

2025年04月13日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 外围环境持续承压，期待消费需求回暖

—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

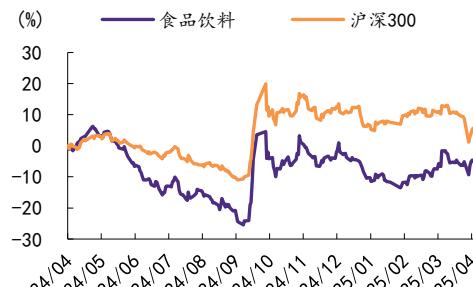
联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

## 行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料(申万)	1.8	6.9	-2.7
沪深300	-4.1	0.8	7.9

## 市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

## 相关研究

- 《食品饮料行业周报：关税靴子落地，白酒韧性凸显》2025-04-06
- 《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
- 《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

## 投资要点

## 一周新闻速递

**行业新闻：**1) 法国香槟对中国出口量增长 26.42%。2) 2025 年贵州省对酱酒产业投资约 720 亿元。3) 汾阳 2024 年白酒产业营收达 372 亿元。

**公司新闻：**1) 贵州茅台：全面启动申遗工作。2) 五粮液：五粮液集团拟增持五粮液股票。3) 山西汾酒：2030 技改项目快速推进。

## 投资观点

**中美关税持续加码，利好内需消费复苏。**4 月 10 日，美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”税率进一步提高至 125%，我国持续采取反制措施，自 2025 年 4 月 12 日起，调整对原产于美国的进口商品加征关税税率由 84% 至 125%。若美方后续对我国输美商品继续加征关税，我国将不予理会。但是倘若美方执意继续实质性侵害中方利益，中方将坚决反制，奉陪到底。我们预计在关税风险下，前期促消费政策将加快推动落地，有望加快刺激国内消费需求，目前饮食板块整体处于估值低点，安全边际高。

**白酒板块：**本周板块韧性较强，关税形势升级下外围环境风险较大，前期促消费政策逐步落地，利于内需消费复苏。基本面上看，整体板块处于需求淡季，库存平稳消化，期待政策落地后商务场景逐步恢复；报表端看，今年酒企预计以降速为主，利于渠道恢复与市场健康运行；估值端看，板块整体估值偏低，酒企回购或增持动作较多，估值修复确定性强，配置价值高。本周贵州茅台累计回购金额达 19.48 亿元；五粮液集团拟增持公司股份，金额 5-10 亿元；古井贡酒发布 2024 年业绩快报，业绩略超预期，全年圆满收官。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。本周我们参加中炬高新、汤臣倍健调研。汤臣倍健来看，公司推动线下渠道价值链下移，老品做大渠道区隔，新品选择渠道/城市定点测试，线上渠道各品牌组建线上

专项团队，定位高端化，中长期考虑供应链出海。中炬高新来看，2025年目标完成并购一起项目、双位数业绩增长、三项基础能力建设，持续修复价盘，餐饮经销模式逐渐成型，年中全国推广。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	2025-04-11		EPS		PE		投资评级
		股价	2023	2024E	2025E	2023	2024E	
600519.SH	贵州茅台	1568.98	59.49	68.64	75.23	26.37	22.86	20.86 买入
000858.SZ	五粮液	131.60	7.78	8.49	8.99	16.91	15.50	14.64 买入
000568.SZ	泸州老窖	130.17	9.00	9.81	10.20	14.46	13.27	12.76 买入
600809.SH	山西汾酒	220.99	8.56	10.05	11.18	25.81	21.99	19.77 买入
002304.SZ	洋河股份	74.09	6.65	5.56	5.43	11.14	13.33	13.64 买入
000799.SZ	酒鬼酒	45.15	1.69	0.33	0.46	26.78	136.82	98.15 买入
600702.SH	舍得酒业	59.71	5.35	1.04	1.31	11.17	57.41	45.58 买入
600779.SH	水井坊	47.12	2.60	2.75	2.87	18.12	17.13	16.42 买入
000596.SZ	古井贡酒	175.60	8.68	10.43	11.88	20.23	16.84	14.78 买入
603369.SH	今世缘	51.74	2.50	2.87	3.14	20.70	18.03	16.48 买入
603589.SH	口子窖	35.36	2.87	3.32	3.78	12.32	10.65	9.35 买入
603198.SH	迎驾贡酒	52.64	2.86	3.35	3.91	18.41	15.71	13.46 买入
600199.SH	金种子酒	10.42	-0.03	-0.40	0.03	-347.33	-26.05	347.33 买入
603919.SH	金徽酒	19.44	0.65	0.77	0.81	29.91	25.25	24.00 买入
600197.SH	伊力特	14.82	0.72	0.74	0.82	20.58	20.03	18.07 买入
600559.SH	老白干酒	17.84	0.73	0.89	1.06	24.44	20.04	16.83 买入
603288.SH	海天味业	42.04	1.01	1.14	1.24	41.62	36.88	33.90 买入
603027.SH	千禾味业	11.18	0.52	0.49	0.56	21.50	22.82	19.96 买入
603317.SH	天味食品	14.06	0.43	0.59	0.67	32.33	23.83	20.99 买入
600872.SH	中炬高新	21.40	2.16	1.14	1.22	9.91	18.71	17.54 买入
600305.SH	恒顺醋业	7.52	0.08	0.13	0.17	92.27	57.85	44.24 买入
603755.SH	日辰股份	26.51	0.57	0.74	0.87	46.51	35.82	30.47 买入
603170.SH	宝立食品	13.26	0.75	0.60	0.73	17.68	22.10	18.16 买入
300999.SZ	金龙鱼	32.17	0.53	0.46	0.52	60.70	69.93	61.87 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.....	17
4、风险提示.....	19

## 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. 11 消费行业细分板块涨跌幅.....	6
图表 3: 2024. 9. 24–2025. 4. 11 食品饮料板块二级行业涨跌幅.....	6
图表 4: 2024. 9. 24–2025. 4. 11 食品饮料板块三级行业涨跌幅.....	7
图表 5: 2024. 9. 24–2025. 4. 11 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
<b>图表 8: 2024 年白酒累计产量 414.50 万吨, 同-7.72%</b> .....	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 .....	18

# 1、一周新闻速递

## 1.1、行业新闻

1. 法国香槟对中国出口量增长 26.42%。
2. 2025 年贵州省对酱酒产业投资约 720 亿元。
3. 汾阳 2024 年白酒产业营收达 372 亿元。
4. 枝江酒河南市场 2025 目标破亿。
5. 山东泰山啤酒一季度新开门店 305 家。

## 1.2、公司新闻

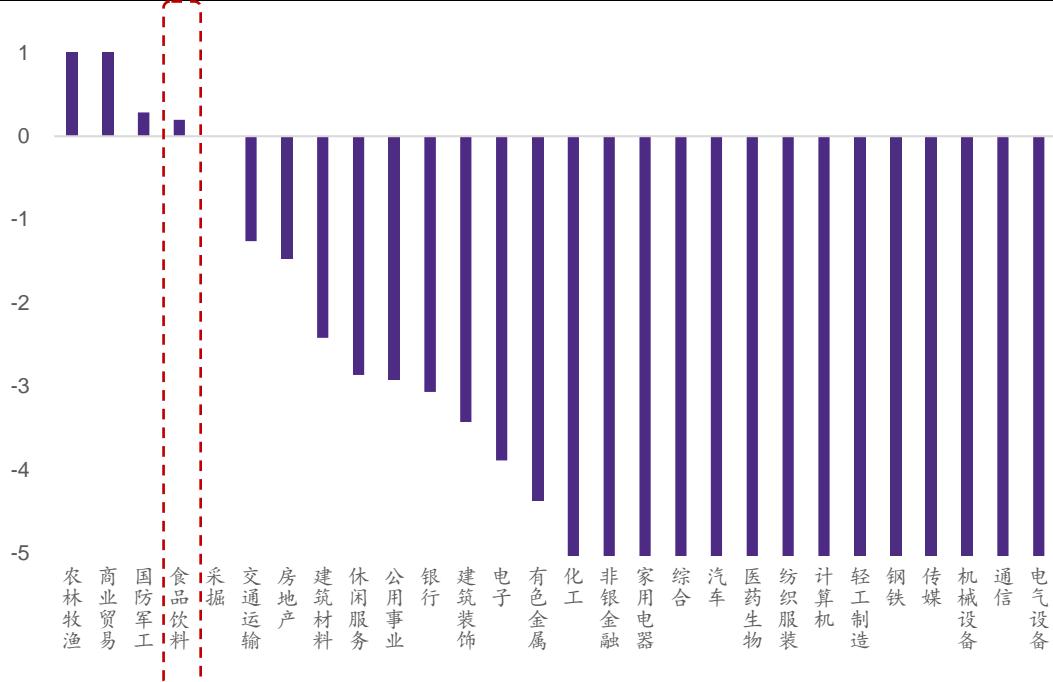
1. 贵州茅台：茅台全面启动申遗工作。
2. 五粮液：五粮液集团拟增持五粮液股票。
3. 山西汾酒：2030 技改项目快速推进。
4. 古井贡酒：2024 年营收 235.78 亿元。
5. 仁怀酱酒：2024 年线上交易额突破 180 亿元。
6. 仰韶：升级品牌+体验双轮驱动董酒：贵州董酒到访广东省酒协。
7. 孔府家：提出第二季度倍增计划。
8. 白云边：入选拟认定湖北老字号名单。
9. 龙山泉：精酿啤酒项目年底投产。
10. 中赤酒业：万吨酱香型白酒项目 6 月建成。

请阅读最后一页重要免责声明

## 2、本周重点公司反馈

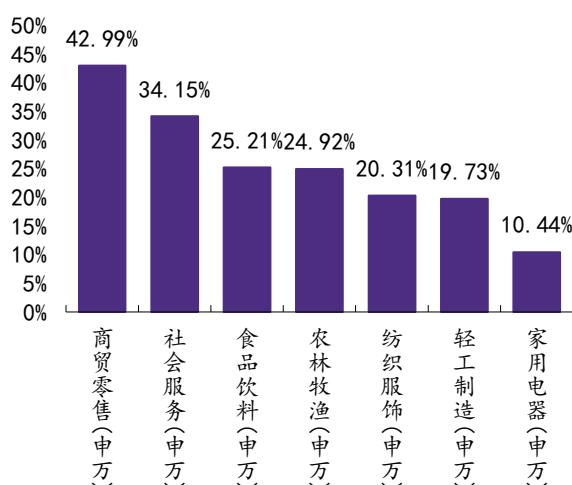
### 2.1、本周行业涨跌幅

图表 1：本周行业涨跌幅一览 (%)



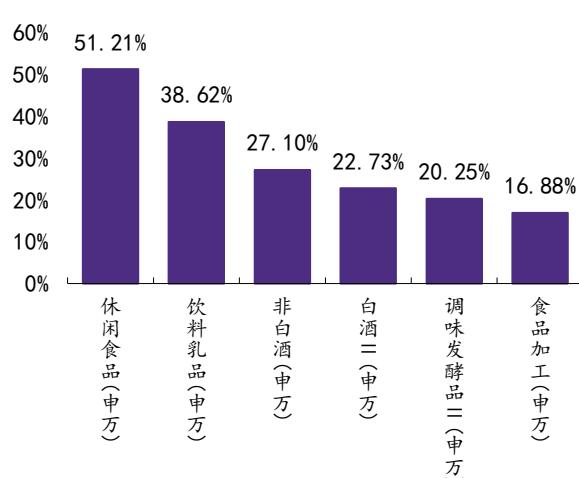
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：2024. 9. 24–2025. 4. 11 消费行业细分板块涨跌幅



资料来源：Wind，华鑫证券研究

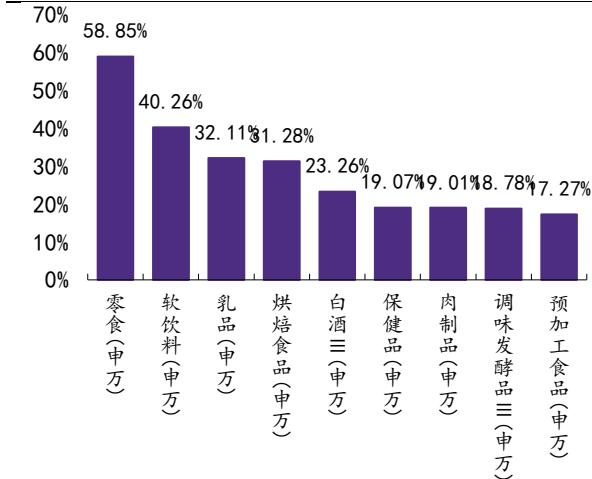
图表 3：2024. 9. 24–2025. 4. 11 食品饮料板块二级行业涨跌幅



资料来源：Wind，华鑫证券研究

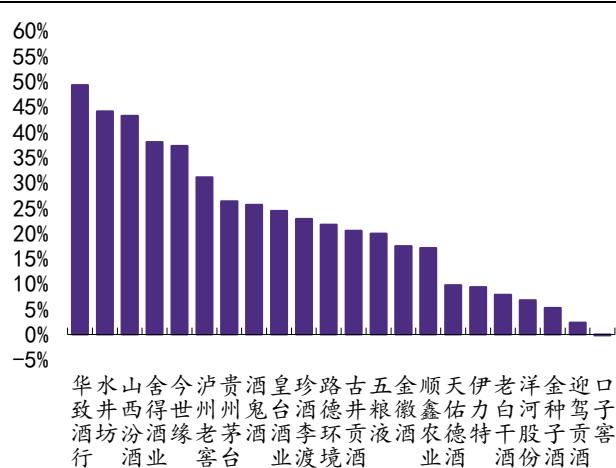
请阅读最后一页重要免责声明

图表 4: 2024. 9. 24-2025. 4. 11 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. 11 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
晨光生物	2024 年度拟以总股本 4.83 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.30 元（含税），预计派发 现金红利 0.63 亿元（含税）；2024 年营业收入 69.94 亿元，营业成本 64.37 亿元；2025 年第一季度 预计归属于上市公司股东的净利润 0.9-1.2 亿元，同比上升 133.21% 至 210.95%，预计归属于上市公司 股东扣除非经常性损益后的净利润 0.75-1.05 亿元，同比上升 54.68% 至 116.55%
海伦司	修订股份奖励计划，首次公开发售后限制性股份单位计划的奖励最高总数由 0.58 亿股增加至 0.78 亿 股，占公司已发行股本的约 6.14%
现代牧业	授出 6531.7 万股奖励股份，占已发行股本约 0.83%，参与者为 165 名中级及高级管理人员。董事孙玉 刚、朱晓辉获授股份 463.5 万股与 261.8 万股
金字火腿	股东施延军解除质押 230 万股，占其所持股份的 4.57%，占公司总股本的 0.19%。质押开始日期为 2024 年 8 月 5 日，解除质押日期为 2025 年 4 月 7 日
妙可蓝多	向 202 名激励对象授予 800.00 万份股票期权，行权价格为每份人民币 15.83 元。核心骨干人员 193 人，获授 710.00 万份股票期权，占总授予量的 88.75%；2025 年员工持股计划完成过户，209 名员工参 与认购，认购份额 7920 万份，缴纳认购资金总额 7920 万元，对应公司股份数量 800 万股，过户价格 为 9.90 元/股，持股计划账户持有公司股份占公司股份总数的 1.56%
五粮液	五粮液集团公司计划自公告之日起 6 个月内通过深圳证券交易所交易系统增持公司股票，拟增持金额 不低于 5 亿元，不超过 10 亿元
贝因美	第五期员工持股计划完成非交易过户，公司回购专用证券账户持有的 993.99 万股公司股票非交易过户 至员工持股计划专户
中炬高新	实现总营业收入 55.19 亿元，同比增长 7.39%；利润总额达到 11.40 亿元，同比减少 36.71%；实现归 母净利润 8.93 亿元，同比减少 47.37%
燕京啤酒	2024 年啤酒销量 400.44 万千升，同比增长 1.57%，其中燕京 U8 销量 69.60 万千升，同比增长 31.40%；营业收入达 146.67 亿元，同比增长 3.20%；营业利润 16.09 亿元，同比增长 56.96%

请阅读最后一页重要免责声明

三只松鼠	发布股东会重要公告，包括尽快恢复或终止股东会并公告、实施董事选举及分红提案、回购普通股决议需特定条件通过并公告、股东会决议违法无效及撤销等相关规定
伊力特	2025 年 4 月 9 日，因原董事退休，通过职工代表大会选举罗建忠为第九届董事会职工代表董事，任期至本届董事会届满。罗建忠为公司酿酒二厂车间主任，有丰富行业经验及多项荣誉
卫龙美味	实益拥有人完成股份出售交易，权益股份数从 445.86 万股减少至 370.46 万股，场内交易最高价为每股 15.66 港元，平均价为每股 15.56 港元，还持有若干非上市衍生工具
桃李面包	2025 年股东大会审议通过 2024 年度利润分配方案等 13 项议案，选举产生第七届董事会非独立董事、独立董事及监事会监事
东鹏饮料	将于 4 月 18 日发放现金红利，每股派现 2.5 元，总股本 5.2 亿股，派发现金红利总额 13 亿元
来伊份	预期 2024 年度公司层面考核目标未达标，提前终止第二期员工持股计划，拟回购 164.65 万股，回购价格为 7.65 元/股，资金约 1259.6 万元，公司总股本将由 3.37 亿股减少为 3.35 亿股；控股股东爱屋企管提前解除质押 1230 万股，占公司总股本比例 3.65%，目前持有公司股份 1.77 亿股，占公司总股本的 52.62%，剩余质押股份数量为 4450 万股，占其所持股份比例的 25.13%，占公司股份总数的 13.22%
煌上煌	2024 年实现总营业收入 17.39 亿元，同比减少 9.44%；利润总额达到 0.46 亿元，同比减少 38.29%；实现归母净利润 0.40 亿元，同比减少 42.86%
莲花控股	控股股东莲泰投资持有公司股份 8050.95 万股，占公司总股本 10.06%。本次解除质押 1.44 亿股，占其所持股份 79.50%，占公司总股本 8.00%。解除质押后，莲泰投资累计质押公司股份 0 股，占其所持股份 0%，占公司总股本 0%
天味食品	本年度现金分红总额为 5.85 亿元，现金分红比例为 263.53%，归属于上市公司股东的净利润为 6.25 亿元，年度末母公司报表未分配利润为 14.75 亿元
绝味食品	2024 年实现总营业收入 62.57 亿元，同比减少 13.84%；利润总额达到 4.62 亿元，同比减少 14.56%；实现归母净利润 2.27 亿元，同比减少 34.04%。2025 年第一季度实现总营业收入 15.01 亿元，同比减少 11.47%；利润总额达到 1.78 亿元，同比减少 24.11%；实现归母净利润 1.20 亿元，同比减少 27.29%
安琪酵母	2024 年总营业收入 151.97 亿元（同增 11.86%），归母净利润 13.25 亿元（同增 4.07%），扣非净利润 11.70 亿元（同增 5.79%）

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	59.71	1.51%	
	山西汾酒	600809.SH	220.99	1.30%	
	古井贡酒	000596.SZ	175.60	0.65%	
	金徽酒	603919.SH	19.44	0.52%	
	贵州茅台	600519.SH	1,568.98	0.01%	
	跌幅前五				
	金种子酒	600199.SH	10.42	-7.38%	
	珍酒李渡	6979.HK	6.86	-6.92%	
	酒鬼酒	000799.SZ	45.15	-5.03%	
	伊力特	600197.SH	14.82	-4.94%	
大众品	水井坊	600779.SH	47.12	-4.32%	
	涨幅前五				
	贝因美	002570.SZ	6.93	41.43%	
	品渥食品	300892.SZ	37.46	35.23%	
	路德环境	688156.SH	14.84	18.53%	
	熊猫乳品	300898.SZ	34.53	17.25%	
	新乳业	002946.SZ	17.00	12.66%	
	跌幅前五				
	仙乐健康	300791.SZ	24.51	-10.15%	
	海伦司	9869.HK	1.62	-10.00%	
	莱茵生物	002166.SZ	7.45	-8.81%	
	爱普股份	603020.SH	8.20	-8.07%	
	煌上煌	002695.SZ	9.68	-6.83%	

资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

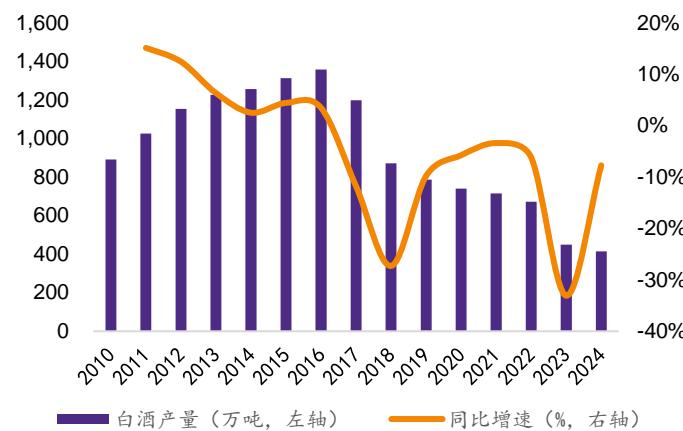
## 2.4、食品饮料行业核心数据趋势一览

请阅读最后一页重要免责声明

9

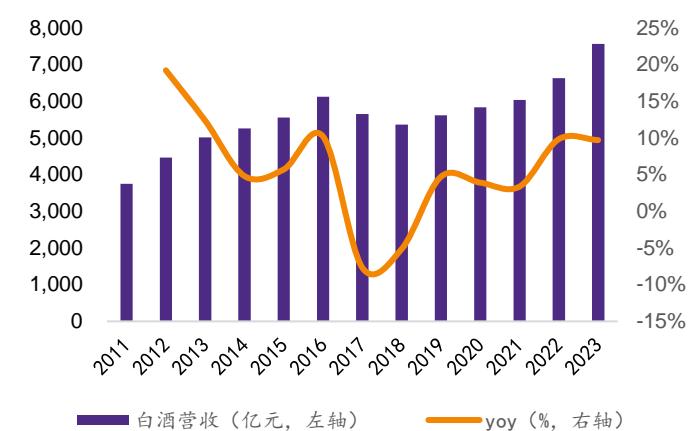
白酒行业：

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

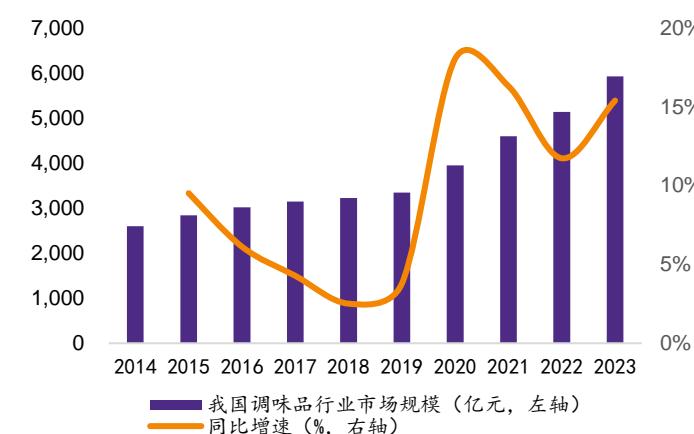
图表 9：2023 年白酒行业营收 7563 亿元，同+9.70%



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

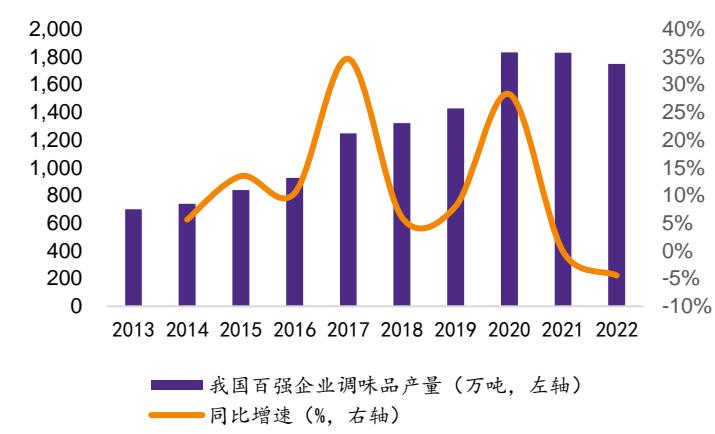
调味品行业：

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%



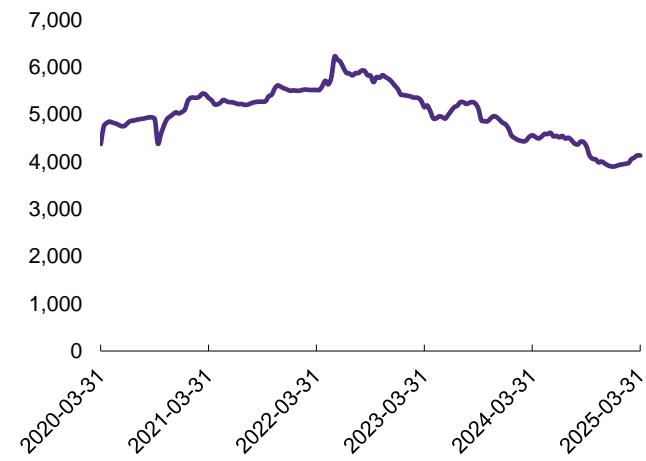
资料来源：艾媒，前瞻产业研究院，华鑫证券研究

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%

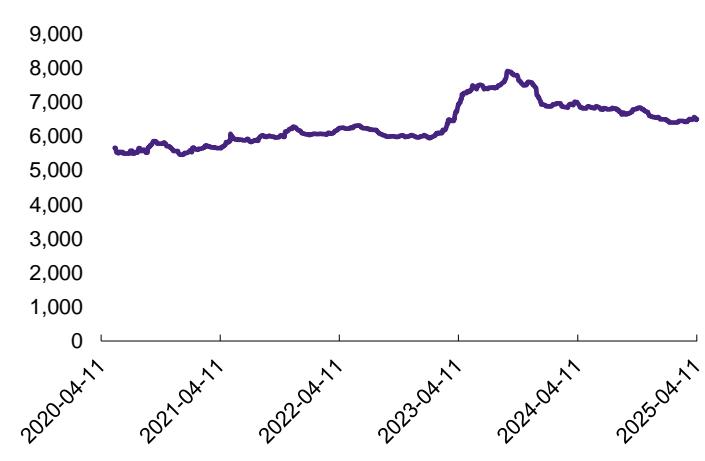


资料来源：中国调味品协会，前瞻产业研究院，观研报告网，华鑫证券研究

图表 12：全国大豆市场价（元/吨）



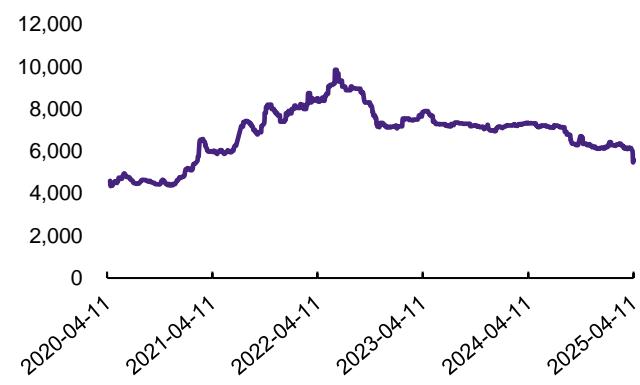
图表 13：白砂糖现货价（元/吨）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

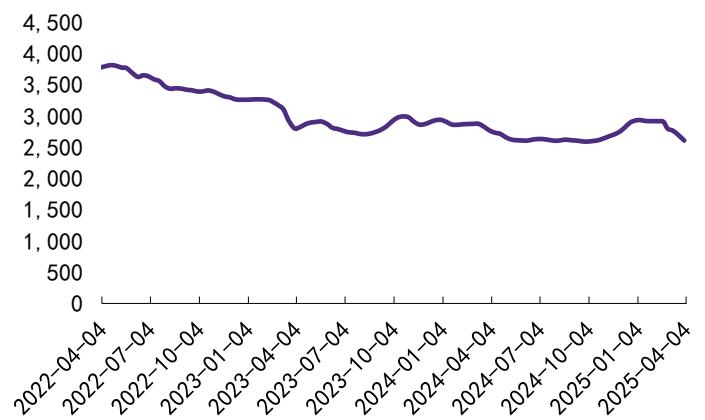
资料来源：Wind，华鑫证券研究

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

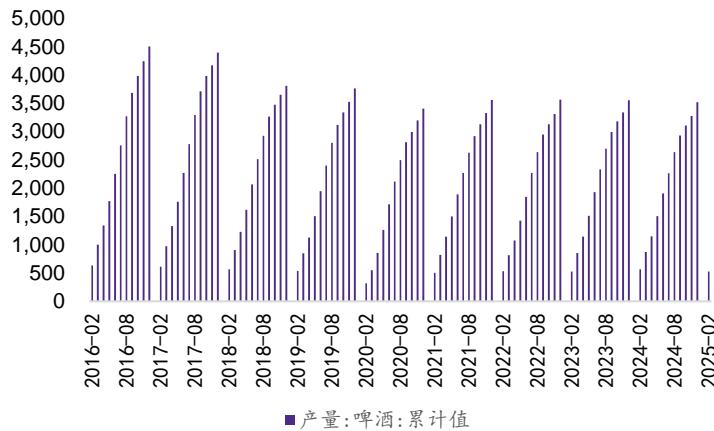
图表 15：瓦楞纸市场价（元/吨）



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

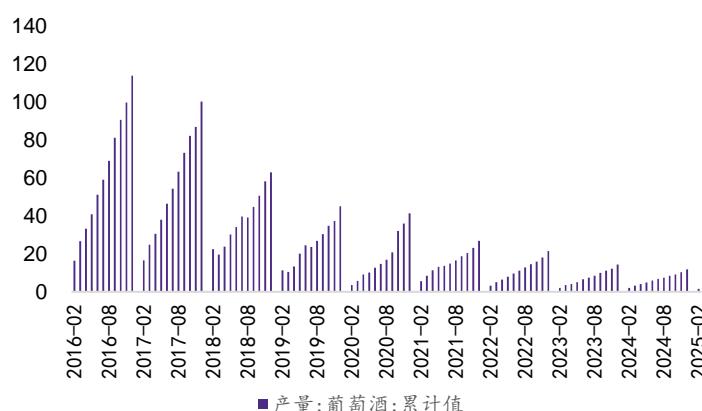
图表 17：2025 年 2 月啤酒行业产量累计同减 4.9%



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

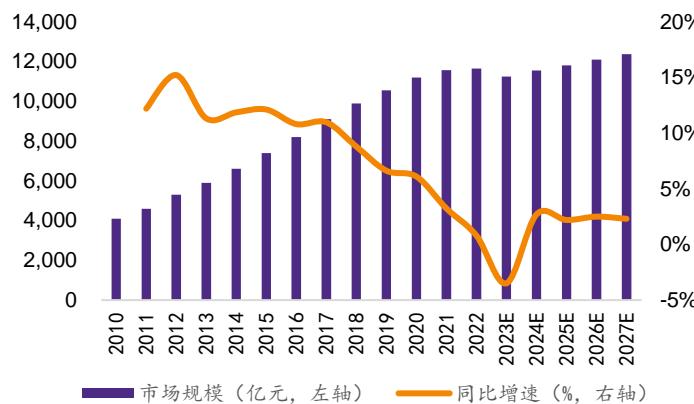
图表 19：2025 年 2 月葡萄酒行业产量累计同降 25.0%



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

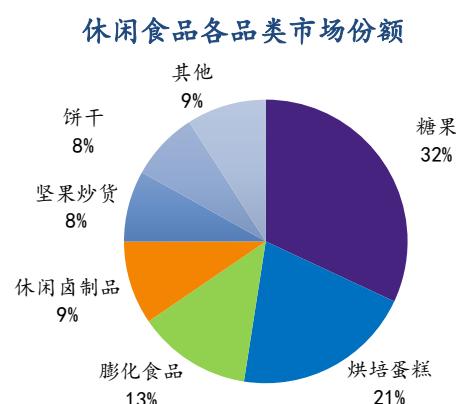
## 休闲食品行业：

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

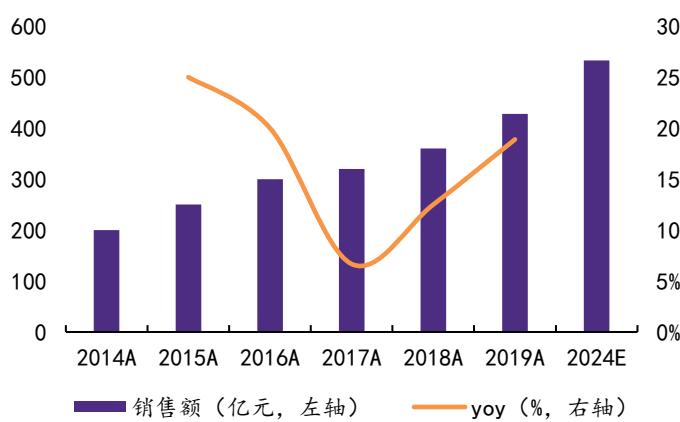
图表 21：休闲食品各品类市场份额



资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

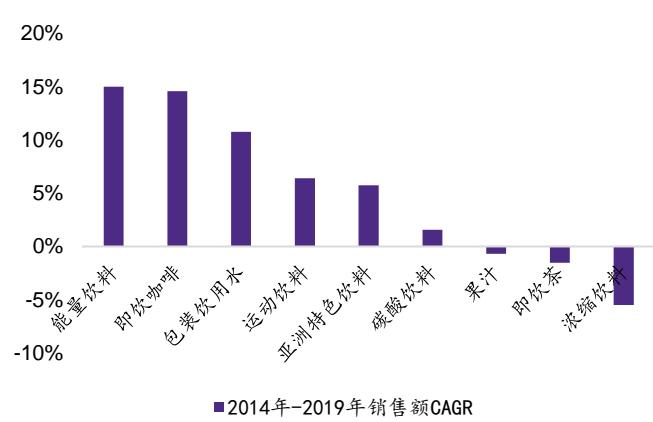
## 软饮料：

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

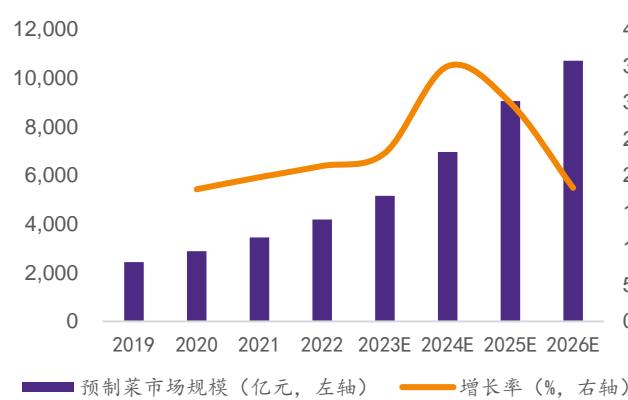
图表 23：饮料行业各品类 2014–2019 年销售额 CAGR



资料来源：东鹏饮料招股说明书，华鑫证券研究

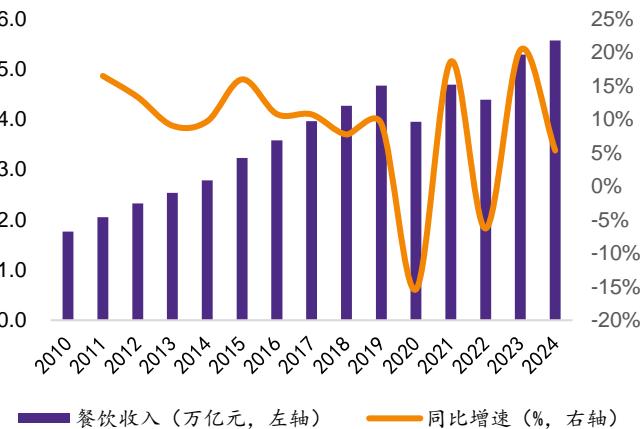
预制菜：

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



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

**卫龙美味：**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%。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。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。

**周黑鸭：**2024 年毛利率同增 4pct 至 56.79%，主要受益于鸭脖等原材料价格同比下降、生产效率提升；2024 年销售/管理费用率分别同比+5/-1pct 至 40.34%/10.60%，销售费用增加主要系收入下降、叠加公司加大对直营高势能门店的投入导致门店租金增加的影响。2024 年归母净利率同减 0.2pct 至 4.01%。2024 年底零售门店总数为 3031 家，较年初净减少 785 家，主要系公司调整结构，主动优化经营不佳的门店，公司后续倾斜资源至核心市场，成立运营管理部加强门店标准化管理。2024 年客单价为 54.39 元（同减 4%），主要受市场需求疲软影响，公司重新搭建会员体系，提升复购率，通过联名、营销活动等方式升级品牌形象。2024 年线上渠道营收为 3.34 亿元（同减 16%），主要受线上渠道分流影响，公司计划调整线上渠道策略，缩减低质业务，重视费投效率。2024 年自营门店/特许经营渠道营收分别为 13.91/6.12 亿元，分别同减 5%/22%，主要受门店关停影响。2024 年其他渠

道营收 1.14 亿元（同增 16%），公司将流通渠道业务提升至战略高度，成立配送事业部，产品逐渐导入山姆、胖东来、零食量贩等高势能渠道，拓展消费场景，满足市场需求迭代。公司战略上分三步进军海外市场，第一步聚焦东南亚和港澳市场，预计 2025 年在马来西亚、新加坡、泰国及港澳等地实现落地；第二步拓展欧美、日韩、澳新等发达国家市场；第三步进行本地供应链布局并开放特许加盟。目前公司真空产品铺货马来西亚超市，未来将逐步导入更多海外市场，预计未来三年逐步实现放量。

**会稽山：**2024 年毛利率同增 5pct 至 52.08%，主要系中高档黄酒营收增速加快，产品结构优化所致，销售/管理费用率分别同比+6pct/-2pct 至 20.33%/8.48%，主要系公司持续加大终端营销投入，推进品牌形象焕新，净利率同增 0.2pct 至 12.10%，盈利能力同比提升。2024 年中高档黄酒营收 10.65 亿元（同增 31%），其中销量 5.33 万吨（同增 7%），吨价 2.00 万元/吨（同增 22%），吨价同比快速提升，中高端黄酒营收增长带动公司产品结构持续优化。普通黄酒及其他酒营收 5.18 亿元（同减 8%）。2025 年 3 月，公司发布产品提价公告，针对纯正系列提价 4-5%，三年陈系列提价 6-9%，坛装系列、花雕系列提价 1-9%，通过产品提价进一步维护产品价盘，延续高端化趋势。2024 年批发/直销/国外营收分别为 12.70/3.02/0.11 亿元，分别同增 10%/44%/15%，直销渠道快速放量，公司针对兰亭持续通过圈层营销做团购业务，做品鉴馆投入，此外，公司计划进一步拓展达播渠道，打造以“一日一醺”气泡黄酒为代表的年轻化单品。

**莲花控股：**根据马上赢数据，2024 年味精市场规模同增 13.7%，其中莲花味精线下市占率超 25%（位列第一），为 TOP5 味精品牌中唯一市场份额同比增长企业；分 sku 来看，在味精 TOP5 SKU 中，莲花味精 200g/400g/100g 包装市场份额分别为 8.35%/7.18%/5.40%，包揽前三位置。公司首先受益于行业需求恢复，且品牌效应持续释放，行业规模增加叠加市占率提升推进味精主业领先于行业增长。根据算力业务进展公告，公司 3 月算力业务累计回款 273.08 万元，算力租赁与软件服务业务稳步推进，优化整体业务盈利结构。此外公司通过费用标准化和管控流程优化，实现费用效益的系统提升，同时持续加强成本精细化管控，降本增效，提升公司的整体盈利水平。

**重庆啤酒：**业绩符合预期，诉讼计提预计负债影响下利润表现承压。2024 年公司总营收/归母净利润分别 146.45/11.15 亿元，分别同比-1.15%/-16.61%，扣非归母净利润为 12.22 亿元，同比-7.0%；2024Q4 总营收为 15.82 亿元，同比-11.45%，归母净利润为-2.17 亿元，去年同期为-0.07 亿元。毛利率基本稳定，费用率变化较小。2024 年毛利率/净利率分别为 49%/15%，分别同比-0.6/-2.9pcts；2024Q4 毛利率/净利率分别为 43%/-26%，分别同比-5.4/-26.5pcts。2024 年销售/管理费用率分别为 17%/4%，分别同比+0.1/+0.2pcts；2024Q4 销售/管理费用率分别为 34%/7%，分别同比+1.3/+0.02pcts。销售回款同比微增，合同负债环比提升。2024 年经营净现金流/销售回款分别为 25.42/157.10 亿元，分别同比-18%/+0.2%；2024Q4 经营净现金流为-9.20 亿元，去年同期为-6.21 亿元；销售回款为 19.74 亿元，同比+1%。截至 2024 年末，合同负债 17.80 亿元（环比+1.68 亿元）。2024 年国际/本地品牌营收分别为 53.08/88.62 亿元，分别同比+0.6%/-3.3%；销量分别同比+4.41%/-2.75%，均价分别同比-3.67%/-0.56%，国际品牌以销量驱动为主，本地品牌均价基本稳定。分价位来看，2024 年高档/主流/经济营收为 85.92/52.43/3.35 亿元，同比-2.97%/-1.02%/+15.56%；2024Q4 高档/主流/经济营收分别为 9.67/4.79/0.17 亿元，同比-14.69%/-10.43%/+31.29%。高档产品方面，2024 年销量/均价分别同比+1.37%/-4.28%，嘉士伯品牌通过广告片、限量罐及促销活动提升品牌知名度；乐堡品牌推动“音乐+啤酒”强绑定；1664 品牌签约高热度代言人，强化品质宣传；夏日纷品牌聚焦西打酒品类宣传，推

出迷你罐、纤体罐等包装。主流产品方面，2024 年销量/均价分别同比-3.81%/+2.89%，产品结构优化带来均价同比提升，乌苏品牌深度打造“吃烧烤，喝乌苏”消费场景；重庆品牌以重庆纯生为核心，推出精酿白啤等高端产品；大理品牌深耕云南市场，聚焦 V8 醇麦打造品牌形象，推出大理苍洱汽水；风花雪月品牌与云南本地文化活动和旅游热潮结合。经济产品方面，2024 年销量/均价同比+13.49%/+1.82%，较低基数下实现销量较快增长。区域方面，2024 年西北区/中区/南区营收分别为 38.84/59.69/43.16 亿元，分别同比-3.46%/-1.88%/-0.42%；毛利率分别为 49.42%/43.59%/58.42%，分别同比+5.40%/-1.78%/-2.78pcts，中区与南区收入表现整体稳健，西北区毛利率同比提升明显。公司持续推动“大城市”计划，2025 年将进一步提升终端执行、优化产品组合等。渠道方面，现饮渠道短期承压，部分品牌仍实现逆市增长；非现饮渠道在推新和罐装等措施下实现份额增长。针对现代渠道，公司将持续推动罐化和新品布局；针对传统渠道，将选择性推出中高端产品，重点投入高潜力市场。公司大城市 2.0 计划加速落地，不断提升终端覆盖规模；现饮渠道在高端化发展与精细化运营下实现市场份额与销量的平稳增长，同时加大非现饮渠道开拓力度。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.62/2.74/2.87 元，对应 PE 分别为 22/21/20 倍，基于公司中长期发展的广阔空间，维持“买入”投资评级。

**晨光生物：**2024 年公司毛利率同减 4pct 至 7.96%，主要系原材料与产品价格同步下降，压缩毛利空间。销售/管理费用率分别同比-0.2%/+0.05pct 至 0.72%/2.30%，净利率同减 6pct 至 1.11%。2024 年棉籽类营收 34.75 亿元（同减 2%），毛利率同减 3pct 至 0.18%，主要系受豆油豆粕等大宗商品行情波动等因素影响，主要产品价格下降，叠加敞口带来损失，目前行情逐渐回暖，公司调整经营策略，严格执行对锁，且根据订单盈利情况进行采购与生产动作，预计 2025 年棉籽业务利润持续改善。2024 年植提业务营收 31.29 亿元（同增 8%），主力产品方面，受种植端增产影响，辣椒红/辣椒精原材料价格大幅下滑，目前价格低位企稳，销量增长预期延续，预计收入与盈利能力持续向好；叶黄素 2024 年销量 4.8 亿克（同比恢复性增长），2025 年公司扩大缅甸万寿菊种植范围，发挥海外原材料成本优势，助推供需格局改善。梯队产品中，甜菊糖 2024 年收入 2.31 亿元（同增 54%），公司持续推进工艺优化，降低加工成本，扩大经营优势；花椒提取物/水飞蓟素/迷迭香提取物/番茄红素等产品实现快速增长；保健食品持续开发客户，2024 年收入 1.6 亿元，新车间预计 2025 年年中建成，突破产能瓶颈后将实现增长提速。

**中炬高新：**2024 年毛利率同增 7pct 至 39.78%，主要系黄豆等原材料与包材采购单价下降所致，此外公司效率提升、规模效应释放下，单产耗能下降、单吨运输成本下降进一步利好毛利。2024 年销售/管理费用率分别同比+0.2pct/-0.4pct 至 9.14%/6.92%，公司持续加大费投、促销力度，进一步打造品牌。2024 年净利率同减 16pct 至 17.38%，公司 2024 年无偿收回厨邦少数股权，预计后续每年稳定增厚 0.6-0.8 亿元净利润。2024 年公司酱油/鸡精鸡粉营收分别为 29.82/6.74 亿元，分别同减 2%/0.2%，销量分别为 53.25/3.89 万吨，分别同增 4%/6%，吨价分别为 0.56/1.73 万元/吨，分别同减 5%/6%，吨价下滑主要系产品结构调整所致，2024 年公司通过产品提价捋顺渠道利润，2025 年公司继续做产品端改良，通过渠道调整推动品类增长。2024 年食用油营收 5.67 亿元（同增 27%），主要系加码优惠政策推升销量表现，目前渠道库存逐渐去化。2024 年公司分销渠道营收为 46.79 亿元（同减 1%），2024 年末经销商数量较年初净增加 470 家，后续公司在菜系研发层面切入厨师资源，强化餐饮渠道开拓，同时增厚渠道利润，在稳 KA 渠道存量的基础上拓增量。2024 年直销渠道营收 1.76 亿元（同增 26%），其中线上渠道营收 1.34 亿元（同增 37%），线上渠道低基数下持续开拓，实现快速增长。

**古井贡酒：**全年业绩圆满收官，利润增速保持快于收入。2024年总营收/归母净利润分别为235.78/55.14亿元，分别同比+16.41%/+20.15%，扣非归母净利润为54.56亿元，同比+21.38%。**Q4**主动放缓节奏，保证市场健康运行。2024Q4总营收/归母净利润分别为45.09/7.67亿元，分别同比+4.85%/-1.17%，扣非归母净利润为7.57亿元，同比+0.63%。2024/2024Q4归母净利率分别为23.39%/17.02%，分别同比+0.73%/-1.04pcts。2025年公司确定“一条心、两条线、三个作为”行动主旨，1)“一条心”为坚持用户诉求的重要准则，以客户利益为先一心一意为客户；2)“两条线”为产品线与人才线，产品线为产品体系与品牌定位，人才线为组织与团队，持续做大基本盘；3)“三个作为”为公司作为、客户作为、个人作为。公司预计继续做大省内市场，同时加强省外进攻态势，主品稳固发展，业绩确定性仍强。

**燕京啤酒：**业绩符合预告，利润快速释放。2024年总营收146.67亿元，同比+3.20%；归母净利润/扣非归母净利润分别为10.56/10.41亿元，分别同比+63.74%/+108.03%。**2024Q4**收入保持平稳，亏损同比收窄。2024Q4总营收18.21亿元，同比+1.32%；归母净利润/扣非归母净利润分别为-2.32/-2.21亿元，去年同期分别为-3.11/-3.66亿元。**2024**年吨价同比均提升，产品结构逐步升级。2024年啤酒销量为400.44万千升，同比+1.57%；吨价为0.37万元/千升，同比+1.60%。**2024**年燕京U8销量快速增长，占比提升显著。2024年燕京U8销量为69.60万千升，同比+31.40%，占啤酒总销量比重提升3.95pcts至17.38%。**2025Q1**公司归母净利润预计为1.60-1.72亿元，预计同增55.96%-67.66%；扣非归母净利润预计为1.48-1.60亿元，预计同增44.19%-55.88%。**2025 Q1**公司延续高质量发展态势，系统性推进九大变革持续落地，大单品燕京U8仍保持30%以上高增，表现亮眼且推动整体结构持续升级。

### 3、行业评级及投资策略

中美关税持续加码，利好内需消费复苏。4月10日，美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”税率进一步提高至125%，我国持续采取反制措施，自2025年4月12日起，调整对原产于美国的进口商品加征关税税率由84%至125%。若美方后续对我国输美商品继续加征关税，我国将不予理会。但是倘若美方执意继续实质性侵害中方利益，中方将坚决反制，奉陪到底。我们预计在关税风险下，前期促消费政策将加快推动落地，有望加快刺激国内消费需求，目前饮食板块整体处于估值低点，安全边际高。

**白酒板块：**本周板块韧性较强，关税形势升级下外围环境风险较大，前期促消费政策逐步落地，利于内需消费复苏。基本面上看，整体板块处于需求淡季，库存平稳消化，期待政策落地后商务场景逐步恢复；报表端看，今年酒企预计以降速为主，利于渠道恢复与市场健康运行；估值端看，板块整体估值偏低，酒企回购或增持动作较多，估值修复确定性强，配置价值高。本周贵州茅台累计回购金额达19.48亿元；五粮液集团拟增持公司股份，金额5-10亿元；古井贡酒发布2024年业绩快报，业绩略超预期，全年圆满收官。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。本周我们参加农夫山泉、现代牧业、中炬高新、汤臣倍健调研。农夫山

泉来看，水市占恢复的优先级仍高，茶饮料预计仍保持较好表现，成本持续利好，看好2025年业绩释放；现代牧业来看，成本费用端预计改善，同时预计下半年行业出清速度持续加快，奶价有望企稳，利润弹性释放。汤臣倍健来看，公司推动线下渠道价值链下移，老品做大渠道区隔，新品选择渠道/城市定点测试，线上渠道各品牌组建线上专项团队，定位高端化，中长期考虑供应链出海。中炬高新来看，2025年目标完成并购一起项目、双位数业绩增长、三项基础能力建设，持续修复价盘，餐饮渠道经销模式逐渐成型，年中全国推广。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	2025-04-11	EPS			PE			投资评级
		股价	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
600519.SH	贵州茅台	1568.98	59.49	68.64	75.23	26.37	22.86	20.86	买入
000858.SZ	五粮液	131.60	7.78	8.49	8.99	16.91	15.50	14.64	买入
000568.SZ	泸州老窖	130.17	9.00	9.81	10.20	14.46	13.27	12.76	买入
600809.SH	山西汾酒	220.99	8.56	10.05	11.18	25.81	21.99	19.77	买入
002304.SZ	洋河股份	74.09	6.65	5.56	5.43	11.14	13.33	13.64	买入
000799.SZ	酒鬼酒	45.15	1.69	0.33	0.46	26.78	136.82	98.15	买入
600702.SH	舍得酒业	59.71	5.35	1.04	1.31	11.17	57.41	45.58	买入
600779.SH	水井坊	47.12	2.60	2.75	2.87	18.12	17.13	16.42	买入
000596.SZ	古井贡酒	175.60	8.68	10.43	11.88	20.23	16.84	14.78	买入
603369.SH	今世缘	51.74	2.50	2.87	3.14	20.70	18.03	16.48	买入
603589.SH	口子窖	35.36	2.87	3.32	3.78	12.32	10.65	9.35	买入
603198.SH	迎驾贡酒	52.64	2.86	3.35	3.91	18.41	15.71	13.46	买入
600199.SH	金种子酒	10.42	-0.03	-0.40	0.03	-347.33	-26.05	347.33	买入
603919.SH	金徽酒	19.44	0.65	0.77	0.81	29.91	25.25	24.00	买入
600197.SH	伊力特	14.82	0.72	0.74	0.82	20.58	20.03	18.07	买入
600559.SH	老白干酒	17.84	0.73	0.89	1.06	24.44	20.04	16.83	买入
603288.SH	海天味业	42.04	1.01	1.14	1.24	41.62	36.88	33.90	买入
603027.SH	千禾味业	11.18	0.52	0.49	0.56	21.50	22.82	19.96	买入
603317.SH	天味食品	14.06	0.43	0.59	0.67	32.33	23.83	20.99	买入
600872.SH	中炬高新	21.40	2.16	1.14	1.22	9.91	18.71	17.54	买入
600305.SH	恒顺醋业	7.52	0.08	0.13	0.17	92.27	57.85	44.24	买入
603755.SH	日辰股份	26.51	0.57	0.74	0.87	46.51	35.82	30.47	买入
603170.SH	宝立食品	13.26	0.75	0.60	0.73	17.68	22.10	18.16	买入
300999.SZ	金龙鱼	32.17	0.53	0.46	0.52	60.70	69.93	61.87	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

19

## ■ 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

20

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。

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。