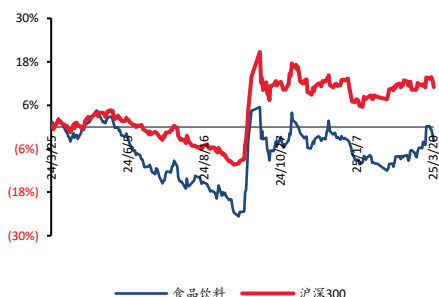


春糖反馈符合预期，关注一季度绩优个股

■ 走势比较



■ 子行业评级

酒类	无评级
饮料	无评级
食品	无评级

■ 推荐公司及评级

泸州老窖	买入
山西汾酒	买入
今世缘	买入
迎驾贡酒	买入
卫龙美味	买入
东鹏饮料	买入
甘源食品	买入
立高食品	买入

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：肖依琳

电话：

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

证券分析师：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525030001

报告摘要

两会消费刺激政策逐步落地，本周市场情绪有所降温。本周 SW 食品饮料板块-3.75%，在 31 个申万子行业中排名 28。在申万食品饮料子板块中，仅熟食板块上涨，其余均下跌，熟食/软饮料/啤酒/肉制品/调味发酵品/烘焙食品/白酒/保健品/预加工食品/其他酒类/零食/乳品周涨幅分别为 +0.05%/-0.31%/-1.11%/-1.86%/-3.28%/-3.46%/-4.00%/-4.21%/-

4.28%/-4.58%/-4.60%/-5.84%。食品饮料板块个股中，涨幅前五个股为阳光乳业 (26.38%)、ST 加加 (+8.42%)、贝因美 (+6.93%)、煌上煌 (+5.10%)、中信尼雅 (+3.33%)；跌幅前五个股为盖世食品 (-18.82%)、朱老六 (-16.83%)、康比特 (-16.75%)、骑士乳业 (-13.15%)、海南椰岛 (-12.62%)。

白酒：春糖反馈符合预期，行业分化加剧，板块估值仍具吸引力。本周 SW 白酒指数回调 4.12%，2025 年春糖会呈现“冷热不均”特征，参展规模较 2024 年缩减约 10%，头部品牌展位热度维持高位，但中小品牌及长尾酒企参展意愿显著下降，中小品牌招商难度显著提升，行业呈现“马太效应”。部分地方省酒（如河南仰韶、河北板城烧锅）、百元光瓶酒（如汾酒玻汾、五粮液尖庄）及清香型白酒（如汾酒、宝丰）成为本届春糖会焦点，经销商代理偏好从“大牌追逐”转向“性价比与本土化”策略，消费端“去包装化”与“务实需求”特征强化。优质酒企正通过控货挺价和消费者培育逐步筑底，飞天茅台（箱）批价 2210 元，环比上周-30 元，主因近期茅台开始发货，普五批价 935 元，环比持平。短期关注一季报催化，头部酒企春节开门红回款进度良好，一季报业绩确定性较高，当前板块估值仍处历史 10 年 16%分位数，建议把握低估值修复窗口，推荐泸州老窖、山西汾酒、今世缘、迎驾贡酒。

大众品：整体筑底企稳，子板块表现分化，关注政策落地效果以及 Q1 绩优个股。本周大众品跟随板块整体回调，其中 SW 乳品指数（本周跌幅 6.39%）、SW 零食指数（本周跌幅 4.62%）、SW 烘焙食品指数（本周跌幅 3.62%）回调最多。周一发改委等六部门召开促消费新闻发布会，首次提到稳股市、稳楼市，并提出将加紧制定育儿补贴政策，上周两会期间对于消费提及的次数也高于之前，政府对提振消费、扩内需的刺激力度与决心增强，有望带动 A 股消费预期提升，如果系列生育和刺激政策带来人口和经济预期扭转，将迎来消费中期价值重估。同时业绩窗口期临近，Q1 业绩向好确定性较高、基本面逻辑持续验证的标的有望迎来反转表现。行业基本面来看，目前大众品部分板块已逐步走出周期底部，供需结构更加平衡，同时拥有渠道变革带来的结构性机会。板块整体估值低位、低预期，博弈预期也已逐步回调，或在政策刺激下迎来向上恢复，节奏上预计估值修复快于基本面反转，同时关注 Q1 业绩向好确定性较强个股。板块上继续看好周期底部向上的乳制品，渠道变革/新品高成长逻辑的饮料、零食、餐供，关注低估值港股。个股推荐卫龙食品、东鹏食品、甘源食品、立高食品。

风险提示：政策出台和实施效果不及预期，消费复苏不及预期。

重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 2025/03/21
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
000568	泸州老窖	买入	9.02	9.82	10.86	11.85	15.92	13.31	12.03	11.03	130.68
600809	山西汾酒	买入	8.56	10.01	11.65	13.09	26.03	21.68	18.63	16.58	217.00
603369	今世缘	买入	2.52	2.94	3.34	3.78	22.37	17.74	15.61	13.80	52.15
603198	迎驾贡酒	买入	2.86	3.36	3.84	4.4	21.08	16.90	14.79	12.90	56.78
09985	卫龙美味	买入	0.37	0.51	0.59	0.68	31.84	23.20	20.05	17.40	12.86
605499	东鹏饮料	买入	5.1	6.4	8.4	10.49	45.61	36.63	27.91	22.35	234.45
002991	甘源食品	买入	3.58	4.39	5.25	6	20.36	15.80	13.21	11.56	69.35
300973	立高食品	买入	0.43	1.58	1.98	2.31	106.05	27.11	21.64	18.55	42.84

资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院整理（东鹏饮料 2024 年 EPS/PE 为当年实际值，其余为预测值）

目录

一、 板块行情	6
二、 行业观点及投资建议	7
(一) 白酒板块	7
(二) 大众品板块	10

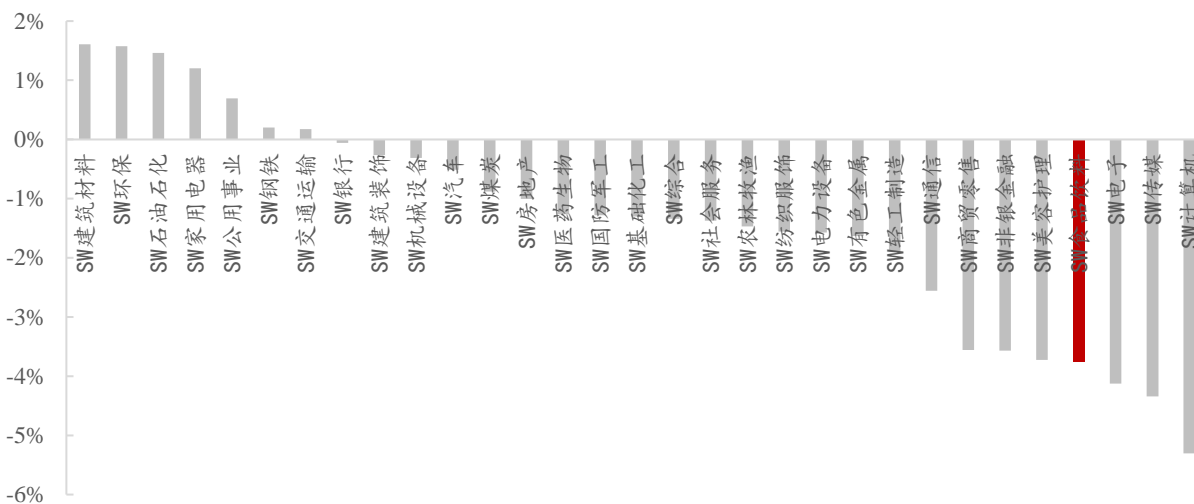
图表目录

图表 1： 本周申万二级子行业涨跌幅	6
图表 2： 本周申万食品饮料子板块涨跌幅	7
图表 3： 本周 SW 食品饮料个股涨幅前十	7
图表 4： 本周 SW 食品饮料个股跌幅前十	7

一、 板块行情

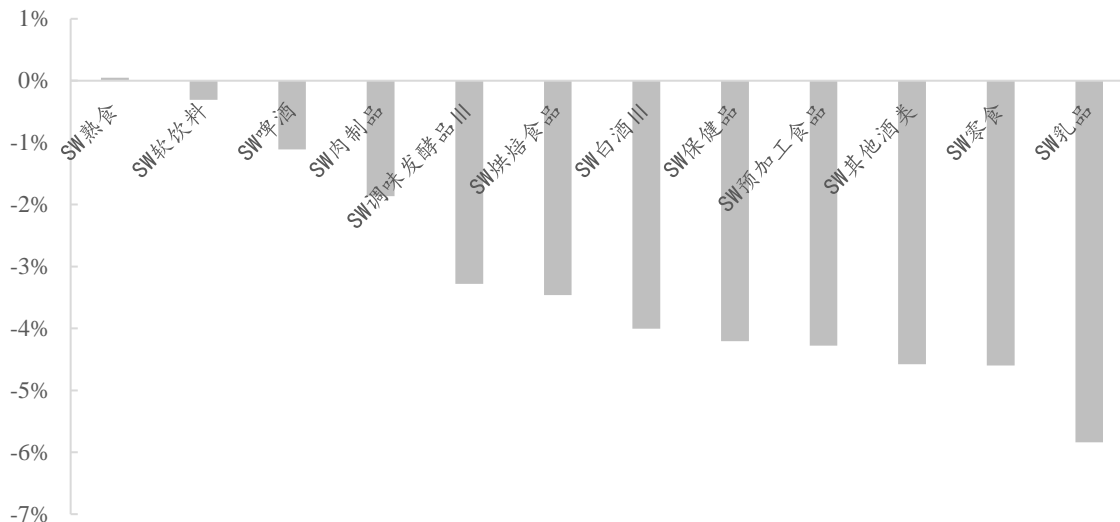
两会消费刺激政策逐步落地，本周市场情绪有所降温。本周 SW 食品饮料板块下跌 3.75%，在 31 个申万子行业中排名 28。在申万食品饮料子板块中，只有熟食板块上涨，其余均下跌，熟食/软饮料/啤酒/肉制品/调味发酵品/烘焙食品/白酒/保健品/预加工食品/其他酒类/零食/乳品周涨幅分别为 +0.05%/-0.31%/-1.11%/-1.86%/-3.28%/-3.46%/-4.00%/-4.21%/-4.28%/-4.58%/-4.60%/-5.84%。食品饮料板块个股中，涨幅前五个股为阳光乳业（26.38%）、ST 加加（+8.42%）、贝因美（+6.93%）、煌上煌（+5.10%）、中信尼雅（+3.33%）；跌幅前五个股为盖世食品（-18.82%）、朱老六（-16.83%）、康比特（-16.75%）、骑士乳业（-13.15%）、海南椰岛（-12.62%）。

图表1：本周申万二级子行业涨跌幅



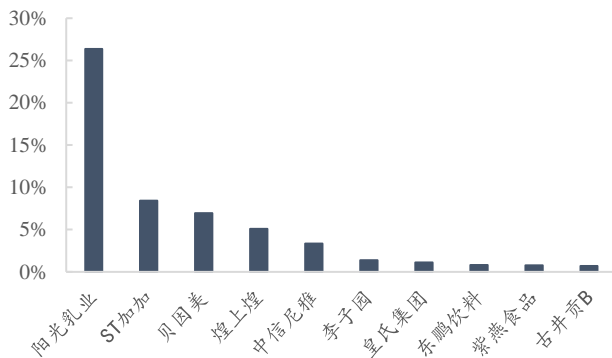
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表2：本周申万食品饮料子板块涨跌幅



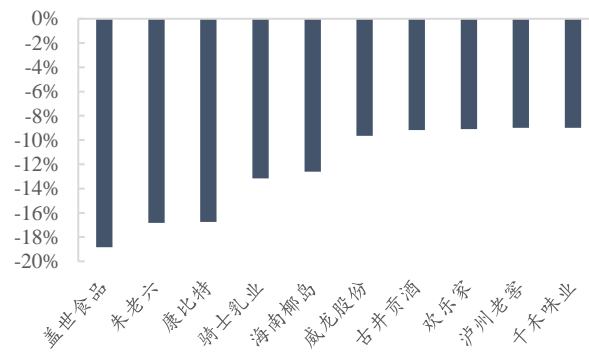
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表3：本周 SW 食品饮料个股涨幅前十



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表4：本周 SW 食品饮料个股跌幅前十



资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、行业观点及投资建议

(一) 白酒板块

白酒：春糖反馈符合预期，行业分化加剧，板块估值仍具吸引力。本周 SW 白酒指数回调 4.12%，2025 年春糖会呈现“冷热不均”特征，参展规模较 2024 年缩减约 10%，头部品牌展位热度维持高位，但中小品牌及长尾酒企参展意愿显著下降，中小品牌招商难度显著提升，行业呈现“马太效应”。部分地方省酒（如河南仰韶、河北板城烧锅）、百元光瓶酒（如汾酒玻汾、五粮液尖庄）及

清香型白酒（如汾酒、宝丰）成为本届春糖会焦点，经销商代理偏好从“大牌追逐”转向“性价比与本土化”策略，消费端“去包装化”与“务实需求”特征强化。优质酒企正通过控货挺价和消费者培育逐步筑底，飞天茅台（箱）批价 2210 元，环比上周-30 元，主因近期茅台开始发货，普五批价 935 元，环比持平。短期关注一季报催化，头部酒企春节开门红回款进度良好，一季报业绩确定性较高，当前板块估值仍处历史 10 年 16%分位数，建议把握低估值修复窗口，推荐泸州老窖、山西汾酒、今世缘、迎驾贡酒。

本周板块&个股更新：

- 1) 五粮液调研更新：**根据公司调研，五粮液进行了内部架构调整与营销改革，与以往组织任命不同，本次从营销体系内部进行市场化选拔和提升，聘任陈翀、王源培为公司副总经理，两位副总经理深耕五粮液销售一线多年，为现有高管体系下最年轻的两位领导。营销机制和机构改革方面，公司撤销五品部，将其各部门落实到销售公司，销售公司体制、组织架构和人员均有调整，27 个营销大区由 3 位领导分为 3 个板块管理。春节期间采取控货挺价策略，控货前后批价上升 30-50 元，近期批价普遍稳定在 930-950 元，终端价格达 1000 元，全年坚持“价在量先”策略不动摇。同时对渠道进行改革，优选头部大商成立 3 个平台公司，以解决渠道乱象，实现渠道重塑，同时开展终端直配降低物流成本。此外公司在绩效考核、经销商利润、市场渠道等方面也有新举措，比如缩短决策流程稳定经销商利润，提升直营渠道团购、专卖店和新渠道比例，积极开拓新渠道。并且公司重视家宴市场，通过消费互动促进宴席消费，电商价格也得到改善，整体改革围绕消费端展开，展现出强大的改革决心和底气。
- 2) 泸州老窖调研更新：**根据公司调研，今年公司节前旺季备货时间较短，春节旺季动销表现好于去年同期，节后库存水平迎来近年同期新低。今年公司更加注重终端渠道建设，一是公司将渠道配额制度从经销商配额制改为终端配额制，通过开瓶数据来决定配额，目前终端扫码率已达 40%；二是公司将营销团队分为消费者建设团队和终端服务营销团队，注重 C 端消费领袖的维护，持续提升渠道效率。产品方面，公司坚持“双品牌、三品系”发展战略，国窖占位高端白酒，系列酒构建全价格带产品矩阵，抢先占位未来主流价格带，同时计划加推新产品适应光瓶酒价格带变化，推出红 60 作为特曲 60 的补充匹配婚宴市场需求。
- 3) 金徽酒：**公司发布 2024 年业绩，2024 年实现营业收入 30.21 亿元，同比增长 18.6%；归母净利润 3.88 亿元，同比增长 18.0%；扣非归母净利润 3.88 亿元，同比增长 18.3%。其中 2024Q4 实现营收 6.93 亿元，同比增长 31.1%；归母净利润 0.55 亿元，同比下降 2.1%；

扣非归母净利润 0.51 亿元，同比下降 5.8%，全年业绩增长主要得益于产品结构优化和市场份额的扩大。

(二) 大众品板块

大众品：整体筑底企稳，子板块表现分化，关注政策落地效果以及 Q1 绩优个股。本周大众品跟随板块整体回调，其中 SW 乳品指数（本周跌幅 6.39%）、SW 零食指数（本周跌幅 4.62%）、SW 烘焙食品指数（本周跌幅 3.62%）回调最多。周一发改委等六部门召开促消费新闻发布会，首次提到稳股市、稳楼市，并提出将加紧定制育儿补贴政策，上周两会期间对于消费提及的次数也高于之前，政府对提振消费、扩内需的刺激力度与决心增强，有望带动 A 股消费预期提升，如果系列生育和刺激政策带来人口和经济预期扭转，将迎来消费中期价值重估。同时业绩窗口期临近，Q1 业绩向好确定性较高、基本面逻辑持续验证的标的有望迎来反转表现。行业基本面来看，目前大众品部分板块已逐步走出周期底部，供需结构更加平衡，同时拥有渠道变革带来的结构性机会。板块整体估值低位、低预期，博弈预期也已逐步回调，或在政策刺激下迎来向上恢复，节奏上预计估值修复快于基本面反转，同时关注 Q1 业绩向好确定性较强个股。板块上继续看好周期底部向上的乳制品，渠道变革/新品高成长逻辑的饮料、零食、餐供，关注低估值港股。个股推荐卫龙食品、东鹏食品、甘源食品、立高食品。

本周板块&个股更新：

- 1) 华润啤酒：啤酒业务高端化稳步发展，白酒业务摘要逆势增长。**公司公布 2024 年业绩，2024 年公司实现营业总收入 386.35 亿元，同比-0.8%，实现归母净利润 47.39 亿元，同比-8.0%；还原 3600 万元固定资产减值亏损和一次性员工补偿及安置费用，及下半年政府补助和出售土地权益所得溢利的特别收入 2.66 亿元，2024 年 EBIT 为 45.67 亿元，同比+0.2%。2024 年公司啤酒销量/吨价分别为 1087.4 万吨/3355 元/吨，同比-2.5%/+1.5%，高档及以上啤酒销量同比超过 9%，喜力接近 20%增长，老雪、红爵销量基本实现翻倍增长，醴销量同比增长 35%。次高档及以上销量同比实现单位数增长，中档及以上啤酒销量占比首次全年超过 50%，产品结构进一步升级。2025 年 1-2 月，公司啤酒销量在高基数下达个位数增长，其中喜力销量持续双位数增长，高端化持续发展，2025 年迎来开门红，在经济稳步复苏和同期基数较低情况下销量有望逐月改善。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。