

超配（维持）

政策预期强化，关注景气细分

食品饮料行业深度报告

2025 年 4 月 28 日

投资要点：

分析师：魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

分析师：黄冬祎

SAC 执业证书编号：

S0340523020001

电话：0769-22119410

邮箱：

huangdongyi@dgzq.com.cn

■ **外部不确定性增加+国内政策定调积极，行业重视度提升。**近期外部不确定性增加，提振内需或将成为推动国内经济增长的重要一环。叠加国内消费定调积极，食品饮料业绩受海外市场影响较小，行业重视度提升。

■ **白酒板块：**根据酒业家调研数据显示，今年春节白酒动销同比下滑10%左右。节后，步入酒企销售淡季，主要以控货挺价为主。从酒企目前公布的2024年业绩来看，表现有所分化。预计今年上半年以消化库存为主。下半年随着需求稳步复苏，叠加白酒去年同期基数走低，全年有望呈现前低后高的态势。短期关注政策落地效果、业绩反馈、经销商信心变化等指标，中长期还需结合实际需求进行判断。

■ **大众品板块：**在消费积极定调的背景下，与餐饮供应链相关、存在边际改善预期、受益于生育政策催化等板块可重点关注。调味品板块可重点关注餐饮消费力修复等边际改善预期。啤酒板块关注餐饮场景复苏回暖、高端化等边际改善机会。乳品板块方面，在内蒙古呼和浩特发布育儿补贴细则后，浙江等地区也制定了实施生育补贴制度，预计其他城市亦会出台相关扶持政策刺激生育，乳品需求有望增加，进而为乳企业绩带来增量贡献。零食板块，持续关注核心大单品、零食量贩、线上渠道等带来的增量贡献。

■ **投资策略：维持食品饮料行业超配评级。**近期外部不确定性增加，提振内需将成为推动国内经济增长的重要一环，市场重视度有所提升。叠加国内消费积极定调，预计后续促消费政策的力度和范围有望加大。白酒、大众品中与餐饮供应链相关等顺周期板块，可以重点关注。**白酒板块**可关注二大主线。第一，优选确定性。标的方面，建议关注高端白酒中的贵州茅台（600519）、五粮液（000858）等，次高端白酒与区域白酒可关注动销表现较好的山西汾酒（600809）、古井贡酒（000596）、今世缘（603369）等。第二，关注前期超跌，存在困境反转的标的，如水井坊（600779）等。**大众品板块**方面，建议关注三大主线：一是存在边际改善预期的餐饮链板块，如啤酒、调味品板块等。二是关注高成长、高景气的板块，如零食板块等。三是关注受益于生育政策催化的板块，如乳品龙头等。标的方面，可重点关注青岛啤酒（600600）、海天味业（603288）、伊利股份（600887）、盐津铺子（002847）等。

■ **风险提示：**渠道扩张不及预期，新品推广不及预期，动销不及预期，行业竞争加剧，需求恢复不及预期，宏观经济波动风险。

食品饮料行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，同花顺

相关报告

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

深度研究

行业研究

证券研究报告

目 录

1. 政策预期强化，行业重视度提升	4
2. 白酒板块：多措并举提振信心，全年业绩有望呈前低后高走势	6
2.1 白酒淡季动销表现平淡，内部延续分化	6
2.2 批价淡季正常回落	6
2.3 酒企多措并举提振信心	7
2.4 2024 年业绩延续分化，预计 2025 年呈前低后高态势	9
2.5 白酒估值	11
3. 大众品板块：与餐饮供应链相关、受政策催化等板块可重点关注	11
3.1 调味品板块	11
3.2 啤酒板块	15
3.3 乳品板块	17
3.4 零食板块	19
4. 投资策略	21
5. 风险提示	22

插图目录

图 1：飞天茅台 2025 年散装批价（元/瓶）	7
图 2：八代普五批价（元/瓶）	7
图 3：国窖 1573 批价（元/瓶）	7
图 4：白酒（申万）市盈率 TTM	11
图 5：2024 年我国调味品渠道结构（%）	11
图 6：不同就餐方式调味品人均摄入量（g/公斤食物）	11
图 7：2019 年至 2025 年 1-3 月单月我国社会消费品零售总额同比增速（%）	12
图 8：2019 年至 2025 年 1-3 月单月我国社会消费品零售按消费类型同比增速（%）	12
图 9：2016-2024 年我国人口老龄化率（%）	13
图 10：2016-2023 年我国“一人户”家庭数占比（%）	13
图 11：我国消费者对健康型调味品需求	13
图 12：大豆生产资料价格（元/吨）	13
图 13：豆粕现货价（元/吨）	13
图 14：白砂糖现货价格（元/吨）	14
图 15：啤酒当月产量（万千升）	15
图 16：大麦现货均价（元/吨）	16
图 17：玻璃现货价（元/平方米）	16
图 18：铝锭现货均价（元/吨）	16
图 19：瓦楞纸出厂价（元/吨）	16
图 20：生鲜乳均价（元/公斤）	18
图 21：2022 年我国乳制品行业市场竞争格局（%）	18
图 22：我国零食量贩行业规模与增速（亿元，%）	19
图 23：2022 年量贩头部品牌市场份额（%）	19
图 24：2023 年量贩头部品牌市场份额（%）	19
图 25：2022-2024 年抖音休闲零食销售收入（亿元）	20
图 26：2022-2024 线上各渠道份额变化（%）	20

表格目录

表 1：2024 年 9 月以来国内出台的重要政策梳理.....	4
表 2：不同白酒层级动销表现.....	6
表 3：2024 年以来重点白酒上市公司回购股份方案.....	7
表 4：2024 年以来重点白酒上市公司股东增持股份公告.....	8
表 5：部分白酒上市公司发布分红回报规划公告.....	9
表 6：重点白酒公司 2024 年业绩预告/报告.....	9
表 7：重点白酒公司 2025 年一季度业绩（亿元，%）.....	10
表 8：白酒板块 2024 年前三季度单季度业绩（亿元，%）.....	10
表 9：重点调味品公司 2024 年业绩（亿元，%）.....	15
表 10：重点调味品公司 2025 年一季度业绩（亿元，%）.....	15
表 11：重点啤酒公司 2024 年业绩（亿元，%）.....	17
表 12：重点啤酒公司 2025 年一季度业绩（亿元，%）.....	17
表 13：乳品重要政策梳理.....	17
表 14：重点零食公司 2024 年业绩（亿元，%）.....	20
表 15：重点零食公司 2025 年一季度业绩（亿元，%）.....	20
表 16：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2025/4/25）.....	21

1. 政策预期强化，行业重视度提升

外部不确定性增加，发展内需成为我国促经济增长的重要一环。从外部环境来看，近期受外围扰动，市场不确定性增加。在此背景下，提振内需或将成为推动国内经济增长的重要一环。

我国消费政策定调积极，政策预期强化。2024年9月24日以来，国家重磅政策组合拳出台，一定程度上提振了市场信心。2024年12月中央政治局会议与中央经济工作会议提出“要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。此后，2025年2月国务院常务会议、3月的政府工作报告均提出要大力提振消费。3月16日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，从8个方面、30项重点任务进行了详细部署，旨在大力提振消费，全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿，针对性解决制约消费的突出矛盾问题。此外，外围不确定性增加，预计国内后续促消费政策的力度和范围有望加强。

表 1：2024 年 9 月以来国内出台的重要政策梳理

时间	会议	内容
2024/9/24	国新办举行新闻发布会，介绍金融支持经济高质量发展有关情况	降低存款准备金率和政策利率。 （1）下调存款准备金率 0.5 个百分点，向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元；在年内还将视市场流动性的状况，可能择机进一步下调存款准备金率 0.25 至 0.5 个百分点。 （2）降低中央银行的政策利率，即 7 天期逆回购操作利率下调 0.2 个百分点，从目前的 1.7% 调降至 1.5%，同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差的稳定。
		降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例。 （1）引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在 0.5 个百分点左右。 （2）统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25% 下调到 15%。 （3）将 5 月份人民银行创设的 3000 亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的 60% 提高到 100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。 （4）将年底前到期的经营性物业贷款和“金融 16 条”这两项政策文件延期到 2026 年底。
		创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。 （1）创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，这项政策将大幅提升机构的资金获取能力和股票增持能力。 计划首期操作规模 5000 亿元。通过这项工具所获取的资金只能用于投资股票市场。 （2）创设股票回购、增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。 首期额度 3000 亿元。

2024/9/26	中央政治局会议	加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。
2024/10/8	国务院新闻办举行新闻发布会，介绍“系统落实一揽子增量政策 扎实推动经济向上结构向优、发展态势持续向好”有关情况	在有效落实存量政策的同时，围绕 加大宏观政策逆周期调节、扩大国内有效需求、加大助企帮扶力度、推动房地产市场止跌回稳、提振资本市场 等五个方面，加力推出一揽子增量政策，推动经济持续回升向好。
2024/10/17	国新办举行新闻发布会，介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况	四个取消： 取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。 四个降低： 降低住房公积金贷款利率、降低住房贷款的首付比例、降低存量贷款利率、降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。 两个增加： 新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造、年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿元。
2024/11/8	全国人大常委会办公厅举行新闻发布会，介绍增加地方政府债务限额置换存量隐性债务有关政策情况	为贯彻落实党中央决策部署，在压实地方主体责任的基础上，建议增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。为便于操作、尽早发挥政策效用，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施。按此安排，2024 年末地方政府专项债务限额将由 29.52 万亿元增加到 35.52 万亿元。
2024/12/9	中共中央政治局召开会议	明年要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。 要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。
2024/12/11-12	中央经济工作会议	实施更加积极有为的宏观政策， 扩大国内需求 ，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。
2025/2/10	国务院常务会议	国务院总理李强 2 月 10 日主持召开国务院常务会议，研究提振消费有关工作。会议指出，提振消费是扩大内需、做大做强国内大循环的重中之重。 要切实转变观念，把提振消费摆到更加突出位置。
2025/3/5	政府工作报告	国务院总理李强 5 日在政府工作报告中介绍今年政府工作任务时提出， 大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。 促进消费和投资更好结合，加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。

2025/3/16	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》	《提振消费专项行动方案》从 8 个方面、30 项重点任务进行了详细部署，包括城乡居民增收促进行动、消费能力保障支持行动、服务消费提质惠民行动、大宗消费更新升级行动、消费品质提升行动、消费环境改善提升行动、限制措施清理优化行动、完善支持政策等。《提振消费专项行动方案》旨在大力提振消费，全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿，针对性解决制约消费的突出矛盾问题。
-----------	------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

资料来源：中国政府网，新华社，东莞证券研究所

食品饮料行业作为内需板块，重视度有望提升。食品饮料业绩受海外市场影响较小，在外围市场扰动下避险属性提升。叠加国家积极出台消费政策，消费有望稳步复苏，行业重视度提升。

2. 白酒板块：多措并举提振信心，全年业绩有望呈前低后高走势

2.1 白酒淡季动销表现平淡，内部延续分化

白酒淡季动销表现平淡。在需求弱复苏的背景下，此前市场对春节白酒的预期较低，经销商备货相对谨慎。根据酒业家调研数据显示，今年春节白酒动销同比下滑 10% 左右。与去年中秋相比，今年春节期间白酒动销整体提升了 20%-30% 左右，环比有所改善。节后，白酒进入消费淡季，部分经销商面临一定压力，以消化库存为主，动销表现相对平淡。一般而言，“五一”小长假是白酒宴席消费的小旺季，预计今年婚宴等宴席需求有望同比实现一定增长，进而对白酒动销起到一定提振。

分价格带来看，内部延续分化态势。其中，高端白酒需求相对平稳，回款稳步推进；次高端白酒由于商务宴席仍处于弱复苏，表现相对疲软；区域强势品牌在宴席用酒需求、走亲访友等因素催化下，性价比高的产品表现更优。

表 2：不同白酒层级动销表现

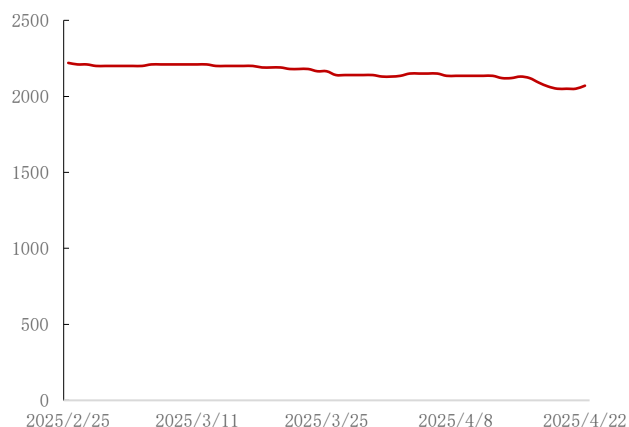
白酒层级	动销
高端白酒	需求相对平稳，动销与回款进度稳健
次高端白酒	复苏节奏相对滞后，内部表现分化
区域白酒	受益于宴席用酒等需求，性价比高的产品表现更优

资料来源：微酒，东莞证券研究所

2.2 批价淡季正常回落

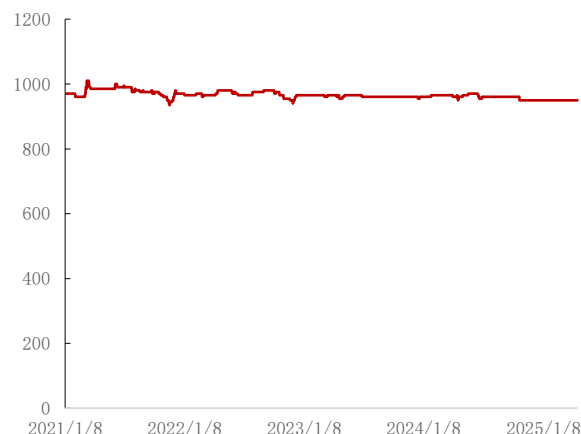
批价淡季正常回落。近期，飞天批价有所回落，一方面目前为白酒消费淡季，另一方面公司加大了发货量。今日酒价数据显示，4 月 25 日，2025 年散瓶飞天批价为 2070 元，较 4 月 1 日下降 60 元/瓶。普五批价为 950 元/瓶，国窖 1573 批价为 870 元/瓶，批价相对稳定。后续批价走势需结合经销商信心、需求恢复等情况进行判断。

图 1：飞天茅台 2025 年散装批价（元/瓶）



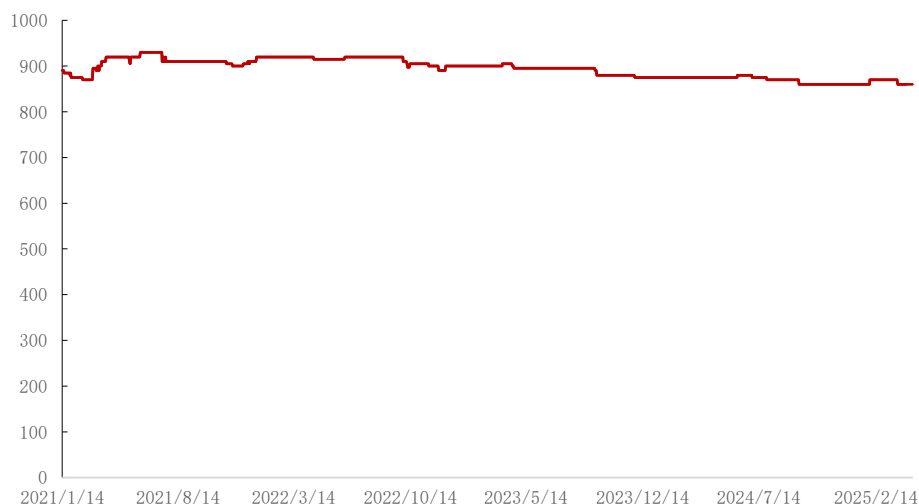
数据来源：茅帝，东莞证券研究所

图 2：八代普五批价（元/瓶）



数据来源：今日酒价，东莞证券研究所

图 3：国窖 1573 批价（元/瓶）



数据来源：今日酒价，东莞证券研究所

2.3 酒企多措并举提振信心

酒企回购与增持股份，提振市场信心。此前，贵州茅台、舍得酒业等公司出台了回购股份方案，用于减少注册资本，或用于公司的员工持股计划或股权激励，以完善公司内部激励机制。此外，五粮液、泸州老窖、山西汾酒、今世缘等公司的控股股东基于对公司未来持续稳定发展的信心以及对公司价值的认可，表示增持公司股份，以提高投资者信心，提升品牌影响力。

表 3：2024 年以来重点白酒上市公司回购股份方案

公司名称	公告时间	回购主要内容
贵州茅台	2024/9/21	拟以集中竞价方式回购不低于人民币 30 亿元（含）且不超过人民币 60 亿元（含），用于注销并减少公司注册资本。回购股份价格不超过

		1795.78 元/股（含）。回购股份期限自公司股东大会审议通过回购方案之日起 12 个月内。
舍得酒业	2024/10/29	拟以集中竞价方式回购不低于人民币 1 亿元（含）且不超过人民币 2 亿元（含），用于公司的员工持股计划或股权激励。回购价格不超过人民币 91.00 元/股（含）。回购期限自公司董事会审议通过本次回购股份方案之日起不超过 6 个月。
水井坊	2024/2/22	拟以集中竞价方式回购股份资金总额不低于人民币 7500 万元（含）且不超过人民币 15000 万元（含），用于实施员工持股计划或股权激励。回购价格不超过人民币 75.00 元/股（含）。回购股份的期限为自董事会审议通过本次回购股份方案之日起不超过 12 个月。
金徽酒	2024/3/16	拟以集中竞价方式回购股份的资金总额不低于人民币 1 亿元（含），不超过人民币 2 亿元（含），用于实施员工持股计划或股权激励。回购股份价格不超过人民币 28.00 元/股（含）。回购期限自公司董事会审议通过本次回购方案之日起 12 个月内。

资料来源：贵州茅台关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告，舍得酒业关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告，水井坊关于以集中竞价交易方式回购公司股份的回购报告书，金徽酒关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告，东莞证券研究所

表 4：2024 年以来重点白酒上市公司股东增持股份公告

公司名称	公告时间	增持主要内容
五粮液	2025/4/9	五粮液集团公司计划自本公告之日起 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。
泸州老窖	2025/3/14	公司控股股东泸州老窖集团有限责任公司计划自本公告披露之日起的 6 个月内，以增持专项贷款及自有资金通过集中竞价交易的方式增持公司股份，增持金额不低于 1.5 亿元，不超过 3 亿元。
山西汾酒	2024/3/11	控股股东山西杏花村汾酒集团有限责任公司计划自本公告披露之日起 6 个月内，使用自有资金通过集中竞价交易方式增持公司股份，增持金额不低于人民币 1 亿元、不超过人民币 2 亿元，增持股份数量以实际交易情况为准。
今世缘	2024/12/31	公司控股股东今世缘集团拟以 2.7 亿元—5.4 亿元增持公司股份，增持价格不超过 46 元/股（含本数），增持计划的实施期限自公告之日起 12 个月内。
顺鑫农业	2024/2/6	顺鑫控股计划自 2024 年 2 月 2 日起 6 个月内，通过深圳证券交易所交易系统增持公司股份，增持金额不低于人民币 1 亿元，不超过人民币 2 亿元（含 2024 年 2 月 2 日至 2 月 5 日增持金额），本次增持不设定价格区间。
金种子酒	2024/2/22	公司董事、总经理何秀侠女士和副总经理刘辅弼先生拟于 2024 年 2 月 22 日起 6 个月内，通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易的方式各增持公司股份 2 万股。

资料来源：关于四川省宜宾五粮液集团有限公司增持公司股票计划的公告，泸州老窖关于控股股东以增持专项贷款和自有资金增持公司股份计划的公告，山西汾酒关于控股股东增持公司股份计划暨推动公司“提质增效重回报”的公告，今世缘关于

控股股东增持公司股份计划的公告，顺鑫农业关于控股股东增持公司股份及后续增持计划的公告，金种子酒关于董事、高级管理人员增持股份计划暨公司“提质增效重回报”行动方案的公告，东莞证券研究所

多家白酒公司已发布分红回报规划，积极反馈投资者。贵州茅台、五粮液、洋河股份等公司已发布分红回报规划。白酒公司发布分红方案，一方面彰显了公司对自身经营发展的信心，另一方面积极反馈投资者，重视股东回报，有利于提升市场信心。

表 5：部分白酒上市公司发布分红回报规划公告

公司名称	公告时间	主要内容
贵州茅台	2024/8/9	2024—2026 年度，公司每年度分配的现金红利总额不低于当年实现归属于上市公司股东的净利润的 75%，每年度的现金分红分两次（年度和中期分红）实施。
五粮液	2024/10/31	2024-2026 年度，公司每年度现金分红总额占当年归母净利润的比例不低于 70%，且不低于 200 亿元（含税）；公司每年度的现金分红可分一次或多次（即年度分红、中期分红、特殊分红）实施。
洋河股份	2024/8/30	2024 年度-2026 年度，公司每年度的现金分红总额不低于当年实现归属于上市公司股东净利润的 70%且不低于人民币 70 亿元（含税）。
口子窖	2024/7/13	公司计划未来三年以现金形式分配的利润不少于当年实现可供分配利润的 30%，保证投资者的合理投资回报。
金徽酒	2024/3/16	公司在当年盈利且累计未分配利润为正，现金流满足正常生产经营和未来发展的前提下，在足额预留法定公积金、盈余公积金以后，以现金形式分配的利润不少于当年实现可供分配利润的 30%。

资料来源：贵州茅台关于 2024—2026 年度现金分红回报规划的公告，五粮液关于 2024-2026 年度股东回报规划的公告，洋河股份关于现金分红回报规划（2024 年度-2026 年度）的公告，口子窖 2024 年度“提质增效重回报”行动方案公告，金徽酒未来三年（2024-2026）股东分红回报规划，东莞证券研究所

2.4 2024 年业绩延续分化，预计 2025 年呈前低后高态势

白酒 2024 年业绩延续分化。贵州茅台 2024 年实现营业总收入 1741.44 亿元，同比增长 15.66%；实现归母净利润 862.28 亿元，同比增长 15.38%。单季度看，公司回款按目标正常推进，去年四季度业绩表现稳健。其中，公司茅台酒增速快于系列酒，主要是非标产品放量，以及以茅台 1935 为代表的系列酒进行战略控货。根据实际情况，公司规划 2025 年实现营业总收入同比增长 9%左右，完成固定资产投资 47.11 亿元，经营目标务实理性。五粮液与泸州老窖全年业绩实现个位数增长。次高端白酒由于商务宴席处于弱复苏，业绩仍承压，舍得酒业、酒鬼酒 2024 年业绩同比均出现下滑。水井坊臻酿八号平稳放量，2024 年业绩同比实现正增长，完成了年初制定的目标。区域白酒中的徽酒龙头古井贡酒 2024 年业绩实现双位数增长，2024Q4 业绩增速放缓主要系公司产品结构调整叠加费用投放增加所致。

表 6：重点白酒公司 2024 年业绩预告/报告

公司名称	业绩摘要
------	------

贵州茅台	公司 2024 年实现营业总收入 1741.44 亿元，同比增长 15.66%； 实现归母净利润 862.28 亿元，同比增长 15.38%。
五粮液	公司 2024 年实现营业总收入 891.75 亿元，同比增长 7.09%； 实现归母净利润 318.53 亿元，同比增长 5.44%。
泸州老窖	公司 2024 年实现营业总收入 311.96 亿元，同比增长 3.19%； 实现归母净利润 134.73 亿元，同比增长 1.71%。
舍得酒业	2024 年实现营业总收入 53.57 亿元，同比下降 24.35%； 实现归母净利润 3.46 亿元，同比下降 80.48%
酒鬼酒	预计实现归母净利润 1000 万元-1500 万元，同比减少 98.17% -97.26%； 预计实现扣非归母净利润 500 万元-750 万元，同比减少 99.07%-98.61%
水井坊	预计实现营业收入约 52.2 亿元，同比增长约 5%； 预计实现归母净利润约 13.4 亿元，同比增长约 6%
古井贡酒	公司 2024 年实现营业总收入 235.78 亿元，同比增长 16.41%； 实现归母净利润 55.17 亿元，同比增长 20.22%。
金种子酒	预计 2024 年年度实现归属于母公司所有者的净利润为-2.91 亿元到-2.01 亿元； 归属于母公司所有者扣除非经常性损益后的净利润为-3 亿元到-2.10 亿元

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

注：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、舍得酒业、古井贡酒已出 2024 年年报

2025 年白酒业绩有望呈现前低后高的态势。从已公布的重点白酒公司一季度业绩来看，五粮液今年主动调整经营节奏，节前对普五进行控货，积极消化库存。节后，公司发货量有所增加，叠加平台公司成立，公司开门红良性，彰显经营韧性。舍得酒业在商务宴席弱复苏背景下，仍处于调整期。古井贡酒今年一季度顺利实现开门红，表现稳健。结合目前实际情况，预计白酒今年上半年以消化库存为主，动销仍有一定的压力，内部表现分化。下半年随着需求稳步复苏，叠加白酒去年同期基数走低，全年有望呈现前低后高的态势。

表 7：重点白酒公司 2025 年一季度业绩（亿元，%）

公司名称	2025Q1 营业总收入	YoY	2025Q1 归母净利润	YoY
五粮液	369.40	6.05	148.60	5.80
泸州老窖	93.52	1.78	45.93	0.41
舍得酒业	15.76	-25.14	3.46	-37.10
古井贡酒	91.46	10.38	23.30	12.78

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 8：白酒板块 2024 年前三季度单季度业绩（亿元，%）

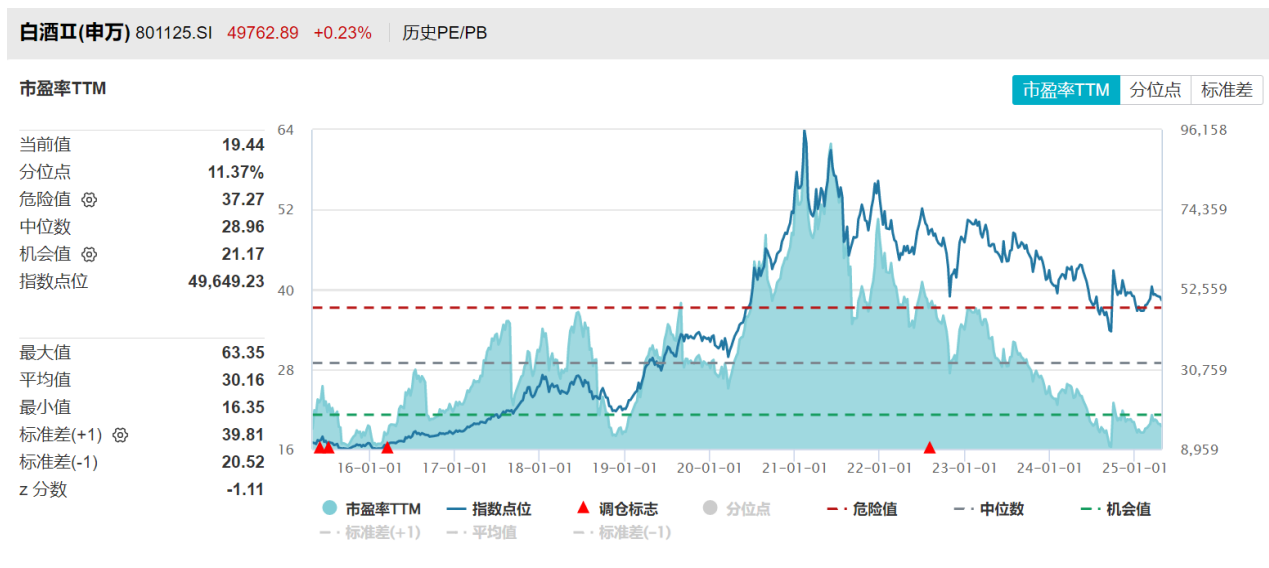
时间	营业总收入	YoY	归母净利润	YoY
2024Q1	1508.66	14.67	619.87	15.75
2024Q2	927.28	10.57	336.95	11.76
2024Q3	964.69	0.73	360.15	2.05

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

2.5 白酒估值

白酒估值低于近五年与近十年均值水平,预计后续存修复空间。目前申万白酒市盈率 TTM 在 19.4 倍左右,低于板块近五年与近十年来的均值水平。在国内消费定调积极的背景下,预计市场情绪或有所回暖,白酒估值存在一定的修复空间。

图 4: 白酒(申万)市盈率 TTM



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

注: 数据截止至 2025 年 4 月 25 日

3. 大众品板块: 与餐饮供应链相关、受政策催化等板块可重点关注

在国内消费政策积极定调的背景下,与餐饮供应链相关、受生育政策催化等板块可重点关注。

3.1 调味品板块

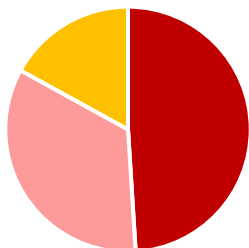
(1) BC 端齐发力, 调味品量价有提升空间

B 端: 我国调味品渠道结构以餐饮为主, 且餐饮端人均摄入量高于家庭端。根据艾媒咨询数据显示, 我国调味品的消费渠道包括餐饮、家庭与食品加工。其中, 餐饮端的消费占比最大, 为 49%左右。家庭端与食品加工渠道占比分别为 34%与 17%。为追求食物口味的最佳效果, 调味品在餐饮端的人均摄入量整体高于家庭端。具体数据来看, 餐饮端调味品的人均摄入量约为家庭端的 1.6 倍左右。

图 5: 2024 年我国调味品渠道结构 (%)

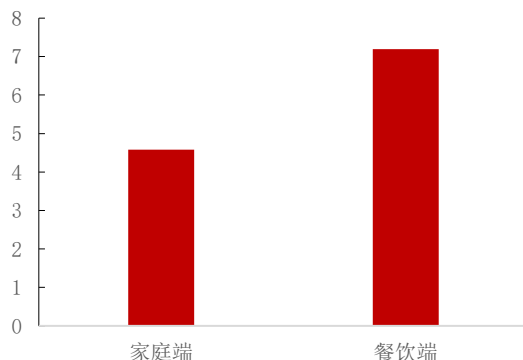
图 6: 不同就餐方式调味品人均摄入量 (g/公斤食物)

■ 餐饮 ■ 家庭 ■ 食品加工



数据来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

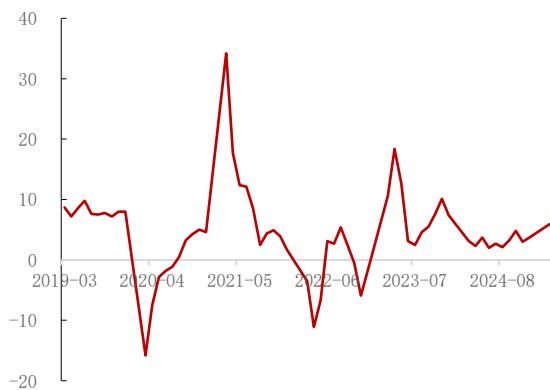
■ 不同就餐方式调味品人均摄入量



数据来源：智研咨询，东莞证券研究所

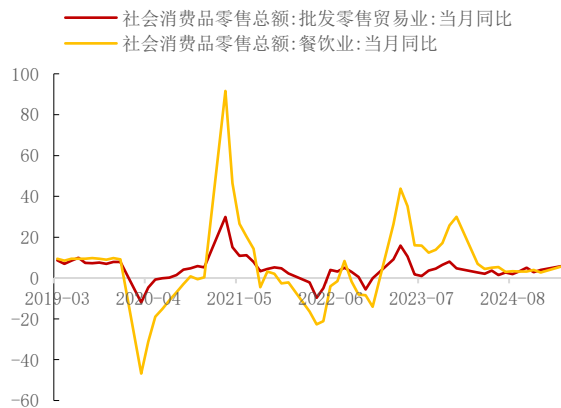
餐饮修复有望带动调味品需求增加。在国内消费积极定调的背景下，我国消费稳步复苏，社零数据呈回暖态势。2025 年 1-3 月，我国社会消费品零售总额 12.47 万亿元，同比增长 4.6%。单 3 月，我国社零总额为 4.09 万亿元，同比增长 5.9%。分品类看，2025 年 3 月，我国社零中商品零售额 3.67 万亿元，同比增长 5.9%；餐饮收入 4235 亿元，同比增长 5.6%。考虑到调味品在餐饮端占比较高，在促消费政策、发放消费券等因素催化下，餐饮有望稳步修复，进而带动调味品需求增加。

图 7：2019 年至 2025 年 1-3 月单月我国社会消费品零售总额同比增速（%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

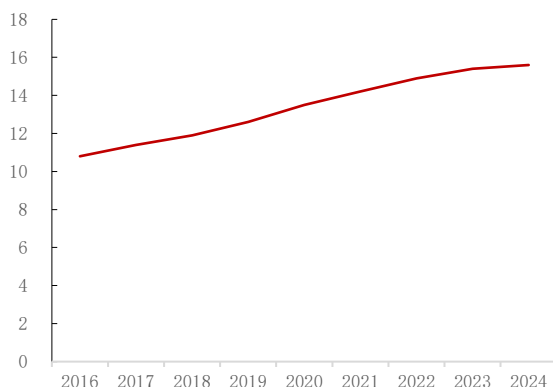
图 8：2019 年至 2025 年 1-3 月单月我国社会消费品零售按消费类型同比增速（%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

C 端：我国人口结构变化与消费场景外延带动调味品开拓小型化产品，推动产品结构优化升级。从人口结构来看，近几年我国老龄化趋势日渐凸显。根据国家统计局数据，2016-2024 年我国 65 岁及以上人口占比从 10.80%增加至 15.60%。与此同时，受晚婚、外出打工人数增加等因素影响，我国“一人户”家庭数占比呈增长态势。2016-2023 年，我国“一人户”家庭数量占比从 14.10%增加至 17.80%。此外，近几年我国露营经济发展火爆。由于小瓶装调味品适用于人数较少的消费场景，可以较好地满足我国人口结构变化，同时亦适合消费者户外露营等携带使用，小瓶调味品在市场中应运而生。在我国人口结构变化叠加消费者生活方式多元化的背景下，预计调味品小型化趋势有望延续，品类日益多样化，进而推动产品结构优化。

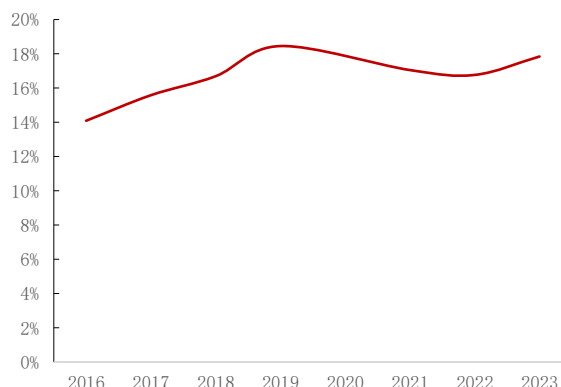
图 9：2016-2024 年我国人口老龄化率（%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

注：人口老龄化年龄阶段：65岁及以上

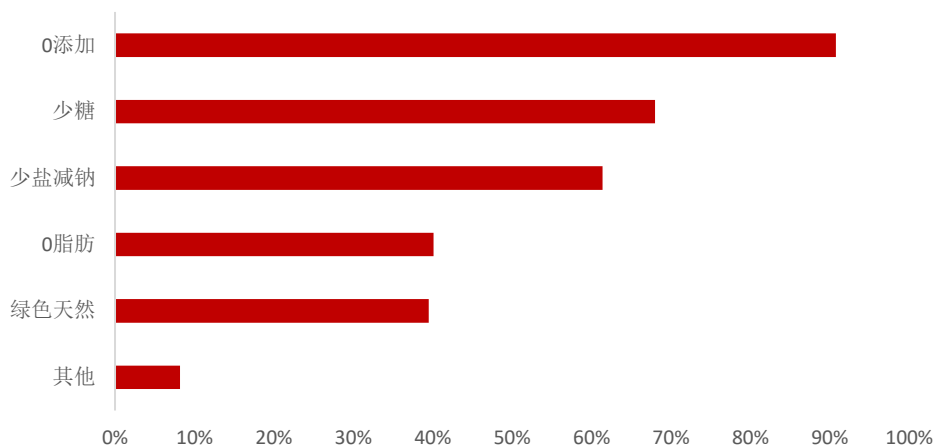
图 10：2016-2023 年我国“一人户”家庭数占比（%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

消费者对调味品配料表的关注度提高，健康化、特色化等产品将是调味品未来发展的趋势之一。在居民生活水平不断提高以及健康意识日益增强的背景下，消费者对零添加、有机、低盐等健康化、特色化产品的关注度日益提升。根据市场调研数据显示，2023 年，消费者对零添加调味品的需求达到 90.8%，对少糖、少盐的调味品需求比例分别为 68.0%和 61.4%。预计零添加、少盐等产品有望成为行业未来发展趋势之一，带动产品结构优化升级，进而带动调味品市场规模增长。

图 11：我国消费者对健康型调味品需求



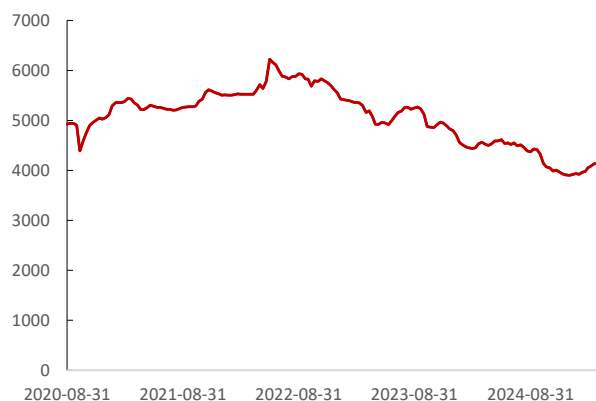
数据来源：中国调味品协会大数据信息中心，东莞证券研究所

（2）调味品企业成本整体可控

调味品企业成本整体可控。从成本端来看，去年以来，大豆、豆粕等原材料价格呈下降态势。近期外部不确定性增加，大豆、豆粕等价格短期上涨。考虑到调味品企业具有提前锁价平抑价格波动的能力，且以海天味业为代表的调味品知名企业多数采用国内非转基因大豆作为原材料供给，预计短期对调味品成本的影响整体相对可控。

图 12：大豆生产资料价格（元/吨）

图 13：豆粕现货价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 14：白砂糖现货价格（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

（3）调味品企业业绩表现分化

调味品企业 2024 年业绩表现分化，期待后续需求回暖为调味品业绩带来增量贡献。自去年三季度以来，部分调味品企业积极地进行内部改革，产品动销出现了好转。从已公布的调味品企业业绩来看，海天味业 2024 年改革成效有所显现，归母净利润实现双位数增长。单四季度看，由于今年春节时间较早，备货前置，海天业绩季环比改善。中炬高新的美味鲜子公司 2024Q4 收入表现亮眼，同比增长超过 10%。千禾味业 2024 年营收有所承压，主要系行业竞争加剧、公司主动变革叠加同期高基数。复调龙头天味食品在春节旺季备货催化下，2024Q4 火锅底料与中式复调实现高增长。相比之下，涪陵榨菜产品需求相对疲软，业绩同比出现下滑。从今年一季报业绩来看，调味品业绩表现分化。千禾味业受舆论冲击等因素影响，2025Q1 业绩承压。涪陵榨菜需求表现相对平淡，而安琪酵母海外延续增长态势，2025Q1 业绩表现良性。总体而言，在国内消费政策的刺激下，期待后续餐饮场景修复带来需求回暖，进而为调味品业绩带来增量贡献。

表 9：重点调味品公司 2024 年业绩（亿元，%）

公司名称	2024 年营业总收入	YoY	2024 年归母净利润	YoY
海天味业	269.01	9.53	63.44	12.75
中炬高新	55.19	7.39	8.93	-47.37
千禾味业	30.73	-4.16	5.14	-3.07
天味食品	34.76	10.41	6.25	36.77
涪陵榨菜	23.87	-2.56	7.99	-3.29
安琪酵母	151.97	11.86	13.25	4.07
恒顺醋业	21.96	4.25	1.27	46.54

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 10：重点调味品公司 2025 年一季度业绩（亿元，%）

公司名称	2025Q1 营业总收入	YoY	2025Q1 归母净利润	YoY
千禾味业	8.31	-7.15	1.61	3.67
涪陵榨菜	7.13	-4.75	2.72	0.24
安琪酵母	37.94	8.95	3.70	16.02

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

3.2 啤酒板块

（1）政策催化叠加气温升高，啤酒销量或迎边际改善

政策催化叠加气温升高，啤酒销量或迎边际改善。去年三季度以来，餐饮弱复苏，啤酒需求在低基数下没有实现改善。今年 1-2 月，我国规模以上企业累计啤酒产量 526.1 万千升，同比下降 4.9%，主要系处于啤酒消费淡季，行业积极消化库存。3 月以来，进入低基数阶段，叠加部分地区出台消费券，带动餐饮等场景恢复，龙头啤酒需求实现了一定增长。具体数据看，3 月国内啤酒行业收入为 141 亿元，同比增长 0.7%。后续随着国内消费政策持续催化，叠加气温升高，啤酒销量或迎边际改善。

图 15：啤酒当月产量（万千升）

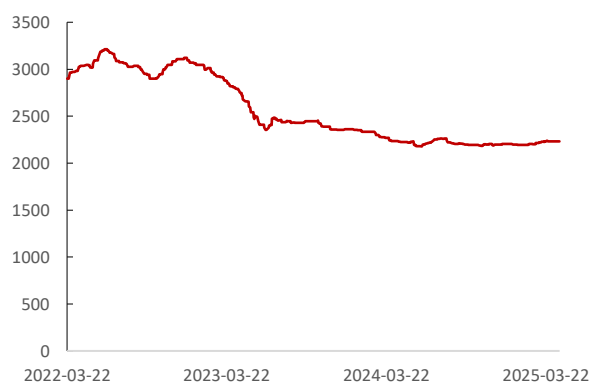


数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

（2）预计啤酒企业成本节奏相对温和

预期啤酒企业成本节奏相对温和。2024 年以来大麦等原材料价格呈下降态势。一般来说，酒企在去年年底至今年年初期间锁定今年大麦的成本价格，并且我国啤酒企业从美国进口大麦的依赖度较低，预计成本节奏相对温和。

图 16：大麦现货均价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 17：玻璃现货价（元/平方米）



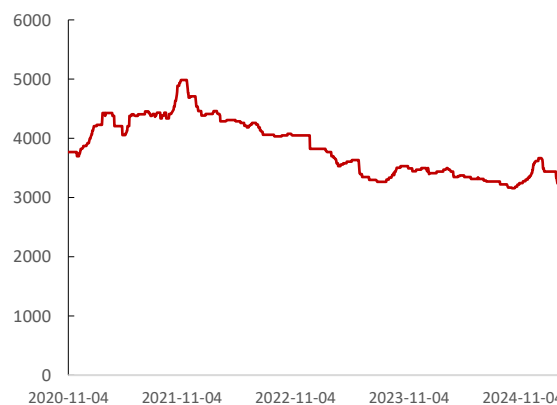
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 18：铝锭现货均价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 19：瓦楞纸出厂价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

（3）部分企业 2024Q4 业绩环比改善

部分企业 2024Q4 业绩环比改善。青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒等公司发布了 2024 年年报。青岛啤酒去年二季度以来持续消化库存，四季度库存处于相对低位，叠加同期基数较低，公司去年四季度业绩环比出现一定的改善，成本下降带动盈利能力提升。重庆啤酒去年四季度需求平淡叠加主动去库存，量价有所承压。相比之下，燕京啤酒 U8 销量持续增长、珠江啤酒高档酒逆势扩容，带动业绩同比实现增长。目前，燕京啤酒和珠江啤酒发布了今年一季报，业绩延续增长态势。在消费积极定调的背景下，叠加气温升高，期待后续需求回暖带动啤酒需求增加。

表 11：重点啤酒公司 2024 年业绩（亿元，%）

公司名称	2024 年营业总收入	YoY	2024 年归母净利润	YoY
青岛啤酒	321.38	-5.30	43.45	1.81
重庆啤酒	146.45	-1.15	11.15	-16.61
珠江啤酒	57.31	6.56	8.10	29.95
燕京啤酒	146.67	3.20	10.56	63.74

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 12：重点啤酒公司 2025 年一季度业绩（亿元，%）

公司名称	2025Q1 营业总收入	YoY	2025Q1 归母净利润	YoY
珠江啤酒	12.27	10.69	1.57	29.83
燕京啤酒	38.27	6.69	1.65	61.10

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

3.3 乳品板块

（1）政策催化，乳品需求有望改善

政策催化，乳品需求有望改善。2025 年春节，乳品礼盒动销表现较好。目前进入消费淡季，价格战有望改善。从政策面来看，2024 年 9 月农业农村部等七部门联合印发了《关于促进肉牛牛奶牛生产稳定发展的通知》，提出要促进牛肉牛奶消费，推广“学生饮用奶”，鼓励有条件的地方通过发放消费券等方式，拉动牛奶消费。2025 年 3 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，提到要加大生育养育保障力度，研究建立育儿补贴制度。内蒙古呼和浩特率先发布《关于促进人口集聚推动人口高质量发展的实施意见》。其中，生育一孩一次性发放育儿补贴 1 万元；生育二孩发放育儿补贴 5 万元，按照每年 1 万元发放，直至孩子 5 周岁；生育三孩及以上发放育儿补贴 10 万元，按照每年 1 万元发放，直至孩子 10 周岁。此后，浙江等地区也制定了实施生育补贴制度，预计其他城市亦会出台相关扶持政策刺激生育，乳品需求有望改善，进而为乳企业绩带来增量贡献。在这过程中，强品牌、份额大的乳企，市场竞争力有望进一步提升。

表 13：乳品重要政策梳理

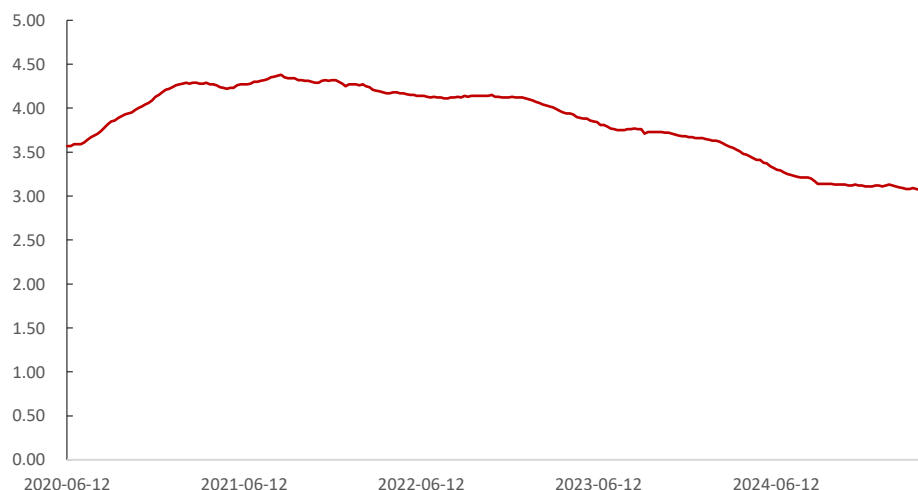
时间	事件/文件	相关内容
2024/9/14	农业农村部等七部门印发《关于促进肉牛牛奶牛生产稳定发展的通知》	着力稳定肉牛牛奶基础产能，要求各地加快实施基础母牛扩群提质项目，培育奶牛家庭牧场和奶农合作社等新型经营主体。有效降低养殖场户饲草成本，用好用足粮改饲支持政策，加快推进优质饲草收储进度；实施好草原畜牧业转型升级整县推进项目，提高项目建设质量。促进牛肉牛奶消费，科学宣传展示鲜牛肉、鲜牛奶品质和营养价值，推广“学生饮用奶”，鼓励有条件的地方通过发放消费券等方式，拉动牛奶消费。
2025/3/16	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》	涵盖了 8 个方面的 30 项重点任务。其中，提到要加大生育养育保障力度。研究建立育儿补贴制度。

资料来源：中国政府网，东莞证券研究所

（2）原奶供给过剩局面或将好转

原奶供给过剩局面或将好转。目前，生鲜乳均价已经持续下探到较低的位置。2025 年 4 月 18 日，生鲜乳均价为 3.08 元/公斤，同比下降 11.53%。后续随着产能持续去化，叠加存量的消化，预计原奶供给过剩的局面将得到改善。

图 20：生鲜乳均价（元/公斤）



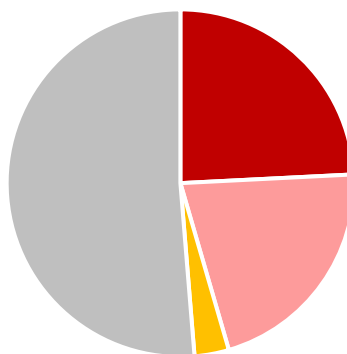
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

（3）龙头企业竞争优势显现

乳制品龙头企业竞争优势显现。从竞争格局来看，我国乳制品市场龙头企业竞争优势明显。根据智研咨询数据显示，2022 年在我国乳制品市场份额排名前三的公司分别为伊利股份、蒙牛乳业与光明乳业，其中伊利与蒙牛二者的市占率达 45%左右，在市场中形成了一定的品牌壁垒。在品牌影响力增强、消费者认可度提高等因素影响下，预计龙头企业市场份额与竞争优势有望进一步提升。

图 21：2022 年我国乳制品行业市场竞争格局（%）

■ 伊利股份 ■ 蒙牛乳业 ■ 光明乳业 ■ 其他



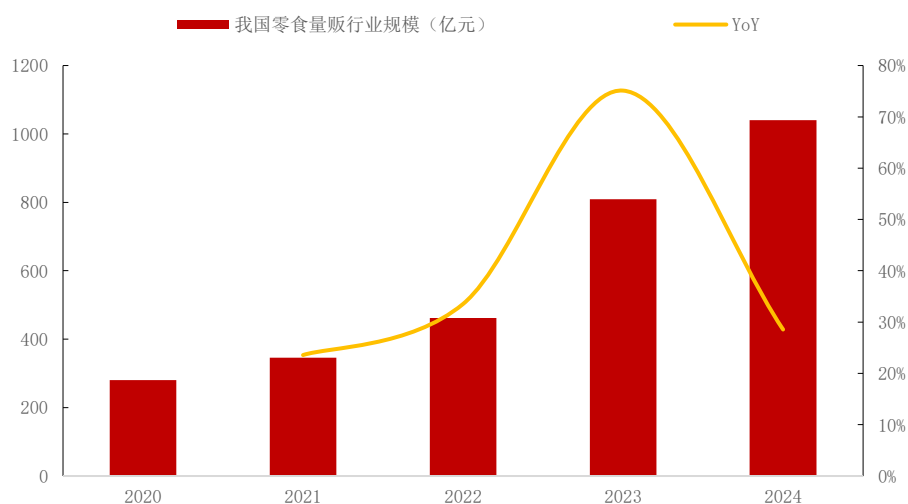
数据来源：智研咨询，东莞证券研究所

3.4 零食板块

(1) 我国零食量贩市场集中度提升，品牌优势凸显

我国零食量贩市场蓬勃发展。随着消费水平提高，零食需求日趋旺盛，具有“多快好省”特点的零食量贩迎来发展机遇。根据嘉世咨询数据，2020-2024 年我国零食量贩行业市场规模从 280 亿元增加到 1040 亿元，年均复合增速为 38.8%。

图 22：我国零食量贩行业规模与增速（亿元，%）

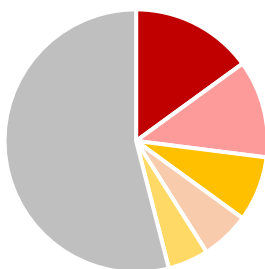


数据来源：嘉世咨询，东莞证券研究所

零食量贩市场加速整合，品牌优势进一步凸显。从零食量贩市场份额来看，2023 年前，在零食量贩带动下，量贩品牌相继出现，零食很忙、好想来、零食有鸣、赵一鸣等头部品牌逐步在市场中形成品牌优势。2023 年 9 月，万辰集团将好想来、来优品、吖嘀吖嘀、陆小馋合并，同年 11 月零食很忙与赵一鸣合并，零食量贩市场进入加速整合阶段，品牌优势进一步凸显。

图 23：2022 年量贩头部品牌市场份额（%）

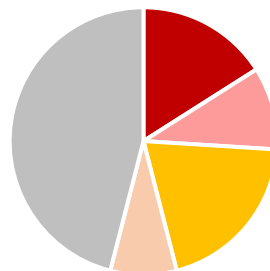
■ 零食很忙 ■ 好想来 ■ 零食有鸣
■ 赵一鸣 ■ 老婆大人 ■ 其他



数据来源：勤策消费研究，东莞证券研究所

图 24：2023 年量贩头部品牌市场份额（%）

■ 零食很忙 ■ 赵一鸣 ■ 万辰系 ■ 零食有鸣 ■ 其他

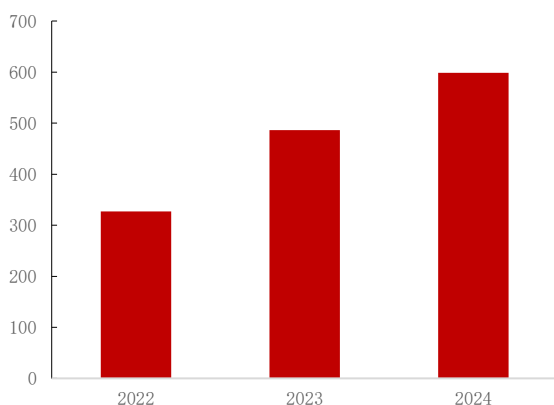


数据来源：勤策消费研究，东莞证券研究所

（2）线上抖音等新兴电商成为零食发展新模式

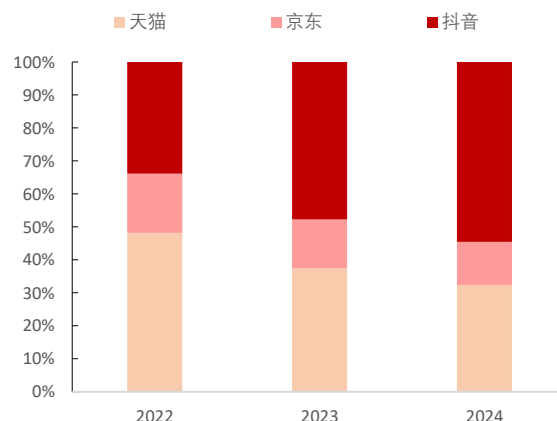
零食在线上抖音等新兴电商模式中，实现较快增长。近几年，我国电商平台不断发展，短视频行业发展迅猛，以抖音、快手等为代表的社交电商快速崛起，通过“直播+短视频”等创新形式，帮助消费者种草，为消费者提供更加多元化、多链路的消费场景。2022-2024 年休闲零食在抖音的销售收入从 326.86 亿元增加到 598.81 亿元，抖音的线上渠道占比从 33.81%增加至 54.55%。

图 25：2022-2024 年抖音休闲零食销售收入（亿元）



数据来源：嘉世咨询，东莞证券研究所

图 26：2022-2024 线上各渠道份额变化（%）



数据来源：嘉世咨询，东莞证券研究所

（3）产品与渠道力强的公司业绩具有比较优势

产品与渠道力强的公司业绩具有比较优势。从目前已公布的零食公司的业绩来看，具备核心大单品、渠道竞争力强的零食公司，业绩具有一定的比较优势。三只松鼠 2024 年的业绩重回百亿元，除核心坚果品类稳健增长外，公司非坚果品类的占比亦有所提升。劲仔食品中鱼制品增长良性，第二曲线鹌鹑蛋加速发展。洽洽食品经营表现相对平淡，利润短期承压。今年一季度，受益于魔芋大单品放量，盐津铺子业绩表现较好，顺利实现开门红。相比之下，受春节错期等因素影响，洽洽食品和甘源食品业绩表现偏弱。

表 14：重点零食公司 2024 年业绩（亿元，%）

公司名称	2024 年营业总收入	YoY	2024 年归母净利润	YoY
三只松鼠	106.22	49.30	4.08	85.51
盐津铺子	53.04	28.89	6.40	26.53
劲仔食品	24.12	16.79	2.91	39.01
甘源食品	22.57	22.18	3.76	14.32
洽洽食品	71.31	4.79	8.49	5.82
有友食品	11.82	22.37	1.57	35.44

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 15：重点零食公司 2025 年一季度业绩（亿元，%）

公司名称	2025Q1 营业总收入	YoY	2025Q1 归母净利润	YoY
盐津铺子	15.37	25.69	1.78	11.64

甘源食品	5.04	-13.99	0.53	-42.21
洽洽食品	15.71	-13.76	0.77	-67.88
有友食品	3.83	39.23	0.50	16.25

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

4. 投资策略

维持食品饮料行业超配评级。近期外部不确定性增加，提振内需将成为推动国内经济增长的重要一环，市场重视度有所提升。叠加国内消费积极定调，预计后续促消费政策的力度和范围有望加大。白酒、大众品中与餐饮供应链相关等顺周期板块，可以重点关注。

白酒板块可关注二大主线。第一，优选确定性。标的方面，建议关注高端白酒中的贵州茅台（600519）、五粮液（000858）等，次高端白酒与区域白酒可关注动销表现较好的山西汾酒（600809）、古井贡酒（000596）、今世缘（603369）等。第二，关注前期超跌，存在困境反转的标的，如水井坊（600779）等。**大众品板块**方面，建议关注三大主线：一是存在边际改善预期的餐饮链板块，如啤酒、调味品板块等。二是关注高成长、高景气的板块，如零食板块等。三是关注受益于生育政策催化的板块，如乳品龙头等。标的方面，可重点关注青岛啤酒（600600）、海天味业（603288）、伊利股份（600887）、盐津铺子（002847）等。

表 16：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2025/4/25）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
600519	贵州茅台	1550.00	68.64	74.63	81.57	22.58	20.77	19.00	买入	维持
000858	五粮液	129.05	8.21	8.64	9.18	15.72	14.94	14.06	买入	维持
000568	泸州老窖	125.36	9.15	10.41	11.54	13.70	12.04	10.86	买入	维持
600809	山西汾酒	211.15	8.56	10.15	11.66	24.67	20.80	18.11	买入	维持
600702	舍得酒业	57.01	1.04	2.24	2.72	54.82	25.45	20.96	买入	维持
600779	水井坊	46.42	2.60	2.79	2.97	17.85	16.64	15.63	买入	维持
000596	古井贡酒	167.11	10.44	12.23	14.04	16.01	13.66	11.90	买入	维持
603369	今世缘	48.70	2.50	2.89	3.25	19.48	16.85	14.98	买入	维持
603288	海天味业	42.00	1.14	1.26	1.39	36.84	33.33	30.22	买入	维持
600872	中炬高新	20.52	1.14	1.20	1.36	18.00	17.10	15.09	买入	维持
600600	青岛啤酒	77.41	3.19	3.52	3.85	24.27	21.99	20.11	买入	维持
000729	燕京啤酒	12.94	0.37	0.50	0.61	34.97	25.88	21.21	买入	维持
600887	伊利股份	28.97	1.64	1.88	1.79	17.66	15.41	16.18	买入	维持
300783	三只松鼠	29.75	1.02	1.33	1.76	29.17	22.37	16.90	买入	维持
002847	盐津铺子	90.50	2.35	3.03	3.78	38.51	29.87	23.94	买入	维持

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

注：山西汾酒、水井坊、今世缘与伊利股份未出 2024 年年报，预测时间为 2024-2025 年

5. 风险提示

（1）**原材料价格波动风险。**行业原材料价格存在波动的风险，若原材料价格上涨幅度较大，将增加企业的成本压力，进而对业绩产生一定影响。

（2）**产品提价不及预期。**后续若受终端需求不景气等因素扰动，企业提价节奏或将受到影响。

（3）**渠道开展不及预期。**为扩大市场竞争力，行业中的公司积极进行渠道布局，扩张全国业务区域。若后续受经销商等因素影响而不能顺利开拓销售市场，将一定程度上影响公司渠道扩张进展。

（4）**行业竞争加剧。**目前我国食品饮料行业中的部分子板块市场竞争格局相对分散，市场竞争较为激烈。市场竞争加剧或一定程度上影响市场竞争格局，进而影响行业盈利水平。

（5）**食品安全风险。**食品安全问题是社会普遍关注的重要问题之一。若板块发生食品安全及品质问题，将对行业产生一定的负面影响。

（6）**宏观经济波动风险。**食品饮料部分行业为顺周期行业，若经济波动将对其需求等产生一定影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn