

食品饮料行业深度报告

食品饮料 2025 年投资策略：梯次探底迎共振，蛇年见龙在田

增持（维持）

2024 年 12 月 20 日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 周韵

执业证书：S0600524080009

zhouyun@dwzq.com.cn

证券分析师 李茵琦

执业证书：S0600524110002

liyinqi@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书：S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

投资要点

■ **周期共振，多头思维看 2025 食品饮料板块。**2024 年 8-10 月份兑现了超跌反弹，低位多头思维仍能见效，2024 年 10-12 月交易政策强预期，市场十分活跃，我们认为 2025 仍应保持多头思维，基于：1) 白酒基本面见底可期，其区间大概率在 2024Q4-2025Q2，2025Q2 预计能观测到更多积极表现（建议紧密跟踪春节回款动销和节后淡季动销质量），2) 零食和景气饮料领先的基本面有望延续，3) 食饮各子板块梯次探底，部分走向复苏。在大力提振内需总要求下，**产业周期和宏观周期“双周期共振”**。

■ **白酒：筑底重塑，攻守兼顾，2025 预计前低后高。**2024 年 Q3 白酒消费加速探底，其中居民消费活跃度自 24Q2 下台阶，商务消费和企业礼赠需求于 24Q3 中秋国庆进一步走弱。展望 2025，预计需求有望于春节实现底部企稳（通常春节需求较中秋国庆更为刚性），25Q2 或存正向承托（2025 年婚宴预订在低基数基础上已实现同比修复）。分价位看：1) **高端酒**：在更加积极有为的宏观政策施行下，预计政商务及居民消费有望温和修复，报表增速相对平稳。2) **次高端酒**：需求偏后周期，可更多关注差异化、全国化的 alpha 标的。3) **中高端酒**：100~300 元中高端价位韧性仍存，预计仍是酒企稳定收入端增速的重要抓手。在行业复苏左侧，产品组合能上能下、多价位均衡互补的公司能够更好应对经济环境变化，库存及价盘表现也更为良性。

■ **大众品：梯次探底，复苏先行。**复调、基调、餐供、啤酒/白酒、乳品等基本面预判梯次触底，其中复调先行出清复苏，基调中龙头海天味业率先走出，重回稳健，而量贩零食和能量饮料更为持续景气。1) **零食**：量贩高景气，行业渠道和品类均有亮点，上市公司均有较快增长，渠道型零食企业成长更快，量贩业态仍在扩展和迭代。成本红利叠加规模增长，大部分公司盈利能力提升；2) **调味品**：2024 年复调景气度好于基调，龙头表现亮眼，成本红利推动板块盈利能力改善，未来随着餐饮需求弱复苏+成本红利延续，板块基本面有望反弹；3) **软饮料**：消费整体疲弱情况下，公司显著分化，传统饮料企业营收增长乏力，24 年下半年企业受益于成本红利毛利率同比提升，但费用率拖累多数企业利润率表现仍相对偏弱，能量饮料赛道龙头东鹏表现持续超预期，2025 预计延续。4) **乳制品**：供大于求矛盾突出，未来随着上游供给回落+下游需求提振，25 年行业供需有望改善；5) **餐饮供应链**：下游餐饮需求疲软情形预判 2025 恢复乐观。

■ **投资建议**：白酒“节奏优于个股”，大众品个股突出，四维度边际变化选股。**白酒**：推荐产品组合均衡发力、业绩增长能见度高、库存风险较早出清的**山西汾酒、迎驾贡酒**，以及收入规模及估值修复空间较大的**泸州老窖**，关注珍酒李渡、舍得酒业。核心稳健品种：**茅台，五粮液，古井贡酒**。**大众品**：**头部品种重点持续推荐东鹏饮料，安井食品，伊利股份**。在提振内需大背景下，推荐餐供及调味品顺周期板块重点个股**立食品、立高食品、天味食品、颐海国际、千味央厨**。零食仍是 2025 成长领先的板块，弹性重点推荐**三只松鼠，万辰集团**，稳健推荐**盐津铺子**，关注**西麦食品、有友食品**。饮料推荐强回购品种**承德露露**，以及第二曲线具有想象空间的**百润股份**；乳业推荐**蒙牛乳业**，弹性推荐**妙可蓝多**。

■ **风险提示**：消费修复不及预期风险、行业竞争加剧风险、成本红利衰减及食品安全风险。

行业走势



相关研究

《分红与回购，更上层楼》

2024-11-13

《白酒 2024Q3 总结：控量去库，筑底加速》

2024-11-04

内容目录

1. 食品饮料：多头思维看 2025	5
1.1. 产业周期和宏观周期共振可期.....	5
1.2. 探底较为充分，向上机会更大.....	5
1.3. 分红强化长期投资价值.....	5
2. 白酒：筑底重塑，攻守兼顾	7
2.1. 24H2 行业加速探底，25H1 预判探底尾声并企稳修复.....	7
2.2. 酒企库存、价盘分化加剧，风险释放进程不一.....	8
2.2.1. 高端酒：需求弹性有待修复，25 年目标同趋理性.....	9
2.2.2. 次高端及区域酒：产品禀赋差异显现，边际关注去库进展.....	10
2.3. 估值低点已过.....	10
2.4. 盈利预测与投资建议：优选攻守兼备、库存良性的 alpha 标的.....	11
3. 大众品：梯次探底，云开见月	13
3.1. 两个贝塔支撑，复苏在途.....	13
3.2. 量贩零食领先，复调，乳制品等已迎拐点.....	14
3.2.1. 乳业：初步企稳，2025 供需将更为改善.....	15
3.2.2. 调味品：复调领先，基调龙头海天率先走出.....	18
3.2.3. 软饮料：分化突出，能量饮料无糖茶等高景气.....	21
3.2.4. 餐饮供应链：下游改善有望，顺周期下估值有望先行.....	28
3.2.5. 高弹性赛道：重视百润股份威士忌品类本土化突围.....	32
4. 投资建议	33
5. 风险提示	34

图表目录

图 1: 季度营收增速走势, 大众品 Q3 具有企稳特征 (%)	5
图 2: 季度净利润增速走势 (%)	5
图 3: 白酒行业规模以上企业营收及增长	6
图 4: 白酒行业分红大幅领先市场 (单位: %)	6
图 5: 烟酒零售额月度同比 24Q2 以来连续走低	7
图 6: 中国消费者信心指数自 24Q2 再下台阶	7
图 7: 24Q3 酒企表观回款增速<收现增速<收入增速	8
图 8: 白酒上市公司收入累计同比变化	8
图 9: 高端酒库存变化	8
图 10: 次高端及区域酒企库存变化	8
图 11: 高端普飞整箱批价变化	9
图 12: 次高端批价变化 (单位: 元/瓶)	9
图 13: 白酒指数 vs 茅台批价同比: 拐点基本同步	9
图 14: 茅五泸销售量价拆分	9
图 15: 2023 年部分酒企产品结构对比	10
图 16: 2024 年白酒分价位营收增速测算	10
图 17: 食品饮料&白酒估值低点已过 (左轴 pe 倍数, 右轴为相对上证 A 股估值倍数)	11
图 18: 大众品季度营收增速表现 (%)	13
图 19: 大众品季度归母净利润增速表现 (%)	13
图 20: 四维度选股示意	13
图 21: 2018M1-2024M10 我国奶牛存栏量 (万头)	15
图 22: 2022.03-2024.10 我国生鲜乳/乳制品产量同比	16
图 23: 2017-25E 国内存栏 100+头规模化养殖比重	16
图 24: 2018M1-2024M10 我国奶牛存栏量 (万头)	16
图 25: 2023Q1-2024Q3 主要乳企单季毛销差同比 (pct)	16
图 26: 2022Q1-2024Q3 主要乳企单季销售净利率同比 (pct)	16
图 27: 2022Q1-2024Q3 主要基础调味品单季收入同比增速	18
图 28: 2022Q1-2024Q3 复合调味品单季收入同比增速	18
图 29: 2023.06-2024.06 主要调味品线下商超销售额同比	18
图 30: 现存各年成立的火锅底料企业数	18
图 31: 22Q1-24Q3 主要调味品单季销售净利率同比 (pct)	19
图 32: 2022Q1-2024Q3 调味品主要原材料价格同比	19
图 33: 2022.02-2024.10 我国餐饮社零当月同比	20
图 34: 年初至今行业子板块涨跌幅	21
图 35: 2024 年主要节假日客流情况 (相较 2019 年)	21
图 36: 软饮料行业复盘	21
图 37: 软饮料当月产量及 yoy	22
图 38: 饮料企业单季收入同比增速	22
图 39: 饮料企业单季毛销差	22
图 40: 饮料企业单季归母净利率	22
图 41: 2020 年之后零食量贩业态进入快速发展期	25
图 42: 量贩零食赛道头部 TOP2 开店情况 (单位: 家)	25

图 43:	2023-2024M11 抖音零食/坚果/特产月销售额 yoy.....	25
图 44:	主要零食企业 2023-2024M11 抖音销售额 yoy.....	25
图 45:	盐津、有友、劲仔均有亮眼新品推出.....	25
图 46:	2022Q1-2024Q3 主要休闲食品企业单季度收入同比增速 (单位: %)	26
图 47:	2022Q1-2024Q3 零食指数及主要企业单季归母净利率 (单位: %)	27
图 48:	2022Q1-2024Q3 零食指数及主要企业单季毛销差 (单位: %)	27
图 49:	2022Q1-2024Q3 零食指数及主要企业单季毛利率 (单位: %)	27
图 50:	2022Q1-2024Q3 零食指数及主要企业单季销售费用率 (单位: %)	27
图 51:	中国社零餐饮收入及限额以上企业餐饮收入同比增速 (单位: %)	29
图 52:	2021-2024H1SW 餐饮 (港股) 板块营收及增速.....	29
图 53:	2022Q1-2024Q3 主要速冻企业单季度收入同比增速 (单位: %)	30
图 54:	2022Q1-2024Q3 主要速冻企业单季归母净利率 (单位: %)	30
图 55:	2022Q1-2024Q3 主要速冻企业单季毛销差 (单位: %)	30
图 56:	2022Q1-2024Q3 主要速冻企业单季毛利率 (单位: %)	31
图 57:	2022Q1-2024Q3 主要速冻企业单季销售费用率 (单位: %)	31
图 58:	中国威士忌进口金额及同比增速.....	32
图 59:	中国威士忌零售规模及同比增速.....	32
表 1:	主要酒企盈利预测及估值.....	11
表 2:	“四维度” (边际) 选股示例.....	14
表 3:	主要乳企 2024-2026 年盈利预测.....	17
表 4:	主要乳企盈利预测及估值.....	18
表 5:	主要调味品企业 2024-2026 年盈利预测.....	20
表 6:	主要调味品企业盈利预测及估值.....	20
表 7:	东鹏饮料盈利预测拆分 (百万元).....	23
表 8:	主要饮料企业 2024-2026 年盈利预测.....	24
表 9:	主要饮料企业盈利预测及估值.....	24
表 10:	主要休闲食品/零食企业 2024-2026 年盈利预测.....	27
表 11:	主要休闲食品/零食企业盈利预测及估值.....	28
表 12:	部分餐饮企业客单价 (单位: 元) 变化.....	29
表 13:	千味、安井、三全小 B 端收入同比增速.....	30
表 14:	主要速冻企业 2024-2026 年盈利预测.....	31
表 15:	主要速冻企业盈利预测及估值.....	31
表 16:	百润公司威士忌业务规划.....	33
表 17:	百润股份收入拆分及预测 (百万元).....	33

1. 食品饮料：多头思维看 2025

1.1. 产业周期和宏观周期共振可期

双期共振，多头思维看 2025 食品饮料板块。2024 年 8-10 月期间兑现了超跌反弹，可见在低位多头思维仍能见效，2024 年 10-12 月交易政策强预期，市场十分活跃，我们认为 2025 仍应保持多头思维，基于：

1) 白酒基本面见底可期，其区间大概率在 2024Q4~2025Q2，2024Q2 开始白酒行业优质/头部企业开始降速，Q3 包括五粮液，泸州老窖，山西汾酒，迎驾贡酒等企业继续降速，“降速减压，稳健增长，提升回报”成为行业共识，随着渠道&报表出清，2025Q2 预计能观测到更多积极表现（建议紧密跟踪春节回款动销和节后淡季动销质量）。

2) 零食和景气饮料领先的基本面有望延续，超预期可能性仍大。

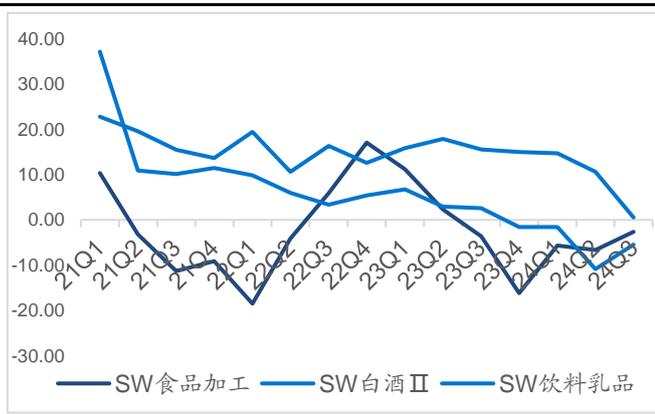
3) 食饮各子板块梯次探底见底，部分已经走向复苏。

在大力提振内需的总要求下，产业周期和宏观周期有望实现“双周期共振”。

1.2. 探底较为充分，向上机会更大

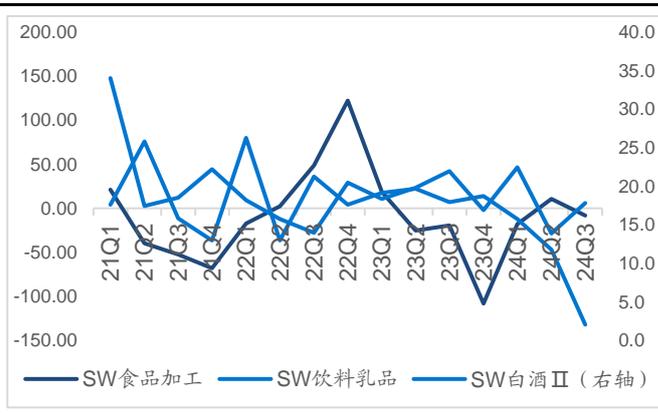
我们认为大众品在 20Q3-21Q2 典型的 K 型复苏后基本面整体呈持续下行态势，尤其食品加工和饮料乳品行业，但 24Q1 初步企稳，24Q3 部分得到确认，因此我们认为大众品呈现梯次探底，部分已经确认复苏在途。白酒加速探底形态正在确立，展望 2025，在探底充分前提下，向上机会更大，在大力提振消费成为稳经济的主线确认前提下，我们认为稳定持仓与积极布局并举仍具有强合理性。

图1：季度营收增速走势,大众品 Q3 具有企稳特征(%)



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：季度净利润增速走势(%)

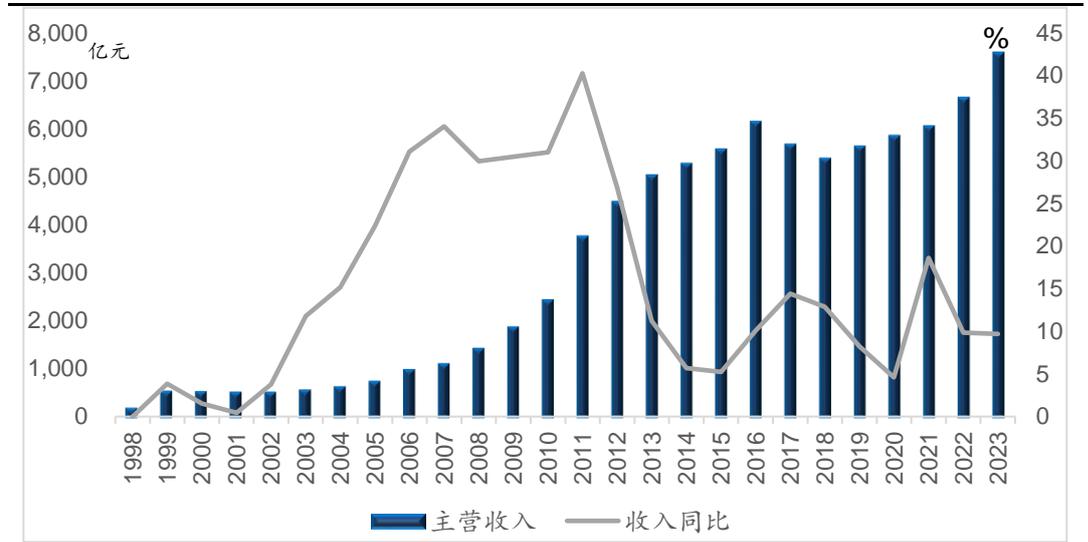


数据来源：wind、东吴证券研究所

1.3. 分红强化长期投资价值

随着中国人口结构趋向老龄化以及中国经济整体换挡和转型长期趋势下，白酒行业规模成长同样进入中低速区间，生命周期进入成熟期，投资定位从成长型向价值型转变。

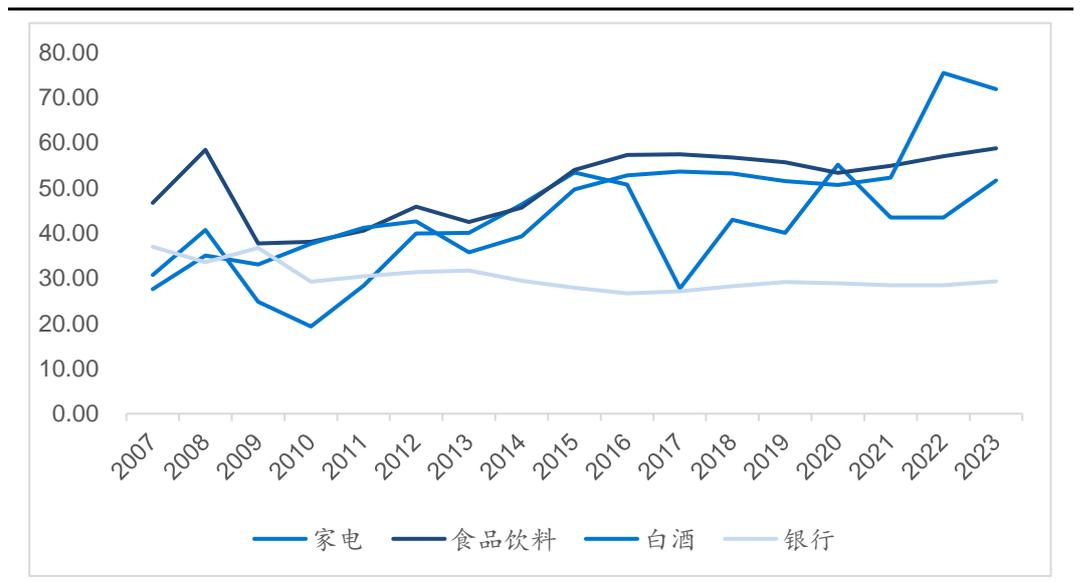
图3: 白酒行业规模以上企业营收及增长



数据来源: wind, 中国酒业协会, 统计局, 东吴证券研究所

食品饮料和白酒现金分红率高于部分“高股息板块”如银行、家电。因估值 (PE) 较高，短期食品饮料和白酒整体股息率优势不明显，但优质现金流和持续增长力值得信任。未来行业资本开支向下，分红率继续向上 (贵州茅台，洋河股份，五粮液先后公告 2024-2026 分红计划，现金分红率均高于 70%，行业示范作用明显)，强化白酒板块优质标的的长期投资价值，2025 可视为元年 (24 年度分红于 2025 上半年明晰)。

图4: 白酒行业分红大幅领先市场 (单位: %)



数据来源: wind, 东吴证券研究所; 白酒分红率 2023-24 含贵州茅台特别分红

2. 白酒：筑底重塑，攻守兼顾

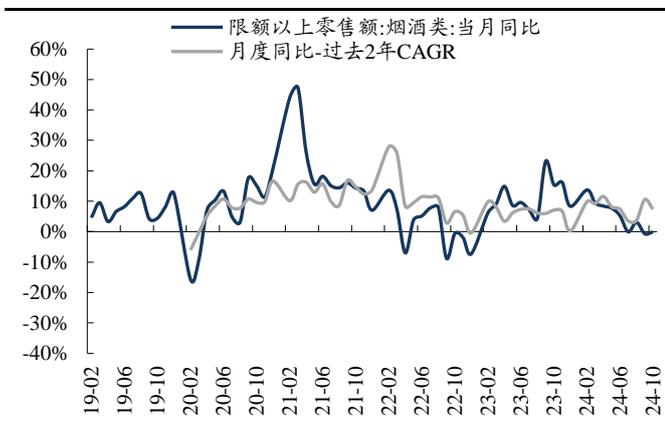
2.1. 24H2 行业加速探底，25H1 预判探底尾声并企稳修复

2024 年白酒消费加速探底，其中居民消费活跃度自 24Q2 下台阶，商务消费和企业礼赠需求于 24Q3 中秋国庆进一步走弱。1) 居民端：社零、餐饮同比增速自 24Q2 连续回落，受收入预期及资产价格回落影响，居民消费信心有所受损；白酒渠道调研亦反馈 24Q2 以来居民宴席及聚餐表现相对偏弱。2) 企业端：伴随工业企业利润同比增速回落，企业送礼预算压缩，24Q3 中秋国庆白酒渠道普遍反馈动销同比下滑双位数以上，企业礼赠采购显著回落，商务招待需求持续低迷。

展望 2025 年周期变化，预计白酒需求有望于 2025 年春节实现底部企稳，25Q2 或存正向承托。①考虑春节送礼较中秋更为刚需，且居民返乡聚饮场景更趋集中，预计 2025 年春节白酒动销同比不至于比 2024 年中秋更差。②考虑 2025 年婚宴预订在低基数基础上已实现同比修复，伴随婚喜宴通常自 5~6 月步入旺季，预计 25Q2 白酒需求同比存在向上支撑。

值得一提的是，2025 春节在 2024H2 强探底基础上进一步出清，则周期向上更为强劲，但如果企业抓住春节旺季发货积极，则更注重节后淡季动销验证，边际变化积极亦不影响整体判断。

图5：烟酒零售额月度同比 24Q2 以来连续走低



数据来源：wind、东吴证券研究所

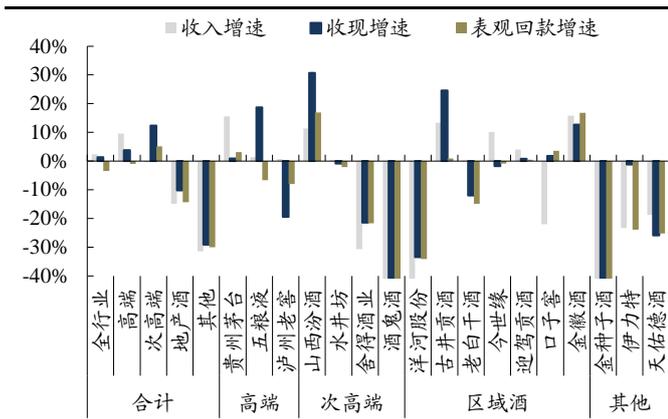
图6：中国消费者信心指数自 24Q2 再下台阶



数据来源：wind、东吴证券研究所

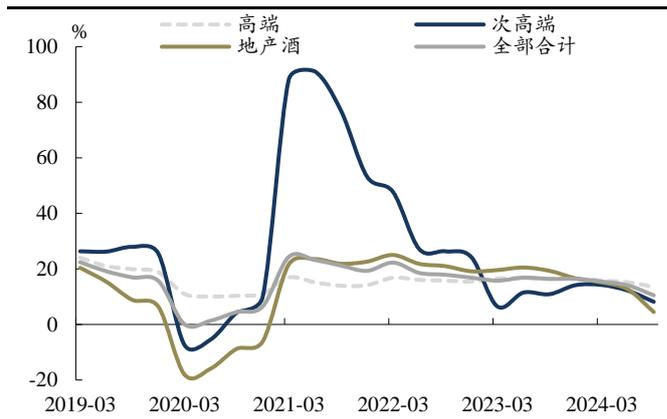
24Q3 以来上市酒企亦纷纷主动降速，预计 2025 年仍将优先推进控货稳价、渠道整固工作。24Q3 上市酒企收入增速进一步放缓，并且表观回款增速<收现增速<收入增速，显示需求羸弱背景下，多数渠道回款意愿愈发谨慎。白酒企业亦作务实调整，普遍淡化回款要求，优先推进去库稳价工作。对于 2025 年经营展望，多数酒企目前对增长目标持审慎态度，均强调以保障市场份额及库存/价盘为首要考量。我们据此预计，24Q4~25Q2 期间，多数酒企报表将降速筑底，个股收入增速延续分化态势。

图7: 24Q3 酒企表观回款增速<收现增速<收入增速



数据来源: wind、东吴证券研究所

图8: 白酒上市公司收入累计同比变化



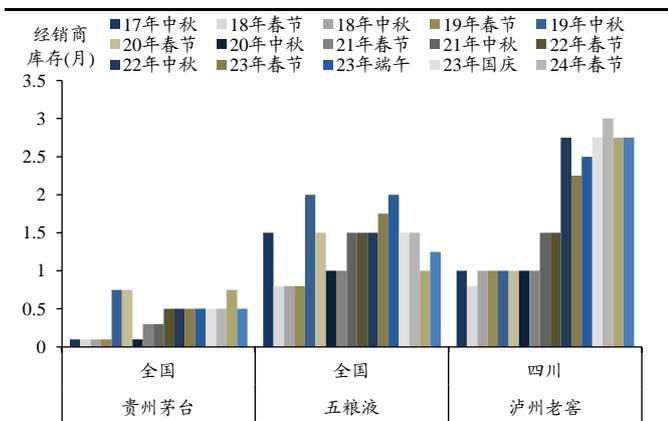
数据来源: wind、东吴证券研究所

2.2. 酒企库存、价盘分化加剧，风险释放进程不一

伴随需求自 25Q1 企稳修复，预计白酒行业渠道库存风险或逐步得到缓解。2024 年全年来看，虽然多数酒企重视控制渠道库存金额，但由于需求回落较多，渠道库存周转水平尚未有明显改善。一方面，24Q3 渠道加速抛货去库，以保障良性现金周转（多数高端、次高端单品批价波动加剧，由此可见一斑）；另一方面，主要酒企 2024 年底均加大控货力度，且 2025 年增长目标或将普遍下调——预计经过 25Q1 春节旺季及 25Q2 宴席旺季需求修复与供给趋紧形成共振，酒企渠道库存风险有望逐步缓解。

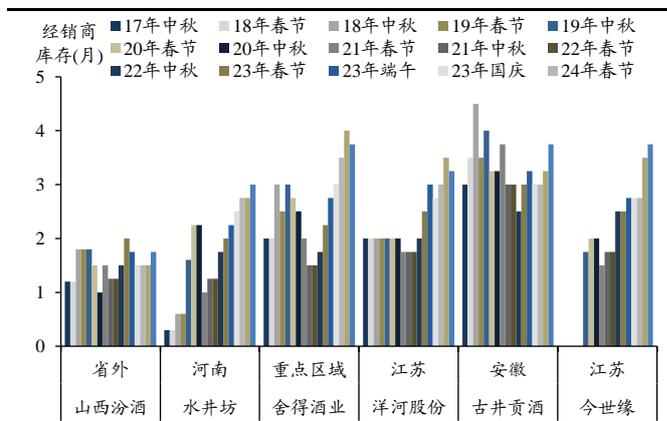
各家酒企面临的增长目标压力不尽相同，目前产品周期仍处于全国化、大众化消费上行阶段的酒企，库存及价盘表现更为良性。①渠道扩张适度，且全年目标调节相对灵活；②产品组合能上能下，优势市场格局稳固并存在份额提升空间；兼具以上 2 点的酒企，如汾酒、迎驾、今世缘等，中短期看业绩稳定性仍相对较好。

图9: 高端酒库存变化



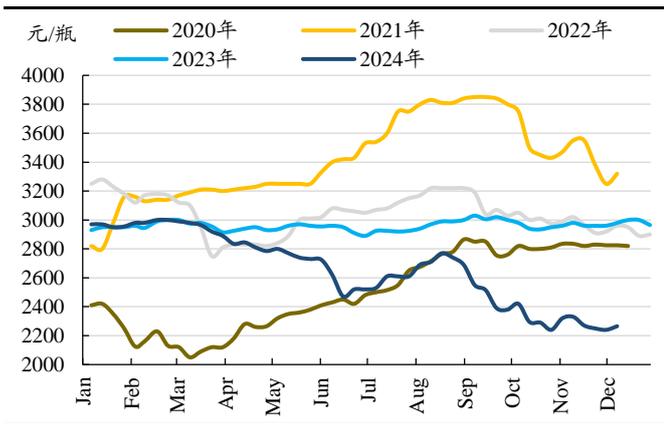
数据来源: wind、东吴证券研究所

图10: 次高端及区域酒企库存变化



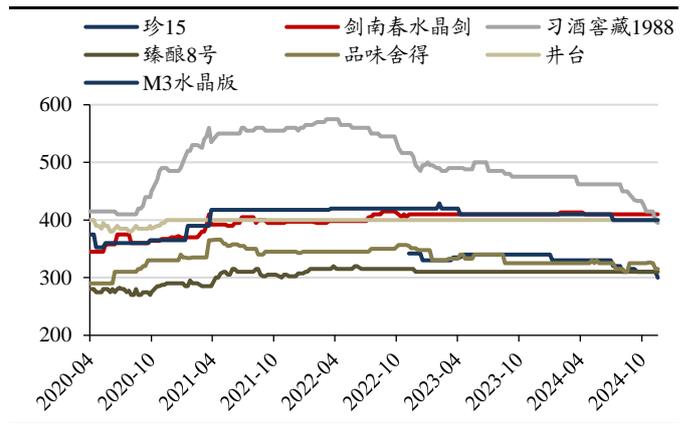
数据来源: wind、东吴证券研究所

图11: 高端普飞整箱批价变化



数据来源: wind、东吴证券研究所

图12: 次高端批价变化 (单位: 元/瓶)



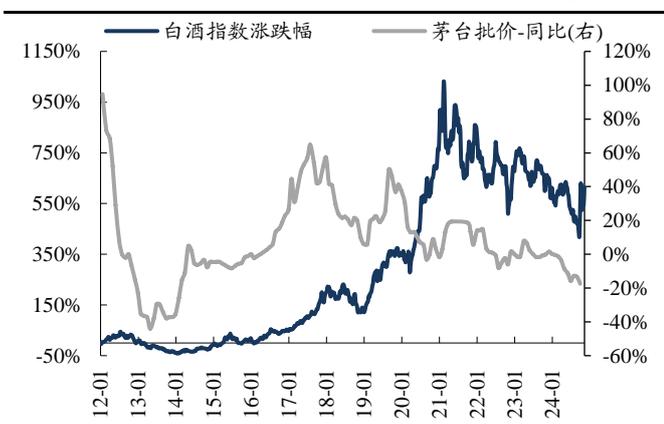
数据来源: wind、东吴证券研究所

2.2.1. 高端酒: 需求弹性有待修复, 25 年目标同趋理性

在更加积极有为的宏观政策施行下, 预计政商务及居民消费有望温和修复。2024 年 12 月政治局会议提出“稳住楼市”、“适度宽松的财政政策”、“加强超常规逆周期调节”, 表态更趋明确。对于政商务消费: ①化债防风险基调下, 预计招待用酒需求弹性有一定修复; ②经济转型背景下, 新兴产业产值占比提升, 而新兴产业客户人均白酒消费量相对低于传统投资链客户, 未来有待头部品牌围绕品牌内涵及产品价值进行迭代创新, 更好迎合高知人群需求。对于居民消费: 预计地产收储及货币化安置、超长期特别国债支持消费等政策, 有望提振居民消费偏好, 并通过推动居民资产端(楼市止跌回稳、股市慢牛)修复, 令财富效应再度显效。

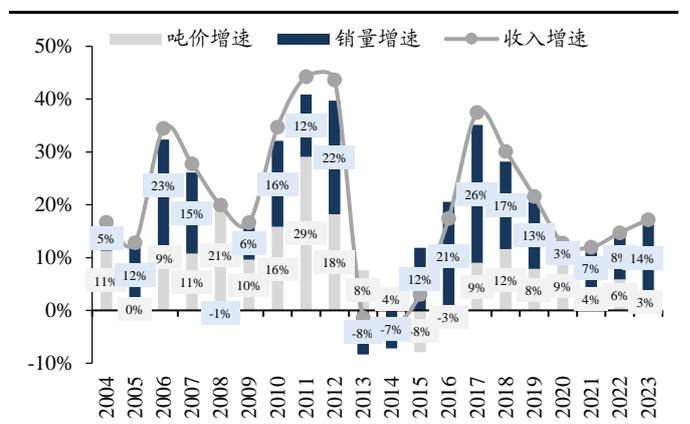
边际重点关注酒企年度目标制定及价格再通胀情况。伴随政商务需求回落, 高端酒延续双位数增长存在较大压力, 重点关注 2025 年酒企如何平衡需求、库存及地方政府业绩要求。高端酒作为社交货币属性产品, 产品价格对流动性及通胀水平较为敏感, 若 2025 年适度宽松的货币环境下, 价格再通胀发酵, 高端酒批价跟随止跌回升, 亦有望刺激需求加快释放。

图13: 白酒指数 vs 茅台批价同比: 拐点基本同步



数据来源: wind、东吴证券研究所

图14: 茅五泸销售量价拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

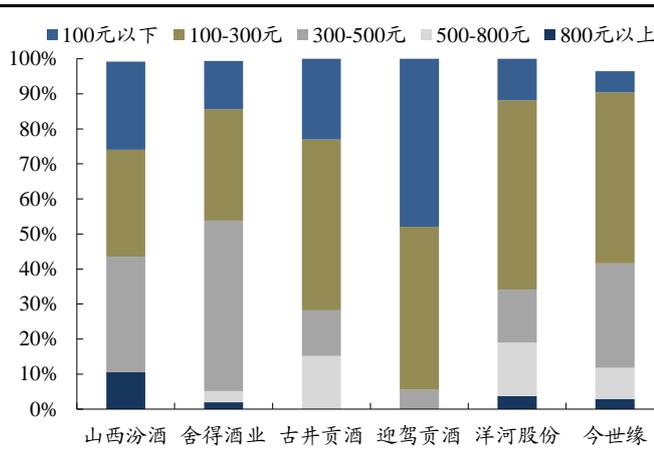
2.2.2. 次高端及区域酒：产品禀赋差异显现，边际关注去库进展

100~300元中高端价位韧性仍存，预计仍是酒企稳定收入端增速的重要抓手。疫后大众白酒消费呈现“少而精”的特点(消费频次/数量收缩，但价格端有明显升级)，居民消费用酒加快向百元以上价位切换，2024年预计100~300元价位销售(酒企营收口径)仍保持中个位数增长，2025年在婚宴修复背景下需求确定性较强。

300~800元次高端价位需求偏后周期，更多需寻找差异化、全国化的增量 alpha。2024年次高端价位(酒企营收口径)预计同比下滑双位数，未来 beta 修复尚待观察，主要关注清香、酱香核心单品份额提升情况。

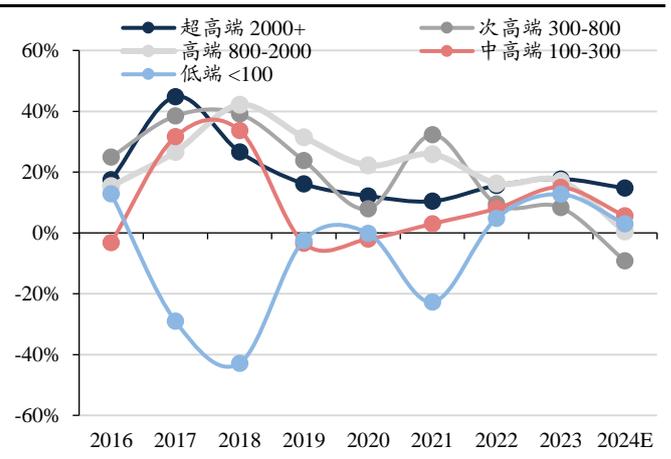
上市酒企产品结构各异，组合能上能下、价位互补的公司能够更好应对经济环境变化。白酒上市公司多为国企，在各地政府经济增长要求下，如何平衡增长目标、市场需求、库存价盘，是多数酒企共同面对的课题。特别在行业周期下行阶段，酒企各自产品组合禀赋差异带来的经营调节差异加剧显现。例如：2024年汾酒、今世缘通过100~300元中高价位产品发力，对300元以上次高端、高端核心单品渠道及价盘良性实现更好保障，更有利于中长期品牌势能提升。

图15: 2023年部分酒企产品结构对比



数据来源: wind、东吴证券研究所

图16: 2024年白酒分价位营收增速测算

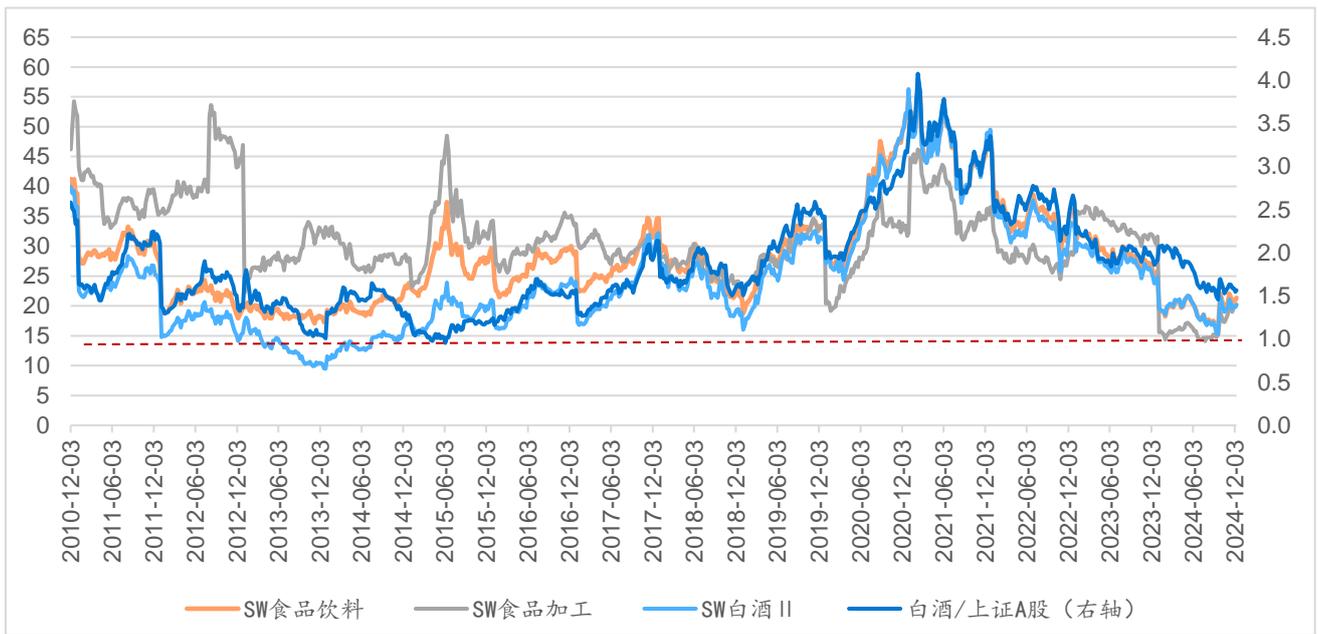


数据来源: wind、东吴证券研究所

2.3. 估值低点已过

我们认为食品饮料及白酒的估值低点已过。同2013-2015行业调整期相似，估值先于基本面见底，我们认为主要几个原因：1)是7-9月超跌非常突出，导致估值低位距离2013-14年行业最悲观时间段的估值低位十分接近，部分白酒个股估值已经10x左右(按当时盈利预测)；2)市场整体预期发生较大变化，政策预期转强，市场交易转向活跃，估值水位整体抬升。展望2025年，以大力提振内需稳定经济的主线得到确认，白酒估值向上修复有空间。

图17: 食品饮料&白酒估值低点已过 (左轴 pe 倍数, 右轴为相对上证 A 股估值倍数)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.4. 盈利预测与投资建议: 优选攻守兼备、库存良性的 alpha 标的

受益流动性改善叠加顺周期刺激加码, 白酒作为早周期品种, 且渠道议价能力较强, 优质个股的攻守兼备属性仍然较好, 未来重点关注酒企年度目标制定、库存出清进展以及扩张性财政政策落地情况。①拐点左侧推荐产品组合均衡发力、业绩增长能见度高、库存风险较早出清的: 山西汾酒、迎驾贡酒、今世缘; ②拐点右侧推荐收入规模及估值修复空间较大的: 泸州老窖, 关注珍酒李渡、舍得酒业; ③稳健配置: 古井贡酒、贵州茅台、五粮液。

表1: 主要酒企盈利预测及估值

公司	市值 (亿元)	盈利预测 (收入, 亿元)						盈利预测 (归母净利润, 亿元)						PE		
		2024E	2025E	2026E	24YOY	25YOY	26YOY	2024E	2025E	2026E	24YOY	25YOY	26YOY	2024E	2025E	2026E
600519.SH 贵州茅台	19,484	1732.7	1876.0	2035.5	15%	8%	9%	859.9	929.4	1008.3	15%	8%	8%	23	21	19
000858.SZ 五粮液	5,572	887.8	948.8	1045.9	7%	7%	10%	322.3	344.6	385.7	7%	7%	12%	17	16	14
000568.SZ 泸州老窖	1,913	322.5	355.7	409.6	7%	10%	15%	141.5	157.6	184.6	7%	11%	17%	14	12	10
600809.SH 山西汾酒	2,357	363.2	407.1	467.5	14%	12%	15%	122.0	136.8	157.9	17%	12%	15%	19	17	15
600702.SH 舍得酒业	235	58.2	62.4	70.0	-18%	7%	12%	9.2	10.3	11.9	-48%	13%	15%	26	23	20
000799.SZ 酒鬼酒	182	15.5	16.9	19.4	-45%	9%	15%	0.6	0.7	1.3	-89%	16%	87%	298	257	138
600779.SH 水井坊	266	49.7	51.6	56.6	0%	4%	10%	13.2	13.6	15.1	4%	3%	11%	20	20	18
000596.SZ 古井贡酒	933	237.1	266.3	305.6	17%	12%	15%	57.0	66.7	79.3	24%	17%	19%	16	14	12

603198.SH	迎驾贡酒	444	77.2	88.0	103.1	15%	14%	17%	27.4	32.7	39.9	20%	19%	22%	16	14	11
002304.SZ	洋河股份	1,261	298.1	303.6	330.0	-10%	2%	9%	81.5	81.8	89.7	-19%	0%	10%	15	15	14
603369.SH	今世缘	561	118.3	133.0	154.5	17%	12%	16%	36.1	40.4	48.1	15%	12%	19%	16	14	12
600559.SH	老白干酒	195	55.2	60.8	68.0	5%	10%	12%	7.9	9.5	11.4	19%	20%	20%	25	21	17
600197.SH	伊力特	84	22.3	25.6	29.8	0%	15%	16%	3.4	4.0	4.7	0%	16%	18%	25	21	18
603919.SH	金徽酒	101	30.2	35.4	41.9	18%	17%	18%	4.0	4.9	6.0	22%	21%	23%	25	21	17

数据来源：wind、东吴证券研究所

注：盈利预测参考东吴证券外发报告，PE 以 24-12-19 股价计算

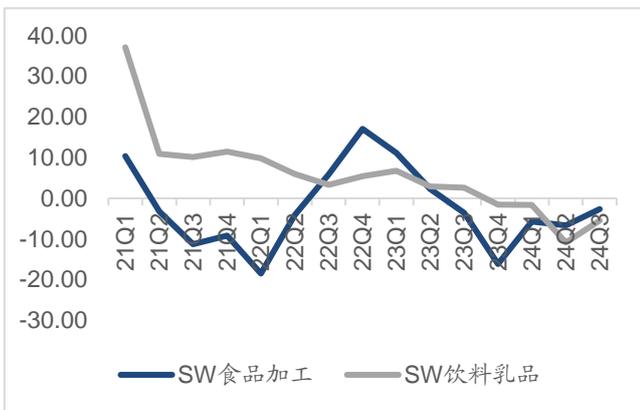
3. 大众品：梯次探底，云开见月

3.1. 两个贝塔支撑，复苏在途

食品加工类企业整体营收已经多次探底，在宏观整体承压情况下，2022H2 短暂的营收盈利修复不强且不持续，23Q1-23Q4 继续大幅回落。从季度表现和深入分析来看，2024Q1-Q3 基本实现底部确认，部分已经复苏在途。

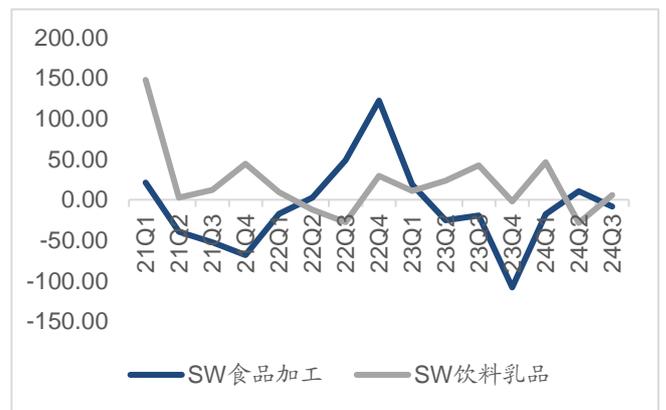
大众品类有两个贝塔共享，其一是十分普遍的成本红利，无论是直接原材料（葵花籽，苦杏仁，糖蜜，糖，肉，大豆等）还是包材辅料（PET 瓶胚，马口铁等）价格整体回落，这在“通缩”背景下具有逻辑，其二是较为确定的基本面梯次探底，子行业或子行业典型个股已经开始表现。

图18: 大众品季度营收增速表现 (%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

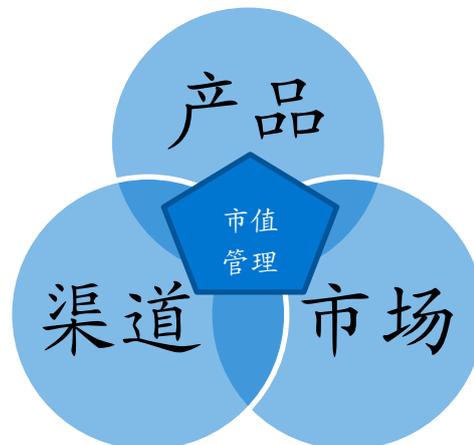
图19: 大众品季度归母净利润增速表现 (%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

基于子行业和个股基本面的企稳甚至向好的边际变化，我们建议重仓个股，并从四个维度的边际变化选股。

图20: 四维度选股示意



数据来源: 东吴证券研究所制图

四维度指“产品，渠道，市场，市值管理”，其中产品、渠道和市场是消费品公司基本面范畴，产品创新推新，以及市场渗透扩张，都会影响增长曲线，是基本面的重要支撑，例如东鹏饮料渠道快速扩张，终端数量跃升行业第一梯队带来销量高增，而单点卖力也受到新品如电解质水的支撑得到提升，又例如部分公司（有友食品等）新品进入山姆会员超市渠道，带来显著增量；市值管理受政策鼓励，包含“激励，持股，回购，增持，积极的并购整合”等。我们认为部分底部公司的激励催化将会突出，另外部分行业增长放缓，集中度偏低，行业内头部公司具有内生+外延的必要性。这些都将对公司增长和盈利产生积极影响。

表2：“四维度”（边际）选股示例

涉及公司		维度				具体内容
		产品	渠道	市场	市值管理	
605499.SH	东鹏饮料	☑	☑	☑		新品补水啦快速放量，终端数量快速上升，优势市场以外的市场快速渗透，目标受众可扩大，人群专案精耕
002847.SZ	盐津铺子	☑	☑		☑	鹤鹑蛋属于较新产品，且在线上销售领先，线下铺市导入顺利
300783.SZ	三只松鼠		☑	☑	☑	线下渠道布局进取，量贩和硬折扣超市均有进入，9.9元线下爆品打法加快了渠道扩张
002507.SZ	涪陵榨菜	☑			☑	60g 产品重点推，对整体销量形成重要支撑
000848.SZ	承德露露	☑			☑	新品贡献较小，但强力回购在途
002568.SZ	百润股份	☑	☑			预调鸡尾酒持续推新，推出威士忌产品，并招商投入部分新渠道
603517.SH	绝味食品				☑	
600882.SH	妙可蓝多	☑	☑		☑	原制奶酪等新品推出，蒙牛奶酪并入后新发展开启
603170.SH	宝立食品	☑	☑		☑	空刻推出冲泡新品及烤肠，新进入会员超市渠道，管理层增持股票
603697.SH	有友食品	☑	☑			创新无骨产品新进入山姆会员超市渠道并放量

数据来源：Wind，东吴证券研究所；市值管理简化为“激励，回购，并购，增持”等事项，以及投资者积极交流态度等

3.2. 量贩零食领先，复调，乳制品等已迎拐点

量贩零食领先，一方面是零食量贩业态仍在高歌猛进当中，另一方面以多品类运营为主要特征的供应链品牌零食成长表现更好。2021年以来零食行业变局很大，总体看渠道变革激烈，不乏品类机会，但品类机会相对逊于渠道机会。比如魔芋爽，鹤鹑蛋等少数品类获得发展，这和饮料类似，饮料新机会也不突出，往底层看还是经济周期问题，经济周期向上时，饮料创新更活跃，爆品更高频。零食行业似乎出现了这样一个变化，领导发展的路径已经从品类（单链条发展），到渠道（2019-2025 是渠道变革阶段，对部分企业是巨大机遇），未来可能还会回到产品品类，但这个时间可能很长，不管怎么变，背后实际上是供应链，存量品类品牌做好品类供应链核心竞争力的维护巩固，渠道品牌优势是多品类矩阵，更加需要做好供应链。

渠道品牌现阶段相对占优，因为搭上渠道快车，部分白牌即便低利润也能短期打开销量，而品类上渠道品牌扩张半径更大速度更快，供应链复制半径也更大。

传统零食品牌企业通过产品创新和渠道扩张也能增强成长曲线，如有友食品通过脱骨产品在山姆渠道的放量。

复合调味料行业出清逻辑较为突出，颐海国际已经恢复双位数增长，天味食品 Q3 营收也回到 10% 增速水平，中小企业出清使得竞争格局改善，自然动销也有所修复，费效也能提升。

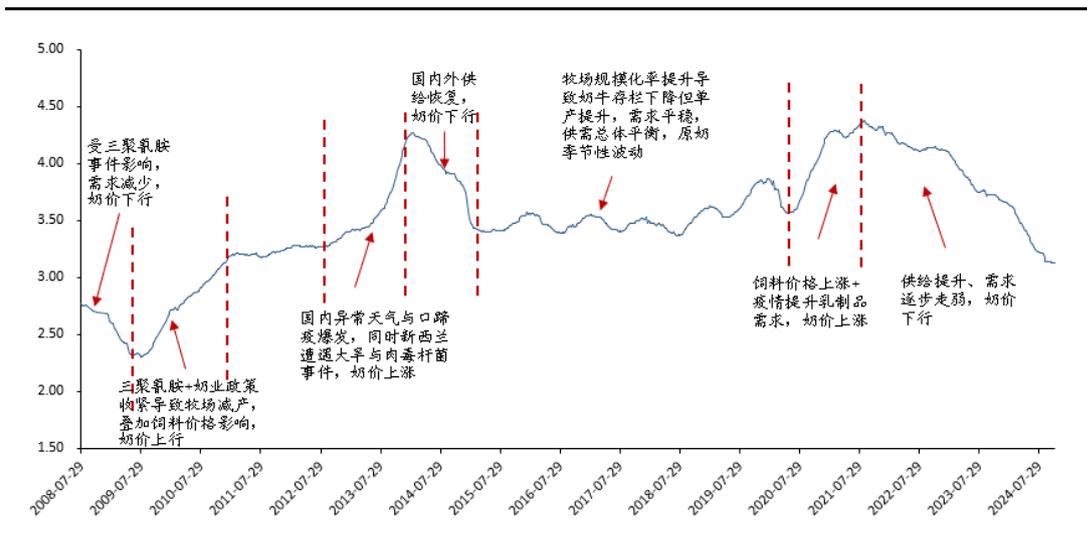
乳业迎来毛销差临界点，2025 年更为期待供需改善驱动原奶周期向上。

啤酒行业亦具有出清特质。

3.2.1. 乳业：初步企稳，2025 供需将更为改善

2024 年行业供需矛盾突出，本轮原奶周期调整时间长、幅度大。（1）供给端：2019 年原奶供需紧平衡，下游乳企为抢占奶源开始加码上游，奶牛存栏量于 2019 年 9 月见底后回升；由于奶牛养殖周期为 2 年，2021 年 9 月起原奶新产能释放，生鲜乳供应量提升；本轮周期中规模化牧场扩产较多，2024 年我国存栏 100 头以上的规模化牧场占比 74%，较 2019 年提升 10pct，上游抗压能力较强，产能出清较慢。（2）需求端：疫情影响消退+宏观经济疲软致 23 年至今需求走弱，2024 年 1-10 月乳制品产量累计同比下降 2.3%。生鲜乳供需剪刀差放大导致奶价持续下行，2021 年 9 月-2024 年 10 月生鲜乳价格下滑 27.8%，需求走弱超预期+规模化牧场抗压性较强导致本轮原奶周期比以往调整时间更长、幅度更大。

图21：2018M1-2024M10 我国奶牛存栏量（万头）



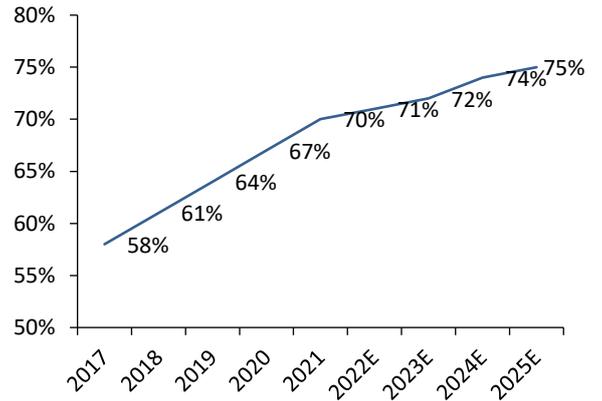
数据来源：农业农村部，奶业协会，东吴证券研究所

图22: 2022.03-2024.10 我国生鲜乳/乳制品产量同比



数据来源: 农业农村部, 国家统计局, 东吴证券研究所

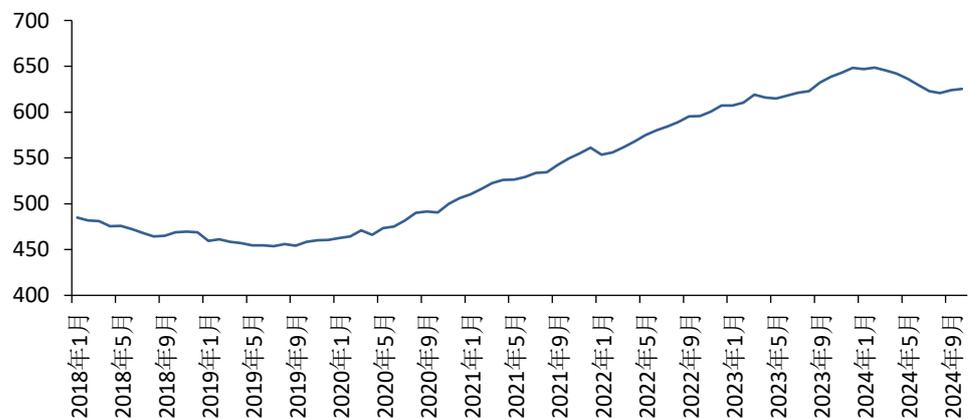
图23: 2017-25E 国内存栏 100+头规模化养殖比重



数据来源: 中商产业研究院, 东吴证券研究所

上游加大淘汰力度+下游乳业政策提振需求, 行业供需持续改善。 (1) **供给端:** 原奶供大于求导致上游牧场经营压力较大, 24Q2起上游加速淘汰产能, 截止到2024年10月末, 我国奶牛存栏量625万头, 较2023年末减少22.9万头。(2) **需求端:** 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》, 其中提到, 要促进牛肉牛奶消费, 鼓励有条件的地方通过发放消费券等方式拉动牛奶消费。

图24: 2018M1-2024M10 我国奶牛存栏量(万头)

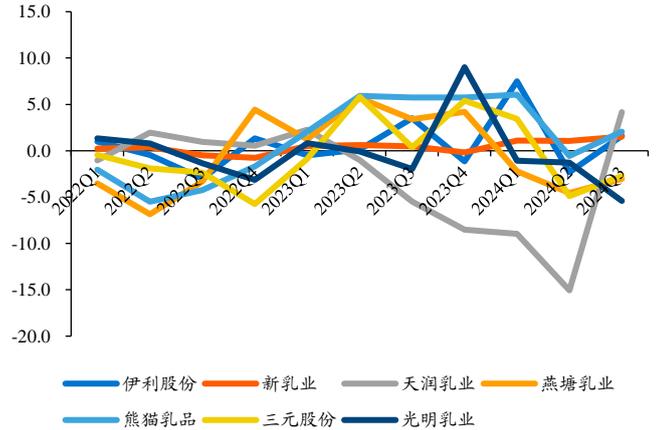
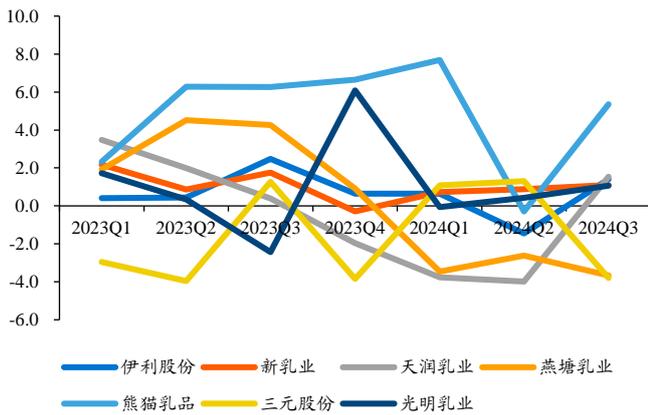


数据来源: 农业农村部, 奶业协会, 东吴证券研究所

24H1 板块盈利承压, 24Q3 板块毛销差提振超预期。 24H1 板块成本利好突出, 但行业供大于求加剧竞争, 导致主要乳企费率提升、减值损失增加, 板块盈利承压。成本利好+竞争边际改善推动 24Q3 行业毛销差提振超预期——我们认为奶价跌幅巨大, 考虑到售价降低, 毛利率仍然提升, 而营销费用边际效应陡降, 毛销差达临界而改善, 叠加减值损失减少, 24Q3 板块盈利能力提升。

图25: 2023Q1-2024Q3 主要乳企单季毛销差同比 (pct)

图26: 2022Q1-2024Q3 主要乳企单季销售净利率同比 (pct)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

乳业阶段性毛销差临界点，2025 原奶有望止跌企稳，一旦周期重拾向上，板块投资价值将进一步强化。2024 年乳业整体压力较大，既体现在营收，也体现在盈利（规模效应弱、喷粉减值增加等），这也是周期后期的典型特征，我们认为 24Q3 板块盈利能力普遍改善验证毛销差存临界点。2025 年原奶周期拐点受两个因素影响，1 是需求恢复超预期，2 是上游去产能超预期，目前来看去产能相对缓慢，需要时间，期待需求恢复更为强有力。随着行业供需边际改善，我们认为 2025 年投资思路是：一要重视周期向上带来的板块盈利能力改善机会，二要关注乳企业绩相对稳定性，三要关注资产负债现金流走势及股息率兑现度，推荐伊利股份、蒙牛乳业，弹性角度推荐妙可蓝多，建议关注新乳业、天润乳业。

表3：主要乳企 2024-2026 年盈利预测

股票代码	股票简称	营收增速			归母净利润增速		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600887.SH	伊利股份	-5.5%	5.7%	3.7%	15.8%	-5.8%	4.4%
002946.SZ	新乳业	1.9%	7.3%	7.7%	27.9%	21.1%	19.8%
600419.SH	天润乳业	3.0%	5.3%	6.2%	-64.2%	97.3%	65.8%
002732.SZ	燕塘乳业	9.2%	9.8%	10.0%	5.3%	10.5%	12.4%
600882.SH	妙可蓝多	21.2%	10.7%	15.1%	61.9%	128.9%	65.8%
2319.HK	蒙牛乳业	-6.0%	3.0%	2.6%	-10.6%	12.5%	10.0%
6186.HK	中国飞鹤	5.2%	4.4%	4.1%	10.7%	6.7%	5.0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所；妙可蓝多、天润乳业、蒙牛乳业、伊利股份为东吴证券预测数据，其余均为 wind 一致预期

表4: 主要乳企盈利预测及估值

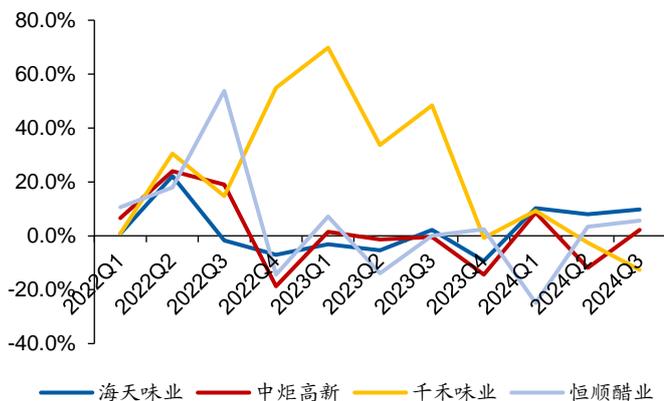
股票代码	股票简称	市值(百万元)	归母净利润(百万元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600887.SH	伊利股份	186,967	10,429	12,077	11,374	11,876	17.9	15.5	16.4	15.7
002946.SZ	新乳业	12,213	431	551	667	799	28.3	22.2	18.3	15.3
600419.SH	天润乳业	3,125	142	51	100	166	22.0	61.5	31.2	18.8
002732.SZ	燕塘乳业	2,632	180	190	210	236	14.6	13.9	12.5	11.2
600882.SH	妙可蓝多	9,688	63	103	235	390	152.7	94.3	41.2	24.8
2319.HK	蒙牛乳业	64,022	4,809	4,300	4,838	5,323	13.3	14.9	13.2	12.0
6186.HK	中国飞鹤	47,569	3,390	3,752	4,004	4,203	14.0	12.7	11.9	11.3

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 数据截止 2024 年 12 月 19 日, 相关数据货币单位均为人民币, 港元汇率为 2024 年 12 月 19 日的 0.925; 妙可蓝多、天润乳业、蒙牛乳业、伊利股份为东吴证券预测数据, 其余均为 wind 一致预期

3.2.2. 调味品: 复调领先, 基调龙头海天率先走出

2024 年复调恢复优于基础调味品, 基调龙头份额显著上升, 率先走出。受益于渗透率提升, 2024Q1-3 天味、日辰、宝立食品、颐海国际等主要复调企业收入均同比正增长; 受消费力疲软等因素影响, 基础调味品整体需求疲软, 2024Q1-3 仅海天味业收入同比正增长, 这意味着其 C 端市占率明显提高。终端需求方面, 马上赢数据显示, 2024H1 酱油/蚝油/醋/料酒/火锅底料线下商超销售额同比-1%/-4%/-4%/-6%/+1%, 基础调味品整体需求下滑, 火锅底料为代表的复调需求韧性相对较强。行业格局来看, 基础调味品中龙头海天味业渠道改革成果逐步显现, 24Q1-3 收入稳健增长, 彰显龙头经营韧性; 火锅底料等复合调味品供给侧出清, 2024 年新进入者较 2023 年进一步减少; 中式调料持续百花齐放, 竞争相对缓和。

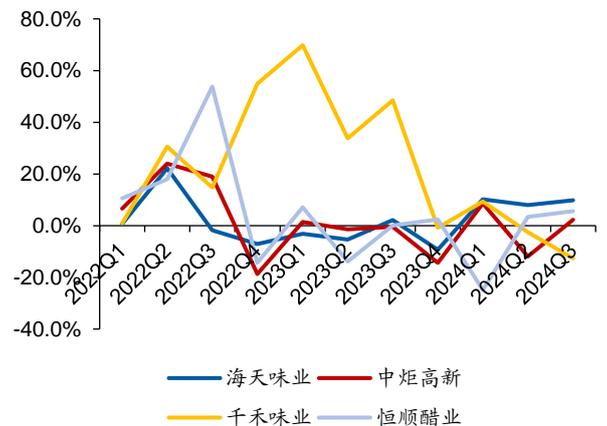
图27: 2022Q1-2024Q3 主要基础调味品单季收入同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

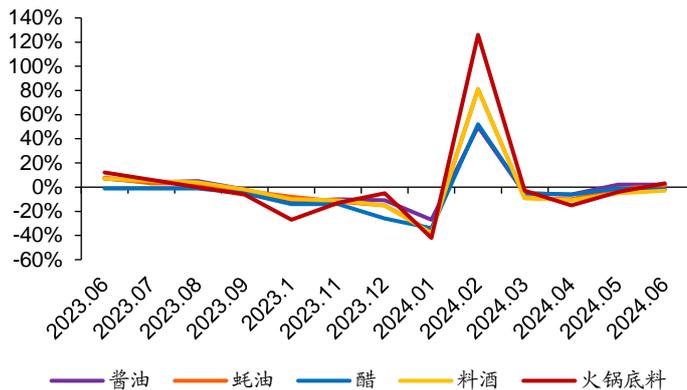
图29: 2023.06-2024.06 主要调味品线下商超销售额同比

图28: 2022Q1-2024Q3 复合调味品单季收入同比增速

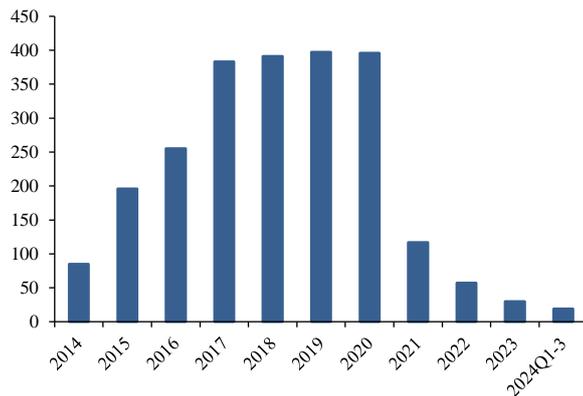


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图30: 现存各年成立的火锅底料企业数



数据来源：马上赢，东吴证券研究所

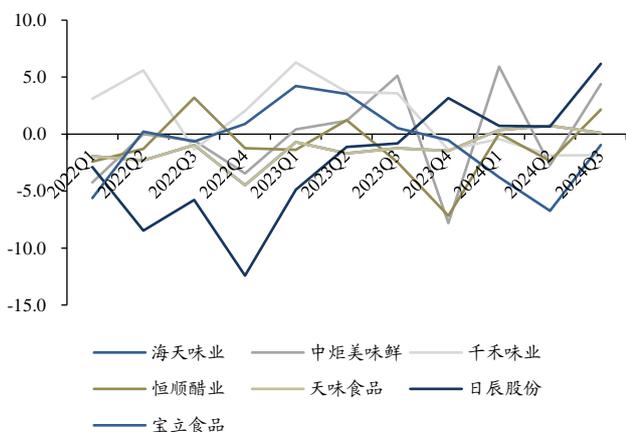


数据来源：天眼查，东吴证券研究所

2024 年调味品行业成本红利突出，板块利润率改善。2024Q1-3 调味品主要原材料中，大豆期货价/白糖期货价/玻璃期货价/PET 切片现货价分别同比-18.1%/-5.5%/-9.5%/-4.2%，成本红利推动板块盈利能力提升，24Q1-3 海天、中炬、天味等主要调味品企业的利润率均改善。

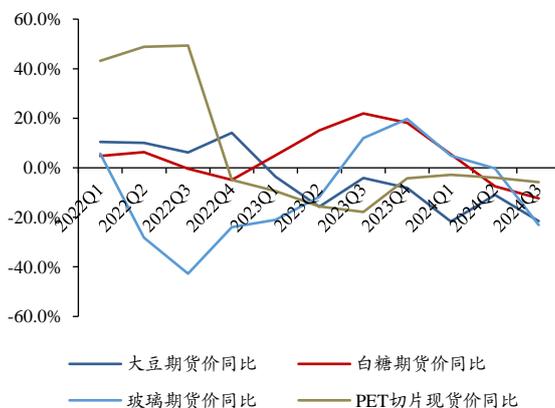
2025 宏观改善，内需提振，餐饮需求复苏+成本红利延续，调味品板块基本面修复可期。**需求端：**2024 年从 3 月开始社零总体表现即弱，商品销售和餐饮均不振，反映了消费的整体疲弱。这也是促使政策转向的重要一面，我们认为在提振内需组合拳下，2025 餐饮复苏可期，调味品需求将得到显著改善。**成本端：**2024Q3 大豆期货价/白糖期货价/玻璃期货价/PET 切片现货价分别同比-21.5%/-12.3%/-23%/-5.8%，原材料降幅均较 24Q2 扩大，考虑到酱油产品酿造周期为 1-2 个季度，且部分调味品企业对原材料进行阶段性锁价，我们预计板块成本红利有望延续。

图31: 22Q1-24Q3 主要调味品单季销售净利率同比 (pct)



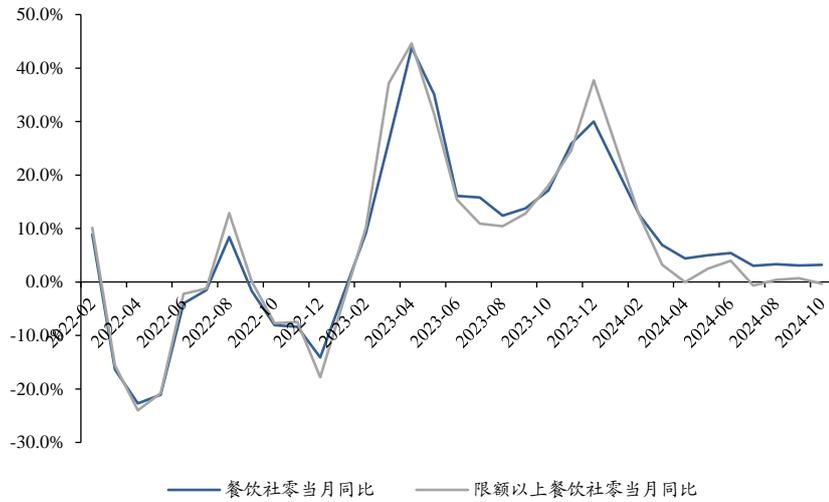
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图32: 2022Q1-2024Q3 调味品主要原材料价格同比



数据来源：Wind，郑州商品交易所，CBOT，东吴证券研究所

图33: 2022.02-2024.10 我国餐饮社零当月同比



数据来源: Wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

细分赛道角度复调出清修复先于基调, 有序布局个股。推荐复调格局改善的天味食品、颐海国际, 持续重视渠道改革效果初步显现的海天味业, 关注公司治理改善和渠道改革持续推进的中炬高新。

表5: 主要调味品企业 2024-2026 年盈利预测

股票代码	股票简称	营收增速			归母净利润增速		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603288.SH	海天味业	12.3%	10.8%	10.2%	10.1%	12.5%	10.6%
600872.SH	中炬高新	7.0%	14.0%	14.4%	-55.0%	28.3%	21.9%
603027.SH	千禾味业	0.6%	11.0%	8.9%	-2.8%	13.2%	10.7%
603317.SH	天味食品	8.5%	10.2%	11.3%	29.6%	11.8%	12.8%
1579.HK	颐海国际	11.8%	10.6%	8.9%	-2.8%	16.5%	10.2%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 以上均为东吴证券预测数据

表6: 主要调味品企业盈利预测及估值

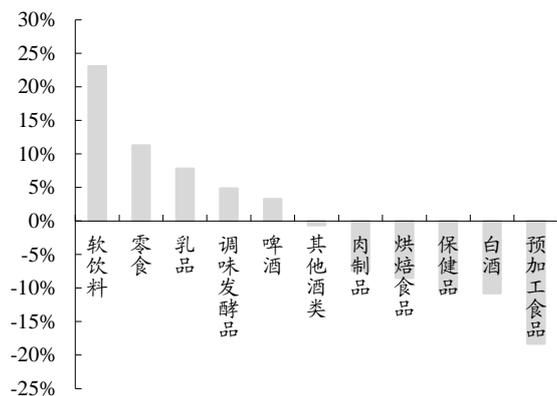
股票代码	股票简称	市值 (百万元)	归母净利润 (百万元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603288.SH	海天味业	260,959	5,627	6,194	6,969	7,708	46.4	42.1	37.4	33.9
600872.SH	中炬高新	18,562	1,697	763	979	1,193	10.9	24.3	19.0	15.6
603027.SH	千禾味业	13,104	530	515	583	646	24.7	25.4	22.5	20.3
603317.SH	天味食品	15,103	457	592	662	746	33.1	25.5	22.8	20.2
1579.HK	颐海国际	15,194	853	829	966	1,064	17.8	18.3	15.7	14.3

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 数据截止到 2024 年 12 月 19 日, 相关数据货币单位均为人民币, 港元汇率为 2024 年 12 月 19 日的 0.925; 以上均为东吴证券预测数据

3.2.3. 软饮料：分化突出，能量饮料无糖茶等高景气

2024 年饮料行业尤其水行业竞争激烈，礼品属性突出的饮料品类销量承压，能量饮料、电解质水和无糖茶饮料等更为景气，主因消费场景突出、渗透率空间更大，以及习惯养成。饮料价低消费高频，2024 年以来出行场景复苏，从文旅部统计口径，节假日出行人数屡创新高，拉动部分需求增长。年初至今（2024.12.08）软饮料板块涨幅居于子板块第一。

图34：年初至今行业子板块涨跌幅



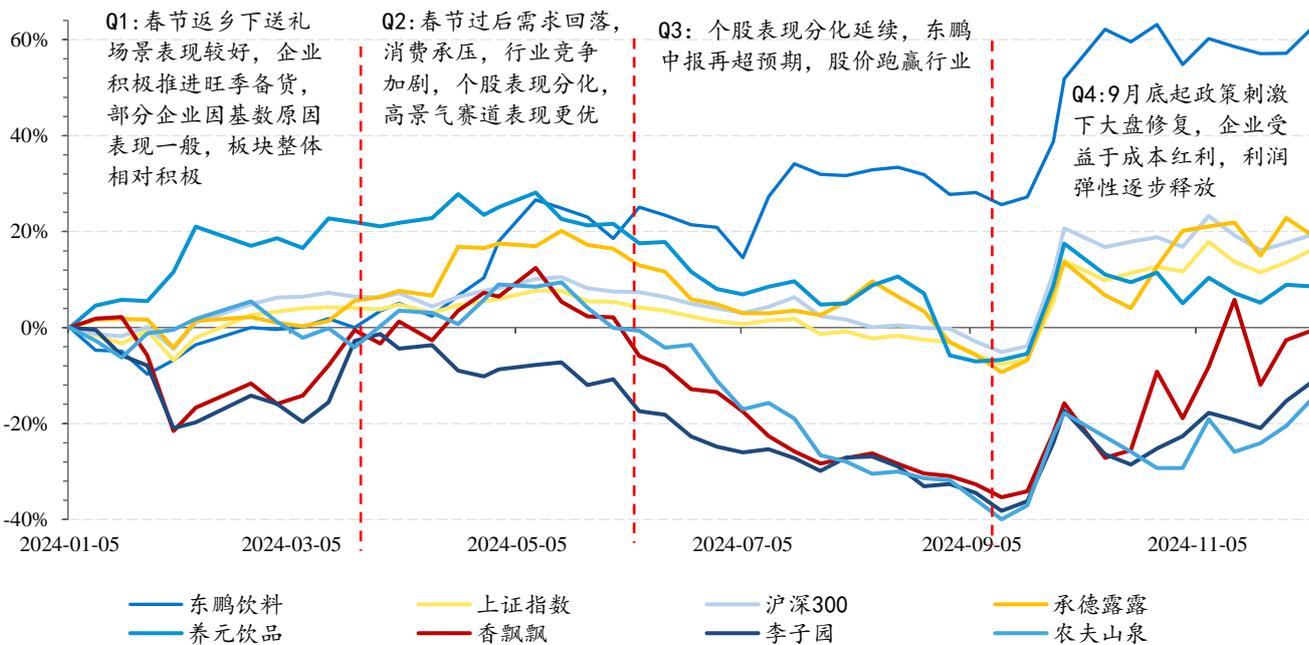
数据来源：wind、东吴证券研究所（数据截至 2024.12.08）

图35：2024 年主要节假日客流情况（相较 2019 年）



数据来源：wind、东吴证券研究所

图36：软饮料行业复盘



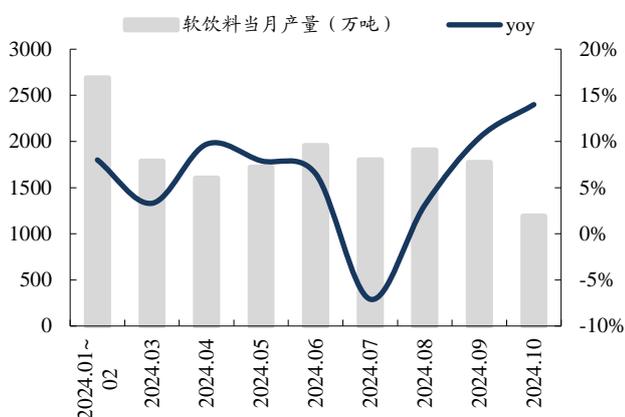
数据来源：wind、东吴证券研究所

受较长经济弱表现影响，整体需求疲弱，饮料亦受波及，2024 年较大比例上市饮料

企业收入呈现低增速或逐季走弱，礼品属性较重的如养元饮品，承德露露销售端都体现较大压力，功能饮料企业东鹏饮料表现优异，营收和盈利持续高增超市场预期。

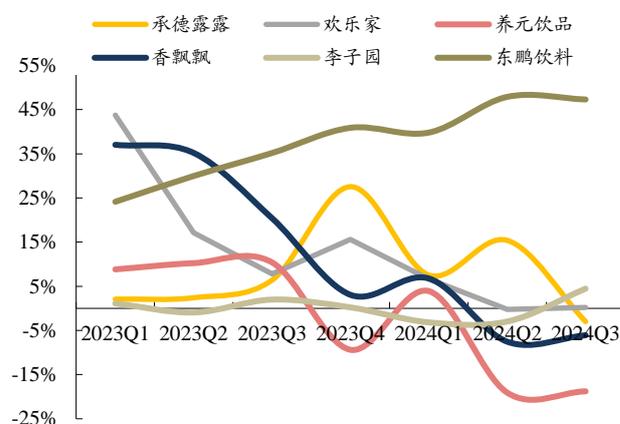
饮料受益成本，但费用投入亦有加大。成本端看，24Q3 以来白糖下行趋势明显，同时 pet 成本处相对低位，Q3 多数饮料企业毛利率同比有所改善，如东鹏饮料、李子园等；费用端看，需求疲软下行业竞争加剧，24 年下半年多数饮料企业增加销售费用投放力度，销售费率同比上行。综合来看，受费用率拖累多数企业利润率表现仍相对偏弱，其中东鹏受益于成本回落、规模效应放大，利润弹性释放明显。

图37: 软饮料当月产量及 yoy



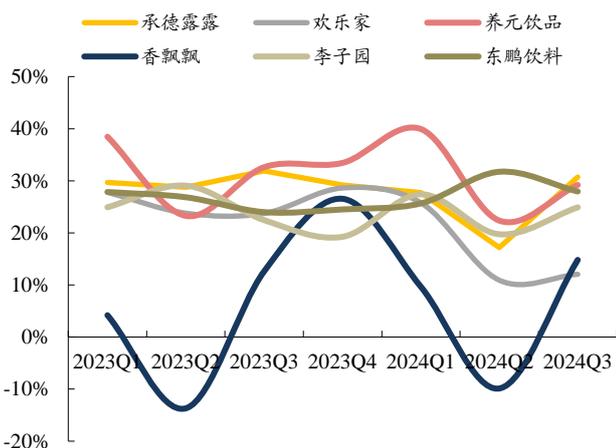
数据来源: wind、东吴证券研究所

图38: 饮料企业单季收入同比增速



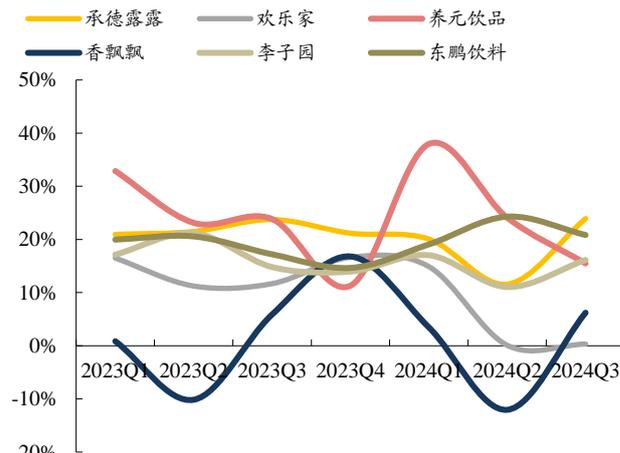
数据来源: wind、东吴证券研究所

图39: 饮料企业单季毛销差



数据来源: wind、东吴证券研究所

图40: 饮料企业单季归母净利润率



数据来源: wind、东吴证券研究所

能量饮料赛道坡长雪厚，东鹏成长性突出。

- **能量饮料为高成长性赛道:** 2023 年中国能量饮料零售规模达到 552.8 亿元，对比 2019 年增长 25%。品类具备大众市场属性，普适人群更加宽泛，主力消

费人群已经从工作时间较长的司机，蓝领工人，快递员，医护工作者扩大到白领，学生等更多消费群体，消费场景相应的也从加班，熬夜和运动场景扩展到聚会，履新，电竞，音乐节和日常保健等更为休闲的消费场景，未来看行业天花板更高。

- **东鹏饮料：品类强依托，平台已具雏形，电解质水大放异彩。**24年1-9月东鹏饮料营收/归母净利润分别同增45%/64%，公司在夯实东鹏特饮基本盘基础上，积极探索多品类发展，培育新的增长点，2024年补水啦高速放量，东鹏大咖也藉由人群精耕和专案营销获得较大催化。展望未来，1) 产品端：占据景气赛道主流品类，大单品成长态势好，生命周期长；产品创新力度大，产品矩阵逐步丰富过程中且新品表现佳，无糖茶，东鹏大咖和补水啦彰显潜力；2) 渠道端：截至24年10月末网点数量约390万家，对标竞品网点拓展与单点卖力提升仍有空间，同时公司数字化运营领先，有望赋能终端网点流量转化。

表7：东鹏饮料盈利预测拆分（百万元）

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
东鹏特饮	收入	8,172.3	10,336.0	13,986.7	16,978.4	20,163.9
	yoy	24.0%	26.5%	35.3%	21.4%	18.8%
其他饮料	收入	319.0	914.5	2,119.3	3,210.7	4,280.6
	yoy	-14.2%	186.6%	131.8%	51.5%	33.3%
其他收入	收入	14.1	12.3	13.4	13.3	13.0
总计	收入	8,505.4	11,262.8	16,119.4	20,202.4	24,457.5
	yoy	21.9%	32.4%	43.1%	25.3%	21.1%
	综合毛利率	42.33%	43.07%	44.07%	43.98%	44.36%
	归母净利润	1,440.52	2,039.77	3,235.35	4,236.88	5,279.00
	yoy	20.8%	41.6%	58.61%	30.96%	24.60%

数据来源：wind、东吴证券研究所预测（注：盈利预测参考东吴证券外发报告）

2025年展望：看好细分赛道，关注龙头长期买点

板块基本面领先优势有望延续，预计成本红利催化进一步释放利润弹性。我们认为2025年景气饮料领先的基本面有望延续，且部分企业25年仍将受益原料成本回落红利。

推荐能量饮料赛道龙头，第二曲线势能强劲、增长潜力充足的东鹏饮料；成本拐点下，板块较为领先的强回购标的承德露露；建议关注高股息标的养元饮品。

瓶装水短期竞争加剧，2024年迎来新IPO，消费有降级情形，但亦有渗透率再提升机会，龙头加力一元水，阶段性促销力度大，尾部企业经营压力更大存出清机会，从终端观察看，娃哈哈份额有提升，龙头农夫山泉市场终端份额降幅开始收窄，竞争格局阶

段性变化下蕴涵龙头长期买点，建议加强关注。

表8：主要饮料企业 2024-2026 年盈利预测

股票代码	股票简称	营收增速			归母净利润增速		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
605499.SH	东鹏饮料	43.1%	25.3%	21.1%	58.6%	31.0%	24.6%
000848.SZ	承德露露	6.0%	6.3%	6.7%	-3.2%	14.8%	8.9%
603156.SH	养元饮品	-8.1%	6.4%	8.3%	-1.6%	8.8%	10.2%
603711.SH	香飘飘	2.3%	9.2%	9.0%	4.7%	14.8%	14.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所；以上均为东吴证券预测数据

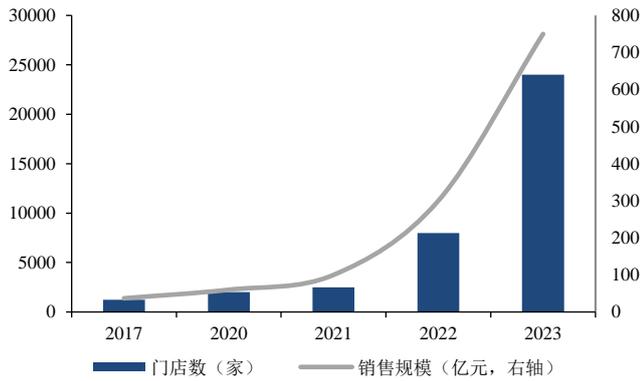
表9：主要饮料企业盈利预测及估值

股票代码	股票简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
605499.SH	东鹏饮料	1,248	20.4	32.4	42.4	52.8	61	39	29	24
000848.SZ	承德露露	99	6.4	6.2	7.1	7.7	15	16	14	13
603156.SH	养元饮品	285	14.7	14.4	15.7	17.3	19	20	18	16
603711.SH	香飘飘	63	2.8	2.9	3.4	3.8	23	22	19	16

数据来源：Wind，东吴证券研究所；数据截止到 2024 年 12 月 19 日，相关数据货币单位均为人民币

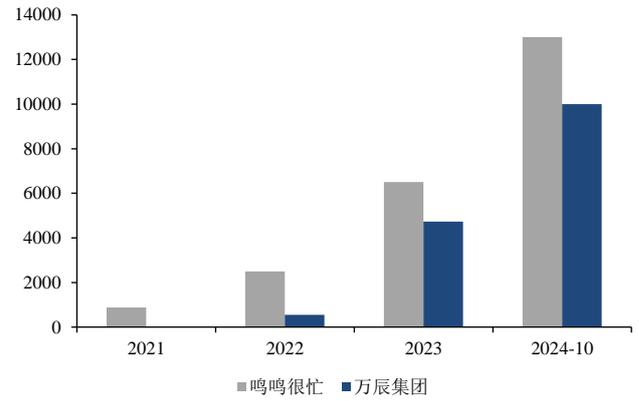
休闲食品：成长仍旧领先，个股重在兑现**渠道红利仍在延续，零食量贩渠道+内容电商仍是增长最快的渠道**。消费分级趋势持续，消费者对性价比的需求凸增，零食量贩、抖音电商、山姆会员店等渠道的崛起，通过高效率、以价换量的模式迎合了新的消费趋势。**1) 零食量贩渠道**：龙头保持高速开店，截至 2024Q3 末，万辰系门店突破万家，在 Q3 净增 3000-4000 家，保持亮眼的开店速度。鸣鸣很忙集团全国门店总数已突破 13000 家。两家龙头企业今年开店速度保持翻倍以上增长。**2) 内容电商渠道**：以抖快为代表的 content 电商平台销售额快速增长，成为休闲零食重要的新增量渠道。根据 Datayes! 数据，2024Q3 零食/坚果/特产品类在抖音渠道销售额同比增长 13%，相比上半年略有放缓（2024H1 为 75%），但依旧是快速增长的渠道。三只松鼠、盐津铺子等主动拥抱 content 电商的零食企业在抖音平台保持高速增长。**3) 山姆会员店**：截止 2024 年 10 月，山姆在中国已有 48 家门店，过去 3 年时间山姆在中国新开门店数量超过此前 24 年的总和，从 20 余家增长至近 50 家，门店会员数量增至 700 万。反映出山姆精选产品的高品质、高性价比得到了中国市场的认可。

图41: 2020年之后零食量贩业态进入快速发展期



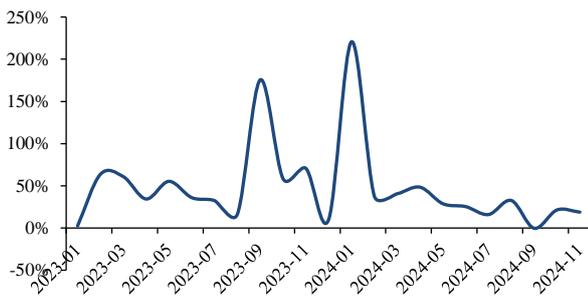
数据来源:《中国零食硬折扣白皮书》, 东吴证券研究所

图42: 量贩零食赛道头部 TOP2 开店情况 (单位: 家)



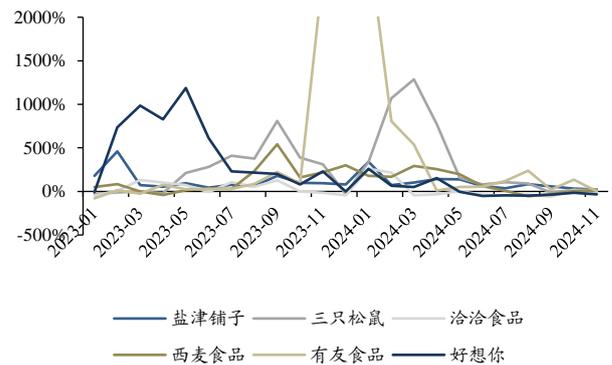
数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

图43: 2023-2024M11 抖音零食/坚果/特产月销售额 yoy



数据来源: Datayes!、东吴证券研究所

图44: 主要零食企业 2023-2024M11 抖音销售额 yoy



数据来源: Datayes!、东吴证券研究所

具备研发实力的公司通过大单品放量拉动营收增长。三季度表现亮眼的品类包括:

- 1) 盐津铺子鹌鹑蛋月销突破 7000 万元 (含税)、魔芋制品月销突破 1 亿元 (含税);
- 2) 劲仔鹌鹑蛋产品保持季度 1 亿元左右的营收;
- 3) 有友的脱骨鸭掌进入山姆渠道, Q3 报表端贡献 5000 万元营收。

图45: 盐津、有友、劲仔均有亮眼新品推出



数据来源：山姆 APP、公司公众号，东吴证券研究所

注：产品图从左到右分别是盐津铺子鹌鹑蛋、有友食品脱骨鸭掌、劲仔塘心鹌鹑蛋。

结合渠道和品类的发展趋势，我们总结：1) 新兴渠道的崛起一方面对原来的渠道存在降维打击，另一方面也开发了新的消费需求，对于行业大盘整体是利好的。而作为上市公司而言，尽量调整自身战略去配合新渠道的发展趋势，可以凭借渠道东风快速放量，提升市场份额。2) 其次产品品质和创新力永远是立身之本，如果新开发的产品可以匹配高增渠道的定位（比如盐津的“蛋皇”和有友的脱骨鸭掌都在山姆渠道取得亮眼销售业绩），也可以给自身的产品带来良好赋能。3) 在消费需求整体疲软的背景，零食公司还能保持较快的增长，我们认为多重因素共振的结果：①零食品类本身有一定口红效应，经济疲软期人们倾向用低单价的产品满足情绪价值；②渠道的变化较快，也给了零食企业重新洗牌的机会；③零食赛道品类足够丰富，优质企业有广阔空间去进行品类的升级和创新。

上市公司保持较快营收增速。具体来看，1) 三只松鼠、盐津铺子、劲仔食品 23Q3 以来增速都保持在至少 20% 以上，甘源食品增速也保持在双位数以上；2) 有友食品 Q3 因新品放量实现接近 30% 的营收同比增长，山姆渠道贡献突出；西麦食品抓住行业需求趋势以及积极发力抖音、量贩等渠道，2023Q3 以来收入增速明显抬升。

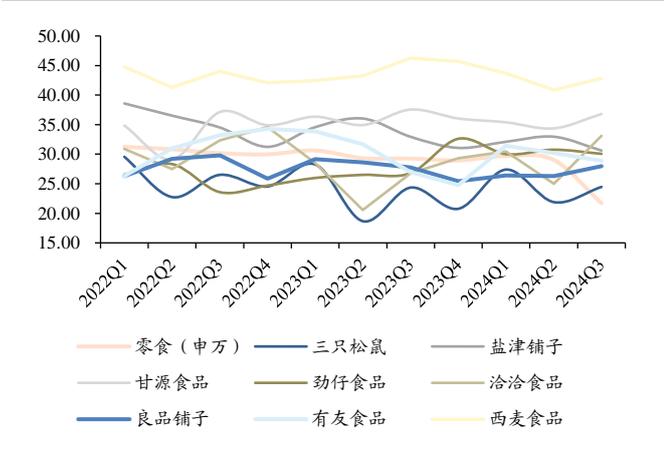
图46：2022Q1-2024Q3 主要休闲食品企业单季度收入同比增速（单位：%）

股票代码		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
851281.SI	零食（申万指数）	-0.3	3.4	-0.8	-3.2	-12.9	4.6	12.5	1.0	27.9	1.8	3.0
300783.SZ	三只松鼠	-15.9	-35.5	-32.6	-27.4	-38.5	-3.1	38.6	29.2	91.8	43.9	24.0
002847.SZ	盐津铺子	-2.9	34.6	34.7	41.3	55.4	57.6	46.2	20.2	37.0	23.4	26.2
002991.SZ	甘源食品	-5.2	42.7	13.9	9.9	22.2	48.1	37.3	10.9	49.8	4.9	15.6
003000.SZ	劲仔食品	15.5	45.6	40.1	25.4	68.4	35.2	45.9	26.5	23.6	20.9	12.9
002557.SZ	洽洽食品	3.9	24.4	13.6	18.9	-6.7	8.3	5.1	-6.9	36.4	-20.2	3.7
603719.SH	良品铺子	14.3	5.7	-1.8	-11.6	-18.9	-18.0	-4.5	-16.0	2.8	-10.4	-20.8
603697.SH	有友食品	-5.3	-31.1	-22.9	-2.0	-12.5	11.2	11.5	-27.6	18.0	3.0	28.0
002956.SZ	西麦食品	17.4	11.2	22.5	9.9	10.6	11.2	30.6	22.2	46.1	29.9	6.5

数据来源：Wind，东吴证券研究所

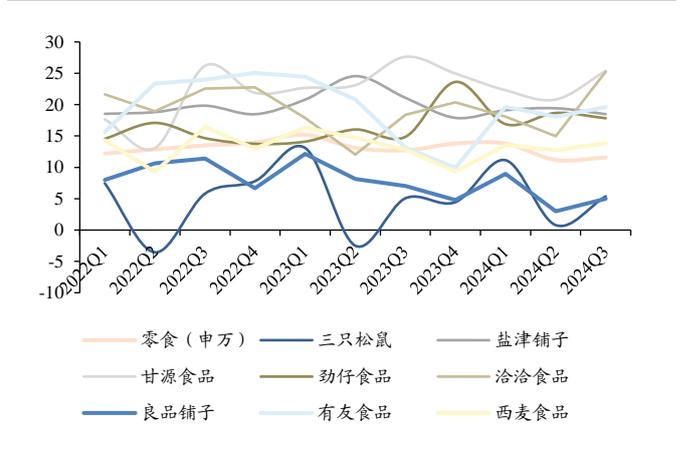
成本下行期，叠加规模增长，大部分公司盈利能力提升。2024 以来零食行业大部分原材料成本保持低位；去年成本较高的小鱼干、鹌鹑蛋、葵花籽、鸡爪价格从高位回落。叠加收入端体量提升，规模效应突出，大部分零食企业 2024Q3 的归母净利率同比均有提升。

图47: 2022Q1-2024Q3 零食指数及主要企业单季归母净利润率 (单位: %)



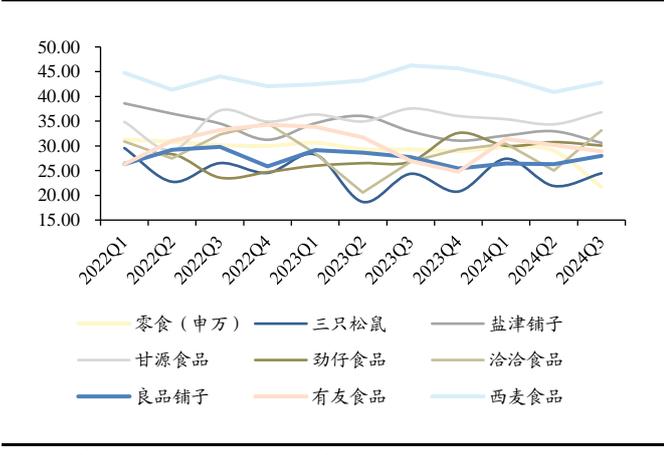
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图48: 2022Q1-2024Q3 零食指数及主要企业单季毛销差 (单位: %)



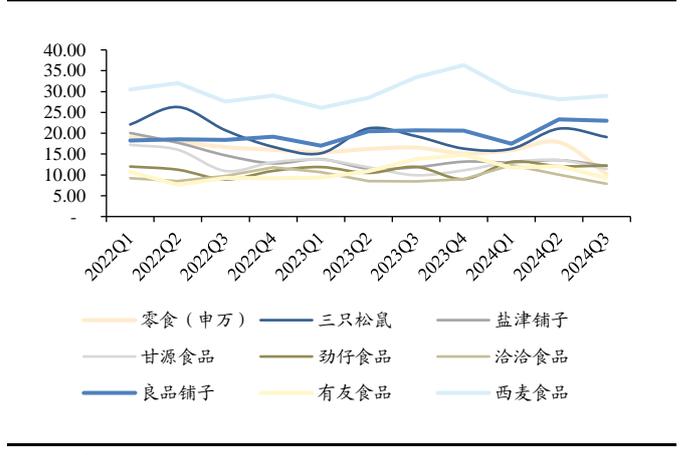
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图49: 2022Q1-2024Q3 零食指数及主要企业单季毛利率 (单位: %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图50: 2022Q1-2024Q3 零食指数及主要企业单季销售费用率 (单位: %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

2025 年休闲食品板块依旧成长性靠前, 建议自下而上关注个股的催化点。 1) 短中期重点推荐三只松鼠: 短期看年货节预计销售反馈乐观; 后续还有并购预期; 往中长期看, 线下渠道布局积极, 全面进军, 有望实现百亿营收目标。2) 从稳健的角度推荐盐津铺子: 我们认为未来几年渠道变革仍会延续, 盐津已经证明自身优秀的渠道适应能力, 而且大单品和品牌逻辑也在逐步兑现。3) 小而美的公司建议关注西麦食品、有友食品: 西麦所处的燕麦赛道还在扩容, 公司 25 年有渠道、成本、并表多重红利; 有友新开发的鸭掌单品势头良好, 有大单品潜质。

表10: 主要休闲食品/零食企业 2024-2026 年盈利预测

股票代码	股票简称	营收增速			归母净利润增速		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002847.SZ	盐津铺子	26.4%	21.8%	16.9%	27.7%	21.6%	35.8%

300783.SZ	三只松鼠	46.2%	32.6%	22.2%	82.3%	35.4%	48.0%
002557.SZ	洽洽食品	10.3%	9.4%	9.2%	25.0%	6.7%	24.4%
003000.SZ	劲仔食品	19.5%	13.2%	11.8%	36.7%	18.9%	22.0%
002991.SZ	甘源食品	23.6%	16.3%	15.2%	19.1%	19.9%	17.3%
002956.SZ	西麦食品	26.2%	19.5%	16.0%	3.6%	53.1%	19.6%
002582.SZ	好想你	14.2%	15.7%	15.7%	-153.3%	112.0%	65.9%
603697.SH	有友食品	24.6%	22.9%	14.0%	25.9%	28.6%	21.3%

数据来源：Wind，东吴证券研究所；以上均为东吴证券预测数据

表11：主要休闲食品/零食企业盈利预测及估值

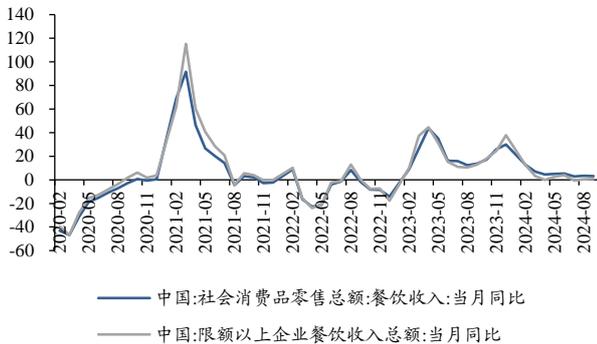
股票代码	股票简称	市值(亿元)	归母净利润(百万元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002847.SZ	盐津铺子	149.64	505.77	645.96	785.50	1066.82	29.59	23.17	19.05	14.03
300783.SZ	三只松鼠	141.99	219.79	400.75	542.72	803.14	64.60	35.43	26.16	17.68
002557.SZ	洽洽食品	155.45	802.74	1003.05	1070.18	1330.79	19.36	15.50	14.53	11.68
003000.SZ	劲仔食品	58.80	209.58	286.59	340.78	415.63	28.06	20.52	17.25	14.15
002991.SZ	甘源食品	78.60	329.06	391.89	469.75	551.18	23.89	20.06	16.73	14.26
002956.SZ	西麦食品	36.57	115.45	119.61	183.10	219.03	31.67	30.57	19.97	16.70
002582.SZ	好想你	32.65	-51.89	27.67	58.67	97.33	-62.93	118.01	55.66	33.55
603697.SH	有友食品	43.67	116.16	146.27	188.10	228.14	37.59	29.85	23.21	19.14

数据来源：Wind，东吴证券研究所；数据截止到2024年12月19日，相关数据货币单位均为人民币；以上均为东吴证券预测数据

3.2.4. 餐饮供应链：下游改善有望，顺周期下估值有望先行

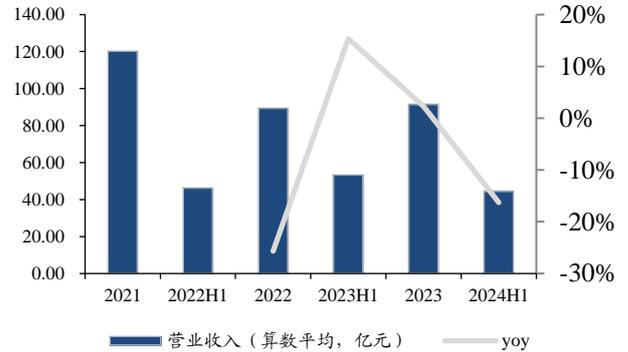
2024年下游餐饮需求疲软，有一定价格竞争。下游餐饮需求2024Q1在春节带动下有一定修复，但是进入Q2、Q3淡季后表现疲软。1)社零餐饮收入同比增速Q3保持中低个位数增长，限额以上餐饮企业则表现更弱。2)餐饮(港股)板块的营收在今年以来也呈现下滑趋势。餐饮上市企业中，包括肯德基、太二在内的连锁企业客单价同比持续下滑。总结来说，餐饮行业需求依旧疲软，且价格竞争情况在加剧，餐饮下游压力也会相应地向中游餐饮供应链赛道传导，餐饮供应链集中的速冻板块，龙头营收盈利也表现为承压。

图51: 中国社零餐饮收入及限额以上企业餐饮收入同比增速 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图52: 2021-2024H1SW 餐饮 (港股) 板块营收及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表12: 部分餐饮企业客单价 (单位: 元) 变化

单位:	2023H1	2024H1	yoy
肯德基	-	-	下滑
海底捞	102.9	97.4	-5.3%
太二 (内地)	73	66	-9.6%
怂火锅	121	110	-9.1%
九毛九	59	56	-5.1%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

餐供头部企业收入端韧性相对较强。1) 2023 年借力大 B 客户, 千味央厨、立高食品收入呈现较快增长。但 2024 年以来大 B 端需求边际走弱, 叠加高基数的影响, 千味央厨在大 B 端的业绩也有一定承压。立高食品同样在 2024 年也存在大 B 端高基数的影响, 同时两者小 B 端的需求也没有明显起色。2) 安井食品以小 B 端客户为主, 今年以来的收入走势和餐饮社零数据走势基本一致, Q2、Q3 都表现疲软。3) 三全食品以 C 端客户为主, 除了需求较弱, 叠加商超流量恢复缓慢因素, 今年以来持续同比下滑。但行业内同样显现出分化, 安井在 Q2、Q3 整体收入虽然降速, 但是主要受到子公司小龙虾业务的拖累, 主业各季都保持增长, 显现出较强韧性。

行业竞争加剧在上市企业报表端有所反应。在成本下行的背景下, 由于需求不振, 竞争加剧, 规模效应减弱, 叠加政府补助今年整体减少, 安井食品、千味央厨、三全食品归母净利润率均出现环比、同比下滑, 立高食品自身改革红利释放, 环比、同比均有提升。

图53: 2022Q1-2024Q3 主要速冻企业单季度收入同比增速 (单位: %)

股票代码		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
851246.SI	预加工食品 (申万)	9.6	24.2	17.0	18.5	19.3	16.8	10.4	-2.7	4.9	-5.2	-3.5
603345.SH	安井食品	24.2	46.1	30.8	26.8	36.4	26.1	17.2	-6.3	17.7	2.3	4.6
001215.SZ	千味央厨	20.2	8.0	19.2	18.8	23.2	40.4	25.0	25.0	8.0	1.6	-1.2
002216.SZ	三全食品	0.5	13.0	5.1	12.6	1.3	0.3	3.0	-21.8	-5.0	-4.7	-6.5
300973.SZ	立高食品	8.8	3.1	2.5	0.4	26.2	21.3	30.1	6.7	15.3	2.8	-1.1

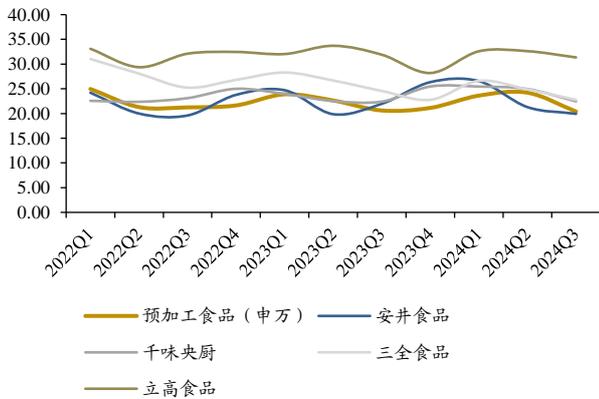
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表13: 千味、安井、三全小 B 端收入同比增速

	2023 年	2024H1	2024Q3
千味央厨: 小 B	15.70%	1.77%	正增长
安井食品: 经销	22.60%	12.42%	正增长
三全食品: 餐饮小 B	17%+	小个位数	下滑

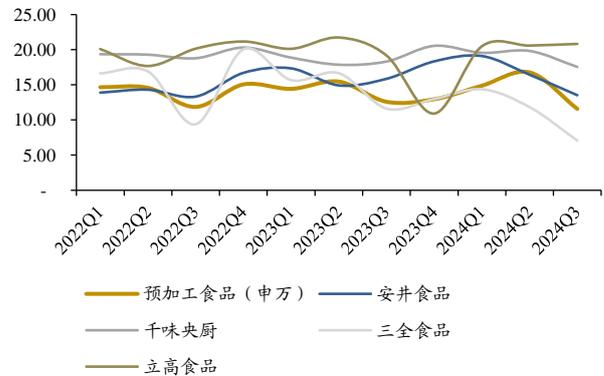
数据来源: 公司公告、公司调研, 东吴证券研究所

图54: 2022Q1-2024Q3 主要速冻企业单季归母净利率 (单位: %)



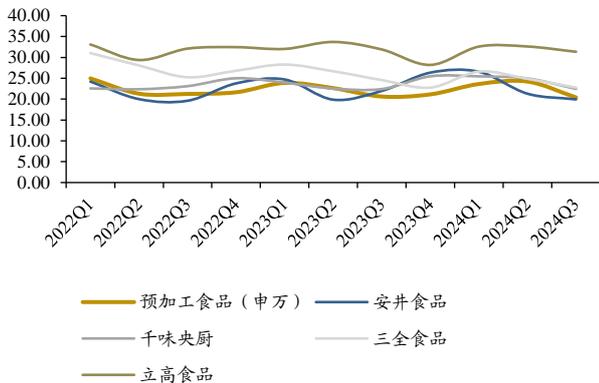
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图55: 2022Q1-2024Q3 主要速冻企业单季毛销差 (单位: %)



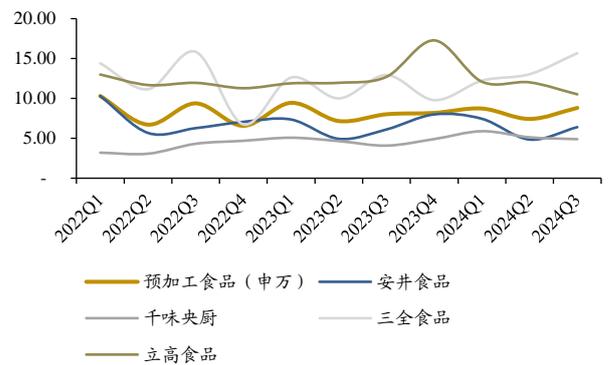
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图56: 2022Q1-2024Q3 主要速冻企业单季毛利率 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图57: 2022Q1-2024Q3 主要速冻企业单季销售费用率 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们认为下游餐饮需求在逐步修复, 政策面也有提振餐饮需求的动作, 2025 年预计恢复乐观。下游餐饮需求的影响因素包括居民收入预期、一二线人口流动等, 以上因素的改善周期偏长, 但目前各地都有陆续出台提振餐饮需求的政策(比如发放餐饮券等), 中短期预计有一定正面效果。我们预计安井、三全明年实现个位数的收入和利润增速, 千味和立高增速略快。

整体估值水平不高, 催化可期。根据我们的盈利预测, 目前安井、三全 2025 年估值在 15-16X, 在食品饮料板块处于偏低水平, 向下空间有限; 千味、立高 2025 年估值也仅在 20X 上下。目前市场对后市有乐观情绪, 不排除政策面继续有催化, 速冻板块属于典型的“顺周期”行业, 估值有望先行修复。

表14: 主要速冻企业 2024-2026 年盈利预测

股票代码	股票简称	营收增速			归母净利润增速		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603345.SH	安井食品	6.8%	6.8%	5.1%	-3.2%	8.3%	10.4%
002216.SZ	三全食品	-1.4%	3.4%	4.9%	-15.9%	6.8%	8.7%
001215.SZ	千味央厨	4.2%	12.5%	11.1%	-17.3%	33.6%	11.7%
300973.SZ	立高食品	8.5%	12.2%	9.8%	285.7%	25.6%	21.5%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 以上均为东吴证券预测数据

表15: 主要速冻企业盈利预测及估值

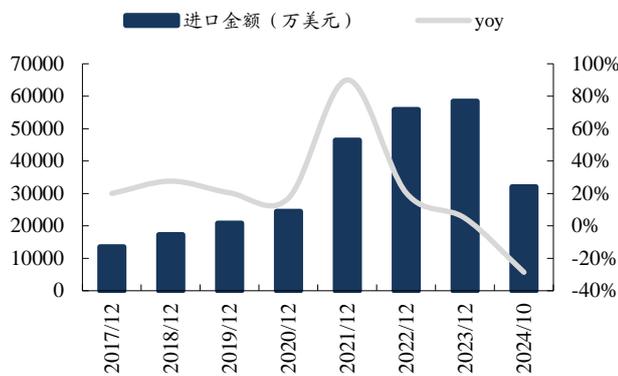
股票代码	股票简称	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603345.SH	安井食品	250.12	1478.07	1431.02	1549.33	1710.86	16.92	17.48	16.14	14.62
002216.SZ	三全食品	108.76	749.36	630.06	673.07	731.78	14.51	17.26	16.16	14.86
001215.SZ	千味央厨	33.22	134.27	111.08	148.39	165.80	24.74	29.91	22.39	20.04
300973.SZ	立高食品	71.21	73.03	281.64	353.64	429.57	97.51	25.28	20.14	16.58

数据来源：Wind，东吴证券研究所；数据截止到 2024 年 12 月 19 日，相关数据货币单位均为人民币；以上均为东吴证券预测数据

3.2.5. 高弹性赛道：重视百润股份威士忌品类本土化突围

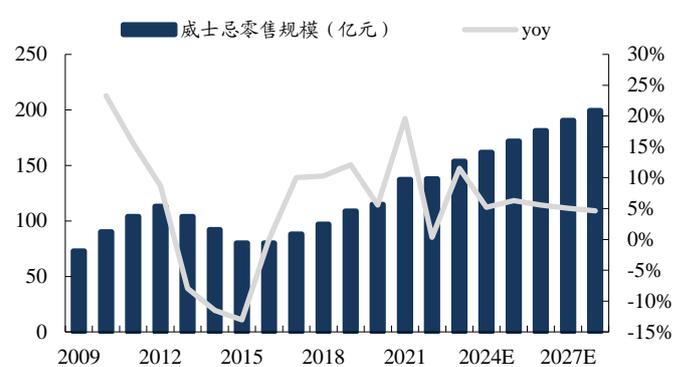
中国威士忌赛道潜力充足。根据海关数据，2023 年我国威士忌进口额约为 5.8 亿美元（折合 41 亿元人民币），同比+5%，2018-2023 年 CAGR 约为 28%；根据欧睿，23 年中国威士忌终端规模 154 亿元，同比+11.5%，2018-2023 年 CAGR 约为 10%。24 年以来宏观经济承压，市场需求趋于理性，威士忌量价皆有压力，我们认为悦己&个性化消费趋势下，行业仍将维持较高景气度，国威合理发展路径短期应以大众化为先，即量增驱动品类渗透率提升，中长期需把握结构升级机遇，发展更多依靠品牌内涵及产品升级带来的价增。

图58：中国威士忌进口金额及同比增速



数据来源：wind、东吴证券研究所

图59：中国威士忌零售规模及同比增速



数据来源：欧睿、东吴证券研究所

百润股份前瞻布局，本土化优势的发挥是关键。2016 年开始百润规划入局威士忌产业，2017 年起着手建设威士忌生产线，2024 年 11 月 19 日，两大品牌“崧州”、“百利得”创世版产品宣告上市，角色由调酒者拓展至酿酒者。我们认为，公司发展威士忌业务核心优势主要在于：1）舶来品本土化成功经验；2）时尚化、差异化运营新酒种（区别于中国白酒和黄酒）能力；3）大众化年轻化消费者数据；4）产能规模&生产设备处本土威士忌领先水平。公司 RIO 预调鸡尾酒产品在年轻消费群体中进行推广经验充足，有助于其本土化威士忌在年轻化群体中的大众化推广。预计未来 3~5 年有望带来 4~5 亿元利润贡献，看好该业务基本面与估值双重贡献。

表16: 百润公司威士忌业务规划

	产品	渠道	区域
公司规划	公司会分品牌推出中高端产品拓展产品矩阵, 重点关注大众化市场、打造性价比产品	优先布局餐饮、零售、团购渠道, 夜店渠道以自然渗透为主	重点聚焦广东、福建区域, 其余区域同步推广但力度保持适当
合理性	①市场上苏格兰威士忌普遍以8至15年陈年的基础款为主流, 公司威士忌基酒年份尚不具备竞争优势; ②消费环境相对疲软下, 威士忌主流消费价位带出现阶段性下移, 大众市场空间广阔。	①公司原有优势在于线下零售渠道(占比超过80%); ②目前夜店渠道本身占比偏低、新进入者风险较高。	广东、福建区域洋酒习惯较为普及, 其中已成为全国最大的威士忌消费省份。

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表17: 百润股份收入拆分及预测(百万元)

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
鸡尾酒	收入	2,257.2	2,883.8	2,819.5	2,957.9	3,107.6
	yoy	-1.2%	27.8%	-2.2%	4.9%	5.1%
香精香料	收入	279.8	316.7	332.7	349.5	367.2
	yoy	2.3%	13.2%	5.1%	5.1%	5.1%
威士忌	收入				300	600
	yoy					100.00%
总计	收入	2593.4	3263.9	3196.6	3654.1	4123.7
	yoy	0.0%	25.9%	-2.1%	14.3%	12.9%
	毛利率	63.8%	66.7%	70.2%	70.3%	70.5%
	归母净利润	521	809	769	883	1,007
	yoy	-21.7%	55.3%	-5.0%	14.8%	14.1%

数据来源: wind、东吴证券研究所预测

4. 投资建议

白酒: 受益流动性改善叠加顺周期刺激加码, 白酒作为早周期品种, 且渠道议价能力较强, 优质个股的攻守兼备属性仍然较好。白酒“节奏优于个股”, 在节奏总体把握下, 个股推荐: 产品组合均衡发力、业绩增长能见度高、库存风险较早出清的山西汾酒、迎驾贡酒, 以及收入规模及估值修复空间较大的泸州老窖, 关注珍酒李渡、舍得酒业。
核心稳健品种: 茅台, 五粮液, 古井贡酒。

大众品: 头部品种重点持续推荐东鹏饮料, 安井食品, 伊利股份。在提振内需大背景下, 推荐餐供及调味品顺周期板块重点个股宝立食品、立高食品、天味食品、颐海国际、千味央厨。零食仍是2025成长领先的板块, 弹性重点推荐三只松鼠, 万辰集团, 稳

健推荐盐津铺子，关注西麦食品、有友食品。饮料核心高股息强回购承德露露，以及第二曲线具有想象空间的百润股份；乳业推荐蒙牛乳业，弹性推荐妙可蓝多。

5. 风险提示

消费修复不及预期风险：经济下行导致消费修复受阻，次高端及以上产品价格带上升以及扩容可能不及预期。

行业竞争加剧风险：一方面行业内竞争持续加剧推动食品企业持续出清，另一方面由于竞争加剧导致食品企业盈利能力不稳定。

成本红利衰减风险：2024年大部分公司的主要原材料（比如葵花籽、鸭副、鱼干、鹤鹑蛋等）都从高位回落，2024年利润率提升，但2025年原材料是否会继续下行存在不确定性。

食品安全风险：食品安全内部控制是公司的声誉基石，若出现食品安全事件，公司的业绩以及形象都会遭到严重打击。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>