


否极泰来


——食品饮料行业2025年投资策略

2024年11月10日

 作者：叶倩瑜、陈彦彤、李嘉祺、汪航宇、董博文、聂博雅

 证券研究报告

 **白酒：**1) 食品饮料板块从21年以来经历近四年调整，截至2024年5月，中信白酒指数动态市盈率估值水平已经低于上一轮2018年调整时期的最低水平。9月24日以来受益于政策空间打开，白酒板块迎来明显反弹。2) 产业端，白酒存量/缩量竞争趋势延续，分化式竞争更加剧烈。24年以来需求端反馈平淡，Q2以来报表端增速放缓，酒企主动梳理市场秩序，消费分化降级下产品结构阶段性调整。当下经销商扩充新品牌的意愿较弱，更倾向于保留高流动性品牌，流通环节进一步推动品牌集中度提升。考虑实际需求以及渠道反馈，后续收入及利润增长区间或有所下移，随着一揽子政策落地实施，需求有望向好迎来拐点。3) **投资建议：**短期受益于政策空间打开、市场情绪回暖，板块估值有望修复，前期超跌的标的股价弹性或更加明显，首选动销稳健的五粮液，以及前期超跌的泸州老窖，关注顺周期属性较强的次高端标的，中长期期待报表风险释放、期待基本面加速磨底迎来拐点，建议配置业绩确信度高的贵州茅台/五粮液/山西汾酒/泸州老窖。

 **大众品板块：**1) **啤酒板块：**啤酒的结构升级更依赖消费场景，25年消费场景是否如期复苏是啤酒行业的核心关注点，中长期看行业景气度仍有望延续。25年随着餐饮需求恢复，啤酒高端化进程回到正常轨道，预计啤酒企业毛利率仍有提升空间；低基数下25年旺季表现仍值得期待。推荐分红比例高、销量仍有增长的重庆啤酒；经营稳健、基数较低的青岛啤酒。2) **调味品板块：**24年餐饮渠道需求低迷，C端健康化进程持续演绎；成本端，原材料整体成本回落，毛利率逐渐提升。截至2024年10月25日，调味品（中信）指数PE-TTM为29.2x，处于近3年均值的下端，板块存在一定结构性机会。建议关注新品较多、内部改革、拓展海外以及低估值下的成长标的，推荐颐海国际。3) **卤制品：**调整低效门店，打磨单店模型，关注各公司后续门店表现。4) **休闲食品：**板块维持较高景气度，新渠道基数提升下，产品和渠道基本功扎实的标的更有经营韧性，推荐盐津铺子。5) **乳制品：**供需关系有望改善，建议关注业绩稳健、有股息率提升预期的细分龙头，推荐伊利股份。

 **风险提示：**宏观经济下行风险，行业竞争加剧，成本大幅波动。

■ 1、白酒：政策空间打开，有望筑底反弹

1.1 历经四年调整，政策面驱动板块反弹

1.2 产业端，存量市场分化式竞争更加激烈

1.3 24年需求较淡，酒企主动调整缓解压力

1.4 盈利预期调整释放风险，期待基本面拐点

■ 2、大众品板块

■ 3、投资建议

■ 4、风险提示

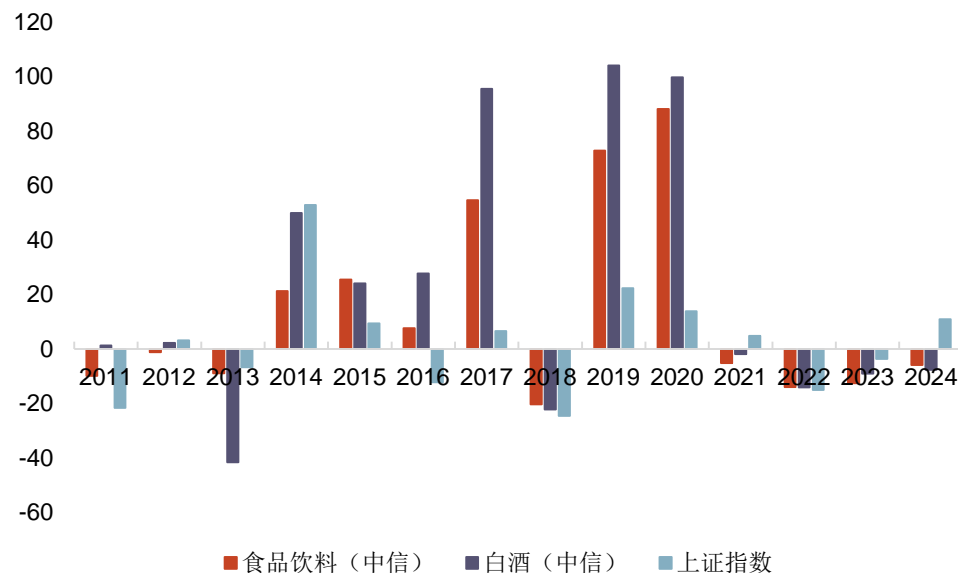
1.1、历经四年调整，政策面驱动板块反弹

- ❑ 1.1.1 白酒板块经四年调整，估值接近上轮周期底部
- ❑ 1.1.2 政策面带动信心回升，板块迎来大幅反弹
- ❑ 1.1.3 复盘历次调整，板块行情表现领先于基本面

1.1.1 白酒板块经四年调整，估值接近上轮周期底部

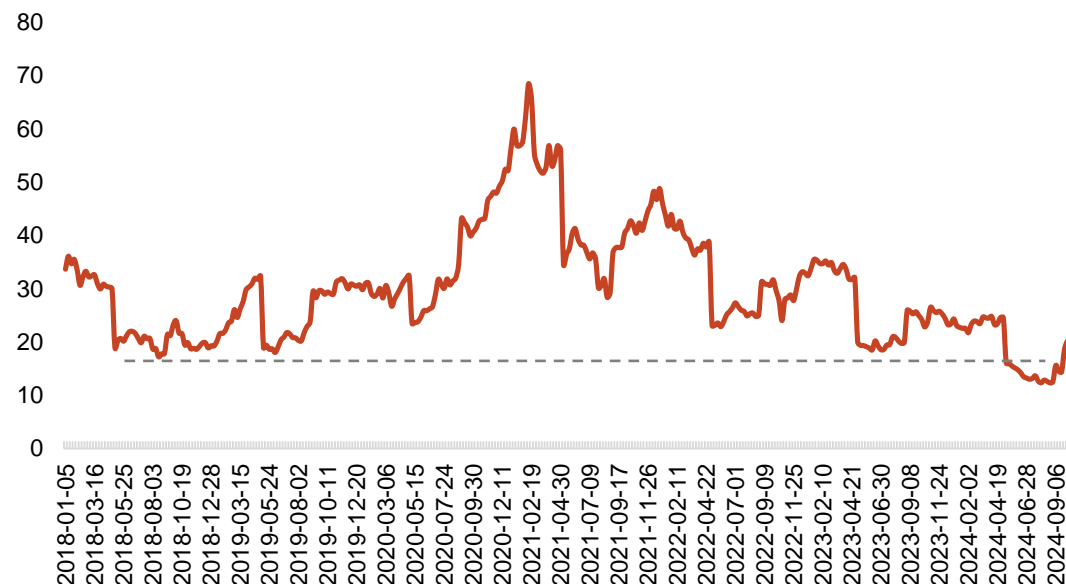
食品饮料板块从21年以来经历近四年调整以及估值下挫。21年以来食品饮料及白酒板块已经经历四年调整，截至2024年5月，中信白酒指数动态市盈率估值水平已经低于上一轮2018年调整时期的最低水平。截至本轮反弹前的9月20日，中信白酒指数动态市盈率较24年年初调整幅度超过40%，相较21年2月最高点调整幅度达到79%。

图1：中信食品饮料及白酒指数连续四年调整（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：24年涨跌幅截至10.25

图2：中信白酒指数动态市盈率21年2月以来持续调整（单位：倍）

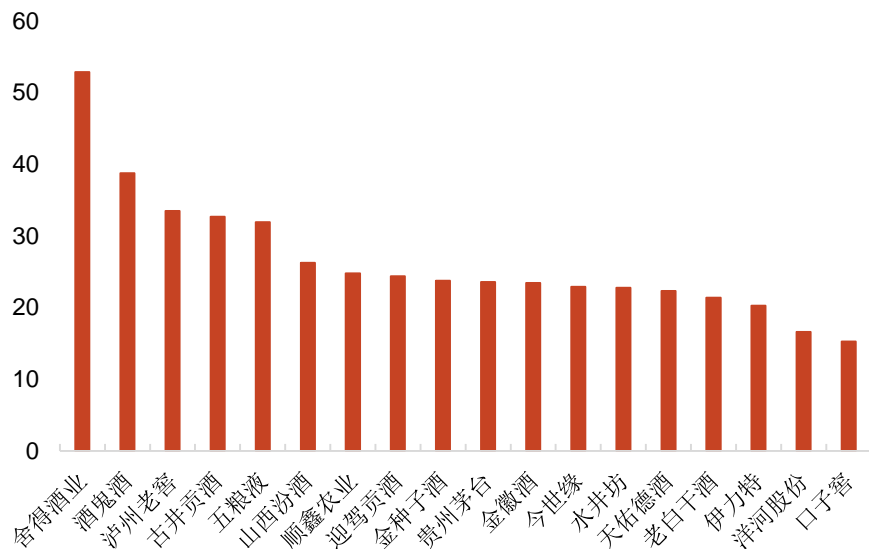


资料来源：Wind，光大证券研究所
注：截至2024.10.25，虚线表示上一轮2018年调整时期估值最低水平

1.1.2 政策面带动信心回升，板块迎来大幅反弹

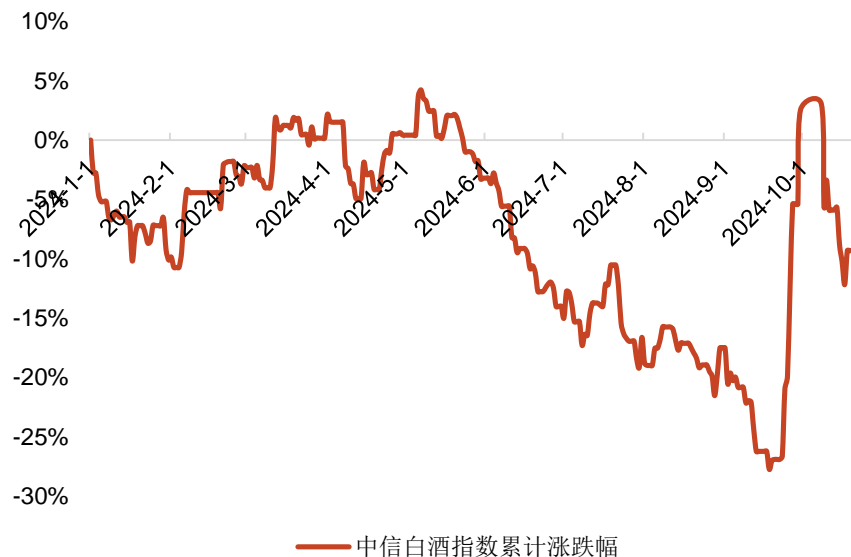
9月24日以来受益于政策空间打开，白酒板块迎来明显反弹。伴随国内一揽子政策实施（包括下调金融机构存款准备金率、降低存量房贷利率及首付比例、大力引导中长期资金入市等），九月下旬以来市场情绪明显回暖，白酒作为顺周期且前期超跌的板块迎来明显反弹，9.24至国庆前连续五个交易日大涨，部分标的连续涨停。

图3：白酒上市公司9.24-10.25涨幅明显（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图4：中信白酒指数24年年初以来涨跌幅



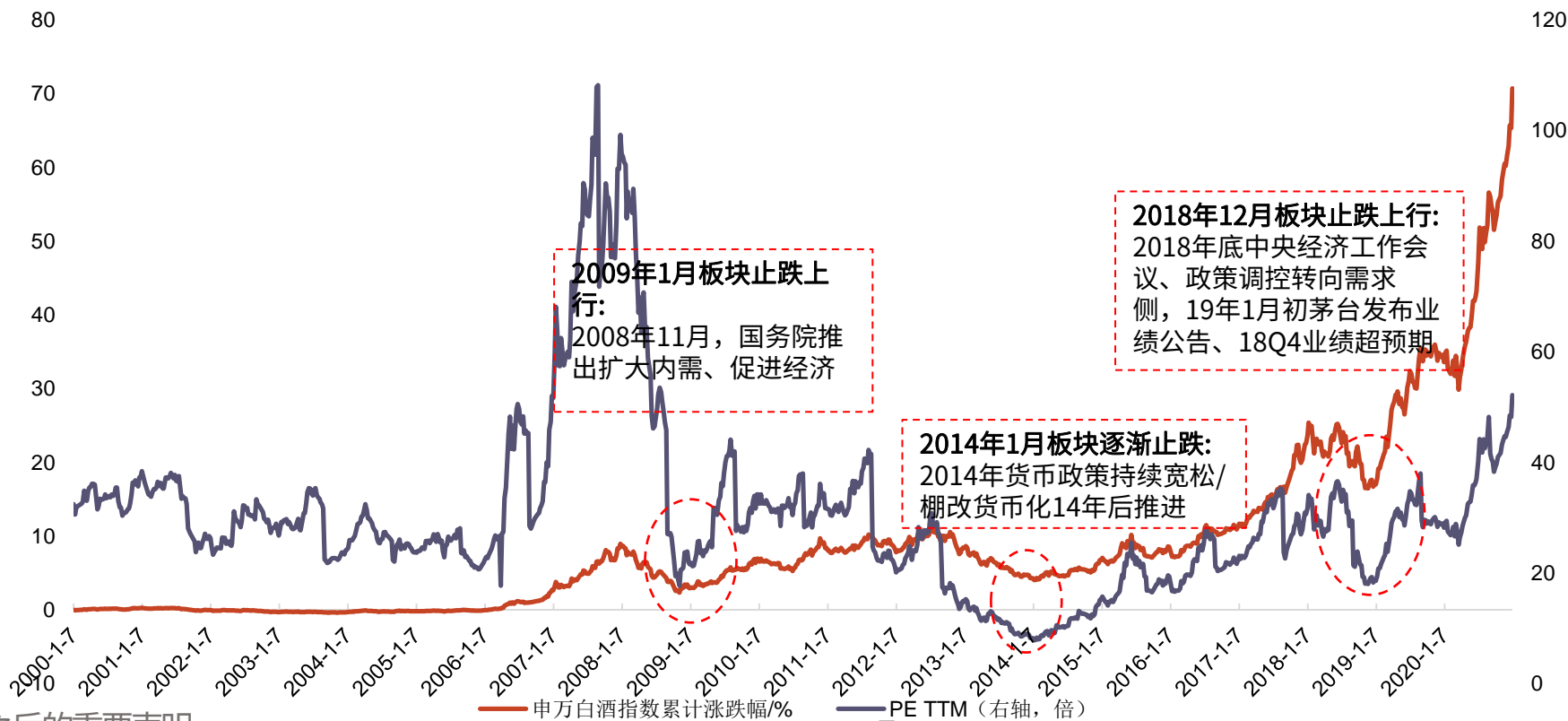
资料来源：Wind，光大证券研究所，注：截至2024.10.25

1.1.3 复盘历次反弹，板块行情表现领先于基本面

历次白酒板块底部反弹，市场表现往往领先于基本面恢复，政策变化/经济预期通常为股价止跌回升的触发因素。

2008年初金融危机影响下白酒指数调整一年左右，2008年11月开始止跌上行；2012年11月“三公消费”禁令导致板块调整一年左右，2014年1月初开始止跌上行；2018年6月起受宏观去杠杆/贸易摩擦/茅台Q3增速放缓影响，板块调整半年左右，2018年12月开始止跌上行。

图5：白酒板块历次反弹复盘



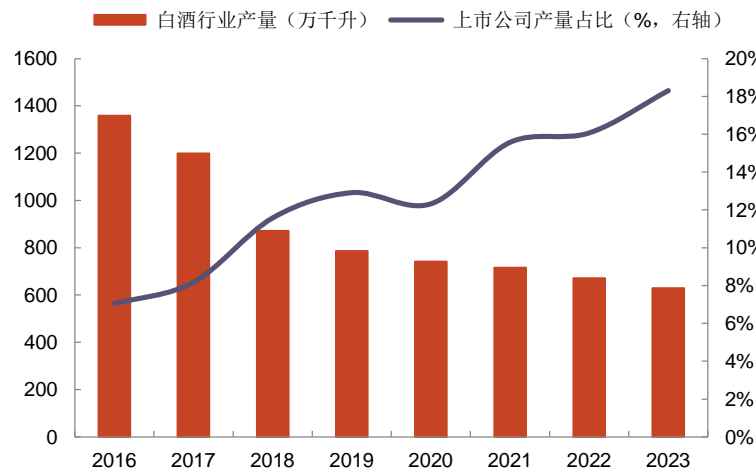
请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：Wind，光大证券研究所，注：截至2020年底

1.2 行业产量继续缩减，分化式竞争加剧

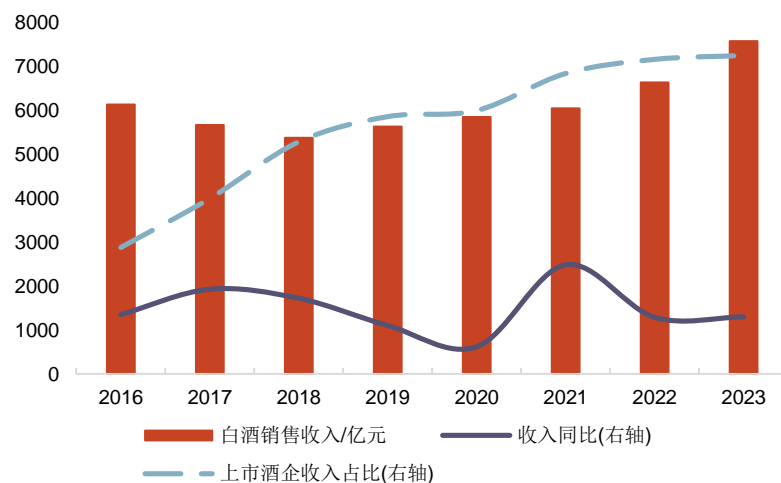
白酒存量/缩量竞争趋势延续。据酒业协会数据，23年白酒行业总产量629万千升、同比下降5.1%，销售收入7563亿元、同比增加9.7%，利润总额2328亿元、同比增长7.5%。存量/缩量竞争已经是共识，同时产能加快向优势产区集中（遵义/宜宾/泸州/吕梁/宿迁/亳州），但销售收入实现接近10%的增长，估计中小酒厂/低端酒出清仍带来行业整体结构上行。利润总额增幅放缓且近五年来首次低于收入增速，主要是存量竞争下酒企费用投入进一步加大，分化式竞争更加剧烈。

图6：国内白酒产量及同比



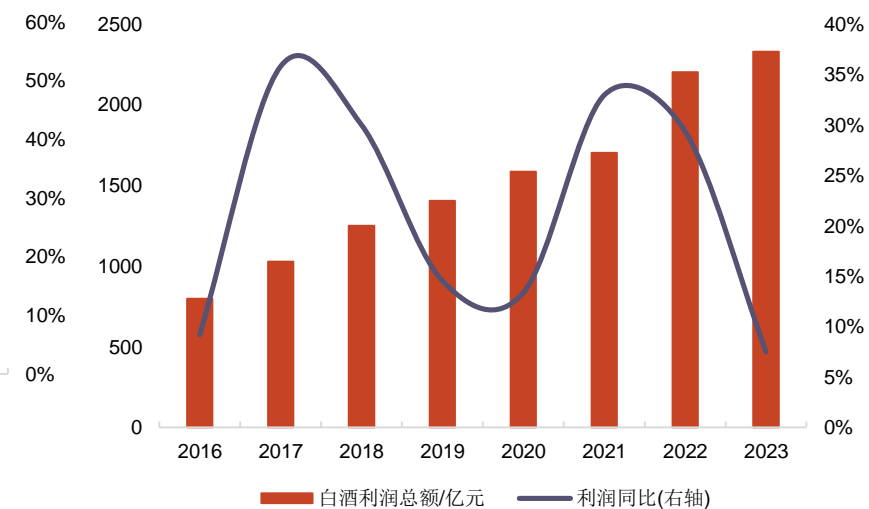
资料来源：中国酒业协会，光大证券研究所

图7：国内白酒销售收入及同比



资料来源：中国酒业协会，光大证券研究所

图8：国内白酒利润总额及同比



资料来源：中国酒业协会，光大证券研究所

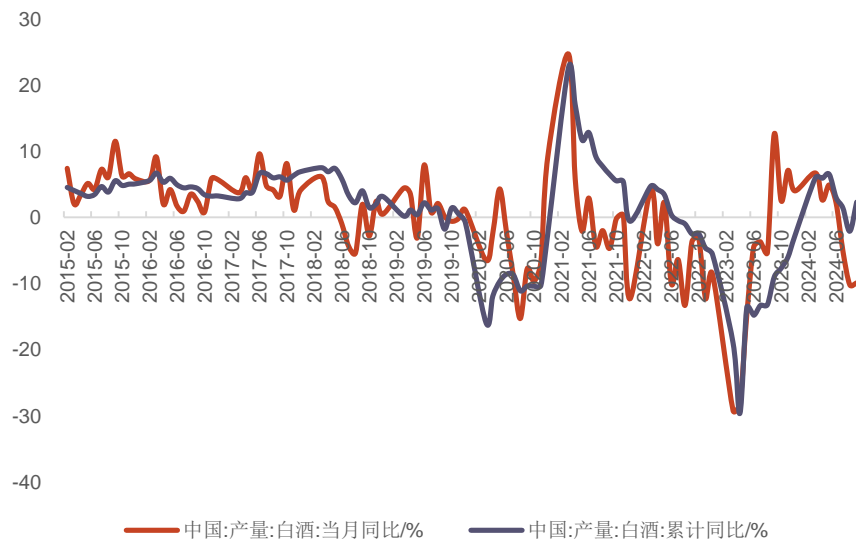
1.3、24年需求较淡，酒企主动调整缓解压力

- ❑ 1.3.1 24年以来需求相对平淡，居民消费为重要支撑
- ❑ 1.3.2 24Q2以来酒企主动调整，Q3调整加速
- ❑ 1.3.3 消费分化较为普遍，大众价位成长性较优
- ❑ 1.3.4 费用端保持较高投放以抢占市场份额
- ❑ 1.3.5 渠道/终端环节运营谨慎，加快品牌集中
- ❑ 1.3.6 库存角度目前仍处于库存去化阶段

1.3.1 24年以来需求相对平淡，居民消费为重要支撑

2024年上半年白酒产量在去年同期低基数下有所恢复，但需求端反馈仍较为疲软，季度间呈现旺季较旺、但淡季更淡的特征。一季度受益于宴席、大众聚饮等居民消费，开门红兑现较好，二季度以来需求走弱，宴席等场景有所萎缩，商务需求仍有待恢复，叠加此前渠道端累积了一定压力，二季度多数酒企将经营重心转向舒缓渠道压力。三季度中秋反馈较为疲软、动销相较去年同期或有下滑，国庆期间大众聚饮消费表现较好，部分区域反馈双节合计降幅有所收窄。

图9：24年上半年白酒产量同比上升



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至2024-09

图10：飞天茅台年内批价波动亦反映需求强弱

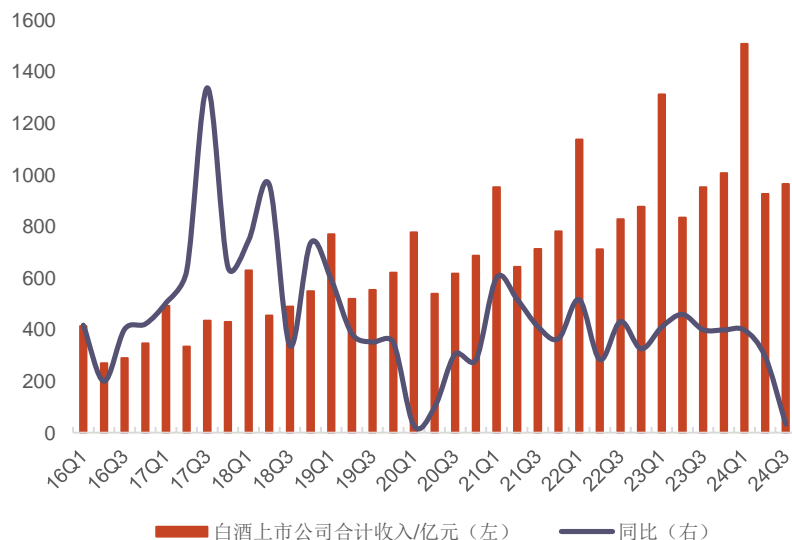


资料来源：酒价参考，光大证券研究所，注：单位元/瓶，截至2024.11.1

1.3.2 24Q2以来酒企主动调整，Q3调整加速

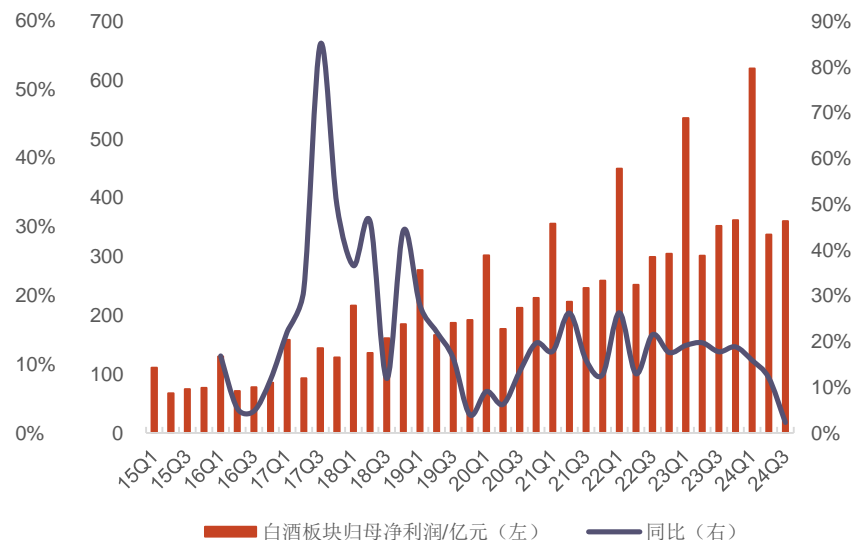
24Q3报表层面增速明显放缓，酒企主动梳理市场秩序。24Q3白酒板块总营收同比增长1.3%、增速环比Q2（同比+11%）继续明显放缓。销售现金回款以及归母净利润同比增速环比二季度亦明显放缓，特别是次高端白酒及部分区域名酒调整更加明显。

图11：白酒板块单季总营收及同比



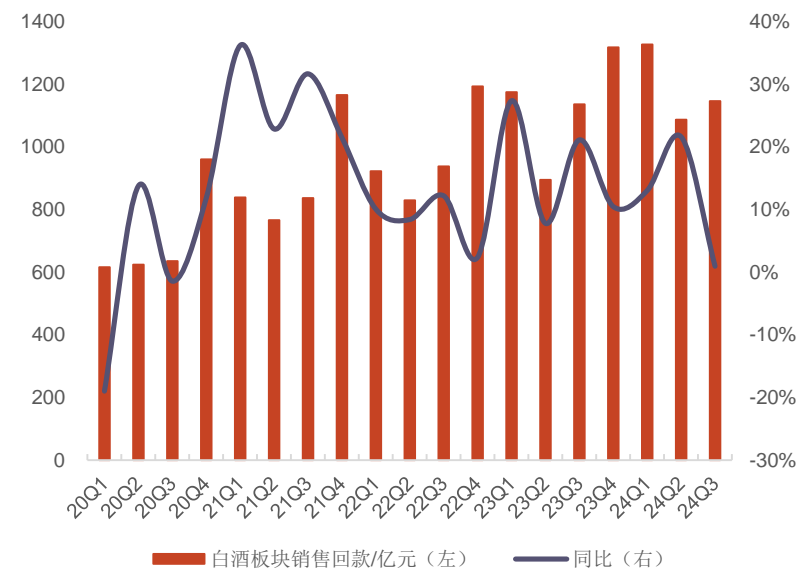
资料来源：Wind，光大证券研究所

图12：白酒板块单季归母净利润及同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图13：白酒板块单季销售回款及同比

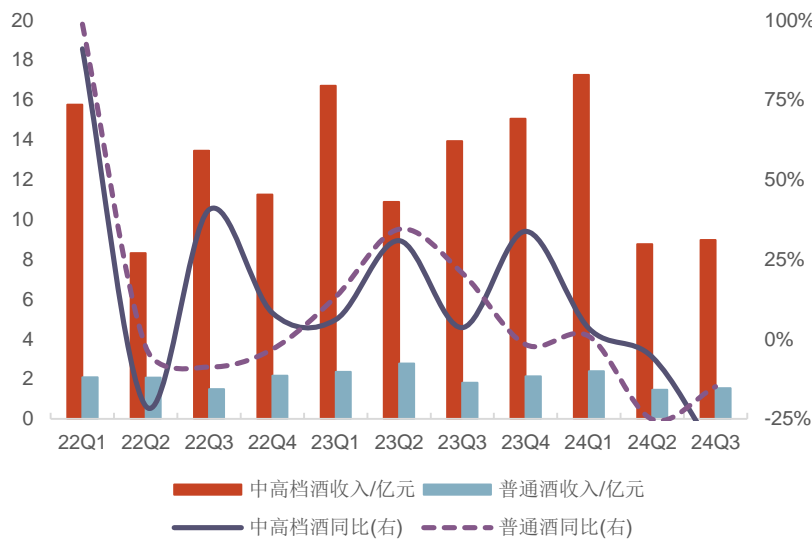


资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3.3 消费分化较为普遍，大众价位成长性较优

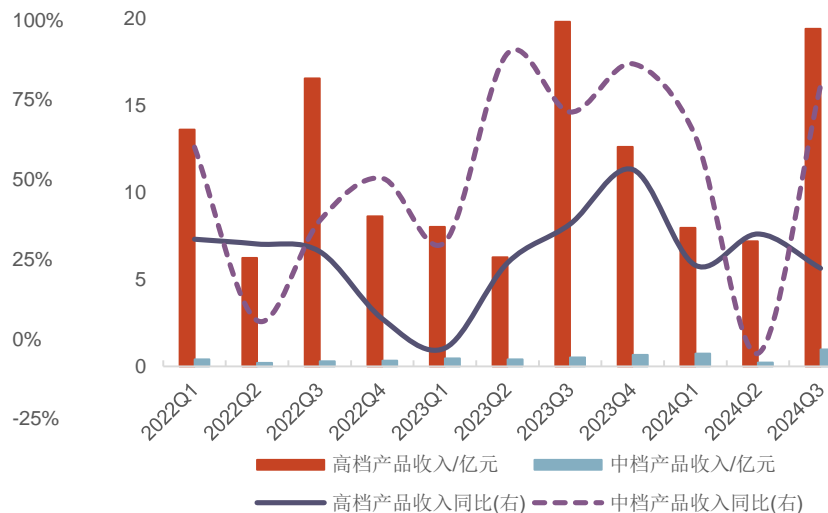
消费分化降级下产品结构阶段性调整。次高端酒企更多以大众价位产品贡献增量，高端酒企亦拓展消费场景，如五粮液今年在对八代控量的基础上，1618/39度五粮液通过宴席、扫码红包等活动，动销增长较优，次高端酒企中山西汾酒今年以100-300元价位腰部产品贡献较高增量，舍得酒业主力单品品味舍得有所承压，舍之道、沱牌T68/特曲延续增长势头，区域酒如今世缘23年以来特A类产品收入增速较为突出。

图14：舍得酒业分产品收入及同比



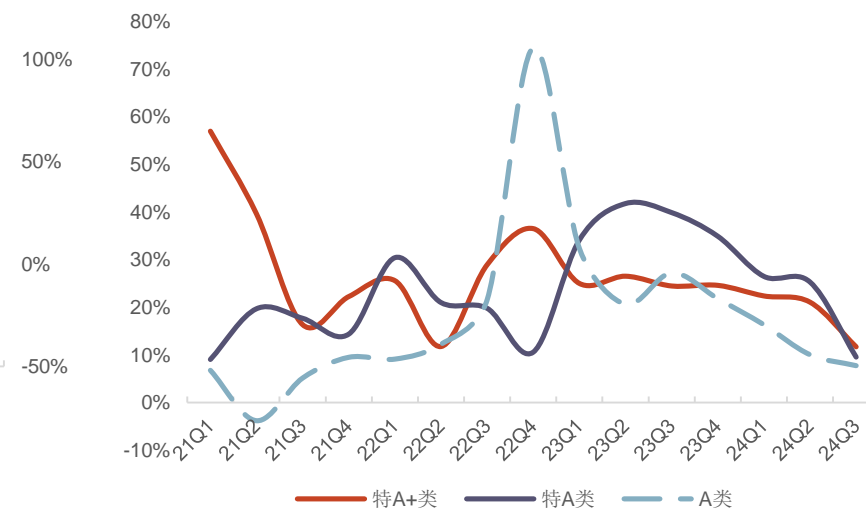
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图15：水井坊分产品收入及同比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图16：今世缘23年以来特A类产品收入增速较快

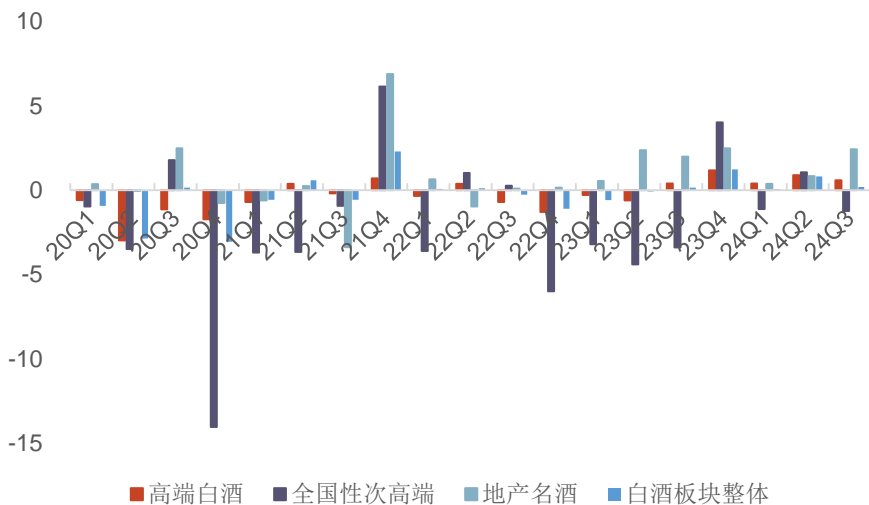


资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.3.4 费用端保持较高投放以抢占市场份额

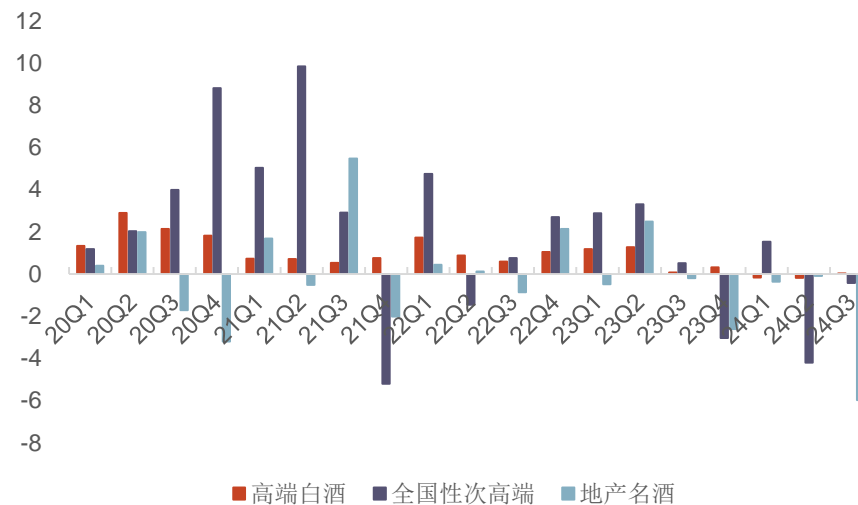
存量竞争下行业内部竞争更加激烈，酒企保持较高的费用投放以抢占市场份额、经销商及终端资金。另外，部分酒企针对C端/消费者设置红包激励、满足开瓶条件的消费者获得的实际价格更加优惠，从而拉动动销。如五粮液对39度/1618开展宴席、扫码红包等活动，泸州老窖的广告宣传费明显提升、同时结合数字化赋能缩减渠道费用。次高端酒企在收入调整阶段仍保持较高的前置性投入。区域名酒在应对激烈竞争的同时费用绝对额保持较高水平。

图17：白酒板块销售费用率同比 (pct)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图18：白酒板块毛销差同比 (pct)

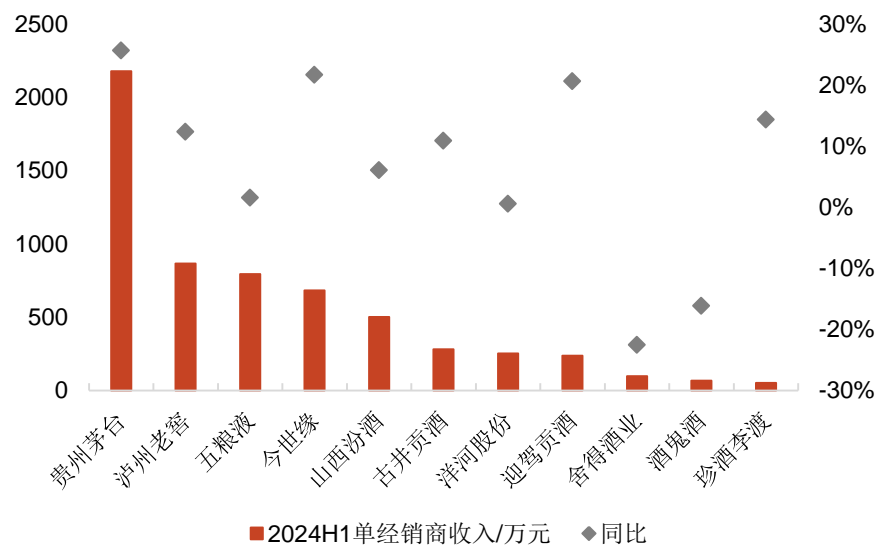


资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3.5 渠道/终端环节运营谨慎，加快品牌集中

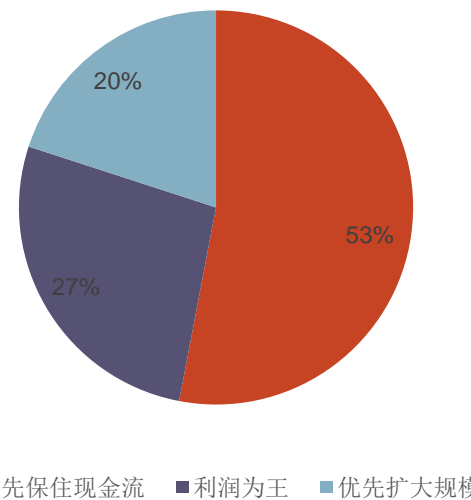
流通环节推动品牌集中度提升。当前需求端预期谨慎下，经销商环节也呈现分化趋势，大商过去积累了一定的资金/利润实力能够应对行业波动，同时通过产业多元化运营以及头部品牌代理权，仍具备一定的抗风险能力。目前环境下经销商扩充新品牌的意愿较弱，更倾向于保留高流动性头部品牌代理权，从而进一步加速了品牌集中度提升。据《2024中国白酒市场中期研究报告》，流通渠道经营者对于下半年的思路更加谨慎，更偏向于保住现金流。

图19：24年上半年多数酒企单经销商贡献收入提升



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图20：流通渠道经营者针对2024年下半年战略定位

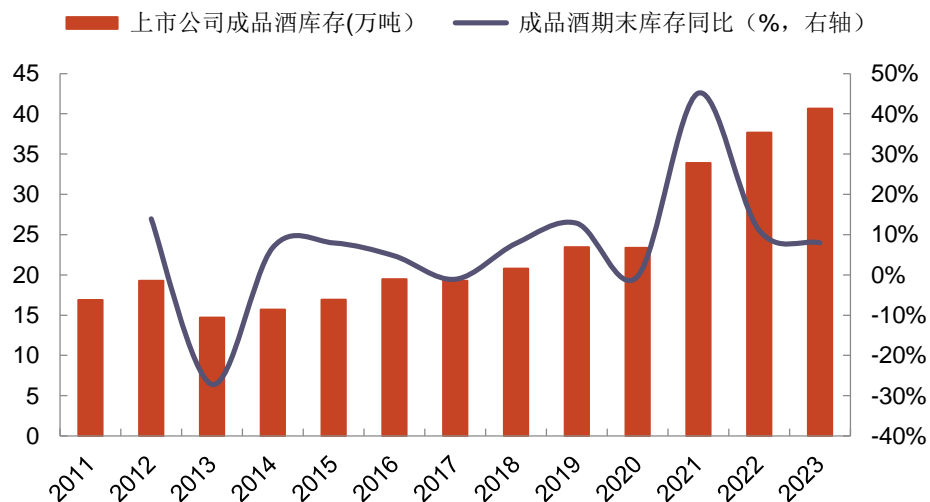


资料来源：中国酒业协会《2024中国白酒市场中期研究报告》

1.3.6 库存角度目前仍处于库存去化阶段

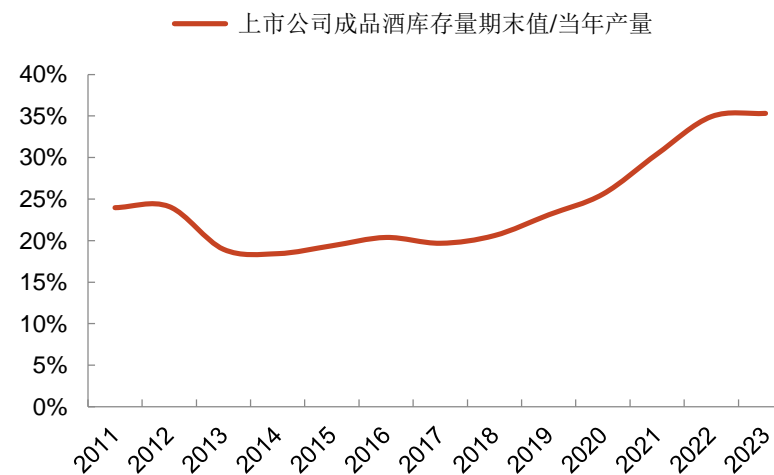
21年之后产成品库存抬升，23年15家主流上市白酒企业（不含珍酒李渡，下同）成品酒库存合计约41万吨、同比增幅8%（21/22年库存同比增幅为45%/11%），成品酒库存占当年产量的比值约35%、较22年基本持平（2011-2020年期间该比值的均值约为21%，21/22年受疫情扰动该比值提升至30%/35%、创2012年以来的历史高位）。考虑五粮液23年成品酒库存量有明显增加（公司年报解释因主要产品动销较好、为积极抢占元春旺季销售提前备货），剔除五粮液后，23年末上市公司成品酒库存约36万吨、较22年末基本持平。

图21：上市公司成品酒库存同比增幅



资料来源：Wind，光大证券研究所

图22：上市公司成品酒库存量与当年产量比值

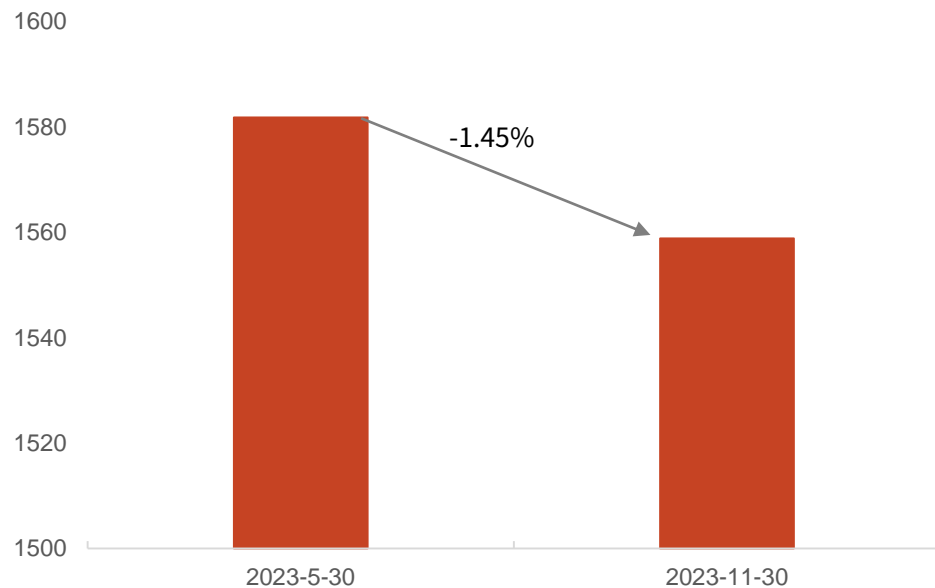


资料来源：Wind，光大证券研究所

1.4 盈利预期存在下修，期待后续拐点

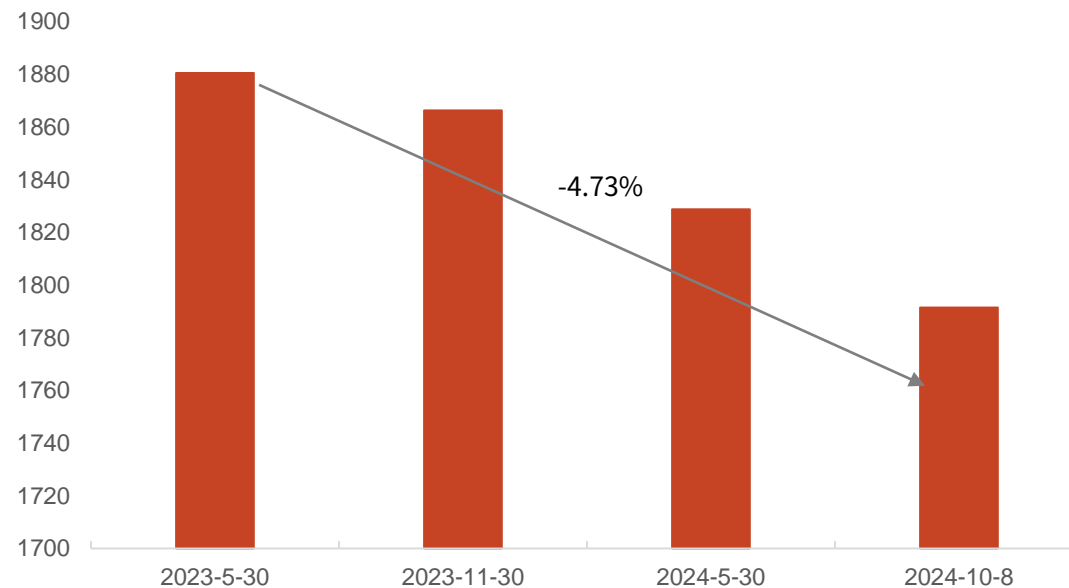
盈利预期调整释放风险，期待后续政策落地逐步传导至基本面。23年以来市场对板块的一致盈利预测存在下修，考虑实际需求以及渠道反馈，后续收入及净利润增长区间或有所下移。待市场对盈利预期的调整趋于平稳后，板块风险释放，后续一揽子政策落地实施后，期待基本面恢复，板块需求向好迎来拐点。

图23：板块23年净利润一致盈利预测下调



资料来源：Wind，光大证券研究所，单位：亿元

图24：板块24年净利润一致盈利预测下调



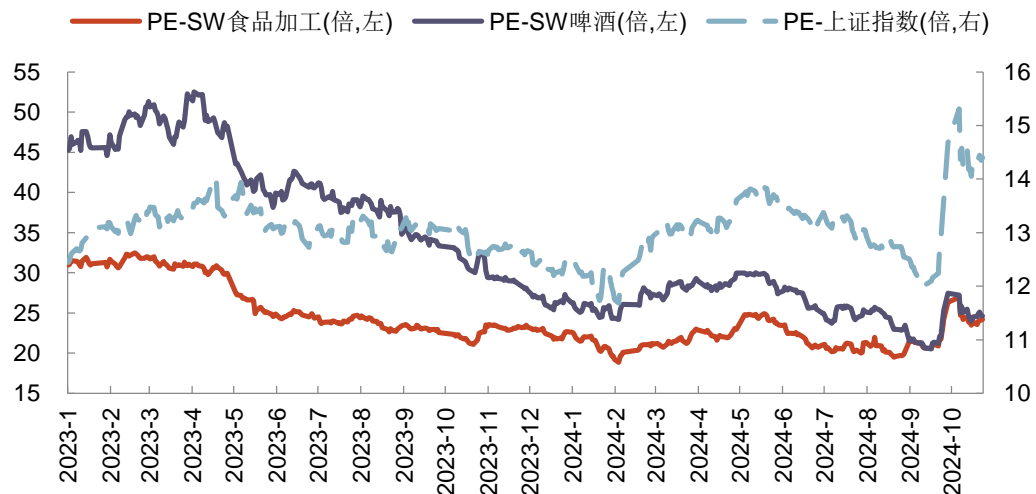
资料来源：Wind，光大证券研究所，单位：亿元

- 1、白酒：政策空间打开，有望筑底反弹
- 2、大众品板块
 - 2.1 板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘
 - 2.2 啤酒：25年销量基数压力较小，关注消费场景恢复
 - 2.3 调味品：B端餐饮渠道承压，关注板块结构性机会
 - 2.4 卤制品：经营积极调整，成本压力缓解
 - 2.5 休闲食品：渠道流量分化加剧，供应链打磨持续推进
 - 2.6 乳制品：供给有所去化，成本持续下行
- 3、投资建议
- 4、风险提示

2.1 板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘

- 24年以来大众食品板块的估值波动较大：整体来看，24年以来大众食品板块估值经历了先上升后下降再上升的过程，其中食品加工板块估值波动性比啤酒板块更大，整体变化趋势与大盘基本一致。截至2024年10月25日，食品加工指数（申万）和啤酒指数（申万）的PE分别为24x和25x，食品加工指数PE较24年以来最高点下降10.1%，啤酒指数PE较24年以来最高点下降17.9%。

图25：2023年以来大众食品板块的估值情况

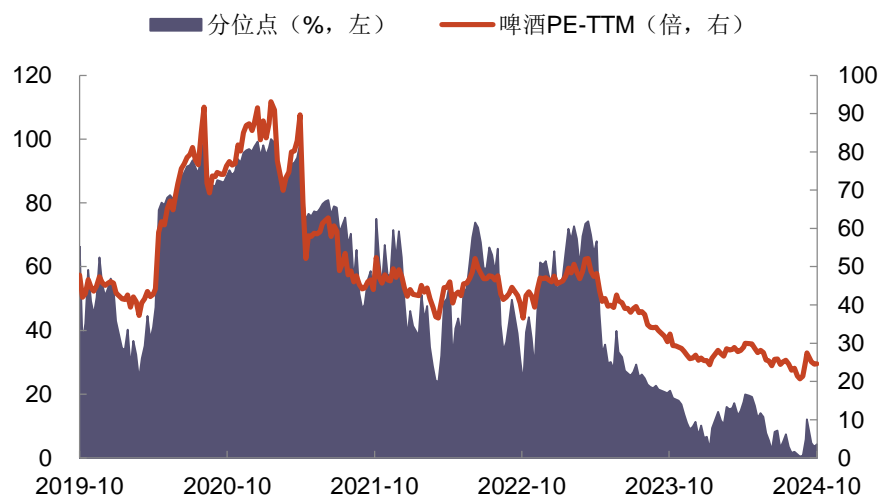


资料来源：Wind，光大证券研究所（注：数据日期为2023.1.3-2024.10.25）

2.1 板块回顾：大众食品板块估值的历史复盘

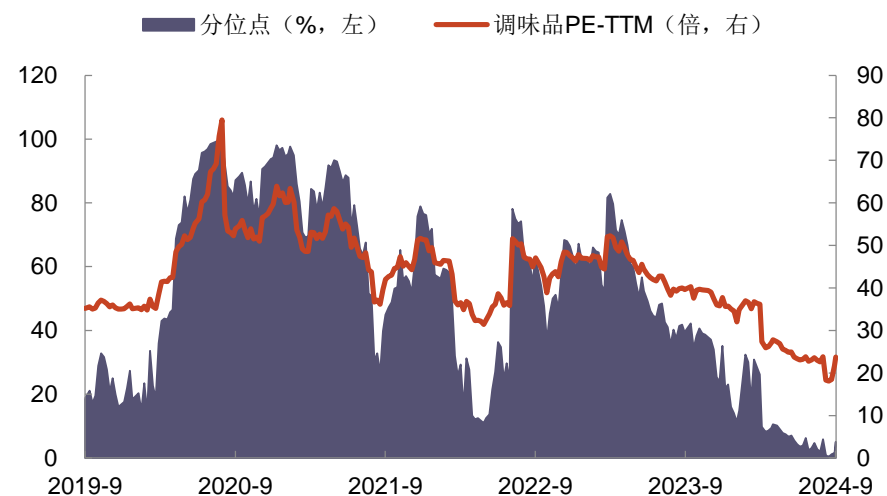
截至2024年10月25日，啤酒板块PE(TTM)处于近5年来的4.30%分位点；调味品板块PE(TTM)处于近5年来的3.52%分位点，两大板块估值均处于近5年较低水平，具有较好的估值安全垫。

图26：啤酒板块PE(TTM)及分位点



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：指数为啤酒（申万）指数，数据时间为2019.10.25-2024.10.25）

图27：调味品板块PE(TTM)及分位点



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：指数为调味发酵品（申万）指数，数据时间为2019.10.25-2024.10.25）

2.2 啤酒：25年销量基数压力较小，关注消费场景恢复

- ▣ 2.2.1 24年旺季销量受天气扰动，成本压力逐步缓解
- ▣ 2.2.2 25年关注消费场景恢复
- ▣ 2.2.3 中长期看，高端化仍是主旋律

2.2.1 啤酒：24年旺季销量受天气扰动，成本压力逐步缓解

- 24Q2以来受雨水天气、餐饮渠道恢复较慢影响，啤酒需求承压。
 - ✓ 24年4-8月啤酒产量当月同比持续为负，其中9月在低基数下，当月产量为290.4万千升，同比增速+1.4%。4-8月单月产量同比为负主要系持续的雨水天气扰动和餐饮消费疲软（24年4月以来餐饮消费回归低速发展阶段）。
- 高端啤酒消费仍待修复，8-10元价格带增长韧性相对较强。
 - ✓ 餐饮渠道是高端啤酒销售的主要场所，受餐饮渠道恢复缓慢影响，高端啤酒销量增速有所放缓。
 - ✓ 但8-10元价格带的啤酒产品表现较为坚挺：例如燕京U8 24年1-5月销量累计增速超过30%，乐堡24H1销量实现同比高个位数增长。

图28：2022-2024年啤酒产量当月同比增速

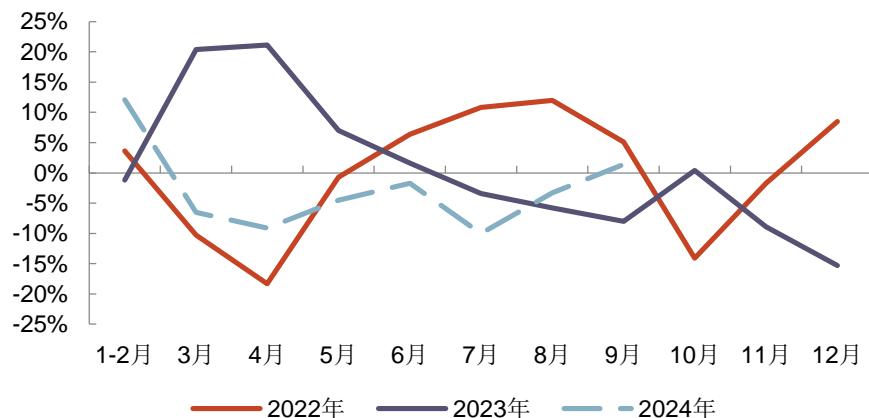
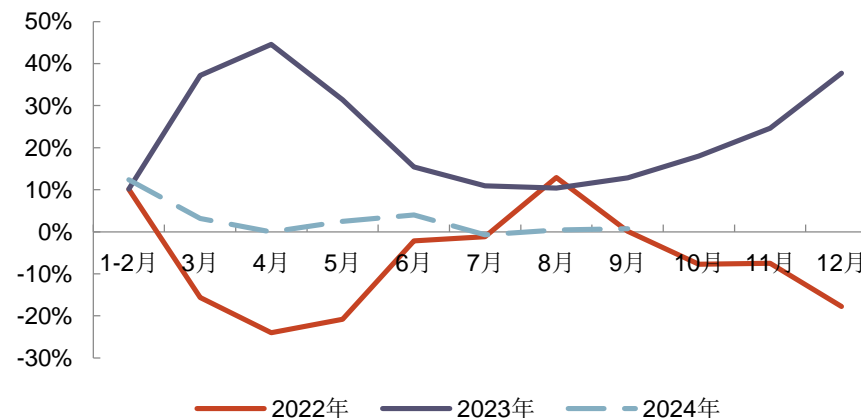


图29：2022-2024年限额以上餐饮企业收入当月同比增速

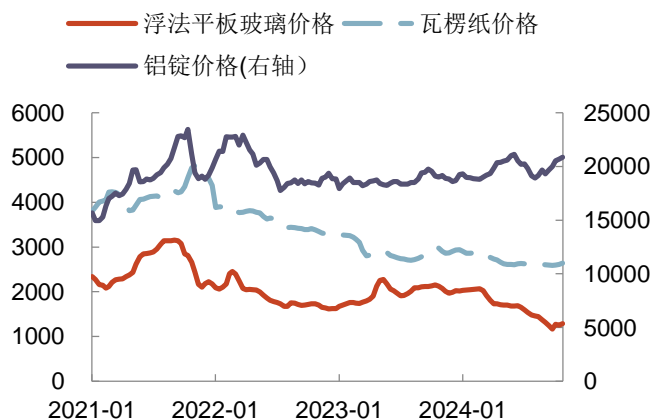


资料来源：国家统计局，光大证券研究所（注：数据截至2024.9）

2.2.1 啤酒：24年旺季销量受天气扰动，成本压力逐步缓解

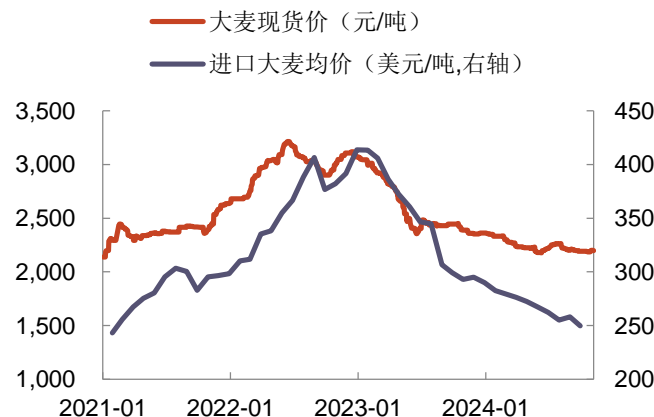
- ▣ **成本：澳麦双反关税取消，24年大麦价格压力趋缓。** 2023年8月4日商务部宣布停止征收原产于澳大利亚的进口大麦的反倾销税和反补贴税，自8月5日起执行（我国自2020年5月19日起对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税，实施期限5年。其中，反倾销税率73.6%，反补贴税率6.9%）。政策实施后国内对澳麦重新进口。澳大利亚是全球第三大大麦产地和仅次于欧盟的大麦出口国，随着低价进口大麦逐步投入使用，啤酒企业成本压力进一步缓解。
- 若假设大麦成本占比为15%，酒企毛利率为40%，澳麦占大麦采购量的50%，则大麦价格每下降10%，将提升毛利率0.3pcts（假设仅考虑替代效应的影响），24年国内酒企享受成本红利的确定性较高。

图30：2021年以来包材价格变化（元/吨）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所
(注：数据时间为2021.1.10-2024.10.31)
请务必参阅正文之后的重要声明

图31：2021年以来大麦价格变化



资料来源：汇易网，光大证券研究所（注：进口大麦均价统计截至2024年9月，大表现货价统计截至2024年11月7日）

表1：澳麦双反关税取消后啤酒企业毛利率变化敏感性测算 (pct)

澳麦占比/澳麦价格降幅	5%	10%	20%	30%	40%
30%	0.09	0.18	0.36	0.54	0.72
40%	0.12	0.24	0.48	0.72	0.96
50%	0.15	0.30	0.60	0.90	1.20
60%	0.18	0.36	0.72	1.08	1.44
70%	0.21	0.42	0.84	1.26	1.68

资料来源：wind，光大证券研究所测算

2.2.2 啤酒：25年关注消费场景恢复

- ▣ 从上市公司层面看，24年成本压力缓解的确定性强，受餐饮恢复缓慢和旺季雨水天气影响，销量压力较大。
 - ✓ 销量：24年Q1-Q3啤酒企业销量表现出现分化，青岛啤酒和百威亚太销量同比持续下滑，珠江啤酒、燕京啤酒销量同比持续提升；其中重庆啤酒24Q3销量增速由正转负。
 - ✓ 吨价：受需求疲软和天气影响，24Q3多数啤酒企业吨价增速环比放缓。
 - ✓ 成本：24年成本压力小于23年，澳麦双反关税取消，利好行业成本压力进一步下行。
- 啤酒的结构升级更依赖消费场景，25年消费场景是否如期复苏是啤酒行业的核心关注点。25年随着餐饮需求恢复，啤酒高端化进程回到正常轨道，预计啤酒企业毛利率仍有提升空间；低基数下25年旺季表现仍值得期待。

表2：23Q4-24Q3上市啤酒公司经营数据变化

公司	销量				ASP				收入				吨成本				销售费用率 (pct)			
	23Q4 同比	24Q1 同比	24Q2 同比	24Q3 同比	23Q4 同比	24Q1 同比	24Q2 同比	24Q3 同比	23Q4 同比	24Q1 同比	24Q2 同比	24Q3 同比	23Q4 同比	24Q1 同比	24Q2 同比	24Q3 同比	23Q4 同比	24Q1 同比	24Q2 同比	24Q3 同比
青岛啤酒	-9.9%	-7.6%	-8.0%	-5.1%	7.2%	2.6%	-0.9%	-0.2%	-3.4%	-5.2%	-8.9%	-5.3%	4.0%	-1.0%	-5.4%	-2.2%	9.6	-1.0	0.4	2.4
重庆啤酒	4.8%	5.2%	1.5%	-5.6%	-8.1%	1.8%	0.0%	-1.6%	-3.8%	7.2%	1.5%	-7.1%	5.9%	-3.3%	2.1%	1.1%	4.9	0.2	1.3	-0.9
珠江啤酒	4.0%	0.8%	1.8%	4.7%	-2.8%	6.2%	6.2%	2.0%	1.2%	7.0%	8.1%	6.9%	8.4%	3.8%	-3.8%	-5.5%	1.5	1.3	-0.3	2.1
燕京啤酒	/	1.0%	0.4%	0.1%	/	0.7%	8.4%	0.1%	-4.4%	1.7%	8.8%	0.2%	/	0.1%	3.0%	0.0%	-7.9	-0.6	0.6	-2.0
百威亚太	-2.1%	-4.8%	-7.3%	-11.4%	11.2%	4.6%	-0.5%	2.2%	8.9%	-0.4%	-7.8%	-9.4%	5.8%	0.4%	-1.7%	0.7%	/	/	/	/

资料来源：wind，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

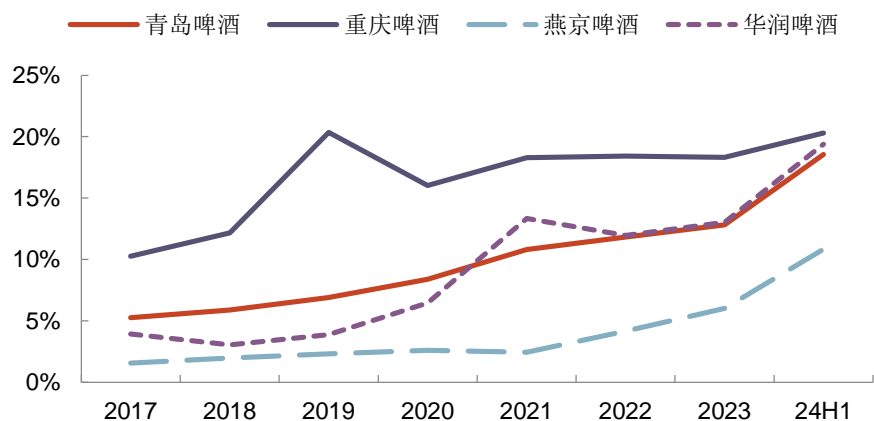
2.2.3 啤酒：中长期看，高端化仍是主旋律



行业高端化阶段，啤酒厂商通过大单品来抢占高端市场：

- **青岛啤酒**：2023年中高端以上产品销量同比增长10.5%，其中白啤销量增长较快；
- **重庆啤酒**：大单品乌苏2023年销量突破80万吨，同比略有增长；
- **华润啤酒**：次高端及以上2023年销量同比增长18.9%，其中纯生、老雪、红爵等产品销量双位数增长，喜力销量增长同比接近60%；
- **百威亚太**：2023年中国地区百威及超高端产品收入实现双位数增长。

图32：龙头利润诉求增强，净利率不断提升



资料来源：wind，光大证券研究所
请务必参阅正文之后的重要声明

表3：主要啤酒企业产品结构

公司	产品战略	分类	主要品牌产品
青岛啤酒	“1+1+N”品牌策略，聚焦主品牌，经典+纯生带动N新产品	青岛主品牌： 其他品牌：	纯生、白啤、1903、百年之旅、琥珀拉格、鸿运当头、奥古特、皮尔森等 崂山、山水、汉斯等
重庆啤酒	“6+6”品牌矩阵丰富高端品类	国际品牌： 国内品牌：	1664、夏日纷、嘉士伯、乐堡、布鲁克林、格林堡 乌苏、重庆、西夏、大理、风花雪月、京A
华润啤酒	布局“4+4”品牌矩阵发力高端	国内品牌： 国际品牌：	勇闯天涯superx、马尔斯绿、匠心营造、脸谱、老勇闯、黑狮白啤 喜力、苏尔、红爵、虎牌、悠世白啤
燕京啤酒	“1+3”品牌战略布局高端	燕京主品牌： 三大副品牌：	U8、V10白啤、纯生、白啤、燕京八景等 漓泉、惠泉、雪鹿
百威亚太	多元化品牌布局	高端及超高端： 核心及核心+： 实惠：	百威、科罗娜、福佳、蓝妹、时代、乐飞、鹅岛、拳击猫、等 哈尔滨啤酒、雪津啤酒 双鹿啤酒、金士百啤酒、雁荡山啤酒

2.2.3 啤酒：中长期看，高端化仍是主旋律

- 经测算，2023年啤酒行业高端化率为26%，到2026年高端化率有望提升至30%（国外的高档酒占比40%左右），仍有较大提升空间。

表4：啤酒行业销量基本稳定（万千升）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
啤酒行业总销量	3,616.9	3,597.3	3,491.8	3,522.8	3,551.6
yoy	0%	-1%	-3%	1%	1%
重庆啤酒	285.7	299.8	310.0	322.0	333.6
yoy	2%	5%	3%	4%	4%
华润啤酒	1,109.6	1,115.1	1,102.2	1,123.8	1,144.7
yoy	0%	0%	-1%	2%	2%
青岛啤酒	807.0	800.7	771.4	779.8	786.9
yoy	2%	-1%	-4%	1%	1%
百威亚太（中国地区）	659.2	687.3	656.5	678.1	698.2
yoy	-3%	4%	-4%	3%	3%
进口啤酒	48.2	41.8	38.5	36.6	34.7
yoy	-8%	-13%	-8%	-5%	-5%
其他国产啤酒	707.2	652.7	613.2	582.6	553.4
yoy	0%	-8%	-6%	-5%	-5%

表5：啤酒高端化率还有较大提升空间（万千升）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
高档啤酒总销量	850.8	926.8	950.2	1,012.3	1,064.8
行业高端化率	24%	26%	27%	29%	30%
yoy	24%	9%	3%	7%	5%
重庆啤酒	138.2	143.7	148.0	155.4	162.5
重庆啤酒高端化率	48%	48%	48%	48%	49%
yoy		4%	3%	5%	5%
华润啤酒	210.2	250.5	274.0	300.5	326.3
华润啤酒高端化率	19%	22%	25%	27%	29%
yoy	13%	19%	9%	10%	9%
青岛啤酒	112.0	117.3	114.9	121.8	127.3
青岛啤酒高端化率	14%	15%	15%	16%	16%
yoy	-1%	5%	-2%	6%	5%
百威亚太（中国地区）	268.6	295.2	295.2	316.6	336.4
百威亚太高端化率	41%	43%	45%	47%	48%
yoy	2%	10%	0%	7%	6%
进口啤酒	48.2	41.8	38.5	36.6	34.7
yoy	-8%	-13%	-8%	-5%	-5%
其他国产啤酒	73.55	78.28	79.72	81.56	77.48
其他国产啤酒高端化率	10%	12%	13%	14%	14%
yoy	4%	6%	2%	2%	-5%

请务必参阅正文之后的重要声明

2.3 调味品：B端餐饮渠道承压，关注板块结构性机会

- ❑ 2.3.1 需求端：24年B端餐饮仍然承压、C端延续健康化趋势
- ❑ 2.3.2 成本端：综合成本压力下降，部分龙头毛利率提升
- ❑ 2.3.3 板块估值相对处于低位，关注结构性机会

2.3.1 需求端：24年B端餐饮仍然承压、C端延续健康化趋势

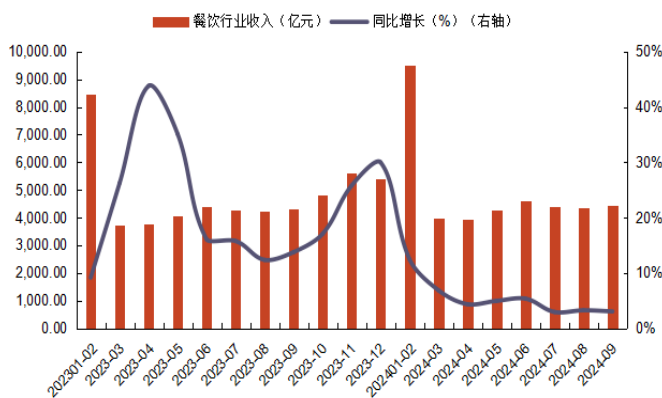
24年餐饮社零同比增速较弱，调味品B端餐饮渠道仍然承压

➢ 24年春节表现较好，但是3-9月仍然承压。3月起全国餐饮收入增速快速下滑，3-9月餐饮收入同比增速均为个位数水平，3-9月分别同比+6.9%/+4.4%/+5.0%/+5.4%/+3.0%/+3.3%/+3.1%。限额以上餐饮收入同样表现低迷，3-9月分别同比+3.2%/持平/+2.5%/+4.0%/-0.7%/+0.4%/+0.7%。我们预计25年B端仍将延续平稳复苏，且中小B端修复有望提速。

C端健康化趋势持续推进，助推行业结构升级

经过2023年的“零添加”行业结构升级之后，调味品行业继续挖掘健康化赛道的方向。2024年，各家基调企业纷纷以减盐为重点，推出健康化调味品，例如，海天味业推出“薄盐蚝油”，突破“减盐防腐不变质”和“减盐不减味”的研发难点；千禾推出“0添加减盐35%生抽”和“0添加减盐55%生抽”，减盐产品矩阵更加精细化。

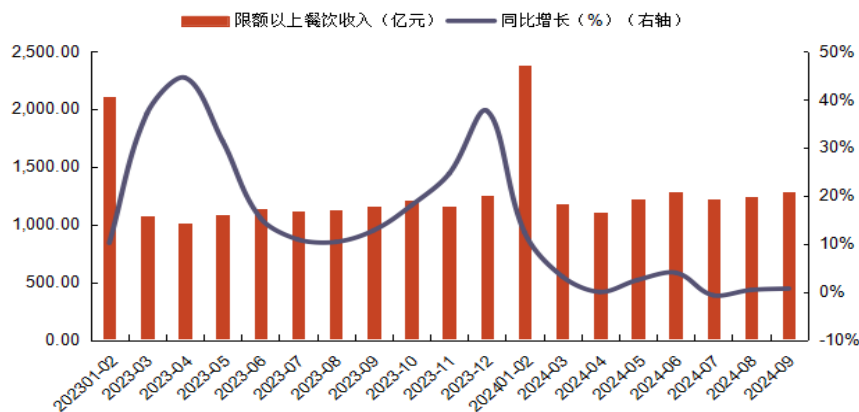
图33：餐饮行业收入及增速



资料来源：国家统计局，光大证券研究所；
注：时间区间是2023年1月-2024年9月

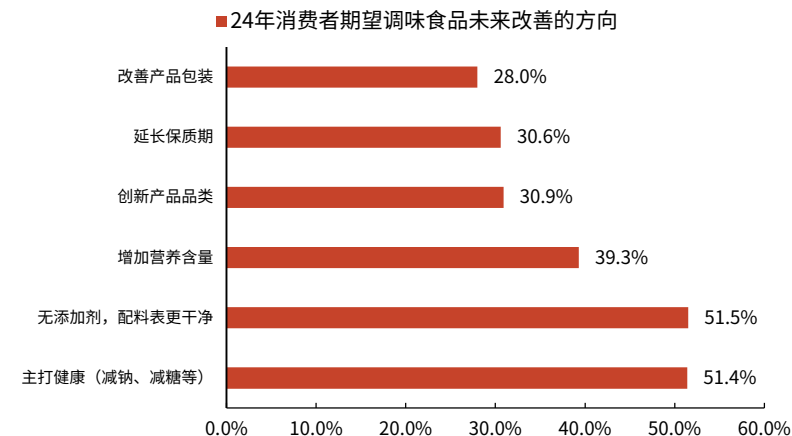
请务必参阅正文之后的重要声明

图34：限额以上餐饮收入增速



资料来源：国家统计局，光大证券研究所；
注：时间区间是2023年1月-2024年9月

图35：24年消费者期望调味食品未来改善方向



资料来源：艾媒咨询《2024年中国调味食品行业市场研究报告》，光大证券研究所

2.3.2 成本端：综合成本压力下降，部分龙头毛利率提升

24年原材料价格总体呈下降趋势，明年成本预计保持稳定

- 24年1月以来主要原料价格总体呈下降趋势，成本压力逐渐减轻。其中，大豆价格自24年1月10日的4895.3元/吨下降至11月7日的3994.7元/吨；白糖价格自24年1月1日的6704元/吨下降至11月7日的6442元/吨。包材方面，自24年1月2日-11月7日，聚酯切片价格从6790元/吨下降至6160元/吨；玻璃价格从21.57元/平方米下降至16.70元/平方米。
- 原材料成本下降逐渐改善部分龙头企业的毛利率，24Q3海天味业/中炬高新的毛利率分别同比+2.1/+5.0pcts。我们认为明年成本端下行因素无变化，成本端仍将保持低位。

图36：2023年1月3日-2024年11月7日的大豆价格（元/吨）



图37：2023年1月2日-2024年11月7日的白糖价格（元/吨）

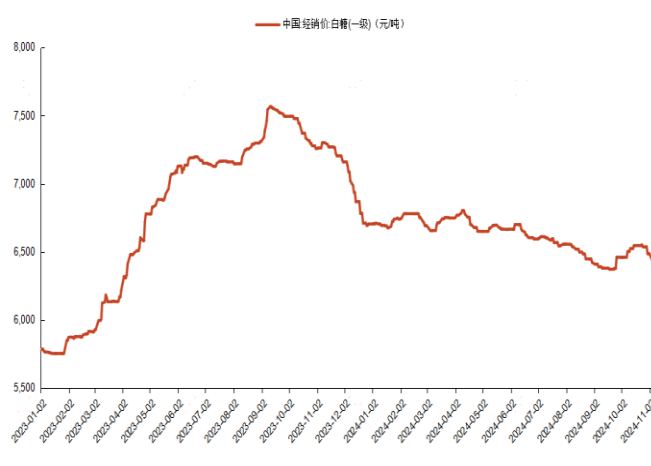


图38：2023年1月3日-2024年11月7日聚酯切片价格

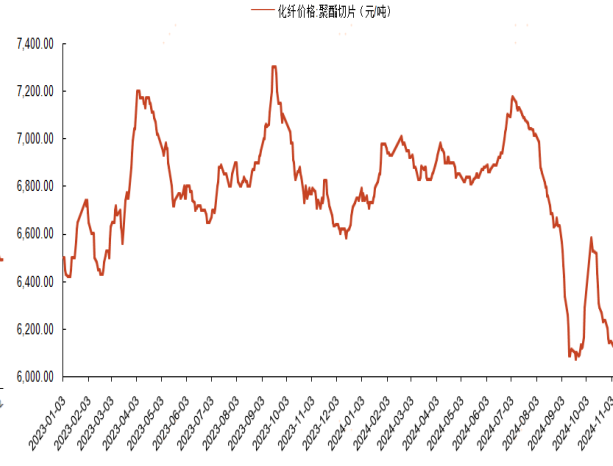
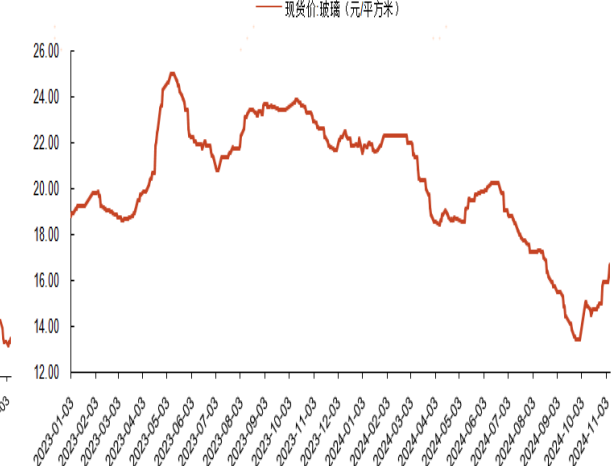


图39：2023年1月3日-2024年11月7日玻璃价格

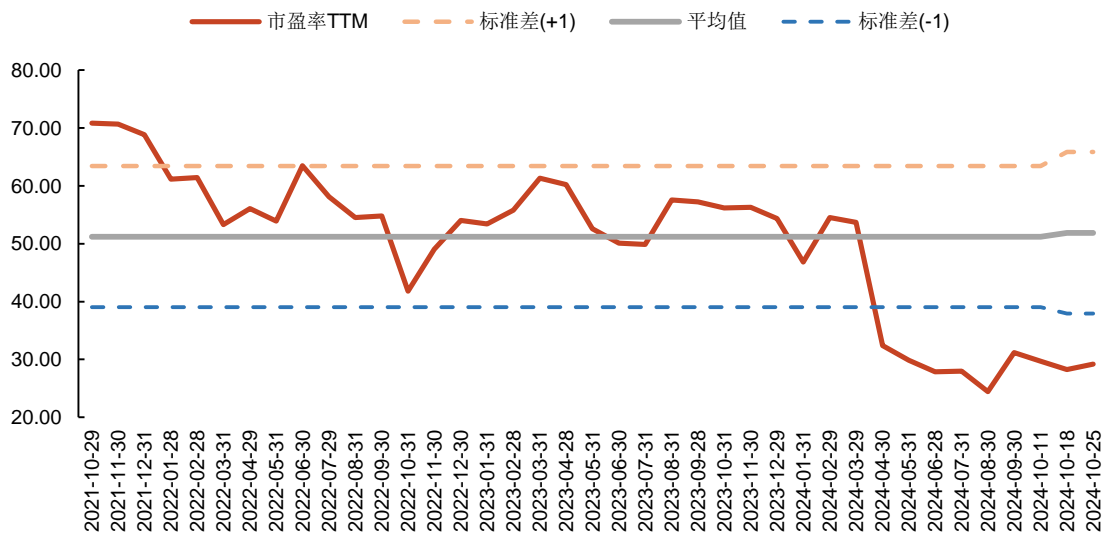


资料来源：wind，ifind，光大证券研究所

2.3.3 板块估值相对处于低位，关注结构性机会

- B端餐饮渠道销量占比较大，其需求疲软导致整体板块估值承压。截至2024.10.25，调味品（中信）指数PE-TTM为29.2x，处于近3年均值的下端。
- 从估值的绝对值角度来看，10月25日龙头公司海天味业PE-TTM为41.20倍，中炬高新PE-TTM为5.36倍，颐海国际PE-TTM为17.13倍，板块内部仍存在结构性机会。
- 关注主线：新品较多、内部改革、拓展海外市场以及低估值下的成长标的，推荐：颐海国际。

图40：过去3年调味品（中信）指数PE估值



资料来源：wind，光大证券研究所（注：数据时间为2021.10.29-2024.10.25）

表6：上市调味品公司估值基本处在近3年低位（截至日期为2024年10月25日）

	海天味业	中炬高新	千禾味业	恒顺醋业	天味食品	日辰股份	颐海国际
最新PE-TTM (倍)	41.20	5.36	24.64	153.35	25.43	45.26	17.13
近3年分位点	40.14%	10.11%	4.14%	99.45%	9.79%	39.31%	33.47%

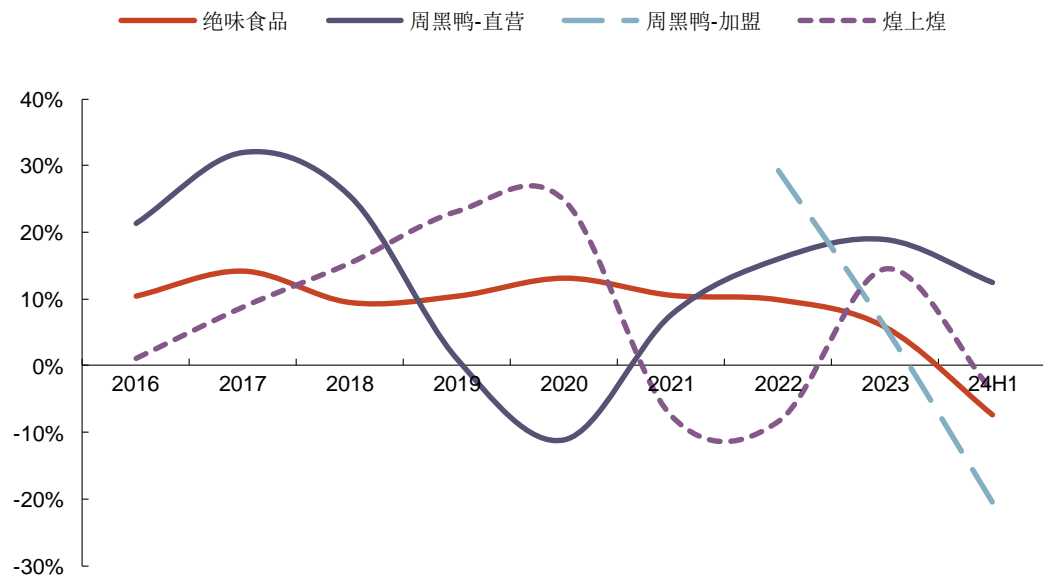
资料来源：wind，光大证券研究所

2.4、卤制品：经营积极调整，成本压力缓解

放缓开店节奏，保证门店质量

终端消费有待修复，卤制品企业主动关闭低效门店，重新打磨单店模型，尝试通过以价换量/产品形态改造/员工激励/打通线上/品牌焕新等多种方式提振门店表现。24H1仍处于调整阶段，但部分调整动作已取得初步成效，后续有望推动公司经营企稳。消费力的修复是一个循序渐进的过程，企业需要维持定力，积极促销和推新，从而实现持续性的稳健增长。

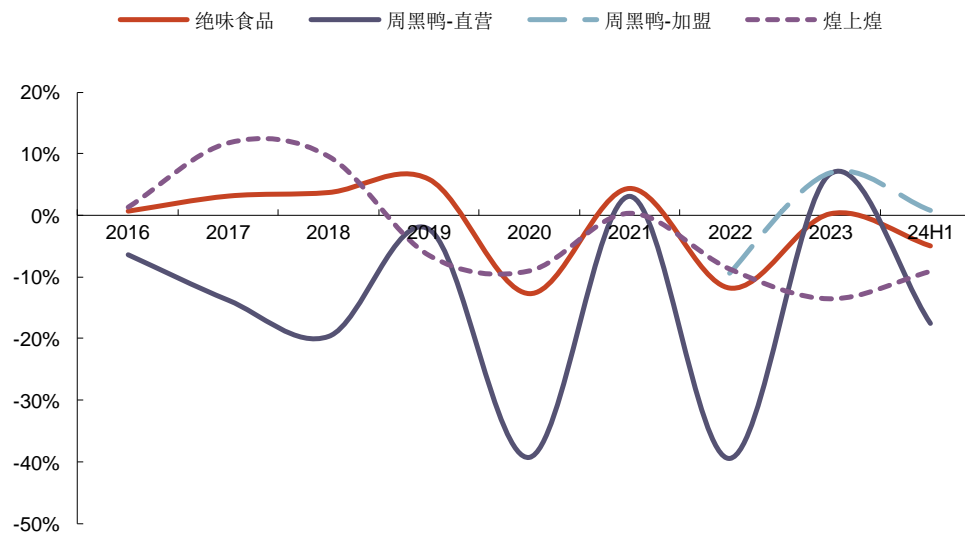
图41：休闲卤味门店数同比增速



资料来源：wind，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图42：休闲卤味单店收入同比增速



资料来源：wind，光大证券研究所

2.4、卤制品：经营积极调整，成本压力缓解

供需格局持续优化，上游鸭副价格持续下行。鸭苗供给持续修复，鸭副价格进入下行通道，核心原料鸭脖价格下调明显，截至24年9月已回落至8-9元/千克，与19年水平接近。考虑到需求端尚待恢复，预计原材料成本走势相对稳定，有望为企业毛利率端提供更多弹性。

图43：鸭副核心品类成本走势



资料来源：禽报网，光大证券研究所整理；注：数据统计截至2024年9月

请务必参阅正文之后的重要声明

2.5、休闲食品：渠道流量分化加剧，供应链打磨持续推进

新渠道增势良好，老渠道有所冲击

从渠道角度看，2024年新渠道快速扩容，渠道本身从初期的高速发展逐步进入到相对较快的增长阶段。其中量贩渠道经前期整合并购，初步形成以“很忙系”和“万辰系”为首的两强格局。在2024年加速开店下，二者门店数量均达到万店级别，与其他零食量贩系统拉开较大差距，规模优势较为明显。对比“跑马圈地”的2024年，我们预计2025年零食量贩系统逐步将注意力从门店数量转移至单店模型上来。

抖音渠道虽然在基数提升下，销售额增速有所放缓。但随着抖音平台商城板块的打造完善，该渠道的品宣作用逐步凸显，弥补了流量碎片化背景下，高效的品牌曝光路径的缺失。抖音渠道流量外溢带来的正向效果让各零食公司愿意为其支付更高的费用投入，通过其他渠道规模上的增长弥补抖音渠道较低的盈利水平。

随着新渠道的发展，其他原有销售渠道受到的冲击愈发明显。商超渠道等主动通过缩减经销商环节，降低渠道费用等方式降低加价倍率/让利终端，提高自身竞争力。

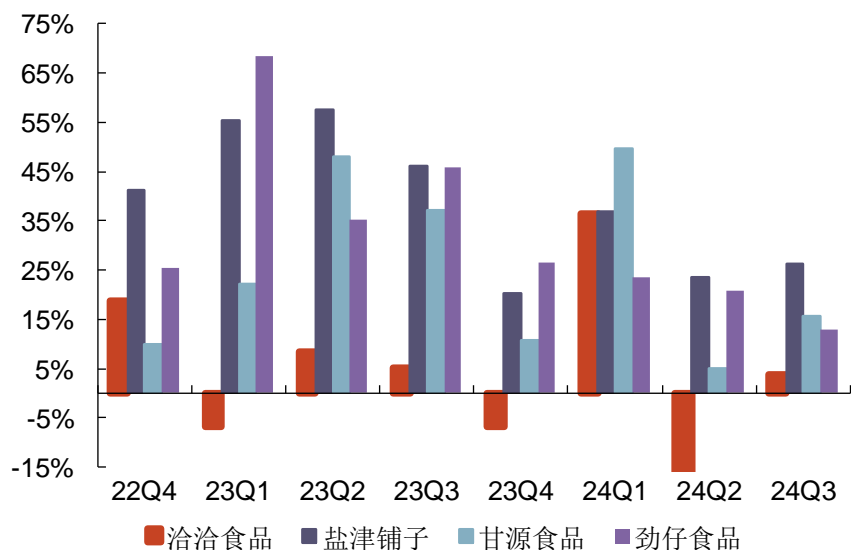
总结而言，在多层变革下，终端渠道呈现了分散化的局面，各渠道承载了差异化的价值定位，为厂商提供更多曝光通路的同时，更为考验生产商对多渠道之间的平衡能力。自身供应链能力强，基本功扎实的企业更易从中获得品类放量。

2.5、休闲食品：渠道流量分化加剧，供应链打磨持续推进

强化单品势能，增强经营韧性

从生产商角度来看，随着新渠道进入稳步发展阶段，整体竞争有所加剧。各公司一方面积极打造核心单品，增强大单品的势能，通过质价比提升产品竞争力。另一方面拓宽销售网络，通过多渠道布局获取销售增量。从业绩表现来看，2024年以来，虽然受基数影响，收入增速有所回落，但仍保持较高水平，利润端亦维持较好表现。随着本轮渠道变革的逐步稳定，各公司在多渠道布局上已陆续摸索出适合自身的打法，业绩表现有望延续。

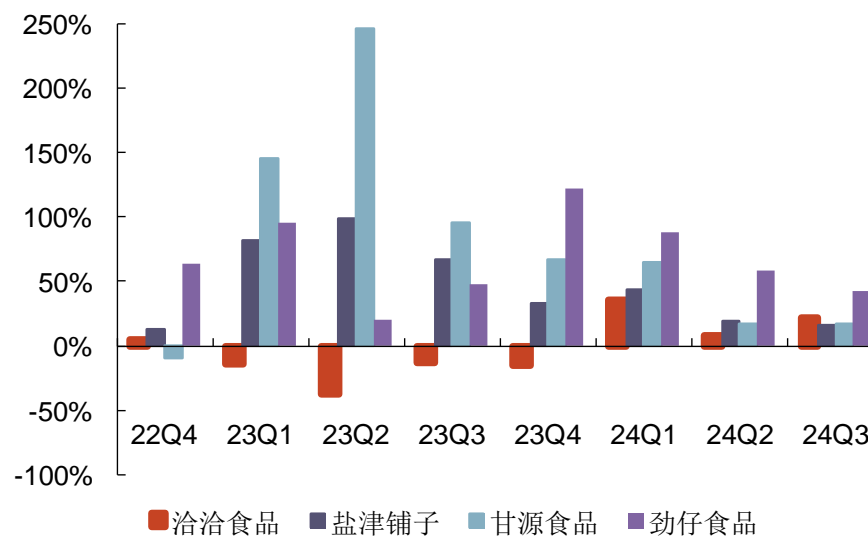
图44：部分休闲食品公司分季度营收同比



资料来源：wind，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图45：部分休闲食品公司分季度归母净利润同比



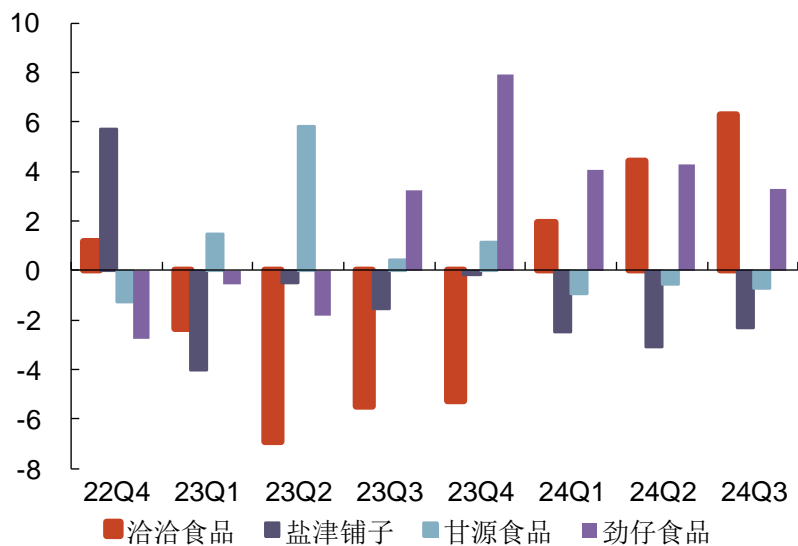
资料来源：wind，光大证券研究所

2.5、休闲食品：渠道流量分化加剧，供应链打磨持续推进

优化全产业链布局，彰显供应链优势

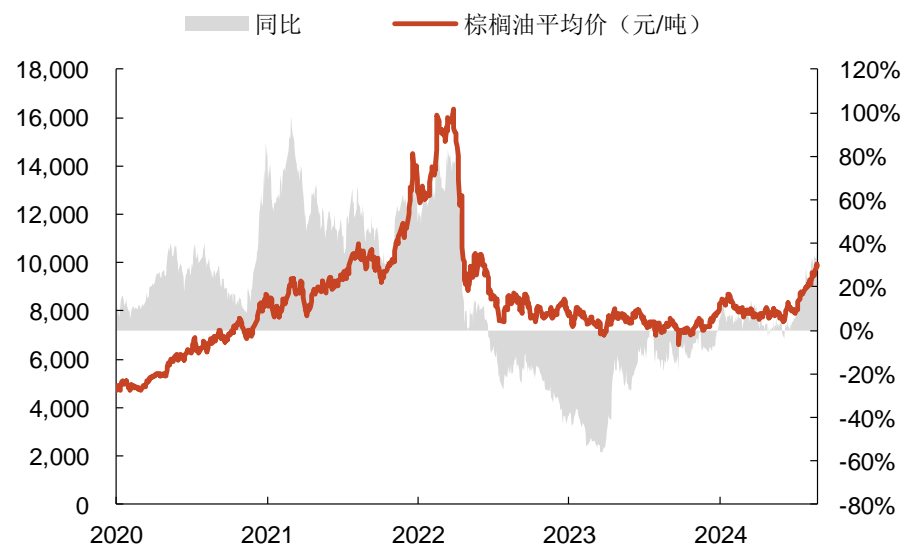
高性价比渠道快速发展的背景下，为提供与之匹配的产品，厂商更需要修炼内功，通过产业链优化降低生产成本。以盐津铺子为代表的各零食厂商相继通过切入上游/自身产线优化等方式提升经营效率，后续随着收入端放量，规模效应有望更好显现。成本方面，24H1受益于瓜子/鲢鱼等原材料成本回落，洽洽食品/劲仔食品毛利率有不同程度提升。24H2进入新采购季，仍需密切关注成本价格走势。

图46：部分休闲食品公司分季度毛利率同比变化（pcts）



资料来源：wind，光大证券研究所

图47：棕榈油均价（元/吨）



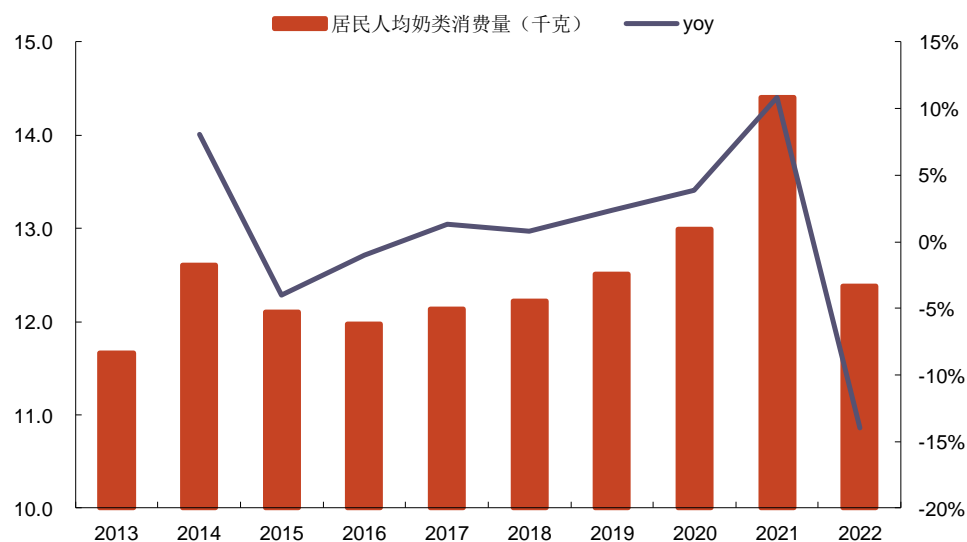
资料来源：wind，光大证券研究所，注：价格统计截至2024年11月6日

2.6、乳制品：供给有所去化，成本持续下行

供需错配拉长周期，底部迹象已有显现

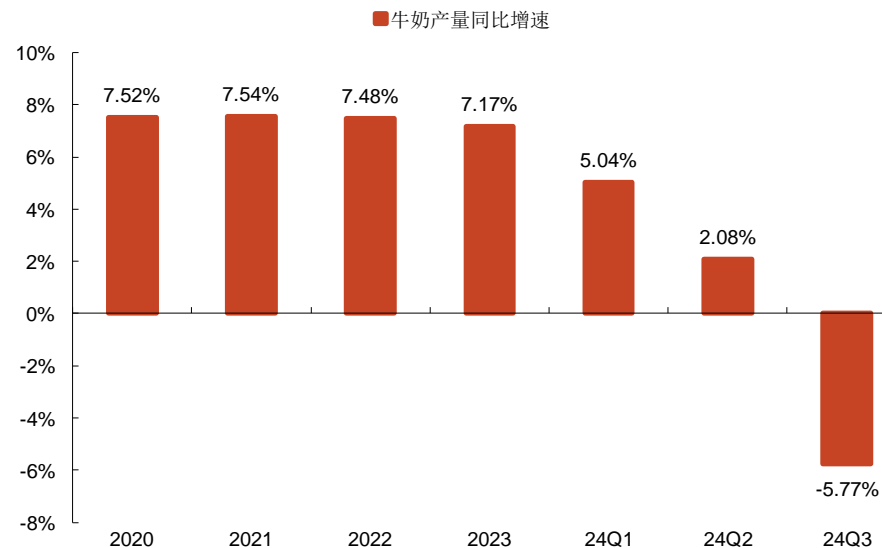
对比过往几轮的乳品景气下行周期，本轮驱动因素从供给端表现来看，更多系大规模牧场的持续扩张带来的供给增加；从需求端来看则为疫情对消费理念的影响阶段性透支了乳品需求，疫后需求回落、供需错配加大。从牛奶产量来看，20-23年CAGR为7.4%，24Q1/24Q2/24Q3 增速逐步回落至5.04%/2.08%/-5.77%。后续随着供给端的增速放缓和需求的再平衡，本轮周期与底部距离渐行渐近，2025年有望实现供需平衡。

图48：我国居民人均奶类消费量



资料来源：wind，光大证券研究所

图49：我国牛奶产量同比增速



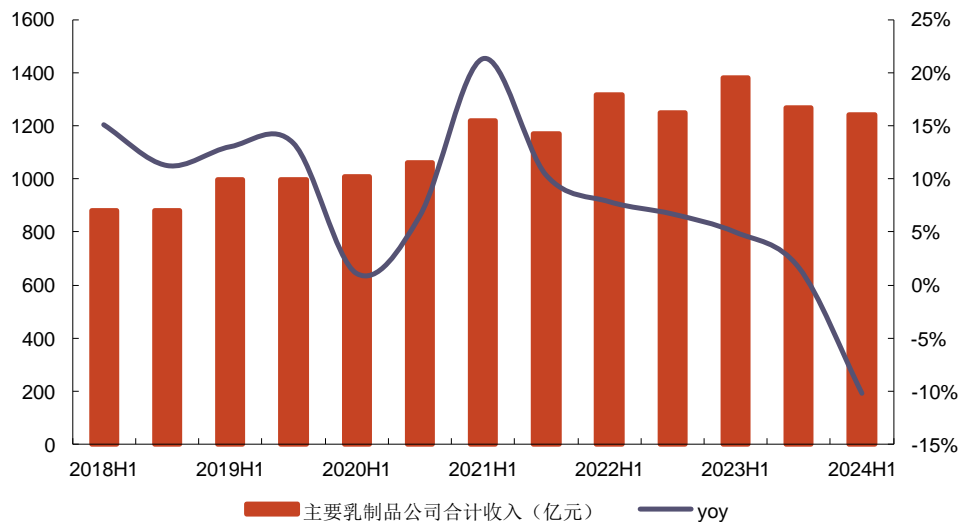
资料来源：ifind，光大证券研究所

2.6、乳制品：供给有所去化，成本持续下行

动销短期承压，主动调整渠道

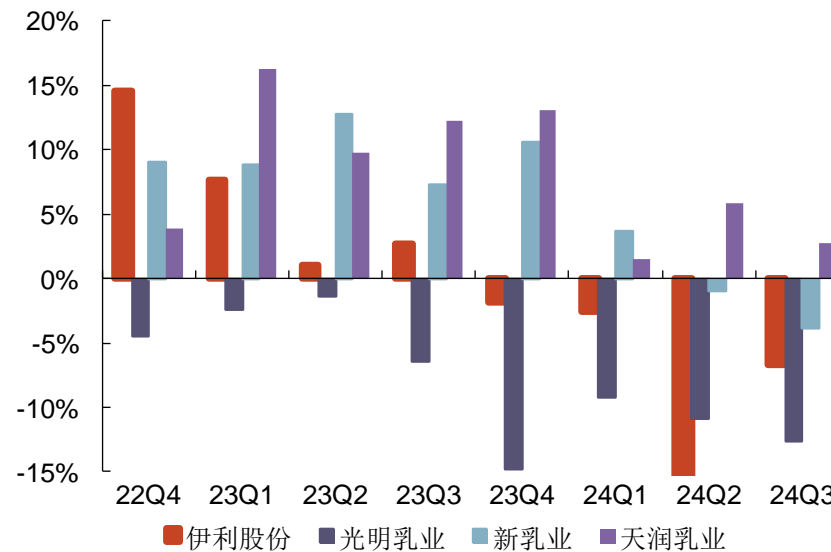
从公司维度来看，头部乳企主动调整销售节奏，24H1积极消化渠道库存，虽造成业绩的短期承压，但渠道端的调整已基本结束，下半年可轻装上阵，24Q3伊利股份收入降幅有所收窄。小乳企在成本红利下通过销售低价奶抢占了大乳企的部分份额，但长期来看，随着上游集中度的提升，下游乳企集中度提升趋势不变。且低价奶对乡镇消费习惯的培养有望带来更大的消费潜力，后续伴随消费升级为头部乳企提供更大的市场空间。

图50：主要乳制品公司合计营收及同比



资料来源：wind，光大证券研究所，注：包含乳制品公司为伊利股份、蒙牛乳业、光明乳业、新乳业、天润乳业

图51：主要乳制品公司分季度营收同比



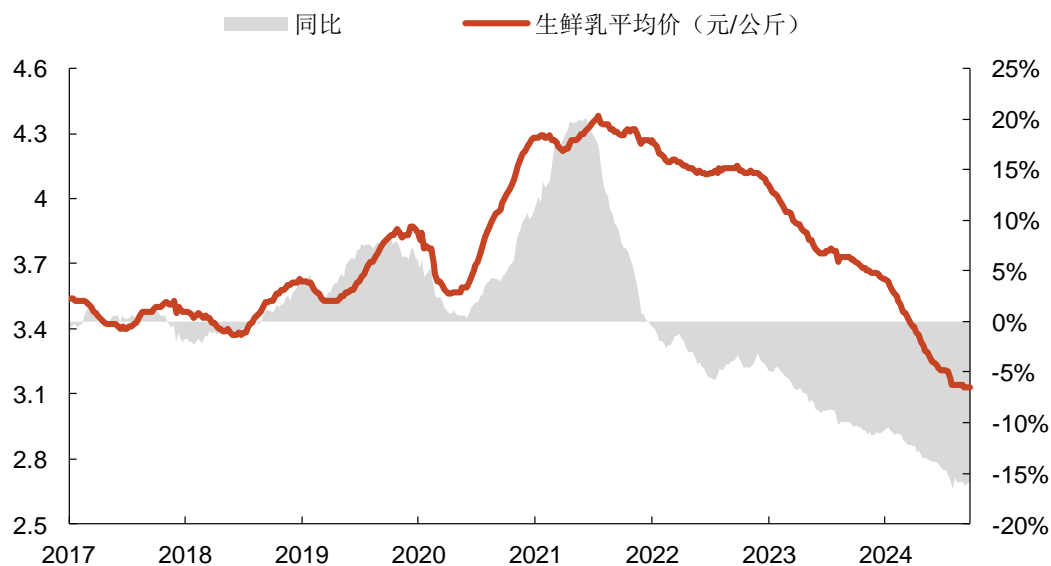
资料来源：wind，光大证券研究所

2.6、乳制品：供给有所去化，成本持续下行

原奶价格持续下行，毛利端有望改善

供需错配下，自21年8月高点4.38元/公斤以来，原奶价格持续回落。截至2024年10月末，原奶价格已降至近7年来最低水平。上游牧场端已出现中小牧场亏损出清情况，国产大包装面临较大的库存压力，给乳企带来一定的喷粉减值计提损失。叠加渠道调整收入放缓，规模效应不能完全显现，部分乳企低成本下仍出现毛利率下行情况。后续随着渠道库存恢复常态，收入端逐步改善，成本红利有望更充分释放，拉动毛利率进一步提升。

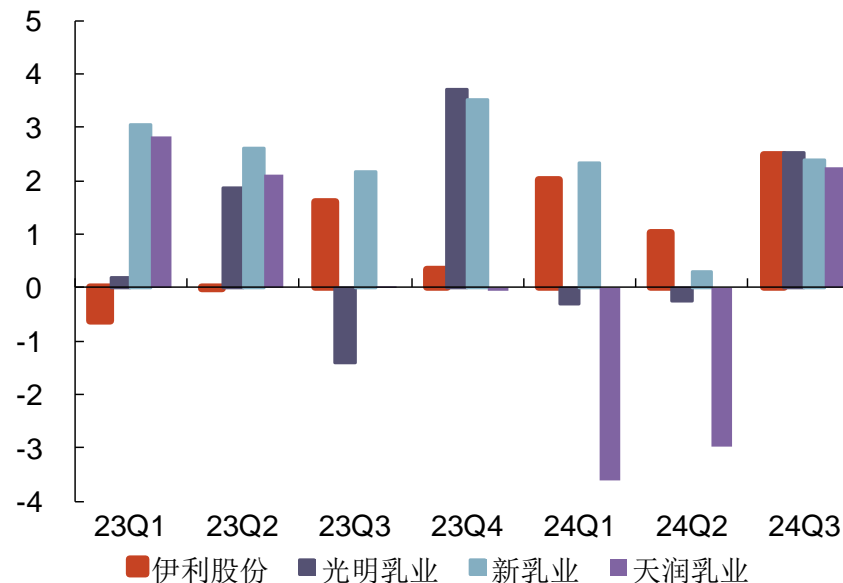
图52：奶价仍处于下行通道



资料来源：wind，光大证券研究所；注：数据统计截至2024年10月31日

请务必参阅正文之后的重要声明

图53：主要乳制品公司分季度毛利率同比变化 (pcts)



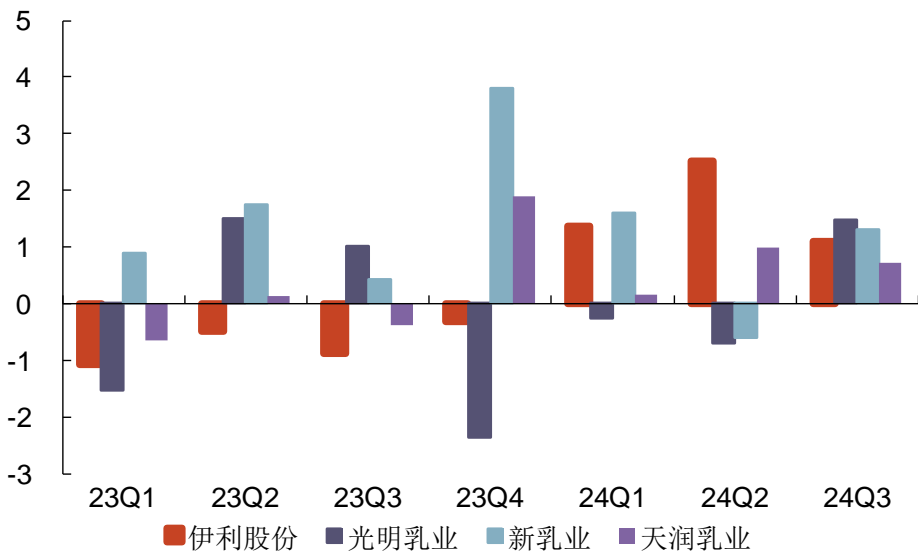
资料来源：wind，光大证券研究所

2.6、乳制品：供给有所去化，成本持续下行

促销带来短期费用增加，利润诉求持续未变

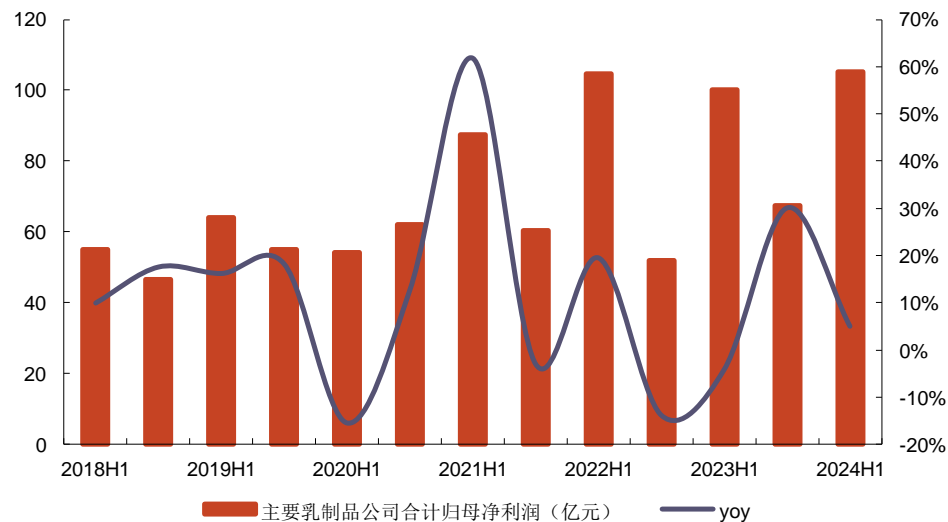
24Q1-Q3库存调整、加大促销的动作带来费用的短期提升，但各公司广宣投入较为理性，广告营销费用较为平稳，对利润端的诉求没有发生本质变化，蒙牛/伊利/新乳业等均有不同程度的净利率提升规划。展望来看，渠道端调整基本结束，相关促销费用有望减少，叠加收入端增长带来的规模效应释放，为净利率的提升提供支撑。

图54：主要乳制品公司分季度销售费用率同比变化（pcts）



资料来源：wind，光大证券研究所

图55：主要乳制品公司合计归母净利润及同比



资料来源：wind，光大证券研究所，注：包含乳制品公司为伊利股份、蒙牛乳业、光明乳业、新乳业、天润乳业

- 1、白酒：政策空间打开，有望筑底反弹
- 2、大众品板块
- **3、投资建议**
 - 3.1、贵州茅台
 - 3.2、五粮液
 - 3.3、泸州老窖
 - 3.4、山西汾酒
 - 3.5、重庆啤酒
 - 3.6、青岛啤酒
 - 3.7、颐海国际
 - 3.8、盐津铺子
 - 3.9、伊利股份
- 4、风险提示

白酒：短期受益于政策空间打开、市场情绪回暖，板块估值有望修复，前期超跌的标的反弹弹性或更加明显，首选动销稳健的五粮液，以及前期超跌的泸州老窖，关注顺周期属性较强的次高端标的，中长期期待报表风险释放、期待基本面加速磨底迎来拐点，建议配置业绩确信度高的贵州茅台/五粮液/山西汾酒/泸州老窖。

大众品板块：

1) 啤酒板块：啤酒的结构升级更依赖消费场景，25年消费场景是否如期复苏是啤酒行业的核心关注点，中长期看行业景气度仍有望延续。25年随着餐饮需求恢复，啤酒高端化进程回到正常轨道，预计啤酒企业毛利率仍有提升空间；低基数下25年旺季表现仍值得期待。推荐分红比例高、销量仍有增长的重庆啤酒；经营稳健、基数较低的青岛啤酒。

2) 调味品板块：24年餐饮渠道需求低迷，C端健康化进程持续演绎；成本端，原材料整体成本回落，毛利率逐渐提升。截至2024年10月25日，调味品（中信）指数PE-TTM为29.2x，处于近3年均值的下端，板块存在一定结构性机会。建议关注新品较多、内部改革、拓展海外以及低估值下的成长标的，推荐颐海国际。

3) 休闲食品：板块维持较高景气度，新渠道基数提升下，产品和渠道基本功扎实的标的更有经营韧性，推荐盐津铺子。

4) 乳制品：供需关系有望改善，建议关注业绩稳健、有股息率提升预期的细分龙头，推荐伊利股份。

3.1、贵州茅台（600519.SH）

贵州茅台2024年前三季度总营收1231.23亿元，同比增长16.91%，归母净利润608.28亿元，同比增长15.04%。其中Q3单季总营收396.71亿元，同比增长15.56%，归母净利润191.32亿元，同比增长13.23%，Q3业绩符合此前预期。

公司全年15%的营收增长目标有望顺利达成，考虑行业整体需求景气度仍需恢复，公司出于呵护市场良性发展，后续或适度调整增速目标，公司深厚的品牌力有助于应对行业周期波动，实际动销与业绩确定性依旧为板块内最优，且重视股东回报，此前已出台现金分红规划，中长期配置价值仍高。维持2024-26年归母净利润预测为863.47/964.72/1074.12亿元，折合EPS为68.74/76.80/85.51元，维持“买入”评级。

风险提示：高端白酒需求疲软，渠道改革不及预期，飞天茅台批价大幅下行。

表7：贵州茅台盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	127,554	150,560	174,902	194,515	216,476
营业收入增长率	16.53%	18.04%	16.17%	11.21%	11.29%
净利润（百万元）	62,716	74,734	86,347	96,472	107,412
净利润增长率	19.55%	19.16%	15.54%	11.73%	11.34%
EPS（元）	49.93	59.49	68.74	76.80	85.51
ROE（归属母公司）（摊薄）	31.75%	34.65%	32.94%	30.64%	28.82%
P/E	31	26	23	20	18
P/B	10.0	9.2	7.5	6.3	5.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-11-06

3.2、五粮液（000858.SZ）

五粮液24年前三季度实现营业总收入679.16亿元，同比增加8.6%，归母净利润249.31亿元，同比增加9.19%，其中Q3单季总营收172.68亿元，同比增加1.39%，归母净利润58.74亿元，同比增加1.34%。

由于消费环境景气度较弱，公司以良性发展为主、主动调整降速。并且发布2024-2026年度股东回报规划，2024-26年现金分红比率不低于70%且不低于200亿元（含税），并且每年度现金分红可分一次或多次实施。分红率相较以往年度明显提升，公司积极加大股东回馈、彰显龙头担当。维持2024-26年EPS预测为8.55/9.30/10.11元，维持“买入”评级。

风险提示：高端白酒需求疲软，普五挺价不及预期，市场竞争加剧。

表8：五粮液盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	73,969	83,272	90,782	97,875	105,423
营业收入增长率	11.72%	12.58%	9.02%	7.81%	7.71%
净利润（百万元）	26,691	30,211	33,173	36,101	39,252
净利润增长率	14.17%	13.19%	9.80%	8.83%	8.73%
EPS（元）	6.88	7.78	8.55	9.30	10.11
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.41%	23.32%	22.94%	23.06%	23.15%
P/E	22	19	18	16	15
P/B	5.1	4.5	4.1	3.8	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-11-06

3.3、泸州老窖（000568.SZ）

泸州老窖24年前三季度实现总营收243.04亿元，同比增加10.76%，归母净利润115.93亿元，同比增加9.72%，扣非归母净利润115.64亿元，同比增加10.24%。Q3单季总营收73.99亿元，同比增加0.67%，归母净利润35.66亿元，同比增加2.58%。

公司在行业承压阶段以良性发展为先，持续进行市场精耕，国窖系列品牌力支撑下仍有较好韧性、继续抢占市场份额，60版特曲、老字号特曲等亦有望在环境回暖后发力。考虑需求恢复或仍需时间，公司主动调整，报表端增速或适度放缓。维持2024-26年归母净利润预测为145.2/162.8/183.8亿元，折合EPS为9.86/11.06/12.49元，维持“买入”评级。

风险提示：高端白酒竞争加剧，费用投放效果不及预期，需求恢复进程较慢。

表9：泸州老窖盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	25,124	30,233	33,332	37,073	41,603
营业收入增长率	21.71%	20.34%	10.25%	11.22%	12.22%
净利润（百万元）	10,365	13,246	14,517	16,277	18,385
净利润增长率	30.29%	27.79%	9.59%	12.13%	12.95%
EPS（元）	7.04	9.00	9.86	11.06	12.49
ROE（归属母公司）（摊薄）	30.30%	32.00%	30.27%	28.58%	27.37%
P/E	20	16	14	13	11
P/B	6.0	5.0	4.3	3.6	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-11-06

3.4、山西汾酒（600809.SH）

山西汾酒24年前三季度实现总营收313.58亿元，同比增加17.25%，归母净利润113.50亿元，同比增加20.34%。其中Q3单季总营收86.11亿元，同比增加11.35%，归母净利润29.40亿元，同比增加10.36%。

三季度公司收入端同比增长11.4%，虽然增速环比Q2放缓，但在需求景气度较弱的背景下，公司单季收入实现两位数以上增长在行业内较为难得。同时公司保持战略定力、主动调整节奏维护市场，主流产品流通价格在行业内较为坚挺。当前渠道健康度、经营质量以及成长性在板块内较为领先，清香龙头以及品牌优势有望继续发挥。维持2024-26年归母净利润预测为125.5/142.8/161.5亿元，折合EPS为10.29/11.71/13.24元，维持“买入”评级。

风险提示：高端白酒竞争加剧，费用投放效果不及预期，需求恢复进程较慢。

表10：山西汾酒盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	26,214	31,928	37,380	42,220	47,342
营业收入增长率	31.26%	21.80%	17.08%	12.95%	12.13%
净利润（百万元）	8,096	10,438	12,550	14,282	16,152
净利润增长率	52.36%	28.93%	20.23%	13.80%	13.10%
EPS（元）	6.64	8.56	10.29	11.71	13.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	37.97%	37.50%	35.80%	33.28%	31.21%
P/E	32	25	21	18	16
P/B	12.2	9.4	7.4	6.1	5.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-11-06

3.5、重庆啤酒（600132.SH）

需求疲软致24Q3量价齐跌，产品结构升级速度放缓。拆分量价来看：Q3公司啤酒销量为87.32万千升，同比-5.6%；ASP约4813元/吨，同比-1.6%，受现饮场景恢复较慢和需求疲软影响，公司Q3量价齐跌。分产品看：受需求疲软影响，公司产品结构升级速度放缓，经济产品收入增长较快。Q3高档/主流产品分别实现收入23.62/15.90亿元，同比-9.2%/-7.6%；经济产品的收入为1.32亿元，同比+20.0%，主要系经济产品内部结构升级带动。分区域看：Q3三个区域收入均下滑，西北区/中区/南区分别实现收入11.21/17.93/11.70亿元，分别同比-10.5%/-5.2%/-9.3%。

受消费力影响，结构短期承压。由于公司高端产品销量占比较高，三季度整体消费承压的背景下，当前公司面临诸多挑战：一是场景营销受到冲击，由于现饮场景消费下降，公司与特定消费场景绑定的品牌如乌苏啤酒、1664、重庆品牌等受到影响。二是公司的吨价较高，当前消费者更倾向于选择性价比更高的替代品，这对公司构成一定挑战。我们认为公司产品力优势仍在，短期表现囿于外部环境，若消费环境回暖，升级速度有望恢复。

盈利预测与评级：我们维持公司2024-2026年归母净利润预测分别为13.18/13.99/14.81亿元，折合2024-2026年EPS分别为2.72/2.89/3.06元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，区域竞争加剧。

表11：重庆啤酒盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	14,039	14,815	14,761	15,461	16,177
营业收入增长率	7.01%	5.53%	-0.36%	4.74%	4.63%
归母净利润（百万元）	1,264	1,337	1,318	1,399	1,481
归母净利润增长率	8.35%	5.78%	-1.37%	6.13%	5.88%
EPS（元）	2.61	2.76	2.72	2.89	3.06
ROE（归属母公司）（摊薄）	61.45%	62.45%	62.68%	64.43%	66.12%
P/E	24	22	23	21	20
P/B	15	14	14	14	13

3.6、青岛啤酒（600600.SH）

具备高端基因，结构升级仍有较大空间。23年青岛啤酒品牌价值继续保持中国啤酒行业第一。

结构升级韧性仍在，Q3量价降幅环比收窄。24Q3公司收入同比-5.3%，主要受销量拖累。分量价两个维度看，1)量：公司24Q3销量为215.5万千升，yoy-5.1%；其中中高端以上产品销量同比-4.7%，销量下滑幅度低于公司整体水平。旺季销量下滑主要系国内啤酒市场消费低迷，以及今年雨水天气较频繁；分结构看，主要系低端产品销量下滑较多。2)价：公司24Q3吨价为4126元/千升，yoy-0.2%。

全年销量压力仍较大，成本红利有望继续释放。Q4为全年淡季，销量变化对全年影响不大，24年前三季度受需求疲软等影响公司销量同比下滑7%，全年销量下滑趋势预计持续。销量承压下，产品结构仍继续改善，24年前三季度中高端以上销量同比下滑4.2%，降幅较整体更小。成本端来看，全年仍将继续享受大麦价格下降的成本红利，利润表现预计好于收入。

盈利预测与评级：我们维持公司2024-2026年归母净利润分别为44.15/48.46/51.71亿元，对应EPS分别为3.24/3.55/3.79元，维持“买入”评级。

风险提示：局部地区竞争加剧；行业高端化进程低于预期；原料价格上涨超预期。

表12：青岛啤酒盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	32,172	33,937	31,901	33,492	34,516
营业收入增长率	6.65%	5.49%	-6.00%	4.99%	3.06%
净利润（百万元）	3,711	4,268	4,415	4,846	5,171
净利润增长率	17.59%	15.02%	3.45%	9.75%	6.71%
EPS（元）	2.72	3.13	3.24	3.55	3.79
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.55%	15.55%	14.67%	14.64%	14.26%
P/E	26	22	21	20	18
P/B	4	3	3	3	3

3.7、颐海国际（1579.HK）

内部改革优化，改革红利逐步显现。公司调整了“合伙人”激励机制，将“增量利润”代替“责任利润”作为主要考核激励指标，激励效果有望逐步体现。

国内方面加速新渠道扩张，海外泰国产能利用率有望提升。国内渠道端通过调整优化电商渠道，加大营销费用投入，预计电商渠道仍以较快速度成长。另外，公司以高性价比的方便速食产品切入目前增势较快的零食量贩渠道，提升渗透率。产品端通过持续推新，扩充产品矩阵拓展B端与C端市场。海外方面：随着泰国工厂认证增加以及产能利用率提升，海外业务有望逐渐辐射更广阔的东南亚市场。

盈利预测与评级：我们维持公司2024-2026年归母净利润分别为8.63、10.07、11.15亿元，分别同比增长1.3%、16.7%、10.7%。我们看好公司在品牌建设、产品矩阵扩充以及渠道、市场拓展下的中长期发展潜力，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧，新品推广不及预期，渠道拓展不及预期，汇兑损失超预期。

表13：颐海国际盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,147	6,148	6,841	7,702	8,498
营业收入增长率	3.4%	0.0%	11.3%	12.6%	10.3%
归母净利润（百万元）	742	853	863	1007	1115
归母净利润增长率	-3.2%	14.9%	1.3%	16.7%	10.7%
EPS（元）	0.71	0.82	0.83	0.97	1.08
ROE（归属母公司）（摊薄）	17%	18%	16%	16%	16%
P/E	19	16	16	14	12

请务必参阅

资料来源：wind，公司公告，光大证券研究所，股价截止2024-11-06，1HKD=0.92CNY（注：2022-2023年股本数分别为10.47/10.37亿股，预计2024-2026年股本数为10.37亿股）

3.8、盐津铺子（002847.SZ）

- ✓ **渠道拓展稳健，单品打造顺利。**盐津铺子核心单品品类品牌的打造成效逐步显现，24H1“大魔王”和“蛋皇”两个单品在各自细分品类收入占比已经达50%左右，24Q3仍延续了较好的增长态势。魔芋和鹌鹑蛋月度动销表现的持续向好，为公司在定量装品规的布局以及后续单品的放量提供支撑，降低了市场对于公司中长期增长逻辑的顾虑。
- ✓ **坚持供应链打磨，强化产业优势。**公司持续推进产业链优化，积极应对终端竞争。24H2马铃薯粉工厂有望投产，预计可降低马铃薯粉成本，提升公司竞争优势。上游的布局叠加单品放量，规模效应逐步显现，公司盈利能力有望进一步增强。
- ✓ **盈利预测与评级：**公司产品策略明晰，多渠道拓展顺利。维持2024-2026年EPS分别为2.46/3.13/3.76元，维持“买入”评级。
- ✓ **风险提示：**原材料成本波动；核心产品增长不达预期；渠道拓展不及预期。

表14：盐津铺子盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,894	4,115	5,281	6,357	7,465
营业收入增长率	26.83%	42.22%	28.34%	20.36%	17.43%
净利润（百万元）	301	506	672	855	1,025
净利润增长率	100.01%	67.76%	32.90%	27.17%	19.96%
EPS（元）	2.34	2.58	2.46	3.13	3.76
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.57%	34.95%	36.83%	37.25%	36.23%
P/E	24	22	23	18	15
P/B	6.3	7.5	8.3	6.6	5.4

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-11-06；注：2022年股本为1.29亿股，2023年股本为1.96亿股，2024-2026股本为2.73亿股

3.9、伊利股份（600887.SH）

- ✓ **渠道主动调整，积极消化库存。** 从短期动销来看，终端需求有待恢复，公司24H1主动调整终端产品新鲜度，出货量同比增速有所放缓，目前渠道调整基本完毕，库存日期恢复至正常水平。24H2轻装上阵，经营表现有望进一步改善。
- ✓ **费投较为理性，盈利有望改善。** 24H1终端促销加大力度带来阶段性的费用投入增加，24H2伴随渠道调整的告一段落，预计促销费用有望减少。同时公司广告宣传费用投入理性，对盈利能力提升的诉求未变。后续随着经营企稳规模提升，公司盈利能力有望修复。
- ✓ **盈利预测与评级：** 公司作为头部乳企，中长期优势明晰，维持 2024-2026年EPS为1.89/1.81/1.93元，维持“买入”评级。
- ✓ **风险提示：** 需求恢复低于预期，原材料成本波动，核心产品增长不达预期。

表16：伊利股份盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	123,171	126,179	118,170	123,183	128,020
营业收入增长率	11.37%	2.44%	-6.35%	4.24%	3.93%
净利润（百万元）	9,431	10,429	12,019	11,506	12,313
净利润增长率	8.34%	10.58%	15.25%	-4.27%	7.01%
EPS（元）	1.47	1.64	1.89	1.81	1.93
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.76%	19.48%	20.58%	18.72%	18.75%
P/E	20	18	15	16	15
P/B	3.7	3.4	3.2	3.0	2.8

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-11-06；注：2022年总股本数为63.993亿股；2023年总股本数为63.661亿股；2024-2026年总股本数为63.660亿股

重点公司盈利预测与估值表

表17：重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			投资评级	
			23A	24E	25E	23A	24E	25E	本次	变动
600519.SH	贵州茅台	1571.00	59.49	68.74	76.80	26	23	20	买入	维持
000858.SZ	五粮液	151.25	7.78	8.55	9.30	19	18	16	买入	维持
000568.SZ	泸州老窖	139.90	9.00	9.86	11.06	16	14	13	买入	维持
600809.SH	山西汾酒	213.86	8.56	10.29	11.71	25	21	18	买入	维持
600132.SH	重庆啤酒	62.01	2.76	2.72	2.89	22	23	21	买入	维持
600600.SH	青岛啤酒	69.59	3.13	3.24	3.55	22	21	20	买入	维持
1579.HK	颐海国际	14.44	0.82	0.83	0.97	16	16	14	买入	维持
002847.SZ	盐津铺子	55.71	2.58	2.46	3.13	22	23	18	买入	维持
600887.SH	伊利股份	28.90	1.64	1.89	1.81	18	15	16	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，注：股价时间为2024-11-06；汇率按1HKD=0.92CNY换算

- ❑ **宏观经济下行风险：**若宏观经济下行明显，居民的消费能力和消费意愿将降低，可能会导致需求端疲软，造成企业收入及盈利不及预期。
- ❑ **成本大幅波动风险：**原材料成本对大众品公司业绩影响较大，若成本端出现大幅波动，则可能导致大众品公司盈利受损、业绩增长不及预期。
- ❑ **行业竞争加剧风险：**食品饮料各子行业内部竞争较为激烈，疫情后企业加大品牌宣传与推广投入，竞争加剧下企业盈利可能受损。

衷心 感谢

光大证券研究所



食品饮料研究团队

叶倩瑜

📄 执业证书编号: S0930517100003
☎ 电话: 021-52523657
✉ 邮件: yeqianyu@ebscn.com

陈彦彤

📄 执业证书编号: S0930518070002
☎ 电话: 021-52523689
✉ 邮件: chenyt@ebscn.com

李嘉祺

📄 执业证书编号: S0930523070005
☎ 电话: 021-52523658
✉ 邮件: lijq@ebscn.com

汪航宇

📄 执业证书编号: S0930523070002
☎ 电话: 021-52523174
✉ 邮件: wanghangyu@ebscn.com

董博文

📄 执业证书编号: S0930524030003
☎ 电话: 021-52523798
✉ 邮件: dongbowen@ebscn.com

聂博雅

📄 执业证书编号: S0930522030003
☎ 电话: 021-52523808
✉ 邮件: nieboya@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，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。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。