

一石入水，浪起千层

——2025年度食品饮料行业投资策略

首席分析师：吴文德 SAC：S0160523090004

分析师：赵婕 SAC：S0160523100002

分析师：任金星 SAC：S0160524010001

分析师：王子昂 SAC：S0160524100001

● 三阶段模型下，顺周期为先，兼具基本面和弹性

9.24逆周期政策转向，货币/财政政策共振，我们认为板块的行情演绎或呈现三个阶段：**PE扩张-eps修复-全面复苏**。当前处于向第二阶段的过渡期：**估值仍有提升空间，但业绩开始占据主导**。业绩修复或沿 **小B>C端>大B>白酒** 的路径，食品机会或领先于白酒。当下是顺周期弹性的重要布局机会，在扩内需政策发力的预期下，龙头估值仍有修复空间。

● 顺周期的核心方向，一看白酒，二看餐饮链

白酒报表集中释压，企业经营趋向理性务实，去库进程有望加速，顺周期预期下有望估值先行（赔率优+政策预期下的胜率提升）。餐饮链是政策刺激主要方向，从可选程度、量价维度看，我们认为**调味品>速冻>啤酒**。

● C端修复或有分化，零食和饮料具备韧性，乳制品具备左侧特征

C端消费的持续渐进恢复是未来主基调，政策持续护航。从复苏节奏看，各板块表现或有所分化，斜率及程度或有不同体现。休闲零食受益品类拓展及渠道红利，软饮料受益出行场景利好，乳制品原奶周期压力有望逐步缓解，政策鼓励拉动牛奶消费。

● 边际：我们认为收并购只是表象，更多的是大家为了寻找边际的变化。可关注大单品、新渠道、二次曲线、成本改善等方向。

● 投资建议：

- 1) 短期结合业绩和顺周期方向，重点推荐**调味品**和业绩具备确定性的**白酒龙头**；
- 2) 中期维度，看业绩修复方向**白酒、速冻和啤酒**；
- 3) 边际逻辑下，推荐**乳制品、饮料和零食**。

● 风险提示：消费力恢复不及预期、行业竞争加剧、食品安全问题

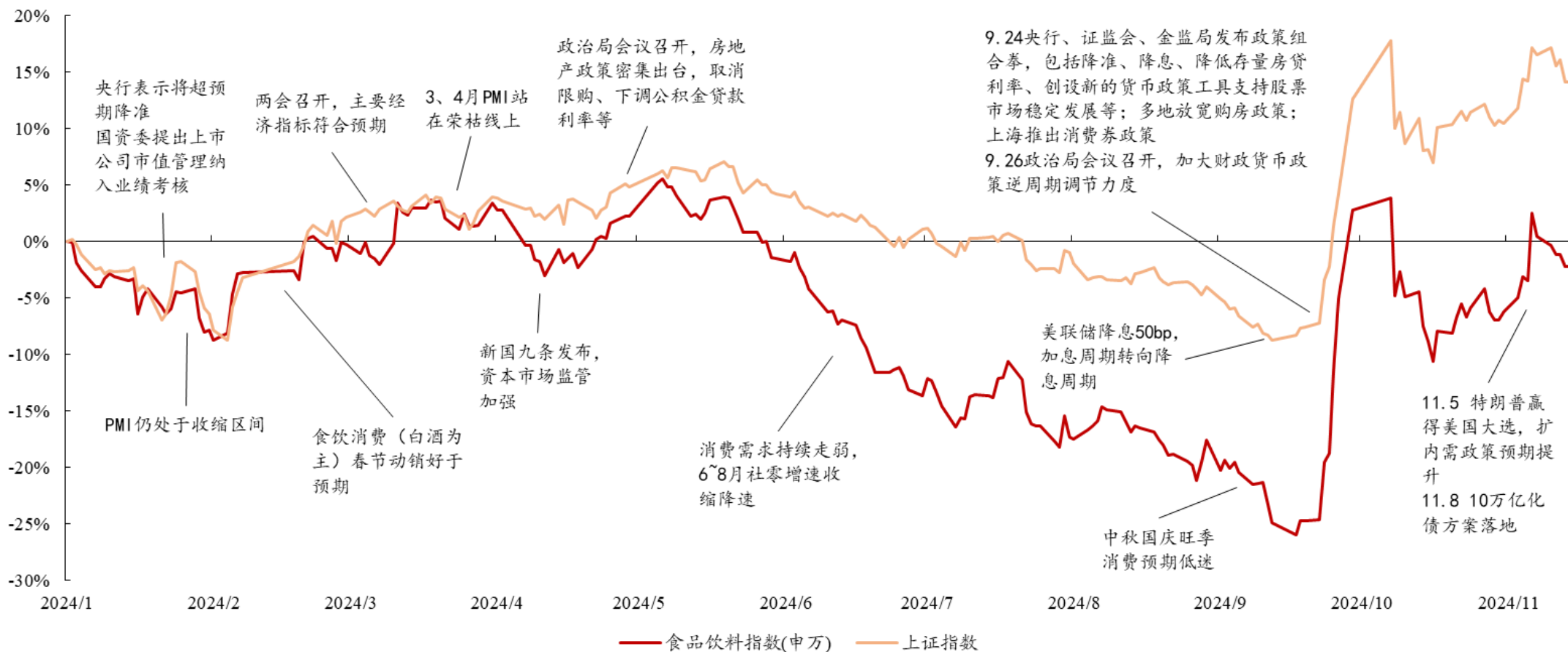


1、全面开花，否极泰来

1.1 2024行情复盘：弱基本面迎来强政策转折

- 2024年前三季度，经济及消费需求疲软，食品饮料板块承压走弱。
- 9.24逆周期政策转向，货币/财政政策共振，叠加美国大选等外部因素，食品饮料板块估值迎来修复。

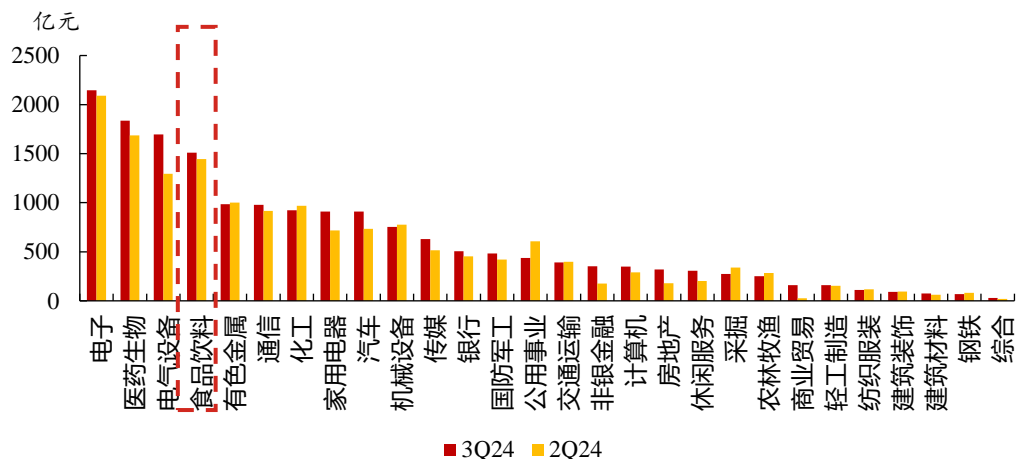
图表1：2024年食品饮料、上证指数收益率走势复盘（各指数收益率取2024年首个交易日收盘价为基数）



1.2 主动偏股基金减持，板块筹码结构优化

● 3Q2024主动偏股基金减仓食品饮料，其中以白酒减持为主，大众品略有增持。食品饮料板块筹码结构持续优化。

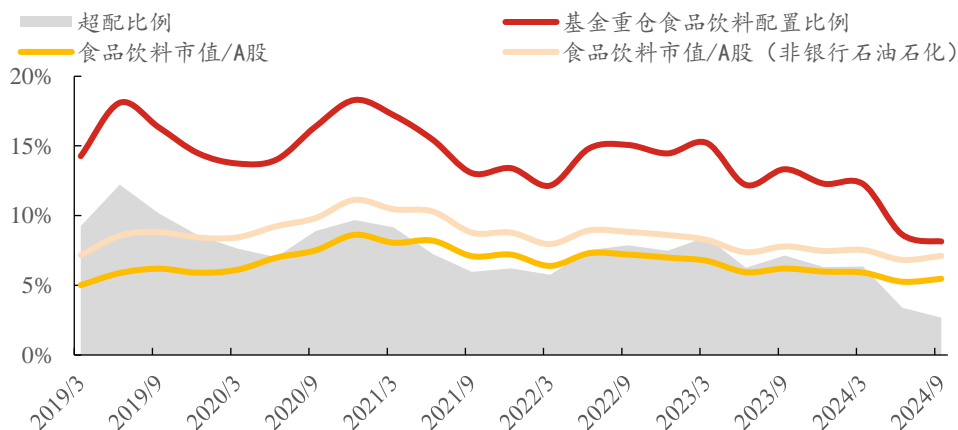
图表2：3Q24食品饮料板块持仓市值降至第四



图表4：3Q24主动偏股基金重仓持仓情况

基金重仓持仓比例	3Q24环比	3Q24	2Q24	1Q24	4Q23	3Q23
食品饮料	-0.50 pct	8.14%	8.64%	12.27%	12.29%	13.33%
白酒	-0.56 pct	6.97%	7.53%	10.59%	10.47%	11.51%
大众品	0.06 pct	1.17%	1.11%	1.68%	1.82%	1.82%
啤酒	-0.01 pct	0.35%	0.36%	0.61%	0.51%	0.69%
饮料乳品	0.03 pct	0.33%	0.30%	0.36%	0.37%	0.27%
食品加工	-0.01 pct	0.21%	0.21%	0.30%	0.43%	0.36%
休闲食品	0.03 pct	0.13%	0.10%	0.20%	0.20%	0.19%
调味发酵品	0.00 pct	0.09%	0.10%	0.15%	0.18%	0.16%

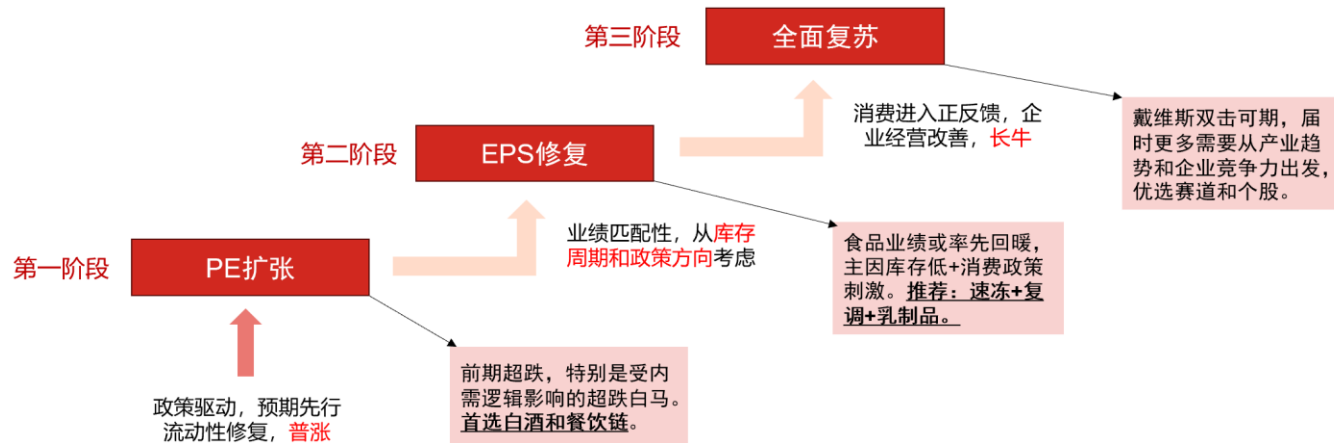
图表3：3Q24主动偏股基金对食品饮料减仓，超配比例收缩



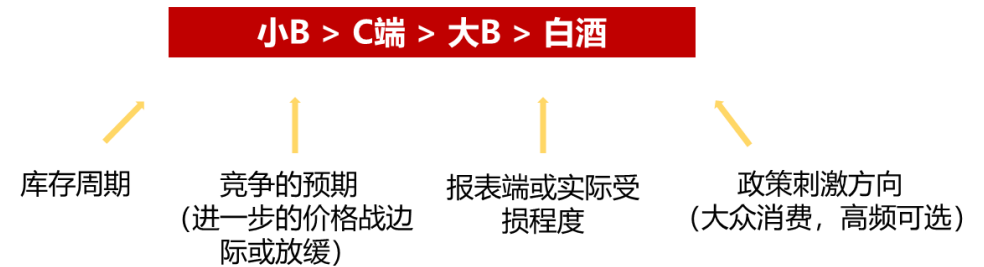
1.3 政策驱动下的板块配置思路：三阶段模型

- 我们认为板块的行情演绎或呈现三个阶段：**PE扩张-EPS修复-全面复苏**。
- 情绪驱动、预期先行推动的PE扩张行情（2024年9月末至10月上旬）已基本告一段落，当前处于向第二阶段的过渡期：**估值仍有提升空间，但业绩开始占据主导**。
- 食品机会或领先于白酒，业绩修复或沿 **小B>C端>大B>白酒** 的路径。

图表5：食品饮料配置思路：三个阶段看板块的投资机会



图表6：食饮板块顺周期基本面修复方向

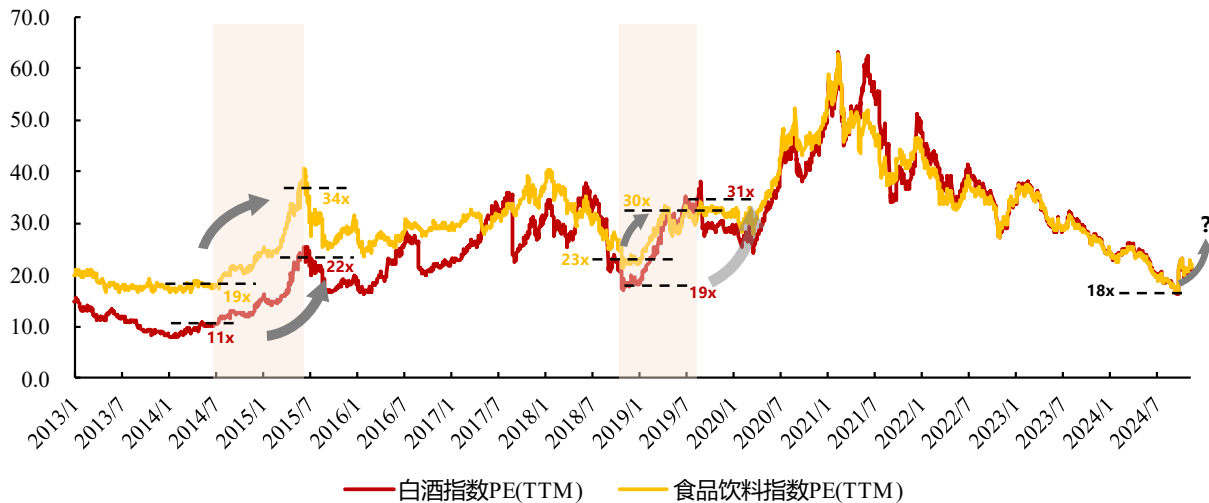


1.3 政策驱动下的板块配置思路：三阶段模型

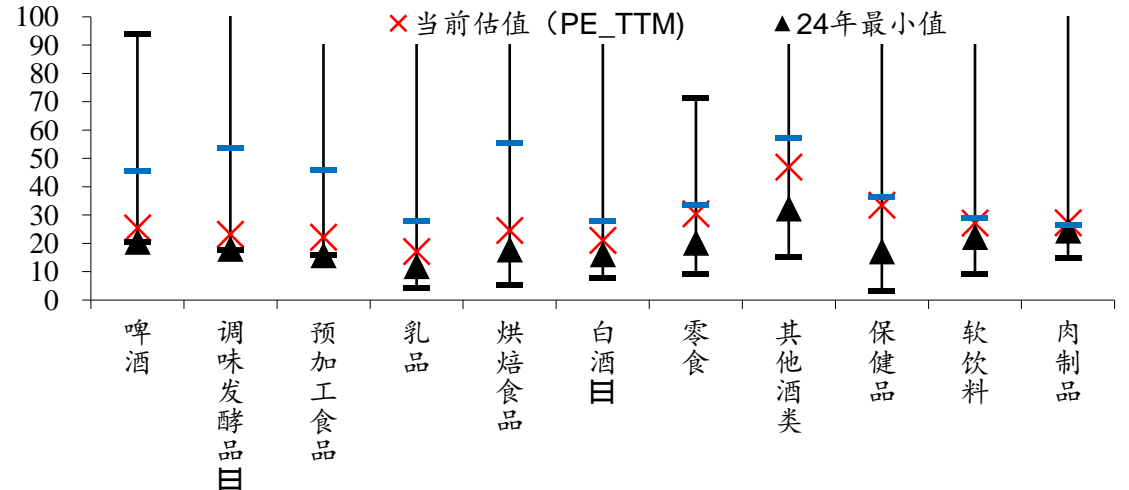
● **政策持续呵护，估值仍有提升空间。**以2014、2019年两轮政策性牛市经验来看，在陆续的逆周期政策呵护下，板块估值扩张的时间与空间上均有可持续性。当前食品饮料板块估值中枢经历初步修复暂稳于20倍左右，伴随货币/财政政策共振、流动性改善叠加顺周期预期先行、扩内需预期增强，行业估值修复仍有空间。而在估值修复阶段，白酒行业作为顺周期先锋，可作为估值锚去判断上涨的空间。

- **中性看，估值修复至稳态水平，且不切换：**参照海外成熟消费品估值水平，稳健业绩回升有望推动估值逐步修复至20~25倍PE。
- **乐观看，估值切换仍可期：**短期来看春节需求压力仍存，但全年悲观预期或迎来边际修正。参考2014年、2019年两轮政策性牛市经验，我们认为当前白酒估值在初期情绪驱动下有望向30倍以上PE中枢扩张。

图表7：2014、2019年两轮政策性牛市估值扩张（时间及空间）示意



图表8：食饮子行业PE估值仍处于历史分位数低值（截至240930）



1.3.1 报表释压成为共同趋势，大众品率先调整

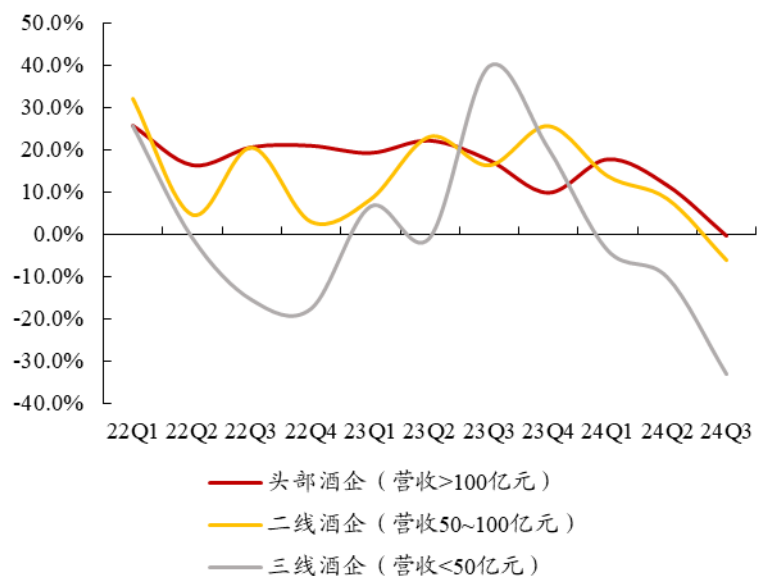
- 弱周期下的食品饮料板块分化明显，局部板块业绩受损更为严重，β修复预期下弹性更可高看一手。餐饮供应链、啤酒、乳制品板块在近四个季度以来业绩受损相对较重，且较早进入调整期。
- 报表释压背后是企业经营理性务实的趋势。白酒企业主动降速释放压力，使得白酒报表和渠道的剪刀差开始缩小，其中二三线白酒公司业绩较早进入调整期；大众品行业也不乏一些公司主动调整。

图表9：食品饮料主要板块单季度营收、归母净利润同比增速

食品饮料板块	营业收入同比增速 (%)													
	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	
零食	6.2	18.3	-0.3	3.4	-3.5	-5.1	-12.7	4.1	12.5	1.0	27.9	1.8	58.0	
调味发酵品	8.1	21.4	10.0	23.5	10.7	1.0	5.7	0.9	6.2	-3.7	7.3	4.7	9.6	
软饮料	12.1	16.6	1.9	-5.7	1.0	0.1	12.7	16.3	17.1	7.5	14.4	14.4	9.1	
白酒	15.4	13.7	19.4	10.6	16.2	12.4	15.5	17.4	15.2	14.9	14.7	10.6	0.7	
啤酒	0.4	8.5	7.8	6.9	10.9	-1.6	13.0	8.5	1.8	-3.4	-0.8	-1.6	-3.3	
预加工食品	16.5	13.9	10.3	23.0	14.6	17.1	17.0	9.7	6.5	-6.6	2.5	-5.0	-3.3	
烘焙食品	8.8	8.2	3.3	0.3	4.0	-3.6	13.0	8.7	10.7	10.4	6.8	-0.4	-4.3	
乳品	9.9	10.6	11.3	7.5	3.6	6.3	5.7	1.4	0.4	-3.1	-4.3	-14.0	-8.0	

食品饮料板块	归母净利润同比增速 (%)													
	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	
零食	-8.1	19.9	-26.4	-4.9	1.6	-0.4	24.5	-3.3	5.7	65.5	22.0	-11.5	60.2	
软饮料	-0.1	-0.3	-20.0	-22.7	-12.9	8.8	41.5	32.9	20.9	-42.6	26.9	27.6	18.2	
调味发酵品	-15.3	35.7	12.4	45.0	7.6	-55.6	5.7	-72.3	5.8	264.0	10.9	238.6	15.2	
白酒	15.8	13.0	26.3	13.0	21.3	17.6	19.2	19.7	17.9	18.7	15.7	11.8	2.1	
乳品	17.1	-	21.9	-9.2	-33.3	65.1	2.0	21.0	52.5	44.2	54.1	-44.0	1.4	
啤酒	11.1	26.7	19.5	16.0	7.8	-20.1	28.4	17.2	11.9	-24.5	16.3	10.7	-2.1	
烘焙食品	-5.9	-34.4	-32.1	-14.6	-17.3	-48.7	20.8	-1.3	11.3	-21.7	11.5	-7.3	-5.9	
预加工食品	-20.8	-9.3	26.0	28.6	40.7	59.4	40.5	-0.3	24.5	-32.3	4.0	-0.4	-30.0	

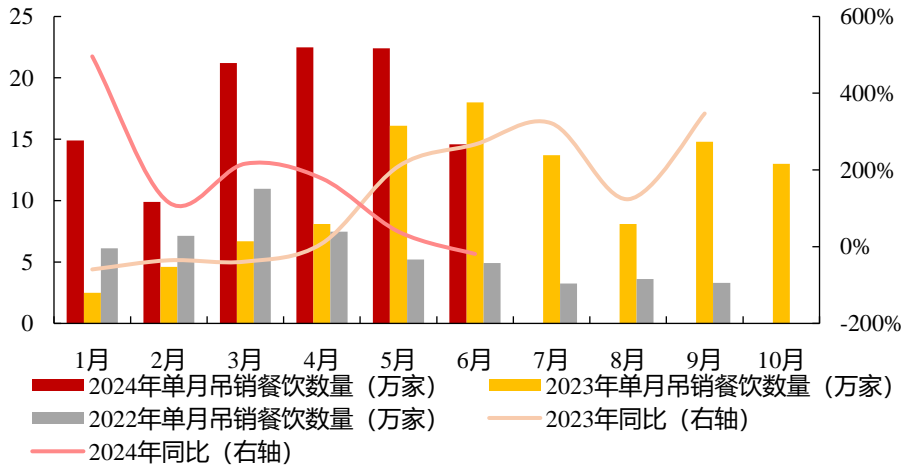
图表10：白酒板块不同规模酒企营收同比增速



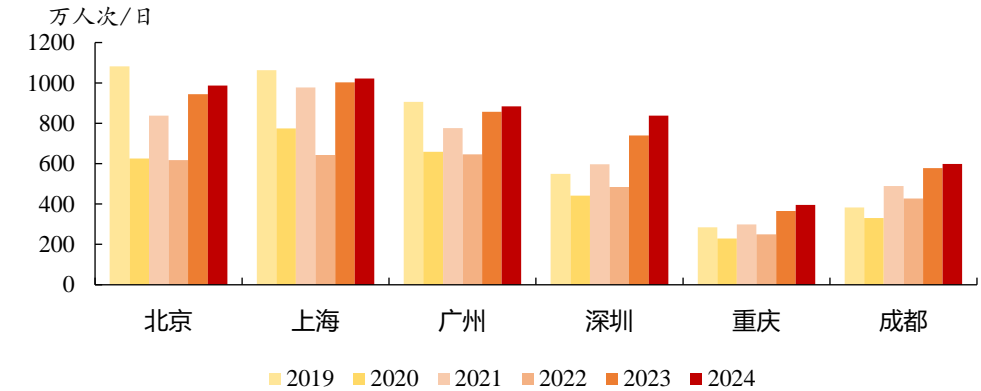
1.3.1 报表释压成为共同趋势，大众品率先调整

- 餐饮链是大众品细分里面受损较为严重的赛道，当前餐饮关店边际放缓，门店日客流量逐步恢复。
- 餐饮客单价呈下滑趋势。1-9M2024M人均消费42.1元，较2023年下滑1.2%。
- 连锁餐饮稳健扩张。连锁餐饮品牌各主要品类中，半数以上处于扩张阶段，开闭店比基本在1以上。

图表11：近几年餐饮关店情况



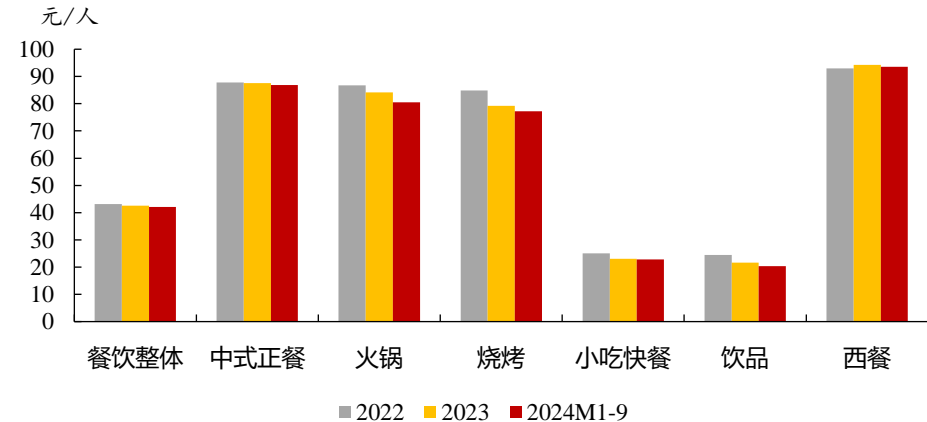
图表12：前6大人口城市餐饮门店年均日客流量趋势



图表13：2024年1-6月连锁餐饮品牌门店发展趋势

品牌	门店增加数	闭店数	开闭店比	门店净增品牌占比
新式茶饮	17174	8608	2.00	44%
连锁咖啡	6592	1895	3.48	60%
小吃快餐	11658	9554	1.22	55%
火锅	389	431	0.90	56%
中餐	280	139	2.01	62%
面包甜品	815	458	1.78	63%

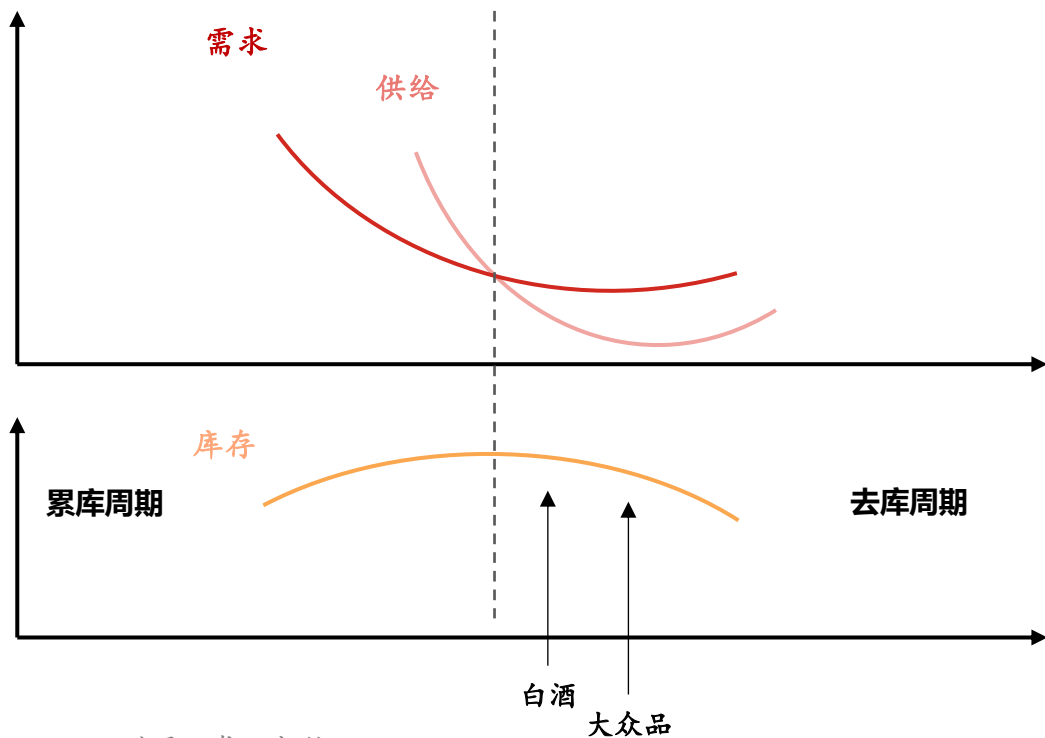
图表14：餐饮人均消费呈下降趋势



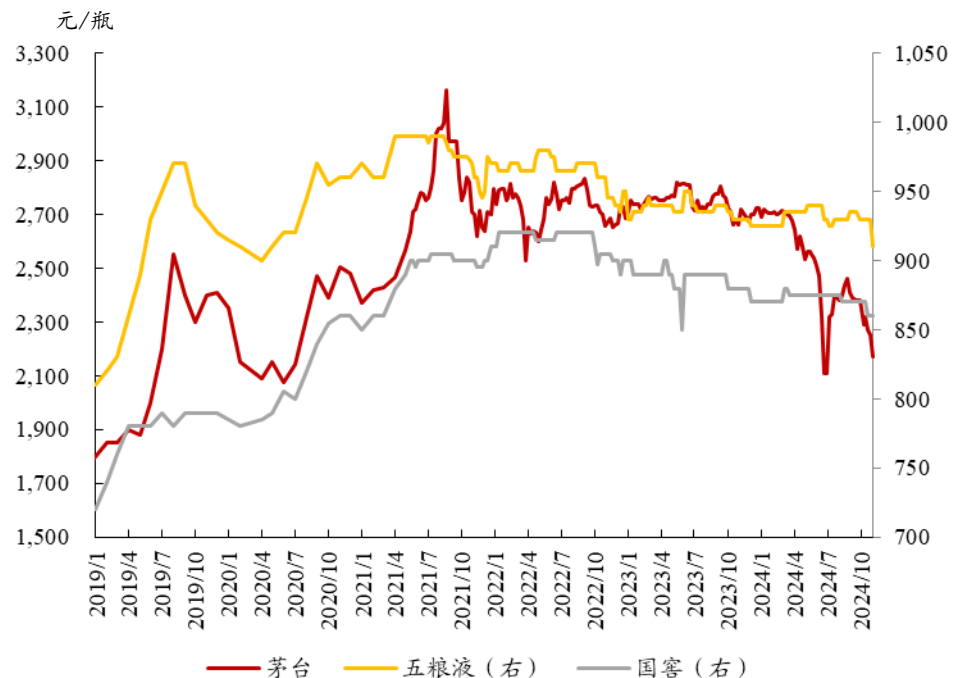
1.3.2 去库进程不一，大众品或较早调整到位

- 2024年以来，去库调整成为经营重心，逐步向库存周期底部演进。白酒、大众品去库进程不同，业绩修复弹性存在先后。
- 白酒库存周期相对较长，渠道库存长期承担蓄水池作用。伴随需求持续承压，白酒行业在3Q2024全面进入去库周期，此前累库压力转化为价格压力，批价上涨停滞。
- 大众品保质期短，渠道蓄水能力弱于白酒，强快消属性决定了库存调整节奏快。同时报表端也率先调整，库存去化包袱轻，或更快调整到位并实现修复。

图表15：食品饮料各板块在库存周期中分处不同阶段



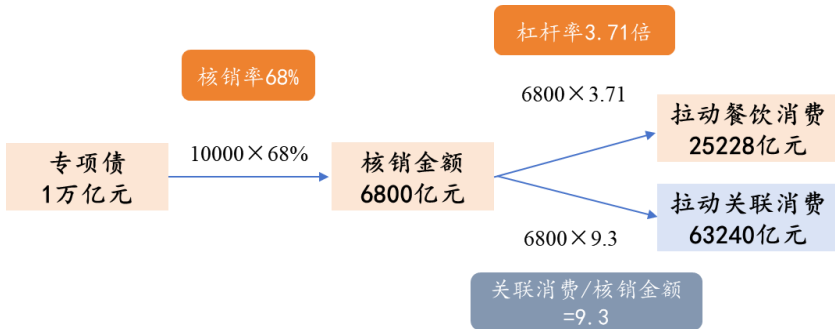
图表16：白酒批价自2022年下半年以来走势偏弱，逐步进入去库周期



1.3.3 政策刺激方向：消费券、假期延长瞄准大众消费

- **餐饮消费券投入效率高，或为政策的主要工具。**假设针对餐饮行业，发行金额为1万亿元的专项债用于餐饮消费券，上海四轮消费券活动的杠杆率约为3.71倍（上海证券报数据），以国家统计局公布的2023年全国餐饮收入52890亿元为基数，则餐饮消费券有望至少带来25228亿元的增量，贡献比例47.7%，专项债发行后还能带动关联消费63240亿元。
- **假期延长利好出行消费，餐饮、软饮料率先受益。**2025年春节及五一假期各延长一天，利好出行相关行业。2024年假期表现来看，软饮料和餐饮受益出行表现相对亮眼。特别是软饮料属于低价高频品类，且渠道触达率高，受益更加明显。而餐饮则有所分化，旅游城市、大众价格带餐饮表现更优。

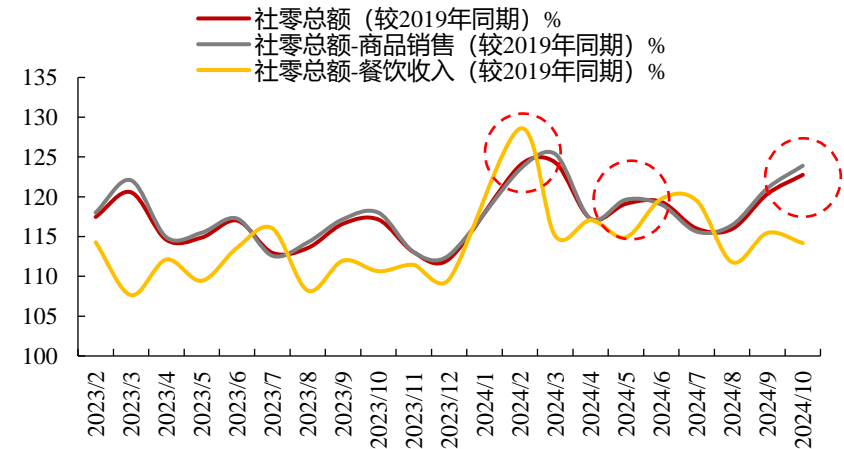
图表17：餐饮消费券专项债对餐饮市场增量的估算



图表18：2024年春节、五一假期出行数据增长亮眼

2024年黄金周旅游数据	春节假期	五一假期
出游人次（万人次）	47,400	29,500
出游人次同比	34.3%	7.6%
恢复至2019年同期	119.0%	128.2%
旅游总收入（亿元）	6,327	1,669
旅游总收入同比	47.30%	12.70%
恢复至2019年同期	107.7%	113.5%

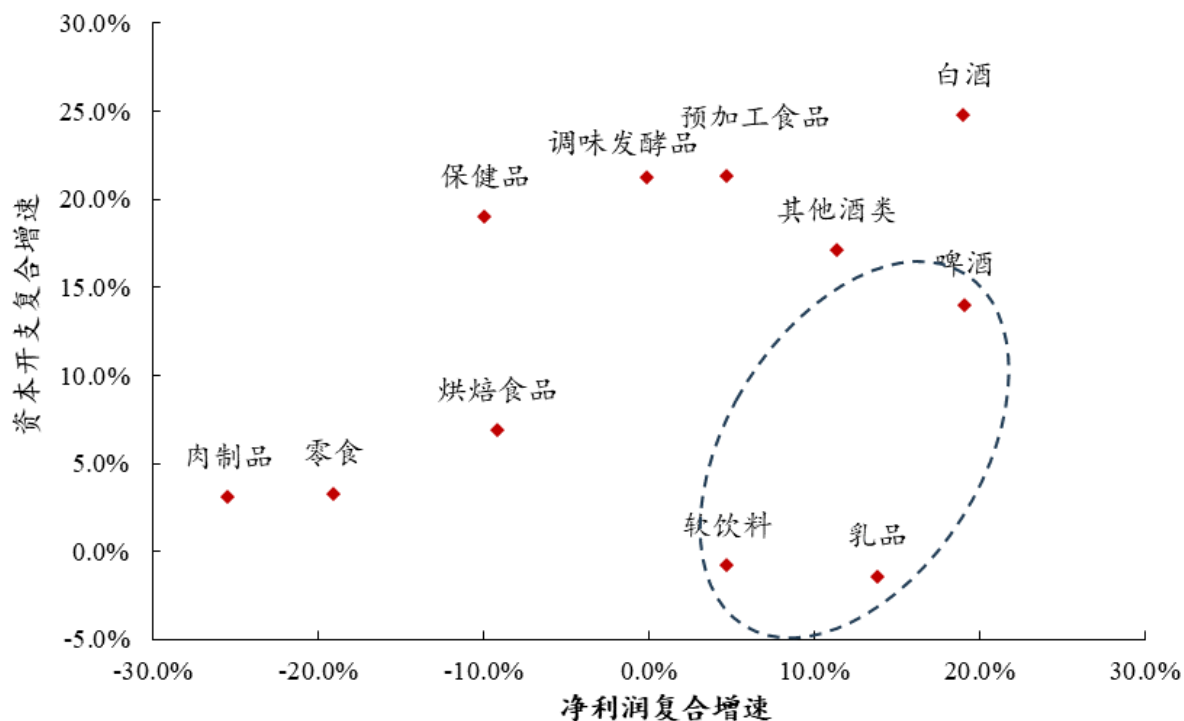
图表19：2024年黄金周假期对当月社零增长有所拉动



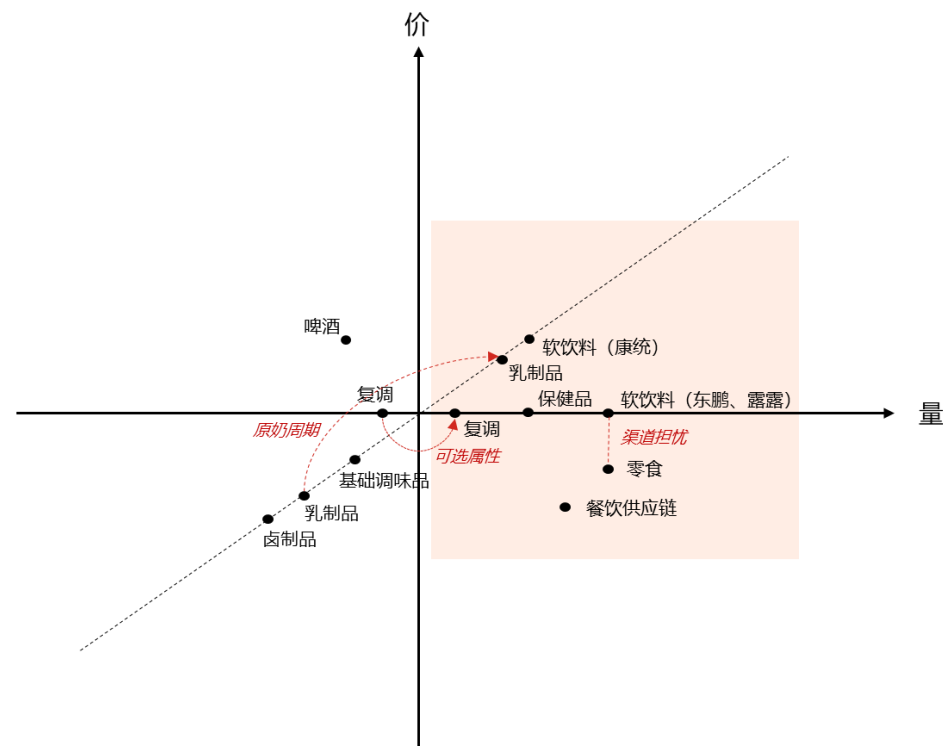
1.3.4 “供给+” 逻辑优选赛道

- 我们认为价格的影响因素在于： $\Delta\text{价格} = \text{Capex} + \text{竞争格局} + \text{成本}$ 。供给视角下，优选“低Capex+格局稳定”的赛道。
- 从中长期维度看，我们对餐饮各细分板块的量（行业发展趋势）与价（行业供给格局）两大关键要素综合判断如下：

图表20： 餐饮行业细分板块资本开支及净利润增速分布图（取2020~2023复合增速）



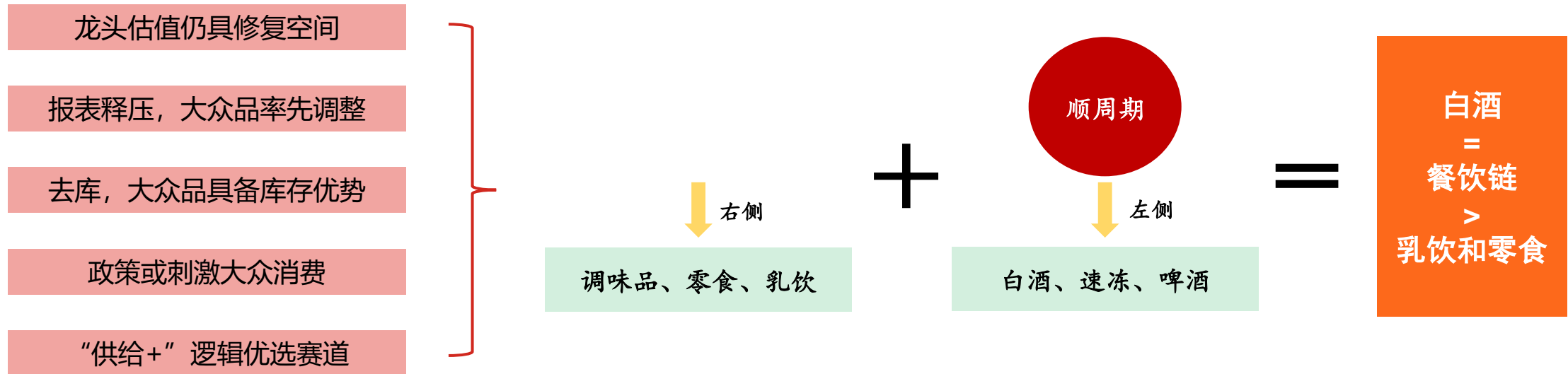
图表21： 餐饮细分板块量价象限示意



1.4 基本面 vs 弹性，左侧 vs 右侧

- 顺周期为先，兼具基本面和弹性。我们认为基本面有望沿着“小B>C端>大B>白酒”方向修复，当前政策博弈或到一定阶段，行情需回归业绩；但中期维度仍是顺周期弹性的重要布局机会，在扩内需政策发力的预期下，龙头估值仍有修复空间。在PE扩张和EPS修复的交替阶段，食品机会或领先于白酒。
- 大众品业绩修复弹性大、节奏快，有望在第二阶段支撑估值；
- 白酒尚处于业绩修复左侧阶段，去库仍需演进，但顺周期预期下有望估值先行（赔率优+政策预期下的胜率提升）。

图表22：食饮推荐逻辑图



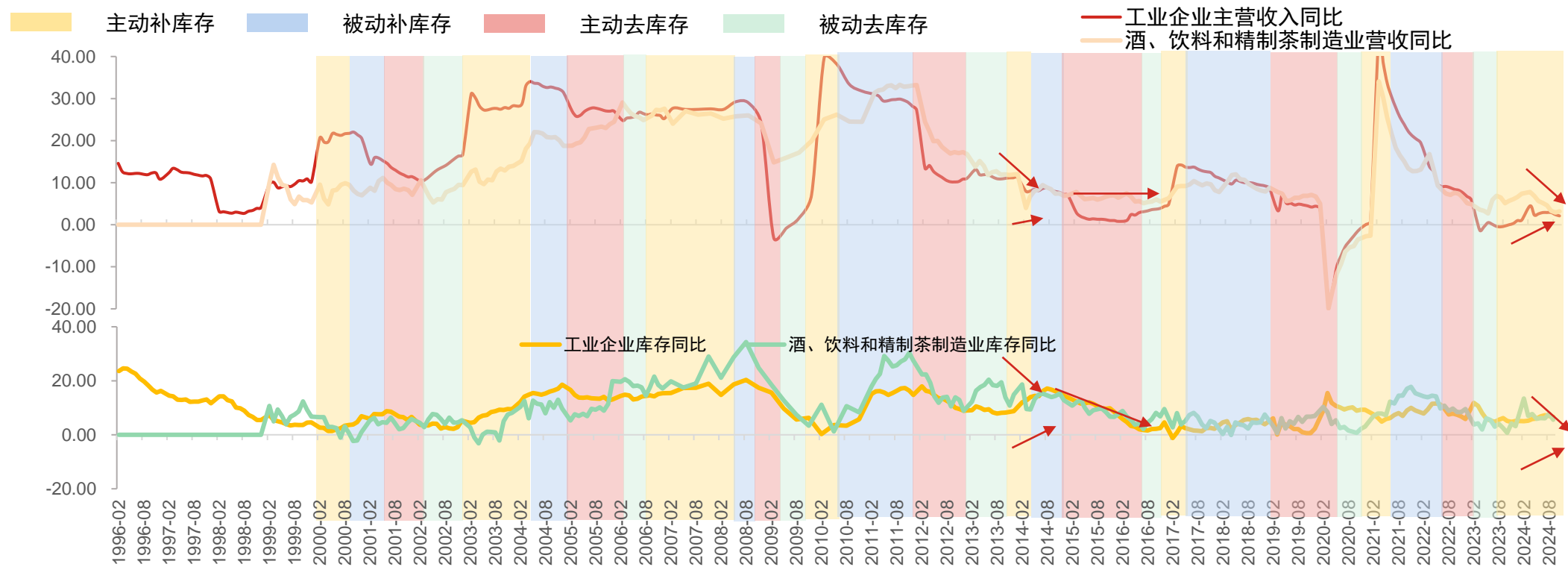


2、顺周期的核心方向，一看白酒，二看餐饮链

2.1.1 库存周期视角：白酒库存周期加速推进

- 酒、饮料和精致茶制造业实际库存周期（剔除价格影响）逐步与工业企业趋同，进入加速去库周期。2023年以来酒、饮料和精致茶制造业与工业企业库存周期存在一定错配，我们认为主要系1) 酱酒热等行业自身周期加强了前期行业供给；2) 2021~2022年疫情管控需求端实际承压，合力作用下白酒行业提前了补库周期。伴随2M2024酒、饮料和精致茶制造业库存见顶后白酒行业进入主动去库阶段。历史来看去库周期内白酒企业和工业企业趋势较为趋同，我们预计2025年白酒行业或维持震荡去库趋势。

图表24：酒、饮料和精致茶制造业进入快速去库阶段



注：单位为%

数据来源：Wind、财通证券研究所

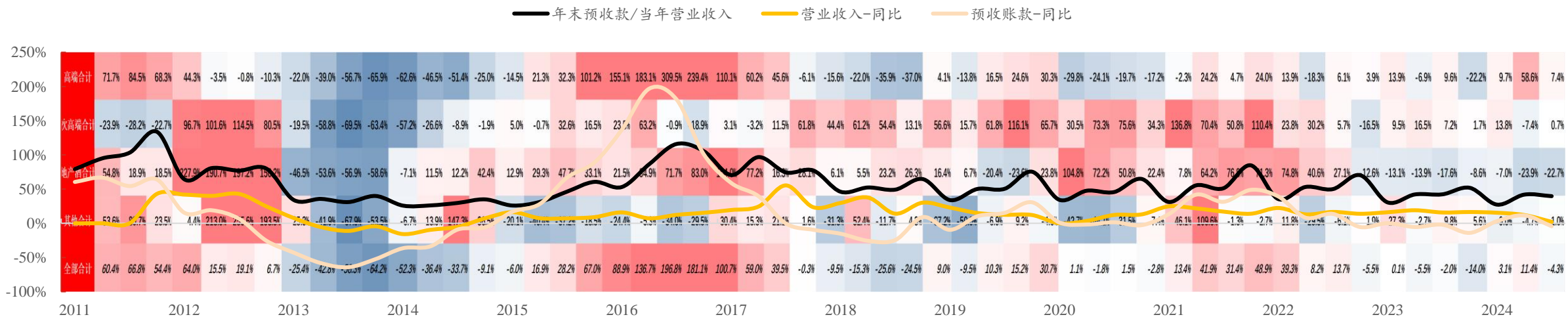
2.1.1 库存周期视角：白酒库存周期加速推进

● 2010至今白酒经历了三轮较为显著库存周期：2009-2012补库，2013-2015去库，2016-2019补库，2019-2021去库，2021-2023补库，2023末至今持续去库。复盘来看，以上三轮周期体现出以下几点特征：

1) 行业进入高库存周转后，库存间隔有所缩短，波动有所减缓。12年末国家三公消费政策出台叠加塑化剂事件影响下，需求端剧烈下滑，渠道库存高企背景下，供需不平导致库存去化剧烈，相应2016至2019补库也更为强烈。但2019~2021年去库主要由于外部经济环境波动及疫情扰动导致的外部消费场景缺失，因此白酒周期性与宏观环境更为趋同。

2) 不同价格带酒企库存周期存在错配，次高端价格带库存波动更为剧烈。在去库阶段下，高端白酒及区域酒龙头保持了较好的稳定性：在去库阶段下，酒企对需求的挖掘能力由其竞争优势决定，高端白酒品牌力强势，而区域白酒在大本营市场具备稳固渠道基础且产品线价位较低，契合去库阶段下的价格下沉，因而高端白酒和以腰部价位为主体的区域龙头标的业绩较为稳定。

图表25：近年来白酒企业库存周期波动趋缓



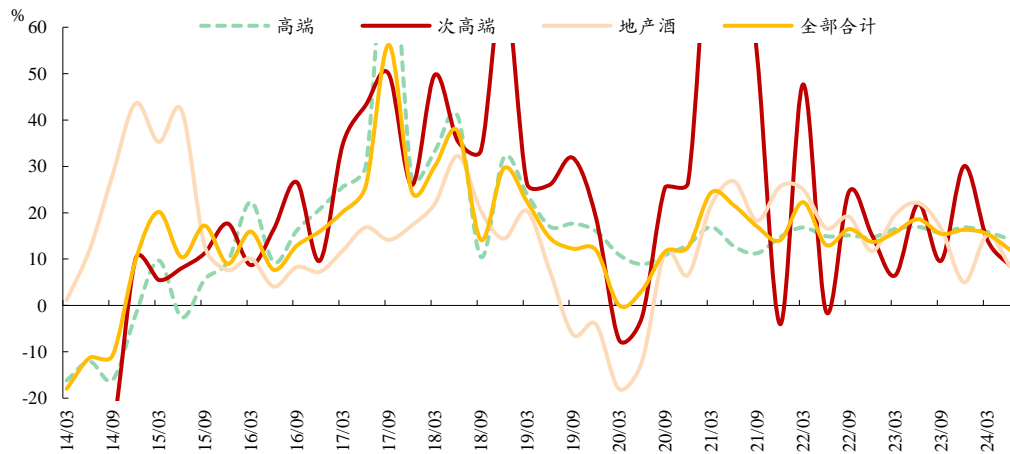
2.1.1 库存周期视角：白酒库存周期加速推进

- 2010至今白酒经历了三轮较为显著库存周期：2009-2012补库，2013-2015去库，2016-2019补库，2019-2021去库，2021-2023补库，2023末至今持续去库。复盘来看，以上三轮周期体现出以下几点特征：

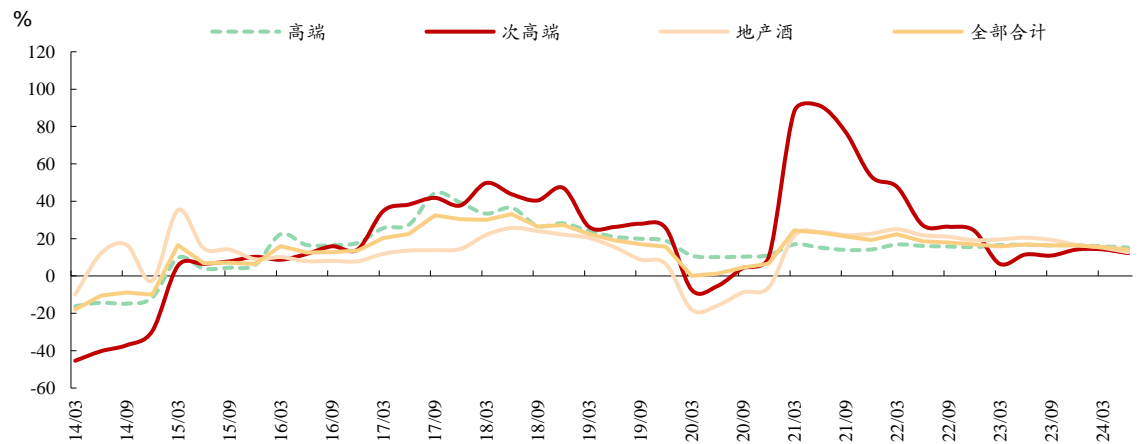
1) 行业进入高库存周转后，库存间隔有所缩短，波动有所减缓。12年末国家三公消费政策出台叠加塑化剂事件影响下，需求端剧烈下滑，渠道库存高企背景下，供需不平导致库存去化剧烈，相应2016至2019补库也更为强烈。但2019~2021年去库主要由于外部经济环境波动及疫情扰动导致的外部消费场景缺失，因此白酒周期性与宏观环境更为趋同。

2) 不同价格带酒企库存周期存在错配，次高端价格带库存波动更为剧烈。在去库阶段下，高端白酒及区域酒龙头保持了较好的稳定性：在去库阶段下，酒企对需求的挖掘能力由其竞争优势决定，高端白酒品牌力强势，而区域白酒在大本营市场具备稳固渠道基础且产品线价位较低，契合去库阶段下的价格下沉，因而高端白酒和以腰部价位为主体的区域龙头标的业绩较为稳定。

图表26：高端及地产酒业绩相对抗压（累计营收增速）



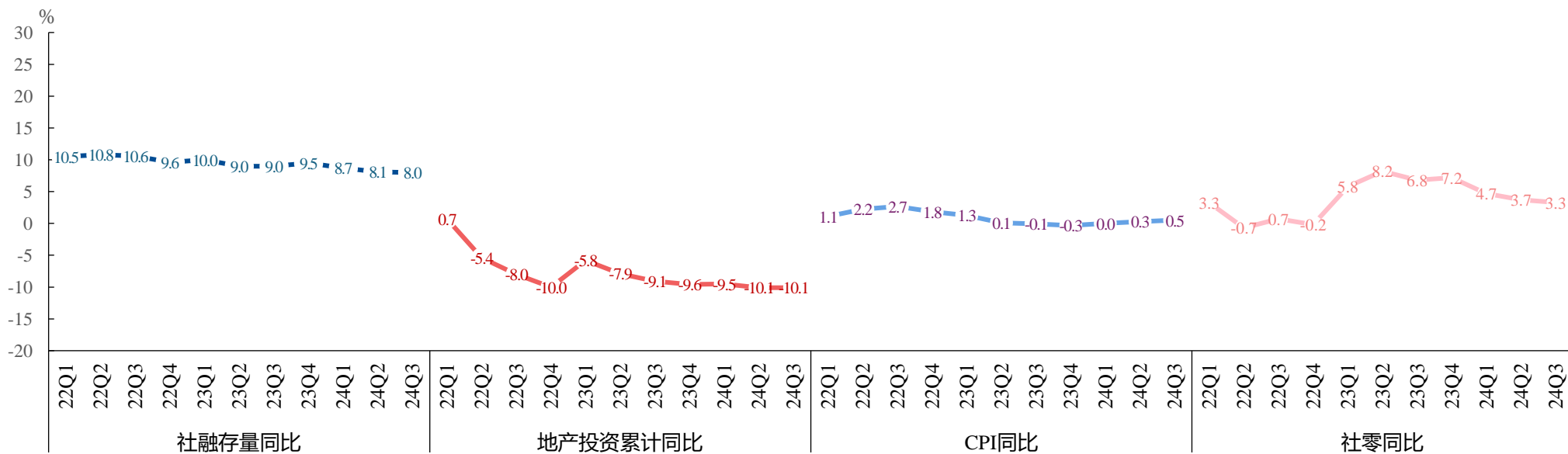
图表27：高端及地产酒业绩相对稳定（单季营收增速）



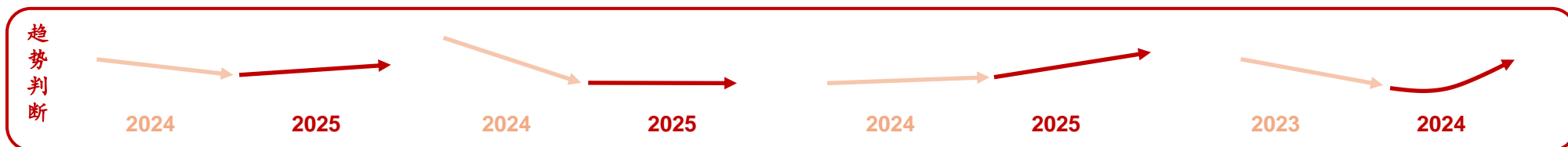
2.1.2 宏观展望：增长斜率修复，消费渐进复苏

- 预计2025年经济增长斜率修复，投资边际改善，消费逐步修复。
- 伴随2024年整体经济形势回归稳态，货币、财政政策逐步发力，预计2025年经济增长斜率修复，复苏进程稳步兑现，白酒消费潜力有望平稳释放。

图表29：2022~2024年国内宏观数据变化



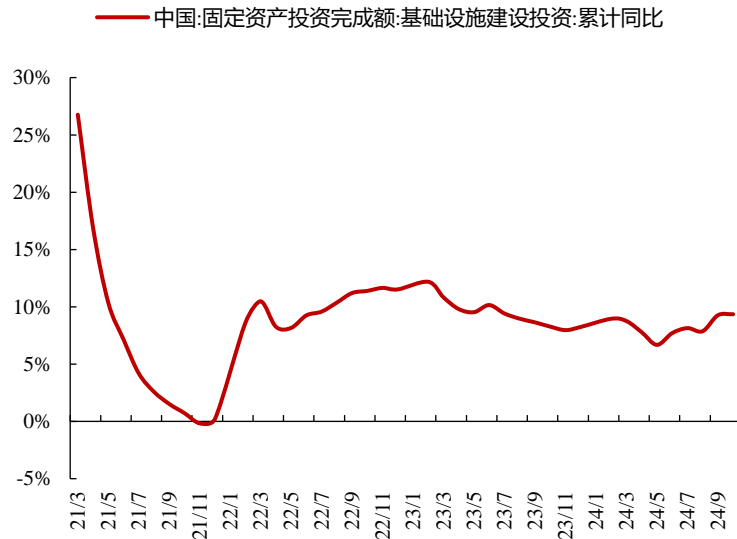
图表30：2024年国内宏观走势判断



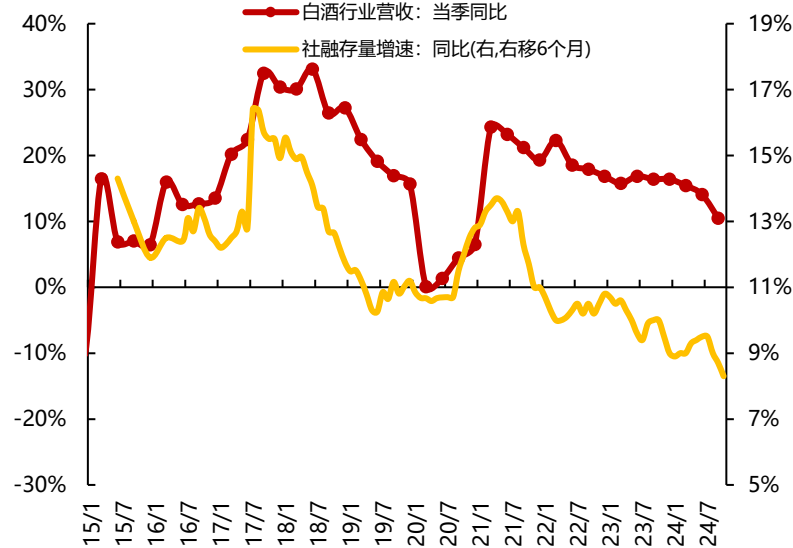
2.1.2 宏观展望：增长斜率修复，消费渐进复苏

- 预计2025年经济增长斜率修复，投资边际改善，消费逐步修复。伴随2024年整体经济形势回归稳态，货币、财政政策逐步发力，预计2025年经济增长斜率修复，复苏进程稳步兑现，白酒消费潜力有望平稳释放。
- 投融资活动方面，伴随债务处置落地，实体经济修复有望逐步提振消费空间。11月8日，人大化债议案通过（整合来看2028年之前地方隐性债务总额减少12万亿元）。叠加美国大选结果落地，内需改善预期持续提升。餐饮作为重要内需板块或将受益，阶段性高低切，中长期基本面修复。伴随需求端政策跟进，自2Q2024以来陆续放宽各大城市限贷、限购，预计2025年地产下行降幅有望边际收窄。

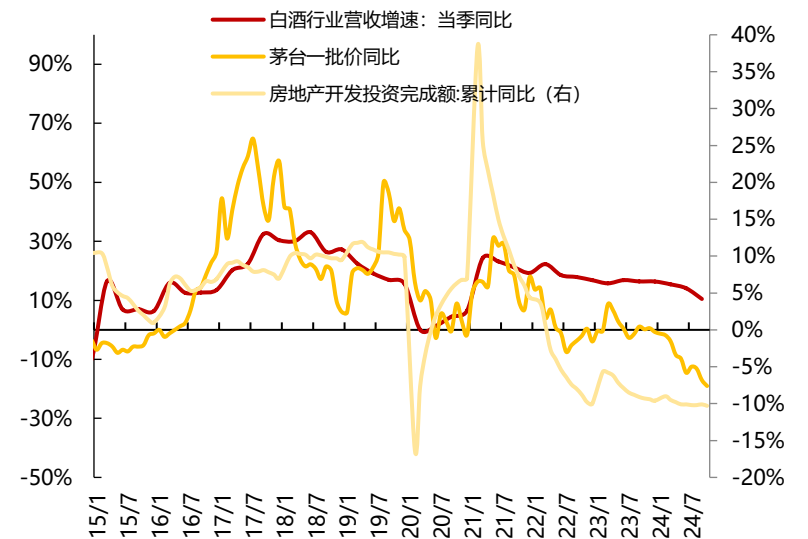
图表31：基建投资完成额累计同比趋势



图表32：白酒营收增速与社融增速具有同向性



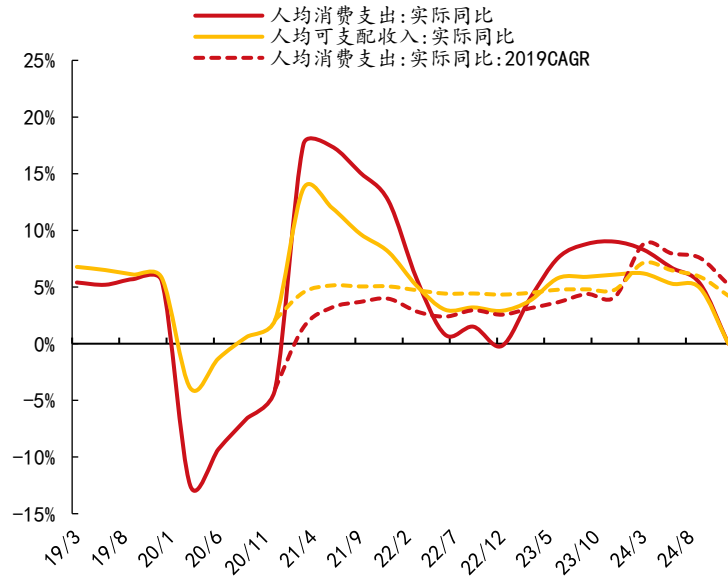
图表33：白酒营收增速与地产投资增速具有同向性



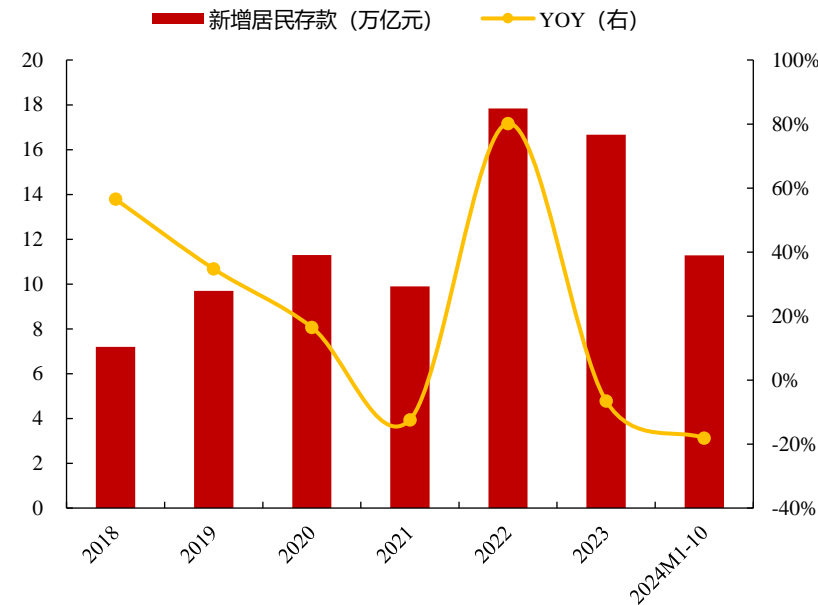
2.1.2 宏观展望：增长斜率修复，消费渐进复苏

- 预计2025年经济增长斜率修复，投资边际改善，消费逐步修复。伴随2024年整体经济形势回归稳态，货币、财政政策逐步发力，预计2025年经济增长斜率修复，复苏进程稳步兑现，白酒消费潜力有望平稳释放。
- 消费信心或逐步触底反弹：2024消费者信心承压凸显，行业整体承压调整。但积极因素也在逐步积累，一是城镇失业率回落，居民可支配收入或逐步改善；二是消费逆周期政策不断加码，消费潜力有所积聚，超额储蓄逐步回落。预计2024年伴随投资链修复提供更多就业岗位，居民收入预期将跟随经济复苏实现好转，消费有望实现渐进式回暖。

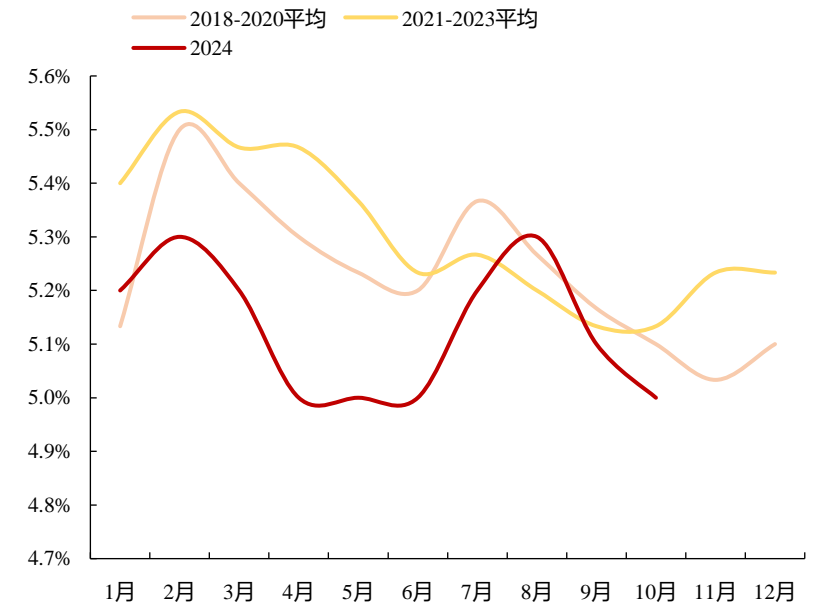
图表34：居民人均消费支出与收入增速收敛



图表35：居民储蓄增加较多，具备消费潜力



图表36：城镇调查失业率趋势下行



2.1.3 白酒行业：主动调整,逆势起航

- 进入3Q2024我们观察到食品饮料行业报表整体延续承压态势，但主动/被动降速或仅是表象，行业深度调整期内也蕴藏了一些值得关注的机会点：
 - 1) **主动调整**：外部环境承压的背景下，白酒企业主动降速释放压力，使得白酒报表和渠道的剪刀差开始缩小，蓄力未来增长。
 - 2) **价格竞争**：竞争加剧和消费力承压是价格竞争的核心因素，在销售费用和毛利率表现有所呈现。
- **经济复苏前期，高端需求有望率先回暖**：1) 2025年伴随财政发力，预计基建增速维持韧性，地产投资降幅收窄，投资链涉及的大型国企相关商务招待及送礼需求有望实现边际修复。2) 经济复苏及工业品补库有望推动PPI、CPI同比温和提升，高端酒价格支撑或有所增强。
- **次高端及区域酒企去库进程不一，个股增速分化延续**：1) 2025年预计大众消费有望维持（场景回补增量不再，但居民消费倾向或有改善），次高端商务消费伴随顺周期传导或将逐步修复，区域酒及次高端酒企有望迎来景气向上拐点。2) 考虑由于各家酒企渠道库存及产品结构存在差异，个股业绩筑底进程不一，增速分化将有所延续。
- **报表节奏判断**：预计4Q2024~2Q2025压力持续释放，3Q2025起逐步向好。伴随4Q2024进入双节备货旺季，一方面25年春节较早，另一方面政策落地仍需时间消化，我们预计2025年更多呈现酒企节奏合理调控，报表平稳过渡。此后伴随消费需求渐进复苏以及基数回归常态，报表表现或逐步向好。

图表37：白酒板块公司2023Q3-2024Q3单季收入及归母净利润增速情况

证券简称	收入同比增速					归母净利润同比增速				
	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
白酒合计	15.5%	16.3%	15.4%	12.0%	2.3%	18.4%	16.2%	15.7%	10.6%	1.7%
高端	15.7%	16.9%	15.8%	14.2%	9.6%	18.0%	17.5%	15.2%	13.2%	9.2%
贵州茅台	13.1%	19.8%	18.0%	17.0%	15.6%	15.7%	19.3%	15.7%	16.1%	13.2%
五粮液	17.0%	14.0%	11.9%	10.1%	1.4%	18.5%	10.1%	12.0%	11.5%	1.3%
泸州老窖	25.4%	9.1%	20.7%	10.5%	0.7%	29.4%	24.8%	23.2%	2.2%	2.6%
次高端	9.6%	30.1%	14.2%	8.5%	-0.4%	15.2%	5.1%	20.9%	-7.0%	-2.0%
山西汾酒	13.6%	27.4%	20.9%	17.1%	11.4%	27.1%	2.0%	30.0%	10.2%	10.4%
水井坊	21.5%	51.3%	9.4%	16.6%	0.4%	19.6%	53.2%	16.8%	29.6%	7.7%
舍得酒业	7.9%	27.6%	4.2%	-22.7%	-30.7%	3.0%	-1.9%	-3.4%	-88.4%	-79.2%
酒鬼酒	-36.7%	21.7%	-48.8%	-13.3%	-67.2%	-77.7%	-10.1%	-75.6%	-60.9%	-213.7%
地产酒	16.6%	5.0%	15.2%	8.4%	-14.9%	19.7%	2.6%	13.9%	8.7%	-29.6%
洋河股份	11.0%	-21.5%	8.0%	-3.0%	-44.8%	7.5%	-161.3%	5.0%	-9.7%	-73.0%
古井贡酒	23.4%	8.9%	25.9%	16.8%	13.4%	46.8%	49.2%	31.6%	24.6%	13.6%
老白干酒	12.9%	17.9%	12.7%	9.0%	0.3%	17.9%	42.2%	33.0%	46.7%	25.2%
今世缘	28.0%	26.7%	22.8%	21.5%	10.1%	26.4%	18.8%	22.1%	16.9%	6.6%
迎驾贡酒	21.9%	18.8%	21.3%	19.0%	4.0%	39.5%	26.0%	30.4%	28.0%	6.2%
口子窖	4.7%	10.4%	11.1%	5.9%	-22.0%	8.4%	6.9%	10.0%	15.1%	-27.7%
金徽酒	47.8%	17.3%	20.4%	7.7%	15.8%	884.8%	-15.4%	21.6%	1.9%	108.8%
其他	73.5%	42.9%	13.3%	-9.4%	-31.5%	194.3%	313.2%	54.5%	-92.9%	-237.8%
金种子酒	43.3%	6.8%	-3.0%	-26.2%	-54.4%	-103.7%	-124.9%	-142.9%	-	-
伊力特	143.9%	85.7%	12.4%	3.6%	-23.3%	363.8%	331.2%	7.1%	38.9%	-17.8%
天佑德酒	43.8%	42.0%	32.8%	-11.8%	-18.8%	2693.1%	-33.1%	40.4%	-	-334.4%
									248.1%	

数据来源：Wind、财通证券研究所

2.1.3 白酒行业：主动调整,逆势起航

● **政策底已显，高赔率+政策预期下胜率不断提升。**基本面来看，当前白板块进入深度调整期，头部企业主动降速、积极维护价格体系，加速政策底向业绩底的传导。从明年中性假设来看，估值基本回落到15-20x，同时伴随茅台等酒企中期分红持续兑现，板块向下有支撑，后续或实现估值先行，股价拐点领先于景气度。

➤ **业绩稳定龙头：贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒；**

➤ **弹性方向：泸州老窖、迎驾贡酒、今世缘、水井坊。**

图表38：白酒板块公司盈利预测情况

代码	公司	市值(亿元)	营业收入(亿元)				营收yoy			归母净利润(亿元)				归母yoy			PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600519.SH	贵州茅台	19,584.12	1,505.60	1,731.81	1,941.68	2,151.92	15.0%	12.1%	10.8%	747.34	863.44	975.86	1,088.64	15.5%	13.0%	11.6%	22.7	20.1	18.0
000858.SZ	五粮液	5,872.48	832.72	895.56	974.67	1,070.07	7.5%	8.8%	9.8%	302.11	320.17	348.93	386.06	6.0%	9.0%	10.6%	18.3	16.8	15.2
600809.SH	山西汾酒	2,645.13	319.28	367.85	407.86	444.20	15.2%	10.9%	8.9%	104.38	123.21	138.93	152.06	18.0%	12.8%	9.5%	21.5	19.0	17.4
000568.SZ	泸州老窖	2,121.10	302.33	324.28	346.91	373.19	7.3%	7.0%	7.6%	132.46	140.66	149.49	162.14	6.2%	6.3%	8.5%	15.1	14.2	13.1
002304.SZ	洋河股份	1,347.52	331.26	290.72	279.17	295.42	-12.2%	-4.0%	5.8%	100.16	81.46	75.30	82.37	-18.7%	-7.6%	9.4%	16.5	17.9	16.4
000596.SZ	古井贡酒	943.33	202.54	239.39	268.74	306.13	18.2%	12.3%	13.9%	45.89	54.79	63.83	76.15	19.4%	16.5%	19.3%	17.2	14.8	12.4
603369.SH	今世缘	581.21	101.00	123.31	150.32	182.49	22.1%	21.9%	21.4%	31.36	37.86	45.64	54.83	20.7%	20.5%	20.1%	15.4	12.7	10.6
603198.SH	迎驾贡酒	519.60	67.20	77.41	88.59	102.25	15.2%	14.4%	15.4%	22.88	27.04	31.20	36.12	18.2%	15.4%	15.8%	19.2	16.7	14.4
600779.SH	水井坊	265.18	49.53	50.37	53.22	56.78	1.7%	5.7%	6.7%	12.69	13.45	14.23	15.23	6.0%	5.8%	7.0%	19.7	18.6	17.4
600702.SH	舍得酒业	254.77	70.81	57.92	60.25	65.96	-18.2%	4.0%	9.5%	17.71	8.80	9.28	10.68	-50.3%	5.4%	15.1%	28.9	27.5	23.9
603589.SH	口子窖	252.54	59.62	59.50	62.77	67.29	-0.2%	5.5%	7.2%	17.21	17.15	18.03	19.04	-0.4%	5.2%	5.6%	14.7	14.0	13.3
600197.SH	伊力特	84.44	22.31	22.93	25.54	28.78	2.8%	11.4%	12.7%	3.40	3.53	3.82	4.29	3.7%	8.3%	12.2%	24.0	22.1	19.7

注：收盘价日期为20241115，盈利预测为财通证券历史盈利预测
 数据来源：Wind、财通证券研究所

2.2 餐饮链：政策重要方向，把握子板块复苏节奏

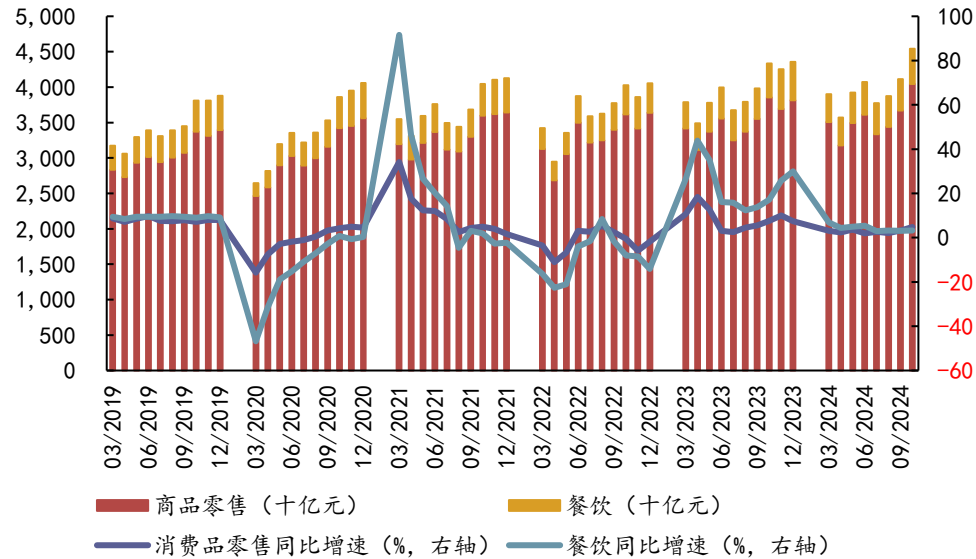
● 政策利好餐饮链，助力需求复苏。未来EPS修复与否成为关键，多地加码促消费举措接连出台，通过消费券、消费品以旧换新、消费补贴等促进消费，餐饮供应链为顺周期行业，或从中率先受益。据国家统计局数据，10月社会消费品零售总额同比+4.8%，增速比9月快1.6pct，连续第二个月大幅上行，创年内单月次高，其中零售口径餐饮收入同比+3.2%，增速比9月小幅上行0.1pct。

● 从可选程度、量价维度看，我们认为：调味品>速冻>啤酒。

图表40：可选程度、量价维度看优先级



图表39：社会消费品零售总额同比增速及构成



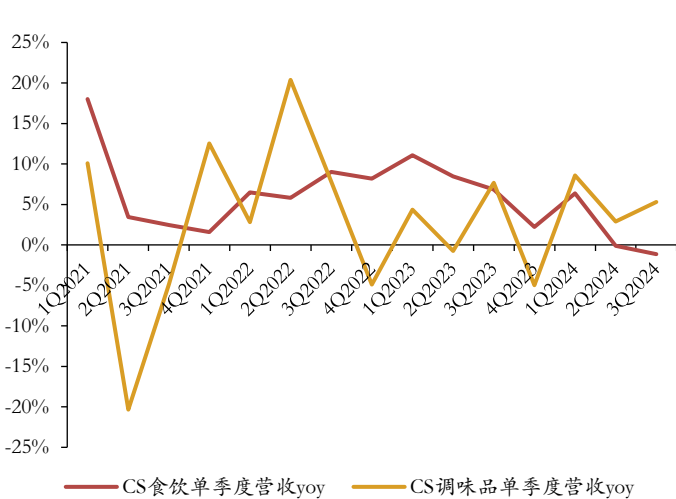
图表41：2024年9月以后餐饮消费券政策梳理

地区	消费券	时间	规模	形式
上海	“乐品上海” 餐饮消费券	2024. 9. 28-12月底	3.6亿元	满300减50/90, 满500减100/150, 满800减200/240, 满1000减300
	“乐享浦东” 餐饮消费券	2024. 11. 8-2025. 1. 24	1亿元	满200减60, 满400减160, 满600减240, 满900减400
北京	房山区餐饮消费券	2024. 9. 15-2024. 11. 30	-	满498减200, 满200-50
广州	广州国际美食节	2024. 11. 1-2024. 11. 30	-	500-80、300-45、200-35、100-10、74-8、39-5等
深圳	前海美食零售消费券	2024. 11. 15-2024. 11. 28	1000万张	满50减15, 满100减30, 满200减60, 满500减150, 满1000减300 政府消费券: 满100减10, 满200减30, 满300减50, 满500减100; 银联叠加券: 满100减10 政府消费券与银联叠加券可叠加使用
杭州	“食在杭州” 餐饮专项消费券	2024. 11. 18-2024. 11. 14	-	
武汉	“乐购武汉·光谷钜惠” 住餐消费券	第三轮 2024. 9. 29-2025. 10. 8	-	满60减20, 满150减50, 满300减100
成都	郫都区美食消费券	2024. 9. 24-2024. 10. 31	80万元	满1200减400, 满600减200, 满300减100, 满200减50
	“蓉品出川” 成都特色食品消费券	2024. 11. 18-2024. 12. 10	-	满600减200, 满300减100, 满100减40

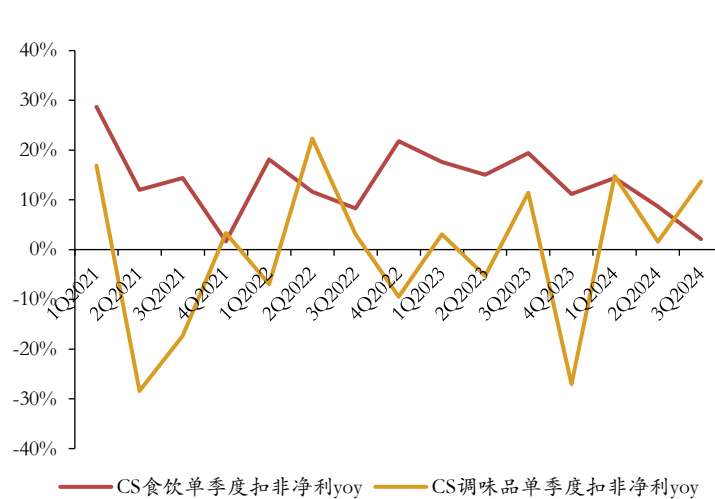
2.2.1 调味品：环比改善明显，右侧特征初现，重视复调发展

- 3Q2024环比显著改善，龙头强势。**调味品板块3Q24营收同比+5.3%，扣非净利润同比+13.7%。经历二季度行业普遍调整，三季度在健康渠道库存、旺季逐步到来推动下，体现出显著环比改善趋势，龙头强势，海天味业和天味食品整体表现优于同行，安琪酵母则凭借出口景气，收入领跑行业。
- 政策率先受益方向，右侧特征出现可布局。**消费刺激政策下，调味品率先受益，复合调味品较早经历调整，利润在3Q2024表现较好；出行、较低客单价利好小餐饮，基础调味品从中受益。目前调味品在第一波估值修复下，龙头公司有不错的业绩表现，业绩跟上后股价有支撑，呈现出右侧特征。短期看，受益于成本红利、费效持续改善，调味品板块多家公司业绩确定性较强，可以做右侧布局。中长期方向上，海天受益筹码结构（被动增量+主动抛压小）和自身周期，估值有望维持高位；复调产业趋势明晰，龙头竞争力持续强化，成长可期。

图表42：调味品收入增速快于餐饮板块



图表43：调味品扣非净利润增速快于餐饮板块



图表44：调味品板块及公司情况

调味品板块	公司	3Q24业绩	业绩归类
产能方面，复调较早经历行业洗盘和调整，3Q24利润表现更优	中炬高新	营收同比+2.23% 归母净利润同比+32.90%	效能提升
	千禾味业	营收同比-12.63% 归母净利润同比-22.58%	主动调整
	海天味业	营收同比+9.83% 归母净利润同比+10.50%	
	天味食品	营收同比+10.93% 归母净利润同比+64.79%	效能提升
	日辰股份	营收同比+6.45% 归母净利润同比+44.52%	效能提升
	宝立食品	营收同比+4.06% 归母净利润同比-13.45%	价格竞争
	安琪酵母	营收同比+27.14% 归母净利润同比+7.02%	趋势强化 效能提升

2.2.1 调味品：环比改善明显，右侧特征初现，重视复调发展

复合调味品：攻守兼备，旺季来临，基本面有望持续强化

- 短期：

- 复调偏可选属性，受经济预期影响较大，属于顺周期方向品种
- 政策方向看，B端受益更为明显，也是行业未来的核心增量—小B
- 三季报来看，边际改善，Q4旺季有望强化
- 股息率在行业中仍处于较高梯队

攻：顺周期

守：基本面

攻守兼备，第一二阶段切换的重要选择

- 中长期：

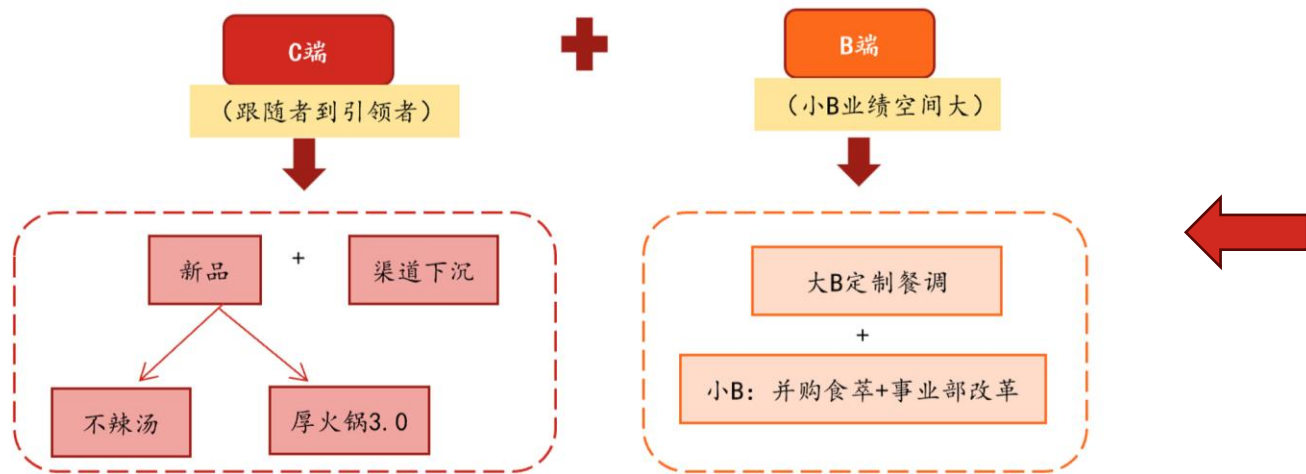
- 调味品的复合化是未来的产业的发展趋势
- 受益餐饮连锁化率的提升，以及人口家庭结构的变化—参照海外
- 行业集中度有望持续提升，龙头持续受益

2.2.1 调味品：环比改善明显，右侧特征初现，重视复调发展

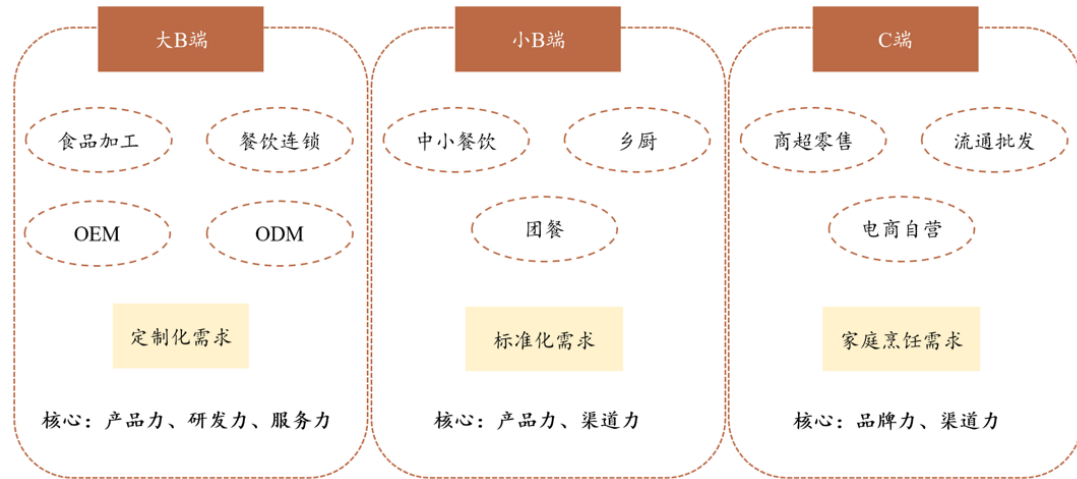
- 复合调味品的商业模式：产品、研发服务、品牌、渠道
- 不同阶段有不同的抓手，但未来来看，C向B的逻辑更顺
- 核心推荐：天味食品、宝立食品，关注颐海国际、日辰股份。

颐海国际、天味食品：由C向B拓展的本质是从产品打造向综合服务的延伸，利于公司快速实现全渠覆盖。本质上是从产品叠加服务的提升过程。公司以由C向B端拓展的商业模式全渠发展，不断丰富产品矩阵满足市场需求，并积极培育小B渠道二次增长曲线，成长空间可期。

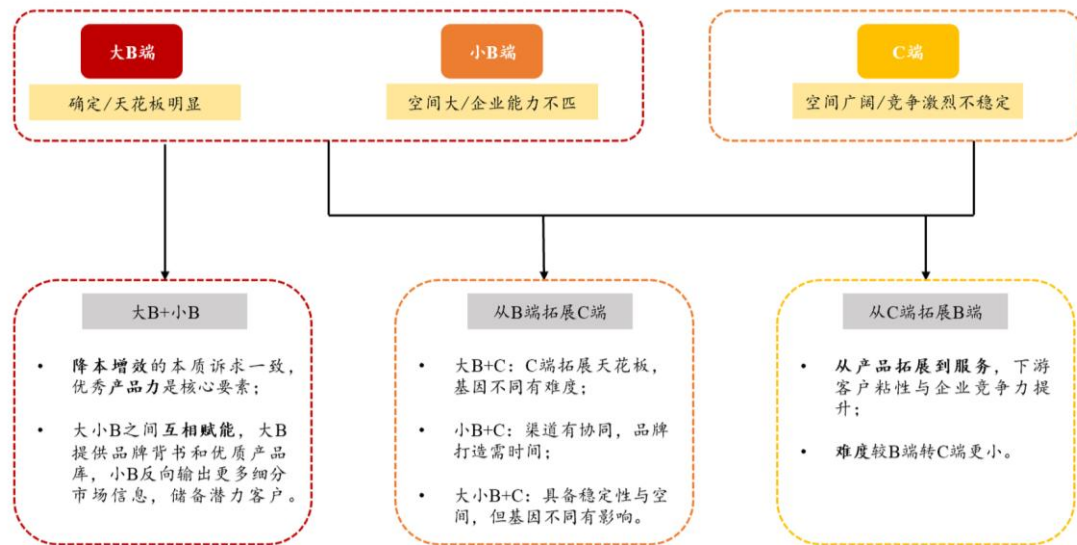
图表45：天味食品商业模式



图表46：复合调味品商业模式



图表47：三种商业模式对比



2.2.1 调味品：环比改善明显，右侧特征初现，重视复调发展

- 调味品行业经过第二季度的率先调整，三季度已经呈现改善趋势，且该态势有望随着需求的恢复延续，板块右侧修复或强化。另一方面，行业龙头的竞争力持续提升，也使得竞争格局优化得以体现。成本方面，2025年有望维持平稳，效率提升是关键。
- 基础调味品：4Q2024低基数，且各家均逐步走出调整，海天味业趋势强化（自有周期+筹码结构），中炬高新和千禾味业逐步调整改善。关注海天味业、中炬高新和千禾味业。
- 复合调味品：当前高频数据反馈积极，行业中长期逻辑强化，且边际有变化，重点推荐天味食品（Q3超预期+收并购）和宝立食品（B端稳健，C端预期提振），关注日辰股份和港股颐海国际。
- 安琪酵母和涪陵榨菜，均有成本改善逻辑，其中安琪酵母收入端逻辑更强（出海+衍生品等），重点推荐，关注涪陵榨菜边际改善。

图表48：调味品板块公司盈利预测情况

代码	公司	市值(亿元)	营业收入(亿元)				营收yoy			归母净利润(亿元)				归母yoy			PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603288.SH	海天味业	2,563.99	245.59	272.52	299.55	328.37	11.0%	9.9%	9.6%	56.27	62.46	69.22	76.73	11.0%	10.8%	10.8%	41.1	37.0	33.4
600872.SH	中炬高新	180.06	51.39	54.69	62.21	72.09	6.4%	13.8%	15.9%	16.97	7.61	9.29	11.22	-55.2%	22.1%	20.8%	23.7	19.4	16.0
603027.SH	千禾味业	133.91	32.07	32.84	36.40	40.30	2.4%	10.8%	10.7%	5.30	5.22	5.99	6.80	-1.5%	14.6%	13.7%	25.6	22.4	19.7
603317.SH	天味食品	154.65	31.49	34.38	38.52	43.03	9.2%	12.1%	11.7%	4.57	5.81	6.63	7.54	27.1%	14.2%	13.7%	26.6	23.3	20.5
603170.SH	宝立食品	57.60	23.69	26.19	29.41	32.95	10.6%	12.3%	12.0%	3.01	2.35	2.76	3.19	-21.9%	17.3%	15.6%	24.5	20.9	18.1
603755.SH	日辰股份	24.81	3.59	4.16	4.85	5.63	15.8%	16.6%	16.0%	0.56	0.73	0.87	1.03	29.6%	19.2%	18.1%	33.9	28.5	24.1
1579.HK	颐海国际	131.9455	61.56	68.51	75.99	83.58	11.3%	10.9%	10.0%	8.53	8.47	9.68	10.93	-0.7%	14.3%	12.9%	15.6	13.6	12.1
600298.SH	安琪酵母	313.58	135.81	154.33	172.43	191.71	13.6%	11.7%	11.2%	12.70	13.66	15.73	18.14	7.6%	15.1%	15.3%	22.9	19.9	17.3
002507.SZ	涪陵榨菜	176.09	24.50	25.12	26.80	28.70	2.5%	6.7%	7.1%	8.27	8.59	9.30	10.03	4.0%	8.2%	7.9%	20.5	18.9	17.5

注：收盘价取20241115；盈利预测为Wind一致预期；数据来源：Wind、财通证券研究所

2.3 乳制品：原奶周期或迎拐点，需求有望持续改善

- **同比承压、环比向好，具备左侧特征。**乳制品公司经历本轮原奶供需周期，上半年普遍在牧业亏损、喷粉减值、中小品牌低价竞争等影响下，收入及利润承压，估值持续调整。三季度看，乳制品板块收入表现同比仍有一定程度下滑，但环比降幅收窄。预计原奶周期拐点有望出现在2025年，届时有可能是行业整体性的机会，但头部乳企在此阶段受益程度会更明显，建议关注伊利股份、新乳业、妙可蓝多。
- **伊利股份：**经历上半年渠道调整后，液奶渠道库存恢复良性，持续向好，且Q3毛销差表现较好，利润弹性仍有释放空间，作为核心大市值标的，重点推荐。
- **新乳业：**收入相较行业有 α ，且效率改善逻辑持续兑现。
- **妙可蓝多：**蒙牛奶酪业务并表之后，公司B+C业务模式有望强化，且品类属于长逻辑产业，盈利能力或迎改善。

图表49：乳制品板块公司盈利预测情况

代码	公司	市值(亿元)	营业收入(亿元)				营收yoy				归母净利润(亿元)				归母yoy			PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600887.SH	伊利股份	1,864.59	1,261.79	1,194.73	1,245.20	1,298.27	-5.3%	4.2%	4.3%	104.29	119.99	114.08	123.57	15.1%	-4.9%	8.3%	15.5	16.3	15.1	
002946.SZ	新乳业	108.19	109.87	112.88	121.36	130.89	2.7%	7.5%	7.9%	4.31	5.56	6.72	8.01	28.9%	21.0%	19.2%	19.5	16.1	13.5	
600882.SH	妙可蓝多	92.78	40.49	45.87	49.81	53.39	13.3%	8.6%	7.2%	0.63	1.19	1.86	2.28	87.4%	56.3%	22.7%	78.0	49.9	40.7	



4、边际交易仍是重要方向，积极把握

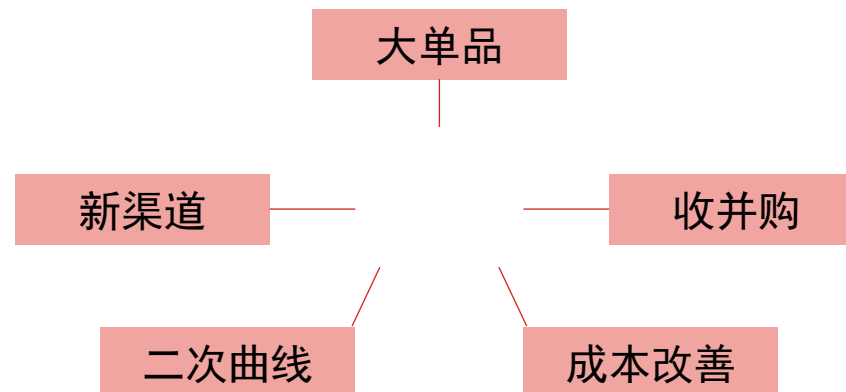
4 投资策略： 边际交易仍是重要方向， 积极把握

- **边际：**我们认为收并购只是表象，更多的是大家为了寻找边际的变化。股价的定价更多的还是在边际，要么有增量资金、要么有边际变化、要么超预期，例如：百润股份、天味食品、宝立食品、三只松鼠、万辰集团、有友食品等。
- **百润股份：**国产威士忌有望迎来快速发展，公司有望开启第二增长曲线。
- **天味食品：**通过收并购等方式，小步快跑，积极完善渠道。
- **宝立食品：**C端空刻有望修复，带来更快速的增长。
- **三只松鼠：**收并购进入零食量贩和折扣店渠道，同时开启线下分销，打开空间。
- **万辰集团：**零食量贩渠道龙头，后续少数股权收回有望增厚利润。
- **有友食品：**会员制超市渠道快速起来，公司积极转向拥抱新兴渠道，品牌力加持下带来更快速的增长。
- **涪陵榨菜、承德露露：**收入平稳，但成本改善显著，利润具备确定性。

图表50：2024 年以来并购重组政策梳理

2024/2/5	证监会召开支持上市公司并购重组座谈会
2024/3/15	《关于加强上市公司监管的意见（试行）》
2024/4/12	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》
2024/4/12	《关于严格执行退市制度的意见》
2024/4/19	《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》
2024/6/19	《关于深化科创板改革服务科技创新 和新质生产力发展的八条措施》
2024/9/24	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》

图表51： 边际注重边际变化





5、投资建议：左侧和右侧兼具，先成分后中小

5 投资建议：左侧和右侧兼具，先成分后中小

● 仓位上如何配置？--白酒=餐饮链>乳饮和零食，先成分，再中小。

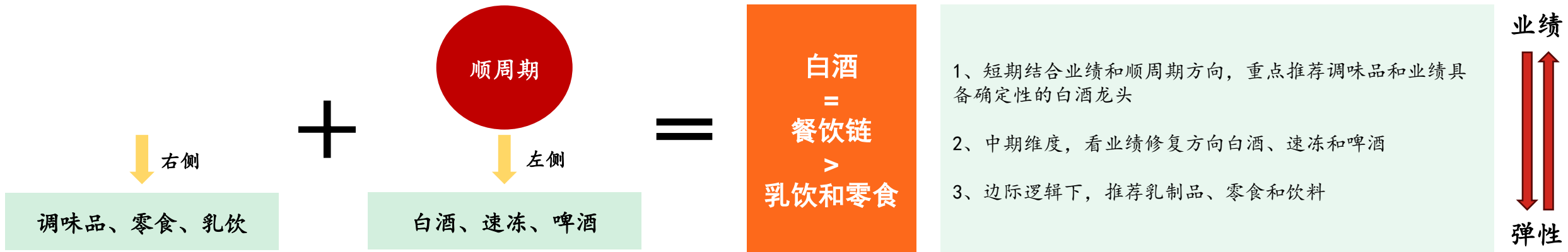
- 第一波估值修复下，业绩跟上的股价基本都有支撑，例如东鹏饮料、天味食品、洽洽食品、涪陵榨菜等。
- 在宏观降息周期和财政政策预期升温之下，龙头估值仍有修复空间，这将是短期1-2个季度定价的关键。
- 阶段性来看，大众品优于白酒；配置思路上来看，大众品建议右侧布局，白酒择时进行左侧布局。

1) 顺周期下，一手餐饮链，一手白酒。其中，优先调味品（右侧+顺周期），其次是白酒、速冻和啤酒（风险释放，赔率和政策胜率）。

2) 业绩相对领先，这个是博弈政策的底，零食、饮料和乳制品，和一些有成本红利的子行业。

3) 边际：收并购只是表象，更多的是大家为了寻找边际的变化。股价的定价更多的还是在边际，要么有增量资金、要么有边际变化、要么超预期，例如：百润股份、天味食品、宝立食品、三只松鼠、万辰集团、有友食品等。

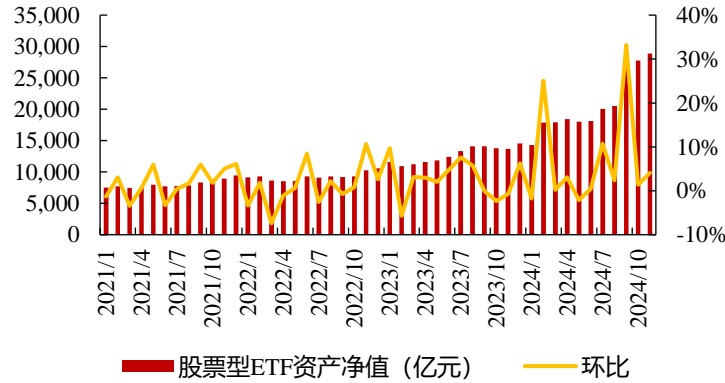
图表52：2025年食饮投资逻辑



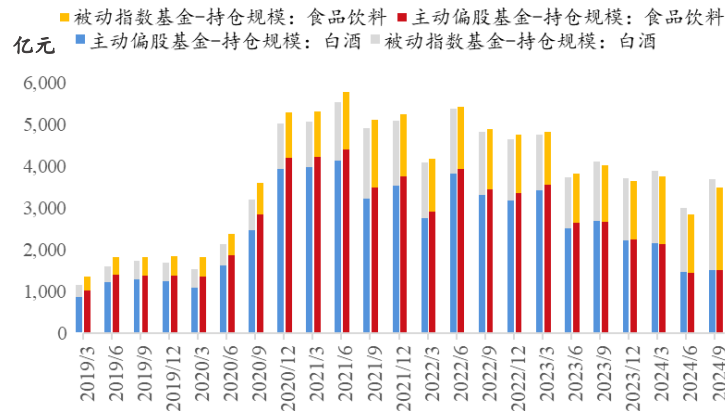
5 投资建议：左侧和右侧兼具，先成分后中小

● **ETF成为主要资金增量。**以A500为代表的ETF基金迎来集中发行入市，股票型ETF资产净值快速增长，指数化投资成为重要趋势。食品饮料板块龙头是各类宽基指数重要成分股，重点关注。

图表53：股票型ETF资产净值快速增长



图表54：3Q24被动指数基金食品饮料持仓增加



图表55：重要宽基指数成分股包含众多食品饮料板块龙头

【财通食饮】重要指数成分股一览																		
沪深300	行业	总市值(亿元)		营业总收入(亿元)					归母净利润(亿元)					PE				
		2024/11/1	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	
600519.SH	贵州茅台	白酒	19,266.93	1,275.54	1,505.60	1,740.62	1,948.19	2,168.44	627.16	747.34	862.41	970.34	1,085.51	30.72	25.78	22.34	19.86	17.75
000858.SZ	五粮液	白酒	5,741.67	739.69	832.72	914.32	1,000.66	1,096.53	266.91	302.11	333.69	367.64	406.36	21.51	19.01	17.21	15.62	14.13
600809.SH	山西汾酒	白酒	2,546.80	262.14	319.28	378.40	437.73	503.54	80.96	104.38	126.65	147.97	172.29	31.46	24.40	20.11	17.21	14.78
603288.SH	海天味业	调味品	2,459.45	256.10	245.59	272.20	298.98	327.54	61.98	56.27	62.41	69.13	76.59	39.68	43.71	39.41	35.58	32.11
000568.SZ	泸州老窖	白酒	2,009.68	251.24	302.33	339.08	376.27	423.15	103.65	132.46	147.91	165.61	188.12	19.39	15.17	13.59	12.13	10.68
600887.SH	伊利股份	乳制品	1,801.57	1,231.71	1,261.79	1,219.45	1,274.80	1,331.37	94.31	104.29	120.40	116.66	127.01	19.10	17.28	14.96	15.44	14.18
002304.SZ	洋河股份	白酒	1,212.99	301.05	331.26	333.14	345.59	368.15	93.78	100.16	97.30	101.41	109.17	12.93	12.11	12.47	11.96	11.11
605499.SH	东鹏饮料	非乳饮料	1,095.36	85.05	112.63	159.23	203.26	249.73	14.41	20.40	31.84	41.65	52.17	76.04	53.70	34.40	26.30	21.00
000596.SZ	古井贡酒	白酒	916.42	167.13	202.54	242.61	280.46	321.80	31.43	45.89	57.78	69.19	81.71	29.16	19.97	15.86	13.24	11.22
000895.SZ	双汇发展	肉制品	860.97	627.31	600.97	589.11	620.41	657.95	56.21	50.53	49.58	52.63	55.41	15.32	17.04	17.37	16.36	15.54
600600.SH	青岛啤酒	啤酒	779.60	321.72	339.37	327.24	338.11	348.44	37.11	42.68	45.36	50.06	54.51	21.01	18.27	17.19	15.57	14.30
603369.SH	今世缘	白酒	558.00	78.88	101.00	121.64	143.91	168.18	25.03	31.36	37.40	44.19	51.88	22.30	17.79	14.92	12.63	10.76
600132.SH	重庆啤酒	啤酒	284.04	140.39	148.15	152.70	159.48	165.95	12.64	13.37	13.79	14.77	15.69	22.48	21.25	20.59	19.23	18.10
中证500	行业	总市值(亿元)		营业总收入(亿元)					归母净利润(亿元)					PE				
		2024/11/1	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	
600298.SH	安琪酵母	其他食品	319.14	128.43	135.81	153.17	171.09	190.41	13.21	12.70	13.65	15.74	18.21	24.15	25.13	23.39	20.28	17.52
000729.SZ	燕京啤酒	啤酒	284.67	132.02	142.13	149.88	159.01	168.07	3.52	6.45	9.77	12.57	15.20	80.81	44.15	29.15	22.64	18.73
603156.SH	养元饮品	非乳饮料	261.83	59.23	61.62	58.27	62.12	66.92	14.74	14.67	14.30	15.92	17.78	17.76	17.84	18.31	16.45	14.72
603345.SH	安井食品	速冻食品	253.76	121.83	140.45	153.95	170.43	188.17	11.01	14.78	15.11	17.19	19.27	23.05	17.17	16.80	14.76	13.17
002568.SZ	百润股份	其他酒	243.56	25.93	32.64	33.57	37.92	42.79	5.21	8.09	8.12	9.38	10.81	46.72	30.09	30.00	25.96	22.54
603589.SH	口子窖	白酒	235.62	51.35	59.62	61.82	66.50	71.83	15.50	17.21	17.99	19.61	21.40	15.20	13.69	13.10	12.01	11.01
300146.SZ	汤臣倍健	其他食品	214.65	78.61	94.07	76.35	84.05	92.15	13.86	17.46	9.20	12.59	14.88	15.49	12.29	23.33	17.05	14.42
002507.SZ	涪陵榨菜	调味品	175.16	25.48	24.50	25.25	27.03	29.03	8.99	8.27	8.64	9.37	10.13	19.49	21.19	20.27	18.70	17.29
600872.SH	中炬高新	调味品	174.97	53.41	51.39	54.72	62.24	71.90	-5.92	16.97	7.62	9.31	11.20	-29.54	10.31	22.97	18.79	15.62
002557.SZ	洽洽食品	休闲食品	165.79	68.83	68.06	75.31	83.60	92.77	9.76	8.03	9.83	11.34	13.07	16.99	20.65	16.87	14.62	12.69
603317.SH	天味食品	调味品	150.18	26.91	31.49	34.34	38.51	43.06	3.42	4.57	5.79	6.62	7.54	43.95	32.88	25.96	22.68	19.93
603517.SH	绝味食品	休闲食品	108.30	66.23	72.61	68.50	72.00	76.96	2.33	3.44	6.04	7.16	7.99	46.57	31.45	17.92	15.14	13.56
A500	行业	总市值(亿元)		营业总收入(亿元)					归母净利润(亿元)					PE				
		2024/11/1	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	
600519.SH	贵州茅台	白酒	19,266.93	1,275.54	1,505.60	1,740.62	1,948.19	2,168.44	627.16	747.34	862.41	970.34	1,085.51	30.72	25.78	22.34	19.86	17.75
000858.SZ	五粮液	白酒	5,741.67	739.69	832.72	914.32	1,000.66	1,096.53	266.91	302.11	333.69	367.64	406.36	21.51	19.01	17.21	15.62	14.13
603288.SH	海天味业	调味品	2,459.45	256.10	245.59	272.20	298.98	327.54	61.98	56.27	62.41	69.13	76.59	39.68	43.71	39.41	35.58	32.11
000568.SZ	泸州老窖	白酒	2,009.68	251.24	302.33	339.08	376.27	423.15	103.65	132.46	147.91	165.61	188.12	19.39	15.17	13.59	12.13	10.68
600887.SH	伊利股份	乳制品	1,801.57	1,231.71	1,261.79	1,219.45	1,274.80	1,331.37	94.31	104.29	120.40	116.66	127.01	19.10	17.28	14.96	15.44	14.18
002304.SZ	洋河股份	白酒	1,212.99	301.05	331.26	333.14	345.59	368.15	93.78	100.16	97.30	101.41	109.17	12.93	12.11	12.47	11.96	11.11
603156.SH	养元饮品	非乳饮料	261.83	59.23	61.62	58.27	62.12	66.92	14.74	14.67	14.30	15.92	17.78	17.76	17.84	18.31	16.45	14.72

5 投资建议：左侧和右侧兼具，先成分后中小

- **顺周期为先，兼具基本面和弹性。我们认为基本面有望沿着“小B>C端>大B>白酒”方向修复**，当前政策博弈或到一定阶段，行情需回归业绩；但中期维度仍是顺周期弹性的重要布局机会，在扩内需政策发力的预期下，龙头估值仍有修复空间。
- **顺周期+有业绩=右侧**，重点推荐调味品，天味食品、宝立食品、安琪酵母、东鹏饮料，建议关注海天味业、颐海国际。
- **顺周期+有弹性=左侧**，推荐顺周期政策下胜率较高的白酒、速冻和啤酒：茅台股份、五粮液、泸州老窖、山西汾酒+古井贡酒、迎驾贡酒+安井食品、千味央厨+青岛啤酒。
- **边际：边际逻辑下**，推荐乳制品、零食和饮料：盐津铺子、三只松鼠、甘源食品、百润股份，建议关注：伊利股份、新乳业、有友食品、承德露露。

图表56：食品饮料板块公司盈利预测情况

代码	公司	市值(亿元)	营业收入(亿元)				营收yoy			归母净利润(亿元)				归母yoy			PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603288.SH	海天味业	2,563.99	245.59	272.52	299.55	328.37	11.0%	9.9%	9.6%	56.27	62.46	69.22	76.73	11.0%	10.8%	10.8%	41.1	37.0	33.4
603317.SH	天味食品	154.65	31.49	34.38	38.52	43.03	9.2%	12.1%	11.7%	4.57	5.81	6.63	7.54	27.1%	14.2%	13.7%	26.6	23.3	20.5
603170.SH	宝立食品	57.60	23.69	26.19	29.41	32.95	10.6%	12.3%	12.0%	3.01	2.35	2.76	3.19	-21.9%	17.3%	15.6%	24.5	20.9	18.1
600298.SH	安琪酵母	313.58	135.81	154.33	172.43	191.71	13.6%	11.7%	11.2%	12.70	13.66	15.73	18.14	7.6%	15.1%	15.3%	22.9	19.9	17.3
603170.SH	宝立食品	57.60	23.69	26.19	29.41	32.95	10.6%	12.3%	12.0%	3.01	2.35	2.76	3.19	-21.9%	17.3%	15.6%	24.5	20.9	18.1
1579.HK	颐海国际	131.9455	61.56	68.51	75.99	83.58	11.3%	10.9%	10.0%	8.53	8.47	9.68	10.93	-0.7%	14.3%	12.9%	15.6	13.6	12.1
605499.SH	东鹏饮料	1,121.72	112.63	160.44	205.49	252.90	42.4%	28.1%	23.1%	20.40	32.28	42.41	53.36	58.2%	31.4%	25.8%	34.8	26.4	21.0
600519.SH	贵州茅台	19,584.12	1,505.60	1,739.51	1,942.72	2,158.30	15.5%	11.7%	11.1%	747.34	861.08	966.87	1,079.56	15.2%	12.3%	11.7%	22.7	20.3	18.1
000858.SZ	五粮液	5,872.48	832.72	907.23	985.19	1,073.82	8.9%	8.6%	9.0%	302.11	330.62	361.41	397.46	9.4%	9.3%	10.0%	17.8	16.2	14.8
000568.SZ	泸州老窖	2,121.10	302.33	329.38	356.99	394.79	8.9%	8.4%	10.6%	132.46	143.53	156.62	174.63	8.4%	9.1%	11.5%	14.8	13.5	12.1
600809.SH	山西汾酒	2,645.13	319.28	373.80	426.32	483.57	17.1%	14.1%	13.4%	104.38	125.12	144.19	165.74	19.9%	15.2%	14.9%	21.1	18.3	16.0
000596.SZ	古井贡酒	943.33	202.54	240.35	272.73	308.04	18.7%	13.5%	12.9%	45.89	56.78	66.62	77.36	23.7%	17.3%	16.1%	16.6	14.2	12.2
603198.SH	迎驾贡酒	519.60	67.20	77.09	88.42	101.31	14.7%	14.7%	14.6%	22.88	27.45	32.23	37.67	20.0%	17.4%	16.9%	18.9	16.1	13.8
603345.SH	安井食品	263.61	140.45	153.18	169.01	185.93	9.1%	10.3%	10.0%	14.78	14.82	16.83	18.85	0.3%	13.6%	12.0%	17.8	15.7	14.0
001215.SZ	千味央厨	35.66	19.01	20.13	22.41	24.99	5.9%	11.3%	11.5%	1.34	1.31	1.54	1.77	-2.5%	17.3%	15.2%	27.2	23.2	20.2
600600.SH	青岛啤酒	820.99	339.37	323.64	334.14	344.05	-4.6%	3.2%	3.0%	42.68	44.60	49.30	53.64	4.5%	10.5%	8.8%	18.4	16.7	15.3
600887.SH	伊利股份	1,864.59	1,261.79	1,194.73	1,245.20	1,298.27	-5.3%	4.2%	4.3%	104.29	119.99	114.08	123.57	15.1%	-4.9%	8.3%	15.5	16.3	15.1
002946.SZ	新乳业	108.19	109.87	112.88	121.36	130.89	2.7%	7.5%	7.9%	4.31	5.56	6.72	8.01	28.9%	21.0%	19.2%	19.5	16.1	13.5
002847.SZ	盐津铺子	150.65	41.15	52.49	64.95	78.69	27.6%	23.7%	21.2%	5.06	6.51	8.27	10.28	28.8%	27.0%	24.3%	23.1	18.2	14.6
300783.SZ	三只松鼠	125.95	71.15	102.70	132.41	165.73	44.3%	28.9%	25.2%	2.20	3.99	5.51	7.41	81.4%	38.2%	34.5%	31.6	22.9	17.0
002991.SZ	甘源食品	67.53	18.48	22.71	27.36	32.21	22.9%	20.4%	17.7%	3.29	3.96	4.76	5.62	20.4%	20.2%	17.9%	17.0	14.2	12.0
603697.SH	有友食品	45.76	9.66	11.42	12.77	14.17	18.2%	11.8%	11.0%	1.16	1.50	1.82	2.21	29.1%	21.4%	21.1%	30.5	25.1	20.7
002568.SZ	百润股份	262.34	32.64	32.94	37.11	41.74	0.9%	12.7%	12.5%	8.09	7.85	9.07	10.42	-3.0%	15.5%	15.0%	33.4	28.9	25.2
000848.SZ	承德露露	96.20	29.55	31.95	34.53	37.38	8.1%	8.1%	8.2%	6.38	6.36	7.32	8.14	-0.4%	15.1%	11.3%	15.1	13.1	11.8

- **消费力恢复不及预期：**食品饮料行业与整体消费力关联度高，消费力恢复不及预期会对消费量及结构升级造成影响。
- **行业竞争加剧：**食品饮料行业公司众多，进入壁垒较低，易产生行业竞争。
- **食品安全问题：**食品安全问题存在一定风险，若产生问题，或对公司经营情况及品牌形象产生较大影响。

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

以报告发布日后6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

行业评级

以报告发布日后6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；