

食品饮料行业跟踪周报

业绩前瞻：白酒加速探底，大众品梯次复苏 增持（维持）

2025年03月25日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 李茵琦

执业证书：S0600524110002

liyinqi@dwzq.com.cn

证券分析师 周韵

执业证书：S0600524080009

zhouyun@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书：S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书：S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

■ **白酒：降速调整，逐步筑底。24H2 酒企理性应对市场变化，纷纷进行降速调整。**伴随全年需求逐季走弱，为维护渠道及价盘稳定，3、4 季度酒企报表增速大多呈现逐季走低趋势。基于各自价格带及区域经济 beta 有所不同，各上市酒企量价统筹余地各有不同，24Q4 报表增速分化进一步加大。**25 春节白酒动销实现弱企稳，预判全年增速前低后高，下半年有望迎来报表企稳改善拐点。**春节期间，白酒渠道动销仍处同比下滑状态，但降幅较 24 中秋国庆基本企稳，需求拉力主要来自宴席及返乡聚饮。节后淡季，部分渠道反馈动销同比较春节略有改善，主因宴席需求持续释放，商务宴请需求企稳并有局部回温。参考 25 春节前后动销环比企稳状态，根据季节性外推，我们预判 2025 年白酒动销有望自下半年同比止跌，100~300 元中高端及 1000 元以上高端价位将率先企稳修复。

■ **大众品：1) 乳制品：**供给端，当前奶价持续低迷，上游牧场加速淘汰；需求端，生育补贴政策逐步落地有望提振需求；未来随着行业供需加速改善，上游牧场经营情况有望好转，下游乳企盈利能力有望持续回暖。**2) 啤酒：**24Q4 啤酒消费进入淡季、需求环比回落，叠加龙头酒企 24H2 逐步、主动去化库存，板块表现平淡；展望 2025 年，提振消费政策刺激下，现饮场景有望边际修复；同时头部酒企高端化定力强，啤酒板块量价有望企稳。**3) 饮料：**整体景气度较优，细分赛道龙头仍维持较好收入增长，成本端，24Q3 以来白糖下行趋势明显，pet 成本处相对低位；费用端，行业竞争加剧，叠加春节旺季备货节点提前，预计 Q4 多数饮料企业费用投放力度不会显著收缩。**4) 保健品及酵母：**保健品板块偏可选，24H2 国内需求略有疲软，致下游大客户下单周期拉长，对代工企业带来短期影响。24Q4 酵母龙头安琪海外延续双位数增长，国内家庭端产品景气度仍高，预计收入利润有望维持双位数增速。**5) 休闲食品：**行业景气度在线，我们预计大部分休闲食品公司在 24Q4 保持双位数以上的增长。但考虑春节错期因素，我们预计 25Q1 板块环比降速，其中盐津的业绩相对坚挺。成本方面，葵花籽、棕榈油、小鱼干、坚果等成本略有上涨，我们预计对应公司在 24Q4-25H1 都有一定成本压力。**6) 速冻食品：**24Q4-25Q1 延续 24Q3 的情况，需求端仍待修复，价格竞争的趋势也在延续，叠加旺季天气较暖，对速冻食品消费的需求也有一定影响，但我们认为 24H2 已经是基本面底部。其中安井体现出龙头的韧性，立高因新品放量有一定阿尔法。**7) 调味品：**需求端，2025 年 2 月餐饮/限额以上餐饮社零同比+4.3%/+3.6%，板块需求弱复苏；成本端，25Q1 大豆/白砂糖/玻璃/PET 价格分别同比-13%/-9%/-26%/-16%，板块成本红利有望持续释放，我们预计利润端表现相对更好。

■ **板块核心观点推荐：白酒：**在 2024Q3-Q4 基本面加速探底情况下，优质白酒企业在 2025 年 Q1 已经率先企稳，2025 年受益流动性改善叠加顺周期政策落地，板块表现可期。白酒个股推荐：春节动销居前，见底更为明确，增长预计靠前的白酒企业，如今世缘、山西汾酒、贵州茅台、古井贡酒、迎驾贡酒等，这些企业全年看来产品组合发力均衡、业绩增长能见度较高；从开瓶角度看，泸州老窖、古井贡酒数字化运营领先，春节开瓶数据优秀，收入规模及估值修复空间较大，继续推荐。另外，重点推荐珍酒李渡、五粮液，关注舍得酒业。**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、啤酒顺周期板块重点个股立高食品、立高食品、天味食品、颐海国际、千味央厨；青岛啤酒（A+H）、燕京啤酒。零食仍是 2025 成长领先的板块，弹性重点推荐万辰集团，盐津铺子（更为稳健，且成长被低估），三只松鼠、西麦食品、甘源食品。饮料推荐东鹏饮料，威士忌第二曲重点打造并顺利铺货的百润股份，重视高股息回购预期强的承德露露；乳业推荐蒙牛乳业、伊利股份、天润乳业、妙可蓝多，关注中国飞鹤、新乳业等。保健品推荐代工龙头仙乐健康；另外推荐海外高增、成本红利的安琪酵母。

■ **风险提示：**原材料成本波动预期、行业竞争加剧风险、食品安全问题。

行业走势



相关研究

《周专题：政策春风至，加快乳业复苏》

2025-03-16

《周专题：乳业上游出清加速，预期方向带动个股表现》

2025-03-03

内容目录

1. 白酒：降速调整，逐步筑底	4
1.1. 24 全年理性降速，24Q4 分化加大	4
1.2. 重点酒企跟踪	4
2. 大众品：需求趋势延续，饮料、零食等景气度靠前	6
2.1. 板块观点	6
2.2. 重点企业跟踪	7
3. 食品饮料核心推荐及风险提示	11
4. 风险提示	11

图表目录

表 1: 白酒公司 24Q4 业绩前瞻	4
表 2: 大众品公司 24Q4 业绩前瞻	10

1. 白酒：降速调整，逐步筑底

1.1. 24 全年理性降速，24Q4 分化加大

24H2 酒企理性应对市场变化，纷纷进行降速调整。伴随全年需求逐季走弱，2024 年酒企报表增速亦逐步下移，除茅台、金徽外，其余酒企 24 年度收入表现均较年初指引做理性下修，以便更好维护渠道及价盘稳定。从季度节奏来看，上市酒企大多自 24H2 推进控速去库，3、4 季度增速大多呈现逐季走低趋势。基于各自价格带及区域经济 beta 有所不同，各上市酒企量价统筹余裕各有不同，24Q4 报表增速分化进一步加大。

2025 年白酒春节动销实现弱企稳，预判全年增速前低后高，下半年有望迎来报表企稳改善拐点。2025 年春节，渠道动销同比下滑，降幅较 24 中秋国庆基本企稳，需求拉力主要来自宴席及返乡聚饮，礼赠消费则仍处趋弱状态。节后淡季，部分渠道反馈动销同比较春节略有改善，主因宴席需求持续释放，商务宴请需求企稳并有局部回温。参考 25 春节前后动销环比企稳状态，根据季节性外推，我们预判 2025 年白酒动销有望自下半年同比止跌，100~300 元中高端及 1000 元以上高端价位将率先企稳修复。

表1: 白酒公司 24Q4 业绩前瞻

代码	公司	24Q4 单季同比		24Q3 单季同比		24Q3 累计同比		24H1 累计同比	
		收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润
600519.SH	贵州茅台	12%	14%	15.6%	13.2%	16.9%	15.0%	17.6%	15.9%
000858.SZ	五粮液	0~3%	0~3%	1.4%	1.3%	8.6%	9.2%	11.3%	11.9%
000568.SZ	泸州老窖	-25~-30%	-30~-40%	0.7%	2.6%	10.8%	9.7%	15.8%	13.2%
600809.SH	山西汾酒	-8~-10%	-15~-25%	11.4%	10.4%	17.2%	20.3%	19.6%	24.3%
600702.SH	舍得酒业	-51%	-168%	-30.9%	-79.2%	-15.0%	-48.3%	-7.3%	-35.7%
000799.SZ	酒鬼酒	-65%~-70%	-160~-167%	-67.2%	-213.7%	-44.4%	-88.2%	-35.5%	-71.3%
600779.SH	水井坊	5%	-12%	0.4%	7.7%	5.6%	10.0%	12.6%	19.5%
000596.SZ	古井贡酒	10~12%	13~17%	13.4%	13.6%	19.5%	24.5%	22.1%	28.5%
603198.SH	迎驾贡酒	0~5%	0~5%	1.6%	3.7%	13.8%	20.2%	20.4%	29.6%
002304.SZ	洋河股份	-40~-50%	-230~-250%	-44.8%	-73.0%	-9.1%	-15.9%	4.6%	1.1%
603369.SH	今世缘	-5~0%	-3~-7%	10.1%	6.6%	18.8%	17.1%	22.3%	20.1%
600559.SH	老白干酒	-5~5%	-10~0%	0.3%	25.2%	6.3%	33.0%	10.7%	40.3%
600197.SH	伊力特	-5~0%	-10~0%	-23.3%	-17.8%	0.6%	5.3%	8.9%	12.1%
603919.SH	金徽酒	31%	-2%	15.8%	108.8%	15.3%	22.2%	15.2%	16.0%

数据来源：wind、东吴证券研究所

注：24Q4 收入、利润同比为东吴证券研究所预测，标红为已出预告或年报个股

1.2. 重点酒企跟踪

贵州茅台：根据 2024 年度生产经营公告，2024 年公司营业总收入、归母净利润分别同增 15.4%、14.7%，对应 24Q4 总营收、归母净利润分别同增 12.0%、13.8%。24FY 茅台酒、系列酒营收分别同增 15.2%、19.2%，对应 24Q4 茅台酒、系列酒营收分别同增

13.6%、3.4%，单季增速环比均有放缓，与年内普茅投放节奏靠前、1935 年底控货稳价有关。2025 年公司进一步优化产品投放与渠道结构，有序推动“供需适配”，年初以来普飞批价表现保持稳定，1935 重新锚定 600~800 元价位后动销反馈积极，我们预计 25Q1 季度业绩增速有望兑现在中高单水平。

五粮液: 2024 年渠道回款任务基本按节奏完成，我们预计 24Q4 业绩实现低单增长，2024 全年业绩增速较前三季度差异不大。2025 年，公司以壮士断腕的决心对八代五粮液实施渠道改革，1 月上旬公司即对流通渠道执行停货，2 月经销商持股的销售专营公司成立，后续将通过专营公司强化供货管控，并挖掘新渠道、新场景、新市场增量。在全年增长规划下，通过专营公司强化厂商利益绑定，提振流通渠道价格，成为公司的破题思路。考虑除传统渠道外，公司其他渠道仍保持正常发货节奏，我们预计 25Q1 季度业绩增速有望锚定 2025 全年增长中枢。

泸州老窖: 2024 年公司及时调整回款节奏，年底顺应市场情况以库存消化为主，预计 2024 全年业绩同比略增，对应 Q4 业绩有所回调。2025 年，公司稳定价盘及渠道利润、保障动销基本盘的思路延续，数字化体系运行步入正轨，有望更好实现“执行-反馈-优化”闭环。在 2025 年开门红稳健完成基础上，预计 25Q1 季度业绩增速有望实现同比持平或略增。

山西汾酒: 2024 年公司中秋国庆前后及时调整回款要求，24Q4 多数时间执行控货去库，预计 Q4 业绩同比下滑。2025 年公司腰部产品均衡发力，量价操作思路清晰。为实现青 20、老白汾换代挺价的顺利过渡，2025 年开门红公司适当放松回款进度要求，终端推行分级管控，预计 25Q1 季度业绩增速有望兑现在中单水平，全年各季度报表增速前低后高。

舍得酒业: 根据年报披露，公司 2024 全年营收、归母净利润同比为-24.3%、-80.5%，对应 24Q4 同比分别为-51.1%、-167.9%。2024 年公司着眼于动销去库，渠道回款显著放缓，同时固定成本、费用及税金支出导致利润大幅回落。2025 年考虑渠道资金周转压力仍然较大，预计舍得继续保持去库状态，公司收入增量贡献仍主要来自沱牌及舍之道。预计 2025 全年公司业绩同比仍有回调压力，各季度报表增速前低后高，25Q1 季度业绩在高基数基础上仍有较大下滑压力。

古井贡酒: 2024 年公司全年回款任务基本完成，预计 24Q4 业绩仍有望保持双位数增长。2025 年公司加强腰部产品动销拉动，开门红回款进度同比仅小幅放缓，预计 2025 年公司仍有望保持双位数增长，25Q1 季度业绩在高基数基础上预计实现中单增长。

迎驾贡酒: 2024 年下半年公司适时放松回款要求，帮助渠道及时降低库存水位，预计 24Q4 业绩增速与 24Q3 基本相当。2025 年春节，公司中高档产品洞 6、洞 9 在优势区域合六淮及淮北、宿州等地动销反馈保持积极，年内预计通过增加核心终端签约网点、加强终端管控等方式，有望继续巩固动销势能，预计 2025 年公司有望保持双位数增长。考虑 25 年春节前渠道仍处去库状态，公司开门红回款进度相对偏慢，预计 25Q1 季度业

绩或兑现低单增长，后续在动销持续推动下，回款及业绩增速有望逐步回升。

洋河股份: 2024 年由于市场竞争加剧，洋河蓝色经典价盘表现承压，动销逐步走弱，24Q4 预计同比降幅明显。2025 春节，渠道反馈回款同比较 2024 年状态变化不大。2025 全年考虑公司梦之蓝、海之蓝产品有待调整，预计公司报表收入仍然承压，25Q1 收入增速与 24FY 表现相近。

今世缘: 2024 年，在省内竞争格局变化下，公司动销保持良性增长，24Q4 为推进渠道去库，收入兑现有所收紧。2025 年公司开门红回款兑现较为顺利，淡雅、V3 保持积极增势，四开增长保持稳健，预计公司 25Q1 报表收入有望兑现中高单增速，增长压力好于其他区域酒标的。

2. 大众品：需求趋势延续，饮料、零食等景气度靠前

2.1. 板块观点

乳制品: 供给端看，当前奶价持续低迷，上游经营承压下牧场加速淘汰，2025 年 1 月末我国奶牛存栏 615.9 万头，环比/同比分别减少 0.5%/4.8%，同环比降幅均较 2024 年 12 月扩大。需求端看，25 年 3 月 13 日呼和浩特市卫健委发布育儿补贴项目，3 月 16 日中办、国办印发《提振消费专项行动方案》，提出加大生育养育保障力度，研究建立育儿补贴制度，政策逐步落地有望提振需求。综合来看，未来随着行业供需加速改善，上游牧场经营情况有望好转，下游乳企盈利能力有望持续回暖。

调味品: 需求端，餐饮渠道占调味品下游市场比重达到 50-60%，2025 年 2 月餐饮/限额以上餐饮社零同比+4.3%/+3.6%，调味品需求整体弱复苏；成本端，2025Q1 大豆/白砂糖/玻璃/PET 价格分别同比-13%/-9%/-26%/-16%，板块成本红利有望持续释放。我们预计 25Q1 板块整体弱复苏，利润端表现相对更好。

啤酒: 24Q4 啤酒消费进入淡季、需求环比回落，叠加龙头酒企 24H2 逐步、主动去化库存，板块整体表现平淡。展望 2025 年，系列提振消费政策的刺激下，现饮场景有望边际修复；同时头部酒企高端化定力强，以华润啤酒为例，2025 年 1-2 月公司啤酒销量在高基数情况下仍实现单位数增长、其中喜力销量延续双位数高增、SX 销量进一步修复，前两月 EBIT 增速或快于收入增速。新一轮啤酒消费的旺季降至，龙头酒企库存健康，2025 年啤酒板块量价有望同步企稳。

保健品及酵母: 保健品板块偏可选，24H2 国内需求略有疲软，致下游大客户下单周期拉长，对代工企业带来短期影响。24Q4 酵母龙头安琪海外延续双位数增长，国内家庭端产品景气度仍高，预计收入利润有望维持双位数增速。

软饮料: 整体景气度较优，细分赛道龙头仍维持较好增长，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；费用端看，需求疲软下行业竞争加剧，叠

加春节旺季备货时间同比有提前，预计 Q4 多数饮料企业货折力度加大、费用投放不会显著收缩。其中，龙头东鹏饮料业绩韧性凸显，势能保持，此外预计礼赠属性较为明显的养元饮品、承德露露受益于春节备货提前，Q4 收入有望兑现稳健增长。

休闲食品：行业景气度在线，叠加春节错期因素，以及各个品牌近几年积极推出节日礼盒匹配春节礼赠场景，我们预计大部分休闲食品公司在 24Q4 保持双位数以上的增长。成本方面，葵花籽、棕榈油、小鱼干、坚果等成本略有上涨，预计洽洽食品、甘源食品、劲仔食品在 24Q4 会有一定成本压力。

速冻食品：24Q4 延续 24Q3 的情况，需求端仍有压力，价格竞争的趋势也在延续，叠加旺季天气较暖，对速冻食品消费的需求也有一定影响，但我们认为 24H2 已经是基本面底部，随着需求逐步回暖 25 年有望逐步恢复。其中立高食品因为大 B 渠道新品导入和奶油的持续放量，以及公司逐步理顺内部改革，收入端增速相对亮眼。

2.2. 重点企业跟踪

伊利股份：2024 年液奶需求承压致公司收入疲软，成本红利+强化控费+出售煤炭资产增厚投资收益等利好推动下，预计公司 24 年利润端增长强劲。25Q1 公司注重保持渠道库存健康，我们预计公司 25Q1 液奶收入增长略有压力，25Q2 有望加速改善，全年液奶收入有望稳中有升，销售费用率收缩和喷粉减值减少推动 25 年净利率改善。

天润乳业：2024 年液奶需求承压，公司积极开拓疆外市场，预计收入稳健增长，行业竞争加剧+牧业减值扰动致利润率承压。2025Q1 行业需求平稳，预计公司收入同比略有增长，牧业减值减少有望推动利润率显著改善。

妙可蓝多：根据公司公告，以调整后口径计算(下同)，24 年营收/归母净利润 48.4/1.1 亿，同比-9%/+89.2%，业绩符合此前预告。分产品看，24 年奶酪/液态奶/贸易业务收入同比+6.9%/+3.76%/-35%，奶酪业务中，24 年即食营养/家庭餐桌/餐饮工业系列收入同比+3.2%/+4.9%/+14%，餐饮工业系列收入增长较快主因 24 年 7 月公司合并蒙牛奶酪，协同效应释放下 B 端竞争力提升。24 年公司发力国产原制带动 B 端毛利率改善，产品结构优化致净利率提升。25 年 3 月 5 日公司发布员工持股计划&股权激励计划草案，叠加和蒙牛奶酪协同效应逐步深化，预计 25Q1 公司收入有望实现双位数增长、盈利能力有望持续提升，增长势能强劲。

海天味业：2024 年公司渠道改革效果显著+成本红利释放，预计收入利润均稳健增长。2025Q1 居民端需求较好有望推动收入同比增长高单，成本红利延续有望推动净利润稳健增长。

中炬高新：低基数+春节备货拉动+发力食用油业务有望推动公司 24Q4 收入端高增，低盈利产品占比提升+去年同期利润高基数致 24Q4 公司利润端承压；25 年成本红利释

放叠加少数股东损益收回，利润弹性可期。

千禾味业：低基数+春节备货拉动有望推动公司 24Q4 收入稳健增长，渠道结构优化+成本红利有望推动净利率提升；25Q1 零添加舆论风波扰动下预计收入增速放缓，成本红利延续利好盈利能力提升。

天味食品：根据公司业绩快报，24 年营业收入 34.76 亿元，同比增长 10.41%；归母净利润 6.26 亿元，同比增长 36.99%。25Q1 中调高景气+底料维稳下预计收入端有望同比增长中高单，持续控费+产品结构优化有望推动利润率略有改善。

青岛啤酒：新董事长上任后的首个完整年度，组织管理进一步向好、内部认可度高、业绩诉求强。24H2 严查需出库（故销量下滑幅度行业偏大），库存健康、轻装上阵，叠加 2025M3 开始基数转低，期待旺季销量表现。此外 2024 年公司的主力市场北方地区餐饮受损程度较大，餐饮修复或带来更强的弹性。预计 2025 年收入单位数、利润低双位数增长。

华润啤酒：2025 年公司目标积极，销量目标低单位数增长、收入有望重拾增势、利润表现或更优。其中，喜力销量预计维持双位数高增；SX 在产品焕新调整后，深蹲起跳、或实现较快增长；雪花纯生加速非现饮渠道覆盖以增加销量；同时积极培育老雪、红爵等高端产品，布局精酿、0°、轻卡等新品类。据业绩公告，25M1-2 高基数下销量表现仍较好、EBIT 表现更优。高端化定力充足，啤白有望双向赋能。

燕京啤酒：大单品 U8 势能仍强劲（2024 全年增速或在 30%左右），且公司改革逻辑逐步兑现（关厂提效、提高费效、采购优化等），2023 年公司净利率仅 7%，对比其他龙头企业青啤/华润/重啤/珠江分别为 13%/13%/20%/13%，盈利能力提升空间充足。

仙乐健康：内需承压，保健品偏可选，24H2 保健品及 KA 大客户返单放缓，进入去库存状态；加之新零售业务拓展略有乏力，24Q3 开始中国区出现降速、进入调整期。我们预计 24Q4 中国区仍有下滑、美洲维持高双位数增长、欧洲区增速稳定。展望 2025 年，公司推进中小客户服务模式改善、提升中长尾客户的服务能力，中国区有望在新零售业务拓展及大客户修复的带动下显著改善；随着新市场开拓，欧洲预计维持高单-低双位数增长；同时公司积极引入 AI 赋能研发，期待爆品打造。

安琪酵母：公司从容加速海外布局（海外建厂），海外市场攻势已起，且气势如虹，我们预计海外市场有望保持双位数高增速，成为未来增长引擎。利润端，酵母行业单一原料占比高，2024 年以来糖蜜供给回暖，我们预计 2025 年糖蜜价格或同比下滑 10%以上，公司凭借资金、技术、渠道优势，有望充分享受成本红利。同时，公司本轮的产能投放接近尾声，2025 年资本开支有望触顶回落。

东鹏饮料：根据公司公告，2024 年公司实现总营收 158.39 亿元/同比+40.6%，归母净利润 33.3 亿元/同比+63.1%，单 Q4 营收 32.8 亿元/同比+25.1%，归母净利润 6.2 亿元/同比+61.2%。分产品看，24 年东鹏特饮/电解质饮料/其他饮料分别同比+28.5%/+280.4%

+103.2%，补水啦凭借精准的“快速补充电解质”定位，成功将消费场景从传统“困累”场景延伸至运动补水的“汗点”场景，单品迈进十亿单品行列。25 年春节期间公司持续推动返乡专案等各项行动有效落地，促进市场动销，同时 Q1 推出“补水啦”小补水系列、果味茶饮料“果之茶”，主打“真果真茶，自然好喝”，包括柠檬红茶、蜜桃乌龙、西柚茉莉三种口味，多品类培育稳步推进，我们预计 25Q1 有望顺利兑现开门红，业绩增速有望锚定 2025 全年增长中枢。

百润股份：结合公司反馈，2025 年春节预调酒核心单品动销同比均有增长，库存消化至不足 2M，Q1 上市青梅龙井口味销售反馈较好，第二曲线方面，公司 25Q1 已经正式推出 22/66 两款威士忌流通品，招商进展积极，截至目前威士忌业务经销商签约率 6-7 成，考虑 Q1 威士忌仍处于招商铺货阶段，收入增量预计于后续季度进一步释放，整体看，预计 25Q1 季度收入有望重回平稳增长。

洽洽食品：24Q4 新采购季葵花籽成本开始上涨，根据最新反馈 25Q1 的采购成本有所下降，最新的采购价格已经只略高于 24 年的成本，预计 Q1 毛利率可能相比 Q4 有改善。Q1 收入端受春节错位影响可能有一定压力，持续关注 3 月补库情况。

盐津铺子：25Q1 的表现依旧稳健，在零食板块中营收增速好于同行。市场此前担心抖音增速放缓，但的确是公司主动控费的行为，反而抖音控费有利于利润率改善。全年收入 20%增长的确性较高，净利率预计同比继续提升。

三只松鼠：由于春节错位因素，预计 24Q4 高增，25Q1 略有放缓。此前微信小店的情绪泡沫基本消化，后续继续关注公司线下分销、新品孵化的进展。

甘源食品：重点关注海外渠道的进展，根据反馈，印尼市场年前筹备，年后开始第一波发货，后续继续观察动销和补库。全年来看，越南还有空间，除印尼外，马来、泰国等都希望陆续进入。

劲仔食品：建议关注会员制商超渠道的进展，此外公司在线上渠道的布局力度较弱，后续若有改善预计能带来一定弹性。

有友食品：公司已经发布 24 年年报，新品脱骨鸭掌带动营收高增，盈利水平也有显著改善。我们建议持续关注新品鸭掌的增长趋势，根据反馈，25Q1 预计环比 24Q4 仍在环比增长。

西麦食品：中长期看好公司，公司未来 2 年收入中枢在 15%以上，行业在当前消费环境下属于小而美的赛道，公司头部优势明显，有市占率提升的逻辑。短期看 25 年有渠道红利、成本红利，营收、利润增速在板块中均靠前。

安井食品：24Q4-25Q1，公司在高基数下仍有韧性，表现好于行业大盘。展望 2025 年，针对行业竞争公司的费用投放灵活有余力，面点产品通过差异化应对竞争，烤肠增加 C 端产品提升盈利水平，同时小龙虾价格企稳，综合考虑以上因素，我们认为公司基

本面已经触底，估值也充分反应此前悲观预期。

千味央厨：公司积极挖掘渠道新增量，新零售渠道24年过亿，25年预计翻倍，大客户方面在开拓山姆和麦当劳。25年考虑到渠道和客户的开拓，我们预计收入个位数增长，净利率预期和24H2相当，仍有一定竞争，但我们预计不会进一步恶化。

立高食品：在速冻板块中阿尔法凸显，得益于新品拉动。24年11月山姆三款新品月销售额均破千万，奶油随着产能释放有望贡献新的增量。25年是改革效果充分释放的一年，收入好于大盘，利润率弹性可期。中长期仍有成为烘焙供应链平台企业的潜力。

表2：大众品公司24Q4业绩前瞻

代码	公司	24Q4 单季同比		24Q3 单季同比		24Q3 累计同比		24H1 累计同比	
		收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润
乳制品	伊利股份	-4%	-23%	-6.7%	8.5%	-8.6%	15.9%	-9.5%	19.4%
	天润乳业	-1%	5908%	2.7%	200.5%	3.5%	-84.4%	3.9%	-122.2%
	妙可蓝多	-8%	-40%	-12.1%	152.0%	-9.4%	571.7%	-6.9%	168.8%
调味品	海天味业	22%	6%	9.8%	10.5%	9.4%	11.2%	9.2%	11.5%
	中炬高新	31%	-94%	2.2%	32.9%	-0.2%	145.3%	-1.4%	124.2%
	千禾味业	7%	14%	-12.6%	-22.6%	-1.9%	-9.2%	3.8%	-2.4%
	天味食品	22%	42%	10.9%	64.8%	5.8%	35.0%	3.0%	18.8%
啤酒	青岛啤酒	5%	减亏	-5.3%	-9.0%	-6.5%	1.7%	-7.1%	6.3%
	燕京啤酒	8%	减亏	0.2%	19.8%	3.5%	34.7%	5.5%	47.5%
	重庆啤酒	-11%	增亏	-7.1%	-10.1%	0.3%	-0.9%	4.2%	4.2%
保健品&添加剂	仙乐健康	8%	1%	10.4%	1.6%	21.8%	29.5%	28.8%	52.7%
	安琪酵母	11%	15%	27.1%	7.0%	13.0%	4.2%	6.9%	3.2%
饮料	东鹏饮料	25%	61%	47.3%	78.4%	45.3%	63.5%	44.2%	56.2%
	百润股份	0~5%	0~5%	-6.0%	-24.0%	-2.9%	-13.7%	-1.4%	-8.4%
	承德露露	5%~10%	10~15%	-3.0%	-2.3%	6.1%	-5.5%	9.4%	-6.8%
	养元饮品	10~15%	40~50%	-18.8%	-47.3%	-7.8%	-4.7%	-2.0%	13.0%
肉制品	双汇发展	-5~0%	30%+	3.9%	1.2%	-4.8%	-12.1%	-9.3%	-19.0%
	洽洽食品	2%	-24%	3.7%	21.4%	6.2%	23.8%	7.9%	25.9%
休闲食品	盐津铺子	21%	39%	26.2%	15.6%	28.5%	24.5%	29.8%	30.0%
	三只松鼠	41%	28%	24.0%	221.9%	56.5%	101.2%	75.4%	88.6%
	甘源食品	27%	0%	15.6%	17.1%	22.2%	29.5%	26.1%	39.3%
	劲仔食品	22%	-6%	12.9%	42.6%	18.7%	61.2%	22.2%	72.4%
	有友食品	43%	255%	28.0%	75.2%	16.8%	14.3%	10.3%	-5.2%
	西麦食品	18%	-11%	6.5%	53.9%	26.5%	17.1%	38.8%	1.8%
速冻食品	安井食品	4%	8%	4.6%	-36.8%	7.8%	-6.7%	9.4%	9.2%
	千味央厨	1%	-33%	-1.2%	-42.1%	2.7%	-13.5%	4.9%	6.1%
	立高食品	23%	184%	-1.1%	35.1%	5.2%	28.2%	8.9%	25.0%

数据来源：wind、东吴证券研究所

注：24Q4收入、利润同比为东吴证券研究所预测，标红为已出预告或年报个股

3. 食品饮料核心推荐及风险提示

白酒：在 2024Q3-Q4 基本面加速探底情况下，优质白酒企业在 2025 年 Q1 已经率先见底，2025 年受益流动性改善叠加顺周期政策落地，板块表现可期。白酒个股推荐：春节动销居前，见底更为明确，增长预计靠前的白酒企业，如今世缘、山西汾酒、贵州茅台、古井贡酒、迎驾贡酒等，这些企业的全年看产品组合发力均衡、业绩增长能见度高；从开瓶角度看，泸州老窖、古井贡酒数字化运营领先，春节开瓶数据优秀，收入规模及估值修复空间较大，继续推荐。另外，重点推荐珍酒李渡、五粮液，关注舍得酒业。

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、啤酒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；青岛啤酒（A+H）、燕京啤酒。零食仍是 2025 成长领先的板块，弹性重点推荐万辰集团，盐津铺子（更为稳健，且成长被低估），三只松鼠、西麦食品、甘源食品。饮料推荐东鹏饮料，威士忌第二曲重点打造并顺利铺货的百润股份，重视高股息回购预期强的承德露露；乳业推荐蒙牛乳业、伊利股份、天润乳业、妙可蓝多，关注中国飞鹤、新乳业、优然牧业、现代牧业；保健品推荐代工龙头仙乐健康；另外推荐海外高增、成本红利的安琪酵母。

4. 风险提示

原材料成本波动预期、行业竞争加剧风险、食品安全问题。

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>