



内需提振预期强化，关注政策改善可期

食品饮料行业2025年中期投资策略

姓名 张宇光（分析师）

证书编号：S0790520030003

邮箱：zhangyuguang@kysec.cn

姓名 张思敏（联系人）

证书编号：S0790123070080

邮箱：zhangsimin@kysec.cn

2025年5月7日

1.市场表现：食品饮料年初至今跑赢大盘，板块市值下滑主因估值收缩

食品饮料跑赢大盘，零食板块表现较好。2025年1-4月食品饮料板块上涨0.5%，跑赢沪深300约2.9pct，在一级子行业中排名居中（第十五）。分子行业看，零食板块涨幅较好（+31.6%），软饮料（+11.7%）、熟食（+7.3%）表现相对靠前。调味发酵品（-5.9%）、预加工食品（-2.9%）、啤酒（-2.8%）走势较弱。零食板块表现较好，主要是万辰集团（+105.3%）、盐津铺子（+43.5%）、好想你（+36.6%）涨幅较多。整体来看在市场更多关注科技主题的背景下，食品饮料传统板块表现平稳。

2.总量判断：宏观经济向好，微观产业承压

宏观层面来看，2025Q1我国GDP增速为5.4%，环比2024Q4略有回升。观察2025Q1社会消费品零售总额同比+4.6%，增速环比2024Q4回升0.6pct，反映出消费需求有略回暖现象。宏观经济增速与社零数据基本匹配，也反映一季度消费环境有回升趋势。从微观层面来看产业表现，产量承压，收入与利润增速也逐渐回落，食品制造业数据与社零数据不匹配，原因可能在于食品制造业为出厂口径，备货节奏与春节时间错配有关。观察行业产量数据，与2024年相比，2025年1-3月除冷藏肉产量增速回升，其余子行业产量增速均有下行。整体来看行业产量仍承受压力。

3.投资机会展望：预期转向，白酒配置为主，大众品三条主线布局

当前市场核心变化在于对未来宏观经济预期发生改变。4月份中共中央政治局会议召开，会议指出，要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。本次会议延续的此前基调，我们对于消费政策释放的预期更加坚定，对消费板块后续呈乐观态度。白酒已处于基本面底部区间，可以逢低加大配置，具体标的以基本面良好，市占率仍可提升的名优酒企为主，推荐贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒等，受益标的今世缘等。众品可以选择交易策略三条主线：一是把握渠道改革与新品类红利，子行业龙头、品牌企业可能受益，推荐甘源食品，受益标的盐津铺子等。二是我们预判年内餐饮可能会有小幅度复苏，婚宴的修复以及类似消费券等外部刺激可能会为餐饮带来增量，餐饮相关产业链如啤酒、调味品、速冻食品等行业可适当予以关注。三是仍然延续成本红利逻辑，可以寻找年内成本仍处下行区间，利润预期显著改善的品种，如糖蜜价格持续下行推动安琪酵母利润持续释放、燕麦价格走低带来西麦食品利润率提升等。

4.风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏进度低于预期风险、原料价格波动风险。

目录

CONTENTS

- 1 市场表现：食品饮料跑赢市场，零食板块表现较好
- 2 基金持仓：一季度食品饮料配置比例持续下降，基金持仓集中
- 3 总量判断：宏观趋势向好，微观产业仍有压力
- 4 投资机会：白酒底部思维布局，大众品三条思路选股
- 5 风险提示

1.1 2025年1-4月食品饮料板块跑赢市场

食品饮料跑赢大盘，软饮料板块表现较好。2025年1-4月食品饮料板块上涨0.5%，跑赢沪深300约2.9pct，一级子行业中排名居中（第十五）。分子行业看，零食板块涨幅较好（+31.6%），软饮料（+11.7%）、熟食（+7.3%）表现相对靠前。调味发酵品（-5.9%）、预加工食品（-2.9%）、啤酒（-2.8%）走势较弱。零食板块表现较好，主要是万辰集团（+105.3%）、盐津铺子（+43.5%）、好想你（+36.6%）涨幅较多。整体来看在市场更多关注科技主题的背景下，食品饮料传统板块表现平稳。

图1：2025年1-4月食品饮料涨跌幅市场排名15/31

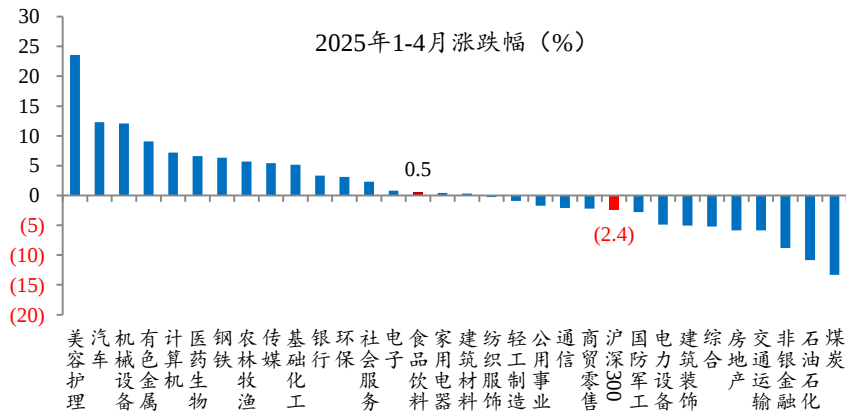
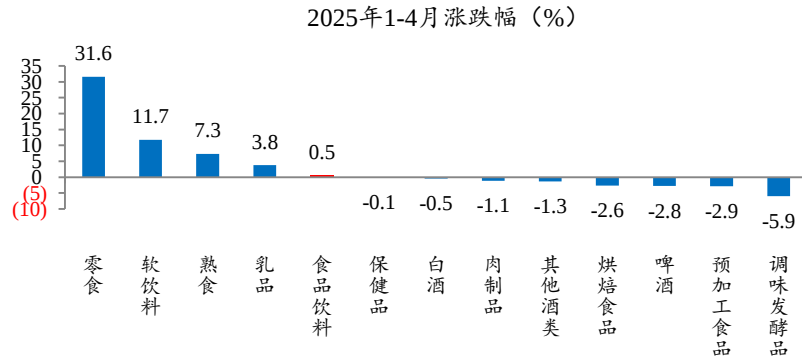


图2：2025年1-4月零食在食品饮料子行业中领涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

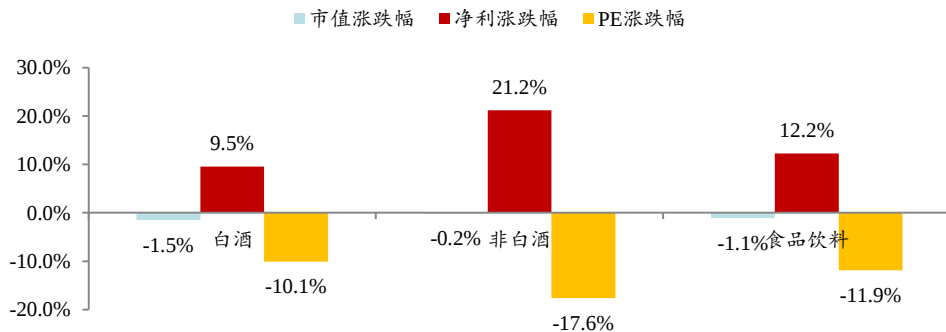
备注：板块涨跌幅为总市值加权平均，股价涨跌幅截至2025年4月30日

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：板块涨跌幅为总市值加权平均，股价涨跌幅截至2025年4月30日

2025年1-4月食品饮料板块市值下降，主要来自于估值下降。我们从市值分解角度观察，食品饮料2025年1-4月PE较2024年底回落11.9%，预计2025年净利增长12.2%，两者共同作用，年初至今板块市值下降1.1%。其中：白酒估值同比下降10.1%，预计2025年净利增长9.5%，白酒板块市值下降1.5%；非白酒估值下降17.6%，预计2025年净利增长21.2%，板块市值回落0.2%。整体来看2025年初以来食品饮料板块市值下降，估值下降是主要原因。

图3：2025年1-4月食品饮料板块市值略有下降，主要来自于估值下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2025年4月30日，盈利预测来源自Wind一致预测

1.1 2025年1-4月食品饮料板块跑赢市场

食品饮料板块估值在31个行业处于中等水平，环比略有回升。当前食品饮料估值（TTM）约21.6倍，与其他子行业相比处于中等位置，近期估值环比变化不大，但当前估值水平仍低于2019年初水平。

图4：2025年4月末食品饮料估值处于行业中等水平

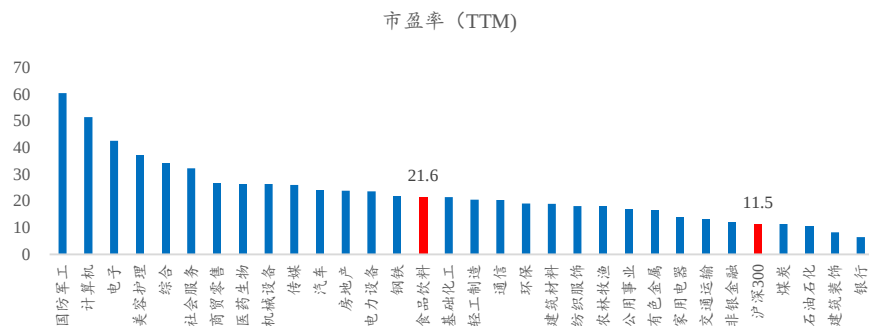
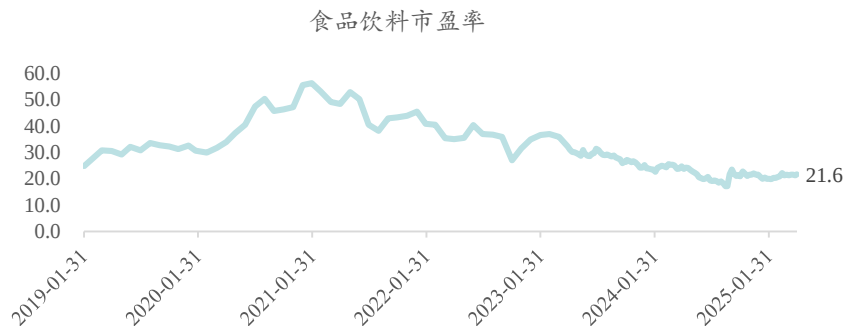


图5：2025年4月末食品饮料估值环比有所回升



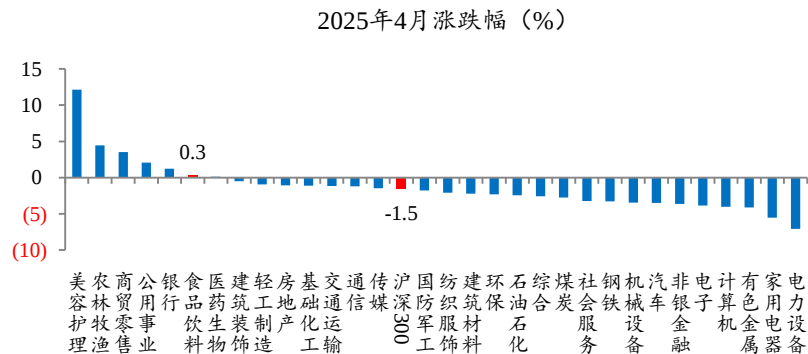
数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2025年4月30日

数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2025年4月30日

1.1 2025年4月食品饮料板块跑赢市场

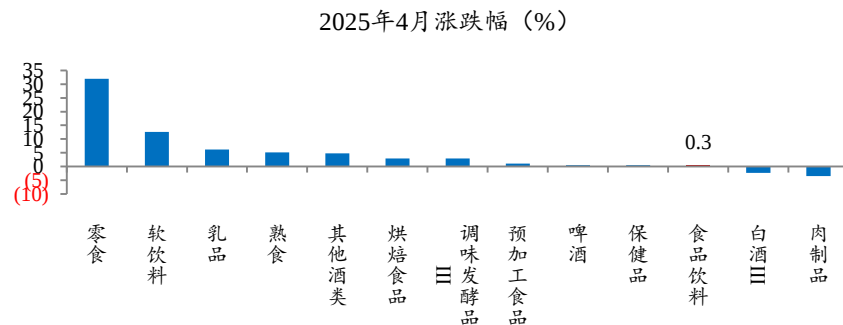
2025年4月食品饮料股价涨幅跑赢市场。2025年4月食品饮料板块上涨0.3%，跑赢沪深300约1.8pct，在一级子行业中排名靠前。分子行业看，零食（+32.0%）、软饮料（+12.6%）、乳品（+6.1%）增速较快。

图6：2025年4月食品饮料涨跌幅市场排名6/31



数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2025年4月30日

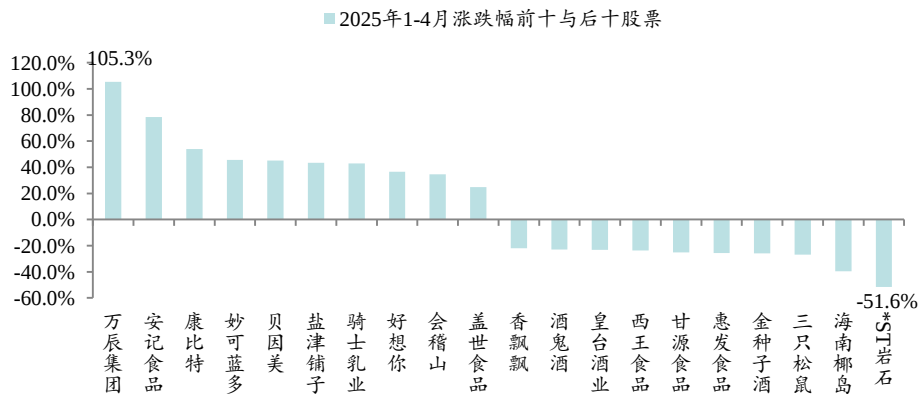
图7：2025年4月零食在食品饮料子行业中涨幅最好



数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2025年4月30日

行业景气度高、成长性和业绩较好的公司股价表现居前。2025年食品饮料板块整体走势相对平稳，春节前基于同期消费高基数影响，市场普遍对板块预期较为悲观，但受益于大众需求刚性，食品饮料消费在低预期下实现平稳，带动春节后板块股价有所回升。进入3月后板块股价进入平稳阶段，未出现进一步恶化。4月以来受中美关税影响，内需提振预期加强，市场对于具有成长性、业绩增速快、基本面较好的股票更加关注。2025年1-4月板块涨幅前10股票中：万辰集团（+105.3%）、安记食品（+78.4%）、康比特（+54.1%）行业景气度较高、成长性和业绩增速较好；排名后十股票基本都是业绩预期较低，公司处于经营低谷阶段

图8：2025年1-4月行业景气度高、成长性和业绩较好的标的表现居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2025年4月30日

目录

CONTENTS

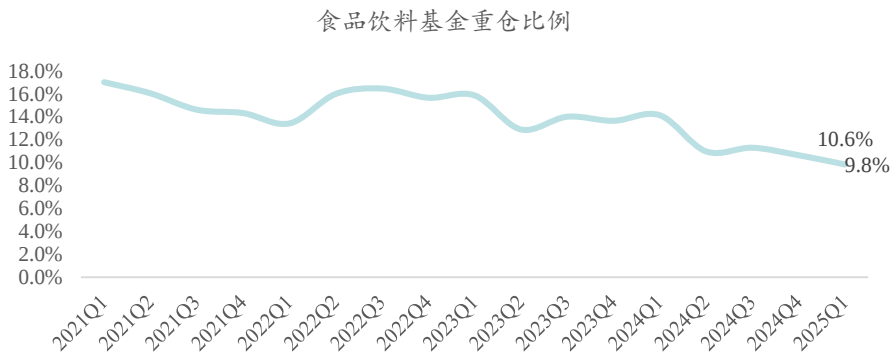
- 1 市场表现：食品饮料跑赢市场，零食板块表现较好
- 2 基金持仓：一季度食品饮料配置比例持续下降，基金持仓集中
- 3 总量判断：宏观趋势向好，微观产业仍有压力
- 4 投资机会：白酒底部思维布局，大众品三条思路选股
- 5 风险提示

1.3 2025Q1食品饮料配置比例持续下降，基金持仓更加集中

2025Q1全市场基金食品饮料配置比例持续回落。从基金重仓持股情况来看（Wind中全部市场基金，一级子行业），2025Q1食品饮料配置比例（重仓持股市值占重仓股票总市值比例）由2024Q4的10.6%回落至9.8%水平，环比回落0.8pct，处于2020年以来新低位置。

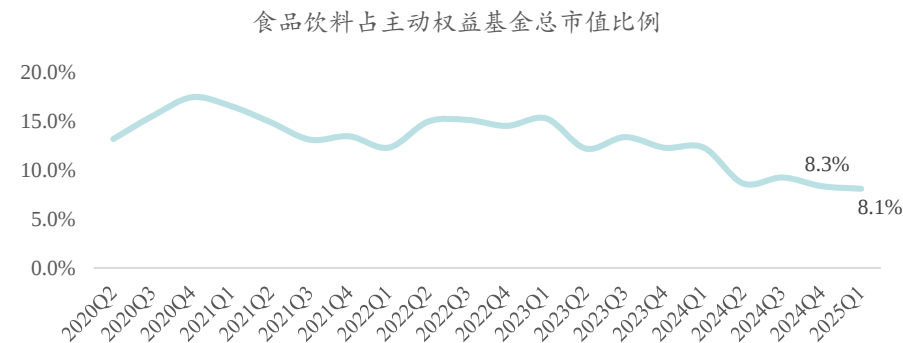
2025Q1主动权益基金减配食品饮料。我们选取主动权益基金（普通股票、偏股混合、灵活配置三类基金），从基金重仓持股情况来看，2025Q1食品饮料配置比例为8.1%，和2024Q4的8.3%相比，下降0.2pct，说明一季度主动权益基金仍减少食品饮料配置。一季度主动基金与被动基金均有减仓食品饮料的动作，年初整体市场对于食品饮料的基本面情绪仍偏悲观。春节后市场以科技为主线，食品饮料等传统消费板块仍有资金流出。3月份市场风格切换，板块基本面见底叠加资金避险需求，我们估算会有部分资金回流，但季度来看食品饮料板块配置比例仍是降低。

图9：2025Q1全市场基金重仓食品饮料比例环比回落至9.8%水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2025Q1主动权益基金重仓食品饮料比例环比回落至8.1%水平

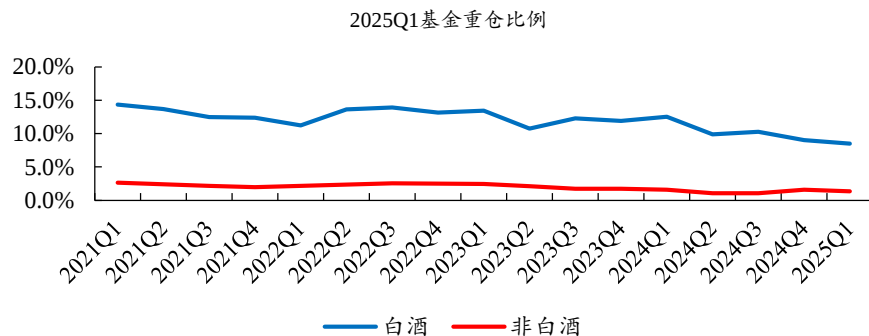


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 2025Q1食品饮料配置比例持续下降，基金持仓更加集中

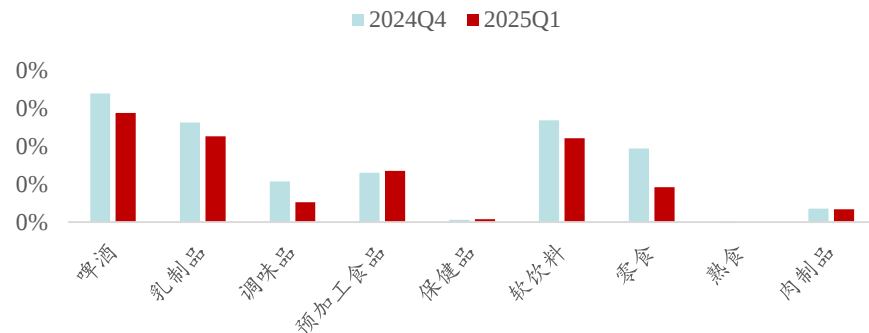
从子行业分解来看，基金重仓白酒比例由2024Q4的6.46%回升至2025Q1的6.57%水平，环比回升0.11pct，主要是基金集中增持了山西汾酒、泸州老窖、今世缘。2025Q1扣除贵州茅台后的白酒重仓比例为4.22%，较2024Q4回升0.15pct。如果观察全市场基金口径，基金重仓白酒比例由2024Q4的9.0%回落到2025Q1的8.5%。这反映出主动权益基金加配白酒，而被动基金在减仓白酒。整体来看一季度白酒持仓更加集中。2025Q1整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回落0.4pct至1.5%水平，多数子行业被基金不同程度增持。

图11：2025Q1全市场基金白酒与非白酒重仓比例



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2025Q1非白酒子行业重仓比例回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

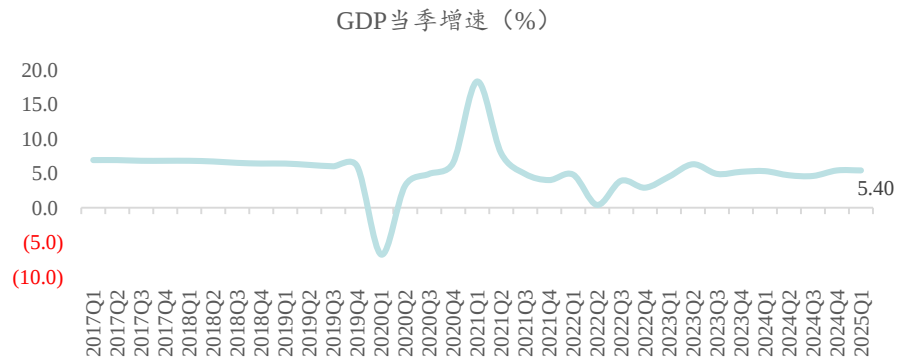
CONTENTS

- 1 市场表现：食品饮料跑赢市场，零食板块表现较好
- 2 基金持仓：一季度食品饮料配置比例持续下降，基金持仓集中
- 3 总量判断：宏观趋势向好，微观产业仍有压力
- 4 投资机会：白酒底部思维布局，大众品三条思路选股
- 5 风险提示

3.1 总量判断：一季度宏观经济与社零增速环比改善

从宏观层面来看，2025Q1我国GDP增速为5.4%，环比2024Q4略有回升，也在市场预期之内。观察2025Q1社会消费品零售总额同比+4.6%，增速环比2024Q4回升0.6pct，反映出消费需求有略回暖现象。宏观经济增速与社零数据基本匹配，也反映一季度消费环境有回升趋势。展望2025年全年，我们预判消费复苏仍在缓慢进行中，二季度淡季应是平稳过度，预计下半年消费可能有较大改善。

图13：2025Q1 GDP同比增5.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2025Q1社零同比增速+4.6%，环比回升

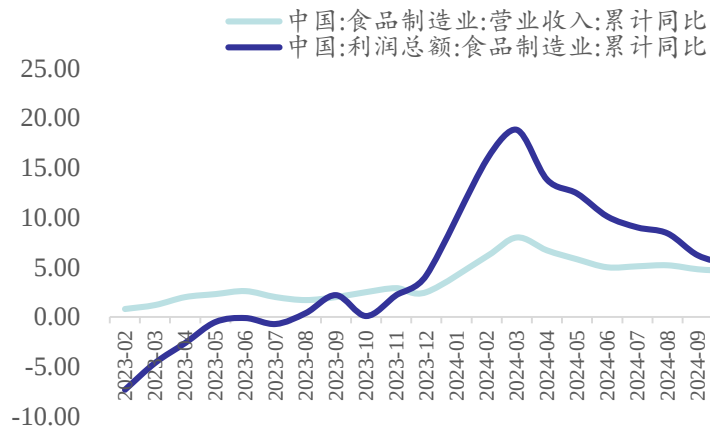


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 总量判断：一季度微观产业短期承压

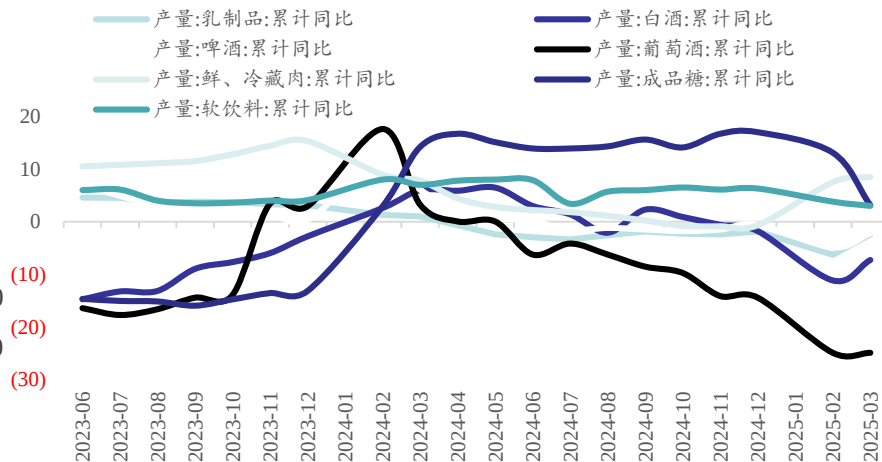
从微观层面来看产业表现，产量承压，收入与利润增速也逐渐回落：食品制造企业2025年1-3月营收增速0.5%，累计增速有下行趋势；利润总额同比下降0.1%，增速也呈回落趋势，食品制造业数据与社零数据不匹配，原因可能在于食品制造业为出厂口径，备货节奏与春节时间错配有关。观察行业产量数据，与2024年全年增速相比，2025年1-3月除冷藏肉产量增速回升，其余子行业产量增速均有下行。整体来看行业产量仍承受压力。

图15：2025年食品制造企业营收与利润增速呈回落趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2025年1-3月多数子行业产量增速较2024年仍有回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 2025年一季报总结：承压基调下的环比改善

上市公司一季报已经全部披露，整体来看2025Q1食品饮料板块营收同比增4.6%，增速较2024Q4（6.6%）略有回落；利润同比增长0.3%，增速较2024Q4（-13.0%）有较大改善。其中白酒一季度收入增速（1.7%）较2024Q4（1.2%）略有回升，春节期间白酒消费仍保持一定韧性。调味品、速冻食品等一季度业绩普遍仍有压力，一方面来自于同期的高基数效应，另一方面也体现出当前弱复苏的消费环境。此外一季报还体现了两个特性：一是业绩分化进一步拉大；另一方面大众消费表现出较强的韧性，东鹏饮料业绩表现突出、多数零食公司表现较好。由于2025年春节时间提前，节日错配可能导致多数企业备货时间发生在2024Q4，我们判断2025年多数行业应处于回暖过程，需求曲线可能缓慢上行，建议聚焦头部龙头公司进行布局。

表1：2025Q1食品饮料板块整体营收与利润增速均在低位

	营收增速						利润增速					
	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
食品饮料	3.2%	7.0%	0.0%	3.5%	6.6%	4.6%	24.4%	16.0%	10.7%	2.3%	-13.0%	0.3%
肉制品	-20.4%	-6.7%	-7.8%	0.4%	4.9%	1.9%	-129.5%	-21.4%	86.8%	23.4%	-304.1%	7.3%
预加工食品	11.5%	2.5%	-5.0%	-3.3%	-1.6%	-4.5%	-28.4%	4.0%	-0.4%	-30.0%	21.3%	-3.1%
保健品	11.3%	-5.2%	-4.1%	10.2%	21.5%	6.8%	-80.6%	-25.4%	-48.7%	-61.5%	236.9%	-19.9%
白酒	14.9%	14.7%	10.6%	0.8%	1.2%	1.7%	18.7%	15.7%	11.8%	2.1%	-3.4%	2.3%
啤酒	-3.4%	-0.8%	-1.6%	-3.3%	1.5%	3.7%	24.5%	16.3%	10.7%	-2.1%	13.7%	10.9%
其他酒类	14.0%	-2.4%	-2.9%	-7.8%	-12.4%	-4.3%	-144.1%	-30.0%	-3.2%	-45.0%	-6.0%	-1.6%
软饮料	7.5%	14.4%	14.4%	9.1%	12.9%	2.4%	-42.5%	26.9%	27.6%	18.2%	145.1%	-3.8%
乳品	-2.0%	-3.9%	-13.6%	-6.1%	-5.1%	0.2%	45.7%	54.8%	-43.6%	2.5%	-249.2%	-16.9%
零食	1.0%	27.9%	1.8%	100.8%	109.2%	81.3%	65.9%	22.0%	-11.6%	44.8%	14.0%	-14.9%
烘焙食品	10.4%	6.8%	-0.4%	-1.8%	1.9%	2.3%	-20.9%	11.5%	-7.3%	-8.4%	-36.9%	-24.7%
熟食	0.2%	-7.9%	-8.1%	-10.1%	-18.4%	-11.8%	84.7%	15.2%	6.0%	-5.0%	194.7%	-28.6%
调味发酵品	-3.7%	7.3%	4.7%	9.6%	12.7%	3.4%	264.0%	10.9%	239.1%	15.3%	-45.9%	7.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 2025年一季度报总结：承压基调下的环比改善

我们观测到一季度白酒企业中营收普遍低速增长已在市场预期范围内，部分次高端酒企营收、利润下滑。一方面在于2024Q4酒企均给渠道减负，弱化对于回款完成率的要求，通过减少市场投放量的方式来促使渠道秩序向良性发；另一方面一季度面临同期春节旺销的高基数效应。白酒的业绩分化也延续此前特点，高端白酒与地产酒龙头业绩相对平稳；次高端白酒（除山西汾酒外）有较大幅度下滑，仍在出清过程中。从春节期间白酒需求、节后批价变化等角度我们认为白酒已经处于底部区间，一是商务需求有边际回暖趋势；二是酒企目标务实，收缩供给增速以降低渠道压力；三是预判后续酒企业绩增速大概率逐季上行。库存去化以及价盘修复是后续观察重要指标。随着促经济政策落地，中长期来看宏观经济环境将呈现改善趋势，居民收入和消费意愿有望跟随改善，白酒消费预计渐进式回暖。

大众品一季度仍现分化，其中零食板块普遍业绩突出，主要是万辰集团营收增长较快（124%）。此外一季度具备单品逻辑的企业表现较好，如盐津铺子抓住魔芋品类的红利期，叠加全渠道拓展，2025Q1实现收入20%+高增长。有友食品的脱骨鸭掌贡献一季度主要收入增量，山姆会员店的素食品类也已推出，预计全年有望持续高增。西麦食品的复合燕麦持续领跑，积极拥抱新零售渠道，一季度收入与利润均有较快增长。乳制品、调味品、啤酒等行业低速增长，还是受到餐饮恢复较慢、需求弱复苏的影响。

目录

CONTENTS

- 1 市场表现：食品饮料跑赢市场，零食板块表现较好
- 2 基金持仓：一季度食品饮料配置比例持续下降，基金持仓集中
- 3 总量判断：宏观趋势向好，微观产业仍有压力
- 4 投资机会：白酒底部思维布局，大众品三条思路选股
- 5 风险提示

4.1 投资机会展望：预期强化，改善可期

预期发生改变。近期中共中央政治局会议召开，会议指出，要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。本次会议延续的此前基调，我们对于消费政策释放的预期更加坚定，对消费板块后续呈乐观态度。食品饮料行业格局以及商业模式未变，近几年估值持续回调，更多是出于对宏观经济的谨慎考虑，进而对行业需求产生悲观情绪。随着当前政策改善预期扭转，市场悲观情绪得到缓解。食品饮料作为经济顺周期的重要行业之一，在经济向好预期强化时，更容易获得市场青睐。

2025年初至今，食品饮料近期超额收益明显，原因与外部环境、市场风格变化有关。（1）近期关税战预期升温，全球贸易冲突加剧，市场风险偏好回落，内需提振预期加强。食品饮料做为强内需板块，自然受到更多资金关注；（2）年报季报披露期间，市场可有跟随业绩波动，食品饮料做为典型的业绩稳健扎实的代表行业，承担了部分资金避险需求；板块底层逻辑是基本面确认底部区间，后续复苏预期逐渐升温。基本面底部依据：（1）目前大众需求比较平稳，商务需求虽未有明显改善，但部分市场商务活跃度已有边际提升；（2）部分企业主动收缩供给，力求实现供需平衡，减少渠道压力，释放渠道风险。（3）政策刺激力度加强，提振相关消费领域需求。如家电国补、上海北京等地消费券发放、呼和浩特大力补贴生育等，均会对消费需求形成较强刺激。近期外部形势变化较多，强化了国家提振内需市场的信心，预计后续应会陆续出台更多刺激消费政策，消费复苏预期逐渐升温。叠加板块估值已经回落至低点，基金持仓食品饮料比例一直维持在较低位置，筹码结构相对较好，此时已无悲观必要。

4.2 投资机会展望：白酒配置为主，大众品三条选股思路

往2025年全年展望，食品饮料行业主线仍是消费复苏。而复苏的节奏及力度，与宏观经济较为相关。按照复苏路径推演，2025年我们更多期望经济活跃度提升带来商务消费提振，以及消费力提升带来消费升级表现。

产业层面白酒企业已进入深度调整期，行业需求下行的结果已由终端经渠道传导至厂家，体现为酒企公司报表业绩增速放缓。多数企业尊重市场客观规律，调节供应量以适应当前行业状态，2024H2行业典型特征是酒企以业绩来换取渠道秩序的良好发展。2025年春节白酒动销分化更加明显，一方面以茅台为代表的高端白酒与以今世缘、古井贡酒为代表的大众白酒表现较好；另一方面渠道已经深度调整的酒企动销层面已有边际向好趋势。考虑到2025H2后酒企将面临低基数环境，婚宴市场的修复、商务需求的边际转暖，以及叠加可能出现的刺激消费政策的加持，预计年内白酒市场环境可能稳中有升。当前白酒市场预期普遍偏低，我们建议可以逢低加大配置。下半年白酒可能出现内生催化因素：如果我们可以观察到白酒批价止跌甚至回升；或者在近几年白酒下行周期中，率先调整的企业报表增速由负转正，表明这些企业已经甩掉历史包袱，后续可以跟随经济的回暖而实现业绩的同步上行，则白酒股价有可能持续上行。具体标的以基本面良好，市占率仍可提升的名优酒企为主，推荐贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒等，受益标的今世缘等。

优选大众品可以选择交易策略三条主线：

一是把握渠道改革与新品红利。商超渠道调改是重要契机，改革其中一项是更加注意商超选品。零售业态自身以渠道力去主动匹配品牌供应商，要求供应商具备较强的品牌力、产品力以及创新能力。而产品差异化、品类丰富度可能成为更重要的考量条件，子行业龙头、品牌企业可能受益，推荐甘源食品，受益标的盐津铺子等。

二是我们预判年内餐饮可能会有小幅度复苏，婚宴的修复以及类似消费券等外部刺激可能会为餐饮带来增量，餐饮相关产业链如啤酒、调味品、速冻食品等行业可适当予以关注。

三是仍然延续成本红利逻辑，可以寻找年内成本仍处下行区间，利润预期显著改善的品种，如糖蜜价格持续下行推动安琪酵母利润持续释放、燕麦价格走低带来西麦食品利润率提升等。

4.3 重点公司盈利预测及估值

表2：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价（元）	EPS（元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
贵州茅台	买入	1550.2	76.10	84.27	91.07	20.4	18.4	17.0
五粮液	买入	129.5	8.46	8.99	9.62	15.3	14.4	13.5
泸州老窖	买入	125.5	9.47	9.84	10.35	13.2	12.8	12.1
山西汾酒	买入	204.3	11.03	12.03	13.04	18.5	17.0	15.7
口子窖	增持	36.3	2.78	2.89	3.01	13.1	12.6	12.1
古井贡酒	增持	164.5	11.14	12.49	13.97	14.8	13.2	11.8
金徽酒	增持	19.5	0.86	0.98	1.15	22.6	19.9	16.9
伊利股份	买入	29.7	1.70	1.83	1.95	17.5	16.2	15.2
新乳业	增持	16.7	0.78	0.92	1.04	21.4	18.2	16.1
双汇发展	增持	24.8	1.51	1.59	1.68	16.4	15.6	14.8
中炬高新	增持	19.3	1.18	1.26	1.43	16.3	15.3	13.5
涪陵榨菜	增持	13.2	0.77	0.83	0.90	17.1	15.8	14.6
海天味业	买入	41.8	1.28	1.44	1.60	32.6	29.0	26.1
西麦食品	增持	19.1	0.81	1.00	1.18	23.6	19.1	16.2
嘉必优	买入	25.3	0.96	1.13	1.32	26.4	22.4	19.2
绝味食品	增持	16.1	1.04	1.11	1.19	15.5	14.5	13.6
煌上煌	增持	10.3	0.14	0.19	0.22	73.2	53.9	46.6
广州酒家	增持	15.5	1.00	1.12	1.22	15.6	13.9	12.7
甘源食品	买入	66.2	4.80	5.78	7.28	13.8	11.5	9.1
劲仔食品	增持	12.8	0.75	0.92	1.17	17.1	13.9	10.9
天味食品	增持	11.3	0.65	0.73	0.82	17.4	15.5	13.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2025年5月6日，表中公司盈利预测均来自开源证券研究所）

目录

CONTENTS

- 1 市场表现：食品饮料跑赢市场，零食板块表现较好
- 2 基金持仓：一季度食品饮料配置比例持续下降，基金持仓集中
- 3 总量判断：宏观趋势向好，微观产业仍有压力
- 4 投资机会：白酒底部思维布局，大众品三条思路选股
- 5 风险提示

- （1）**宏观经济波动：**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，将影响白酒、大众品消费需求。
- （2）**消费复苏进度低于预期风险：**消费复苏进度影响终端需求，若复苏进度低于预期、市场需求偏弱，公司终端动销将会承压，进而影响业绩。
- （3）**原材料价格波动风险：**部分子行业中原材料占成本的比例较高，若原材料价格波动较大，将影响企业生产成本，从而影响公司盈利能力。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注： 评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券