

## 目录索引

一、2024 年板块回顾：板块跑输市场，绩优个股超盈 .....	7
（一）股价复盘：大众品环比改善，白酒跑输 .....	7
（二）估值和持仓复盘：估值处二十年低位，主动基金减配 .....	9
二、白酒：类似 2014-2015 年，绝对收益可期 .....	11
（一）周期底部：股价跌幅比肩 2012-2014 年，盈利预测下调途中 .....	11
（二）股价先行：类似 2014 年，股价领先基本面 .....	12
（三）价格带轮动：类似 2014-2015 年，从地产酒到高端次高端 .....	14
三、大众品：基本面有望率先改善 .....	16
（一）类似 2014-2015 年，期待通胀回升后大众品基本面改善 .....	16
（二）大众品公司有望迎来新一轮产品渠道扩张 .....	19
（三）竞争格局视角下，调味品和乳制品龙头基本面有望率先改善 .....	25
（四）预计 2025 年大众品公司收并购案例增加 .....	31
四、投资建议 .....	33
五、风险提示 .....	33

## 图表索引

图 1: 2024Q3 A 股公司分行业营收增速 (%)	8
图 2: 2024Q3A 股公司分行业归母净利增速 (%)	8
图 3: 2024 年申万一级行业涨跌幅 (%)	8
图 4: 食品饮料和白酒行业动态市盈率 (倍)	8
图 5: 2024 年非白酒涨幅和跌幅 Top5 (%)	9
图 6: 2024 年白酒涨幅和跌幅 Top5 (%)	9
图 7: 2023 年食品饮料板块业绩上修 Top5 标的	9
图 8: 2024 年食品饮料板块业绩上修 Top5 标的	9
图 9: 食品饮料和白酒板块相对全 A 的动态市盈率比值	10
图 10: 2010 年至今食品饮料板块持仓比例情况	10
图 11: 不同口径下食品饮料板块配置比例	10
图 12: 2024Q3 主动权益白酒重仓配置比例	10
图 13: 2023Q3-2024Q3 基金重仓股 Top20	11
图 14: 申万白酒指数本轮最大跌幅接近 2012-2014 年	11
图 15: 白酒行业动态市盈率本轮最大跌幅与 2012-2014 年相当	12
图 16: 本轮白酒行业盈利预测下调幅度远小于 2012-2014 年	12
图 17: 散瓶飞天与龙年茅台批发价 (元)	13
图 18: PPI 与 Liv-ex100 红酒指数同比增速 (%)	13
图 19: 美国联邦利率与中国 PPI 同比增速 (%)	13
图 20: 中国 PPI 与 CPI 同比增速 (%)	13
图 21: 13-14 年白酒板块业绩下修股价跑输沪深 300	14
图 22: 16-17 年白酒板块业绩上修股价跑赢沪深 300	14
图 23: 13-14 年泸州老窖业绩下修股价跑输沪深 300	14
图 24: 16-17 年泸州老窖业绩上修股价跑赢沪深 300	14
图 25: 2014 年白酒营业总收入涨幅前五位 (%)	15
图 26: 2014 年白酒涨幅前五位 (%)	15
图 27: 2015 年白酒营业总收入涨幅前五位 (%)	15
图 28: 2015 年白酒涨幅前五位 (%)	15
图 29: 2024 年 9 月以来白酒板块动态市盈率 (倍)	16
图 30: 2024 年 9 月以来泸州老窖动态市盈率 (倍)	16
图 31: 我国实际/名义 GDP 增速	16
图 32: 我国 PPI 和 CPI 当月同比	16
图 33: 2014-2017 年主要大众品龙头企业股价涨跌幅情况	17
图 34: 主要大众品龙头企业在三次 CPI 上行期的营收 CAGR 情况	18
图 35: 海天味业分产品收入 (亿元)	19
图 36: 安井食品分产品收入 (亿元)	19
图 37: 千禾味业分区域收入 (亿元)	20
图 38: 三只松鼠收入及线上占比	20
图 39: 我国居民水产品消费量持续增长	21
图 40: 我国速冻小吃市场规模	21

图 41: 消费者喜爱速冻小吃 TOP10 .....	21
图 42: 不辣汤是天味食品全国化潜力大单品.....	22
图 43: 2024 年天味食品新推出鲜番茄和鲜松茸调料.....	22
图 44: 零食很忙单月在运营门店数变化 (家) .....	22
图 45: 零食量贩类和传统门店数量对比 (家) .....	22
图 46: 万辰集团量贩零食收入和单店表现.....	23
图 47: 万辰集团量贩零食门店和净利率表现.....	23
图 48: 抖音电商零食分季度 GMV 表现 (亿元) .....	23
图 49: 抖音零食今年以来月度 GMV 增速 .....	23
图 50: 我国生鲜电商市场规模.....	24
图 51: 我国消费者购买生鲜的各渠道比例.....	24
图 52: 主要大众品公司经销商数目变化 (家) .....	24
图 53: 海天味业渠道先调整、先扩张.....	24
图 54: 调味品企业新成立数目 (家) .....	25
图 55: 海天味业分季度收入利润.....	25
图 56: 国际大包粉价格自 2023 年下半年起回升 .....	26
图 57: 2024 年 9 月进口大包粉量同比-48.2%.....	26
图 58: 2024 年前三季度原料奶总供给量 (国产+进口) 同比-3.3%.....	26
图 59: 乳企盈利水平变化与奶价周期复盘.....	27
图 60: 餐饮业在营门店数 (万家) .....	29
图 61: 餐饮业人均消费 (元/人) .....	29
图 62: 消费服务融资事件数量和金额 (2013-2024) .....	31
图 63: 消费服务融资事件数量和金额 (月度) .....	31

表 1: 食品饮料和白酒行业年涨跌幅 (%)	7
表 2: 2000 年至今每年底食品饮料和白酒动态市盈率 (倍)	10
表 3: 2014-2017 年食品饮料各子行业指数涨跌幅表现	17
表 4: 食品饮料各子行业指数在 CPI 不同时期的涨跌幅表现	18
表 5: 测算海鲜捞汁潜在市场规模 (出厂口径)	21
表 6: 调味品企业净利率 (%) 及同比变化 (pct)	25
表 7: 主要啤酒企业销量情况 (万千升)	28
表 8: 主要啤酒企业吨营收情况 (元/千升)	28
表 9: 主要啤酒企业销售费用及毛销差情况	28
表 10: 主要饮料企业营业收入情况 (亿元)	28
表 11: 主要饮料企业毛利率及毛销差情况	29
表 12: 速冻行业产能持续增加	30
表 13: 速冻及烘焙企业毛利率变化	30
表 14: 速冻烘焙企业费用率对比 (%)	30
表 15: 食品饮料中长期股权投资占总资产比例较高的公司 (Top15)	31
表 16: 食品饮料中连续三年亏损的公司	32
表 17: 食品饮料中市值在 50 亿元以下的地方国企及央企	32

注：如未特别说明，以下行文中所有数据来源均为 。

## 一、2024 年板块回顾：板块跑输市场，绩优个股超盈

2024年初至今（数据截止2024/11/15），食品饮料行业涨跌幅为-0.7%（总市值加权平均），在31个申万一级行业中排位第30位，跑输全A股22.4pct。分子行业来看，白酒、啤酒、软饮料、乳品、调味品、食品加工、休闲食品2024年初至今（数据截止2024/11/15）涨跌幅分别为-5.1%、+5.7%、+36.7%、+9.1%、+15.2%、-8.7%、+4.6%，其中软饮料行业超额明显，其余多数子行业跑输全A股。

历经三年余泡沫去化，行业回归“原点”再出发。目前板块估值回归低位，从宏观指标来看，CPI同比增速转正，PPI和消费者信心指数边际回暖；从行业指标来看，经销商开始去库存，行业风险释放；从微观角度来看，龙头公司分红等现金回报增加，现金流较优的白马股估值性价比凸显，我们似乎又一次站在新周期的起点，未来开启食品饮料新一轮长牛行情。本文试图从周期复盘和对比的角度，展望2025年酒和大众品的行业趋势，并找寻板块投资机会。

表1：食品饮料和白酒行业年涨跌幅（%）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
全部 A 股	-19	-13	23	-8	0	118	124	-56	105	5	-17	11
SW 食品饮料	-13	-17	1	15	15	258	154	-54	111	33	-2	3
SW 白酒II	-17	-26	0	32	25	327	168	-59	107	36	6	4
食品饮料超盈	6	-4	-22	23	15	140	29	2	7	28	15	-8
白酒超盈	2	-13	-23	40	25	208	44	-3	2	30	23	-6
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
全部 A 股	17	67	64	2	27	-18	45	55	25	-7	8	22
SW 食品饮料	19	32	39	23	81	-14	91	107	2	-11	-10	-1
SW 白酒II	-40	59	30	36	105	-19	112	113	3	-13	-7	-5
食品饮料超盈	2	-35	-25	22	54	5	47	52	-23	-4	-17	-22
白酒超盈	-57	-9	-35	34	78	-1	68	57	-22	-5	-14	-27

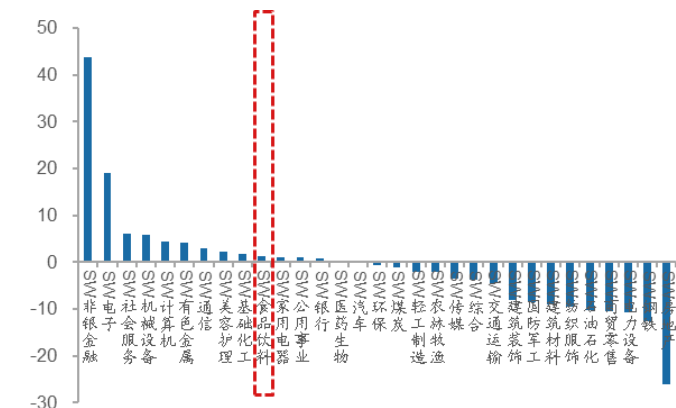
数据来源：，；使用总市值加权平均，数据截止 2024/11/15

### （一）股价复盘：大众品环比改善，白酒跑输

2000年以来食品饮料行业经历二十余年的发展，目前处于第四轮周期尾部。从股价的维度复盘，2002-2003年、2007-2008年、2013-2015年、2021和2023年均跑输全A股，其余年份超额收益明显，5年左右食品饮料股价经历一个小周期，目前处于二十年发展历程中的第四轮下跌周期，2021年至今食品饮料行业股价持续下跌。

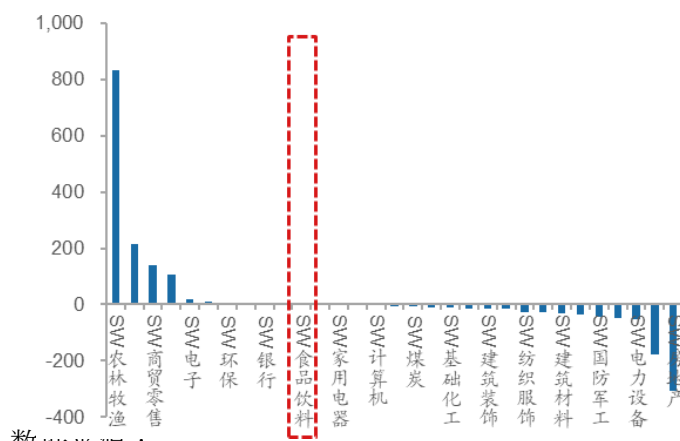
大众品多数行业有正收益，白酒跑输明显。2024年初至今（数据截止2024/11/15）饮料、零食、调味品、乳制品、啤酒股价均有正收益，白酒和速冻行业股价下跌。由于白酒的股价拖累，食品饮料行业涨幅在申万31个行业中排名倒数第二。

图1：2024Q3 A股公司分行业营收增速（%）



数据来源：，

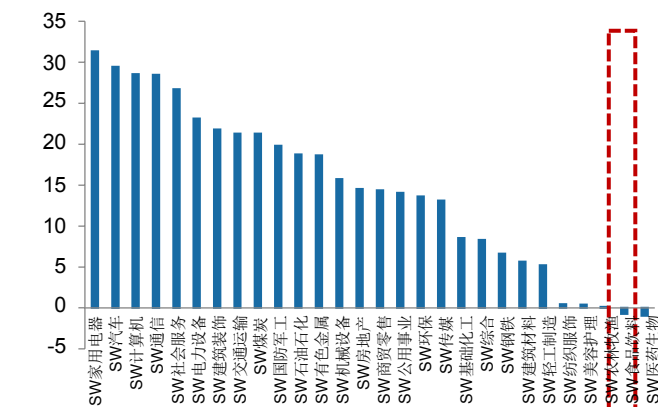
图2：2024Q3A股公司分行业归母净利增速（%）



数据来源：，

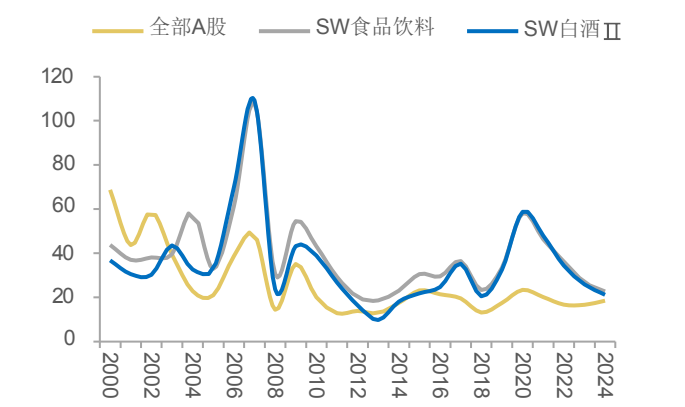
从营收和业绩的维度来看，2024年排位略有下降。2023年食品饮料营收增速为7%，排位4/31,2024Q1-3营收增速分别为7%、-0.1%、+1.3%，排位5/31、17/31、10/31。2023年食品饮料归母净利润增速为17%，排位9/31,2024Q1-3营收增速分别为16%、11%、2.3%，排位8/31、9/31、11/31。2024年三季度营收和业绩增速处于全A中上游水平，环比2023年略有下降。

图3：2024年申万一级行业涨跌幅（%）



数据来源：，；数据截止2024/11/15

图4：食品饮料和白酒行业动态市盈率（倍）



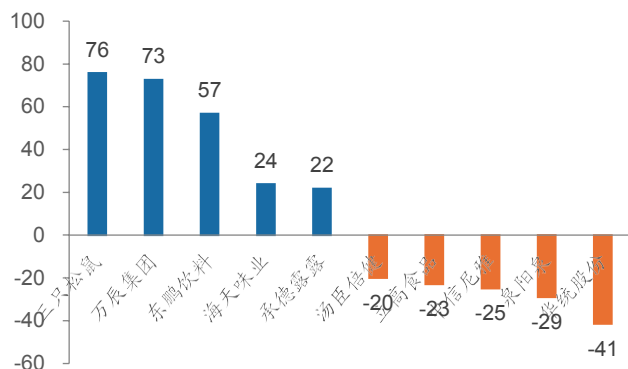
数据来源：，；每年选取最后一个交易日数值

个股方面：零食饮料涨幅居前，白酒行业中五粮液有正收益。2024年初至今（数据截止2024/11/15）市值50亿以上、非白酒涨幅前五分别为三只松鼠、万辰集团、东鹏饮料、海天味业、承德露露；白酒涨幅前五分别为五粮液、迎驾贡酒、老白干酒、今世缘、口子窖，其中仅五粮液实现正收益。

业绩和股价的匹配度增强，绩优个股领涨。2023年食品饮料公司业绩上修幅度前三位分别为千禾味业、燕京啤酒、百润股份（根据wind一致预期），股价均出现下跌，盈利预测的上修与股价上涨的相关性不大。2024年初至今（数据截止2024/11/15）业绩上修幅度前三分别为三只松鼠、东鹏饮料、万辰集团，亦是食品饮料涨幅前三公司。此外，燕京啤酒上半年业绩上修，天味食品三季度业绩上修，股价阶段性亦跑

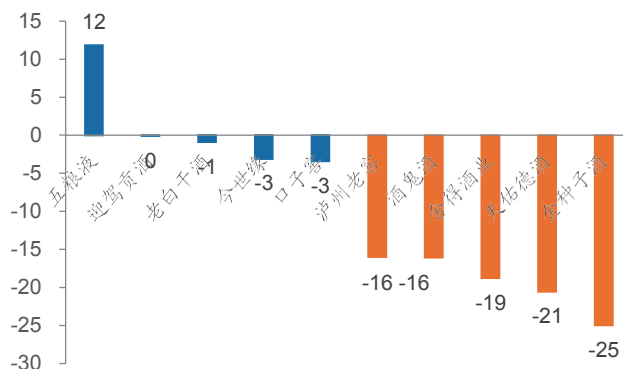
赢明显。

图5：2024年非白酒涨幅和跌幅Top5（%）



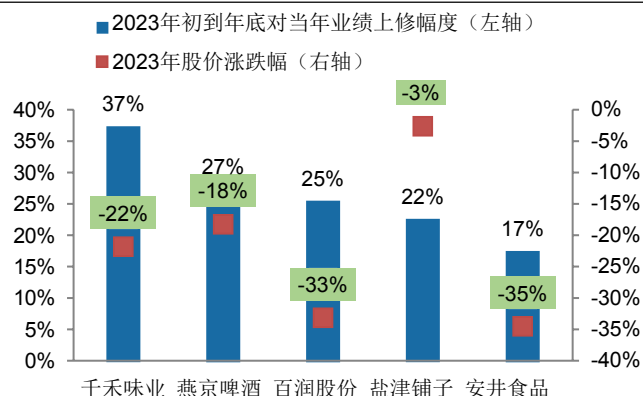
数据来源：，；剔除 50 亿市值以下标的，数据截止 2024/11/15

图6：2024年白酒涨幅和跌幅Top5（%）



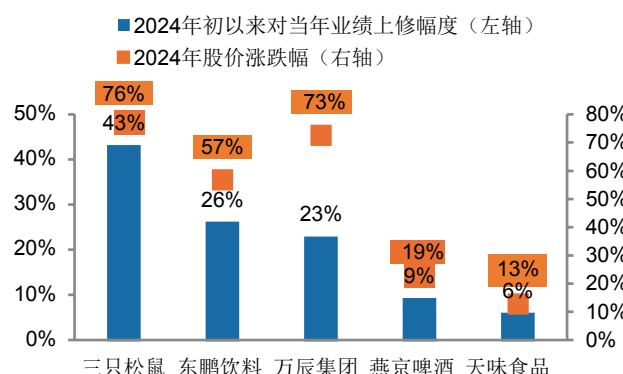
数据来源：，；剔除 50 亿市值以下标的，数据截止 2024/11/15

图7：2023年食品饮料板块业绩上修Top5标的



数据来源：，；剔除市值 100 亿以下公司

图8：2024年食品饮料板块业绩上修Top5标的



数据来源：，；剔除市值 100 亿以下公司，数据截止 2024/11/15

## （二）估值和持仓复盘：估值处二十年低位，主动基金减配

食品饮料估值处于二十年低位，市场对远期较为悲观。目前（数据截止2024/11/15）食品饮料和白酒行业的动态市盈率分别为22.6倍、21.1倍。纵向对比来看，以每年最后一个交易日来看，目前食品饮料板块估值仅高于2012-2013年。横向对比来看，目前（数据截止2024/11/15）食品饮料行业相较于全A的市盈率比值为1.2，为二十年以来最低位，板块估值的下移反映出市场对行业远期较为悲观。

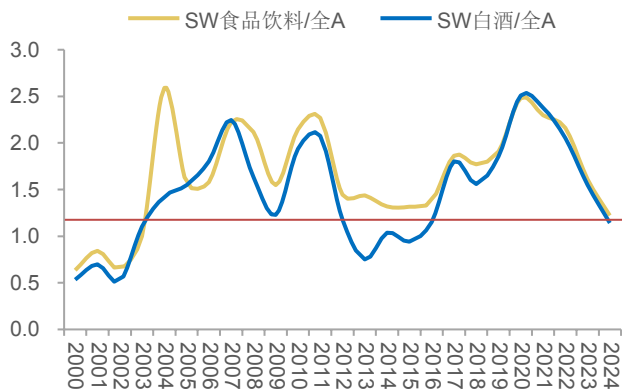
表2：2000年至今每年底食品饮料和白酒动态市盈率（倍）

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
全部 A 股	68.7	43.7	59.0	39.5	22.9	21.0	38.7	48.6	14.4	35.1	20.1	12.9	13.9
SW 食品饮料	43.7	36.9	38.0	39.5	59.3	32.9	61.1	108.1	30.6	54.4	43.1	29.2	20.1
SW 白酒II	36.7	30.5	30.2	43.5	32.6	32.4	69.7	109.2	23.6	43.2	38.9	26.7	16.3
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
全部 A 股	12.9	17.4	23.2	21.4	19.5	13.1	17.5	23.4	20.2	16.7	16.7	18.5	
SW 食品饮料	18.6	23.0	30.5	29.5	36.4	23.3	33.4	58.1	46.3	36.2	26.9	22.6	
SW 白酒II	9.7	18.1	21.8	24.6	35.2	20.5	32.5	58.7	47.9	34.4	25.8	21.1	

数据来源： ， ；取每年最后一个交易日数值，2024 年截止 2024/11/15

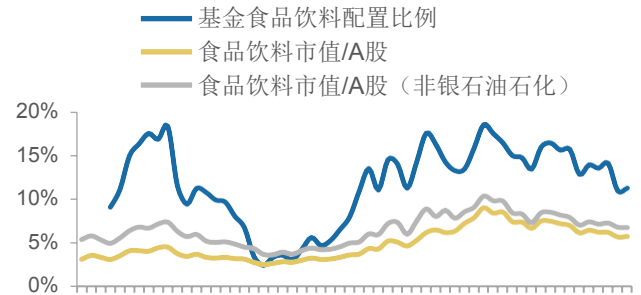
**被动基金增配，主动基金减配明显。**根据基金季报前十大重仓股统计，食品饮料板块基金持仓占比11.3%，其中白酒和大众品板块持仓比例分别为10.3%和1.0%。分类型来看，2024Q3主动权益基金配置比例为8.2%，被动指数基金配置为16.1%。白酒主动权益持仓方面，如果将易方达基金、汇添富基金、景顺长城基金和招商基金剔除，白酒主动权益持仓比例为3.6%，已处低配状态。

图9：食品饮料和白酒板块相对全A的动态市盈率比值



数据来源： ， ；每年选取最后一个交易日数值，

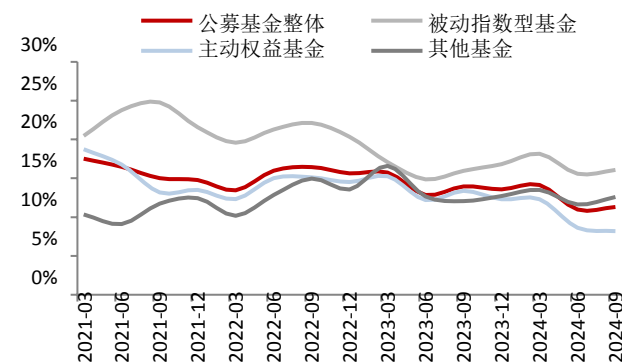
图10：2010年至今食品饮料板块持仓比例情况



2024 年数据截止 2024/11/15

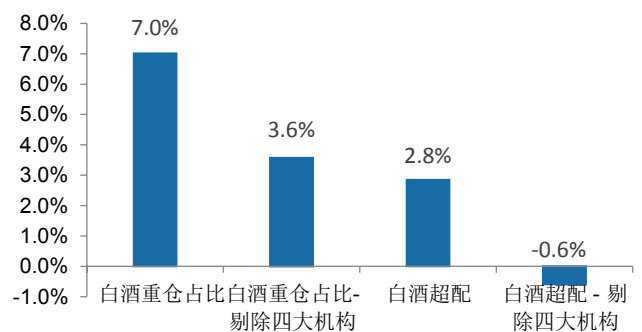
数据来源： ，

图11：不同口径下食品饮料板块配置比例



数据来源： ，

图12：2024Q3 主动权益白酒重仓配置比例



数据来源： ， ；四大机构包括：易方达、景顺长城、汇添富、招商基金



图13：2023Q3-2024Q3基金重仓股Top20

排名	2024Q3		2024Q2		2024Q1		2023Q4		2023Q3	
	股票简称	重仓比例	股票简称	重仓比例	股票简称	重仓比例	股票简称	重仓比例	股票简称	重仓比例
1	贵州茅台	5.13%	贵州茅台	4.47%	贵州茅台	5.42%	贵州茅台	5.11%	贵州茅台	4.99%
2	宁德时代	5.12%	宁德时代	3.85%	宁德时代	4.07%	宁德时代	2.97%	宁德时代	3.47%
3	中国平安	2.21%	紫金矿业	2.10%	五粮液	2.29%	五粮液	1.92%	泸州老窖	2.07%
4	美的集团	2.13%	五粮液	1.78%	紫金矿业	1.94%	泸州老窖	1.77%	五粮液	1.94%
5	五粮液	2.09%	美的集团	1.73%	泸州老窖	1.71%	迈瑞医疗	1.57%	药明康德	1.66%
6	紫金矿业	1.94%	腾讯控股	1.67%	恒瑞医药	1.57%	恒瑞医药	1.52%	腾讯控股	1.54%
7	招商银行	1.85%	招商银行	1.62%	美的集团	1.48%	药明康德	1.28%	迈瑞医疗	1.25%
8	腾讯控股	1.72%	迈瑞医疗	1.57%	招商银行	1.47%	腾讯控股	1.26%	恒瑞医药	1.21%
9	比亚迪	1.44%	立讯精密	1.45%	迈瑞医疗	1.46%	山西汾酒	1.20%	招商银行	1.06%
10	长江电力	1.43%	长江电力	1.43%	山西汾酒	1.31%	中芯国际	1.17%	山西汾酒	1.04%
11	立讯精密	1.39%	-	-	腾讯控股	1.18%	立讯精密	1.15%	中国平安	1.04%
12	阳光电源	1.36%	中国平安	1.33%	中国平安	1.14%	紫金矿业	1.14%	中芯国际	0.98%
13	-	-	泸州老窖	1.17%	阳光电源	1.01%	招商银行	0.98%	中微公司	0.90%
14	恒瑞医药	1.18%	比亚迪	1.09%	长江电力	0.97%	中微公司	0.93%	金山办公	0.82%
15	迈瑞医疗	1.16%	山西汾酒	1.02%	-	-	美的集团	0.93%	古井贡酒	0.79%
16	中芯国际	1.04%	恒瑞医药	0.98%	中微公司	0.96%	中国平安	0.86%	立讯精密	0.77%
17	东方财富	1.01%	中国海洋石油	0.0093	立讯精密	0.91%	阳光电源	0.80%	紫金矿业	0.77%
18	海光信息	1.00%	中芯国际	0.91%	中芯国际	0.84%	东方财富	0.76%	中信证券	0.76%
19	新易盛	0.98%	中微公司	0.88%	北方华创	0.84%	金山办公	0.74%	美团-W	0.75%
20	山西汾酒	0.88%	阳光电源	0.87%	中国海洋石油	0.76%	海康威视	0.73%	东方财富	0.75%

数据来源：，

## 二、白酒：类似 2014-2015 年，绝对收益可期

### （一）周期底部：股价跌幅比肩 2012-2014 年，盈利预测下调途中

本轮白酒板块股价和估值回调幅度已比肩2012-2014，筑底反弹有其必然性。从申万白酒行业指数的市场表现来看，2012-2014年、2018年、2021年至今（数据截止2024/11/15）从顶部到底部最大回撤分别为59%、40%和58%。从该指数的动态市盈率变化来看，2012-2014年、2018年、2021年至今（数据截止2024/11/15）从顶部到底部最大回撤分别为75%、56%和75%，本轮股价和估值回调幅度均与2012-2014年相当。而从茅台与五粮液批价、经销商出清程度等基本因素来看，截止目前本轮基本面的调整幅度小于2012-2014年，在一定程度上反映出市场预期先于基本面调整，且市场对远期定价更为悲观。

图14：申万白酒指数本轮最大跌幅接近2012-2014年



数据来源：，；数据截止 2024/11/15

图15：白酒行业动态市盈率本轮最大跌幅与2012-2014年相当

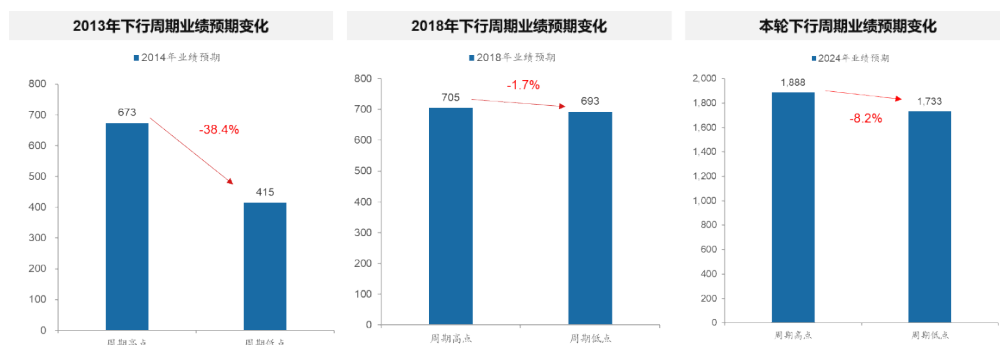


数据来源：，；数据截止 2024/11/15

本轮盈利预测下调幅度较小，后续或仍需调整。根据一致预期，2012-2014年从股价最高点（2012/7/13）到最低点（2014/1/10），市场对2014年的业绩预期下

调了38%，而本轮盈利预测仅有小幅下调（截止2024/11/15）。从白酒行业的现金流来看，今年以来白酒行业的现金收现、合同负债等指标有弱化趋势，结合白酒行业基本面跟踪情况来看，一致预期净利润或仍在调整途中。

图16：本轮白酒行业盈利预测下调幅度远小于2012-2014年



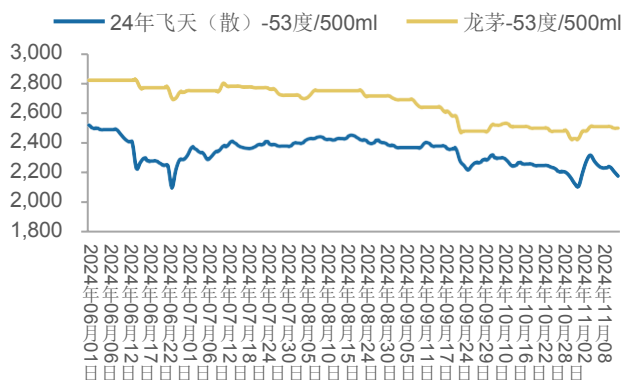
数据来源：，；预测净利润使用一致预期，数据截止

2024/11/15。注：因本轮调整周期超过3年，超过wind一致预期范围，因此周期高点选取2022/5/1

## （二）股价先行：类似2014年，股价领先基本面

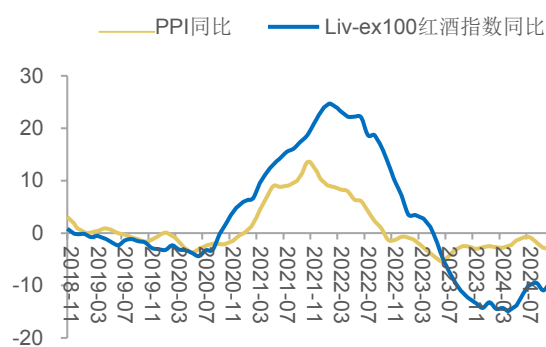
从微观指标看：茅台价格作为白酒行业风向标，尚未呈现明显复苏势头。根据百荣酒价数据，2024年8月以来飞天茅台和龙年茅台批价小幅回落，其中龙年茅台批价回调较多，8月初（2720元）至11月中旬（2500元），2024年初至今飞天茅台价格波动向下，渠道库存开始出清。

图17：散瓶飞天与龙年茅台批发价（元）



数据来源：百荣酒价，

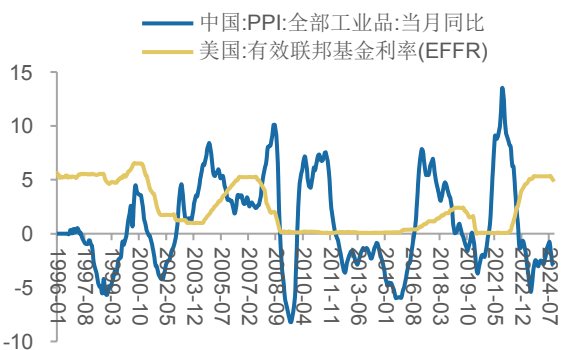
图18：PPI与Liv-ex100红酒指数同比增速（%）



数据来源：，

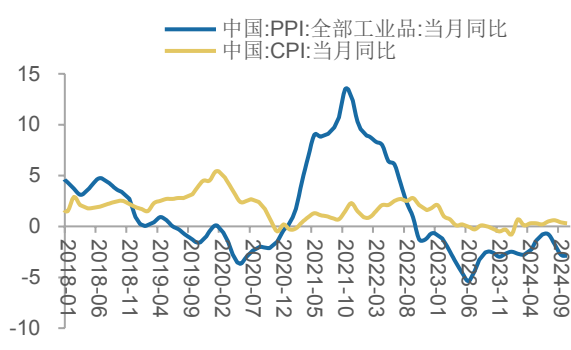
从宏观指标看：PPI低位徘徊，美国联邦利率与白酒周期并未有显性关联。在往期报告中我们有论述茅台批价与PPI、Live-ex100红酒指数有较强的同步性，从PPI、Live-ex100红酒指数走势来看，同比仍处负增长，边际降幅略有收窄。9月美国下调联邦利率，开启降息周期，引发市场对全球经济回暖的预期，进而促进白酒行业的乐观展望。从历史数据复盘来看，美国联邦利率的下行周期并未与白酒行业的景气有显性关联。2000年底、2007年底、2019年中开始美国联邦利率进入下行通道，白酒行业的高景气时期2009-2012年、2016-2017年、2019-2021年与美国联邦利率的周期并为有明显同步性，且联邦利率的下降幅度仍需进一步跟踪。

图19：美国联邦利率与中国PPI同比增速（%）



数据来源：，

图20：中国PPI与CPI同比增速（%）



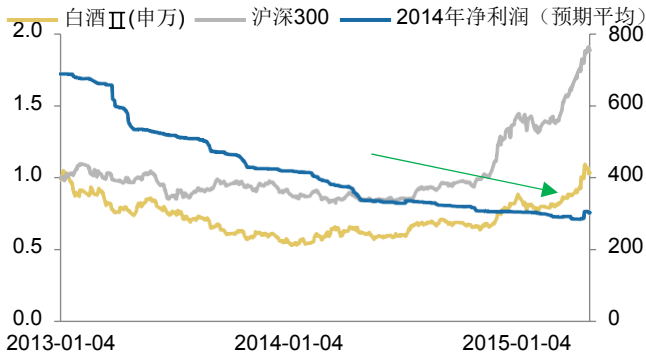
数据来源：，

回顾2014年，系列政策深化改革开启牛市。2014年政策频繁，2014年5月国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，这是2004年1月以来国务院第二次以红头文件形式出台的资本市场纲领性文件。与此同时，2014年《政府工作报告》进一步提出“加快发展混合所有制经济”，各地开启国企改革浪潮，增强经济活力。2014年11月开启沪港通，加快金融市场改革发展。多措施并举2014年全A股（总市值加权）上涨67%，牛市开启。

彼时白酒板块仍处盈利下调期，牛市中绝对收益。2014年白酒板块上涨59%，小幅跑输全A股。盈利预测和股价出现了阶段性背离，2014年初到年末白酒板块对应当年的业绩预期下调了37%。2015年盈利预测企稳，2016年迎来新一轮上行，

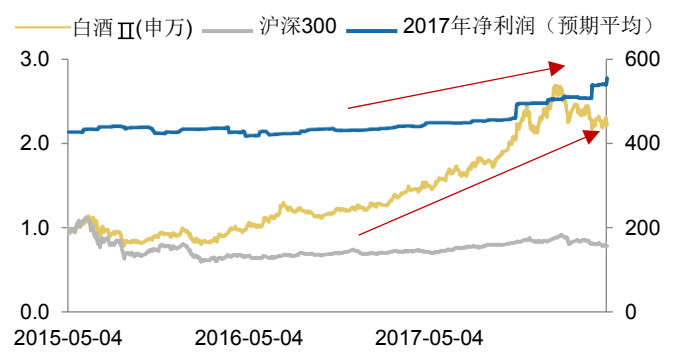
白酒行业开启长牛，从盈利预测下修到上调，白酒板块从绝对收益到相对收益。

图21：13-14年白酒板块业绩下修股价跑输沪深300



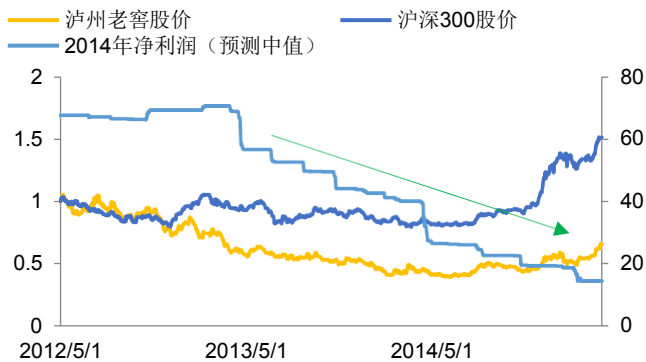
数据来源：，；数据区间为  
2013/1/4-2015/4/30；净利润为右轴

图22：16-17年白酒板块业绩上修股价跑赢沪深300



数据来源：，；数据区间为  
2015/5/4-2018/4/27；净利润为右轴

图23：13-14年泸州老窖业绩下修股价跑输沪深300



数据来源：，；数据区间为  
2012/5/1-2015/3/30；净利润为右轴

图24：16-17年泸州老窖业绩上修股价跑赢沪深300



数据来源：，；数据区间为  
2015/4/1-2018/3/28；净利润为右轴

近期政策频发旨在提振信心，资本市场应声而涨。今年4月国务院印发《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》继2004年、2014年之后，今年再次出台的资本市场指导性文件。2024年9月下旬以来频出利好资本市场的政策。

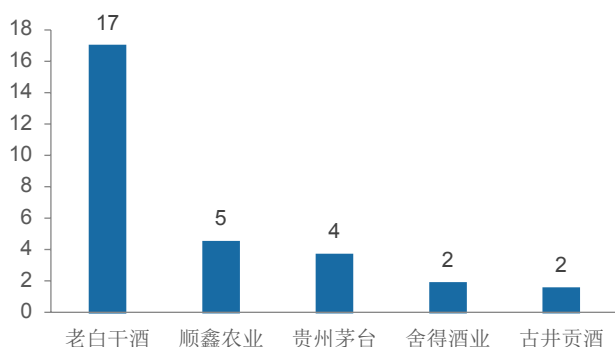
估值底部能够实现相对收益，盈利预测变动较为关键。2023年盈利预测与股价阶段性背离，2023年内盈利预测上调前五的食品饮料公司（剔除市值100亿以内标的）股价均为负收益，且多数跑输市场，盈利预测上调对股价的影响阶段性失效，主要系2023年处在估值消化时期，尤其是大众品行业，2021-2022年估值泡沫较大，不少公司的动态市盈率在50倍以上。

### （三）价格带轮动：类似2014-2015年，从地产酒到高端次高端

行业底部地产酒业绩稳健，2014年跑赢行业。2014年白酒营业总收入涨幅前五年分别为老白干、顺鑫农业、贵州茅台、舍得酒业、古井贡酒；股价涨幅（剔除市值50亿以下标的）前五标的为洋河股份、老白干酒、古井贡酒、贵州茅台和五粮液。

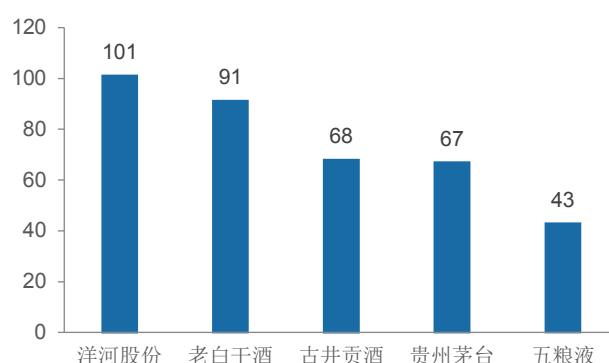
行业在盈利预测下调期，地产酒的盈利稳健性较强，股价超盈明显。在此阶段主要以估值修复为主，股价涨幅显著高于营收和业绩增速。

图25：2014年白酒营业总收入涨幅前五位（%）



数据来源：，

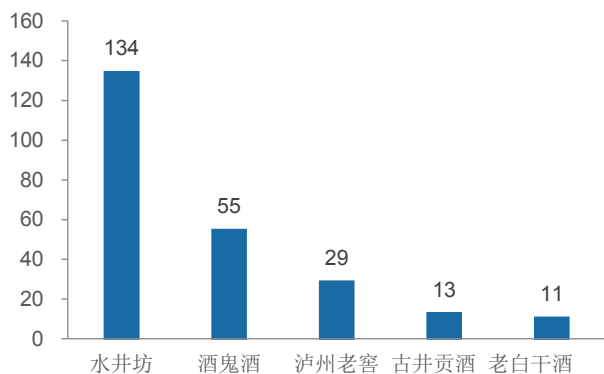
图26：2014年白酒涨幅前五位（%）



数据来源：，；剔除当年上市新股以及当前市值 50 亿以下标的

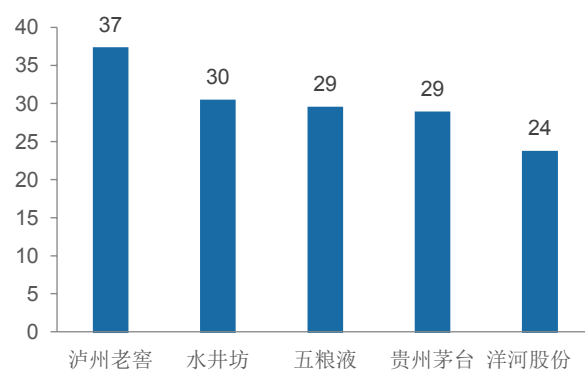
**2015年营收回归增长，高端与次高端股价领涨。**2015年白酒行业动销有所改善，在此背景下水井坊、酒鬼酒营收回归高增，高端酒中泸州老窖营收亦出现弹性。股价方面，泸州老窖、水井坊、五粮液、贵州茅台、洋河股份涨幅居前。在此阶段次高端白酒消化估值为主，高端酒领涨。

图27：2015年白酒营业总收入涨幅前五位（%）



数据来源：，

图28：2015年白酒涨幅前五位（%）



数据来源：，；剔除当年上市新股以及当前市值 50 亿以下标的

**2024年9月以来板块估值有所修复，后续股价仍有空间。**受政策面利好刺激，白酒板块9月以来估值迎来修复，目前动态市盈率恢复至21倍，估值仍有一定上行空间。从业绩的角度来看，三季度地产酒降速最为明显，高端和次高端增速亦有收敛。展望2025年，基本面走势将对板块能否超盈有决定性作用，经历渠道库存消化之后，高端和次高端白酒有望开启新一轮增长周期。

图29：2024年9月以来白酒板块动态市盈率（倍）



数据来源： ，

图30：2024年9月以来泸州老窖动态市盈率（倍）



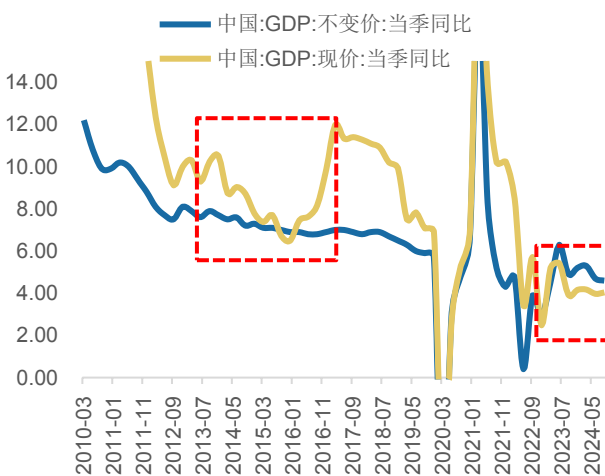
数据来源： ，

### 三、大众品：基本面有望率先改善

#### （一）类似 2014-2015 年，期待通胀回升后大众品基本面改善

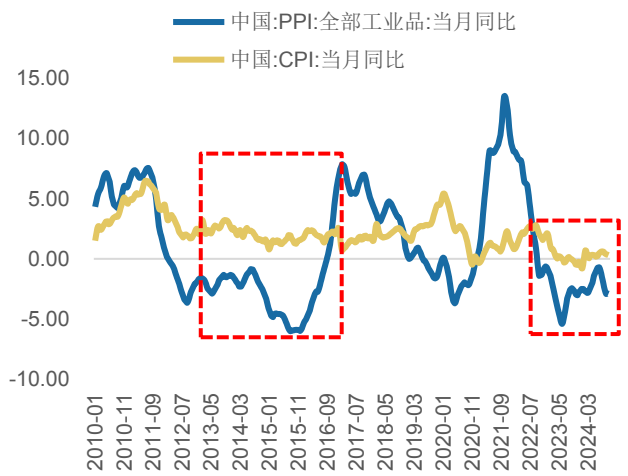
宏观环境类似2014-2015年，预计政策底已现。2014-2015年我国经济增长放缓，且受价格因素影响名义GDP增速加速下降，PPI当月同比最低下滑至-5.95%。2014年新预算法实行，年末政府开启大规划化债，政策预期持续升温。2014-2015年与当前时间点较为相似：2024年9月会议提出加大财政货币政策逆周期调节力度，11月通过《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议，用于化债的增量地方债规模为6万亿元，新增专项债化债的规模共4万亿元且仍积极谋划下一步财政政策，新一轮化债开启预计政策底已现。

图31：我国实际/名义GDP增速



数据来源： ，

图32：我国PPI和CPI当月同比



数据来源： ，

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/696134003041011005>