

食品饮料行业 2025 年年度策略报告：大众品篇

蓄势待发，踏浪前行

强于大市（维持）

行情走势图



证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号
S1060521030001
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

王萌 投资咨询资格编号
S1060522030001
WANGMENG917@pingan.com.cn

王星云 投资咨询资格编号
S1060523100001
wangxingyun937@pingan.com.cn



平安观点：

■ **建议关注顺周期、高景气、周期拐点、成本红利四条主线：**今年前三季度食品饮料行业受居民消费信心不足的影响，需求表现疲软，引发上市公司业绩和估值的螺旋式下跌。但9月以来，一系列财政和货币政策组合拳出台，扭转了宏观经济预期。我们认为当前食品饮料行业当中的大众品板块由于以下原因具备投资价值：（1）顺周期行业直接受益于宏观经济好转；（2）板块估值较低，受到资金青睐；（3）发放消费券等促消费政策直接提振大众品板块消费信心；（4）相比于白酒，大众品库存包袱较轻，调整节奏更快，或更早调整到位；（5）经过近三年调整，行业内中小企业加速出清，竞争格局不断优化。中长期视角看，随着宏观经济的改善，居民对美好生活的追求仍将推动消费持续升级，大众品板块有望加速发展。建议关注顺周期、高景气、周期拐点、成本红利四条主线，维持食品饮料“强于大市”评级。

■ 关注顺周期品种，看好餐饮产业链的修复：预制食品、调味品

预制食品：长期受益于餐饮连锁化，龙头竞争优势显著。当前餐饮行业在新一轮餐饮消费券发放的刺激下，景气度逐渐改善，渠道正在沿着小 B>大 B>C 端的顺序复苏。预制食品能够有效提高出餐效率，改善成本结构，长期受益于下游餐饮企业的连锁化率的提升。此时具有规模优势的龙头企业有望快速抢占市场份额，通过产品结构优化和精细化费用管理改善盈利能力。C 端虽受舆论风波及商超渠道影响有所拖累，但在政策支持保驾护航下，行业发展趋于规范化。推荐安井食品、千味央厨。

调味品：行业去库存接近尾声，内部管理改善。当前下游社会餐饮消费基本盘正在修复，行业去库存接近尾声，加上成本进入下行通道，调味品行业正在走出低谷，重回稳步发展期。同时，多数企业在低谷期的架构调整、渠道改革、产品创新的成效已逐渐凸显，后续多样化、健康化、高端化的产品将进一步推动行业增长，板块利润弹性有望释放。推荐海天味业、宝立食品，建议关注千禾味业。

■ 行业高景气，新渠道新品类持续带来红利：零食

零食：渠道红利仍在，新品红利持续释放。零食行业能同时满足情绪价值消费和消费者对于性价比的追求，成为当前食品饮料板块中增长动能最强的子行业。渠道端，量贩零食集合店、会员商超、新兴电商渠道、传统商超渠道等正在不断重塑行业渠道新格局，持续带来渠道红利。产品端，制造型企业不断拓展边际推出新品类，抢占消费者心智，成为行业接续动能。建议关注三只松鼠、盐津铺子。

■ 供需关系改善，原奶周期有望迎来拐点：乳制品

乳制品：政策加码有望拉动消费，奶价预计企稳回升。当前乳制品需求疲软，但针对性刺激消费政策已出台，后续政策加码有望持续拉动乳制品消费，期待后续需求端边际改善。供给端来看，我国上游奶牛养殖行业进行了一轮规模化扩产，叠加需求疲软，供需剪刀差放大，导致本轮原奶价格下行超预期，但目前已进入温和产能出清阶段。供需关系改善，头部乳企或将进入盈利修复通道。我们看好全国性乳企的估值修复，及区域乳企的盈利能力提升，推荐伊利股份、妙可蓝多，建议关注新乳业。

■ 成本弹性正在释放，仍有估值修复空间：啤酒

啤酒：成本红利贡献利润弹性，长期高端化步履不停。澳麦“双反”取消，包材价格持续环缓解，随着成本红利传导，行业盈利能力有望持续改善，2025年为啤酒成本红利的持续兑现期。当前随着产品结构升级，啤酒企业吨价持续提升，短期虽有消费疲软的扰动，但长期啤酒高端化趋势仍将延续，看好板块性机会，推荐燕京啤酒、重庆啤酒，建议关注青岛啤酒。

■ 风险提示：

- 1) **宏观经济波动风险：**宏观经济环境直接影响居民收入水平和消费意愿，如果宏观经济下行，将影响大众品消费需求；
- 2) **消费复苏不及预期：**宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响消费板块复苏；
- 3) **宏观政策落地不及预期：**若本轮宏观政策和消费刺激政策落地情况不及预期，行业回暖的速度将会变缓；
- 4) **食品安全问题：**食品安全关乎消费者人身安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间；
- 5) **原材料波动影响：**食品行业能通过提价一定程度上缓解原材料上涨的影响，但原材料上涨过大将影响行业毛利率情况；
- 6) **行业竞争加剧风险：**竞争格局恶化会一定程度上影响食品饮料行业的价体系，对行业造成不良影响。

重点公司盈利预测：

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			P/E (倍)			评级
		2024/12/13	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
603345.SH	安井食品	92.01	5.04	5.11	5.65	18.3	18.0	16.3	推荐
001215.SZ	千味央厨	37.86	1.35	1.27	1.46	28.0	29.8	25.9	推荐
603288.SH	海天味业	47.18	1.01	1.12	1.24	46.6	42.0	38.2	推荐
603170.SH	宝立食品	17.11	0.75	0.63	0.77	22.7	27.1	22.1	推荐
600887.SH	伊利股份	29.25	1.64	1.80	1.65	17.9	16.2	17.7	推荐
600882.SH	妙可蓝多	21.18	0.12	0.21	0.39	172.1	98.6	54.2	推荐
600132.SH	重庆啤酒	67.95	2.76	2.80	2.99	24.6	24.3	22.7	推荐
000729.SZ	燕京啤酒	11.18	0.23	0.36	0.45	48.9	31.1	25.1	推荐
600600.SH	青岛啤酒	79.00	3.13	3.27	3.61	25.3	24.2	21.9	/
300783.SZ	三只松鼠	37.09	0.55	1.00	1.38	67.7	37.0	26.9	/
002847.SZ	盐津铺子	56.80	1.85	2.39	3.03	30.6	23.8	18.7	/
603027.SH	千禾味业	13.30	0.52	0.51	0.58	25.8	26.2	22.8	/
002946.SZ	新乳业	15.32	0.50	0.64	0.78	30.6	23.9	19.8	/

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：未评级者使用 Wind 一致预期，收盘价数据为 2024/12/13

正文目录

一、 市场回顾：需求弱复苏，年初至今跑输大盘	7
1.1 年初至今跑输大盘，整体表现承压	7
1.2 各子行业间分化，饮料乳品相对坚挺	8
1.3 行业估值持续回调，31个行业中排名滑落至21位	8
二、 关注顺周期品种，看好餐饮产业链的修复：预制食品、调味品	9
2.1 餐饮产业链：拉动内需为政策的重要方向，关注顺周期	9
2.2.1 预制食品：预制菜肴万亿级空间市场，当前行业集中度低	10
2.2.2 预制食品：餐饮连锁化进程加快，为预制菜提供土壤	11
2.2.3 预制食品：外卖、团餐与乡厨等多元餐饮场景为预制菜带来新增长点	12
2.2.4 预制食品：政策支持保驾护航，预制菜行业发展趋于规范化	13
2.2.5 预制食品：板块业绩受到需求疲软影响，渠道结构带来分化	14
2.2.6 预制食品：相关标的	15
2.3.1 调味品：行业持续扩容，集中度有待提升	15
2.3.2 调味品：原材料依存度高，价格回落有望释放利润弹性	16
2.3.3 调味品：复合调味料高速增长赛道，渗透率加速提升	17
2.3.4 调味品：餐饮需求逐渐复苏，板块业绩稳步增长	18
2.3.5 调味品：相关标的	19
三、 行业高景气，新渠道新品类持续带来红利：零食	19
3.1 零食：渠道红利β仍在，行业景气度有望延续	19
3.2 零食：新品红利持续释放，与渠道变革共同推动行业繁荣	21
3.3 零食：板块业绩亮眼，成长性持续演绎	21
3.4 零食：相关标的	22
四、 供需关系改善，原奶周期有望迎来拐点：乳制品	23
4.1 乳制品：供需矛盾突出，有望迎来改善	23
4.2 乳制品：常温奶进入成熟期，低温奶迎来高速增长	24
4.3 乳制品：2025下半年原奶价格有望止跌回稳	25
4.4 乳制品：库存调整进入尾声，伊利已进入盈利修复通道	26
4.5 乳制品：相关标的	27
五、 成本弹性正在释放，仍有估值修复空间：啤酒	27
5.1 啤酒：产销量有所下滑，旺季持续低迷	27

5.2 啤酒：行业迈入存量竞争时代，五强竞争格局确立	28
5.3 啤酒：消费升级驱动下，啤酒行业高端化加速	28
5.4 啤酒：成本压力持续缓解，带动盈利能力提升	30
5.5 啤酒：头部企业产销平稳，吨价提升趋势不改	30
5.6 啤酒：消费疲软整体承压，板块净利润保持增长	31
5.7 啤酒：相关标的	32
六、 投资建议及风险提示.....	32
6.1 投资建议	32
6.2 重点公司盈利预测	33
6.3 风险提示	34

图表目录

图表 1	食品饮料年初以来板块下跌 7.0%，排名靠后（截至 12.10）	7
图表 2	食品饮料及沪深 300 指数 1-11 月当月涨跌幅	7
图表 3	食品饮料子板块年初至今涨跌幅	8
图表 4	食品饮料上市公司年初至今涨跌幅	8
图表 5	2024 年以来申万食品饮料指数 PE（TTM）情况	8
图表 6	申万行业指数 PE（TTM）变动情况	9
图表 7	我国社会消费品零售总额餐饮收入（亿元）	9
图表 8	近期各大城市餐饮消费券发放政策梳理	10
图表 9	我国预制菜市场规模（亿元）及增速	10
图表 10	不同国家预制菜人均消费量对比（千克）	10
图表 11	2023 年中国预制菜行业格局	11
图表 12	中国餐饮行业规模	11
图表 13	中国餐饮连锁化率	11
图表 14	2016-2025E 连锁餐饮市场规模及增速	12
图表 15	中国在线餐饮外卖市场规模	12
图表 16	中国团餐市场规模	13
图表 17	预制菜相关地方政策	13
图表 18	近年来申万预加工食品板块合计营业收入及增速	14
图表 19	近年来申万预加工食品板块合计归母净利润及增速	14
图表 20	主要企业单季度营收同比增速	14
图表 21	主要企业单季度归母净利润同比增速	14
图表 22	2014-2027 中国调味品行业市场规模及增长率	16
图表 23	我国调味品行业 2020 年竞争格局（%）	16
图表 24	海天味业酱油成本构成（%）	16
图表 25	近年来酱油原材料现货价格	17
图表 26	近年来包装材料现货价格	17
图表 27	复合调味料规模及增速	17
图表 28	复合调味料正处于行业导入期	18
图表 29	2020 年各国复调渗透率	18
图表 30	近年来申万调味品板块合计营业收入及增速	18
图表 31	近年来申万调味品板块合计归母净利润及增速	18
图表 32	主要企业单季度营收同比增速	19
图表 33	主要企业单季度归母净利润同比增速	19

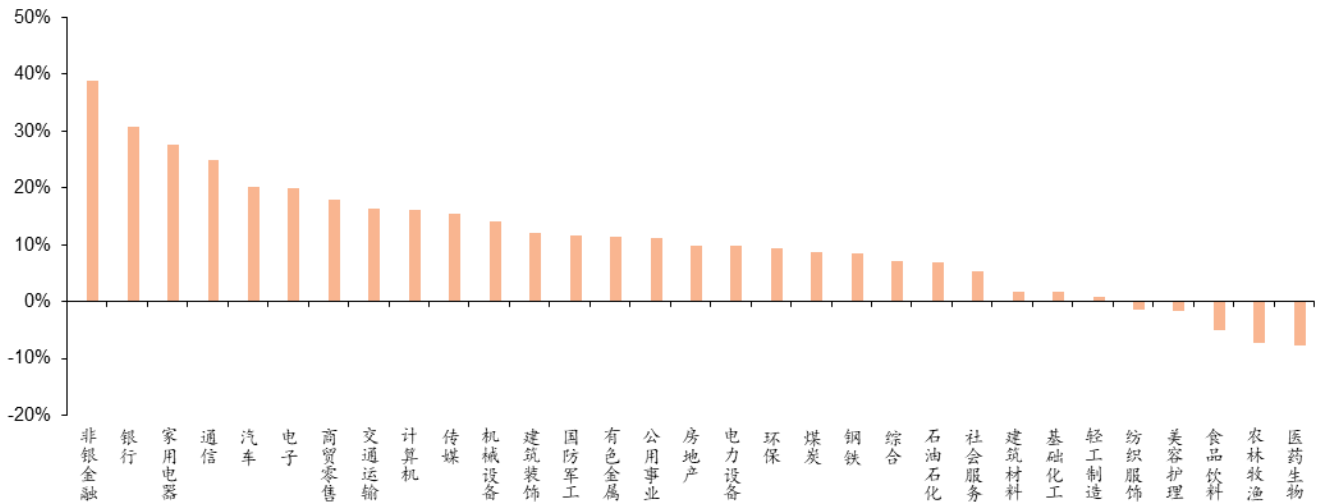
图表 34	量贩零食集合店市场规模及增速	20
图表 35	零食很忙门店数量及增速	20
图表 36	代表性零食企业 2024 年产品端情况	21
图表 37	近年来申万零食板块合计营业收入及增速	22
图表 38	近年来申万零食板块合计归母净利润及增速	22
图表 39	主要企业单季度营收同比增速	22
图表 40	主要企业单季度归母净利润同比增速	22
图表 41	中国液体奶消费量	23
图表 42	中国生牛乳产量	24
图表 43	2021 年中国乳制品细分产品消费额结构	24
图表 44	中国白奶市场零售规模	25
图表 45	中国酸奶市场零售规模	25
图表 46	奶牛存栏量（万头）	25
图表 47	中国乳制品产量	26
图表 48	原奶平均价（元/公斤）	26
图表 49	近年来申万乳制品板块合计营业收入及增速	26
图表 50	近年来申万乳制品板块合计归母净利润及增速	26
图表 51	主要企业单季度营收同比增速	27
图表 52	主要企业单季度归母净利润同比增速	27
图表 53	全国规模以上啤酒企业单月产量及增速	28
图表 54	中国啤酒销量和增速	28
图表 55	中国啤酒市场规模	28
图表 56	2023 年我国啤酒行业市场份额（按营收计）	28
图表 57	近年来我国限额以上餐饮业营业额（亿元）	29
图表 58	我国啤酒市场高端啤酒销量占比	29
图表 59	头部企业的高端化产品矩阵	29
图表 60	啤酒的成本构成	30
图表 61	近年来大麦进口单价（美元/吨）	30
图表 62	近年来主要包材价格（元/吨）	30
图表 63	近年来啤酒头部企业销量（万千升）	31
图表 64	近年来啤酒头部企业吨价（元/千升）	31
图表 65	近年来申万啤酒板块合计营业收入及增速	31
图表 66	近年来申万啤酒板块合计归母净利润及增速	31
图表 67	主要企业单季度营收同比增速	32
图表 68	主要企业单季度归母净利润同比增速	32
图表 69	重点公司盈利预测	33

一、 市场回顾：需求弱复苏，年初至今跑输大盘

1.1 年初至今跑输大盘，整体表现承压

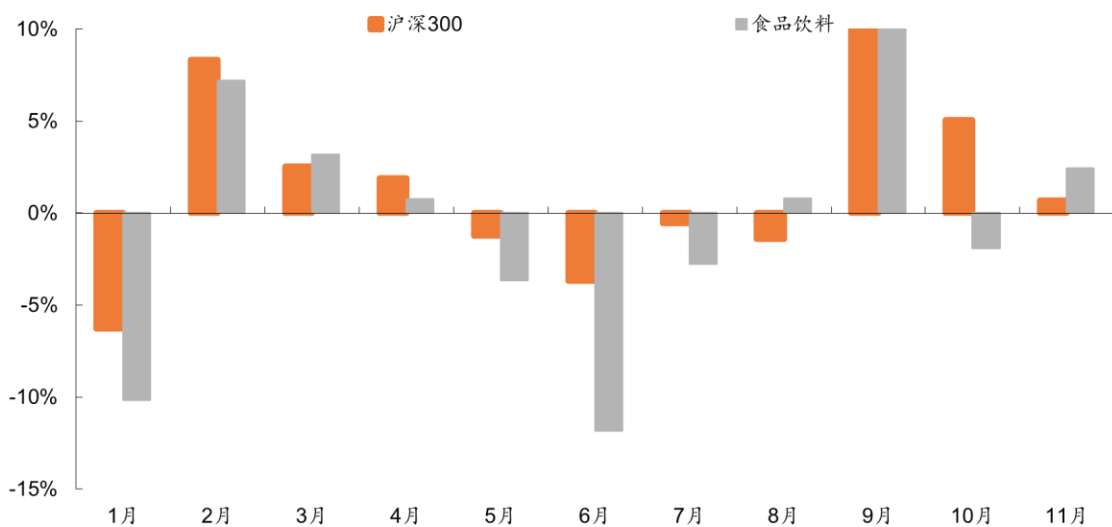
需求弱复苏，跑输沪深大盘。食品饮料板块受需求端影响，基本面表现疲软，股价阶段性承压。自年初以来（截止至12月10日），食品饮料板块下跌5.0%，跑输沪深300指数16.5pct，在申万一级子行业中排名倒数第三。按月份来看，食品饮料板块在2月、3月、4月、8月、9月、11月录得正增长，仅在3月、8月、9月、11月跑赢沪深300指数。

图表1 食品饮料年初以来板块下跌7.0%，排名靠后（截至12.10）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 食品饮料及沪深300指数1-11月当月涨跌幅

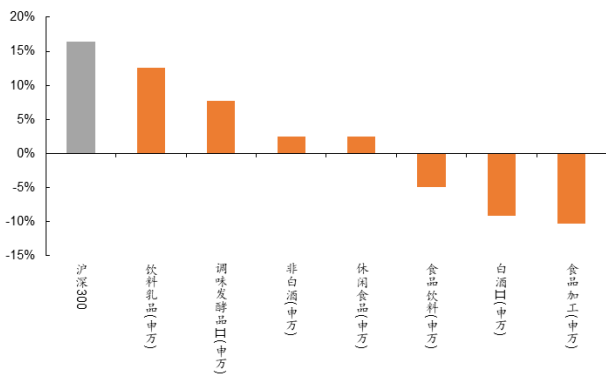


资料来源: wind, 平安证券研究所

1.2 各子行业间分化，饮料乳品相对坚挺

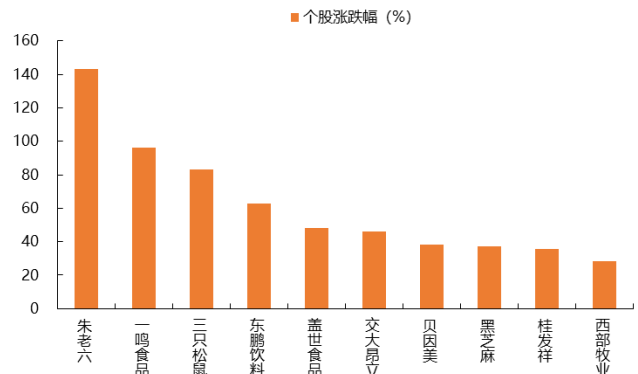
各子行业间产生分化，饮料乳品及调味品表现较好。年初以来（截止 12 月 10 日），各子行业涨跌幅表现产生分化。其中 SW 饮料乳品板块上涨 12.5%、SW 调味发酵品板块上涨 7.7%、SW 非白酒板块上涨 2.5%，SW 休闲食品板块上涨 2.4%，而 SW 白酒板块及 SW 食品加工板块录得负增长，分别下跌 9.2%和 10.3%。食品饮料个股中，朱老六（+143.03%）、一鸣食品（+96.21%）、三只松鼠（+82.92%）、东鹏饮料（+62.72%）、盖世食品（+48.12%）涨幅排名前列。

图表3 食品饮料子板块年初至今涨跌幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 食品饮料上市公司年初至今涨跌幅

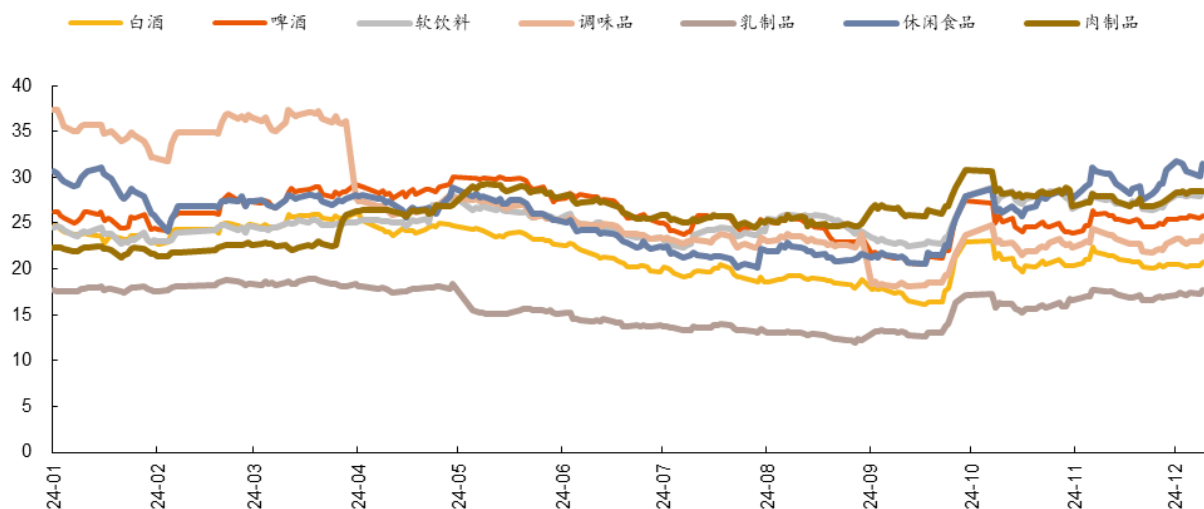


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 行业估值持续回调，31 个行业中排名滑落至 21 位

食品饮料估值历经回调后已具备性价比。食品饮料行业作为必选消费品，需求偏刚性、抗风险能力较强，且具备持续增长的能力。在经历 3 年多的回调后，截至 2024 年 12 月 10 日，食品饮料板块（申万）PE（TTM）为 22X，在 31 个行业中排名第 21 位，已经具备估值性价比。分板块看，截至 12 月 10 日，白酒/啤酒/软饮料/调味品/乳制品/休闲食品/肉制品的 PE（TTM）分别为 20.8/25.8/28.5/23.6/17.7/31.5/28.5X，较年初分别同比-4/-0/+4/-14/-0/+1/+6X，除软饮料、休闲食品和肉制品外，子板块估值均出现明显回调。

图表5 2024 年以来申万食品饮料指数 PE (TTM) 情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

注: 2024 年市盈率数据截至 2024 年 12 月 10 日

图表6 申万行业指数 PE (TTM) 变动情况

行业	PE(TTM)					PE(变动)				
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
计算机	71	53	48	61	75	13	-17	-5	13	14
国防军工	75	72	51	50	71	17	-3	-21	-1	21
综合	36	61	47	50	62	4	25	-14	2	12
电子	50	36	29	47	55	7	-14	-7	18	8
传媒	36	31	32	37	43	-5	-5	0	6	5
房地产	9	8	13	13	42	-1	-0	5	-0	29
商贸零售	27	33	39	28	37	12	5	7	-11	9
美容护理	45	55	44	30	37	17	10	-11	-14	7
电力设备	48	55	27	17	33	15	8	-28	-10	16
机械设备	30	27	30	28	33	3	-3	3	-1	5
医药生物	45	35	23	28	33	9	-10	-12	5	5
通信	37	38	24	29	32	-0	1	-14	5	3
钢铁	15	9	16	22	29	5	-5	7	5	7
建筑材料	15	15	14	17	27	1	0	-1	3	9
轻工制造	26	23	30	28	27	1	-3	7	-2	-2
汽车	32	31	31	25	26	12	-0	-1	-6	1
社会服务	165	89	120	50	26	130	-76	31	-71	-24
农林牧渔	16	51	98	51	25	-16	35	47	-47	-26
基础化工	31	20	14	22	25	9	-11	-6	8	3
环保	21	22	22	20	23	-2	1	-1	-1	3
食品饮料	54	44	34	25	22	21	-9	-10	-9	-4
纺织服装	37	20	23	23	21	12	-17	3	0	-2
有色金属	49	29	14	16	20	10	-19	-15	2	4
非银金融	19	14	15	15	18	3	-4	0	-0	3
公用事业	19	29	24	19	18	-0	10	-4	-6	-1
交通运输	25	15	12	14	18	7	-10	-3	3	3
石油石化	19	13	11	15	17	3	-5	-3	4	2
家用电器	28	18	13	12	15	11	-10	-5	-1	3
煤炭	10	9	6	9	13	2	-1	-3	2	4
建筑装饰	9	10	9	8	10	-1	1	-1	-1	2
银行	7	6	5	4	6	0	-1	-1	-1	1

资料来源: Wind, 平安证券研究所

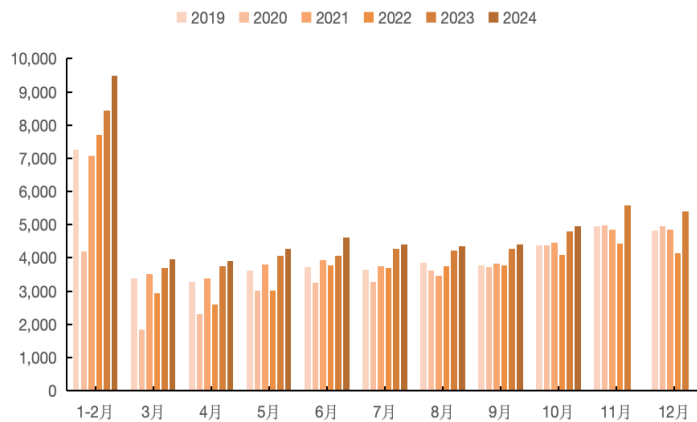
注: 2024 年市盈率数据截至 2024 年 12 月 10 日

二、 关注顺周期品种，看好餐饮产业链的修复：预制食品、调味品

2.1 餐饮产业链：拉动内需为政策的重要方向，关注顺周期

政策助力需求复苏，有望带动上下游回暖。餐饮消费在 2024 年 3-4 月急转直下跌入冰点，之后开始缓慢修复。2024 年 9 月起，各大城市陆续推出餐饮消费券，如“乐品上海”将两轮次共计发放 3.6 亿元餐饮专项消费券，旨在拉动居民餐饮消费。根据国家统计局数据，2024 年 10 月社零餐饮收入为 4952.10 亿元，环比增长 12.11%，同比增长 3.19%，刺激餐饮消费政策成效初显。我们认为后续拉动内需仍是政策释放的重要方向，应当关注餐饮产业链作为顺周期行业的投资机会。

图表7 我国社会消费品零售总额餐饮收入 (亿元)



资料来源: ifind, 平安证券研究所

图表8 近期各大城市餐饮消费券发放政策梳理

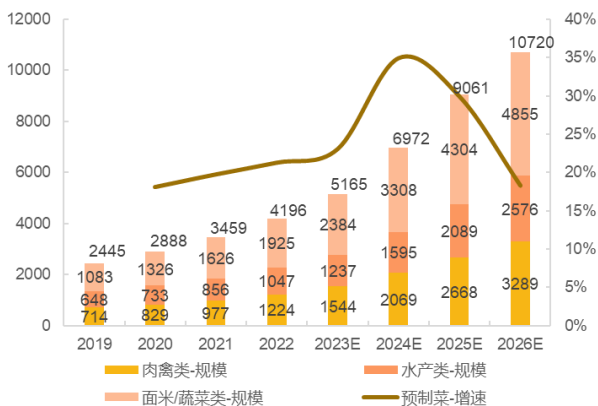
城市	消费券名称	发放时间	券面设置	发放规模
西安	雁塔区美食购物节消费券	2024年11月20日至12月31日	到店餐饮消费券，补贴力度可达到7折 单笔订单最高满减优惠分别达到90元	400万元
南京	“乐享江宁”餐饮消费券	首轮发放时间：9月30日 第二轮发放时间：11月1日	餐饮类包括100-15元券、200-40元券、400-100元券三个区间	140万
成都	“蓉品出川”成都特色食品消费券	2024年11月18日至12月10日	满600元减200元、满300元减100元、满100元减40元三种面额	-
杭州	“食在杭州”餐饮专项消费券	第一轮于11月22日至11月28日	本期第一轮餐饮专项消费券设置5种面额，分别为10元、20元、40元、60元、总计3000万元 100元，统一为8折	-
广州	“食在广州”政府餐饮消费券	首轮消费券将于2024年底发放，至2025年上半年 分三轮、多周次进行滚动发放	满200元减50元，满500元减100元，满1000元减200元	三轮共计1亿元
上海	“乐品上海”餐饮消费券	自9月28日至11月底，安排两个轮次	50元面额，满300元使用； 100元面额，满500元使用； 200元面额，满800元使用； 300元面额，满1000元使用	两轮次共计3.6亿元
天津	“悦购保税”餐饮消费券活动	共四轮次，从9月27日至10月10日	满100元减25元、满200元减50元、满500元减130元	-
青岛	“幸福消费畅购崂山”餐饮券	2024年9月11日起，用完即止	满50减20元，满300减120元，满500减220元	200万元

资料来源：新浪网、搜狐网、平安证券研究所

2.2.1 预制食品：预制菜肴万亿级空间市场，当前行业集中度低

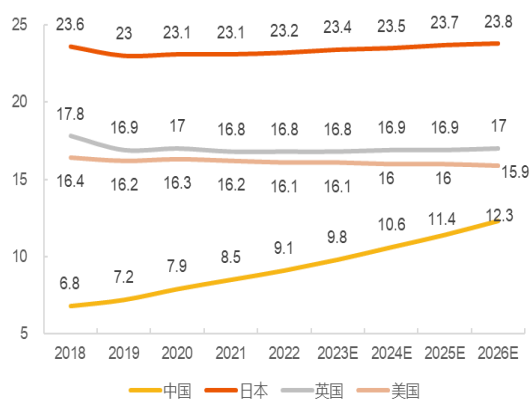
行业发展万亿级空间，人均消费量亟待提升。根据艾媒咨询数据，2022年中国预制菜市场规模为4196亿元，同比增长21.31%，预计未来中国预制菜市场将保持较高的增长速度，2026年预制菜市场规模将达10720亿。从人均消费量角度，2022年我国人均预制菜消费量仅为9.1KG，远低于预制菜产业成熟的国家的人均消费量，同年美、英、日的人均预制菜消费量分别为16.1KG、16.8KG、23.2KG；但我国人均消费量提升速度较快，提升空间大。

图表9 我国预制菜市场规模（亿元）及增速



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

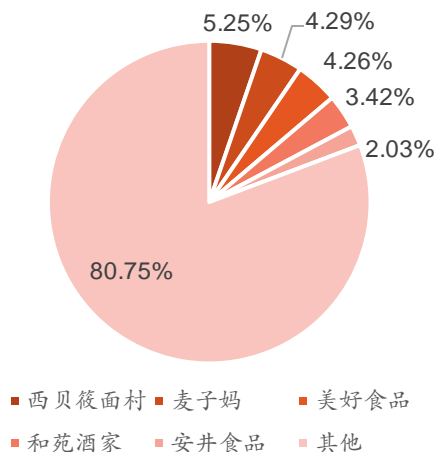
图表10 不同国家预制菜人均消费量对比（千克）



资料来源：Statista Market Insights，平安证券研究所

行业格局高度分散，但集中度提升是大势所趋。2023 年中国预制菜行业 CR5 仅 19.25%，份额排名第一的“西贝莜面村”仅占 5.25% 市场份额。相较日本上世纪 80 年代行业 CR5 近 75%，我国预制菜行业高度分散，整体处于模式探索阶段，静待大单品诞生和行业龙头出现。

图表 11 2023 年中国预制菜行业格局

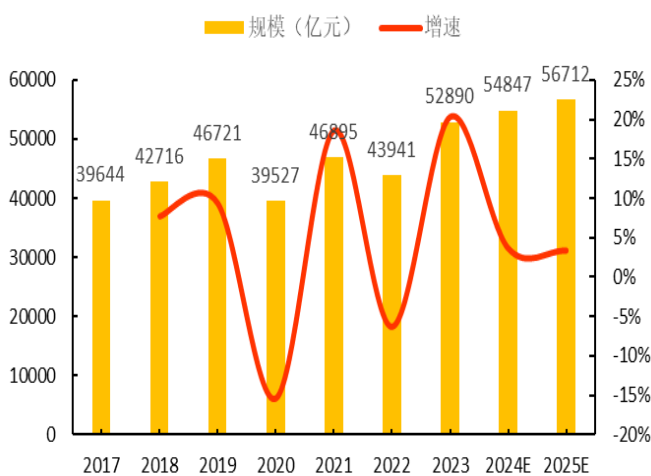


资料来源：炼丹炉大数据，平安证券研究所

2.2.2 预制食品：餐饮连锁化进程加快，为预制菜提供土壤

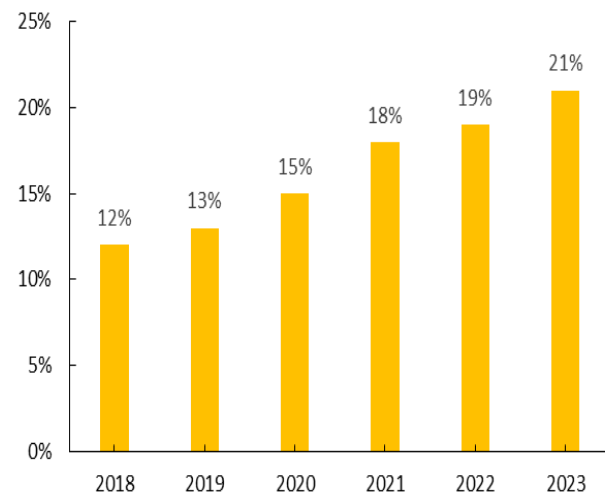
连锁化进程加快，预计连锁餐饮市场规模持续提升。据国家统计局，我国餐饮业市场规模由 2017 年的 3.96 万亿元提升至 2023 年的 5.29 万亿元，CAGR 为 4.9%，根据艾媒咨询预测，我国 2024 年餐饮市场规模将达到 5.48 万亿元，2025 年将达到 5.67 万亿元，呈现持续增长态势。据美团数据，我国餐饮市场连锁化率为由 2018 年 12% 提升至 2023 年 21%，始终保持增长态势，且对比美国 54% 的餐饮连锁化率，还有较大增长空间。根据艾媒咨询，我国 2025 年连锁餐饮市场规模将达到 1.26 万亿元，同比增长 14.11%，持续为预制食品的发展提供沃土。

图表 12 中国餐饮行业规模



资料来源：艾媒咨询，国家统计局，平安证券研究所

图表 13 中国餐饮连锁化率

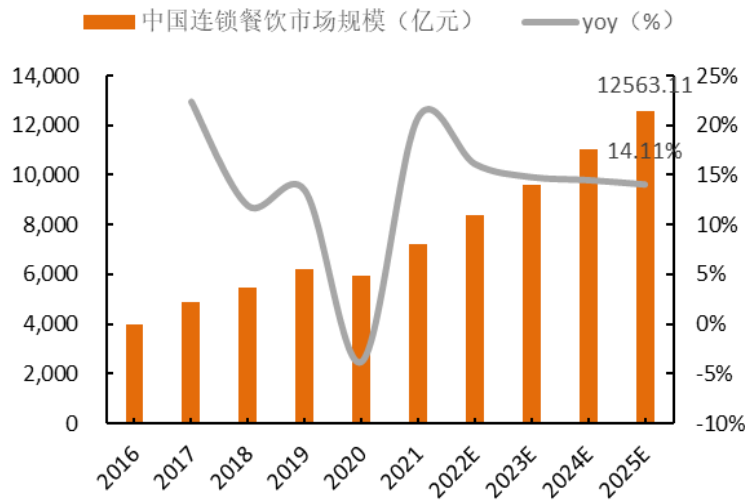


资料来源：美团，平安证券研究所

预制菜满足连锁餐饮以下需求：1) 提高出菜速度：翻台率与出菜速度成正比，采用预制菜可以缩短菜品加工时间、提升收

入；2) 稳定餐品品质：连锁餐饮通常跨地域经营、规模较大，预制菜有助于标准化出餐，降低品控难度、保持餐品稳定性；3) 降低成本：预制菜对人力、能源等成本的节省高于原材料成本的提升，能够有效降低企业总成本。

图表14 2016-2025E 连锁餐饮市场规模及增速

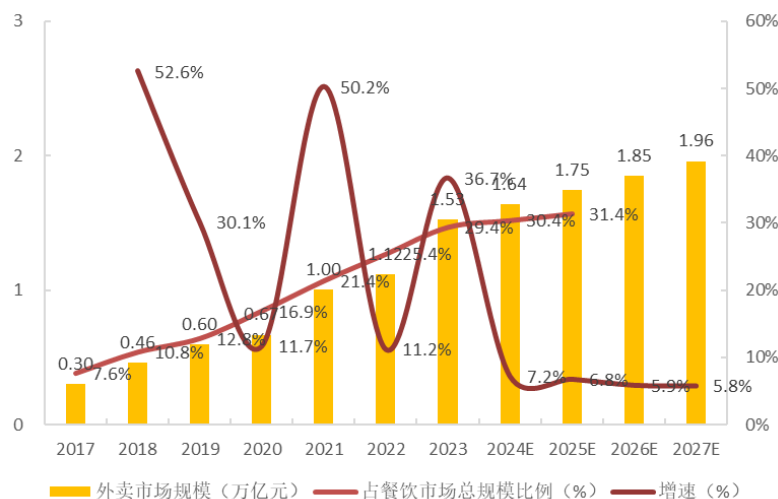


资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

2.2.3 预制食品：外卖、团餐与乡厨等多元餐饮场景为预制菜带来新增长点

外卖行业迅速崛起，在餐饮业规模占比逐年提升。据艾媒咨询，我国在线外卖行业市场规模由 2017 年 0.30 万亿元增至 2023 年 1.53 万亿元；在线外卖市场占餐饮市场总规模的比例逐年上升，由 2017 年 7.6% 上升至 2023 年 29.4%，外卖在人们的生活中占据着越来越重要的地位，预计未来外卖行业将继续保持增长趋势。

图表15 中国在线餐饮外卖市场规模



资料来源：艾媒咨询，国家统计局，平安证券研究所

团餐客群庞大稳定，业内连锁化品牌开始出现。根据餐饮老板内参，2023 年中国团餐市场规模为 2.24 万亿元，同比增长 22.94%。随着团餐多样化发展和行业服务、技术的升级，预估团餐市场规模将持续增长。市场格局方面，根据中国烹饪协会数据，2020 年我国团餐行业 CR100 仅 6.7%，而根据中国饭店协会统计的数据，美国和日本团餐 CR10 分别为 80% 和 60%，我国团餐行业集中度有待提升。目前已经有部分企业开始打造连锁化品牌，如麦金地、美餐等。

图表16 中国团餐市场规模



资料来源：餐饮老板内参，智研咨询，国家统计局，平安证券研究所

乡厨市场为预制菜进入下沉市场创造机遇。乡厨场景给预制菜下沉到三四线城市和农村带来了机遇，根据我们此前发布的报告《预制菜行业研究系列报告一：概览篇-BC 端齐发力，万亿市场群雄逐鹿》，推算 2022 年中国乡厨市场规模达 1.93 万亿元，未来市场空间广阔。

2.2.4 预制食品：政策支持保驾护航，预制菜行业发展趋于规范化

2023 年国家层面出台针对预制菜的政策。2023 年 2 月 13 日，《中共中央国务院关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》发布，预制菜被首次写入中央一号文件，堪称政策里程碑；7 月 31 日，预制菜行业再次出现在中央文件中，国务院转发国家发展改革委《关于恢复和扩大消费的措施》的通知，专门针对预制菜提出：培育“种养殖基地+中央厨房+冷链物流+餐饮门店”模式，挖掘预制菜市场潜力，加快推进预制菜基地建设，充分体现安全、营养、健康的原则，提升餐饮质量和配送标准化水平。推广透明厨房，让消费者吃得放心。文件表明了中央大力发展预制菜产业的决心，预制菜行业在后续具体政策支持下，将迎来全新发展机遇。

2024 年六部门联合发文，明确预制菜定义和范围。2024 年 3 月 21 日，市场监管总局等六部门联合印发《关于加强预制菜食品安全监管 促进产业高质量发展的通知》，首次在国家层面明确预制菜范围。在地方层面，多个省市级政府也出台了相关政策，支持预制菜产业发展。

图表17 预制菜相关地方政策

时间	地区	政策名称	相关内容
2023 年 11 月	福建省	《关于印发福建省加快新闽菜创新发展三年行动方案（2023—2025 年）的通知》	壮大预制菜产业集群；培育预制菜示范企业；建设预制菜研发平台。
2023 年 6 月	湖南省	《湖南省人民政府办公厅关于加快推进预制菜产业高质量发展的意见》	建设预制菜加工园区；培育壮大预制菜企业；构建预制菜冷链物流体系；培育预制菜产业品牌；建设绿色优质原料基地；建设全产业链标准体系；加快科技创新和成果转化；加快产业人才队伍建设。
2023 年 5 月	浙江省	《浙江省预制菜生产许可审查方案》	明确预制菜定义；梳理预制菜产品类别；规范预制菜生产条件；强化预制菜风险点的防控要求；落实“放管服”改革要求。
2023 年 2 月	上海市	《上海市预制菜生产许可审查方案》	明确预制菜分类和定义；划分非即食冷藏预制菜类生产场所作业区；规范非即食冷藏预制菜类常规生产设备设施；规范非即食冷藏预制菜类生产常规工艺流程与关键控制环节。

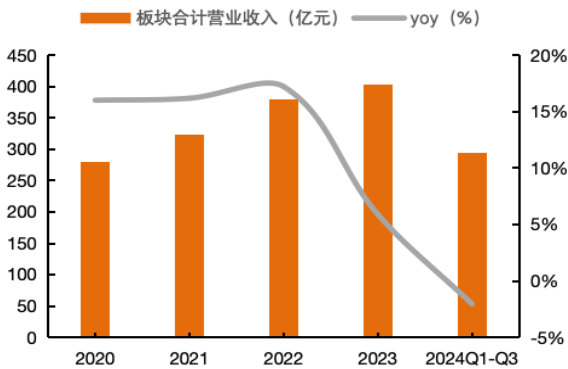
2022年11月	山东省	《山东省人民政府办公厅关于推进全省预制菜产业高质量发展的意见》	到2025年，推动全省预制菜加工能力进一步提升、标准化水平明显提高、核心竞争力显著增强、品牌效应更加凸显，预制菜市场主体数量突破1万家、全产业链产值超过1万亿元。
----------	-----	---------------------------------	---

资料来源：各地人民政府网，平安证券研究所

2.2.5 预制食品：板块业绩受到需求疲软影响，渠道结构带来分化

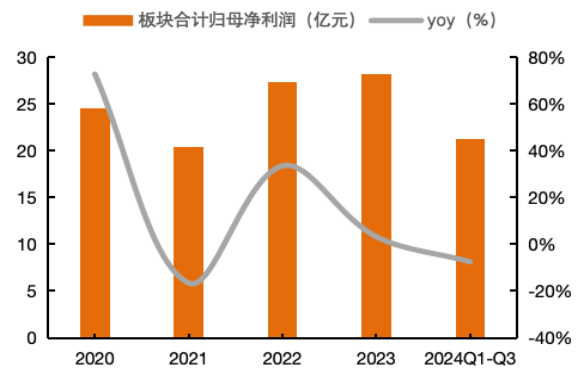
下游餐饮行业景气度低迷，板块业绩增速放缓。申万预加工食品板块2024Q1-Q3年实现营收294.45亿元，同比下降2.04%；实现归母净利润21.32亿元，同比下降7.47%。增速放缓主要受餐饮行业疲软和去年同期高基数的影响。当前下游餐饮需求保持弱复苏状态，景气度有所改善，期待未来在相关政策的刺激下餐饮产业链全面回暖。

图表18 近年来申万预加工食品板块合计营业收入及增速



资料来源：ifind，平安证券研究所

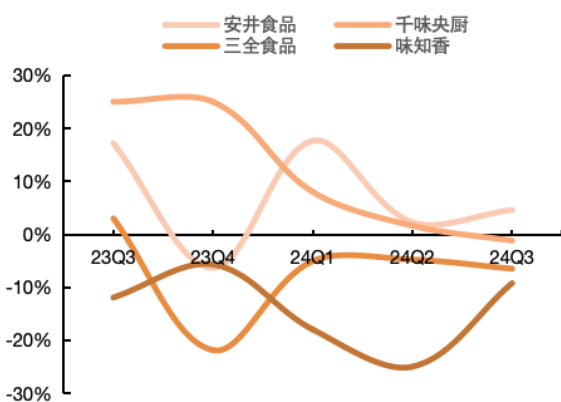
图表19 近年来申万预加工食品板块合计归母净利润及增速



资料来源：ifind，平安证券研究所

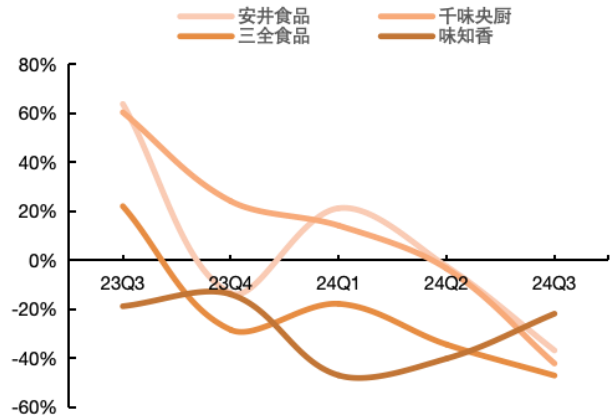
小B>大B>C端，主要企业业绩表现分化。24Q3仅安井食品的营收实现正增长，同比增长4.63%；千味央厨/三全食品/味知香营收同比下降1.17%/6.46%/9.19%。可以看出渠道修复顺序上，小B>大B>C端。安井食品小B占比更高，营收同比正增长；千味央厨小B占比较高，营收下滑较小；三全食品、味知香C端占比更高，受速冻食品终端消费疲软和预制菜C端需求下降影响，营收同比下滑更多。归母净利润方面，24Q3头部企业均有所下滑，安井食品/千味央厨/三全食品/味知香归母净利润同比下降36.76%/42.08%/47.02%/21.81%。

图表20 主要企业单季度营收同比增速



资料来源：ifind，平安证券研究所

图表21 主要企业单季度归母净利润同比增速



资料来源：ifind，平安证券研究所

2.2.6 预制食品：相关标的

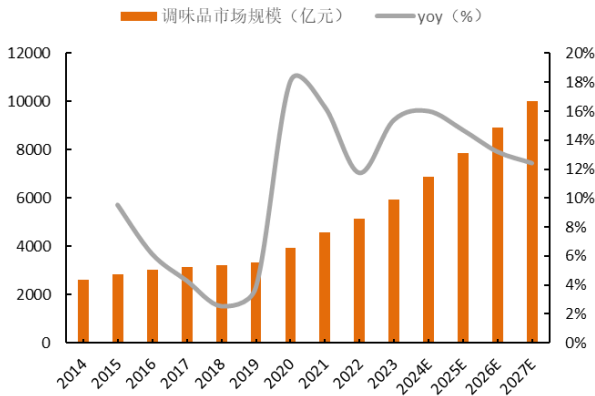
- **安井食品：**产品端，公司坚持每年聚焦培养 3-5 个“战略大单品”，面向 C 端全渠道销售的中高端火锅料锁鲜装系列自 2019 年推出以来，在渠道持续扩张的同时迅速抢占行业制高点。通过产品结构的优化调整和中高端产品比重的提升，大大提高了公司的盈利能力和品牌影响力。渠道端，公司坚持“BC 兼顾、全渠发力”的渠道策略，在全面提升全渠道大单品竞争力的基础上，顺应餐饮连锁化率提升和新零售平台产品定制化需求增加的市场趋势，优化新零售和特通部门建设，持续开发团餐等细分渠道。公司占据 B 端速冻食品高成长赛道，优质的管理层、稳定的经销商和不断积累的规模优势共筑龙头壁垒，看好其在预制菜肴领域的持续发力。维持“推荐”评级。
- **千味央厨：**公司作为国内知名的餐饮速冻面米制品供应商，下游客户主要为餐饮企业（酒店、团餐、宴席）等 B 端客户，充分受益于餐饮连锁化加速带来的市场增量。分产品看，新品或次新品中，糯米制品、咸包、围绕油条的系列产品、米面制品中的烘焙类产品、预制菜肴等品类取得较好成绩或值得期待。分渠道看，公司大 B 端略有承压，主要是客户门店数量拓展、行业竞争压力下，客户自身经营压力大，由于客户处于盘整期，更注重单店盈利能力、供应链整合和品牌深耕，在新品推出上也更为谨慎。而小 B 端有所增长，主要是由于公司向核心经销商传递要稳固基础、持续推新的理念。在竞争加剧时，推新是经销商未来盈利点，也能帮助拓展新渠道。公司拓展和服务大客户的能力得到不断验证，展望长期经营韧性强，维持“推荐”评级。
- **三全食品：**产品端，公司推出三全黄金比例饺子，给消费者带来最佳的食用体验；全新上市爆料霸王粽、甜心粽、嘉兴风味粽三个粽子产品系列，开创性的将甜品的概念和粽子品类相结合；同时全面发力速冻火锅食材赛道，加大在火锅丸类、牛羊肉制品的资源投入，打通源头供应链体系，着力打造火锅涮烤类的爆款单品。渠道端，公司已形成零售、连锁餐饮、社会餐饮、线上业务等广泛覆盖的销售网络，强调场景化的产品研发，零售市场重视产品品质，不断丰富产品品类与口味，满足消费者家庭就餐需求。公司在产品创新和渠道扩容的双重改革推动下，长期业绩值得期待，建议关注。

2.3.1 调味品：行业持续扩容，集中度有待提升

期待餐饮复苏带动行业回暖，市场空间仍大。目前调味品行业仍处于库存消化阶段，叠加消费复苏疲软和宏观经济影响，整体动销情况表现一般。但从上市公司披露的 2024 年三季报情况来看，调味品行业企业经营节奏正在改善，多数企业业绩仍保持稳定增长。后续下游餐饮需求的复苏将推动调味品库存持续消化，调味品行业有望持续受益。同时调味品行业市场空间仍具潜力，根据艾媒咨询，我国调味品行业市场规模自 2014 年的 2595 亿元增长至 2023 年的 5923 亿元，预计到 2027 年可增长至 10028 亿元，2014-2027 年 CAGR 为 10.96%。调味品行业发展空间仍大。

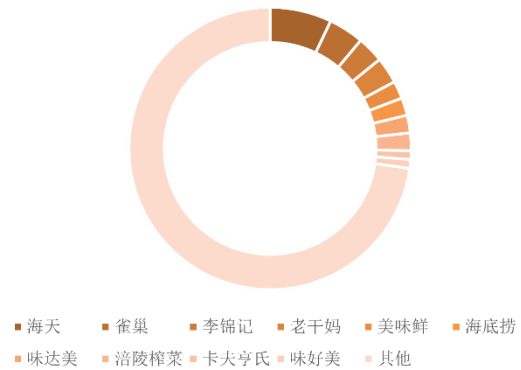
竞争格局分散，龙头受益集中度提升逻辑。调味品市场竞争格局较为分散，尚未出现垄断性龙头企业，根据欧睿数据，我国调味品行业市场集中度不断提升，CR10 从 2010 年的 25% 上升至 2020 年的 28%。行业集中度仍有较大提升空间，龙头企业有望因此受益。

图表22 2014-2027 中国调味品行业市场规模及增长率



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

图表23 我国调味品行业 2020 年竞争格局 (%)

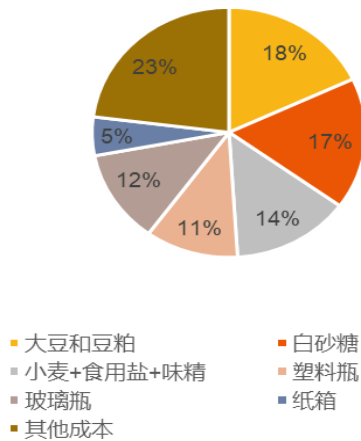


资料来源：Wind，前瞻产业研究院，欧睿国际，平安证券研究所

2.3.2 调味品：原材料依存度高，价格回落有望释放利润弹性

原材料依存度高，价格影响较大。对于调味品而言，其直接材料约占总成本的 80%，因此原材料价格是对成本影响最大的因素。以海天味业的酱油为例，其中大豆和豆粕占总成本的 18%，白砂糖占总成本的 17%，小麦、食用盐、味精共占 14%，塑料包装、玻璃包装两类包材成本分别约占总成本的 11%和 12%，而制造费用、人工费用、运输费用总共仅占总成本的 23%。整体而言，调味品厂商对原材料依存度较高，原材料价格波动会对调味品厂商产生较大影响。

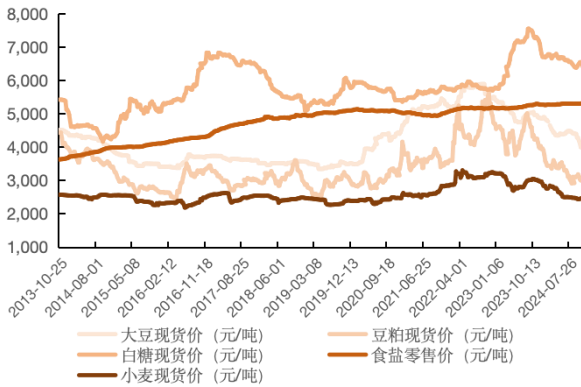
图表24 海天味业酱油成本构成 (%)



资料来源：公司官网，平安证券研究所

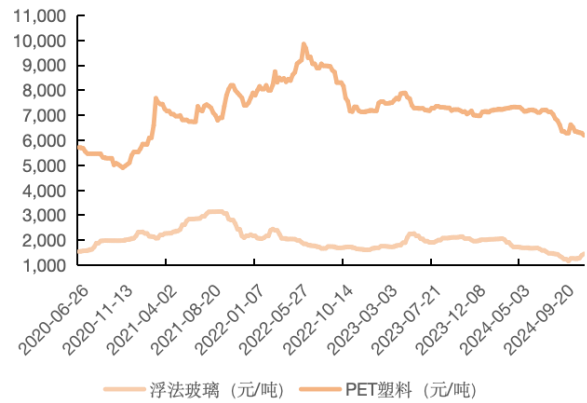
原材料价格回落，利润弹性有望兑现。同样以酱油为例，其主要原材料大豆的价格由 2022 年约 5500 元/吨的高位，到 2024 年 11 月回落至约 4008 元/吨，价格有所回落且趋于稳定，其他原材料也呈现同样趋势。而主要包材方面，浮法玻璃价格由 2021 年 9 月 3130 元/吨的高位，至今降至约 1458 元/吨；PET 塑料也同时由 2022 年 6 月 9680 元/吨高位下滑至 6196 元/吨的相对低位。整体而言调味品原材料价格有所回落且趋于稳定，使得调味品厂商利润弹性逐步兑现。

图表25 近年来酱油原材料现货价格



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表26 近年来包装材料现货价格

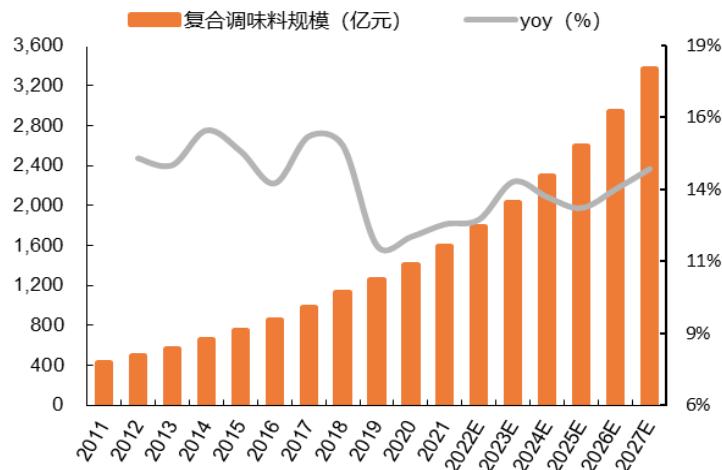


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3.3 调味品：复合调味料高速增长赛道，渗透率加速提升

复调高增赛道，市场空间潜力大。调味品行业正在向“基础调味品-复合调味品”演变。在外食餐饮场景下，复调顺应了终端餐饮连锁化、外卖化趋势，降本增效保持口味一致性，提升烹饪效率实现外卖强时效性。在家庭餐饮场景下，以其便捷性，适应懒人经济，满足家庭消费诉求。根据艾媒咨询统计数据，我国复合调味品行业市场规模从2011年的432亿元增长至2021年的1588亿元，预计2027年达到3367亿元，2011-2027年CAGR为13.69%，明显高于同期调味品行业市场规模增速，复调行业市场空间广阔。

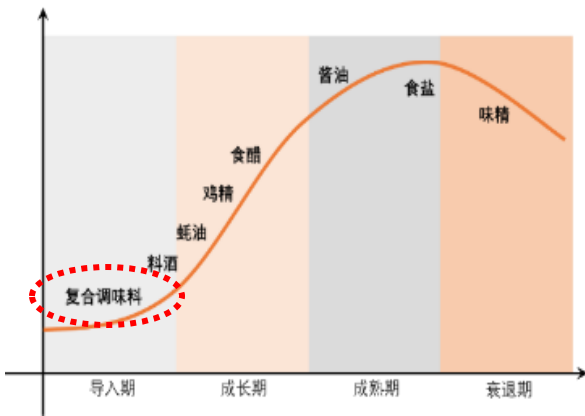
图表27 复合调味料规模及增速



资料来源: 前瞻经济学人, 艾媒咨询, 平安证券研究所

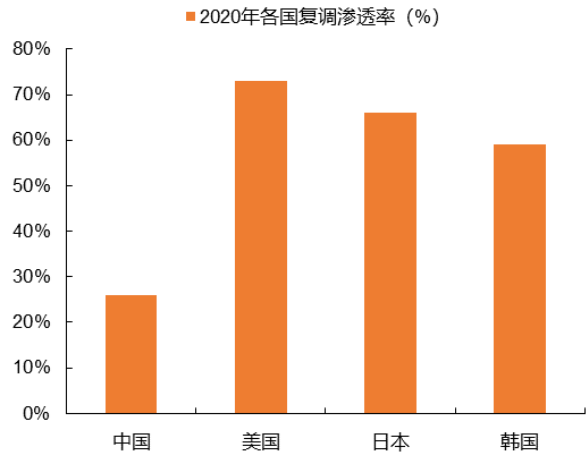
行业导入期，渗透率加速提升。根据艾媒咨询，目前复合调味品行业还处于导入期，整体渗透率20%左右，正处于渗透率高速增长的临界点。可预见的是未来伴随着复合调味品的产业演变、消费者认知改变和市场接受度的提高，复合调味品渗透率将在20%提高到40%的阶段中加速渗透，走进寻常百姓家。横向来看，我国复合调味品渗透率相较于日韩美等国家仍有较大差距，其中2020年美国复合调味料渗透率高达73%，我国复调渗透率仍有提升空间。

图表28 复合调味料正处于行业导入期



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

图表29 2020年各国复调渗透率

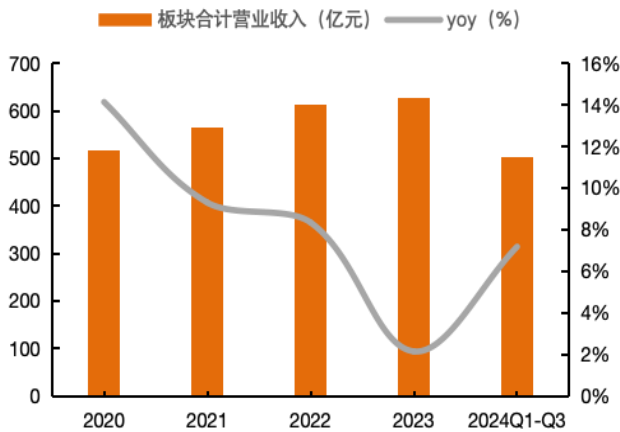


资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

2.3.4 调味品：餐饮需求逐渐复苏，板块业绩稳步增长

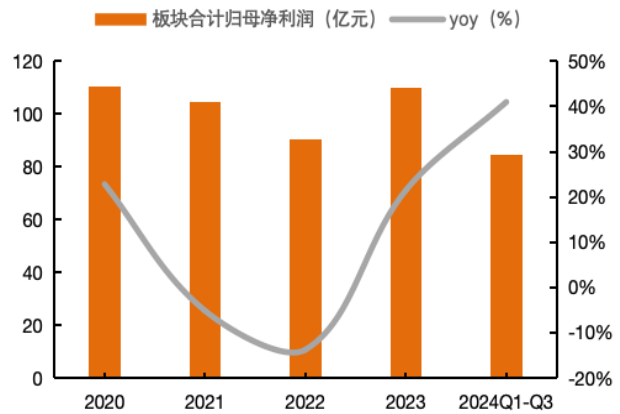
需求逐渐恢复，板块业绩稳步增长。申万调味品板块 2024Q1-Q3 实现营收 502.52 亿元，同比增长 7.19%；实现归母净利润 84.49 亿元，同比增长 40.95%，受益于餐饮需求持续复苏、成本回落、渗透率提高、产品更新迭代、集中度提升、头部企业持续深化改革红利释放以及经销商渠道库存恢复良性等因素，板块正持续恢复。

图表30 近年来申万调味品板块合计营业收入及增速



资料来源：ifind，平安证券研究所

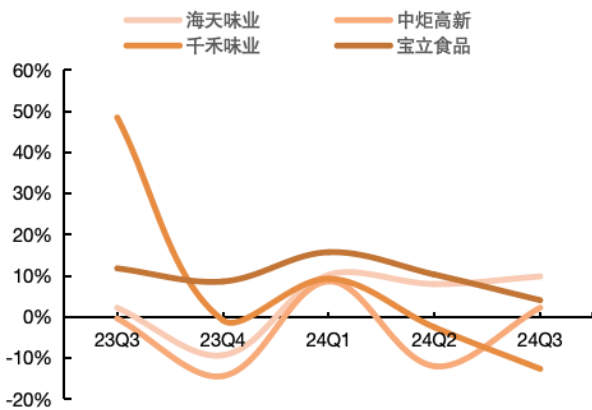
图表31 近年来申万调味品板块合计归母净利润及增速



资料来源：ifind，平安证券研究所

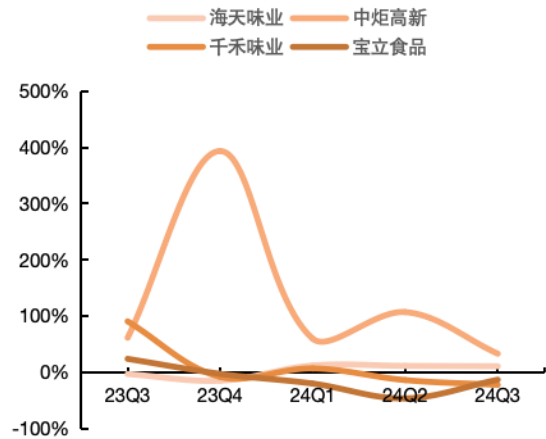
龙头企业经营具备韧性，强者恒强。2024Q3 海天味业/中炬高新/千禾味业/宝立食品营收分别同比变动 9.83%/2.23%/-12.63%/4.06%，归母净利润分别同比变动 10.50%/32.90%/-22.58%/-13.45%。海天味业率先企稳，收入利润均维持正增长，目前渠道库存处于良性水平，经销商信心明显恢复；中炬高新凭借渠道变革、管理改善、费用率优化，实现 32.90%的归母净利润提升。

图表32 主要企业单季度营收同比增速



资料来源: ifind, 平安证券研究所

图表33 主要企业单季度归母净利润同比增速



资料来源: ifind, 平安证券研究所

2.3.5 调味品：相关标的

- **海天味业**：公司处于调味品行业的龙头领先地位，从产品、渠道、供应链等多维度持续改革，以维持巩固行业龙头地位。产品方面，公司持续加强产品创新，打造多元产品矩阵满足多元化市场需求，在维持酱油、蚝油及酱类三大核心业务基础上，持续发力食醋、料酒等新品类，借助调味品平台及渠道优势提升市占率。渠道方面，公司持续推动新零售等线上端口的发展步伐，进一步强化与核心头部平台的战略合作，推动线上线下的融合发展。供应链方面，公司利用数字化、智能化技术赋能产销一体化，力争降本增效。长期来看，公司在品牌/产品/渠道方面竞争优势突出，市场份额加速提升，我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。
- **宝立食品**：公司不断进行渠道结构优化，大B端业务保持稳健增长，不断开发新品类满足客户要求，并逐步拓展中小B客户。未来公司将继续夯实自身在餐饮供应链领域的能力和市场地位，同时将往食品供应链解决方案服务商的定位进行战略转型。除餐饮渠道外，公司也在积极与商超及便利店等食品消费主要场景渠道进行紧密互动和业务接洽，通过新渠道的拓展去覆盖更广的客户和挖掘更多的市场机会。此外，公司还着手布局烘焙赛道，积极优化成本费用，以期长期高质量发展。后续随着烘焙业务的经营改善以及C端业务成长速度的逐步恢复，加之在B端业务上持续布局和客户需求深挖，公司有望在消费复苏确定性加强的背景下，进入上升通道。维持“推荐”评级。
- **千禾味业**：公司积极把握零添加市场红利，持续强化健康的品牌标签，零添加龙头地位稳固。产品端，公司陆续推出了千禾浓香酱油、千禾醇香醋、千禾松茸酱油等高端高品质产品，引领高品质调味品升级。渠道端，公司已建立起覆盖全国主要县级以上城市及部分乡镇的营销网络，全渠道开拓进取。在内部，公司愈发精准的费用投放与严格把控的费效比为企业优秀盈利能力打好基础；在外部，公司加快传统渠道招商铺货，在西部大本营市场实现稳定增速的同时积极拓展其他区域，并持续建设优化电商渠道，实现多渠道全面铺设。我们看好公司不断提升运营效率和渠道能力，丰富产品矩阵，建议关注。

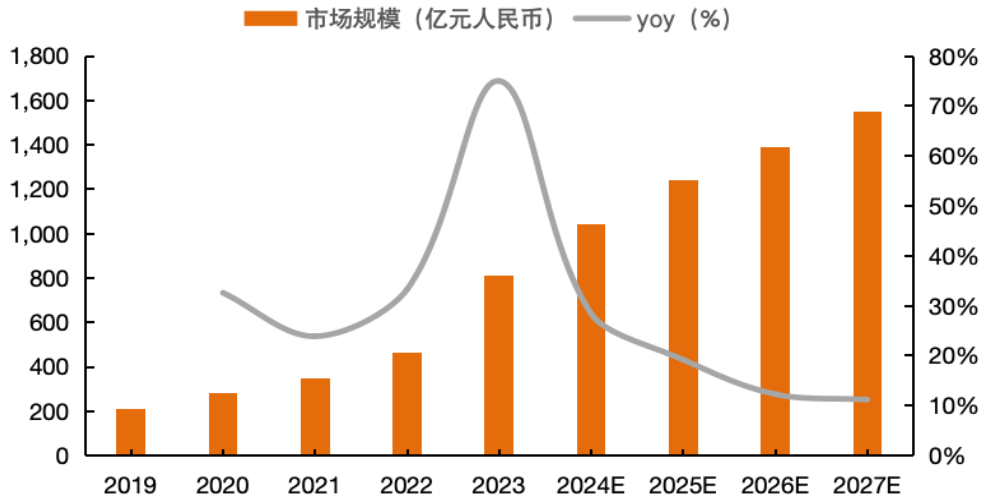
三、行业高景气，新渠道新品类持续带来红利：零食

3.1 零食：渠道红利β仍在，行业景气度有望延续

零食行业增长动能强劲，渠道变革进入新篇章。休闲零食能够在满足物质层面的需求之外，达到获得情绪价值、放松解压等精神层面的效果，符合Z时代消费主力军的核心需求，同时在渠道变革的推动下迎合当下消费者注重性价比消费趋势，成为

当前食品饮料板块中增长动能最强的子行业。当前，量贩零食集合店(如零食很忙、赵一鸣等)、会员商超(如山姆、Costco)、新兴电商渠道(如抖音、快手等)、传统商超渠道等为满足消费者质价比需求，正在不断重塑行业渠道新格局。

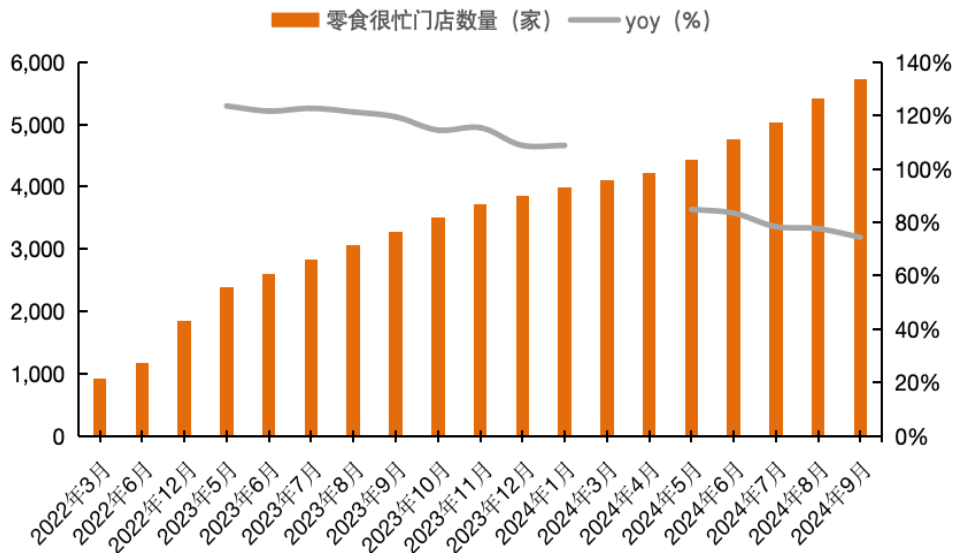
图表34 量贩零食集合店市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

量贩零食连锁竞争进入下半程，三分天下格局或将形成。根据艾媒咨询，量贩零食集合店的市场规模已由 2019 年的 211 亿元增长至 2023 年的 809 亿元，预计 2027 年将达 1547 亿元，成为零食行业中增速最快的渠道。当前零食很忙和赵一鸣合并为鸣鸣很忙集团并宣布破万店；万辰集团将旗下的来优品、好想来、吖嘀吖嘀、陆小馋四大品牌整合为“好想来品牌零食”；2024 年 10 月三只松鼠公告收购湖南爱零食科技有限公司、未来已来（天津）科技发展有限责任公司、安徽致养食品有限公司的控制权或相关业务及资产，未来零食连锁渠道三分天下格局或将形成。

图表35 零食很忙门店数量及增速



资料来源：零食很忙公众号，平安证券研究所

3.2 零食：新品红利持续释放，与渠道变革共同推动行业繁荣

制造型企业新品红利不断释放，成为行业后续核心动能。对于制造型零食公司，增长来源不仅来自于新兴渠道，也同时来自于新产品的拓展。目前可以看到，三只松鼠实施“高端性价比”战略，线下分销推出 105 款日销品，价格体系主要集中于 1-9.9 元；盐津铺子推出“蛋皇”和“大魔王”等品牌；洽洽不断推出焦糖、山核桃、茶衣瓜子等口味；劲仔食品推出“七个博士”溏心鹌鹑蛋等新品举措，能够不断抢占消费者心智，提升公司核心竞争力。

图表36 代表性零食企业 2024 年产品端情况

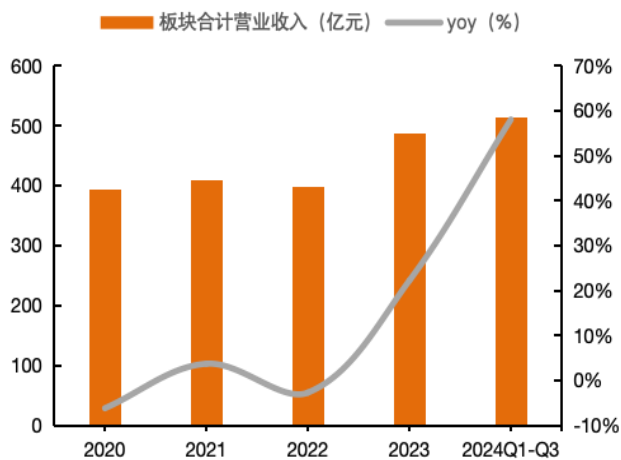
企业	2024 年产品端新变化
三只松鼠	全品类经营，除坚果外，还涵盖烘焙礼、零食礼、散装零食等，实施“高端性价比”战略，线下分销推出 105 款日销品，覆盖坚果、肉食、烘焙、果干等多品类，价格体系主要集中于 1-9.9 元。坚定小鹿蓝蓝“儿童高端健康零食”定位；计划投资加快孵化超大腕、蜻蜓教练、东方颜究生、巧可果等新子品牌，覆盖多品类。
盐津铺子	持续聚焦辣卤零食、深海零食、休闲烘焙、薯类零食、蒟蒻果冻布丁、蛋类零食、果干坚果七大核心品类。“蛋皇”鹌鹑蛋进驻山姆会员商店，获多项荣誉，单月销售额持续快速增长；“大魔王”麻酱味素毛肚销售趋势良好，推动休闲魔芋和蛋类零食快速增长，2024 前三季度这两大品类收入分别达到 5.51 亿和 4.19 亿，同比增长 38.97% 和 104.43%。
洽洽食品	产品不断推陈出新，如黑松露夏威夷果、坚果椰香烘焙燕麦等，丰富产品矩阵。风味瓜子系列表现突出，从焦糖、山核桃等口味到新品茶衣瓜子，口味持续补充，茶衣瓜子还首创自动化轻裹茶叶技术。公司高端瓜子产品“葵珍”通过不断优化产品、拓展高端会员店、精品超市等新渠道，进行圈层渗透，实现销售额持续增长。
卫龙美味	产品主要分为调味面制品、蔬菜制品和豆制品及其他产品三大板块。2024 年卫龙魔芋爽推出小包装 23g*40 包等多种包装规格，满足不同消费者的需求。推出霸道熊猫麻辣辣条、小魔女魔芋素毛肚、脆火辣脆片等产品，其中“小魔女”魔芋素毛肚荣获年度创新休闲零食奖。
劲仔食品	聚焦鱼制品、禽类制品、豆制品三大品类，拥有劲仔深海小鱼、鹌鹑蛋、豆干、肉干、魔芋、素肉等六大系列单品。禽类制品增速领先，休闲鱼制品销售规模仍居细分行业领域第一；核心大单品及潜力单品均实现双位数增长，劲仔深海小鱼和鹌鹑蛋增量贡献超 80%。后续将继续推出创新升级产品，研发投入增加，注重产品品质提升和营养健康；行业首创溏心鹌鹑蛋预计 11 月上市。
甘源食品	主要产品有青豌豆、瓜子仁、蚕豆、调味坚果、豆果、花生、锅巴、薯片、米饼等，老三样产品增长稳健，芒果冻干腰果、蜂蜜夏威夷果仁等新品铺货顺利。在品种口味方面进行多种改良创新，开拓蟹黄味、芥末味等新口味，实现调味坚果产品系列化、品牌化。

资料来源：艾媒咨询，公司公告，ifind，平安证券研究所

3.3 零食：板块业绩亮眼，成长性持续演绎

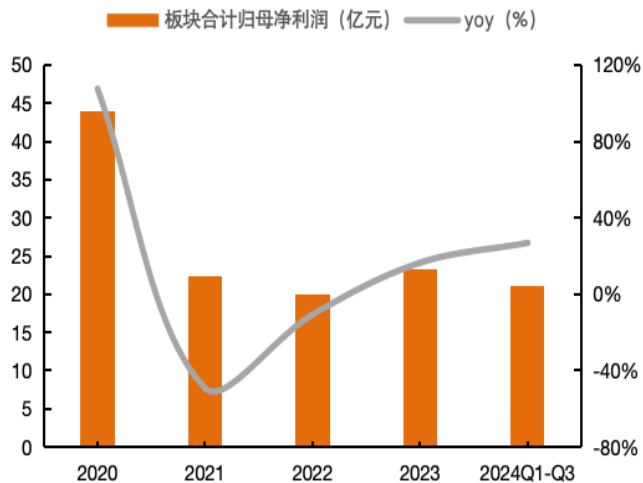
板块业绩增长强劲，势能不减。2024Q1-Q3 申万零食板块年实现营收 514.34 亿元，同比增长 58.03%；实现归母净利润 21.16 亿元，同比增长 26.88%，为食品饮料行业业绩增速最快的子版块之一，新渠道和新产品红利共同推动行业繁荣。后续我们认为渠道红利虽行程过半但势能仍存，叠加新品类红利具备长逻辑，能够继续演绎板块成长性。

图表37 近年来申万零食板块合计营业收入及增速



资料来源: ifind, 平安证券研究所

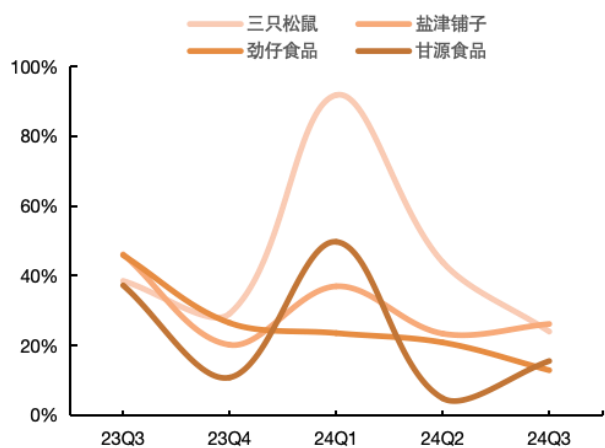
图表38 近年来申万零食板块合计归母净利润及增速



资料来源: ifind, 平安证券研究所

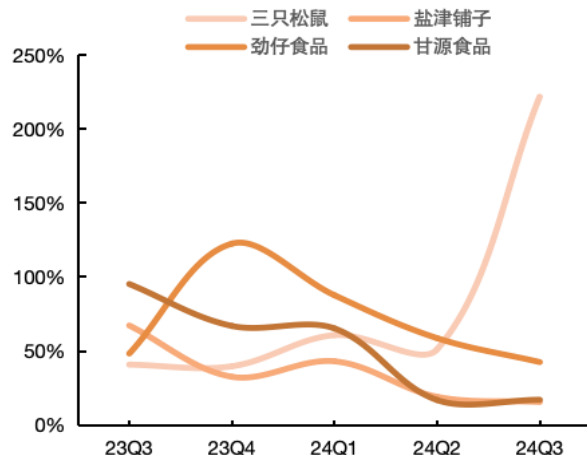
品类品牌是制造型企业的内生增长动力。24Q3 三只松鼠/盐津铺子/劲仔食品/甘源食品营收同比增长 24.03%/26.20%/12.94%/15.58%；归母净利润同比增长 221.89%/15.62%/42.58%/17.10%。其中三只松鼠的业绩表现尤为亮眼，公司坚定贯彻“高端性价比”总战略，业务上“D+N”全渠道打法更加成熟，聚焦分销日销品打造并完成首轮铺市，终端动销积极，同时打造极致供应链，利润率进一步抬升。盐津铺子连续推出“大魔王”、“蛋皇”两个品类品牌，确定品类品牌引领、打造大单品的战略，通过产品研发、“向上游多走一步”打造差异化竞争策略，品类品牌的打造为公司贡献高质量业绩增长。

图表39 主要企业单季度营收同比增速



资料来源: ifind, 平安证券研究所

图表40 主要企业单季度归母净利润同比增速



资料来源: ifind, 平安证券研究所

3.4 零食：相关标的

- **三只松鼠**：公司坚定贯彻“高端性价比”总战略，业务上“D+N”全渠道打法更加成熟，聚焦分销日销品打造并完成首轮铺市，终端动销积极。同时打造极致供应链，利润率进一步抬升。2024年11月公司与爱零食、爱折扣、致养食

品达成深度合作，借助三只松鼠品牌、供应链、管理赋能共同拓展线下市场及进入乳饮饮料新赛道。2025 年公司将持续促成社区零售进入便利店、自有品牌专业零食店以及硬折扣综合超市业态，从量贩零食到“量贩零食+”，再进军全品类折扣超市。建议关注。

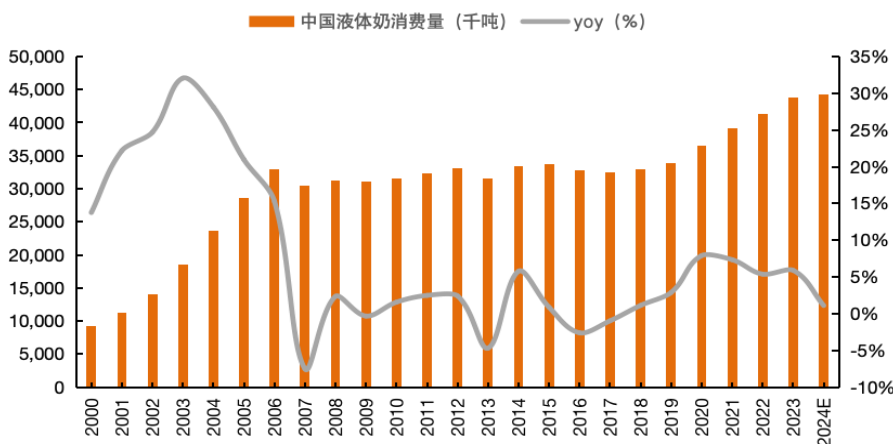
- **盐津铺子**：品类品牌方面，连续推出“大魔王”、“蛋皇”两个品类品牌，确定品类品牌引领、打造大单品的战略。通过产品研发、“向上游多走一步”打造差异化竞争策略。同时通过全渠道的产品渗透，特别是高势能会员渠道的突破和电商的高举高打的营销策略，持续提升核心大单品的收入增长。渠道方面，公司持续推进全渠道战略，根据对市场的观察和多品类的特性，强化高景气度渠道，拓展新渠道，同时通过精益生产、供应链选品能力、研发能力及品质的持续稳健得以匹配高势能会员店渠道。建议关注。
- **劲仔食品**：产品端，公司持续深耕休闲鱼制品、禽类制品、豆制品三大优质蛋白健康品类，通过深海鲣鱼、短保豆干等创新升级产品持续挖掘品类价值。预计 11 月推出溏心鹌鹑蛋产品，带动品类升级。渠道端，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%。建议关注。
- **甘源食品**：产品端，除老三样和豆果外，其他系列产品中，花生、薯片等产品表现较好，产品矩阵丰富。渠道端，公司对传统经销渠道进行优化改革，成效初显。同时公司不断发展零食量贩、会员制商超、线上电商和新媒体等新渠道，针对不同渠道开发迎合消费者的新产品。出海方面以越南市场为主，实现持续稳定增长。未来公司将持续打造多样化、新风味、高品质的休闲零食，不断提高渠道渗透率，进一步提高核心竞争力。建议关注。

四、 供需关系改善，原奶周期有望迎来拐点：乳制品

4.1 乳制品：供需矛盾突出，有望迎来改善

乳制品需求疲软，政策加码有望拉动消费。当前 C 端消费整体疲软，乳制品的需求也同样受到压制。根据美国农业部的数据，2023 年中国液体奶消费量达到 4.37 千万吨，同比增长 5.90%；预计 2024 年消费量将达 4.42 千万吨，同比增长 1.10%，增速明显放缓。2024 年 9 月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》，提出促进牛肉牛奶消费，鼓励有条件的地方通过发放消费券等方式拉动牛奶消费，期待后续需求端边际改善。

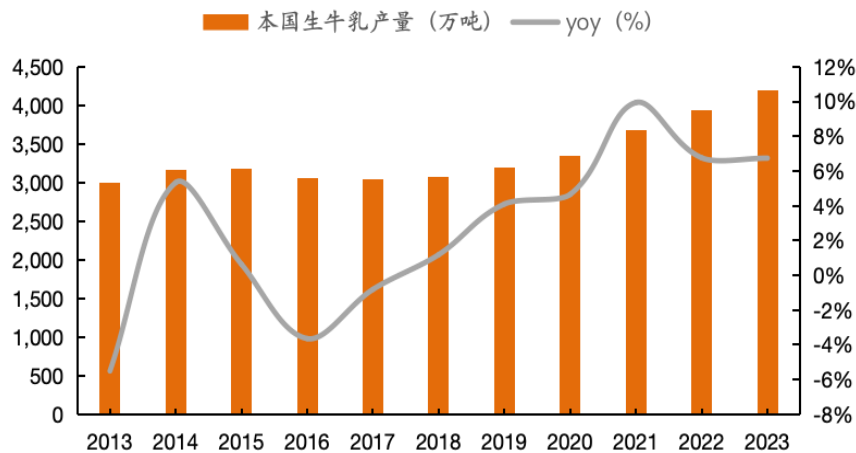
图表 41 中国液体奶消费量



资料来源: ifind, 平安证券研究所

供给扩大，供需剪刀差放大。供给端来看，我国上游奶牛养殖行业进行了一轮规模化扩产，2023 年本国供应生牛乳产增长 6.74%至 4.20 千万吨，且随奶牛单产与奶牛存栏量提升，供需剪刀差放大，导致本轮原奶价格下行超预期。但目前已边际进入温和产能出清阶段，后续随着需求的恢复，板块供需关系有望迎来改善。

图表42 中国生牛乳产量

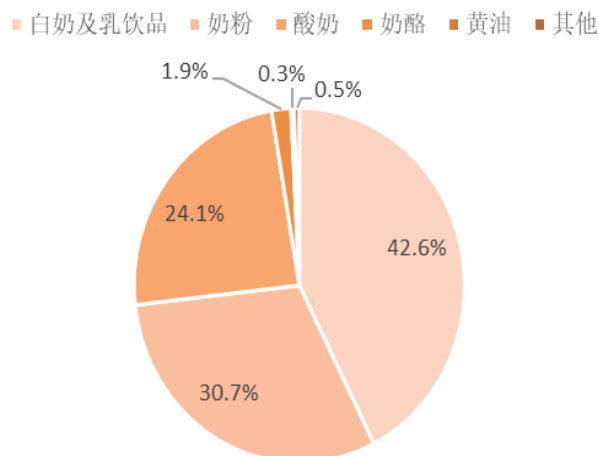


资料来源：中国奶业协会，平安证券研究所

4.2 乳制品：常温奶进入成熟期，低温奶迎来高速增长

细分市场百花齐放，常温奶进入成熟期。细分品类来看，白奶市场规模在 2021 年占比约 42.6%；随着居民乳制品消费结构的不断升级，酸奶消费规模预计将有更快的增长；奶酪作为新兴市场，预计未来会成为增长最快的子市场。白奶市场又分为常温奶和低温奶，常温奶当前处于产业发展的成熟期，行业增速降低，存量竞争特点更明显，有竞争力的企业通过抢占更多份额延续较快增长，且竞争格局优化使得利润率逐步提升。

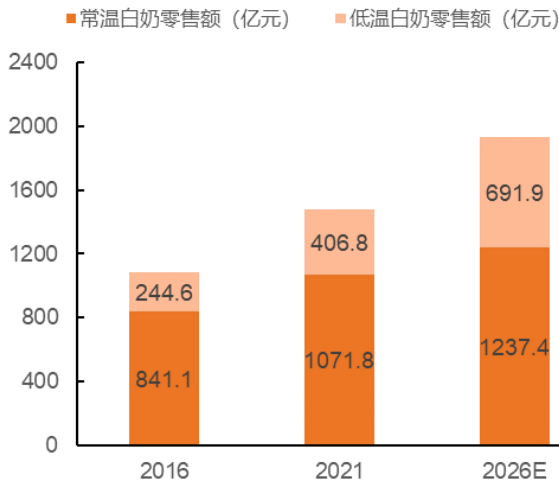
图表43 2021 年中国乳制品细分产品消费额结构



资料来源：华经产业研究院，平安证券研究所

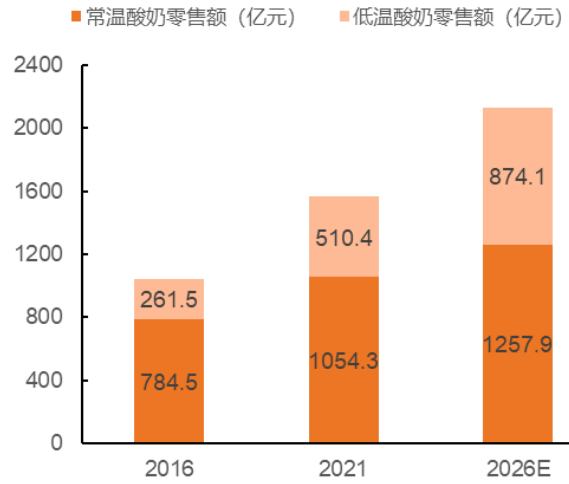
随着冷链运输的完善，低温奶增速将加快。2016-2021 年低温白奶零售规模从 244.6 亿元增长至 406.8 亿元，CAGR 为 10.7%，显著高于常温白奶 5.0% 的增速；低温酸奶零售规模由 261.5 亿元增长至 510.4 亿元，CAGR 为 14.3%，远高于常温酸奶 6.1% 的增速。低温奶的拓展依奶源地遵循“圆心-半径”理论，以奶源地为圆心，冷链运输为半径，随着冷链基础设施的不断完善，低温奶的销售半径将不断扩大，市场规模增速将远超常温奶。

图表44 中国白奶市场零售规模



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表45 中国酸奶市场零售规模

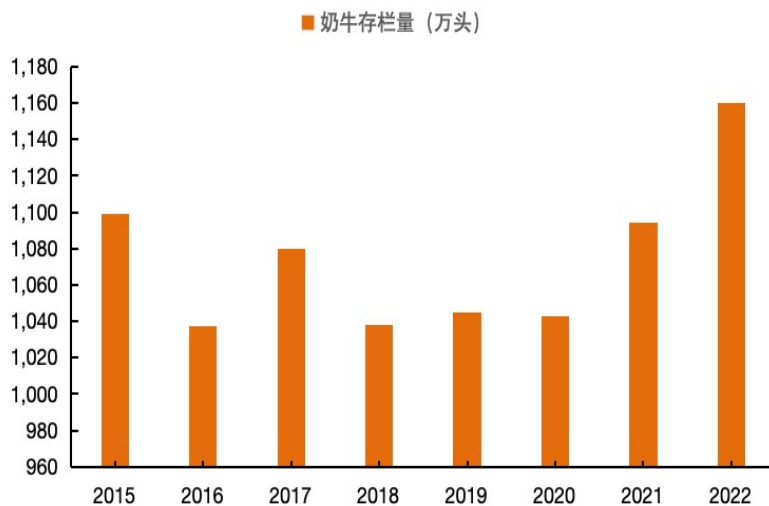


资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

4.3 乳制品：2025 下半年原奶价格有望止跌回稳

上游存栏正在温和出清，供需关系改善。2023 年以来由于奶牛养殖行业持续亏损，奶牛存栏已经有所调整，生鲜乳产能不断优化。据农业农村部奶站监测，截至 2024 年 8 月，全国奶牛存栏量已连续 6 个月环比下降，生鲜乳产量增幅继续放缓，预计本轮上游出清会相对温和。

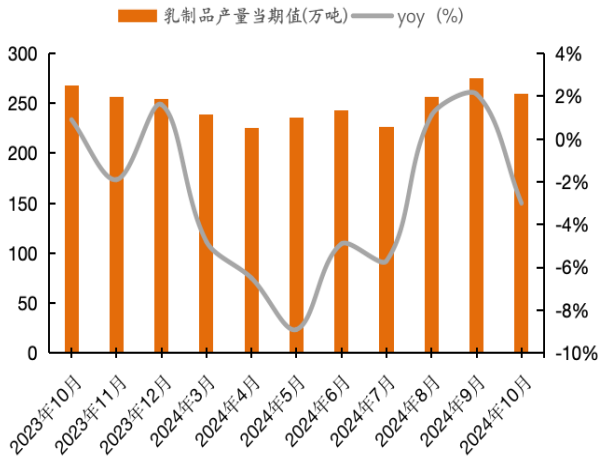
图表46 奶牛存栏量 (万头)



资料来源: 中国奶业协会, 平安证券研究所

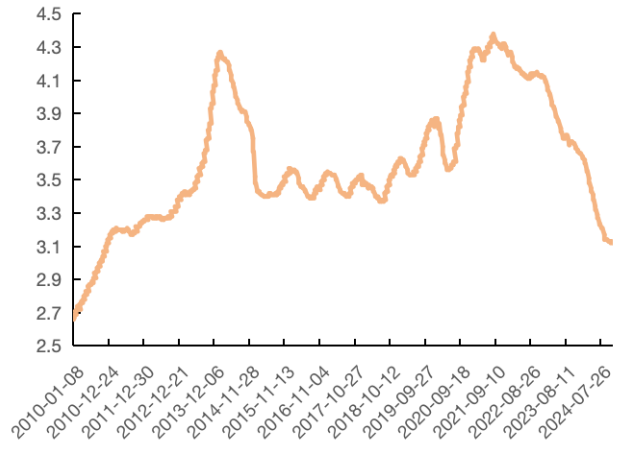
预计原奶价格 25H2 企稳回升，头部乳企盈利有望修复。受上游去产能影响，我国乳制品产量也已进入下行通道，2024 年 10 月为 259.6 万吨，同比下滑 3%。原奶均价由于供大于求，自 2021 年 8 月起持续下行，2024 年 11 月已降至约 3.13 元/公斤左右。后续随着供需关系改善，市场一致预期认为原奶价格有望在 2025 年下半年止跌回稳，届时乳企盈利能力将有望修复。

图表47 中国乳制品产量



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表48 原奶平均价 (元/公斤)

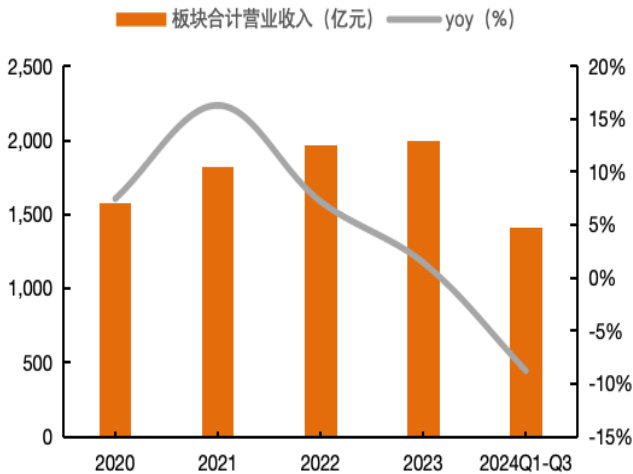


资料来源：国家统计局，ifind，平安证券研究所

4.4 乳制品：库存调整进入尾声，伊利已进入盈利修复通道

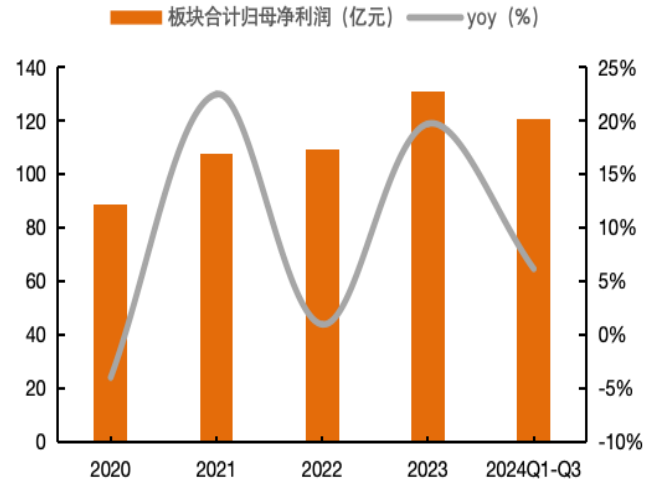
板块营收降幅较大，净利润维持稳定。申万乳制品板块 2024Q1-Q3 年实现营收 1407.04 亿元，同比下降 8.77%；实现归母净利润 120.72 亿元，同比增长 6.17%。板块营收降幅较大，主要原因是去年同期基数较高且当前居民收入预期下降导致市场需求较为疲软，导致终端动销压力较大，但 Q3 已环比 Q2 有所改善。板块净利润方面，能够延续增长态势，并且单季度间已有环比改善。

图表49 近年来申万乳制品板块合计营业收入及增速



资料来源：ifind，平安证券研究所

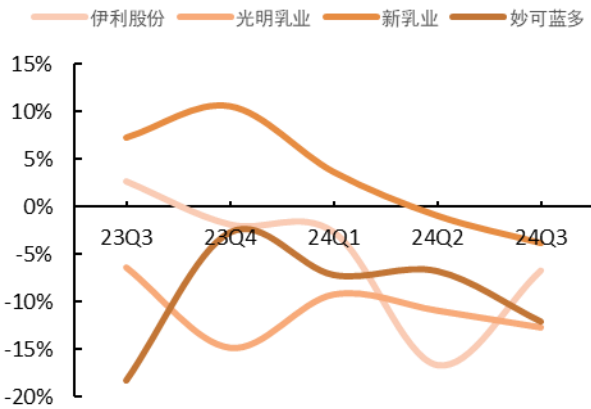
图表50 近年来申万乳制品板块合计归母净利润及增速



资料来源：ifind，平安证券研究所

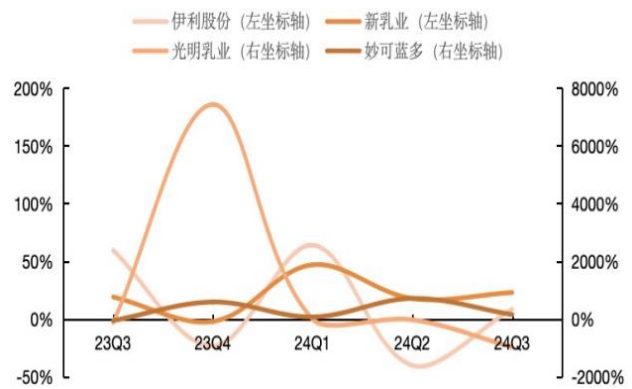
库存调整即将到位，边际改善趋势明确。2024Q3 伊利股份/光明乳业/新乳业/妙可蓝多营收分别同比变动 -6.66%/-12.66%/-3.82%/-12.07%，归母净利润分别同比变动+8.53%/-973.33%/22.92%/151.96%，其中伊利股份具备经营韧性，渠道调整初见成效，已进入盈利修复通道；新乳业深耕低温奶赛道，并拓宽销售渠道和区域，取得较优表现；而妙可蓝多正在走出困境，正式并表蒙牛奶酪公司，期待后续主业协同。

图表51 主要企业单季度营收同比增速



资料来源: ifind, 平安证券研究所

图表52 主要企业单季度归母净利润同比增速



资料来源: ifind, 平安证券研究所

4.5 乳制品：相关标的

- 伊利股份：**公司继续保持良好发展势头，整体业绩稳居行业领导地位，位居中国乳业第一、亚洲乳业第一、全球乳业五强。在市场需求恢复不足的当下，公司不断优化产品结构，落实推进线上、线下全渠道数字化转型和“全面价值领先”战略。整体来看，公司依然保持龙头优势地位，收入端有望随消费复苏进一步改善，成本端原奶价格持续回落将带来利润空间，未来盈利能力有望持续提升，维持“推荐”评级。
- 新乳业：**公司作为区域性乳制品龙头企业，收入端延续稳健增长。分产品来看，受益于公司坚持“鲜立方”战略及匹配产品特点的营销，低温鲜奶、低温酸奶等产品实现稳步增长；分渠道来看，公司不断强化 DTC 业务能力，积极布局电商渠道，实现了高速增长。此外，公司还不断优化产品结构并控制费用率，提高自身盈利水平。整体来看，公司战略清晰，持续锚定低温奶优势产品，并受益于原奶价格下落，未来公司盈利能力有望持续提升，建议关注。
- 妙可蓝多：**公司坚定推行“聚焦奶酪”的总体战略，不断巩固奶酪品类领导者地位。从收入端看，C 端仍然承压，但随着 B 端消费需求缓慢复苏，奶酪业务同比降幅收窄环比转增。从费用端来看，公司积极控费提效，不断优化经销商质量提升广告投放效率，精简员工薪酬支出，实现销售管理双费递减，效果显著。此外，公司还持续提升渠道运营能力，大力开拓电商渠道，并与马迭尔、盐津铺子等 B 端联名合作，形成休闲+餐饮，2B+2C 双轮驱动的营销模式，努力探索新的奶酪大单品发展路径，促进未来业绩增长，长期来看，看好公司未来业绩的触底反弹。维持“推荐”评级。

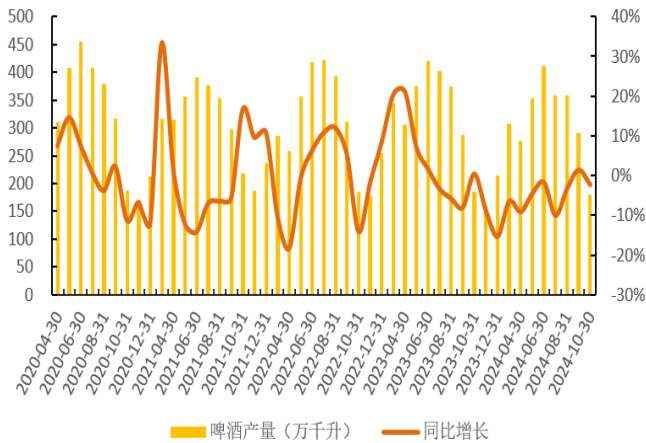
五、成本弹性正在释放，仍有估值修复空间：啤酒

5.1 啤酒：产销量有所下滑，旺季持续低迷

啤酒产量有所下滑，旺季持续低迷。从 2023 年 7 月开始，啤酒产量开始同比增速转负。今年旺季期间，受到天气的影响，部分地区雨水较多，广东、福建、浙江等地受到持续降雨和台风等影响，导致啤酒销量下滑，2024 年 7/8 月产量分别同比下滑 10%/3.3%。此外消费者信心的变化和消费场景的复苏乏力导致啤酒产量持续低迷，2024 年 10 月全国啤酒产量为 180.7 万千升，同比下降 2.3%。

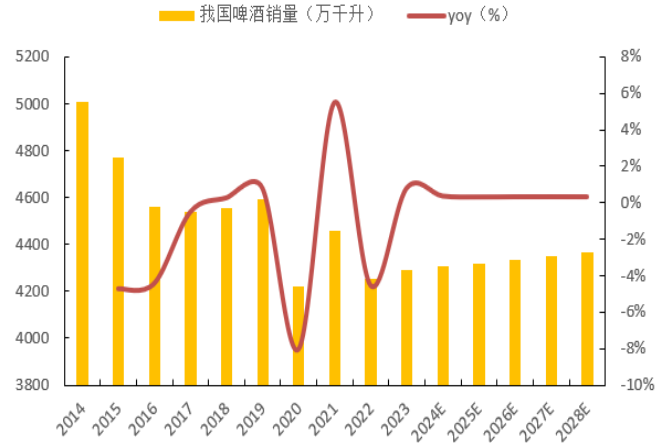
销量呈下滑趋势，持续承压。我国啤酒行业销量于 2018 年小幅企稳回升后持续下行，2020 年受疫情影响同比下滑 8.02%，2023 年销量同比回升 0.82%至 4289.53 万千升。根据 Euromonitor 预测，2028 年我国啤酒销量预计恢复至 4365.81 万千升，同比提升 0.35%。

图表53 全国规模以上啤酒企业单月产量及增速



资料来源: iFind, 国家统计局, 平安证券研究所

图表54 中国啤酒销量和增速



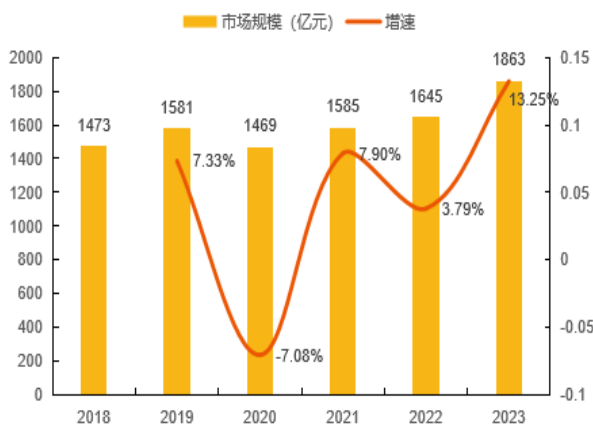
资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

5.2 啤酒：行业迈入存量竞争时代，五强竞争格局确立

啤酒市场规模增速放缓，提价弥补销量下降。根据艾媒咨询，2020年受疫情影响啤酒市场规模下滑至1469亿元，2021年销量虽不及疫情前、但市场规模实现1585亿元，恢复至疫情前水平，行业性提价一定程度上弥补了销量的持续性下滑。2022年啤酒市场规模有所恢复，增速为3.79%；2023年啤酒市场规模增长至1863亿元，增速提高至13.25%。

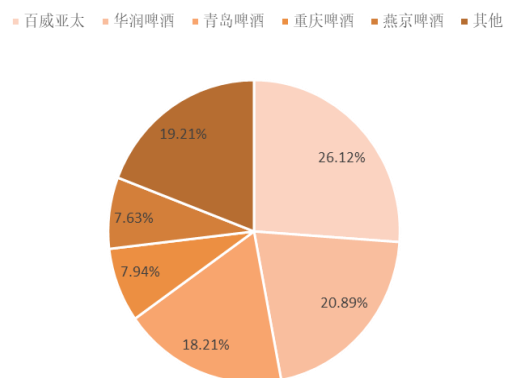
五强确立，竞争格局稳定。现阶段我国啤酒行业为寡头垄断式竞争，已形成稳定的“五王争霸”竞争格局。龙头企业们纷纷从生产效率、管理能力、盈利能力等方面发力，以占据优势地位。根据头豹研究院，按营收计，2023年我国啤酒行业CR5为80.79%，其中百威亚太份额最高，占比26.12%，华润啤酒为20.89%，青岛啤酒为18.21%，重庆啤酒为7.94%，燕京啤酒为7.63%，其他企业共占19.21%，主要是以珠江、金星、兰州黄河等为代表的本土啤酒厂，和三得利、蓝带、喜力为代表的国际啤酒巨头。

图表55 中国啤酒市场规模



资料来源: 艾媒咨询, 平安证券研究所

图表56 2023年我国啤酒行业市场份额 (按营收计)



资料来源: 头豹研究院, 平安证券研究所

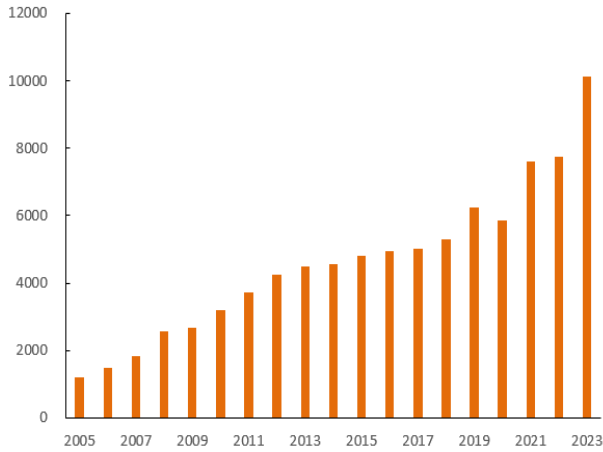
5.3 啤酒：消费升级驱动下，啤酒行业高端化加速

经济社会稳步发展，带动需求端消费水平升级。我国经济社会发展稳步提升，人均GDP从2017年的5.96万元增长至2023

年的 8.94 万元；人均可支配收入也从 2017 年的 2.6 万元增长至 2023 年的 3.92 万元，带动需求端消费水平升级，给啤酒厂家从量增到价增、质增的转型升级提供更大空间。2005 至 2023 年，我国限额以上餐饮业营业额逐年提升，2023 年为 10124.28 亿元，CAGR 为 12.83%，保证了啤酒的消费升级场景。

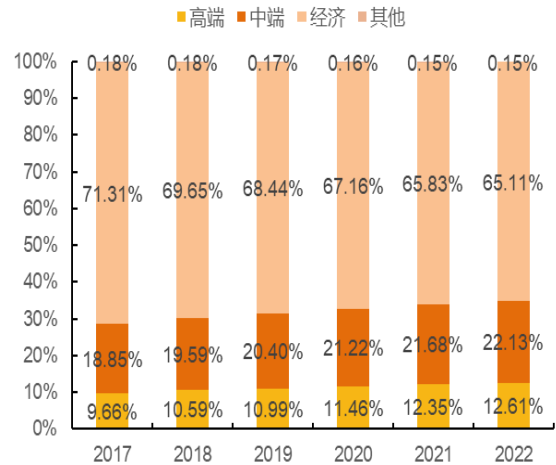
我国啤酒高端化不断推进，带动整体盈利水平提升。根据欧睿数据，2017 年至 2022 年，我国啤酒市场高端产品销量占比由 9.66% 提升至 12.61%，增长 2.95pct；啤酒走向高端化有效地提升了啤酒企业的毛利率，改善整体盈利水平。

图表57 近年来我国限额以上餐饮业营业额（亿元）



资料来源: ifind, 平安证券研究所

图表58 我国啤酒市场高端啤酒销量占比



资料来源: Euromonitor, 平安研究所

头部企业纷纷搭建高端核心矩阵，抢占高地。重庆啤酒组成“6+6”品牌矩阵并淘汰“山城”品牌；青岛啤酒坚定实行“1+1”品牌策略，并推出百年之旅、一世传奇、琥珀拉格等高端产品拉升啤酒单品天花板；燕京啤酒采取“1+3”品牌发展战略，以“燕京啤酒”为主品牌，同时培育三个地方性优势品牌。

图表59 头部企业的高端化产品矩阵

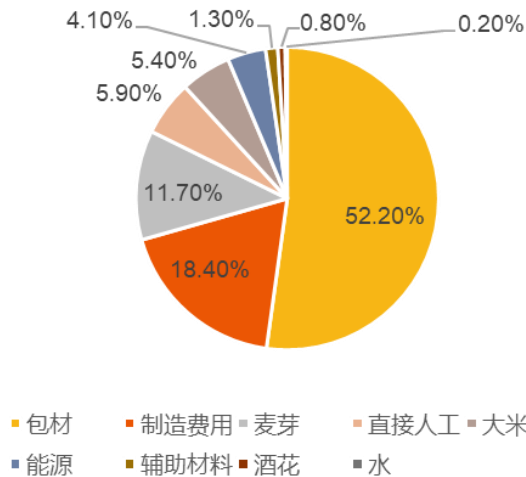


资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

5.4 啤酒：成本压力持续缓解，带动盈利能力提升

啤酒生产成本中包材占比较大，通过提价传导。从成本构成看，啤酒成本结构中占比最大的为包材成本，占 52.2%；其次为制造费用 18.4%；再者为原料麦芽，占 11.7%，原材料及包材价格有较大影响，且常通过提价传导。

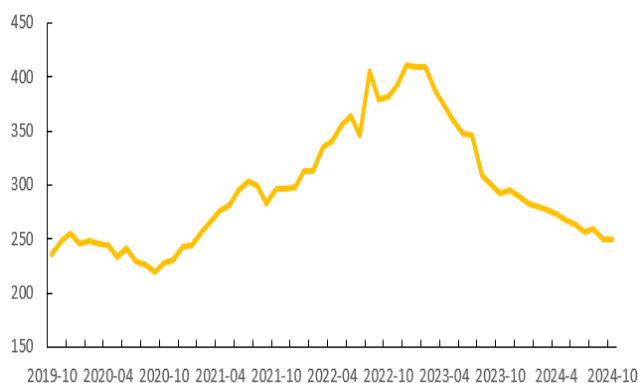
图表60 啤酒的成本构成



资料来源：观研天下，平安证券研究所

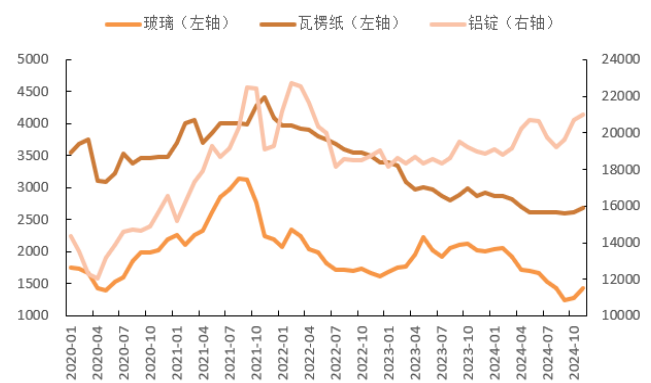
大麦价格开始下行，包材价格持续缓解。23 年以来啤酒成本端总体价格较 22 年有所下降，2022 年 12 月大麦进口单价到达阶段性高点 410.42 美元/吨，23 年 1 月出现拐点，下滑至 409.73 美元/吨，2023 年 8 月商务部终止对澳大利亚进口大麦征收反倾销税和反补贴税，政策松绑进一步推动啤酒产业的成本下行，大麦价格在 2024 年 10 月下滑至 249.96 美元/吨。啤酒包材方面（浮法玻璃、瓦楞纸、铝锭等）价格较 22 年缓解较多，价格高点集中在 21 年 Q4，后续随着上游供需缺口缩小，包材价格均进入下行期，2024 年 11 月浮法玻璃/瓦楞纸/铝锭价格分别为 1429.70/2689.90/21003.75 元/吨。

图表61 近年来大麦进口单价（美元/吨）



资料来源：ifind，平安证券研究所

图表62 近年来主要包材价格（元/吨）



资料来源：ifind，平安证券研究所

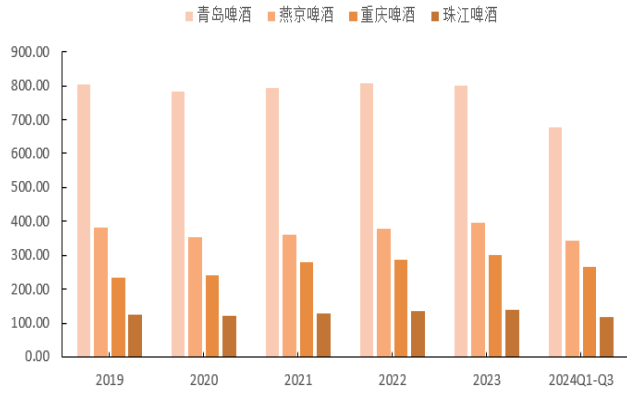
5.5 啤酒：头部企业产销平稳，吨价提升趋势不改

销量增长平稳，青啤有所下滑。2024Q1-Q3 青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒销量分别为 678.5/344.73/265.70/118.19 万吨，同比变动-6.98%/+0.48%/+0.20%/+2.75%，青岛啤酒同比销量有所下滑，主要原因为上年同期销量基数较高、大型

运动赛事未能有效提振销量以及产品结构欠佳这些因素共同作用。

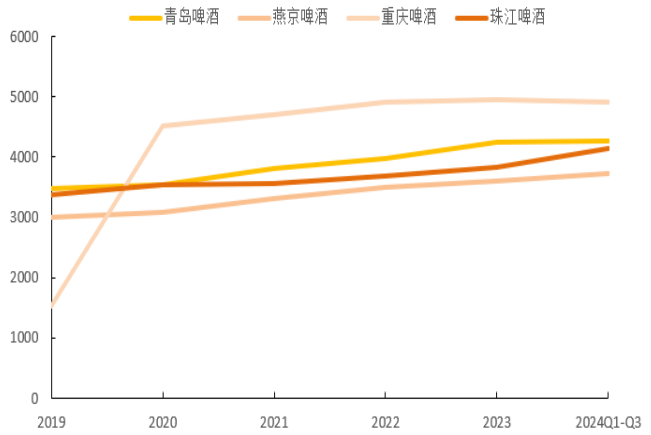
产品结构升级，吨价持续提升。自 2021 年起，啤酒行业吨价呈现持续提升态势，2024Q1-Q3 青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒吨价分别为 4268/3726/4916/4134 元/千升。从行业角度看，根据欧睿数据，目前中国啤酒行业 10 元以上产品的销量占比在 19%左右，未来仍有较大提价空间。同时，啤酒行业高端化趋势不改，产品结构升级红利仍在持续，叠加前期提价逐步兑现，行业吨价在未来有望持续提升。

图表63 近年来啤酒头部企业销量（万千升）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表64 近年来啤酒头部企业吨价（元/千升）

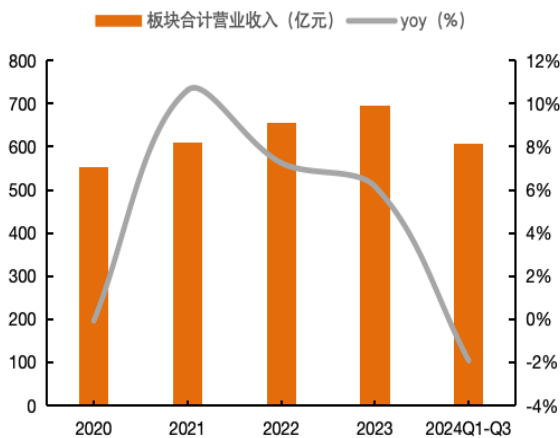


资料来源：公司公告，平安证券研究所

5.6 啤酒：消费疲软整体承压，板块净利润保持增长

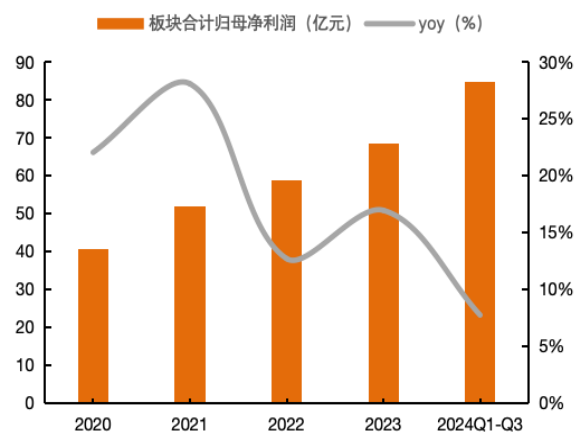
板块收入下滑，归母净利润持续增长。2024Q1-Q3 申万啤酒板块实现营收 608.24 亿元，同比下滑 1.91%；实现归母净利润 84.81 亿元，同比增长 7.73%，啤酒板块 2024 年前三季度营业收入同比下滑，主要是受消费需求整体疲软的影响，而净利润的增长展现出了啤酒企业的经营韧性。

图表65 近年来申万啤酒板块合计营业收入及增速



资料来源：ifind，平安证券研究所

图表66 近年来申万啤酒板块合计归母净利润及增速

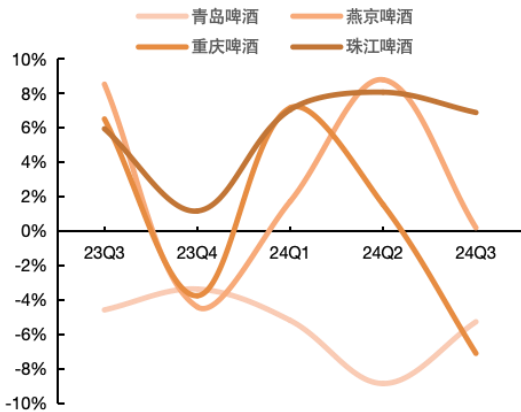


资料来源：ifind，平安证券研究所

企业之间产生分化，燕京啤酒和珠江啤酒 Q3 表现较好。2024Q3 青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒营收同比变动 -5.28%/+0.19%/-7.11%/+6.89%，其中青岛啤酒和重庆啤酒单季度营收有所下滑；归母净利润同比变动

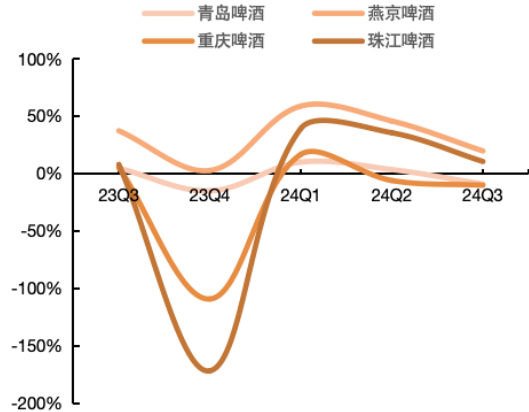
-9.03%/+19.84%/-10.10%/+10.60%，其中燕京啤酒净利润增速较高主要是受益于 U8 等中高档产品延续快速增长态势，带动公司产品结构优化；而珠江啤酒纯生大单品保持较快增长，量价齐升，带动归母净利润较快增长。

图表67 主要企业单季度营收同比增速



资料来源: ifind, 平安证券研究所

图表68 主要企业单季度归母净利润同比增速



资料来源: ifind, 平安证券研究所

5.7 啤酒：相关标的

- 燕京啤酒：** 公司坚持高端化战略和全渠道布局，坚定推进大单品战略，以燕京 U8 为代表的中高档产品持续带动公司销售结构的优化。通过持续的产品创新和市场推广，不断提升品牌影响力和市场份额。在营销方面，依托体育赛事如欧洲杯和巴黎奥运会，开展品牌推广和产品营销活动，提升品牌影响力。公司作为历史悠久的大型民族啤酒企业，具有产品、品牌和渠道等方面的竞争优势，业绩确定性强。维持“推荐”评级。
- 重庆啤酒：** 公司积极应对外部环境变化带来的机遇和挑战，销量维持稳定，展现经营韧性。品牌组合方面，公司依托“本地强势品牌+国际高端品牌”的“6+6”品牌组合，构筑全价格产品矩阵，满足消费者对高品质啤酒的多元化需求。公司进一步强化了其品牌形象和市场地位，通过参与各类体育赛事、音乐节等文化活动，成功地将品牌与年轻、时尚、活力等元素相结合，吸引了大量年轻消费者的关注和喜爱。公司 6+6 品牌组合及大城市计划稳步推进，长期有望保持高端化+全国化良好势头。维持“推荐”评级。
- 青岛啤酒：** 公司已成立 120 年，坚持“1+1”双品牌战略，市场份额排名行业第二，品牌价值稳居第一。公司加快落地青岛啤酒主品牌“1+1+1+2+N”产品组合发展，优化产品结构升级，加速打造主力大单品、高端生鲜及超高端明星产品，实现全系列多渠道产品覆盖，巩固提升了公司在中高端市场的竞争优势。同时费用管理不断精益，宣传费用投放更加精细化，盈利能力显著提升。在品牌营销方面，青岛啤酒围绕“体育营销、音乐营销和体验营销”三大主线，全面推进品牌营销策略。成本端，包材价格整体呈下行趋势，大麦价格也在逐步回落，预计后续吨成本将得到持续改善，看好后续利润弹性释放。建议关注。

六、 投资建议及风险提示

6.1 投资建议

投资主线：建议关注顺周期、高景气、周期拐点、成本红利四条主线，维持食品饮料“强于大市”评级。

- 1) 关注顺周期品种，看好餐饮产业链的修复：预制食品、调味品

预制食品：长期受益于餐饮连锁化，龙头竞争优势显著。当前餐饮行业在新一轮餐饮消费券发放的刺激下，景气度逐渐改善，渠道正在沿着小B>大B>C端的顺序复苏。预制食品能够有效提高出餐效率，改善成本结构，长期受益于下游餐饮企业的连锁化率的提升。此时具有规模优势的龙头企业有望快速抢占市场份额，通过产品结构优化和精细化费用管理改善盈利能力。C端虽受舆论风波及商超渠道影响有所拖累，但在政策支持保驾护航下，行业发展趋于规范化。推荐安井食品、千味央厨。

调味品：行业去库存接近尾声，内部管理改善。当前下游社会餐饮消费基本盘正在修复，行业去库存接近尾声，加上成本进入下行通道，调味品行业正在走出低谷，重回稳步发展期。同时，多数企业在低谷期的架构调整、渠道改革、产品创新的成效已逐渐凸显，后续多样化、健康化、高端化的产品将进一步推动行业增长，板块利润弹性有望释放。推荐海天味业、宝立食品，建议关注千禾味业。

2) 行业高景气，新渠道新品类持续带来红利：零食

零食：渠道红利β仍在，新品红利持续释放。零食行业能同时满足情绪价值消费和消费者对于性价比的追求，成为当前食品饮料板块中增长动能最强的子行业。渠道端，量贩零食集合店、会员商超、新兴电商渠道、传统商超渠道等正在不断重塑行业渠道新格局，持续带来渠道红利。产品端，制造型企业不断拓展边际推出新品类，抢占消费者心智，成为行业接续动能。建议关注三只松鼠、盐津铺子。

3) 供需关系改善，原奶周期有望迎来拐点：乳制品

乳制品：政策加码有望拉动消费，奶价预计企稳回升。当前乳制品需求疲软，但针对性刺激消费政策已出台，后续政策加码有望持续拉动乳制品消费，期待后续需求端边际改善。供给端来看，我国上游奶牛养殖行业进行了一轮规模化扩产，叠加需求疲软，供需剪刀差放大，导致本轮原奶价格下行超预期，但目前已进入温和产能出清阶段。供需关系改善，头部乳企或将进入盈利修复通道。我们看好全国性乳企的估值修复，及区域乳企的盈利能力提升，推荐伊利股份、妙可蓝多，建议关注新乳业。

4) 成本弹性正在释放，仍有估值修复空间：啤酒

啤酒：成本红利贡献利润弹性，长期高端化步履不停。澳麦“双反”取消，包材价格持续环缓解，随着成本红利传导，行业盈利能力有望持续改善，2025年为啤酒成本红利的持续兑现期。当前随着产品结构升级，啤酒企业吨价持续提升，短期虽有消费疲软的扰动，但长期啤酒高端化趋势仍将延续，看好板块性机会，推荐燕京啤酒、重庆啤酒，建议关注青岛啤酒。

6.2 重点公司盈利预测

图表69 重点公司盈利预测

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			P/E (倍)			评级
		2024/12/13	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
603345.SH	安井食品	92.01	5.04	5.11	5.65	18.3	18.0	16.3	推荐
001215.SZ	千味央厨	37.86	1.35	1.27	1.46	28.0	29.8	25.9	推荐
603288.SH	海天味业	47.18	1.01	1.12	1.24	46.6	42.0	38.2	推荐
603170.SH	宝立食品	17.11	0.75	0.63	0.77	22.7	27.1	22.1	推荐
600887.SH	伊利股份	29.25	1.64	1.80	1.65	17.9	16.2	17.7	推荐
600882.SH	妙可蓝多	21.18	0.12	0.21	0.39	172.1	98.6	54.2	推荐
600132.SH	重庆啤酒	67.95	2.76	2.80	2.99	24.6	24.3	22.7	推荐
000729.SZ	燕京啤酒	11.18	0.23	0.36	0.45	48.9	31.1	25.1	推荐
600600.SH	青岛啤酒	79.00	3.13	3.27	3.61	25.3	24.2	21.9	/
300783.SZ	三只松鼠	37.09	0.55	1.00	1.38	67.7	37.0	26.9	/

002847.SZ	盐津铺子	56.80	1.85	2.39	3.03	30.6	23.8	18.7	/
603027.SH	千禾味业	13.30	0.52	0.51	0.58	25.8	26.2	22.8	/
002946.SZ	新乳业	15.32	0.50	0.64	0.78	30.6	23.9	19.8	/

资料来源：wind，平安证券研究所

注：未评级者使用 Wind 一致预期，收盘价数据为 2024/12/13

6.3 风险提示

- 1) 宏观经济波动风险：**宏观经济环境直接影响居民收入水平和消费意愿，如果宏观经济下行，将影响大众品消费需求；
- 2) 消费复苏不及预期：**宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响消费板块复苏；
- 3) 宏观政策落地不及预期：**若本轮宏观政策和消费刺激政策落地情况不及预期，行业回暖的速度将会变缓；
- 4) 食品安全问题：**食品安全关乎消费者人身安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间；
- 5) 原材料波动影响：**食品行业能通过提价一定程度上缓解原材料上涨的影响，但原材料上涨过大将影响行业毛利率情况；
- 6) 行业竞争加剧风险：**竞争格局恶化会一定程度上影响食品饮料行业的价体系，对行业造成不良影响。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层