

2025年03月24日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 春糖会反馈符合预期，政策端持续加码消费

## —食品饮料行业周报

### 推荐(维持)

分析师：孙山山 S1050521110005

✉ sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

✉ xiaoyn@cfsc.com.cn

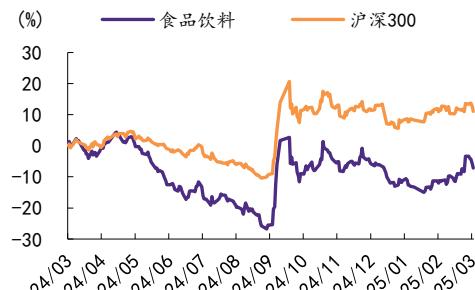
联系人：张倩 S1050124070037

✉ zhangqian@cfsc.com.cn

### 行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料(申万)	4.2	-1.8	-8.1
沪深300	-1.4	-1.7	10.4

### 市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

### 相关研究

1、《食品饮料行业周报：地方促生育政策发布，有效提振消费信心》  
2025-03-16

2、《食品饮料行业周报：两会强化扩内需，消费环境持续改善》2025-03-09

3、《食品饮料行业周报：政策催化消费，蜜雪申购超预期》2025-03-02

### 投资要点

#### 一周新闻速递

**行业新闻：**1) 文旅部公示 14 位酿造非遗传承人。2) 3 月中旬白酒环比价格总指数微降。3) 1-2 月中国啤酒出口增长 11.7%。

**公司新闻：**1) 贵州茅台：茅台构建科创“4T”创新体系。2) 五粮液：陈翀任五粮液酒类销售公司总经理。3) 水井坊：无收购潭酒计划。

#### 投资观点

**白酒板块：**本周板块整体回调，春糖整体反馈符合预期。酒企端向市场释放信心，通过费用精准投放、考核方式精细化、调产品结构和渠道结构等方式积极应对需求调整，且把去库挺价优先级上调，全年目标制定保守。从年度数据来看，2024 年规上白酒产量 414.5 万千升（同减 1.8%），销售收入 7963.84 亿元（同增 5.3%），利润为 2508.65 亿元（同增 7.76%），行业延续量跌价增的趋势。3 月 16 日，中办、国办印发“提振消费专项行动方案”，部署 8 方面 30 项重点任务，以“增收减负”来提升居民消费能力和信心，政策端信号积极，效果仍在传导中。前期市场担忧已在股价中反映，目前仍处于白酒行业底部位置，酒企降目标和给经销商打气，外加资本市场低预期，我们建议积极配置。分为两条主线推荐，估值优势推荐：水井坊、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒；全年推荐：五粮液、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒。

**大众品板块：**行业景气度逐渐企稳。系列促消费政策利好餐饮链需求回暖，休闲食品板块渠道红利持续释放，市场扩容空间充足。本周广州酒家发布激励计划。本次激励计划为公司时隔 6 年推出的第二次激励计划，考核目标制定合理，授予权益数量大幅增加，体现公司发展信心，2025 年为月饼大年，有望在低基数与品牌效应释放实现规模提升。目前大众品预期持续修复中，推荐：西麦食品、有友食品、甘源食品、三只松鼠、东鹏饮料；生育政策出台叠加原奶周期反转预期下，催化乳制品板块需求，长期提示机会：优然牧业、现代牧业、伊利股份和蒙牛乳业。

维持食品饮料行业“推荐”投资评级。

## 风险提示

宏观经济波动风险；推荐公司业绩不及预期的风险；行业竞争风险；食品安全风险；行业政策变动风险；消费税或生产风险；原材料价格波动风险等。

### 重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2025-03-24		EPS			PE			投资评级
		股价	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
000568.SZ	泸州老窖	130.68	9.00	9.81	10.20	14.52	13.32	12.81	买入	
000596.SZ	古井贡酒	175.79	8.68	10.41	11.98	20.25	16.89	14.67	买入	
000799.SZ	酒鬼酒	49.52	1.69	0.33	0.46	29.30	150.06	107.65	买入	
000858.SZ	五粮液	134.60	7.78	8.49	8.99	17.30	15.85	14.97	买入	
002304.SZ	洋河股份	77.29	6.65	5.56	5.43	11.62	13.90	14.23	买入	
300908.SZ	仲景食品	28.88	1.72	1.23	1.47	16.79	23.48	19.65	买入	
300999.SZ	金龙鱼	31.56	0.53	0.43	0.54	59.55	73.40	58.44	买入	
600197.SH	伊力特	15.60	0.72	0.74	0.82	21.67	21.08	19.02	买入	
600199.SH	金种子酒	11.51	-0.03	-0.40	0.03	-383.67	-28.78	383.67	买入	
600305.SH	恒顺醋业	7.39	0.08	0.13	0.17	92.38	56.85	43.47	买入	
600519.SH	贵州茅台	1573.75	59.49	68.23	73.33	26.45	23.07	21.46	买入	
600559.SH	老白干酒	18.83	0.73	0.89	1.06	25.79	21.16	17.76	买入	
600702.SH	舍得酒业	58.71	5.32	2.83	3.83	11.04	20.75	15.33	买入	
600779.SH	水井坊	50.49	2.60	2.75	2.87	19.42	18.36	17.59	买入	
600809.SH	山西汾酒	217.00	8.56	10.05	11.18	25.35	21.59	19.41	买入	
600872.SH	中炬高新	21.11	2.16	1.07	1.29	9.77	19.73	16.36	买入	
603027.SH	千禾味业	11.34	0.52	0.49	0.56	21.81	23.14	20.25	买入	
603170.SH	宝立食品	13.12	0.75	0.60	0.73	17.49	21.87	17.97	买入	
603198.SH	迎驾贡酒	56.78	2.86	3.35	3.91	19.85	16.95	14.52	买入	
603288.SH	海天味业	40.08	1.01	1.12	1.22	39.68	35.79	32.85	买入	
603317.SH	天味食品	13.66	0.43	0.59	0.65	31.77	23.15	21.02	买入	
603369.SH	今世缘	52.15	2.50	2.87	3.14	20.86	18.17	16.61	买入	
603589.SH	口子窖	36.60	2.87	3.32	3.78	12.75	11.02	9.68	买入	
603755.SH	日辰股份	27.35	0.57	0.74	0.87	47.98	36.96	31.44	买入	
603919.SH	金徽酒	19.02	0.65	0.80	1.01	29.26	23.78	18.83	买入	

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 正文目录

1、一周新闻速递.....	5
1.1、行业新闻.....	5
1.2、公司新闻.....	5
2、本周重点公司反馈.....	6
2.1、本周行业涨跌幅.....	6
2.2、公司公告.....	7
2.3、本周公司涨跌幅.....	9
2.4、食品饮料行业核心数据趋势一览.....	10
2.5、重点信息反馈.....	14
3、行业评级及投资策略.....	15
4、风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1: 本周行业涨跌幅一览 (%) .....	6
图表 2: 2024. 9. 24–2025. 3. 22 消费行业细分板块涨跌幅.....	6
图表 3: 2024. 9. 24–2025. 3. 22 食品饮料板块二级行业涨跌幅.....	6
图表 4: 2024. 9. 24–2025. 3. 22 食品饮料板块三级行业涨跌幅.....	7
图表 5: 2024. 9. 24–2025. 3. 22 白酒板块个股涨跌幅.....	7
图表 6: 本周食品饮料重点上市公司公告 .....	7
图表 7: 食品饮料重点公司一周涨跌幅一览 .....	9
图表 8: 2024 年白酒累计产量 414.50 万吨, 同-7.72% .....	10
图表 9: 2023 年白酒行业营收 7563 亿元, 同+9.70% .....	10
图表 10: 调味品行业市场规模从 2014 年 2595 亿增至 2023 年 5923 亿, 9 年 CAGR 为 9.6% .....	10
图表 11: 百强企业调味品产量从 2013 年 700 万吨增至 2022 年 1749 万吨, 9 年 CAGR 为 10.72% .....	10
图表 12: 全国大豆市场价 (元/吨) .....	11
图表 13: 白砂糖现货价 (元/吨) .....	11
图表 14: 国内 PET 切片现货价 (纤维级): 国内 (元/吨) .....	11
图表 15: 瓦楞纸市场价 (元/吨) .....	11
图表 16: 2025 年 2 月规上企业啤酒产量 526.1 万千升, 同减 7.1% .....	12
图表 17: 2025 年 2 月啤酒行业产量累计同减 4.9% .....	12
图表 18: 2025 年 2 月葡萄酒行业产量 1.5 万千升 .....	12
图表 19: 2025 年 2 月葡萄酒行业产量累计同降 25.0% .....	12
图表 20: 休闲食品市场规模从 2016 年 0.82 万亿增至 2022 年 1.2 万亿, 6 年 CAGR 为 6% .....	13
图表 21: 休闲食品各品类市场份额 .....	13

请阅读最后一页重要免责声明

3

图表 22: 能量饮料市场规模从 2014 年 200 亿增至 2019 年 428 亿, 5 年 CAGR 为 16%.....	13
图表 23: 饮料行业各品类 2014-2019 年销售额 CAGR .....	13
图表 24: 预制菜市场规模 2019-2022 年 CAGR 为 20%, 预计 2026 年达到 10720 亿元 .....	14
图表 25: 餐饮收入从 2010 年 1.8 万亿增至 2024 年 5.57 万亿, 14 年 CAGR 为 5%.....	14
图表 26: 重点关注公司及盈利预测 .....	17

## 1、一周新闻速递

### 1.1、行业新闻

1. 文旅部公示 14 位酿造非遗传承人
2. 3 月中旬白酒环比价格总指数微降
3. 1-2 月中国啤酒出口增长 11.7%
4. 2024 年宝鸡市实现白酒销售 106.47 亿元
5. 1-2 月四川白酒产量 21.6 万千升
6. 青岛深度开发啤酒元素消费
7. 赤水专题研究酱酒发展路径

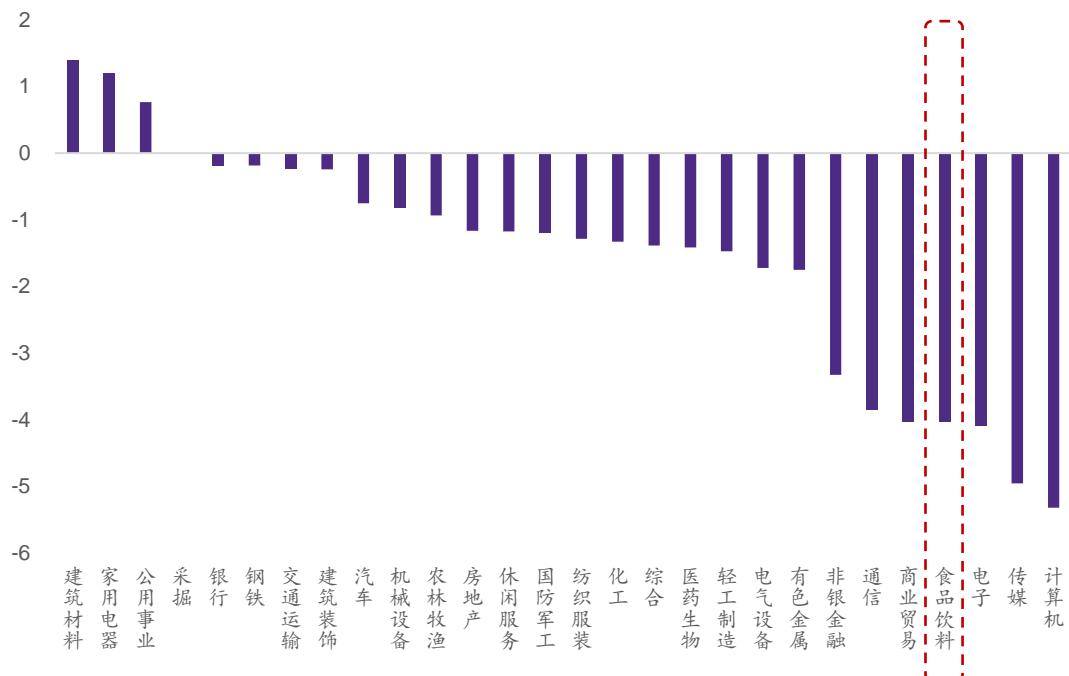
### 1.2、公司新闻

1. 贵州茅台：茅台构建科创“4T”创新体系；茅台集团与清华大学座谈交。
2. 五粮液：陈翀任五粮液酒类销售公司总经理；曾从钦率队拜访陕西融通军民服务社
3. 水井坊：无收购潭酒计划。
4. 古井贡酒：古井贡酒·年份原浆牵手世博中国馆。
5. 郎酒：郎酒新增三项专利授权。
6. 西凤酒：红西凤“提高端”取得突破性进展。
7. 海伦司：预计 2024 年收入降至 7.3-7.8 亿元；门店增至 579 家。
8. 珍酒李渡：2024 年营收 70.7 亿元。

## 2、本周重点公司反馈

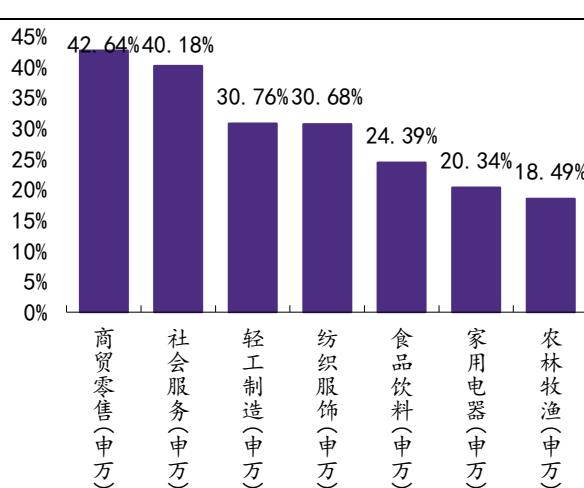
### 2.1、本周行业涨跌幅

图表 1：本周行业涨跌幅一览（%）



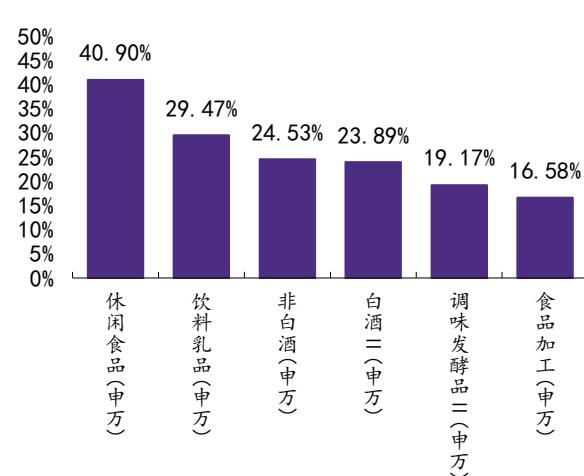
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：2024.9.24-2025.3.22 消费行业细分板块涨跌幅



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 3：2024.9.24-2025.3.22 食品饮料板块二级行业涨跌幅

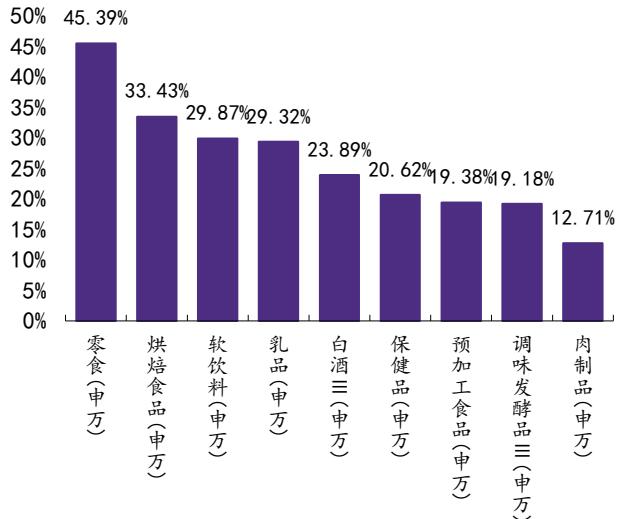


资料来源：Wind，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

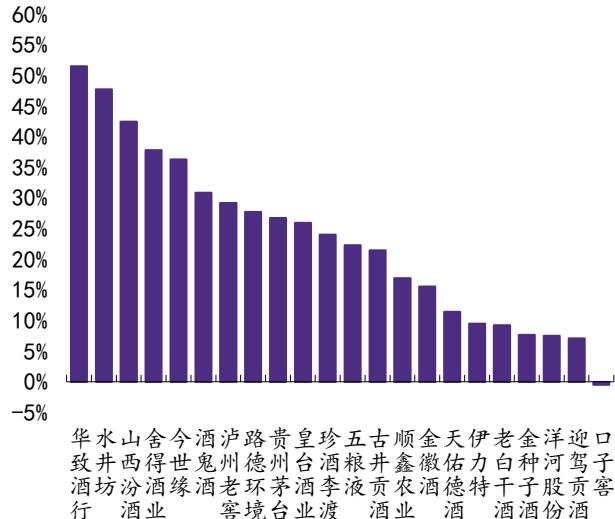
图表 4: 2024. 9. 24-2025. 3. 22 食品饮料板块三级行业涨跌幅

幅



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 5: 2024. 9. 24-2025. 3. 22 白酒板块个股涨跌幅



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

## 2.2、公司公告

图表 6: 本周食品饮料重点上市公司公告

证券简称	内容
舍得酒业	2024 年, 公司实现总营业收入 53.57 亿元, 同比减少 24.41%; 利润总额达到 5.14 亿元, 同比减少 77.94%; 实现归母净利润 3.46 亿元, 同比减少 80.46%。向全体股东每 10 股派发现金红利 4.30 元 (含税)。
今世缘	今世缘酒业股票期权激励计划调整及行权实施激励计划调整, 行权价格由 56.24 元/份调整为 54.51 元/份, 激励对象人数由 334 名调整为 290 名, 期权数量由 7,680,000 份调整为 7,232,632 份。
金徽酒	公司实现总营业收入 30.21 亿元, 同比增长 18.59%; 利润总额达到 4.65 亿元, 同比增长 22.47%; 实现归母净利润 3.88 亿元, 同比增长 18.03%。
伊力特	公司发布“伊力转债”到期兑付结果暨股份变动公告, 到期兑付数量为 224.98 万张, 兑付金额为 2.47 亿元, 目前未转股余额为 2.25 亿元, 占比 25.68%。
珍酒李渡	公司于 2025 年 3 月 20 日公布财报。2024 年, 公司实现总营业收入 70.67 亿元, 同比增长 0.1%; 税前利润为 18.94 亿元, 同比减少 34.35%; 实现净利润 13.24 亿元, 同比减少 43.12%。
华润啤酒	(1) 公布 2024 年末期业绩, 2024 年公司实现总营业收入 386.35 亿元, 同比减少 3.57%; 税前利润为 66.49 亿元, 同比减少 6.06%; 实现净利润 47.39 亿元, 同比减少 8.03%; (2) 宣布 2024 年度末期股息, 每股派发 0.387 元人民币, 派发日定于 2025 年 7 月 4 日。
道道全	(1) 公布年报, 2024 年公司实现总营业收入 59.43 亿元, 同比减少 15.12%; 利润总额达到 2.34 亿元, 同比增长 208.68%; 实现归母净利润 1.77 亿元, 同比增长 133.5%; (2) 提名陈展先生为独立董事候选人; (3) 2024 年度派发现金红利总额为 9803.10 万元, 占归属于上市公司股东净利润的 55.41%。一季度每 10 股派 0.67 元, 合计 2304.59 万元; 前三季度每 10 股派 0.90 元, 合计 3095.71 万元; (4) 预计 2025 年度包装油销量 38-42 万吨; 散装油销量 6-10 万吨; 营业收入 65-70 亿元; 归属于上市公司股东的净利润 1.8-2.3 亿元。

日辰股份	控股股东青岛博亚解除质押股份 1256.05 万股，占其所持股份比例 25.73%，占公司总股本比例 12.74%，再质押股份 1404 万股，占其所持股份比例 28.76%，占公司总股本比例 14.24%，青岛博亚累计持股数量 4881 万股，持股比例 49.50%，累计质押数量 2404 万股，占其所持股份比例 49.25%，占公司总股本比例 24.38%；实控人张华君解除质押股份：361 万股，占其所持股份比例 40.20%，占公司总股本比例 3.66%，其持有的公司股份已全部解除质押，累计持股数量 898 万股，持股比例 9.11%。
劲仔食品	公司回购注销份 2023 年限制性股票激励计划已授予但尚未解除限售的限制性股票，共 2.5 万股，约占公司当前股本总额的 0.0055%。
统一企业	港交所公开谴责公司独立非执行董事范仁达在担任前公司独立非执行董事期间的行为，但公司对其继续任职表示认可。
维他奶	公司于 2025 年 3 月 14 日和 3 月 17 日分别回购了 70.2 万股和 9 万股，占总发行股数的 0.074%。
五芳斋	本激励计划拟向激励对象授予权益总计不超过 1035 万股，约占本激励计划草案公告时公司总股本 5.6 亿股的 1.82%。
有友食品	A 股每股派发现金红利 0.21 元（含税）。
佳禾食品	公司向特定对象发行股票，发行新增股份 5438.86 万股，发行价格为 13.33 元/股，募集资金总额为人民币 7.25 亿元，同时募集资金净额：人民币 7.11 亿元。
品渥食品	熹利于 2025 年 3 月 18 日通过集中竞价减持 3 万股，占公司总股本的 0.0303%。本次权益变动后，公司控股股东、实际控制人及其一致行动人熹利合计持有公司股份占公司总股本的比例由 53.03% 减少至 53%。
仙乐健康	公司股东、董事、副总经理姚壮民先生将其持有股份的 32.19%（0.2 亿股）进行了质押。
仲景食品	宛西控股、董事杨丽、董事李明黎、监事摆向荣分别持有公司 3.94 亿股、219 万股、109.5 万股、109.5 万股，占比 39.43%、1.5%、0.75%、0.75%，分别计划减持不超过 438 万股，占总股本 3%；不超过 50 万股，占总股本 0.34%；不超过 20 万股，占总股本 0.14%；不超过 25 万股，占总股本 0.17%。
南侨食品	南侨食品 2025 年 2 月归属于母公司股东的净利润为人民币 449.00 万元，同比减少 75.63%。
来伊份	爱屋企管持股比例为 52.62%，本次质押股份数量为 0.15 亿股，质押完成后累计质押股份数量为 0.568 亿股，占其持股的 32.07%，占公司总股本的 16.88%。
桃李面包	<p>(1) 桃李面包 2024 年度利润分配方案公司 2024 年度未分配利润为 9.1 亿元。向全体股东每 10 股派发现金红利 1.3 元（含税）。截至 2024 年 12 月 31 日，公司总股本为 1,599,719,155 股，拟派发现金红利合计 2.1 亿元（含税）。本年度现金分红总额为 4.0 亿元（含税），占 2024 年度净利润的 76.60%。 (2) 为规避因采购进口设备带来的汇兑风险，桃李面包及其控股子公司计划开展外汇套期保值业务，交易金额不超过 1.5 亿元人民币或等值外币，使用自有资金，不涉及募集资金。 (3) 桃李面包会计政策变更。 (4) 公司于 2025 年 3 月 21 日公布财报。2024 年，公司实现总营业收入 60.87 亿元，同比减少 9.93%；利润总额达到 7.00 亿元，同比减少 5.64%；实现归母净利润 5.22 亿元，同比减少 9.05%。</p>
华润饮料	<p>(1) 2024 年，公司实现总营业收入 135.21 亿元，同比减少 0.31%；税前利润为 22.24 亿元，同比增长 18.38%；实现净利润 16.37 亿元，同比增长 23.12%。毛利率从 2023 年的 44.7% 提升至 47.3%，同比增加 2.6 个百分点。公司董事会建议就截至 2024 年 12 月 31 日止年度派付末期股息每股普通股人民币 0.307 元； (2) 宣布宣派特别股息，每股 0.176 人民币。</p>
李子园	计划投资约 3.2 亿元建设“李子园日处理 1,000 吨生乳深加工项目”，项目选址银川经济技术开发区中关村产业基地，占地约 80 亩。项目公司暂定名为“宁夏李子园食品有限公司”，注册资本 3,000 万元人民币，将负责项目的推进和实施。
克明食品	2024 年，公司实现总营业收入 45.67 亿元，同比减少 11.91%；利润总额达到 1.34 亿元，同比增长 181.7%；实现归母净利润 1.46 亿元，同比增长 322.3%。毛利率承压至 28.6%。向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 3 元（含税），不送红股，不以资本公积转增股本。2024 年股票期权激励计划已顺利完成。该计划向 176 名激励对象授予 1,960 万股股票期权，行权价格为 7.23 元/份。
汤臣倍健	公司实现总营业收入 68.38 亿元，同比减少 27.3%；利润总额达到 9.01 亿元，同比减少 58.99%；实现归母净利润 6.53 亿元，同比减少 62.62%。2024 年度利润分配预案为每 10 股派发 3.6 元现金（含税）。

妙可蓝多 实现总营业收入 48.44 亿元，同比减少 8.99%；利润总额达到 1.61 亿元，同比增长 96.05%；实现归母净利润 1.14 亿元，同比增长 89.16%。

金龙鱼 营业收入为 2,388.66 亿元，同比下降 5.03%。归属于上市公司股东的净利润为 25.02 亿元，同比下降 12.14%。扣除非经常性损益后的净利润为 9.72 亿元，同比下降 26.42%。

资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

## 2.3、本周公司涨跌幅

图表 7：食品饮料重点公司一周涨跌幅一览

	证券简称	股票代码	收盘价	本周涨跌幅
涨幅前五				
白酒	舍得酒业	600702.SH	58.71	-1.48%
	洋河股份	002304.SZ	77.29	-2.19%
	山西汾酒	600809.SH	217.00	-2.63%
	伊力特	600197.SH	15.60	-3.05%
	贵州茅台	600519.SH	1,573.75	-3.33%
跌幅前五				
	古井贡酒	000596.SZ	175.79	-9.17%
	泸州老窖	000568.SZ	130.68	-9.00%
	今世缘	603369.SH	52.15	-7.49%
	珍酒李渡	6979.HK	7.44	-7.35%
	迎驾贡酒	603198.SH	56.78	-5.82%
涨幅前五				
大众品	澳亚集团	2425.HK	1.45	16.00%
	卫龙美味	9985.HK	12.86	9.17%
	ST 加加	002650.SZ	5.02	8.42%
	H&H 国际控股	1112.HK	10.38	7.68%
	贝因美	002570.SZ	4.94	6.93%
跌幅前五				
	海伦司	9869.HK	1.52	-11.11%
	嘉必优	688089.SH	25.81	-10.48%
	华致酒行	300755.SZ	17.01	-10.05%
	欢乐家	300997.SZ	14.41	-9.09%
	千禾味业	603027.SH	11.34	-8.99%

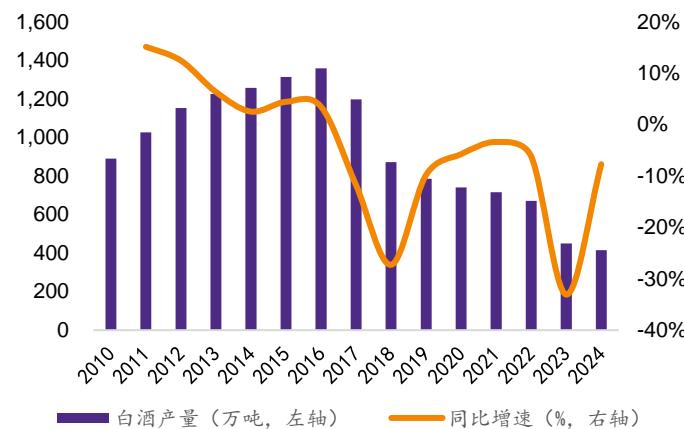
资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

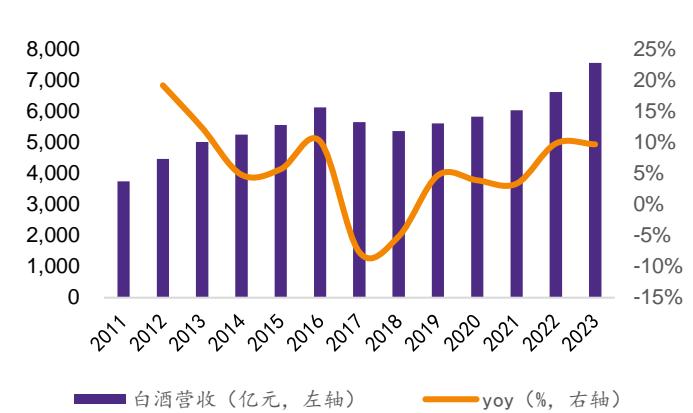
## 2.4、食品饮料行业核心数据趋势一览

白酒行业：

图表 8：2024 年白酒累计产量 414.50 万吨，同-7.72%



图表 9：2023 年白酒行业营收 7563 亿元，同+9.70%

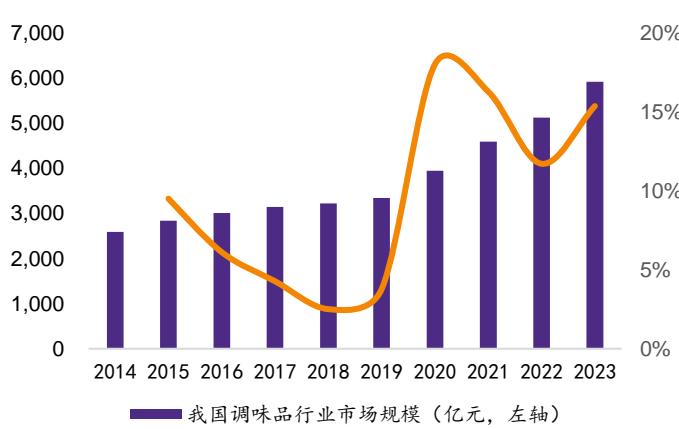


资料来源：Wind，华鑫证券研究

资料来源：中国酒业协会，中国白酒网，国家统计局，华鑫证券研究

调味品行业：

图表 10：调味品行业市场规模从 2014 年 2595 亿增至 2023 年 5923 亿，9 年 CAGR 为 9.6%



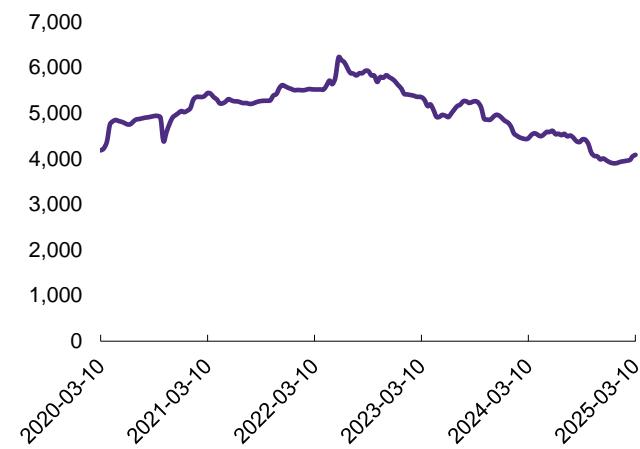
图表 11：百强企业调味品产量从 2013 年 700 万吨增至 2022 年 1749 万吨，9 年 CAGR 为 10.72%



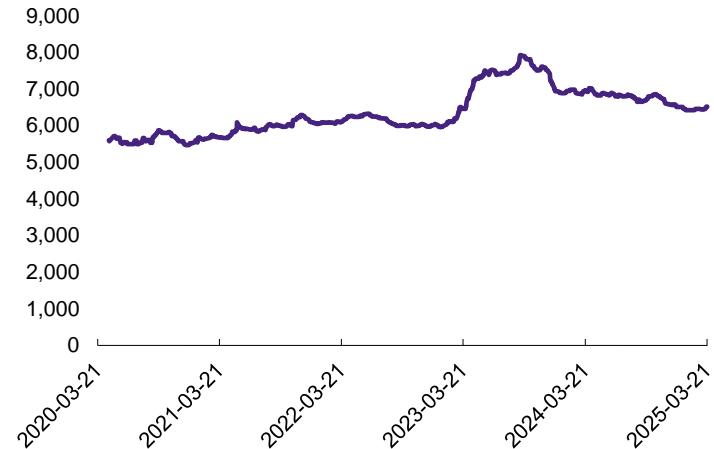
资料来源：艾媒，前瞻产业研究院，华鑫证券研究

资料来源：中国调味品协会，前瞻产业研究院，观研报告网，华鑫证券研究

图表 12：全国大豆市场价（元/吨）



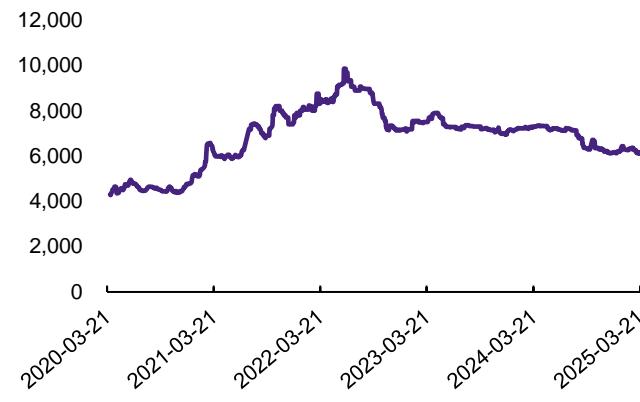
图表 13：白砂糖现货价（元/吨）



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

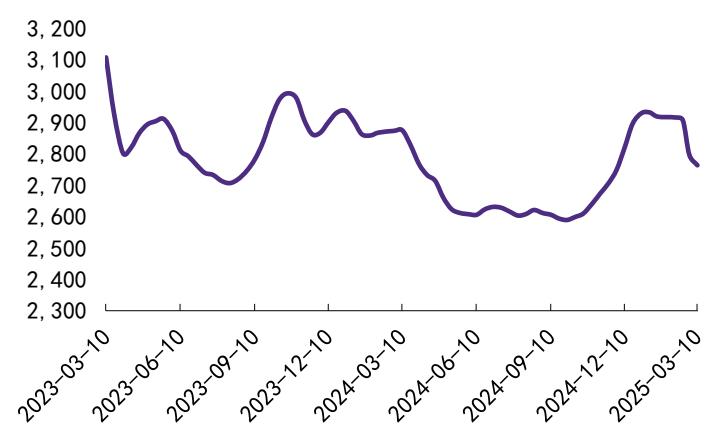
资料来源：Wind, 华鑫证券研究

图表 14：国内 PET 切片现货价(纤维级):国内 (元/吨)



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

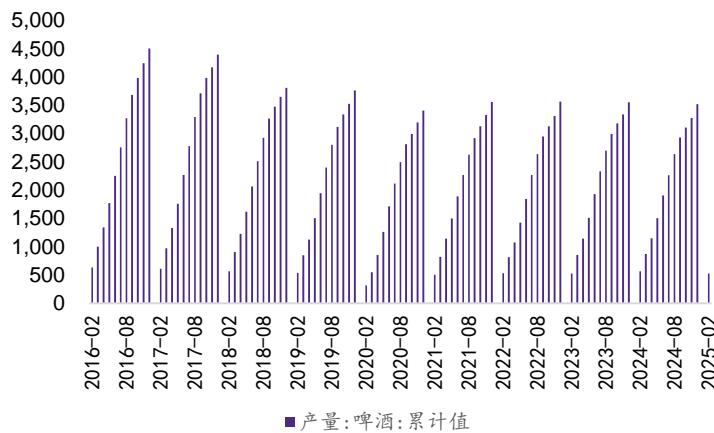
图表 15：瓦楞纸市场价（元/吨）



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

## 啤酒行业：

图表 16: 2025 年 2 月规上企业啤酒产量 526.1 万千升, 同减 7.1%



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

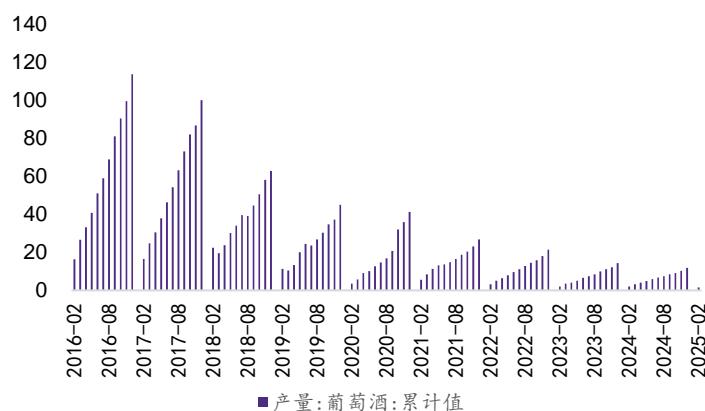
图表 17: 2025 年 2 月啤酒行业产量累计同减 4.9%



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

## 葡萄酒行业：

图表 18: 2025 年 2 月葡萄酒行业产量 1.5 万千升



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

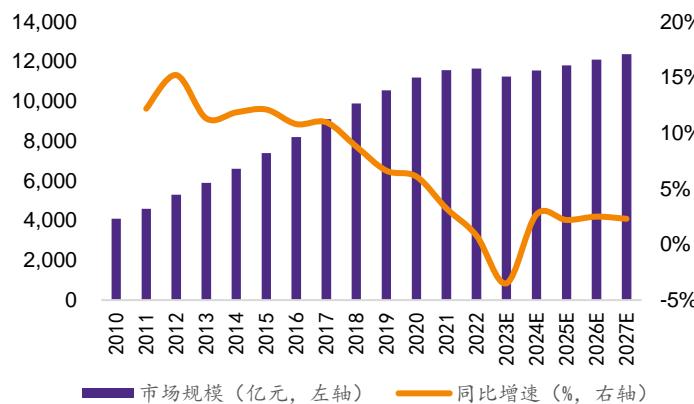
图表 19: 2025 年 2 月葡萄酒行业产量累计同降 25.0%



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

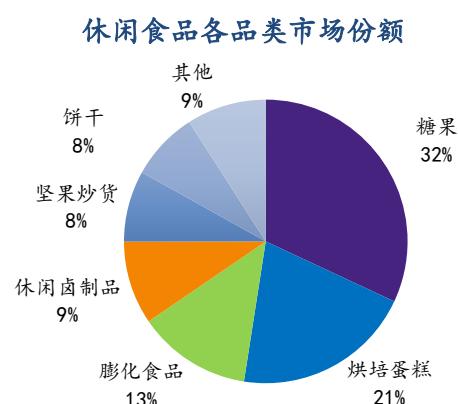
## 休闲食品行业：

图表 20：休闲食品市场规模从 2016 年 0.82 万亿增至 2022 年 1.2 万亿，6 年 CAGR 为 6%



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

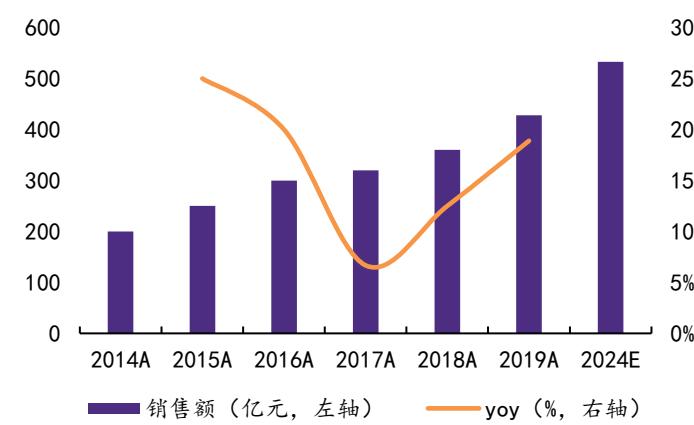
图表 21：休闲食品各品类市场份额



资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

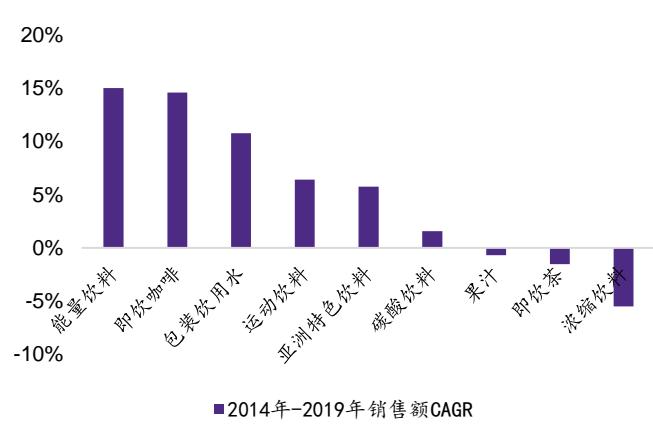
## 软饮料：

图表 22：能量饮料市场规模从 2014 年 200 亿增至 2019 年 428 亿，5 年 CAGR 为 16%



资料来源：Energy Drinks in China，华鑫证券研究

图表 23：饮料行业各品类 2014-2019 年销售额 CAGR



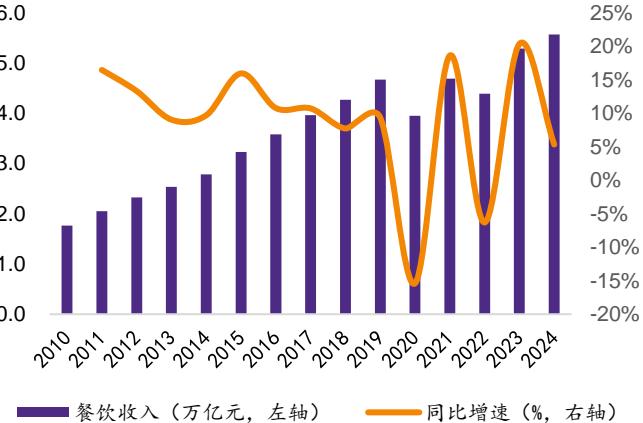
资料来源：东鹏饮料招股说明书，华鑫证券研究

预制菜：

图表 24：预制菜市场规模 2019-2022 年 CAGR 为 20%，预计 2026 年达到 10720 亿元



图表 25：餐饮收入从 2010 年 1.8 万亿增至 2024 年 5.57 万亿，14 年 CAGR 为 5%



资料来源：艾媒咨询，华经产业研究院，华鑫证券研究

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 2.5、重点信息反馈

**华润啤酒：**2024 年营收 386.35 亿元，同减 0.76%；归母净利润 47.39 亿元，同减 8.03%；扣除产能优化所产生的固定资产减值及一次性员工补偿安置费用 0.36 亿元（2023 年为 1.41 亿元），及下半年政府补助及出售土地权益所得 2.66 亿元（2023 年为 9.37 亿元），归母净利润约 45.09 亿元，同增 3.49%。盈利能力上看，2024 年公司毛利率 42.64%，同增 1.28pcts。费用水平上看，2024 年销售/管理费用率分别为 21.69%/8.55%，分别同比 +0.97/-0.09pcts。现金水平上看，2024 年经营活动现金流 69.28 亿元，同增 67%。2024 年啤酒营收 364.86 亿元，同减 1.0%；其中，销量 1087.4 万千升，同减 2.5%；均价 3355 元/千升，同增 1.5%；毛利率 41.1%，同增 0.9pcts；EBDITA margin 为 21.6%，同增 0.7pcts。分价位带看，高档及以上产品销量增长为 9%+，其中喜力销量增长近 20%，老雪、红爵销量增长 100%；次高档及以上产品销量增长单位数；中档及以上产品销量占比首次全年超过 50%。今年前 2 个月在高基数下仍表现较好，利润增速快于收入，后续将持续以高端化为核心，向个性化、精酿化、健康化产品发展。2024 年白酒营收 21.49 亿元，同增 4.0%；EBITDA 为 8.47 亿元，同增 7.9%；EBDITA margin 为 39.4%，同增 1.4pcts。分品牌看，摘要品牌实现 35%增长，从品牌建设宣传、库存管理、做大根据地、控制终端费用等方面持续推进；金沙品牌将持续出新，将主流产品不断做强。

**广州酒家：**公司拟向激励对象授予权益总计不超过 1035 万股，占总股本的 1.82%，首次授予股票期权的行权价格为 16.05 元/份，首次授予的限制性股票的授予价格为 8.83 元/股。本激励计划首次拟授予的激励对象 227 人，包括公司高管 1 人、核心职能管理人员及核心骨干 226 人。三个行权期考核目标来看：1) 以 2023 年为基数，2025-2027 年营收增长率不低于 16%/28%/40.85%，且不低于对标企业 75 分位值。2) 2025-2027 年归母扣非加权平均净资产收益率不低于 12.58%/12.91%/13.17%，且不低于对标企业 80 分位值。3) 2025-2027 年营业收现率均不低于 110%。4) 2025-2027 年现金分红比例均不低于 40%。预

计股票期权 2025-2029 年费用摊销分别为 202.52/303.78/210.31/101.26/23.37 万元，限制性股票费用摊销分别为 865.9/1298.86/899.21/432.95/99.91 万元。本次激励计划为公司时隔 6 年推出的第二次激励计划，考核目标制定合理，授予权益数量大幅增加，有望充分调动员工积极性，体现公司发展信心。2024 年为传统月饼小年，公司月饼业务在行业承压下逆势增长，品牌势能持续提升，2025 年中秋节在国庆节期间，为月饼大年，叠加持续承接竞品份额，利好月饼营收增长；餐饮端增长预计主要依靠拓店增量，随着新店持续爬坡，预计餐饮业务维持稳健增长；速冻行业竞争加剧，后续公司持续渗透会员制商超、大型连锁等渠道开拓增量，实现对原有业务的补齐。

**有友食品：**公司 2024 年实现营收 11.82 亿元（同增 22%），主要系脱骨鸭掌新品放量所致，归母净利润 1.57 亿元（同增 35%），扣非归母净利润 1.26 亿元（同增 41%），主要系费投效率提升，规模效应释放所致。其中 2024Q4 公司营收 2.96 亿元（同增 43%），归母净利润 0.36 亿元（同增 258%），扣非归母净利润 0.21 亿元（同增 7968%）。**盈利端**，2024Q4 公司毛利率同增 1pct 至 25.69%，目前原料滚动锁价，2025Q1 使用的原料价格边际回落，预计毛利率同比延续优化；2024Q4 销售/管理费用率分别同减 5pct/2pct 至 9.97%/6.07%，主要系规模效应释放所致，预计公司维持费投力度，持续提升费效比；2024Q4 净利率同增 7pct 至 12.21%，盈利能力优化。2024 年泡凤爪类/皮晶类/鸡翅类营收分别为 7.85 /0.93/0.48 亿元，分别同增 9%/6%/24%，大单品泡椒凤爪延续稳健增长，拆分量价来看，公司产品营收增长主要靠量增贡献，2024 年泡凤爪类/皮晶类/鸡翅类销量分别为 1.68/0.25/0.06 万吨，分别同增 14%/11%/28%，吨价分别为 4.67/3.77/7.77 万元/吨，分别同减 5%/4%/4%，主要系公司持续渗透抖音、零食量贩等性价比渠道，销量大幅提升，而渠道结构变化影响吨价表现。此外 2024 年公司其他泡卤风味肉制品营收 1.52 亿元（同增 841%），主要系山姆渠道脱骨鸭掌贡献，筋骨棒、鸡脚筋等新品也进入快速放量阶段。2025 年公司计划发力脱骨类产品，围绕旧品做口味更新，叠加脱骨鸭掌势能延续，预计产品端维持增长。**渠道端**，2024Q4 公司线上/线下渠道营收分别为 0.24/2.67 亿元，分别同增 133%/36%，线上渠道低基数下维持翻倍增长，预计抖音渠道后续仍作为新品推广窗口，2025 年维持费投力度，通过渠道溢出效应推进货架电商渠道增长。公司传统商超渠道相对承压，山姆、零食量贩作为增量渠道，红利加速释放中。**分区域看**，2024Q4 公司西南/华东/华南/西北/华中/华北/东北区域营收分别为 1.11/0.80/0.70/0.11/0.09/0.06/0.02 亿元，分别同比+9%/+25%/+398%/+38%/+29%/-15%/-37%，西南大本营市场增长边际提速，公司计划进一步围绕基地市场扩大品牌优势。

### 3、 行业评级及投资策略

**白酒板块：**本周板块整体回调，春糖整体反馈符合预期。酒企端向市场释放信心，通过费用精准投放、考核方式精细化、调产品结构和渠道结构等方式积极应对需求调整，且把去库挺价优先级上调，全年目标制定保守。从年度数据来看，2024 年规上白酒产量 414.5 万千升（同减 1.8%），销售收入 7963.84 亿元（同增 5.3%），利润为 2508.65 亿元（同增 7.76%），行业延续量跌价增的趋势。3 月 16 日，中办、国办印发“提振消费专项行动方案”，部署 8 方面 30 项重点任务，以“增收减负”来提升居民消费能力和信心，政策端信号积极，效果仍在传导中。前期市场担忧已在股价中反映，目前仍处于白酒行业底部位置，酒企降目标和给经销商打气，外加资本市场低预期，我们建议积极配置。分为

请阅读最后一页重要免责声明

15

两条主线推荐，估值优势推荐：水井坊、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒；全年推荐：五粮液、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒。

大众品板块：行业景气度逐渐企稳。系列促消费政策利好餐饮链需求回暖，休闲食品板块渠道红利持续释放，市场扩容空间充足。本周广州酒家发布激励计划。本次激励计划为公司时隔 6 年推出的第二次激励计划，考核目标制定合理，授予权益数量大幅增加，体现公司发展信心，2025 年为月饼大年，有望在低基数与品牌效应释放实现规模提升。目前大众品预期持续修复中，推荐：西麦食品、有友食品、甘源食品、三只松鼠、东鹏饮料；生育政策出台叠加原奶周期反转预期下，催化乳制品板块需求，长期提示机会：优然牧业、现代牧业、伊利股份和蒙牛乳业。

维持食品饮料行业“推荐”投资评级。

图表 26：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2025-03-24		EPS		PE		投资评级
		股价	2023	2024E	2025E	2023	2024E	
000568.SZ	泸州老窖	130.68	9.00	9.81	10.20	14.52	13.32	12.81 买入
000596.SZ	古井贡酒	175.79	8.68	10.41	11.98	20.25	16.89	14.67 买入
000799.SZ	酒鬼酒	49.52	1.69	0.33	0.46	29.30	150.06	107.65 买入
000858.SZ	五粮液	134.60	7.78	8.49	8.99	17.30	15.85	14.97 买入
002304.SZ	洋河股份	77.29	6.65	5.56	5.43	11.62	13.90	14.23 买入
300908.SZ	仲景食品	28.88	1.72	1.23	1.47	16.79	23.48	19.65 买入
300999.SZ	金龙鱼	31.56	0.53	0.43	0.54	59.55	73.40	58.44 买入
600197.SH	伊力特	15.60	0.72	0.74	0.82	21.67	21.08	19.02 买入
600199.SH	金种子酒	11.51	-0.03	-0.40	0.03	-383.67	-28.78	383.67 买入
600305.SH	恒顺醋业	7.39	0.08	0.13	0.17	92.38	56.85	43.47 买入
600519.SH	贵州茅台	1573.75	59.49	68.23	73.33	26.45	23.07	21.46 买入
600559.SH	老白干酒	18.83	0.73	0.89	1.06	25.79	21.16	17.76 买入
600702.SH	舍得酒业	58.71	5.32	2.83	3.83	11.04	20.75	15.33 买入
600779.SH	水井坊	50.49	2.60	2.75	2.87	19.42	18.36	17.59 买入
600809.SH	山西汾酒	217.00	8.56	10.05	11.18	25.35	21.59	19.41 买入
600872.SH	中炬高新	21.11	2.16	1.07	1.29	9.77	19.73	16.36 买入
603027.SH	千禾味业	11.34	0.52	0.49	0.56	21.81	23.14	20.25 买入
603170.SH	宝立食品	13.12	0.75	0.60	0.73	17.49	21.87	17.97 买入
603198.SH	迎驾贡酒	56.78	2.86	3.35	3.91	19.85	16.95	14.52 买入
603288.SH	海天味业	40.08	1.01	1.12	1.22	39.68	35.79	32.85 买入
603317.SH	天味食品	13.66	0.43	0.59	0.65	31.77	23.15	21.02 买入
603369.SH	今世缘	52.15	2.50	2.87	3.14	20.86	18.17	16.61 买入
603589.SH	口子窖	36.60	2.87	3.32	3.78	12.75	11.02	9.68 买入
603755.SH	日辰股份	27.35	0.57	0.74	0.87	47.98	36.96	31.44 买入
603919.SH	金徽酒	19.02	0.65	0.80	1.01	29.26	23.78	18.83 买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 4、风险提示

- (1) 宏观经济波动风险
- (2) 推荐公司业绩不及预期的风险
- (3) 行业竞争风险
- (4) 食品安全风险
- (5) 行业政策变动风险
- (6) 消费税或生产风险

(7) 原材料价格波动风险

请阅读最后一页重要免责声明

18

## ■ 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**肖燕南：**湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**张倩：**厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

投资建议		预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

投资建议		行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

请阅读最后一页重要免责声明

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

请阅读最后一页重要免责声明

20