

2025 年 04 月 06 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 关税靴子落地，白酒韧性凸显

—食品饮料行业周报

推荐(维持)

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

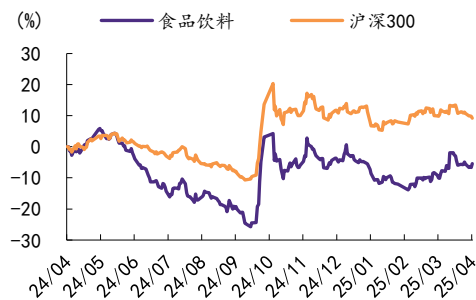
联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

## 行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料(申万)	3.4	5.9	-8.3
沪深 300	-2.4	2.5	8.2

## 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：业绩密集披露期，关注结构性机会》2025-03-30
- 2、《食品饮料行业周报：春糖会反馈符合预期，政策端持续加码消费》2025-03-24
- 3、《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

## 一周新闻速递

行业新闻：1) 1-2 月福建啤酒出口规模居全国首位。2) 贵州发布 12.6 亿元酒类项目。

公司新闻：1) 洋河股份：洋河新区推动酒产业“三链融合”。2) 山西汾酒：汾酒赴五粮液交流座谈。3) 金种子酒：合肥市场春节销售额增长 100%。

## 投资观点

美国征税幅度超预期，我国针对性采取反制措施。美国时间 4 月 2 日，美方宣布对所有贸易伙伴征收“对等关税”：1) 对所有进口商品征收 10% 的关税；2) 对美贸易逆差更大的国家征收更高的对等关税，其中对中国（包括香港、澳门）加征 34% 关税，综合税率达 54%，预计将对我国对美出口业务带来较大压力。一方面，我国国务院关税税则委员会 4 月 4 日公告称，对原产于美国的所有进口商品加征 34% 关税，直接应对美国关税冲击，保护国内产业；另一方面，我国前期发布多项扩内需政策，有望保障国内基本消费需求平稳，经济稳中向好。

白酒板块：本周板块略有回调，动销仍处于淡季。从行业基本面来看，白酒行业商业模式稳定，受关税等外部因素扰动较小，建议持续关注政策端对于需求的催化效果。贵州茅台发布 2024 年年报，茅台发布 2024 年业绩，略超预告，圆满收官，2024 年总营业收入/归母净利润分别为 1741.44/862.28 亿元，分别同比+16%/+15%；2025 年公司主要目标是总营收同比增长 9% 左右，完成固定资产投资 47.11 亿元，目标达成可期。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：我国关税反制措施在短期内预计推升大豆、玉米等原材料价格，一方面豆粕等饲料成本上涨预计加速乳品养殖端产能去化，另一方面我国大豆进口源多元化进一步平滑成本波动。本周海天味业发布 2024 年年报，2024 年总营业收入/归母净利润分别为 269.01/63.44 亿元，分别同比

+10%/+13%，顺利达成全年利润目标，2024 年公司分红额度与比例均创历史新高，目前公司进一步适应渠道迭代，在主品延续稳增的同时，小品类快速放量，夯实龙头领先优势。结合前期大众品年报数据，企业端明显提高分红额度与分红比例，同时加速推进并购等资本动作，在外部需求承压下，积极调整经营重心，2025 年有望延续经营稳中向好趋势。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	2025-04-06 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
000568.SZ	泸州老窖	132.58	9.00	9.81	10.20	14.73	13.51	13.00	买入
000596.SZ	古井贡酒	174.47	8.68	10.41	11.98	20.10	16.76	14.56	买入
000799.SZ	酒鬼酒	47.54	1.69	0.33	0.46	28.13	144.06	103.35	买入
000858.SZ	五粮液	132.00	7.78	8.49	8.99	16.97	15.55	14.68	买入
002304.SZ	洋河股份	76.75	6.65	5.56	5.43	11.54	13.80	14.13	买入
002847.SZ	盐津铺子	72.80	2.58	2.33	3.04	28.22	31.24	23.95	买入
002956.SZ	西麦食品	17.10	0.52	0.56	0.76	32.88	30.54	22.50	买入
002991.SZ	甘源食品	76.34	3.53	4.28	5.28	21.63	17.84	14.46	买入
003000.SZ	劲仔食品	12.92		0.65	0.72		19.88	17.94	买入
600519.SH	贵州茅台	1568.88		68.64	75.23		22.86	20.85	买入
600702.SH	舍得酒业	58.82		1.04	1.31		56.56	44.90	买入
600779.SH	水井坊	49.25	2.60	2.75	2.87	18.94	17.91	17.16	买入
600809.SH	山西汾酒	218.15	8.56	10.05	11.18	25.48	21.71	19.51	买入
600872.SH	中炬高新	20.96	2.16	1.07	1.29	9.70	19.59	16.25	买入
603170.SH	宝立食品	13.39	0.75	0.60	0.73	17.85	22.32	18.34	买入
603288.SH	海天味业	40.67		1.14	1.24		35.68	32.80	买入
603317.SH	天味食品	14.49		0.59	0.67		24.56	21.63	买入
603345.SH	安井食品	79.35	5.04	4.99	5.79	15.74	15.90	13.70	买入
603369.SH	今世缘	52.52	2.50	2.87	3.14	21.01	18.30	16.73	买入
603697.SH	有友食品	10.29		0.37	0.43		27.81	23.93	买入
605499.SH	东鹏饮料	259.10		6.40	8.46		40.48	30.63	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 .....	9
2.5、重点信息反馈 .....	14
3、行业评级及投资策略.....	20
4、风险提示.....	22

图表目录

图表 1：本周行业涨跌幅一览（%） .....	6
图表 2：2024. 9. 24-2025. 4. 6 消费行业细分板块涨跌幅.....	6
图表 3：2024. 9. 24-2025. 4. 6 食品饮料板块二级行业涨跌幅.....	6
图表 4：2024. 9. 24-2025. 4. 6 食品饮料板块三级行业涨跌幅.....	7
图表 5：2024. 9. 24-2025. 4. 6 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

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 ..... 21

# 1、一周新闻速递

## 1.1、行业新闻

- 1-2 月福建啤酒出口规模居全国首位。
- 商务部延长欧盟进口白兰地反倾销调查。
- 贵州发布 12.6 亿元酒类项目。

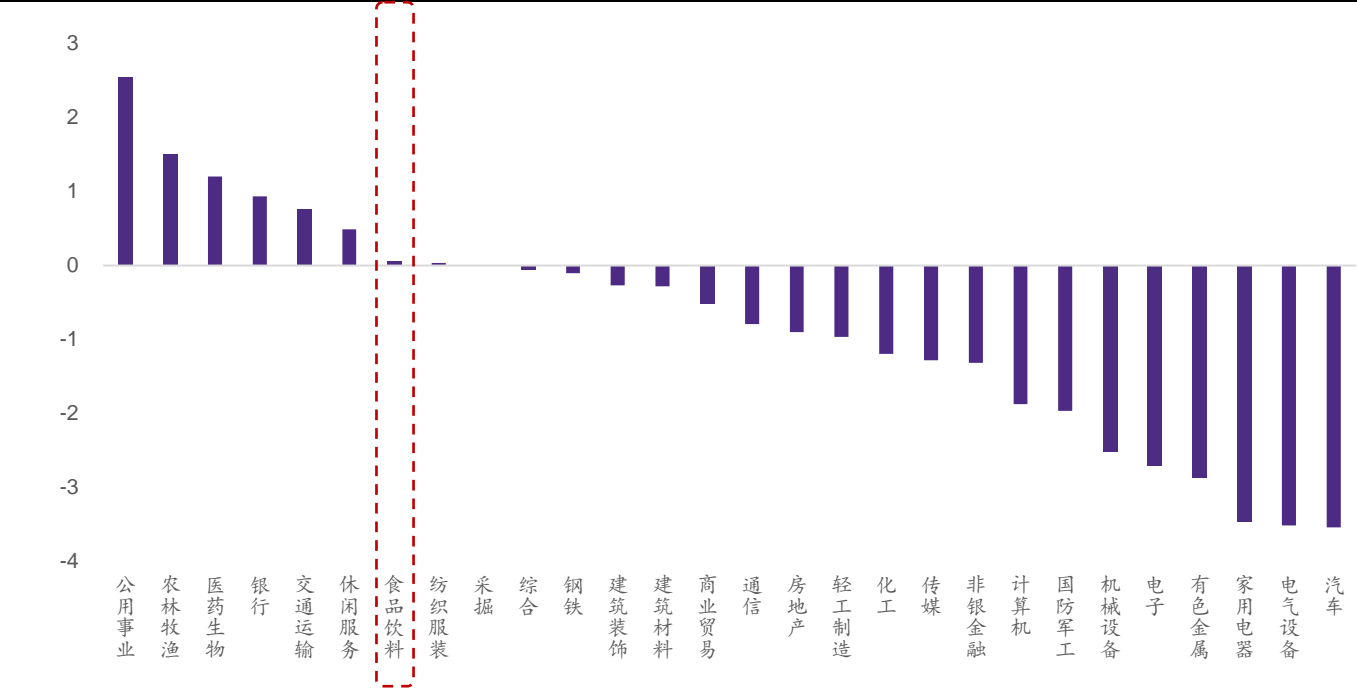
## 1.2、公司新闻

- 贵州茅台：1) 2024 年总营收 1741.44 亿元；2) 张德芹到访泸州老窖；3) 茅台生态公司赴杭开展校企合作；4) 李群调研茅台集团文物工作。
- 五粮液：2024 年五粮春信阳销售额破亿元。
- 洋河股份：洋河新区推动酒产业“三链融合”。
- 山西汾酒：汾酒赴五粮液交流座谈。
- 金种子酒：合肥市场春节销售额增长 100%。
- 郎酒：红花郎发布最新婚宴政策。
- 习酒：贵州省政府官宣习酒重大人事调整。
- 董酒：贵州董酒到访广东省酒协。
- 会稽山：部分重点产品提价。

## 2、本周重点公司反馈

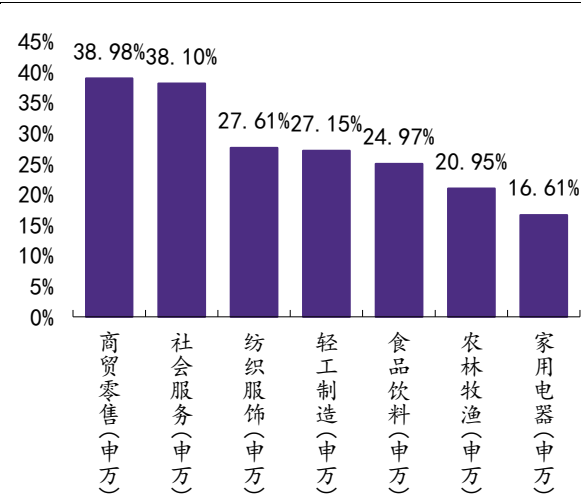
### 2.1、本周行业涨跌幅

图表 1：本周行业涨跌幅一览（%）



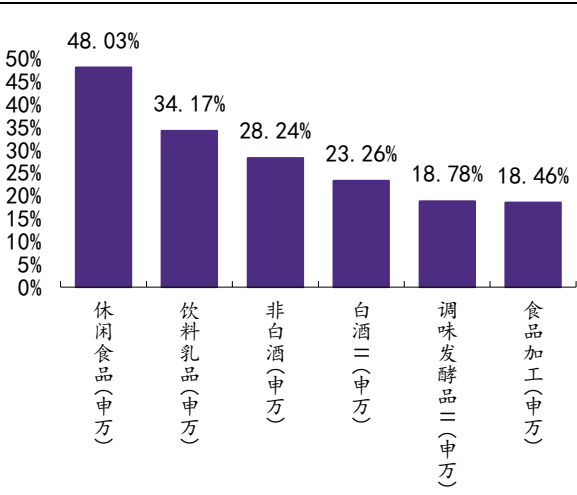
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：2024. 9. 24-2025. 4. 6 消费行业细分板块涨跌幅



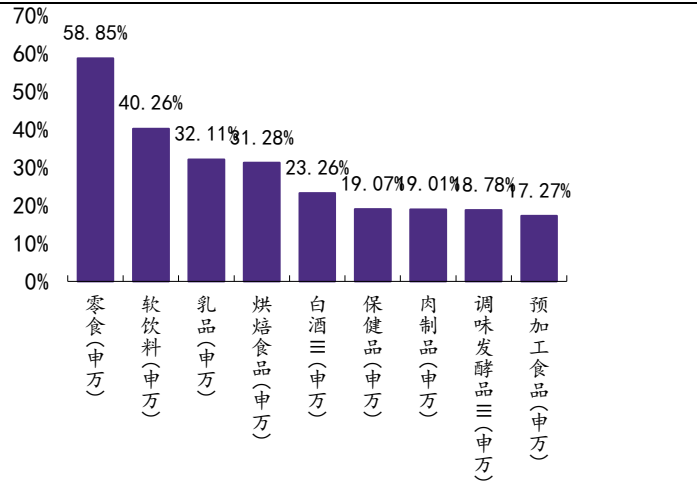
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 3：2024. 9. 24-2025. 4. 6 食品饮料板块二级行业涨跌幅



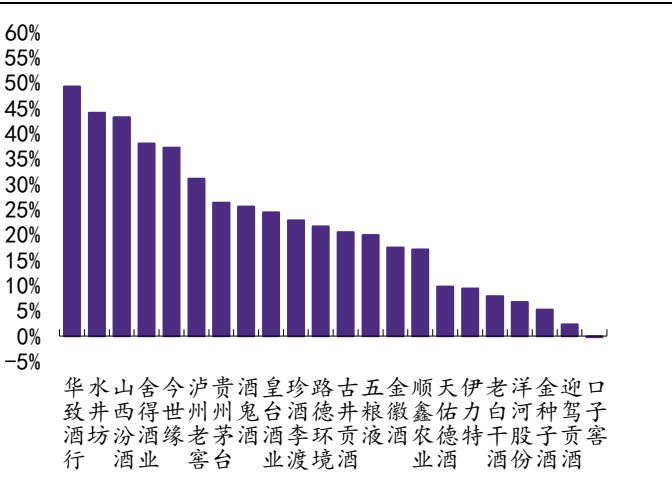
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 4：2024. 9. 24-2025. 4. 6 食品饮料板块三级行业涨跌幅



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 5：2024. 9. 24-2025. 4. 6 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
贵州茅台	1) 公司实现总营业收入 1,741.44 亿元，同比增长 15.66%；利润总额达到 1,196.39 亿元，同比增长 15.41%；实现归母净利润 862.28 亿元，同比增长 15.38%。2) 公司拟以向全体股东每 10 股派发现金红利 276.24 元 (含税)，合计派发现金红利 346.71 亿元。
会稽山	公司于 2025 年 4 月 2 日公布财报。2024 年，公司实现总营业收入 16.31 亿元，同比增长 15.6%；利润总额达到 2.60 亿元，同比增长 14.83%；实现归母净利润 1.96 亿元，同比增长 17.74%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 4.00 元 (含税)，实际派发基数为 4.70 亿股，合计派发现金红利 1.88 亿元，占 2024 年度净利润的 95.92%。
古越龙山	浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司宣布自 2025 年 4 月 22 日起，对部分重点产品进行提价，提价幅度从 2%至 12%不等，旨在提升品牌力和市场竞争力。
重庆啤酒	1) 公司实现总营业收入 146.45 亿元，同比减少 1.15%；利润总额达到 29.20 亿元，同比减少 13.5%；实现归母净利润 11.15 亿元，同比减少 16.61%。2) 公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.90 元 (含税)，合计分配现金红利 4.36 亿元 (含税)。
青岛啤酒	公司拟向普通股每股派发现金红利人民币 2.20 元 (含税)，现金分红总额约为人民币 30 亿万元 (含税)。现金分红净利润的比率 69.07%
海天味业	1) 公司实现总营业收入 269.01 亿元，同比增长 9.53%；利润总额达到 75.13 亿元，同比增长 11.49%；实现归母净利润 63.44 亿元，同比增长 12.75%。2) 拟派发现金红利 47.73 亿元 (含税)，每 10 股派发现金红利 8.60 元 (含税)。
中炬高新	吴剑因个人原因申请辞去公司副总经理职务，持有公司股份 365,443 股，辞职后股份将依据相关规定管理。
盐津铺子	股东张学文解除质押 267.4 万股，占其所持股份的 6.37%，占公司总股本的 0.98%。解除日期为 2025 年 4 月 1 日。张学文质押 260 万股，占其所持股份的 6.20%，占公司总股本的 0.95%。质押开始日为 2025 年 3 月 31 日，质押用途为个人资金需求。
东鹏饮料	公司已于 2025 年 4 月 3 日向香港联交所递交 H 股发行并上市申请，并在香港联交所网站刊登申请资料



金字火腿	向全体股东每 10 股派发现金 0.3 元（含税），现金分红总额为 3632 万元，占当期归属于上市公司股东的净利润比例为 58.42%。
克明食品	公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购股份数量为 20,117,647 股，占公司现有总股本的 6.04%，最高成交价为 10.99 元/股，最低成交价为 9.44 元/股，成交总金额为约 2 亿元（不含交易费用）。
巴比食品	公司已累计通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式回购公司股份 843.3 万股，占公司当前总股本的比例为 3.40%，回购成交的最高价格为 17.35 元/股，最低价格为 12.77 元/股，已支付的资金总额为人民币 11,987.4 万元（不含交易佣金等交易费用）。
千味央厨	中德证券授权栗帅先生自 2025 年 4 月 1 日起接替崔胜朝先生担任公司持续督导保荐代表人，继续履行对公司的持续督导责任。
立高食品	2024 年 12 月 2 日起，立高转债转股价格由 96.02 元/股调整为 95.82 元/股。2025 年第一季度，立高转债因转股减少 50 张债券（票面总金额 5,000 元），转股数量为 52 股。
仙乐健康	2025 年第一季度，共有 100 张“仙乐转债”完成转股，合计转成 237 股“仙乐健康”股票。
汤臣倍健	截至 2025 年 3 月 31 日，公司累计回购股份 88.8 万股，占总股本的 0.0522%，最高成交价为 11.28 元/股，最低成交价为 11.23 元/股，支付总金额为人民币 999.3 万元（不含交易费用）。
南侨食品	南侨食品自 2024 年 6 月 20 日至 2025 年 6 月 19 日期间计划回购公司股份用于员工持股计划或股权激励，预计回购金额为 0.5 亿元至 0.8 亿元。截至 2025 年 3 月 31 日，公司已累计回购股份 0.03 亿股，占总股本的 0.7848%，累计支付金额约为 0.48 亿元，回购价格区间为 13.79 元/股至 15.00 元/股。2025 年 3 月，公司未进行股份回购操作。
李子园	截至 2025 年 3 月 31 日，累计有 51,000 元“李子转债”转换为公司普通股股票，累计转股股数为 2,636 股，占转股前公司已发行股份总额的 0.0007%。
来伊份	累计已回购股数 215.54 万股，占总股本 0.64%，已回购金额 2 亿元，实际回购价格区间：7.87 元/股至 10.25 元/股。
百润股份	百润公司宣布“百润转债”转股价格为 46.96 元/股，转股期从 2022 年 4 月 12 日至 2027 年 9 月 28 日，2025 年第一季度无转股发生，剩余可转债数量为 11,275,119 张，金额为 11.3 亿元。
嘉必优	嘉必优生物技术（武汉）股份有限公司计划在 12 个月内，以 0.15 亿元至 0.3 亿元的资金回购公司股份，截至 2025 年 3 月 31 日尚未开始回购。
新乳业	新乳业 2025 年第一季度内，“新乳转债”未发生转股，剩余可转债金额为 7.18 亿元，公司总股本保持不变，为 8.61 亿股。
龙大美食	2025 年第一季度可转换公司债券转股情况公告显示，公司发行的 9.5 亿元“龙大转债”自 2021 年 1 月 18 日起可转股，截至 2025 年 3 月 31 日，因转股减少 394.83 万元，剩余可转债余额为 9.5 亿元，转股数量累计为 418,601 股。
洽洽食品	截至 2025 年 3 月底已回购股份 723,200 股，占总股本 0.143%，成交总金额约 0.2 亿元，回购价格区间为 26.05 元至 29.53 元/股，计划回购资金总额为 0.4 亿至 0.8 亿元。

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

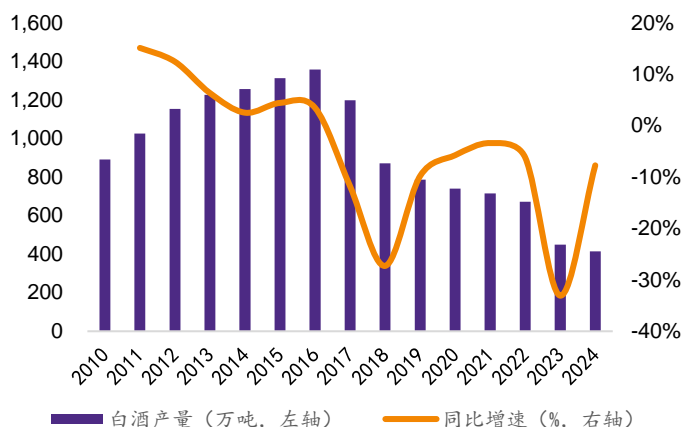
	证券简称	股票代码	收盘价	本周涨跌幅
白酒	涨幅前五			
	珍酒李渡	6979.HK	7.37	3.37%
	金徽酒	603919.SH	19.34	2.76%
	舍得酒业	600702.SH	58.82	1.98%
	古井贡酒	000596.SZ	174.47	0.80%
	顺鑫农业	000860.SZ	17.11	0.65%
	跌幅前五			
	酒鬼酒	000799.SZ	47.54	-1.06%
	今世缘	603369.SH	52.52	-1.20%
	路德环境	688156.SH	12.52	-1.26%
	迎驾贡酒	603198.SH	54.26	-1.44%
	水井坊	600779.SH	49.25	-3.15%
大众品	涨幅前五			
	锅圈	2517.HK	2.40	31.15%
	盐津铺子	002847.SZ	72.80	19.64%
	周黑鸭	1458.HK	2.12	13.98%
	卫龙美味	9985.HK	15.96	12.71%
	祖名股份	003030.SZ	18.05	9.66%
	跌幅前五			
	中国圣牧	1432.HK	0.19	-5.47%
	奈雪的茶	2150.HK	1.10	-5.98%
	蜜雪集团	2097.HK	404.40	-6.39%
	澳优	1717.HK	2.01	-6.51%
	中国飞鹤	6186.HK	5.80	-11.99%

资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

## 2.4、食品饮料行业核心数据趋势一览

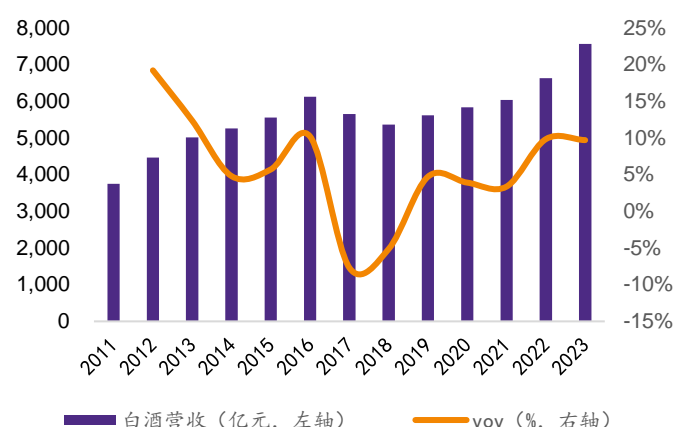
白酒行业：

图表 8：2024 年白酒累计产量 414.50 万吨，同-7.72%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

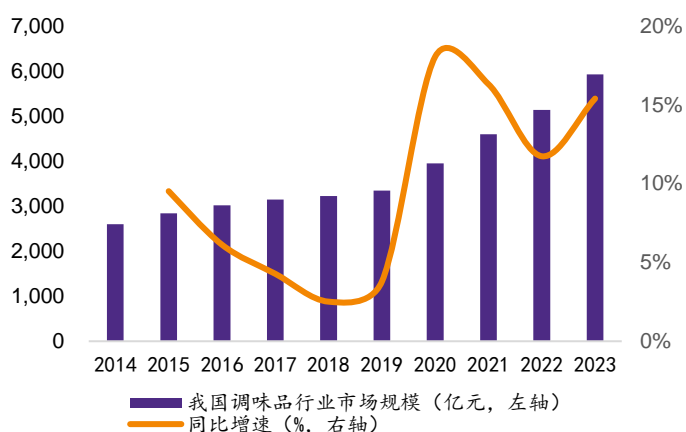
图表 9：2023 年白酒行业营收 7563 亿元，同+9.70%



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

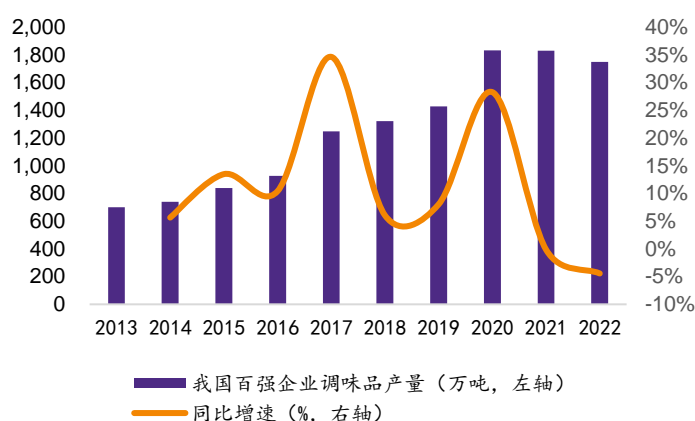
调味品行业：

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%



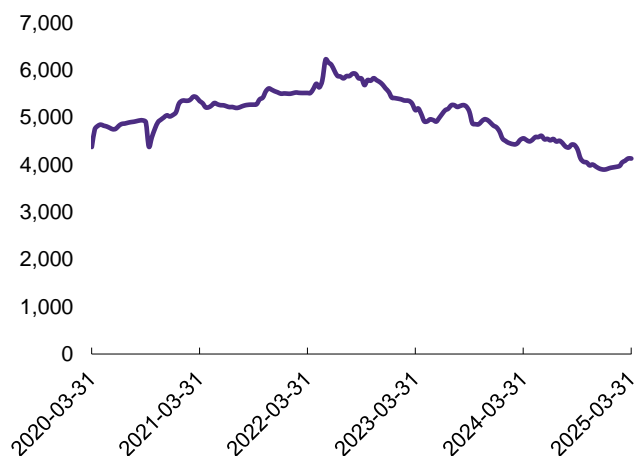
资料来源：艾媒，前瞻产业研究院，华鑫证券研究

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%



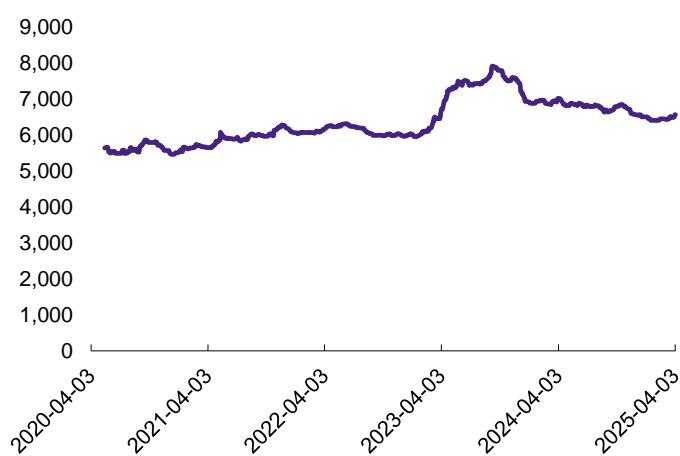
资料来源：中国调味品协会，前瞻产业研究院，观研报告网，华鑫证券研究

图表 12: 全国大豆市场价 (元/吨)



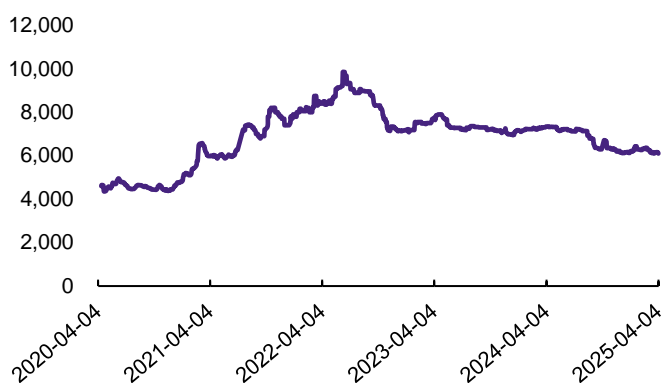
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 13: 白砂糖现货价 (元/吨)



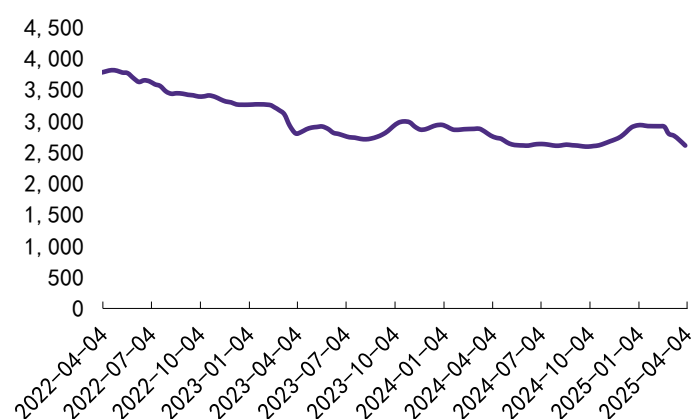
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

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

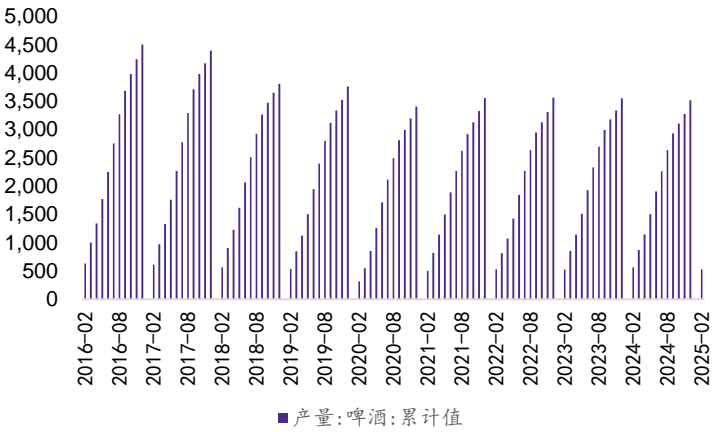
图表 15: 瓦楞纸市场价 (元/吨)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

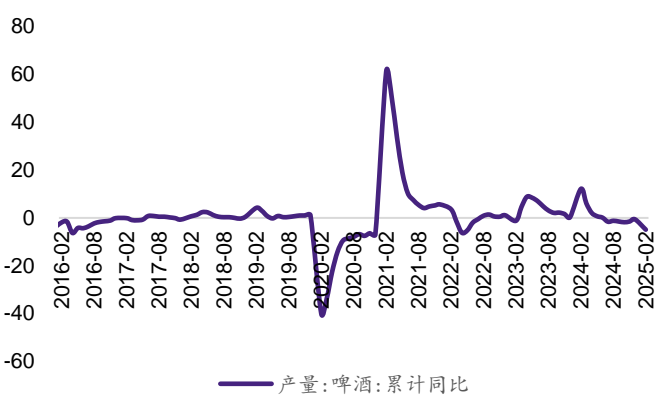
啤酒行业：

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

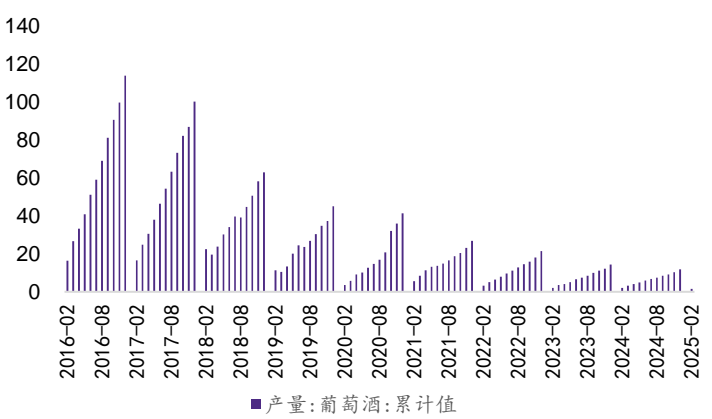
图表 17：2025 年 2 月啤酒行业产量累计同减 4.9%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

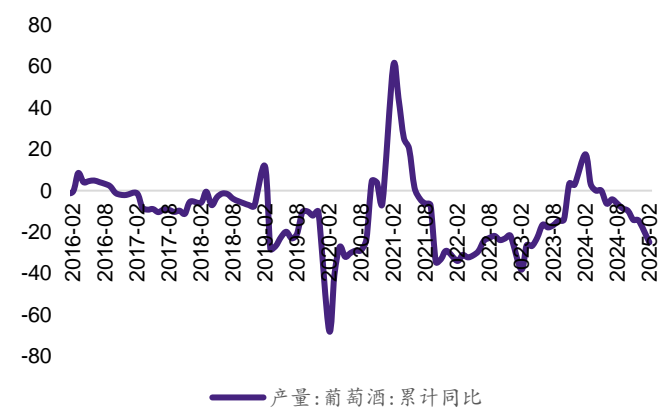
葡萄酒行业：

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

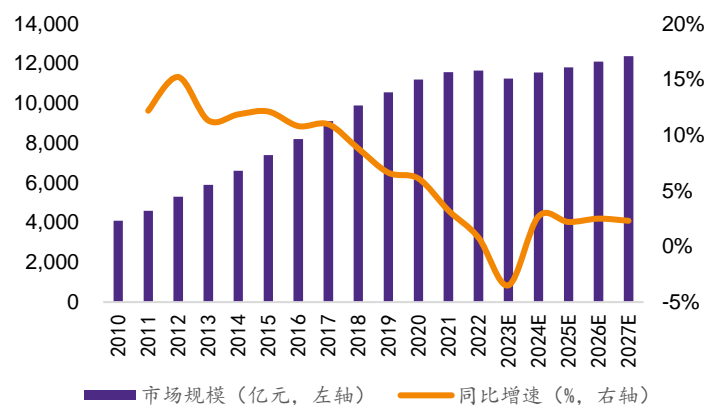
图表 19：2025 年 2 月葡萄酒行业产量累计同降 25.0%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

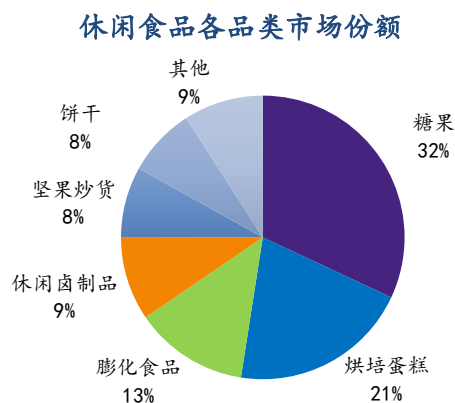
# 休闲食品行业：

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

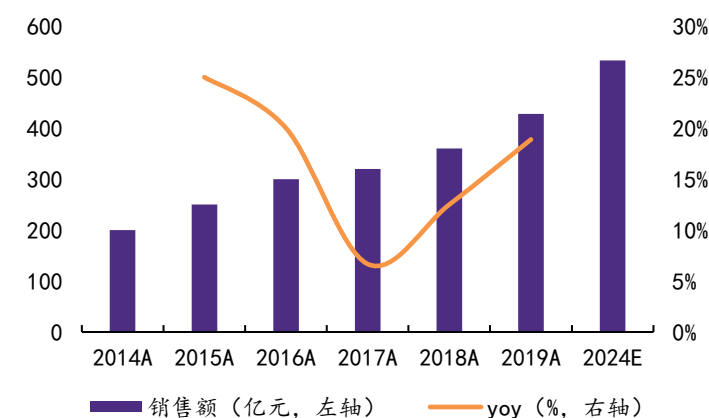
图表 21：休闲食品各品类市场份额



资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

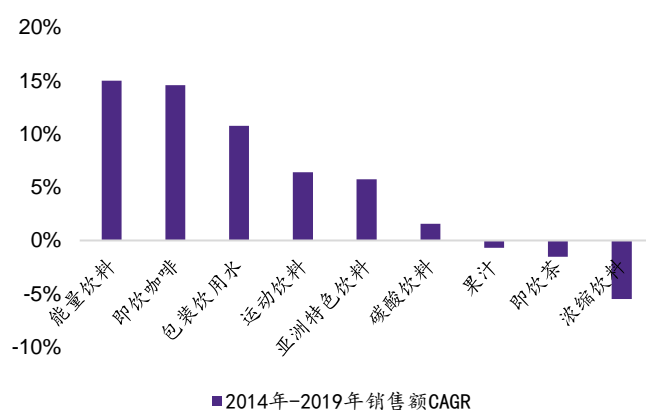
# 软饮料：

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

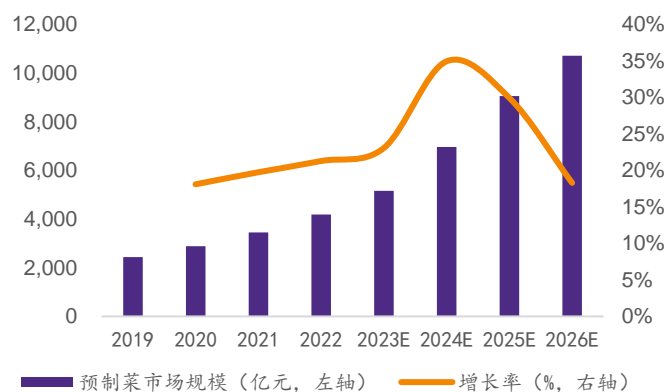
图表 23：饮料行业各品类 2014-2019 年销售额 CAGR



资料来源：东鹏饮料招股说明书，华鑫证券研究

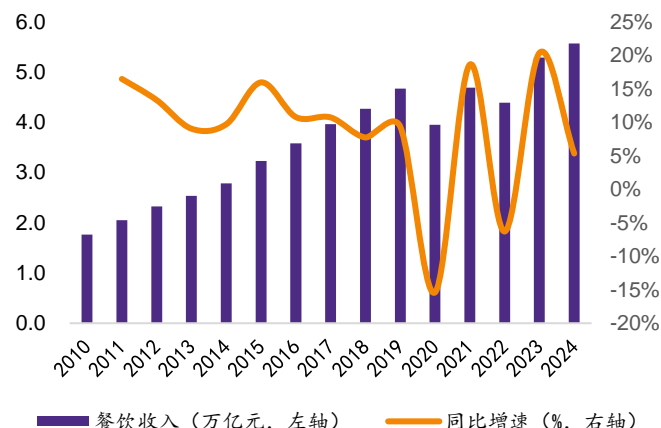
预制菜：

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



资料来源：艾媒咨询，华经产业研究院，华鑫证券研究

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：Wind，华鑫证券研究

## 2.5、重点信息反馈

**蒙牛乳业：产品结构提升，利润表现略承压。业绩符合预期，受联营公司影响利润表现承压。**2024 年营收/经营利润分别 886.75/72.57 亿元，同比-10.1%/+17.6%。2024 年经营利润/经调整后归母净利润分别为 72.57/44.35 亿元，分别同比+17.6%/-7.8%。**产品结构持续优化，毛利率有效提升。**2024 年毛利率/经营利润率分别为 39.6%/8.2%，分常温液态奶平稳发展，低温酸奶表现较好别同比+2.4/+1.9pcts。**销售费用率略提升，分红比例持续提高。**2024 年销售及经销费用率/行政管理费用率分别为 26.0%/4.8%，分别+0.5%/0.0%。2024 年每股分红金额 0.51 元/股，分红率提升至 45%。**常温液态奶平稳发展，低温酸奶表现较好。**2024 年液态奶/冰淇淋营收分别为 730.66/51.75 亿元，分别同比-11.0%/-14.1%。**常温液态奶方面**，公司基础白奶做大品类，0 乳糖系列扩大饮奶人群；打造蒙牛专业乳品牌，强化烘焙、茶饮布局。**低温酸奶方面**，产品结构与运营效率持续提升，专注细分赛道，每日鲜酪进驻香港市场；加快高增细分渠道布局；每日鲜语奠定高端鲜奶市场份额第一。**冰淇淋业务方面**，持续推动结构提升，增量渠道快速拓展，数字化赋能提升渠道管控效率。**奶粉业务恢复增长，奶酪业务整合顺利。**2024 年奶粉/奶酪/其他营收分别为 33.20/43.20/27.94 亿元，分别同比-12.7%/-0.9%/+18.0%。**奶粉业务方面**，瑞哺恩推动婴幼儿奶粉业务强劲增长，2024Q4 及 2025Q1 实现翻倍增长；贝拉米连续五年跨境电商有机奶粉第一，东南亚市场销售额快速增长。**奶酪业务方面**，年内完成蒙牛奶酪业务整合，盈利能力显著提升，B 端 C 端双轮驱动。**营养健康初步布局，海外业务积极拓展。****营养健康平台方面**，迈胜持续打造中国专业运动营养领军品牌，建立液体蛋白品线、运动机能品线和日常活力品线构成专业产品矩阵。**海外平台方面**，艾雪积极拓展海外市场，持续高居印尼第一、菲律宾即食冰淇淋市场第二、越南份额提升；优化贝拉米等澳新资产。公司坚持“喝上奶”，提供最优质价比产品；推动“喝好奶”，乳品深加工拓品类；布局“喝对奶”，瞄精准做细分。



**天味食品：规模效应拉动毛利增长，成本管控效果突显。**2024Q4 公司毛利率同增 1pct 至 40.84%，主要系产品结构优化，原材料综合采购成本下降所致，2024Q4 销售/管理费用率分别同减 3/1pct 至 15.32%/4.83%，主要系经销商费用核销节奏调整所致，后续公司持续通过供应链优化、数字化升级、管理机制改革等多维度推动降本增效，2024Q4 净利率同增 2pct 至 18.00%。**火锅产品打造品牌，复调品类持续培育。**2024Q4 火锅调料营收 4.71 亿元（同增 25%），公司坚持大单品战略，继续坚持厚火锅新品培育，通过增加不同规格与品类迭代等方式打造品牌势能。2024Q4 中式菜品调料营收 4.99 亿元（同增 25%），公司复调品类围绕健康化/营养化做新品研发，同时加大资源投入布局区域性大单品，此外通过外延并购补齐产品品类，并匹配相应销售渠道进行市场渗透，2025 年营收有望保持高增。**配置团队精耕市场，外延并购补齐渠道短板。**2024Q4 线下渠道营收 9.07 亿元（同增 19%），同比高增主要受春节错期影响，公司重视商超渠道变革趋势，加速布局新零售渠道，通过成立 KA、特渠团队进行市场精耕。2024Q4 线上渠道营收 2.03 亿元（同增 27%），公司通过食萃补齐线上小 B 渠道，加点滋味补齐线上 C 端渠道，同时公司通过品牌背书持续发挥协同作用，持续完善渠道布局，

**巴比食品：规模效应释放，盈利能力持续释放。**2024Q4 公司毛利率同增 1pct 至 27.51%，2025 年武汉工厂投产预计短期影响毛利表现，随着产能爬坡，预计盈利能力持续释放。销售/管理费用率分别同比-2/+1pct 至 3.96%/6.37%，销售费用率优化主要系规模效应释放所致，后续公司计划持续加大费用投放，净利率同增 5pct 至 18.05%。2024 年公司分红率为 69%（2023 年同期为 47%），分红比例明显提升。**主力单品稳健增长，团餐渠道高速扩张。分产品来看，**2024Q4 食品类收入 4.18 亿元（同增 5%），其中面米/馅料产品营收分别为 1.91/1.27 亿元，分别同增 2%/22%，主力单品营收持续提升，公司持续强化产品品质优势，强化产品新鲜概念打造竞争力。**分渠道来看，**2024Q4 特许加盟销售营收 3.33 亿元（同减 2%），主要系四季度净闭店 143 家，但单店缺口呈现出筑底回升趋势，同时 2024 年底公司与青露达成合作协议，并逐步切换其供应链，由南京工厂负责供应，后续青露品牌有望与公司业务进一步协同。2024Q4 团餐销售 1.16 亿元（同增 30%），盒马、美团等高势能零售渠道客户释放增长，后续公司依托产能布局持续挖掘战略大客户，推动团餐渠道增长

**涪陵榨菜：终端货折影响毛利，低价原材料持续投入使。**2024Q4 公司毛利率同减 7pct 至 43.38%，四季度低价青菜头已投入使用，毛利率下滑主要系公司终端产品进行价格折让所致，目前低价原料储备预计可使用至 2025Q2，终端动销平稳，预计 2025 年毛利率边际回升，2024Q4 销售/管理费用率分别同比-1pct/+3pct 至 12.26%/7.58%，净利率同减 3pct 至 30.28%。**榨菜主品表现平稳，泡菜销量大幅提升。**2024 年榨菜/萝卜营收分别为 20.44/0.46 亿元，分别同减 2%/24%，营销政策调整致使销售边际承压，目前公司针对新品进行包装/品质/口味优化，萝卜已经开始试销，逐步对接上市铺货。2024 年泡菜营收 2.30 亿元（同增 2%），拆分量价来看，销量 1.37 万吨（同增 16%），吨价 1.68 万元/吨（同减 12%），营收增长主要依靠量增贡献。未来公司推新规划上重视性价比，通过加快上新速度、增加政策支持等方式提高新品势能，优化品类矩阵。**重视餐饮渠道布局，优化组织考核。**2024 年直销/经销渠道营收分别为 1.51/22.32 亿元，分别同减 4%/3%，公司重视餐饮渠道布局，持续扩充团队数量，导入萝卜、豇豆等产品，2024 年渠道营收突破亿元体量，同比实现高增。目前大 B 渠道持续拓展中，后续公司在内部团队考核方式上逐渐转为结果导向，提高研发与销售环节适配度，进一步渠道与客户需求。

**古越龙山：毛利率相对平稳，渠道费投力度增加。**2024 年公司毛利率同减 0.4pct 至

37.16%，销售/管理费用率分别同减 1/1pct 至 13.03%/5.68%，净利率同减 12pct 至 10.67%，随着规模效应释放，成本逐渐摊薄，公司盈利能力将逐渐提升。**产品结构持续优化，中低端产品稳步提价。**2024 年公司中高档酒营收为 13.98 亿元（同增 12%），其中销量 5.50 万吨（同增 5%），吨价 2.54 万元/吨（同增 7%），公司持续加强营销投放与经销商政策支持力度，渠道推力充足，有望推动产品结构持续优化。2024 年普通酒营收为 5.07 亿元（同增 5%），其中销量 9.22 万吨（同增 3%），吨价 0.55 万元/吨（同增 3%），公司针对中低端酒做小幅提价动作，目前已逐渐转导至终端，后续持续做消费者心智培育，提高品类认知度。**省内下沉空间广阔，电商渠道势能释放。**2024 年上海/浙江地区营收分别为 3.79/5.34 亿元，分别同增 9%/7%，成熟市场持续提高营销力度，挖掘下沉市场空间。2024 年其他区域营收 7.76 亿元（同增 17%），公司围绕北方、东三省、京津冀区域发力，围绕“越酒行天下”主题举办品鉴活动，外埠市场体量加速扩张。2024 年线上渠道营收 2.67 亿元（同增 35%），公司规划新零售布局，发力电商直播渠道，布局无高低、咖啡黄酒等年轻化产品，实现快速放量，后续公司计划针对部分线上单品进行终端铺货，优化产品渠道布局。

**欢乐家：销售推广力度加大，盈利能力下滑。收入基本稳定，利润承压明显。**2024 年总营收/归母净利润分别为 18.55/1.47 亿元，分别同比-4%/-47%；其中，2024Q4 总营收/归母净利润分别为 5.15/0.64 亿元，分别同比-17%/-38%。成本与渠道结构变化叠加费投力度加大，盈利能力同比下降。2024 年毛利率/净利率分别为 34%/8%，分别同比-4.7/-6.5pcts；2024Q4 毛利率/净利率分别为 33%/12%，分别同比-7.7/-4.3pcts。2024 年销售/管理费用率分别为 16%/7%，分别同比+3.4/+0.9pcts；2024Q4 销售/管理费用率分别为 13%/7%，分别同比+0.5/+1.7pcts。经营净现金流下滑明显，销售回款稳健微增。2024 年经营净现金流/销售回款分别为 0.60/21.80 亿元，分别同比-83%/+1%。截至 2024 年年末，公司合同负债 0.89 亿元（环比+0.27 亿元）。**椰汁业务整体稳健，罐头业务表现承压。**分产品来看，2024 年饮料/罐头营收分别为 11.05/6.65 亿元，分别同比-3.31%/-12.26%；其中，2024Q4 营收分别为 3.82/0.99 亿元，分别同比-1.74%/-58.05%。饮料方面，2024 年椰汁饮料/其他饮料营收分别为 9.64/1.42 亿元，分别同比-3.66%/-0.84%。椰汁饮料受消费力承压与竞争加剧影响，吨价下滑为主致毛利率同比下降，2024 年椰汁销量/吨价分别同比-1.06%/-2.62%，毛利率同比-5.5pcts 至 40.18%。罐头方面，2024 年黄桃/橘子/其他罐头营收分别为 2.80/1.79/0.38 亿元，同比-5.72%/-8.67%/-22.96%。水果罐头进入零食渠道致盈利能力下降，2024 年水果罐头销量/吨价分别同比-9.68%/-2.03%，毛利率同比-1.62pcts 至 28.90%。另外，公司凭借上游产业布局优势拓展原料销售业务，2024 年其他业务收入 0.84 亿元，同增 291.14%，同时该业务毛利率较低，2024 年为 11.66%。**零食电商贡献增量，核心市场表现稳健。**分渠道看，2024 年经销/直营及其他/代销模式营收分别为 15.10/1.85/0.75 亿元，同比-16.92%/+411.84%/+59.92%，毛利率分别为+37.03/+21.50/+29.01%。直营模式高增主因是零食连锁和电商渠道放量，同时毛利率较低。分区域看，2024 年华中/华东/西南地区营收分别为 6.04/2.84/3.37 亿元，分别同比-10.68%/+20.35%/-5.26%，华东区域仍保持较快增长，其他发展中区域同比下滑幅度较大。截至 2024 年末，总经销商 2236 家，较年初增加 79 家。

**优然牧业：收入小幅增长，现金流表现较好。收入增长稳健，非现金项目影响利润表现。**2024 年公司实现营收 201 亿元，同增 7.5%；因生物资产公允价值变动及资产减值等非现金项目影响，2024 年归母净利润为-6.91 亿元。其中，生物资产公允价值变动亏损 39.2 亿元，物业及设备减值亏损 5.1 亿元。**调整后溢利表现亮眼，现金 EBITDA 率显著提升。**2024 年现金 EBITDA 为 53.25 亿元，同增 38.3%；现金 EBITDA 率达 26.5%，同比提升 5.9pcts。2024 年生物资产开支为 40.7 亿元，同比基本持平。**成本控制成效显著，费用率略优化。**2024 年

毛利率同比提升 4.9pcts 至 28.8%；销售/管理费用率分别为 3.1%/4.0%，均同比-0.2pcts。**原料奶增长强劲，成本明显优化。**受益于产能释放与销量增加，2024 年原料奶业务营收为 151.01 亿元，同增 17.0%，占总收入 75.1%。**生产端**，全年原奶总产量达 375 万吨，同增 24.2%；单产水平显著提升，2024 年单产达 12.60 吨，同增 5%。主动调整牛群策略，放缓后备牛增速，2024 年成母牛为 32.5 万头，同增 14.3%；占比提升至 52.3%，同增 3.5pcts。2024 年新投产 6 座牧场，全国共运营 97 座牧场。**销售端**，2024 年公斤奶价格为 4.12 元，同减 5.9%，但得益于结构、品质与地域优势，仍优于行业平均水平。**成本端**，公司运营效率不断提升，2024 年单公斤饲料成本为 2.10 元，同减 14.3%。**解决方案短期承压，精饲料业务结构优化。**2024 年反刍动物养殖系统化解决方案收入为 49.95 亿元，同减 13.7%。**精饲料业务方面**，2024 年实现销量 87.8 万吨，同减 5.0%；肉牛羊精饲料销量同比增长 44.5%，在非奶牛畜种饲料市场取得突破性进展。**奶牛超市业务方面**，2024 年收入 4.15 亿元，同增 4.5%，联合 27 个县域畜牧服务中心，推进“服务+产品”模式；拥有 26 家线下奶牛超市。**草业业务方面**，布局全国 16 个草业生产基地，返青率 88%以上；种业业务方面，拥有 5 个海内外核心育种基地，达 112 头种公牛。

**锅圈：供应链效率提升，品牌推广投入力度加大。**2024 年毛利率同减 0.3pct 至 21.90%，主要系低毛利毛肚自由火锅套餐放量拉低毛利率，随着公司自供率水平提升、供应链效率释放，盈利能力有望持续提升；2024 年销售费用率同增 1pct 至 10.27%，主要系公司加大抖音直播带货、新店型等新渠道的建设投入所致，管理费用率同减 1pct 至 7.02%，主要系规模效应释放所致，归母净利率同减 0.4pct 至 3.56%。**下沉市场加速渗透，爆品策略显现成效。**在门店布局上，截至 2024 年底，公司门店数量达 10150 家，其中乡镇门店全年净增 287 家，公司重点优化农贸市场门店模型，在产品结构/门店陈列等方面更贴合下沉市场需求，省会城市则拓展无人零售，开发夜宵场景，深化全渠道销售网络。**在会员建设上**，2024 年预付卡预存金额同增 37%，公司进一步完善私域引流路径，扩大会员数量、提升会员粘性，实现消费频次与客单价企稳回升。**在产品策略上**，2024 年 99 元毛肚自由火锅套餐销售额超 5 亿元，公司计划未来产品重心仍围绕爆品组合做线上曝光，通过抖音等新零售平台向线下门店导流，此外，公司通过投资合作完善产业端布局，整合上游资源，提高自供比例，不断巩固供应链优势。

**广州酒家：产品结构变化影响毛利，分红率进一步提升。**2024Q4 公司毛利率同减 7pct 至 26.03%，主要系业务结构变动所致，销售/管理费用率分别同减 0.1/1pct 至 13.47%/13.23%，费用率表现基本稳定，净利率同减 2pct 至 4.26%。2024 年公司派发现金红利 2.73 亿元，分红率为 55%，同比进一步提升。**月饼品牌势能释放，餐饮业务稳健增长。**2024 年月饼营收 16.36 亿元（同减 2%），其中销量 1.60 万吨（同减 2%），吨价 10.24 万元/吨（同比持平），2024 年为传统月饼小年，公司月饼业务在行业承压下保持价盘稳定，品牌势能持续提升，2025 年月饼大年叠加持续承接竞品份额，利好月饼营收增长；2024 年速冻食品营收 10.30 亿元（同减 3%），其中销量 4.49 万吨（同增 4%），吨价 2.29 万元/吨（同减 6%），主要系行业价格竞争加剧，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。2024 年餐饮收入 14.55 亿元（同增 15%），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。

**三只松鼠：供应链效率持续优化，盈利能力持续提升。**2024 年公司毛利率同增 1pct 至 24.25%，主要系供应链效率优化、自产比例提升所致，销售/管理费用率分别同比+0.2/-1pct 至 17.58%/2.08%，随着数字化分销的推动，预计管理效率进一步提升，费用率将持续优化，总体来看，净利率同增 1pct 至 3.84%。以调结构为主要目标，线下分销势能释放。



产品端，2024 年公司坚果/综合/烘焙/肉制品/果干品类营收分别为 53.66/20.17/15.01/9.61/5.82 亿元，分别同增 41%/85%/38%/60%/66%，各大品类均实现高速增长，2024 年由于春节错期，礼盒类产品营收贡献度大，2025 年公司以调结构为主要目标，提高日销品占比，降低年货节占比，平滑周期波动，此外，公司不断延伸布局上游供应链，提高自产比例，盈利能力有望持续提升。渠道端，2024 年线上/线下渠道营收分别为 74.07/32.15 亿元，分别同增 50%/49%，公司继续坚持“抖+N”渠道策略，在综合电商稳中有进的基础上，短视频平台红利持续释放，2024 年公司线下分销端口贡献显著增量，2025 年计划通过新品投放、渠道渗透推进线下分销渠道放量。**推出 H 股发行计划，打造全球供应链。**伴随零售行业变革的机遇，公司格局正在进一步重塑，高端性价比战略取得显著成效，公司计划通过全球供应链布局实现品牌全球化。海外柬埔寨工厂预计 2025 年年中投产，泰国工厂正处于选址阶段，后续东南亚市场持续做产品适配性，实现品牌出海。

**新华都：结构优化叠加控制费用，利润明显释放。收入快速增长，利润弹性释放。**2024 年总营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 36.76/2.60/2.35 亿元，分别同比+30%/+30%/+17%，计提减值准备造成扣非归母净利润变化；2024Q4 总营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 9.01/0.70/0.45 亿元，分别同比+5%/+68%/7.06%。**保持战略定力，实际盈利能力微增。**2024 年毛利率/净利率分别为 25%/7%，分别同比-0.5/-0.02pcts；2024Q4 毛利率/净利率分别为 28%/8%，分别同比-1/+3pcts。**持续提升人效，费用控制有效。**2024 年销售/管理费用率分别为 13%/3%，分别同比-1.1/-0.2pcts；2024Q4 销售/管理费用率分别为 9%/5%，分别同比-7.7/+0.1pcts。**销售回款快速增长，预付款增加致经营净现金流为负。**2024 年经营净现金流/销售回款分别为-2.35/36.66 亿元，销售回款同比+19%；2024Q4 经营净现金流/销售回款分别为-2.38/8.20 亿元，销售回款同比+137%。截至 2024 年末，合同负债 0.06 亿元（环比-0.05 亿元）。**持续拓展开发品，开拓新兴渠道。**2024 年互联网销售/互联网服务收入分别为 36.29/4.74 亿元，分别同比+32.10%/-38.35%；互联网销售业务毛利率为 24.46%，同比+0.95pcts。产品方面，开发品预计持续拉动增长，已与品牌方合作研发泸州老窖“六年窖头曲”、“特曲传承礼盒”等产品；与山西汾酒合作发布收藏级“巨匠”系列七款产品；其中战略大单品“六年窖珍品头曲”上市一年销售 8 万件。同时随着公司在酒类电商业务知名度积累，预计持续新增与其他白酒品牌的合作。渠道方面，公司深度布局直播电商，在杭州、北京等电商核心城市布局面积近 4000 平的直播基地、45 个直播间；并逐步开拓内容电商与即时零售等新兴渠道业态，预计贡献增量。

**海天味业：原材料下行优化毛利，费投力度持续加强。**2024 年毛利率同增 2pct 至 37.00%，主要系原材料成本下降所致；销售/管理费用率分别同增 1pct/0.1pct 至 6.05%/2.19%，主要系人工支出与广告支出增加所致，预计公司后续持续加大费用投放力度；净利率同增 1pct 至 23.63%。**酱油延续稳健增长，小品类势能释放。**2024 年酱油营收 137.58 亿元（同增 9%），其中销量 256.55 万吨（同增 12%），吨价 0.54 万元/吨（同减 2%），酱油内部价格带结构分化，家庭端高端产品消费比例提升，餐饮端降本增效需求下产品向中低端下沉，后续公司通过定制化业务拓展与新品类渗透持续提升客单价；2024 年调味酱/蚝油营收分别为 26.69/46.15 亿元，分别同增 10%/9%；2024 年其他品类营收 40.86 亿元（同增 17%），以醋/料酒为代表的小品类增速加快，公司计划持续加大费投与促销力度，酸辣凉拌汁等新品持续导入公司分销体系，关注新品培育成效。**加密线下渠道网络，线上渠道建设显现成效。**2024 年线下渠道营收 238.85 亿元（同增 9%），主要系公司持续强化经销网络密度，推进渠道下沉，公司计划针对 BC 超与社区生鲜店增加资源投放，同时提高餐饮经销商支持力度；线上渠道营收 12.43 亿元（同增 40%），在渠道分化趋势下，公司强化线上运营水平，网络协同能力进一步增强。

**卫龙美味：原料成本高位企稳，供应链效率持续提升。**2024 年毛利率同增 0.5pct 至 48.13%，主要系产能利用率提升、产品结构优化所致，目前原料价格边际企稳，后续规模效应释放有望持续抵消成本上行压力；2024 年销售/管理费用率分别同减 0.1/2pct，归母净利率同减 1pct 至 17.05%。**辣条口味持续推新，魔芋铺市率仍有渗透空间。**2024 年调味面制品营收 26.67 亿元（同增 5%），主要系公司推出麻辣麻辣、脆火火等新品，推进全渠道布局所致，2025 年新品储备充足，随着产品矩阵完善，辣条品类仍有挖掘空间。2024 年蔬菜制品营收 33.71 亿元（同增 59%），魔芋制品市场需求快速提升，品类进入红利期，一方面公司终端铺市率仍有较大提升空间，且持续开发新口味/新规格，另一方面公司在国内外推进供应链前端布局，产能供应充足，有望持续受益于行业扩容。**积极挖掘线下新渠道，探索海外市场空间。**2024 年线下/线上渠道营收分别为 55.62/7.05 亿元，分别同增 28%/38%，线上线下全渠道实现均衡发展。零食渠道 SKU/铺货率仍有空间，同时公司积极拥抱会员店、推进与永辉/胖东来等商超的合作，完善全渠道布局。此外，公司积极探索出海新模式，叠加海外供应链提前布局，有望挖掘海外市场新增量。

**燕塘乳业：受消费环境影响，利润表现承压。业绩略不及预期，利润承压明显。**2024 年总营收/归母净利润分别为 17.32/1.03 亿元，分别同比-11%/-43%。其中，2024Q4 总营收/归母净利润分别为 4.29/0.22 亿元，分别同比-9%/-42%。Q4 产品结构提升，全年毛利率表现稳定。2024 年毛利率/净利率分别为 25.31%/5.95%，分别同比-0.7/-3.2pcts；2024Q4 毛利率/净利率分别为 23.97%/5.06%，分别同比+2.2/-2.9pcts。营收规模下滑致销售费用率提升，管理费用率基本稳定。2024 年销售/管理费用率分别为 11.56%/5.12%，分别同比+1.3/+0.4pcts；2024Q4 销售/管理费用率分别为 11.33%/5.25%，分别同比+0.5/-0.2pcts。经营净现金流承压，销售回款与收入表现一致。2024 年经营净现金流/销售回款为 1.50/18.97 亿元，同比-53%/-10%。截至 2024 年年末，公司合同负债 0.14 亿元（环比-0.11 亿元）。**新品开发力度较大，持续扩充产品矩阵。**2024 年液体乳类/花式奶/乳酸菌乳饮料类营收分别为 6.46/3.32/7.37 亿元，分别同比-14%/-14%/-7%；销量增速分别为-10%/-12%/-3%，均价增速分别为-4%/-2%/-4%；毛利率分别为 14.98%/26.10%/33.68%，分别同比-1/-0.4/-1pcts。**主品方面**，蓝盒乳酸菌产品表现较好，代表性单品老广州系列体量逐步扩大。**新品方面**，公司结合岭南文化与健康概念推出陈皮酸奶、晚安牛奶、鲜奶布丁、“杨枝甘露”等新品，打造差异化产品矩阵；其中鲜奶布丁表现较好。**深耕大湾区市场，新渠道拓展稳步推进。**分渠道看，2024 年线下/线上营收分别为 14.26/3.06 亿元，分别同比-13%/-3%。经销渠道稳步增长，公司目前拥有 648 家经销商，主要集中于珠三角地区，净增加 43 家经销商；同时积极拓展新渠道，2024 年零食连锁系统增量超 1200 万，学校、机团渠道促进学生奶开发与增长。**分区域看**，2024 年广东省内珠三角/广东省内珠三角以外/广东省外地区营收为 12.92/4.02/0.38 亿元，分别同比-12%/-10%/-6%。业绩期内，公司积极布局港澳市场新区域，通过铺市和渠道建设推进大湾区的全覆盖渗透。

**贵州茅台：2024 年圆满收官，保持高分红回报。业绩略超预告，Q4 利润增速较快。**2024 年总营业收入/归母净利润分别为 1741.44/862.28 亿元，分别同比+16%/+15%；2024Q4 总营业收入/归母净利润分别为 510.22/254.01 亿元，分别同比+13%/+16%。**全年盈利能力基本稳定，管理费用率优化明显。**2024 年毛利率/净利率分别为 91.93%/52.27%，分别同比-0.03/-0.2pcts；2024Q4 毛利率/净利率分别为 92.89%/52.48%，分别同比+0.3/+1.4pcts。2024 年销售/管理费用率分别为 3.24%/5.35%，分别同比+0.2/-1.1pcts。**全年销售回款表现平稳，Q4 经营净现金流大幅增长。**2024 年经营净现金流/销售回款分别为 924.64/1826.45 亿元，分别同比+39%/+12%；2024Q4 经营净现金流/销售回款分别为 480.42/529.60 亿元，分别同比+190%/+1%。截至 2024 年年末，公司合同负债 95.92 亿元

（环比-3.38 亿元）。发布三年分红规划，保持高现金分红。2024 年公司累计派息 646.7 亿元，同时发布 2024-2026 三年分红规划；年中开启首次股份回购计划，回购金额 30-60 亿元。**Q4 茅台酒增速较快，系列酒以量驱动为主。**2024 年茅台酒/其他系列酒营收分别为 1459.28/246.84 亿元，分别同比+15%/+20%，毛利率分别-0.1/0.1pcts 至 94.06%/79.87%；2024Q4 茅台酒/其他系列酒营收分别为 448.02/52.91 亿元，分别同比+14%/+5%，主要系 Q4 公司增加公斤茅台投放量。**茅台酒方面**，2024 年销量/均价分别同比+10%/+5%，营收占比-0.5pcts 至 85.53%，均价仍保持上涨态势。**其他系列酒方面**，2024 年销量/均价分别同比+18%/+1%，量增驱动为主同时站稳 200 亿营收阵营。**渠道整体表现稳定，国际化成效明显。****分渠道看**，2024 年批发代理/直销营收分别为 957.69/748.43 亿元，分别同比+20%/+11%。其中，直销渠道中“i 茅台”营收 200.24 亿元，同比-11%，毛利率同比-2pcts 至 94.50%；2024 年末拥有 2247 家经销商，净增加 61 家经销商。**分区域看**，2024 年国内/国外营收为 1654.23/51.89 亿元，分别同比+16%/+19%，国外营收首次突破 50 亿元大关，巩固世界级大单品地位，持续推进国际化战略。

**青岛啤酒：收入同比小幅下滑，业绩符合预期业绩符合预期，受环境影响收入略下滑。**2024 年总营收/归母净利润分别为 321.38/43.45 亿元，分别同比-5%/+2%。2024Q4 总营收为 31.79 亿元，同比+7%；归母净利润为-6.45 亿元，同比亏损略增。**全年成本优化效果显著，毛利率略提升。**2024 年毛利率/净利率分别为 40%/14%，分别同比+1.6/+1.2pcts。2024Q4 毛利率/净利率分别为 26%/-20%，分别同比-1.2/+1.9pcts。**全年费用率整体平稳，Q4 费用率优化明显。**2024 年销售/管理费用率分别为 14%/4%，分别同比+0.4/-0.1pcts。2024Q4 销售/管理费用率分别为 37%/15%，分别同比-4.2/-2.0pcts。**原料与税费支付款项同比减少，全年经营净现金流大幅增长。**2024 年经营净现金流/销售回款分别为 51.55/380.57 亿元，分别同比+86%/+0.5%。2024Q4 经营净现金流/销售回款分别为-10.76/70.83 亿元，分别同比-53%/+24%。截至 2024 年年末，公司合同负债 83.13 亿元（环比+28.68 亿元）。**产品结构持续优化，渠道多元化推进。****产品方面**，2024 年啤酒整体销量/吨价同比-5.9%/+0.4%，其中，青岛啤酒主品牌销量/吨价分别同比-4.8%/-0.3%；其他品牌销量/吨价分别同比-7.2%/+0.9%。**青岛啤酒品牌方面**，公司持续推进“1+1+1+2+N”产品组合，加速打造高端生鲜及超高端产品，2024 年中高端以上产品销量 315 万千升，同比-2.7%，在主品牌中占比同比+2pcts 至 73%。**其他品牌方面**，2024 年其他品牌销量/吨价分别为 320 万千升/2969.18 万元每千升，崂山品牌吨价同比提升，产品结构持续优化。另外，公司研发推出“奥古特 A 系列、尼卡希白啤、无醇啤酒系列”等新品，满足消费者多样化需求。**渠道方面**，公司即饮市场/非即饮市场销量占比分别为 41.2%/58.8%；线上产品销量同增 21%，同时加快推进新鲜直送业务布局，青岛精品原浆和水晶纯生啤酒产品在 24 座城市实现新鲜直送。

### 3、行业评级及投资策略

美国征税幅度超预期，我国针对性采取反制措施。美国时间 4 月 2 日，美方宣布对所有贸易伙伴征收“对等关税”：1) 对所有进口商品征收 10%的关税；2) 对美贸易逆差更大的国家征收更高的对等关税，其中对中国（包括香港、澳门）加征 34%关税，综合税率达 54%，预计将对我国对美出口业务带来较大压力。一方面，我国国务院关税税则委员会



4月4日公告称，对原产于美国的所有进口商品加征34%关税，直接应对美国关税冲击，保护国内产业；另一方面，我国前期发布多项扩内需政策，有望保障国内基本消费需求平稳，经济稳中向好。

白酒板块：本周板块略有回调，动销仍处于淡季。从行业基本面来看，白酒行业商业模式稳定，受关税等外部因素扰动较小，建议持续关注政策端对于需求的催化效果。贵州茅台发布2024年年报，茅台发布2024年业绩，略超预期，圆满收官，2024年总营业收入/归母净利润分别为1741.44/862.28亿元，分别同比+16%/+15%；2025年公司主要目标是总营收同比增长9%左右，完成固定资产投资47.11亿元，目标达成可期。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：我国关税反制措施在短期内预计推升大豆、玉米等原材料价格，一方面豆粕等饲料成本上涨预计加速乳制品养殖端产能去化，另一方面我国大豆进口源多元化进一步削弱成本影响。本周海天味业发布2024年年报，2024年总营业收入/归母净利润分别为269.01/63.44亿元，分别同比+10%/+13%，顺利达成全年利润目标，2024年公司分红额度与比例均创历史新高，目前公司进一步适应渠道迭代，在主品延续稳增的同时，小品类快速放量，夯实龙头领先优势。结合前期大众品年报数据，企业端明显提高分红额度与分红比例，同时加速推进并购等资本动作，在外部需求承压下，积极调整经营重心，2025年有望延续经营稳中向好趋势。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	2025-04-06 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
000568.SZ	泸州老窖	132.58	9.00	9.81	10.20	14.73	13.51	13.00	买入
000596.SZ	古井贡酒	174.47	8.68	10.41	11.98	20.10	16.76	14.56	买入
000799.SZ	酒鬼酒	47.54	1.69	0.33	0.46	28.13	144.06	103.35	买入
000858.SZ	五粮液	132.00	7.78	8.49	8.99	16.97	15.55	14.68	买入
002304.SZ	洋河股份	76.75	6.65	5.56	5.43	11.54	13.80	14.13	买入
002847.SZ	盐津铺子	72.80	2.58	2.33	3.04	28.22	31.24	23.95	买入
002956.SZ	西麦食品	17.10	0.52	0.56	0.76	32.88	30.54	22.50	买入
002991.SZ	甘源食品	76.34	3.53	4.28	5.28	21.63	17.84	14.46	买入
003000.SZ	劲仔食品	12.92		0.65	0.72		19.88	17.94	买入
600519.SH	贵州茅台	1568.88		68.64	75.23		22.86	20.85	买入
600702.SH	舍得酒业	58.82		1.04	1.31		56.56	44.90	买入
600779.SH	水井坊	49.25	2.60	2.75	2.87	18.94	17.91	17.16	买入
600809.SH	山西汾酒	218.15	8.56	10.05	11.18	25.48	21.71	19.51	买入
600872.SH	中炬高新	20.96	2.16	1.07	1.29	9.70	19.59	16.25	买入
603170.SH	宝立食品	13.39	0.75	0.60	0.73	17.85	22.32	18.34	买入
603288.SH	海天味业	40.67		1.14	1.24		35.68	32.80	买入
603317.SH	天味食品	14.49		0.59	0.67		24.56	21.63	买入

公司代码	名称	2025-04-06		EPS		PE		投资评级	
603345.SH	安井食品	79.35	5.04	4.99	5.79	15.74	15.90	13.70	买入
603369.SH	今世缘	52.52	2.50	2.87	3.14	21.01	18.30	16.73	买入
603697.SH	有友食品	10.29		0.37	0.43		27.81	23.93	买入
605499.SH	东鹏饮料	259.10		6.40	8.46		40.48	30.63	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

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 and 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收到任何形式的补偿。

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

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。

## ■ 免责声明

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。

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。