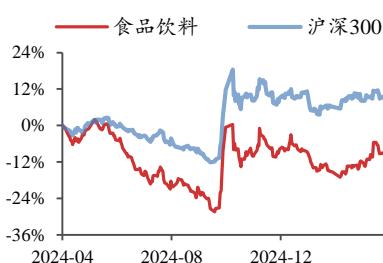


食品饮料

2025年03月30日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《糖酒会反馈：平淡中孕育新机——行业周报》-2025.3.23

《2月电商数据分析：白酒线上消费回暖，重视零食板块成长性——行业点评报告》-2025.3.17

《底部区间板块回暖，生育补贴政策催化显著——行业周报》-2025.3.16

板块进入业绩披露期，建议低点加配布局

——行业周报

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

张思敏（联系人）

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790123070080

● 核心观点：2024Q4 业绩分化，2025Q1 应是底部区间

3月24日-3月28日，食品饮料指数涨幅为0.4%，一级子行业排名第3，跑赢沪深300约0.4pct，子行业中肉制品(+2.9%)、乳品(+2.1%)、啤酒(+2.0%)表现相对领先。本周多家食品类公司发布年报。从已公布的业绩来看，四季度业绩分化明显。(1) 双汇发展2024Q4盈利全面改善，一方面肉制品吨利保持高位运行；另一方面得益于淡储旺销和核心渠道贡献，屠宰板块业绩明显改善。(2) 天味食品2024Q4利润超此前业绩预告，收入端受益于需求旺盛，全年股权激励目标达成；利润端受益于原料成本价格下降，营运管理效率提升以及销售费用投放费效比提升，盈利能力明显改善。复调行业景气度延续，看好天味长期发展空间。

(3) 嘉必优2024Q4业绩增速创单季度新高，主要得益于国内市场新国标红利释放以及国际市场帝斯曼专利到期，大客户份额占比提升。公司资产重组方案获交易所受理，完成后有望完善嘉必优前端底层研发实力，AI医疗应用端发展空间更大。(4) 劲仔食品2024Q4新品销售进度略低于预期，同时渠道结构调整影响利润率水平，业务略低于市场预期。可关注公司后续各类产品销售情况，以及新子品牌势能建设情况。(5) 广州酒家2024Q4业绩承压，餐饮板块虽表现较好，但不敌食品板块市场需求较弱下滑较多，同时市场竞争激烈，公司加大促销力度导致毛利率走低，利润承担较大压力。当前已经进入财报披露期，我们判断白酒企业2024Q4业绩压力普遍加大，主因多数酒企2024H2注重调节渠道秩序，下调全年目标来实现渠道库存良性发展。而多数食品企业2024Q4业绩表现较好，主因春节期间错配部分备货在四季度实现。往一季度展望，白酒企业同期基数较高，而2025年春节回款动销压力较大，白酒业绩应无太多亮眼表现，根据基数推断2025H2业绩增速大概率上行。大众品企业2025Q1在高基数以及节日错配的影响下，业绩增速可能普遍偏低，而后应是逐季走高。从业绩节奏判断，板块当前处于底部区间，建议低点加配，以白酒、啤酒、零食板块为主进行布局。

● 推荐组合：山西汾酒、贵州茅台、甘源食品、西麦食品

(1) 山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。(2) 贵州茅台：公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。(3) 甘源食品：公司持续保持营收稳定增长，出海战略初见成效，看好公司出海战略下的中长期发展。(4) 西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。

● 风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

目 录

1、每周观点：市场平淡在预期之内，着眼长期底部布局.....	3
2、市场表现：食品饮料跑赢大盘	3
3、上游数据：部分上游原料价格回落	4
4、酒业数据新闻：泸州老窖绿豆大曲 X15 上市发布	6
5、备忘录：关注贵州茅台 4 月 3 日年度报告披露.....	7
6、风险提示	8

图表目录

图 1：食品饮料涨幅 0.4%，排名 3/28.....	3
图 2：肉制品、乳品、啤酒表现相对领先	3
图 3：妙可蓝多、光明肉业、佳禾食品涨幅领先.....	4
图 4：麦趣尔、莲花控股、西王食品跌幅居前.....	4
图 5：2025 年 3 月 18 日全脂奶粉中标价同比+27.1%.....	4
图 6：2025 年 3 月 20 日生鲜乳价格同比-12.5%.....	4
图 7：2025 年 3 月 29 日猪肉价格同比+2.3%.....	5
图 8：2024 年 12 月生猪存栏数量同比-1.6%.....	5
图 9：2025 年 2 月能繁母猪数量同比+0.6%.....	5
图 10：2025 年 3 月 22 日白条鸡价格同比-1.5%.....	5
图 11：2025 年 2 月进口大麦价格同比-10.4%.....	5
图 12：2025 年 2 月进口大麦数量同比-39.5%.....	5
图 13：2025 年 3 月 28 日大豆现货价同比-12.8%.....	6
图 14：2025 年 3 月 20 日豆粕平均价同比-3.4%.....	6
图 15：2025 年 3 月 28 日柳糖价格同比-8.3%.....	6
图 16：2025 年 3 月 21 日白砂糖零售价同比-0.3%.....	6
表 1：最近重大事件备忘录：关注贵州茅台 4 月 3 日年度报告披露.....	7
表 2：关注 3 月 23 日发布的行业周报	7
表 3：重点公司盈利预测及估值	8

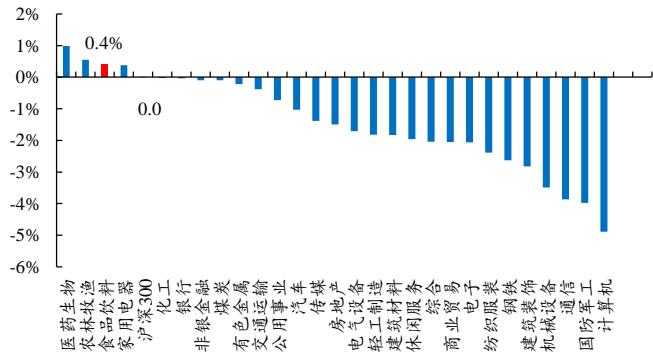
1、每周观点：2024Q4 业绩分化，2025Q1 应是底部区间

3月24日-3月28日，食品饮料指数涨幅为0.4%，一级子行业排名第3，跑赢沪深300约0.4pct，子行业中肉制品(+2.9%)、乳品(+2.1%)、啤酒(+2.0%)表现相对领先。个股方面，妙可蓝多、光明肉业、佳禾食品涨幅领先；麦趣尔、莲花控股、西王食品跌幅居前。本周多家食品类公司发布年报。从已公布的业绩来看，四季度业绩分化明显。(1) 双汇发展2024Q4盈利全面改善，一方面肉制品吨利保持高位运行；另一方面得益于淡储旺销和核心渠道贡献，屠宰板块业绩明显改善。(2) 天味食品2024Q4利润超此前业绩预告，收入端受益于需求旺盛，全年股权激励目标达成；利润端受益于原料成本价格下降，营运管理效率提升以及销售费用投放费效比提升，盈利能力明显改善。复调行业景气度延续，看好天味长期发展空间。(3) 嘉必优2024Q4业绩增速创单季度新高，主要得益于国内市场新国标红利释放以及国际市场帝斯曼专利到期，大客户份额占比提升。公司资产重组方案获交易所受理，完成后有望完善嘉必优前端底层研发实力，AI医疗应用端发展空间更大。(4) 劲仔食品2024Q4新品销售进度略低于预期，同时渠道结构调整影响利润率水平，业务略低于市场预期。可关注公司后续各类产品销售情况，以及新子品牌势能建设情况。(5) 广州酒家2024Q4业绩承压，餐饮板块虽表现较好，但不敌食品板块市场需求较弱下滑较多，同时市场竞争激烈，公司加大促销力度导致毛利率走低，利润承担较大压力。当前已经进入财报披露期，我们判断白酒企业2024Q4业绩压力普遍加大，主因多数酒企2024H2注重调节渠道秩序，下调全年目标来实现渠道库存良性发展。而多数食品企业2024Q4业绩表现较好，主因春节时间错配部分备货在四季度实现。往一季度展望，白酒企业同期基数较高，而2025年春节回款动销压力较大，白酒业绩应无太多亮眼表现，根据基数推断2025H2业绩增速大概率上行。大众品企业2025Q1在高基数以及节日错配的影响下，业绩增速可能普遍偏低，而后应是逐季走高。从业绩节奏判断，板块当前处于底部区间，建议低点加配，以白酒、啤酒、零食板块为主进行布局。

2、市场表现：食品饮料跑赢大盘

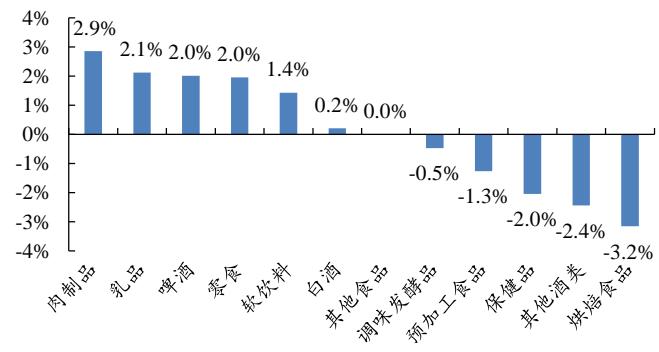
3月24日-3月28日，食品饮料指数涨幅为0.4%，一级子行业排名第3，跑赢沪深300约0.4pct，子行业中肉制品(+2.9%)、乳品(+2.1%)、啤酒(+2.0%)表现相对领先。个股方面，妙可蓝多、光明肉业、佳禾食品涨幅领先；麦趣尔、莲花控股、西王食品跌幅居前。

图1：食品饮料涨幅0.4%，排名3/28

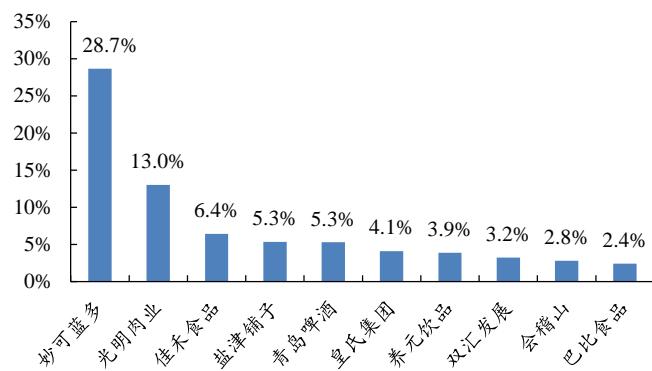


数据来源：Wind、开源证券研究所

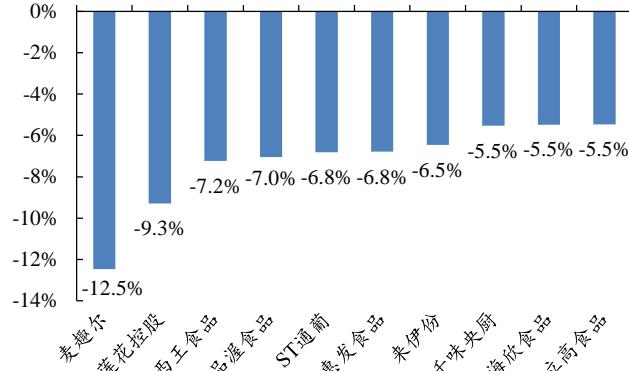
图2：肉制品、乳品、啤酒表现相对领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：妙可蓝多、光明乳业、佳禾食品涨幅领先


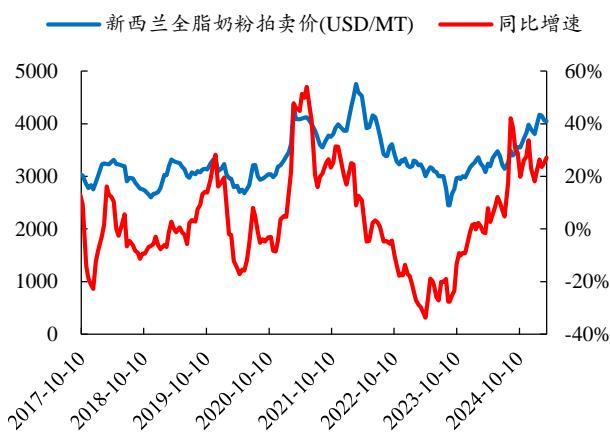
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：麦趣尔、莲花控股、西王食品跌幅居前


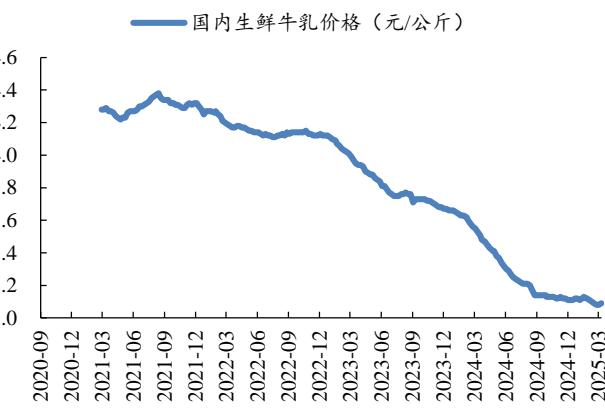
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、上游数据：部分上游原料价格回落

3月18日，GDT拍卖全脂奶粉中标价4052美元/吨，环比+0.2%，同比+27.1%，奶价同比上升。3月20日，国内生鲜乳价格3.1元/公斤，环比+0.3%，同比-12.5%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

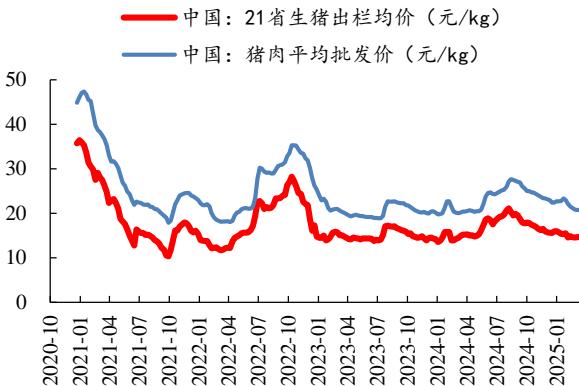
图5：2025年3月18日全脂奶粉中标价同比+27.1%


数据来源：GDT、开源证券研究所

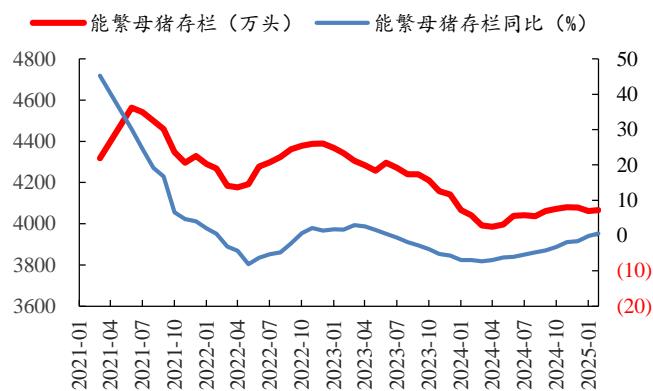
图6：2025年3月20日生鲜乳价格同比-12.5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

3月29日，生猪出栏价格14.6元/公斤，同比-3.9%，环比-0.2%；猪肉价格20.9元/公斤，同比+2.3%，环比+0.4%。2025年2月，能繁母猪存栏4066.0万头，同比+0.6%，环比+0.1%。2024年12月生猪存栏同比-1.6%。2025年3月22日，白条鸡价格17.5元/公斤，同比-1.5%，环比-0.2%。

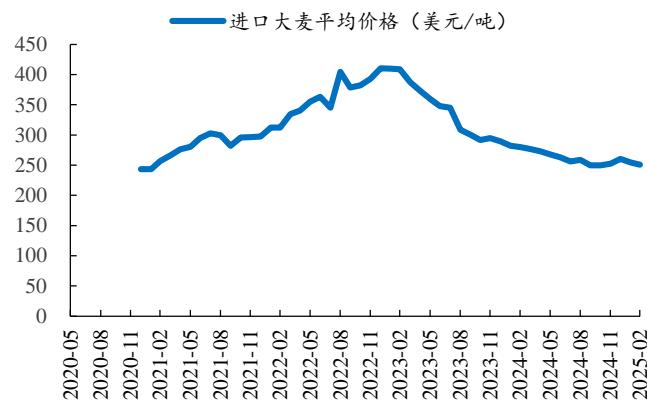
图7：2025年3月29日猪肉价格同比+2.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

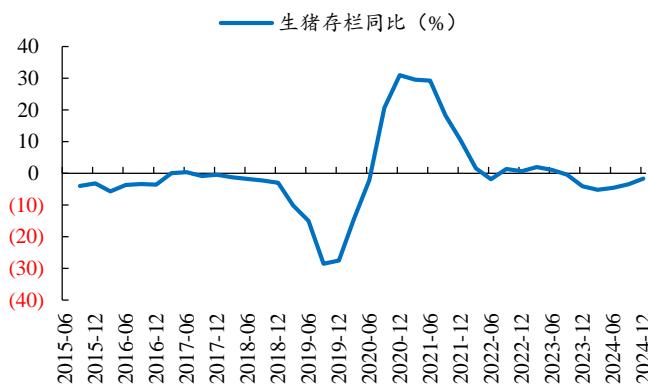
图9：2025年2月能繁母猪数量同比+0.6%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2025年2月，进口大麦价格251.1美元/吨，同比-10.4%。2025年2月进口大麦数量69.0万吨，同比-39.5%，进口大麦数量及平均价格持续下降，啤酒企业原料成本有望得到缓解。

图11：2025年2月进口大麦价格同比-10.4%


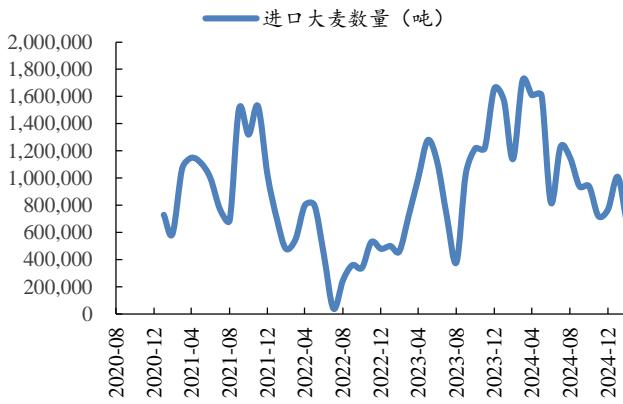
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024年12月生猪存栏数量同比-1.6%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2025年3月22日白条鸡价格同比-1.5%

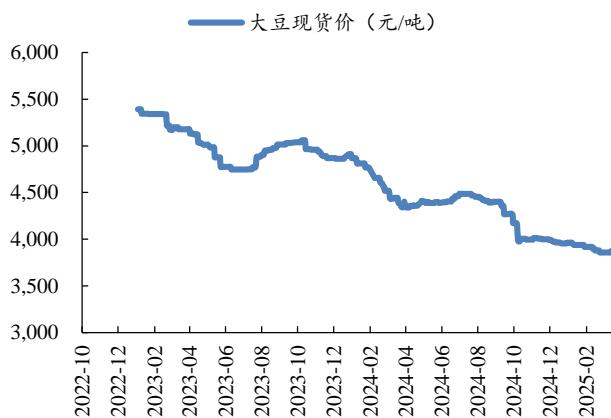

数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2025年2月进口大麦数量同比-39.5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

3月28日，大豆现货价3873.6元/吨，同比-12.8%。3月20日，豆粕平均价格3.7元/公斤，同比-3.4%。

图13：2025年3月28日大豆现货价同比-12.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2025年3月20日豆粕平均价同比-3.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

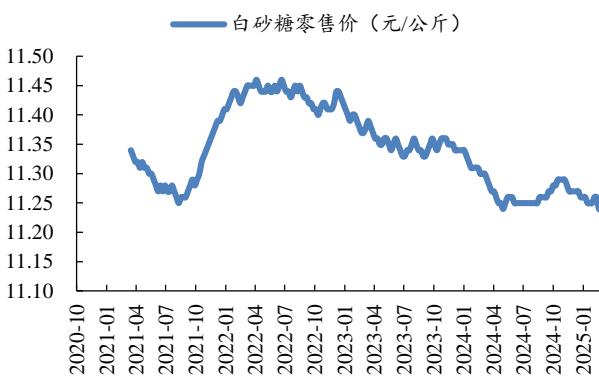
3月28日，柳糖价格6210.0元/吨，同比-8.3%；3月21日，白砂糖零售价格11.2元/公斤，同比-0.3%。

图15：2025年3月28日柳糖价格同比-8.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2025年3月21日白砂糖零售价同比-0.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：泸州老窖绿豆大曲X15上市发布

泸州老窖产品扫码率达40%。3月25日，泸州老窖发布投资者关系活动记录表提到，春节期间，公司主要产品动销和开瓶量同比实现正增长，库存可控，数字化转型卓有成效。现阶段产品整体扫码率达40%，公司已构建消费者数据模型，将坚持以消费者为中心，做好消费者、渠道和终端的管理和服务，持续激励消费者扫码开瓶（来源于微酒）。

泸州老窖绿豆大曲X15上市发布。3月22日，“绿豆露酒健康元素数字化首发仪式暨泸州老窖·绿豆大曲X15上市发布会”在泸州老窖浓香国酒荟盛大举行。绿豆大曲X15从利好消费者的“健康元素”出发，直接在产品包装上标注内含物质元素含量，成为白酒行业健康元素数字化的开创者。绿豆大曲X15的推出，不仅是泸州老窖养生酒业对健康赛道的战略卡位，更标志着光瓶酒从“价格战”迈向“价值战”的竞争升级（来源于糖酒快讯）。

中国啤酒出口增长 11.7%。2025 年 1-2 月，我国累计出口啤酒 11.18 万千升，同比增长 11.7%；金额为 5.56 亿元人民币，同比增长 17.0%。其中，1 月出口啤酒 6.21 万千升，同比增长 2.8%；金额为 3.16 亿元人民币，同比增长 11.8%；2 月出口啤酒 4.97 万千升，同比增长 25.4%；金额为 2.40 亿元人民币，同比增长 24.7%。2025 年 1-2 月，中国累计进口啤酒 4.469 万千升，同比增长 27.1%；金额为 4.2662 亿元人民币，同比增长 15.6%。其中，1 月中国进口啤酒 2.088 万千升，同比增长 26.8%；金额为 1.9688 亿元人民币，同比增长 16.8%；2 月中国进口啤酒 2.381 万千升，同比增长 27.4%；金额为 2.30 亿元人民币，同比增长 14.6%（来源于酒说）。

5、备忘录：关注贵州茅台 4 月 3 日年度报告披露

下周（3 月 31 日-4 月 6 日）有 9 家公司披露年度报告，3 家公司召开股东大会。

表1：最近重大事件备忘录：关注贵州茅台 4 月 3 日年度报告披露

公司	业绩披露	股东会
2025/3/31 安琪酵母		湖北省宜昌市 (14: 00)
2025/3/31 泉阳泉	年度报告	
2025/3/31 燕塘乳业	年度报告	
2025/3/31 佳禾食品		江苏省苏州市 (14: 00)
2025/3/31 青岛啤酒	年度报告	
2025/4/1 金字火腿	年度报告	
2025/4/2 东鹏饮料		深圳市南山区 (15: 00)
2025/4/2 会稽山	年度报告	
2025/4/3 海天味业	年度报告	
2025/4/3 贵州茅台	年度报告	
2025/4/3 重庆啤酒	年度报告	
2025/4/3 西王食品	年度报告	

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注 3 月 23 日发布的行业周报

报告类型	报告名称	时间
行业周报	政策积极乐观，底部重视消费	3 月 9 日
公司点评	东鹏饮料：2024 年收入高增，2025 年稳中求进	3 月 11 日
行业周报	底部区间板块回暖，生育补贴政策催化显著	3 月 16 日
行业点评	2 月电商数据分析：白酒线上消费回暖，重视零食板块成长性	3 月 17 日
行业周报	糖酒会反馈：平淡中孕育新机——行业周报	3 月 23 日
公司点评	有友食品：业绩表现好于预期，新业务打造成长驱动力	3 月 23 日
公司点评	金徽酒：2024 年增速靓丽，2025 年稳中求进	3 月 25 日
公司点评	舍得酒业：2024 年主动降速，2025 年蓄势增质	3 月 23 日
公司点评	双汇发展：2024Q4 盈利明显改善，分红率维持较高水平	3 月 27 日
公司点评	劲仔食品：2024 年顺利收官，收入利润稳健增长	3 月 27 日
公司点评	广州酒家：2024Q4 公司业绩承压，激励计划彰显未来信心	3 月 29 日

资料来源：Wind、开源证券研究所

表3：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价(元)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
贵州茅台	买入	1585.2	68.21	76.98	87.78	23.2	20.6	18.1
五粮液	买入	133.2	8.72	9.70	10.65	15.3	13.7	12.5
泸州老窖	买入	132.3	11.18	13.60	16.28	11.8	9.7	8.1
洋河股份	增持	77.0	6.79	6.99	7.36	11.3	11.0	10.5
山西汾酒	买入	217.2	10.52	12.35	14.69	20.6	17.6	14.8
口子窖	增持	36.5	3.18	3.47	3.79	11.5	10.5	9.6
古井贡酒	增持	173.1	11.16	13.94	17.51	15.5	12.4	9.9
金徽酒	增持	18.8	0.77	0.86	0.99	24.6	21.8	19.1
伊利股份	买入	28.2	1.83	1.82	1.98	15.4	15.5	14.3
新乳业	增持	14.7	0.64	0.75	0.89	22.9	19.6	16.5
双汇发展	增持	26.8	1.44	1.51	1.59	18.6	17.7	16.9
中炬高新	增持	20.7	0.90	1.10	1.41	23.0	18.8	14.7
涪陵榨菜	增持	13.8	0.76	0.83	0.92	18.2	16.7	15.0
海天味业	买入	41.0	1.12	1.27	1.44	36.6	32.3	28.5
恒顺醋业	增持	7.5	0.13	0.15	0.19	57.6	49.9	39.4
西麦食品	增持	16.1	0.59	0.81	0.99	27.2	19.8	16.2
嘉必优	买入	25.1	0.74	0.92	1.15	33.9	27.3	21.8
绝味食品	增持	15.8	1.01	1.17	1.30	15.6	13.5	12.1
煌上煌	增持	10.7	0.18	0.23	0.31	59.6	46.7	34.6
广州酒家	增持	16.1	0.87	1.00	1.12	18.5	16.1	14.4
甘源食品	买入	70.1	4.54	5.60	6.87	15.4	12.5	10.2
劲仔食品	增持	12.0	0.65	0.76	0.93	18.5	15.7	12.8
天味食品	增持	13.9	0.59	0.66	0.77	23.6	21.1	18.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2025年3月28日，盈利预测均采用开源证券预测值）

6、风险提示

宏观经济下行风险、食品安全风险、原料价格波动风险、消费需求复苏低于预期等。

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。若您并非专业投资者及风险承受能力为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。

分析师承诺

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。

股票投资评级说明

	评级	说明
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。

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。

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，已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形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

地址：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
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn