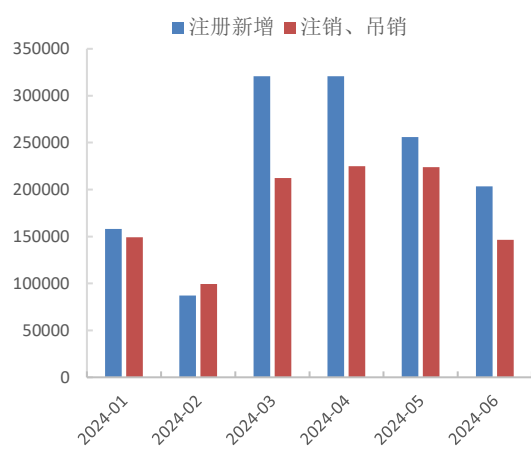
资料来源：Wind，太平洋证券

图表86：2023-2024年9月社零同比增速（%）



资料来源：Wind，太平洋证券

图表87：2024上半年餐饮新增及注销吊销情况（家）



资料来源：天眼查，太平洋证券

3.5.2、啤酒：2024年板块业绩承压，高端化趋势趋缓

► **三季度量价压力显著，高端化趋势趋缓。** 2024Q1-3啤酒板块营收同比-1.9%，归母净利润同比+7.7%，2024Q1-3青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒营收同比-6.5%/0.3%/3.5%/7.4%，归母净利润同比1.7%/-0.9%/34.7%/25.3%，行业大盘Q1/Q2/Q3销量同比6.1%/-5.4%/-5.3%，二季度开始销量压力凸显，三季度仅燕京、珠江啤酒销量同比增长，青岛啤酒去年Q1基数较高，因需求疲软全年销量承压，Q3单季度销量低于往年水平，静待报表压力释放后明年业绩修复。重啤因佛山工厂折旧摊销费用对冲成本红利利润端承压，其它啤酒公司今年利润保持增长。高端化方面，受即饮渠道复苏不及预期影响，今年酒厂吨价增速不及预期，2024Q3青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒吨价-0.2%/-1.6%/0.0%/+2.0%，吨价环比降速，华润啤酒今年上半年吨价同比降速至2.0%。对比来看，燕京啤酒和珠江啤酒吨价表现相对较好，2024年前三季度吨价分别同比+3.0%/+4.5%，而青啤/重啤则为+0.5%/-0.6%，尽管结构升级趋缓，但各家酒企依然把高端化作为战略重点。

图表88：2024Q1-3啤酒企业业绩表现

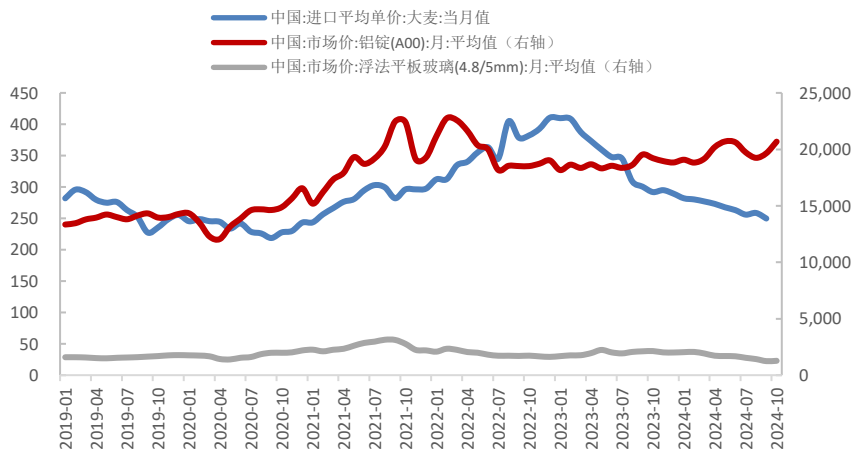
证券简称	2024Q1				2024Q2				2024Q3				2024Q1-3			
	营收同比	归母净利润同比	销量同比	吨价同比	营收同比	归母净利润同比	销量同比	吨价同比	营收同比	归母净利润同比	销量同比	吨价同比	营收同比	归母净利润同比	销量同比	吨价同比
青岛啤酒	-5.2%	10.1%	-7.6%	+2.6%	-8.9%	3.5%	-8.0%	-0.9%	-5.3%	-9.0%	-5.1%	-0.2%	-6.5%	1.7%	-7.0%	0.5%
重庆啤酒	7.2%	16.8%	+5.2%	+1.3%	1.5%	-6.0%	+1.5%	-0.7%	-7.1%	-10.1%	-5.6%	-2.4%	0.3%	-0.9%	0.2%	-0.6%
燕京啤酒	1.7%	58.9%	0.7%	1.0%	8.8%	45.9%	0.6%	8.2%	0.2%	19.8%	+0.2%	0.03%	3.5%	34.7%	0.5%	3.0%
珠江啤酒	7.0%	39.4%	0.8%	6.2%	8.1%	35.6%	1.8%	6.2%	6.9%	10.6%	+4.7%	+2.0%	7.4%	25.4%	2.7%	4.5%
	2024H1															
	营收同比	归母净利润同比	销量同比	吨价同比												
华润啤酒	-0.5% (啤酒业务-1.4%)	+1.2%	-3.4%	+2.0%												

资料来源：Wind，太平洋证券

3.5.3、啤酒：主要原材料中大麦、玻璃价格仍处下行趋势

► **主要原材料中大麦、玻璃价格仍处下行趋势。**2020年起大麦进口价开始攀升，2023年1月左右达峰值，2023年8月商务部公告表示将终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税，进口大麦价格大幅下降，数据显示，2024年10月大麦价格已回落至249.96美元/吨，较2023年高点已回落39.0%，和最近的低位值即2020的218.11美元/吨相比具备14.2%的下行空间。包材成本方面，铝锭价格自2023年以来虽有波动但总体较为稳定，玻璃价格呈现下降趋势，2024年10月价格较2023年高点下降43.1%且仍处下行趋势。2024Q1-3青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒吨成本分别变动-2.9%/+0.05%/+1.0%/-2.7%。

图表89：2019-2024年10月主要原材料价格变动（美元/吨）



资料来源：Wind，太平洋证券

图表90：啤酒企业吨成本变动情况

证券简称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-3
青岛啤酒	4.0%	2.3%	2.4%	4.3%	-1.0%	-5.4%	-2.2%	-2.9%
重庆啤酒	5.7%	-0.1%	3.4%	5.9%	-3.3%	+2.1%	+1.1%	+0.05%
燕京啤酒	-2.6%	2.6%	3.7%	9.0%	0.4%	2.9%	-0.04%	+1.0%
珠江啤酒	+5.7%	-0.8%	+3.0%	+8.3%	+3.8%	-3.8%	-5.5%	-2.7%

资料来源：公司公告，太平洋证券

3.5.4、啤酒板块投资建议

- ▶ 珠江啤酒：**广东区域市场龙头，大单品97纯生放量，24年增长约30%，区域龙头大单品放量周期下具备较强确定性及阿尔法属性，2024-2026年收入增速8%/8%/7%，归母净利润增速分别为33%/17%/15%，EPS分别为0.37/0.44/0.50元，对应PE分别为24x/21x/18x。
- ▶ 燕京啤酒：**收入端U8大单品放量增长有支撑，利润端通过内部改革和成本优化，仍有显著的利润率提升空间，具备较强的阿尔法特性。2024-2026年收入增速5%/6%/6%，归母净利润增速分别为39%/26%/20%，EPS分别为0.32/0.40/0.48元，对应PE分别为32x/25x/21x。

图表91：啤酒盈利预测

证券简称	总市值	2023收入	2023利润	2024收入	yoy	2024利润	yoy	2025收入	yoy	2025利润	yoy	25PE	25PEG
青岛啤酒	807	339	43	320	-5.7%	44	2.4%	327	2.1%	47.38	8.4%	17	2.0
重庆啤酒	299	148	13	148	-0.1%	13	-1.2%	151	2.3%	13.66	3.4%	22	6.4
燕京啤酒	287	142	6	150	5.3%	9	39.1%	159	6.2%	11.33	26.3%	25	1.0
珠江啤酒	200	54	6	58	7.8%	8	32.6%	63	7.9%	9.68	17.0%	21	1.2

资料来源：Wind，太平洋证券（注：数据截止11.27）

3.6、大众品板块投资建议

► 投资主线：

- 1、拥抱高景气度赛道，新品/新渠道逻辑明确的板块，如零食、饮料。重点推荐东鹏、松鼠、甘源，关注百润、盐津、香飘飘。平价和礼赠属性强的零食、饮料在春节旺季有望迎来一波催化；
- 2、行业供给端出清，竞争格局有优化趋势且龙头逐步边际改善的板块，如调味品、乳制品。重点推荐安琪，关注有边际改善预期的宝立、天味；
- 3、基本面渐近触底，顺周期高弹性板块，如餐饮相关板块速冻食品、啤酒。重点推荐安井、燕京、珠啤，关注立高、千味。

图表92：大众品盈利预测表

证券简称	收入				利润				收入yoy				利润yoy				PE		
	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
安琪酵母	135.8	152.3	169.8	187.1	12.7	13.6	16.0	17.8	6%	12%	11%	10%	-4%	7%	18%	11%	22	19	17
安井食品	140.5	152.4	169.4	191.0	14.8	14.5	15.9	18.2	15%	9%	11%	13%	34%	-2%	9%	15%	17	15	14
珠江啤酒	53.8	58.0	62.5	66.7	6.2	8.3	9.7	11.1	9%	8%	8%	7%	4%	33%	17%	15%	24	21	18
立高食品	35.0	38.0	42.3	47.5	0.7	2.7	3.4	3.9	20%	9%	11%	12%	-49%	267%	25%	17%	23	18	16
千味央厨	19.0	20.1	22.4	25.0	1.3	1.3	1.5	1.8	28%	6%	11%	12%	31%	-3%	18%	14%	27	23	20
东鹏饮料	112.6	158.0	200.8	249.7	20.4	30.0	38.9	49.8	32%	40%	27%	24%	42%	47%	30%	28%	36	28	22
三只松鼠	71.2	100.3	125.0	150.7	2.2	4.0	5.8	7.6	-2%	41%	25%	21%	70%	82%	44%	31%	29	21	16
盐津铺子	41.2	52.1	64.7	77.7	5.1	6.3	8.0	10.0	42%	27%	24%	20%	68%	24%	28%	25%	22	17	14
百润股份	32.6	32.9	37.0	41.5	8.1	7.8	9.0	10.4	26%	1%	12%	12%	55%	-3%	15%	15%	33	29	25
甘源食品	18.5	22.8	27.1	31.3	3.3	4.1	4.9	5.6	27%	23%	19%	15%	108%	24%	20%	14%	18	15	13
燕京啤酒	142.1	149.6	158.9	168.2	6.5	9.0	11.3	13.6	18%	5%	6%	6%	83%	39%	26%	20%	33	26	22

资料来源：ifind，太平洋证券（注：千味央厨、百润股份采用ifind一致预期，数据截止2024/11/28）

风险提示

- 宏观经济复苏不及预期；
- 行业竞争加剧；
- 食品安全风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街9号华远企业号D座二单元七层

上海市浦东南路500号国开行大厦10楼D座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心19层1904号

广州市大道中圣丰广场988号102室



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。