

2025 年 05 月 11 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

降息“靴子落地”，利好市场情绪提振

—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

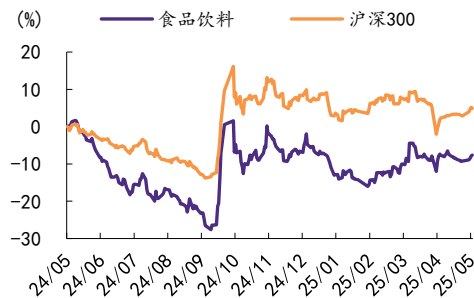
联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料(申万)	0.1	8.7	-9.2
沪深 300	2.6	-1.0	4.9

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：年报季顺利收官，五一白酒需求符合预期》2025-05-06
- 2、《食品饮料行业周报：业绩密集披露期，整体反馈符合预期》2025-04-28
- 3、《食品饮料行业周报：社零数据超预期暨一季度业绩前瞻》2025-04-21

一周新闻速递

行业新闻：1) 1-3 月中国啤酒出口额增长 8.3%。2) 吕梁力争白酒产业上半年产值超 132 亿元。3) 2024 年欧盟酒精饮料出口总值 298 亿欧元。

公司新闻：1) 贵州茅台：张艺兴成为茅台文旅代言人。2) 泸州老窖：老窖智酿技改预计明年 8 月试产。3) 今世缘：调整组织架构。

投资观点

白酒板块：本周白酒板块回升，主要系降息落地释放流动性。中国人民银行 5 月 7 日宣布，从 5 月 8 日起，下调公开市场 7 天期逆回购操作利率 0.1pct，自 5 月 15 日起，下调金融机构存款准备金率 0.5 pct，预计将向市场提供长期流动性约 1 万亿元，有望进一步提振市场情绪，巩固经济基本面。本周我们调研今世缘，公司延续省内精耕，聚焦苏中、苏南等潜力市场，通过品牌培育、渠道优化实现高增长，省外以国缘为核心，瞄准企业和商务消费群体，整体争取存量竞争下强化动销、控量稳价。**基本面来看**，白酒行业需求持续筑底改善，五一商务需求符合预期，整体表现承压，宴席需求表现分化，2025 年企业端目标制定相对保守，主动给渠道降负，库存平稳消化；估值端看，板块整体估值偏低，酒企回购或增持动作较多，分红力度持续提升。**分两条主线推荐**，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：本周我们调研日辰股份，公司百胜增长力度加大，山姆延续稳定增长，后续内生业务增量关注产能建设进展，嘉兴工厂 2025H2 预计可完成设备安装，投产后可实现多点供应与协同效应，优化成本，外延关注品类和渠道短板。**基本面来看**，2025Q1 大众品环比承压，而受益于会员制/零食量贩等高势能渠道导入、品类红利释放的公司业绩呈现明显韧性，同时商超调改对于自有品牌代工需求有明显催化，为 B 端企业提供增量空间。盈利端来看，大豆、白砂糖原料价格持续下降，餐供板块成本压力下行，而棕榈油、坚果等原料价格短期仍处高位，预计企业端需要通过产品结构优化、阶段性锁价等方式控制成本。随着短期错期因素消化，企业端充分适应渠道变革趋势，预计后续板块环比修复。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	2025-05-11 股价	EPS			PE			投资评级
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
000568.SZ	泸州老窖	126.36	9.15	9.27	10.15	13.81	13.63	12.45	买入
000596.SZ	古井贡酒	164.65	10.44	11.72	13.20	15.77	14.05	12.47	买入
000799.SZ	酒鬼酒	43.95	0.33	0.46	0.60	133.18	95.54	73.25	买入
000858.SZ	五粮液	131.58	8.21	8.67	9.26	16.03	15.18	14.21	买入
002304.SZ	洋河股份	68.80	5.56	5.43	5.84	12.37	12.67	11.78	买入
600519.SH	贵州茅台	1591.18	68.64	75.23	81.66	23.18	21.15	19.49	买入
600702.SH	舍得酒业	57.12	1.04	2.10	2.84	54.92	27.20	20.11	买入
600779.SH	水井坊	46.79	2.75	2.90	3.16	17.01	16.13	14.81	买入
600809.SH	山西汾酒	203.32	10.04	11.24	12.61	20.25	18.09	16.12	买入
603369.SH	今世缘	48.65	2.72	2.95	3.24	17.89	16.49	15.02	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.....	21

图表目录

图表 1：本周行业涨跌幅一览（%）	6
图表 2：2024. 9. 24-2025. 5. 10 消费行业细分板块涨跌幅.....	6
图表 3：2024. 9. 24-2025. 5. 10 食品饮料板块二级行业涨跌幅.....	6
图表 4：2024. 9. 24-2025. 5. 10 食品饮料板块三级行业涨跌幅.....	7
图表 5：2024. 9. 24-2025. 5. 10 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 3 月规上企业啤酒产量 854. 1 万千升，同减 2. 1%	12
图表 17：2025 年 3 月啤酒行业产量累计同减 2. 2%	12
图表 18：2025 年 3 月葡萄酒行业产量 2. 4 万千升.....	12
图表 19：2025 年 3 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 9% 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

- 1-3 月中国啤酒出口额增长 8.3%。
- 吕梁力争白酒产业上半年产值超 132 亿元。
- 2024 年欧盟酒精饮料出口总值 298 亿欧元。

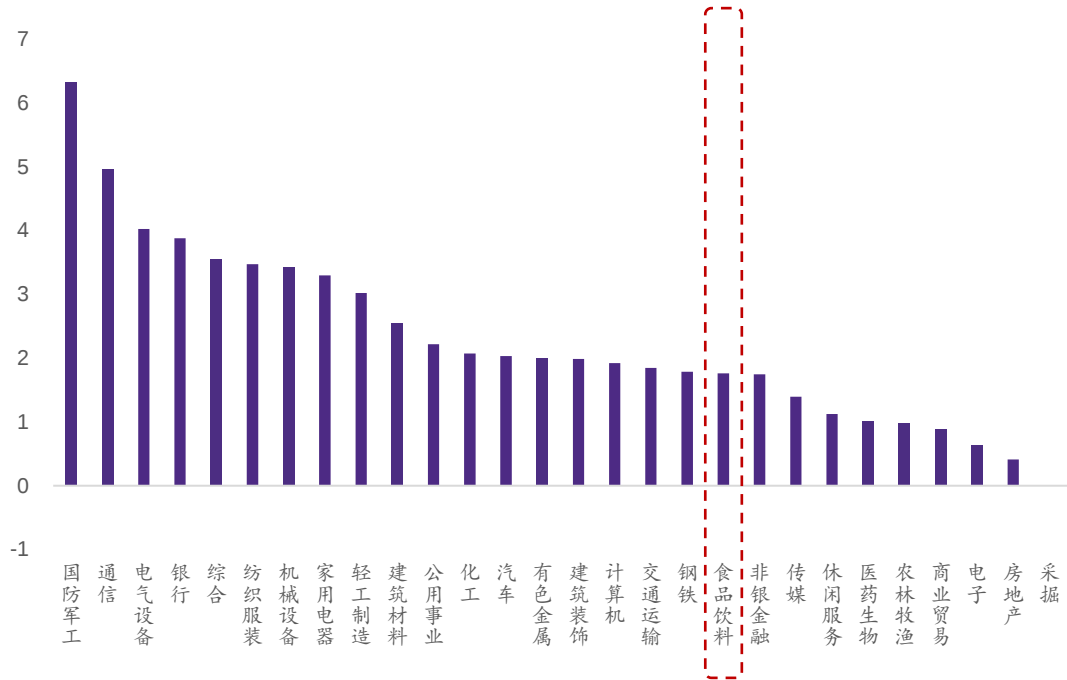
1.2、公司新闻

- 贵州茅台：张艺兴成为茅台文旅代言人；获新专利授权；登榜 2025 年中国品牌价值 500 强第七位；张德芹：要通过人工智能提升茅台品牌力。
- 泸州老窖：老窖智酿技改预计明年 8 月试产。
- 今世缘：调整组织架构；加速国缘 V3 放量。
- 汾酒：汾酒集团与华润创业交流座谈。
- 古越龙山：2025 年力争酒类销售增长超 6%。
- 人头马君度：2024-2025 财年亚太市场销售额约 32 亿元。
- 习酒：编制“十五五”规划。
- 郎酒：超 20 万元招聘国际业务销售经理。

2、本周重点公司反馈

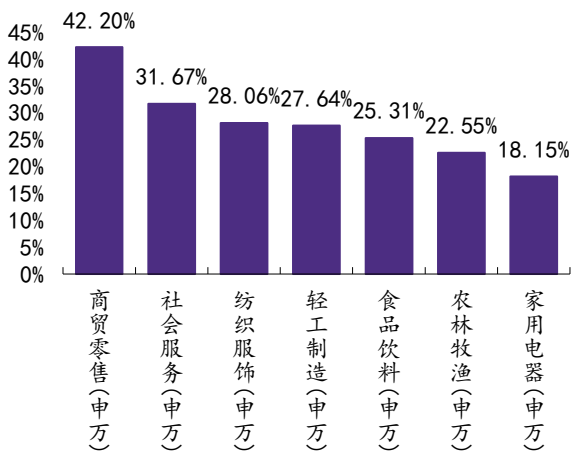
2.1、本周行业涨跌幅

图表 1：本周行业涨跌幅一览（%）



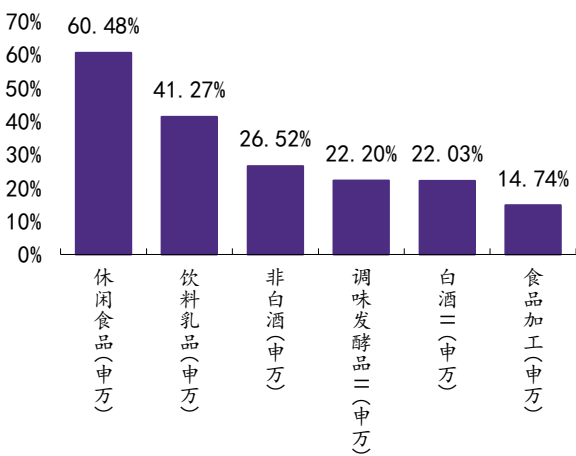
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：2024. 9. 24-2025. 5. 10 消费行业细分板块涨跌幅



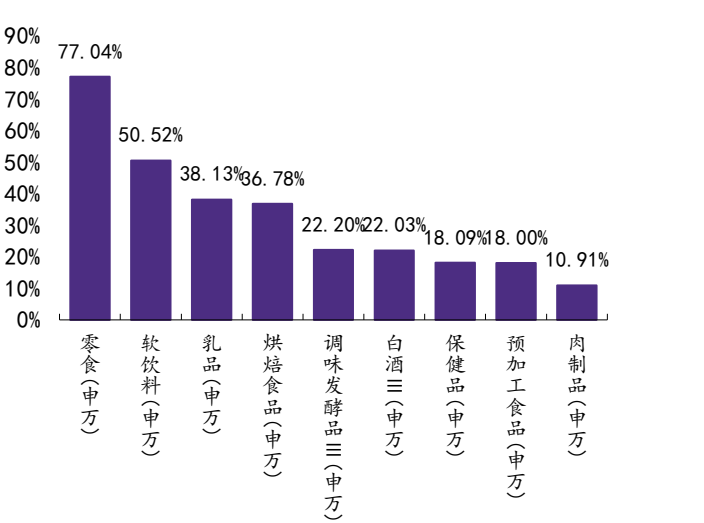
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 3：2024. 9. 24-2025. 5. 10 食品饮料板块二级行业涨跌幅



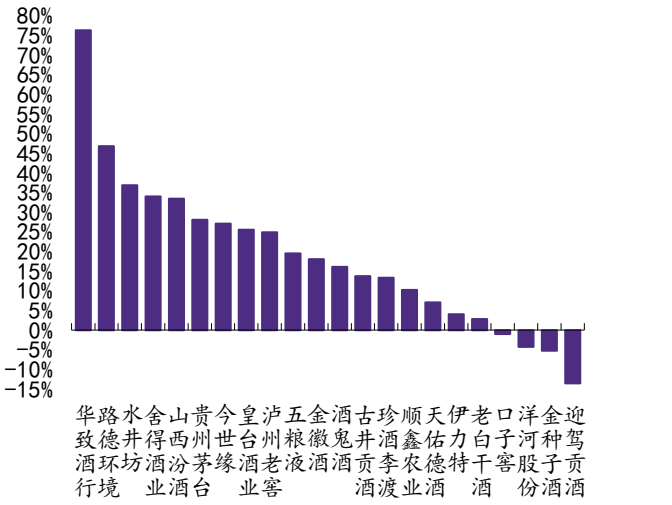
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 4：2024. 9. 24-2025. 5. 10 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. 5. 10 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	公司公布 2024 年度股东大会资料，公司 2024 年实现了营业总收入增长 9%的目标，完成了 41.74 亿元的固定资产投资，新增茅台酒产能 1800 吨、系列酒产能 8000 吨。公司强化市场营销，推出新品，优化渠道，提升品牌国际形象，推进 ESG 理念，加强风险管理，确保安全生产。
青岛啤酒	公司宣布以 6.65 亿元人民币收购山东即墨黄酒厂有限公司 100%股权，旨在增强产业协同性和企业竞争力。即墨黄酒 2024 年实现主营业务收入 1.66 亿元，净利润 3047 万元。此次收购丰富青岛啤酒的产品线，促进多元化发展，同时利用即墨黄酒与青岛啤酒产品的市场互补效应，提升市场竞争力。
天味食品	每股派现 0.55 元差异化分红。
安琪酵母	公司召开 2025 年第二次临时股东大会，规定现金分红比例要求不低于年度净利润的 30%（第一百八十一条），并规定减资补亏的特殊程序（第二百零八条）。
李子园	将“年产 15 万吨含乳饮料生产线扩产及技术改造项目”部分募集资金 23,557 万元变更投向“李子园日处理 1,000 吨生乳深加工项目”，原项目募集资金调减至 25,000 万元。截至 2024 年底，原项目累计投入 1,595.66 万元，新增产线建设中，投产后年规划产能达 45 万吨。
嘉必优	公司公布 2024 年度股东大会资料，提出 2025 年业务目标：营收≥6 亿元，归母净利润≥1 亿元，聚焦“AI+合成生物学”战略，推进 HMOs 产业化及美妆原料研发，同时加速欧易生物并购项目，优化供应链数字化，计划使用回购等工具提升市值，2024 年拟每股派现 0.20094 元，总额 3366 万元（含税），回购股份不参与分配。
百润股份	公布利润分配方案，以扣除回购股份后的 10.378 亿股为基数，每 10 股派发现金红利 3.00 元，预计分红总额 3.113 亿元（含税）。2024 年度累计现金分红占净利润比例为 43.46%，加上股份回购总额

占净利润比例达 54.88%。

元祖股份	兰馨成长通过集中竞价减持 127.89 万股（0.5329%），减持价格区间 13.34~13.63 元/股，总金额 1725 万元。
中炬高新	2024 年年度股东大会于 2025 年 5 月 7 日在广东中山召开，审议通过了包括 2024 年度利润分配、续聘会计师事务所、2025 年度财务预算等 11 项议案，会议由董事长余健华主持，出席股东及代理人共 1082 名，代表股份 2.90 亿股，占公司总股本的 37.25%。
宝立食品	上海厚旭拟减持公司股份合计不超过 1200 万股，即不超过公司总股本的 3%。其中，拟通过集中竞价交易方式减持不超过 400 万股，即不超过公司总股本的 1%；拟通过大宗交易方式减持不超过 800 万股，即不超过公司总股本的 2%。
莲花控股	1) 公司召开 2024 年股东大会，通过财务决算报告（总资产 36.39 亿元，同增 49.42%，净利润 2.03 亿元）议案，营收 26.46 亿元（+25.98%），算力业务投入显著，固定资产投资致投资现金流-7.55 亿元；2) 曹家胜辞去公司董事、高级副总裁、首席科技官职务，辞职后不再担任任何职务。
有友食品	原董事会秘书辞职后，由董事兼财务总监崔海彬代行职责已满 3 个月（截至 2025 年 5 月 7 日）。董事长鹿有忠即日起代行董事会秘书职责，直至新董秘到任。

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

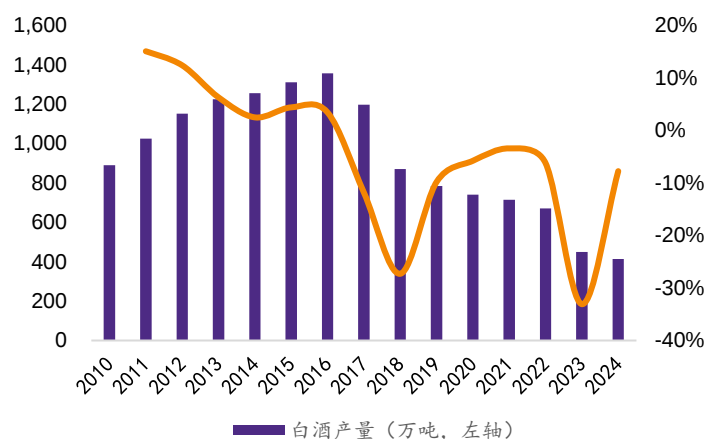
	证券简称	股票代码	收盘价	本周涨跌幅
白酒	涨幅前五			
	迎驾贡酒	603198.SH	45.82	4.33%
	贵州茅台	600519.SH	1,591.18	2.86%
	水井坊	600779.SH	46.79	2.72%
	珍酒李渡	6979.HK	6.80	2.72%
	今世缘	603369.SH	48.65	2.64%
	跌幅前五			
	路德环境	688156.SH	15.11	-3.14%
	山西汾酒	600809.SH	203.32	-0.38%
	古井贡酒	000596.SZ	164.65	0.16%
	洋河股份	002304.SZ	68.80	0.29%
	舍得酒业	600702.SH	57.12	0.67%
大众品	涨幅前五			
	ST 加加	002650.SZ	7.01	21.49%
	兰州黄河	000929.SZ	6.90	14.05%
	华致酒行	300755.SZ	19.80	13.40%
	西麦食品	002956.SZ	21.72	12.83%
	统一企业中国	0220.HK	9.84	10.56%
	跌幅前五			
	卫龙美味	9985.HK	15.32	-14.03%
	奈雪的茶	2150.HK	1.11	-9.76%
	蒙牛乳业	2319.HK	18.68	-7.30%
	甘源食品	002991.SZ	66.21	-5.31%
	澳亚集团	2425.HK	1.51	-5.03%

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

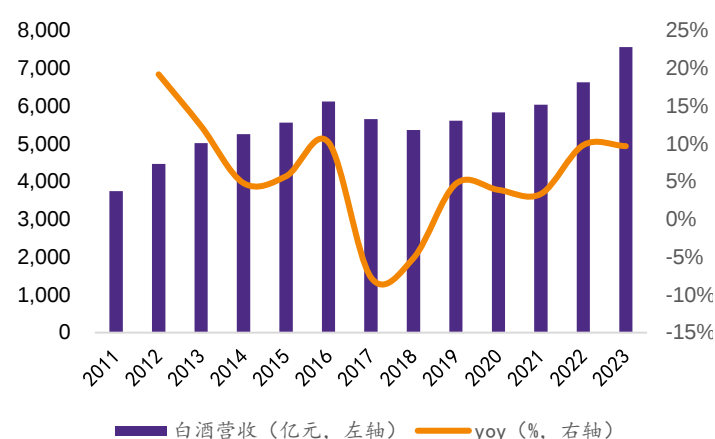
白酒行业：

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

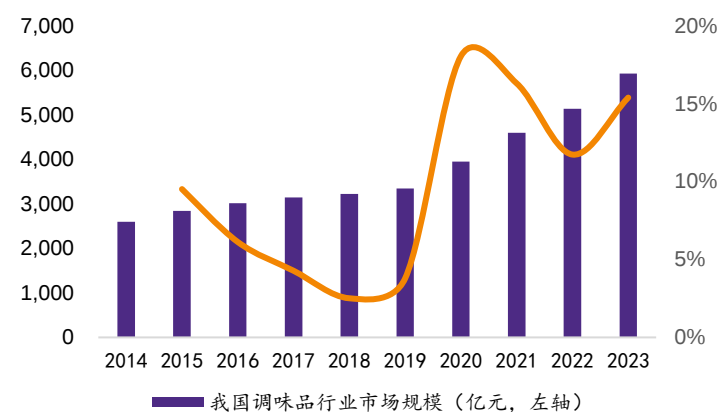
图表 9：2023 年白酒行业营收 7563 亿元，同+9.70%



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

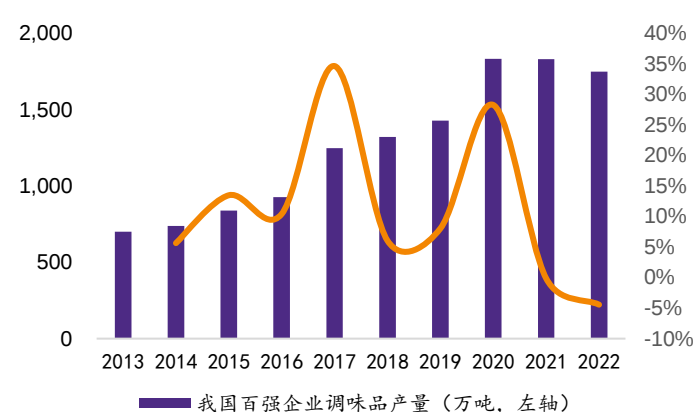
调味品行业：

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%



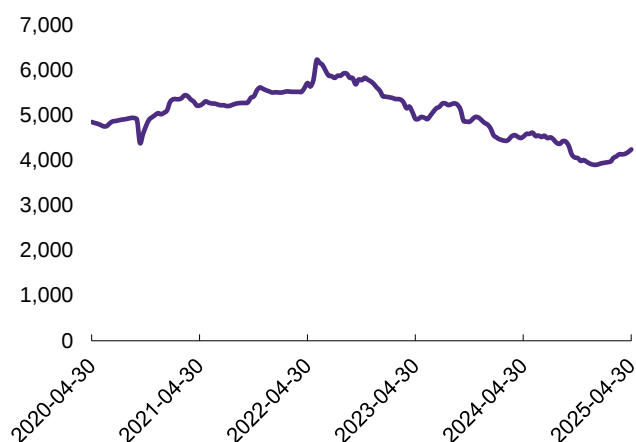
资料来源：艾媒，前瞻产业研究院，华鑫证券研究

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%



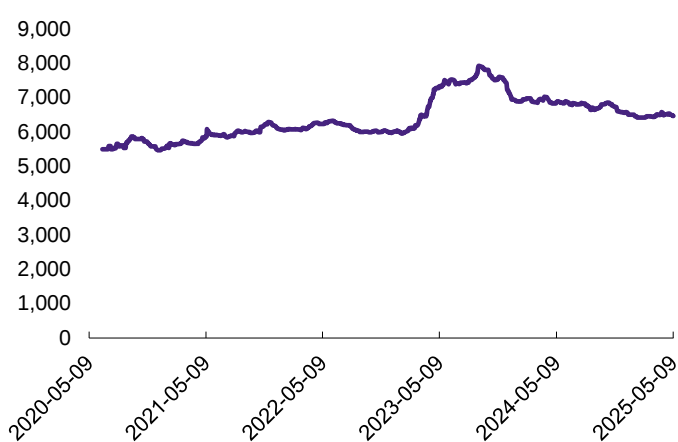
资料来源：中国调味品协会，前瞻产业研究院，观研报告网，华鑫证券研究

图表 12: 全国大豆市场价 (元/吨)



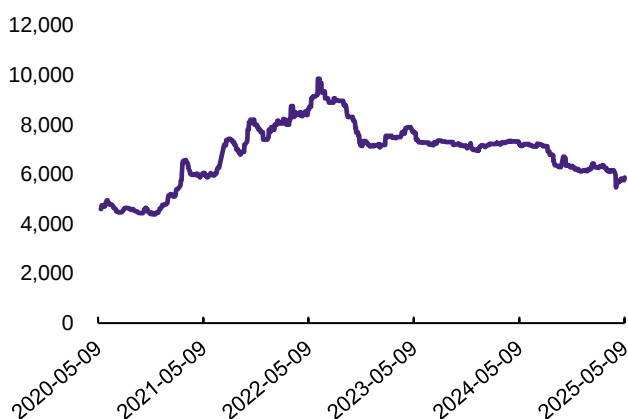
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 13: 白砂糖现货价 (元/吨)



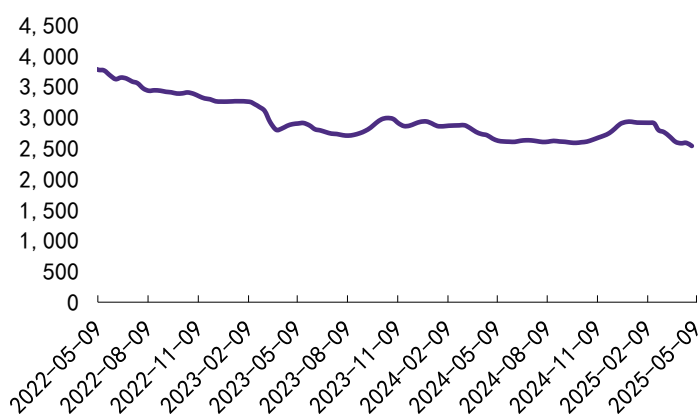
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

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

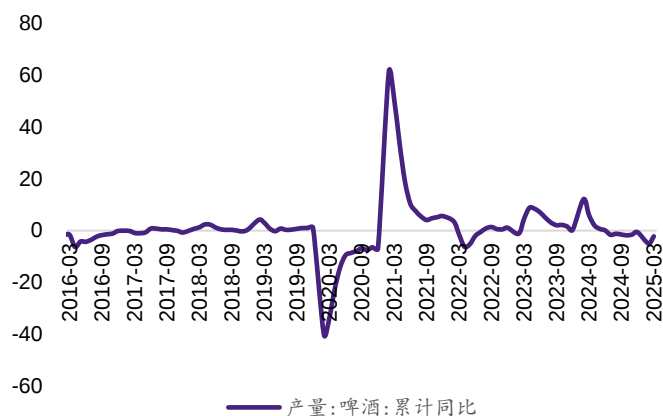
啤酒行业：

图表 16：2025 年 3 月规上企业啤酒产量 854.1 万千升，同减 2.1%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

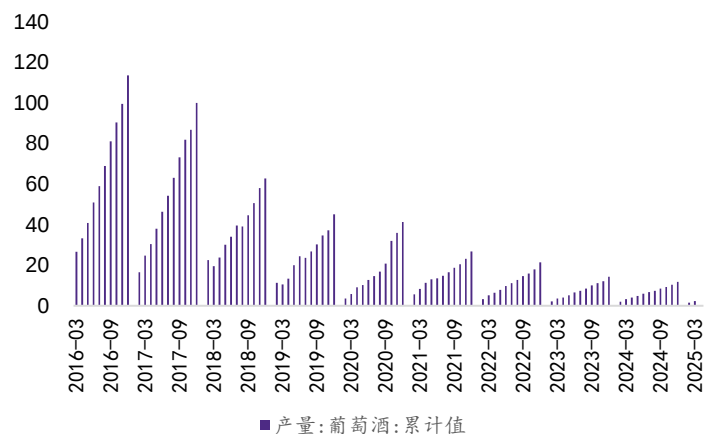
图表 17：2025 年 3 月啤酒行业产量累计同减 2.2%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

葡萄酒行业：

图表 18：2025 年 3 月葡萄酒行业产量 2.4 万千升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

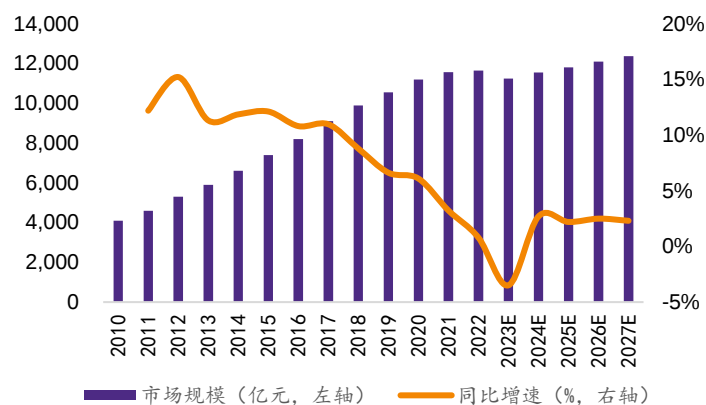
图表 19：2025 年 3 月葡萄酒行业产量累计同降 25.0%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

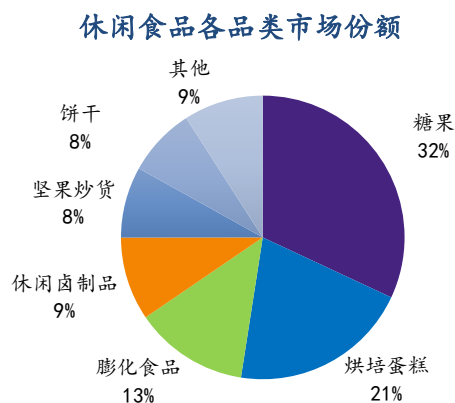
休闲食品行业：

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

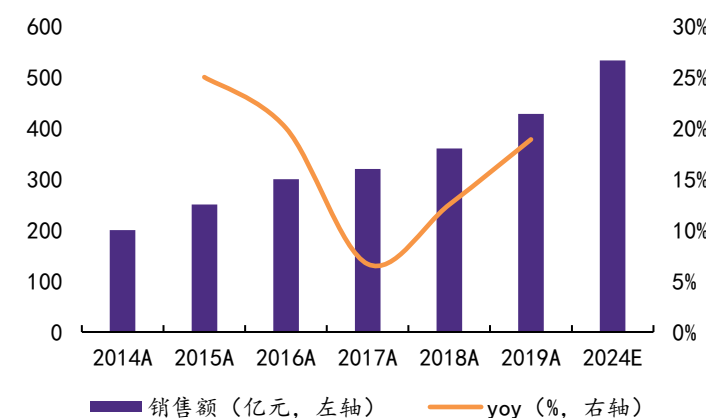
图表 21：休闲食品各品类市场份额



资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

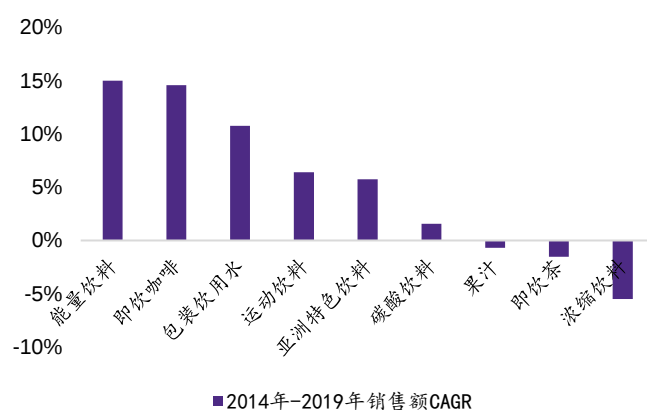
软饮料：

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

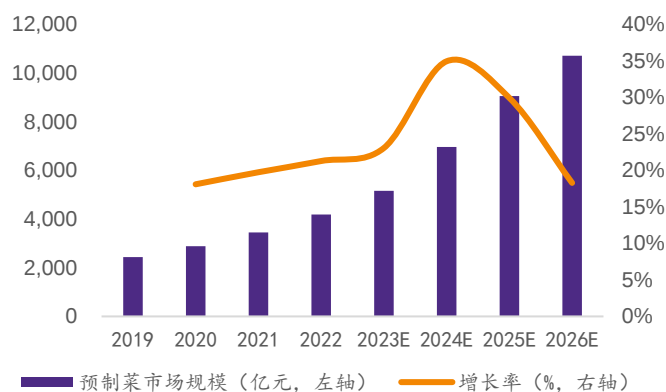
图表 23：饮料行业各品类 2014-2019 年销售额 CAGR



资料来源：东鹏饮料招股说明书，华鑫证券研究

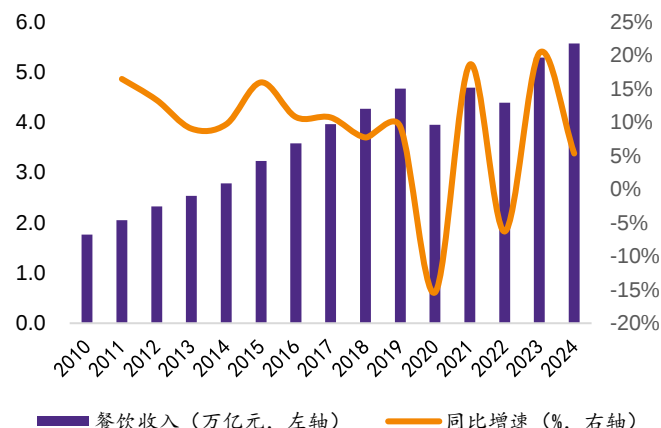
预制菜：

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 9%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.5、重点信息反馈

安井食品：2024 年/2025Q1 毛利率分别同比+0.1pct/-3pct 至 23.30%/23.32%，主要系公司促销力度提升所致，公司计划通过集中生产最大化发挥属地成本优势。2024 年/2025Q1 销售费率分别同减 0.1pct/1pct 至 6.52%/6.73%，主要系公司持续优化物流费用。2024 年/2025Q1 管理费率分别同比+1pct/-0.3pct 至 3.34%/2.78%，主要系股权支付费用下降。2024 年/2025Q1 净利率分别同减 1pct/1pct 至 10.01%/10.93%。2024 年/2025Q1 速冻调制食品营收分别为 78.39/ 20.09 亿元，分别同比+11%/-2%，其中锁鲜装保持高势能增长，后续公司计划持续推新巩固品牌力，烤肠 2024 年收入目标顺利达成，2025 年以提升盈利能力为主线做系列化，同时发力 C 端烤肠增厚品类利润。2024 年/2025Q1 速冻菜肴制品营收分别为 43.49/8.36 亿元，分别同比+11%/-12%，2024 年末小龙虾囤货力度保守，短期影响一季度销售情况，目前小龙虾价格边际回暖，预计旺季出货力度提升。2024 年/2025Q1 速冻面米制品营收分别为 24.65/6.58 亿元，分别同比-3%/+3%，2024 年商超渠道竞争加剧致使速冻面米制品收入承压，2025 年公司加速开拓特通直营、新零售等渠道，寻找新增长点。2024 年/2025Q1 经销渠道营收分别为 123.82/29.09 亿元，分别同比+9%/-4%，春节错期下，经销商提前备货致使一季度同比下滑。2024 年/2025Q1 新零售营收分别为 5.82/0.89 亿元，分别同增 33%/22%，主要系盒马、朴朴、小象超市持续贡献增量。后续公司全面拥抱调改商超定制化，对接永辉、沃尔玛等商超，承接渠道变革红利。

万辰集团：2025Q1 毛利率同增 1pct 至 11.02%，主要系门店端供应链效率提升，规模效应释放所致。销售/管理费用率分别同减 1pct/0.5pct 至 3.31%/2.55%，主要系营收增长摊平费用影响，净利率同增 2pct 至 3.59%，盈利能力进一步提升。公司门店快速扩张，单店效率持续提升。2025 年以来公司布局优品省钱超市，以零食为核心扩充民生需求产品，并加大自有品牌开发力度，公司持续整合商品和供应链优势，拓展业务边界，充分发挥社区门店优势，未来有望持续提高客单价、增加消费者粘性，打开未来增长空间。公司推出

2025 年限制性股票激励计划，股票数量为 221.81 万股，占总股本的 1.23%，激励对象共 70 人，分四期解锁，每期解锁 25%，授予价格为 69.58 元/股。业绩考核目标为，2025-2028 年净利润分别为 4.11/4.26/4.40/4.55 亿元，分别同比增长 40%/4%/3%/3%，2025-2029 年费用摊销分别为 3904.71/4872.38/2634.97/1318.02/356.29 万元。公司通过股权激励计划进一步绑定员工利益，提升团队积极性。

中炬高新：2025Q1 毛利率同增 2pct 至 38.73%，主要系原材料价格下降所致。销售/管理费用率分别同增 1pct/2pct 至 8.62%/8.07%，主要系公司战略性调控大单品费用投入，同时收入下滑致使费用率摊薄效果减弱。2025Q1 净利率同减 1pct 至 16.46%。2025Q1 酱油/鸡精鸡粉/食用油营收分别为 6.48/1.30/0.51 亿元，分别同减 32%/29%/50%，主要系春节错期下，公司调整供货节奏，同时以稳价盘为中心推进去库调整。二季度以来公司降幅收窄，库存恢复至良性水平，公司逐步向终端释放促销资源，主品价盘企稳回升，此外，公司已开展区域代工业务，并积极寻找复调相关标的，持续挖掘内生外延增量空间。2025Q1 公司分销渠道营收为 9.71 亿元（同减 31%），公司在菜系研发层面切入厨师资源，强化餐饮渠道开拓，补齐品类矩阵，通过一站式服务提升厨邦品牌单店占有率，预计 2025 年年中将重点区域执行策略复制推广至全国范围，关注下半年餐饮渠道开拓成效。2025Q1 公司直销渠道营收为 0.56 亿元（同增 33%），电商渠道低基数下持续开拓，实现快速增长，同时线上价盘体系逐渐稳定。

三只松鼠：2025Q1 毛利率同减 1pct 至 26.74%，综合成本控制较好，后续随着自供比例提升，日销品规模释放，预计毛利率持续优化，销售/管理费用率分别同增 2pct/0.4pct 至 18.67%/1.76%，主要系抖音费投规模较大，同时分销端口渠道建设存在前置投入，净利率同减 2pct 至 6.40%，整体来看年货节错位影响较大，后续随着品类、渠道、销售时点结构调整到位，预计季度间波动逐渐平滑。**产品端**，年货节错位下，公司通过结构与渠道调整实现逐月经营优化，日销品占比显著提升，同时持续推进上游供应链布局，提升综合产能利用率。此外，公司坚定高端性价比+差异化战略，从“低价”转向“卖好货”，逐渐强化品质与溢价能力。**渠道端**，2025Q1 线下分销端口贡献显著增量，后续计划通过新品投放、渠道渗透推进线下分销渠道放量。此外公司打样试点便利店业态，优化货盘结构，推动下沉市场布局。

莱茵生物：2025Q1 公司毛利率同减 4pct 至 22.02%，主要系罗汉果原料价格低位回升，叠加产品结构变化所致，2025Q1 销售/管理费用率分别同减 0.4pct/1pct 至 3.10%/4.46%，叠加汇兑收益下降、利息支出增加、政府补助下降等因素影响，净利率同减 1pct 至 7.35%。公司积极把握市场发展机遇，充分发挥销售网络布局和配方应用等竞争优势，加大国内外市场拓展，实现销售收入持续提升。甜叶菊专业工厂产能持续爬坡，下游需求持续开发，罗汉果原料价格回暖，终端产品售价持续爬坡有望带动收入提升。2025 年 2 月，公司合成生物产品酶转甜菊糖苷 RebM2 目前已取得 FDA GRAS 认证，为后续海外客户导入奠定基础，合成生物领域有望持续拓展公司业务边界。

五粮液：全年圆满收官，Q1 业绩略超预期。2024 年总营收/归母净利润分别为 891.75/318.53 亿元，分别同比+7%/+5%；2024Q4 分别为 212.60/69.22 亿元，分别同比+3%/-6%；2025Q1 分别为 369.40/148.60 亿元，分别同比+6%/+6%。全年毛利率同比提升，净利率同比略降。2024 年毛利率/净利率分别为 77%/37%，分别同比+1.3/-0.6pcts；2025Q1 毛利率/净利率分别为 78%/42%，分别同比-0.7/-0.4pcts。销售费用投放力度加大，管理费用率基本持平。2024 年销售/管理费用率分别为 12%/4%，分别同比+2.6pcts/持平；2025Q1 销售/管理费用率分别为 7%/3%，分别同比-1.0/-0.2pcts。Q1 经营净现金流水平高

增，销售回款表现较好。2024 年经营净现金流/销售回款分别为 339.40/1018.69 亿元，分别同比-19%/-3%；2025Q1 经营净现金流/销售回款分别为 158.49/382.34 亿元，分别同比+2970%/+76%，主要系今年货款中现金收取比例较高及同期基数较低所致。截至 2025Q1 末，公司合同负债 101.66 亿元（环比-15.24 亿元）。2024 年公司酒类收入 831.27 亿元，同增 8.74%；其中，2024 年五粮液产品/其他酒产品收入分别为 678.75/152.51 亿元，分别同增 8.07%/11.79%。**五粮液产品方面**，销量增长拉动整体收入增长，均价同比小幅提升。2024 年毛利率同比+0.38pcts 至 87.02%，销量/均价分别同比+7.06%/+0.94%。2024 年第八代五粮液产品价格基本稳定，同时 45 度、68 度五粮液焕新上市，经典五粮液产品系列战略发布，扩充产品矩阵。**其他酒产品方面**，均价增长为营收增长主要拉动力，2024 年毛利率同比+0.65pcts 至 60.81%，销量/均价分别同比+0.12%/+11.65%，公司集中打造五粮春、五粮醇、五粮特头曲、尖庄大单品，加快布局 1218 次高端单品。

舍得酒业：业绩整体承压，处于调整期。2025Q1 总营收/归母净利润分别为 15.76/3.46 亿元，分别同比-25%/-37%。**产品结构变化致毛利率下滑，管理费用整体优化。**2025Q1 毛利率/净利率分别为 69%/22%，分别同比-4.8/-4.2pcts。2025Q1 销售/管理费用率分别为 19%/8%，分别同比+3.0/-0.01pcts。**税费及购买商品接受劳务支出减少，经营净现金流大幅增长。**2025Q1 经营净现金流/销售回款分别为 2.24/16.23 亿元，分别同比+107%/-15%。截至 2025Q1 末，公司合同负债 2.06 亿元（环比+0.41 亿元）。**分产品看**，2025Q1 中高档酒 / 普通酒营收分别为 12.34/2.08 亿元，分别同比 -28%/-13%；其中，普通酒占比同比+2pcts 至 14.42%，整体经济承压下中高档酒销售下滑幅度较大。**分渠道看**，2025Q1 批发代理 / 电商销售营收分别为 12.37/2.05 亿元，分别同比 -32%/+37%，电商销售渠道增长显著，营收占比同比+7pcts 至 14.21%。**分区域看**，2025Q1 省内 / 省外营收分别为 4.94/9.49 亿元，分别同比 -9%/-33%，公司注重遂宁等省内根据地市场开发以来成效明显，营收占比同比+7pcts 至 34.23%。

安琪酵母：2025Q1 毛利率同增 1pct 至 25.97%，主要系糖蜜成本下降叠加海运费压力减轻所致，2025 年以来糖蜜价格延续下降趋势，公司已完成大部分采购动作，锁定低价原料，毛利率预计持续优化。2025Q1 销售/管理费用率分别同比+1pct/-0.2pct 至 5.58%/3.49%，净利率同增 1pct 至 10.20%。**分产品来看**，2025Q1 酵母及深加工产品营收 27.73 亿元（同增 13%），随着子公司扩建与云南普洱二期建设推进，产能预计持续释放。制糖产品营收 1.57 亿元（同减 61%），主要系公司推进贸易糖剥离所致。**分区域来看**，2025Q1 国内/国外营收分别为 20.99/16.84 亿元，分别同比-0.3%/+23%，截至 2025Q1 海外经销商数量较年初净增加 151 家至 6179 家，海外市场延续高增态势，2025 年初俄罗斯、埃及产能投产，发挥海外低价原料优势，印尼工厂预计 2026 年投产，后续公司持续通过海外扩产/并购等动作提升全球竞争力。

海融科技：2024 年/2025Q1 毛利率分别同减 0.04pct/9pct 至 35.03%/28.63%，2024 年底前期棕榈油锁价到期，成本端持续上涨，2025Q2 原料供给端逐步修复，公司通过结构性锁价、直接对接核心供应商、国产乳脂替换等方式减缓成本压力，毛利率有望企稳回升。2024 年/2025Q1 销售费用率分别同比-1pct/+1pct 至 14.04%/14.85%，预计公司持续控制费用支出，费用端率预计保持平稳。2024 年/2025Q1 管理费用率分别同比-0.3pct/+1pct 至 7.40%/7.76%。净利率分别同比+0.8pct/-11pct 至 10.18%/3.01%。2024 年奶油营收 10.08 亿元（同增 16%），毛利率同减 1pct 至 35.48%，拆分量价来看，奶油销量 7.17 万吨（同增 15%），吨价 1.41 万元/吨（同增 1%），主要系产品结构变化、高单价低毛利的稀奶油放量所致。**分具体类型来看**，2024 年植脂奶油 / 混合奶油 / 稀奶油 营收

分别为 2.77/4.15/1.27 亿元，分别同比+10%/-15%/+24%，后续公司针对混脂、冷冻线产品做工业包装，优化性价比，稀奶油对标中高端进口品牌优化性状表现，二期募投项目预计 6 月验收，将大幅缓解产能瓶颈，伴随市场需求起势，稀奶油预计延续高增。2024 年经销渠道营收 8.77 亿元（同增 6%），下游流通渠道面临变革，公司助力经销商开发区域产品，顺应需求趋势。2024 年直销渠道营收 2.10 亿元（同增 65%），新锐 KA、茶饮客户持续开拓，公司在现有产能规模下充分提升客户覆盖广度，客户储备充足，预计二期项目落地后，下游客户端将充分承接产能释放。海外市场来看，2024 年境外营收 2.16 亿元（同增 17%），出口资质办理、团队补充等前期工作逐渐落地，印度产能逐季释放，预计海外 2025 年延续双位数增长态势。

今世缘：业绩符合预期，Q1 稳健增长。2024 年总营收/归母净利润分别为 115.46/34.12 亿元，分别同比+14%/+9%；2024Q4 总营收/归母净利润分别为 16.04/3.26 亿元，分别同比-8%/-35%；2025Q1 总营收/归母净利润分别为 50.99/16.44 亿元，分别同比+9%/+7%。**盈利能力同比略下降，费用率同比优化力度较好。**2024 年毛利率/净利率分别为 75%/30%，分别同比-3.6/-1.5pcts；2025Q1 毛利率/净利率分别为 74%/32%，分别同比-0.6/-0.6pcts。2024 年销售/管理费用率分别为 19%/4%，分别同比-2.2/-0.2pcts；2025Q1 销售/管理费用率分别为 13%/2%，分别同比-0.9/-0.1pcts。**Q1 经营净现金流同比表现较好，销售回款增长稳健。**2024 年经营净现金流/销售回款分别为 28.67/122.74 亿元，分别同比+2%/+2%；2025Q1 经营净现金流/销售回款分别为 14.27/46.77 亿元，分别同比+42%/+25%。截至 2025Q1 末，公司合同负债 5.38 亿元（环比-10.54 亿元）。分产品看，2024 年特 A+ 类/特 A 类/A 类/B 类/C&D 类营收分别为 74.91/33.47/4.19/1.42/0.74 亿元，分别同比+15.17%/+16.61%/+1.95%/-11.09%/-14.57%，国缘 V 系、开系等核心单品增速符合预期；国缘开系焕新升级，四开基本盘牢固。分渠道看，2024 年直销/批发代理营收分别为 2.73/112.05 亿元，分别同增 20.78%/14.19%。分区域看，2024 年淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海营收为 22.35/26.31/14.26/19.24/12.74/10.62 亿元，分别同增 12.31%/11.68%/9.47%/21.21%/15.62%/9.55%。

泸州老窖：业绩符合预期，收入利润稳健增长。2024 年总营收/归母净利润分别为 311.96/134.73 亿元，分别同比+3%/+2%；2024Q4 总营收/归母净利润分别为 68.93/18.80 亿元，分别同比-17%/-30%；2025Q1 总营收/归母净利润分别为 93.52/45.93 亿元，分别同比+2%/+0.4%。**盈利能力同比略下降，销售费用率同比优化。**2024 年毛利率/净利率分别为 88%/43%，分别同比-0.8/-0.7pcts；2025Q1 毛利率/净利率分别为 87%/49%，分别同比-1.9/-0.5pcts。2024 年销售/管理费用率分别为 11%/4%，分别同比-1.8/-0.2pcts；2025Q1 销售/管理费用率分别为 8%/2%，分别同比+0.4/-0.4pcts。**全年经营净现金流同比大幅增长，Q1 销售回款表现稳健。**2024 年经营净现金流/销售回款分别为 191.82/400.36 亿元，分别同比+80%/+27%。2025Q1 经营净现金流/销售回款分别为 33.08/98.67 亿元，分别同比-24%/-7%。截至 2025Q1 末，公司合同负债 30.66 亿元（环比-9.12 亿元）。分产品看，2024 年中高档酒类/其他酒类营收分别为 275.85/34.67 亿元，分别同比+2.77%/+7.15%，中高档酒类产品营收占比达 88.43%，其他酒类营收增长同比略快。**量价拆分看**，2024 年中高档酒类/其他酒类销量为 4.30/6.08 万吨，同比+14.39%/+3.54%；2024 年均价分别为 64.17/5.71 万元/吨，同比-10.15%/+3.49%，其他酒类均价同比增长。**分渠道看**，2024 年传统渠道/新兴渠道营收分别为 295.73/14.79 亿元，分别同比+3.20%/+4.16%；毛利率分别为 88.00%/80.11%，分别同比-1.03/+4.11pcts。分区域看，2024 年境内/境外营收分别为 310.10/1.86 亿元，分别同比 +3.17%/+5.17%，华北、西南等粮仓市场夯基筑垒，华东、北京等高地市场增长迅速，华中、华南等机会市场持续突破。

仲景食品：2025Q1 毛利率同增 1pct 至 45.91%，主要系原材料价格高位回落所致，销售/管理费用率分别同增 2pct/0.2pct 至 18.59%/4.57%，主要系市场推广费用增加所致，叠加利息收入下降，净利率同减 1pct 至 17.49%。在产品布局思路，公司坚持大单品路线，以买赠形式扩大香菇酱、上海葱油的客群，推动核心单品间的互动，挖掘仲景品牌价值。同时，公司开辟新增长曲线，践行大健康战略，研发储备药食同源类即食滋补产品仲景元气参，在电商、张仲景连锁药房进行销售推广，有望挖掘新市场增量。

会稽山：2025Q1 毛利率同增 7pct 至 60.71%，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+7pct/-2pct 至 22.10%/5.06%，主要系公司加大终端促销费用投放，提高品鉴会频次，净利率同减 2pct 至 19.46%。**分产品看，**2025Q1 中高档/普通黄酒营收分别为 3.36/1.05 亿元，分别同增 12%/1%，中高端黄酒营收增长带动产品结构持续优化，公司通过圈层营销、精耕细作打造高端品牌认知，在商务宴请场景中逐步培育长期客户。同时，公司坚持年轻化战略，开发柠檬味、易拉罐装、香槟工艺等新品，以创新黄酒触达消费者心智，培育消费习惯。**分区域来看，**2025Q1 浙江营收 2.86 亿元（同增 17%），省内持续培育兰亭送礼属性，进一步加密经销商网络，挖掘市场空间。

龙大美食：2024 年/2025Q1 公司毛利率分别同比+6pct/-1pct 至 3.98%/4.91%，主要系公司优化产品结构，主动缩减低毛利业务规模所致；销售费用率分别同减 0.2pct/0.02pct 至 0.94%/1.36%，主要系公司加强销售费用管控所致；管理费用率分别同增 0.1pct/1pct 至 2.28%/3.05%；净利率分别同比+11pct/-1pct 至 0.06%/0.23%，主要系 2024 年生猪及猪肉市场价格回暖使得传统板块同比大幅减亏，及公司出售全资子公司通辽金象食品获得投资收益所致。**产品端来看，**2024 年鲜冻肉/预制菜产品收入分别同减 7%/15%至 89.91/16.87 亿元，毛利率分别同比+4pct/-0.3pct 至 2.25%/9.41%，猪肉价格回暖带动鲜冻肉毛利率回升，受餐饮端疲软影响，主业营收承压。公司持续聚焦主业，缩减产能利用率低及亏损严重的工厂业务，提升高盈利工厂的产能利用率，集中资源至优势地区。**渠道端来看，**公司在 B 端坚持“固老开新”，持续积累高粘性大客资源；在 C 端积极开拓京东、抖音、拼多多等平台的社区团购及电商直播渠道，强化品牌露出并构建达人矩阵，2024 年线上销售收入突破 1.59 亿元（同增 8%），预计线上渠道规模持续扩张。

广州酒家：2025Q1 毛利率同减 4pct 至 25.36%，主要系低毛利餐饮业务增速较快、速冻品市场竞争加剧所致，销售/管理费用率分别同比+1pct/-1pct 至 10.39%/7.26%，全年市场推广费用投放力度预计延续，净利率同减 2pct 至 5.95%。2025Q1 食品制造营收 6.04 亿元（同增 0.1%），其中月饼/速冻食品/其他产品营收分别同比-19%/-3%/+4%至 0.07/2.85/3.12 亿元，一季度月饼淡季下营收波动幅度较大，2025 年月饼大年叠加品牌势能提升抢占竞品份额，利好月饼营收增长；速冻品受春节错期下备货节奏调整、市场竞争加剧影响略有下滑，后续公司围绕粤式点心布局新品类，充分发挥工艺优势；此外，糖水类产品在山姆渠道放量，公司持续提高会员制渠道合作深度，挖掘市场增量。2025Q1 餐饮服务营收为 4.23 亿元（同增 10%），尽管客单价相对承压，但单店持续爬坡、客流量稳步修复，全年公司保持稳健拓店速度，预计餐饮营收稳步提升。

天味食品：2025Q1 毛利率同减 3pct 至 40.74%，主要系渠道结构变动所致，公司通过低位锁价、供应商竞价等方式推动降本动作，实现毛利率优化，销售/管理费用率分别同增 5pct/2pct 至 22.26%/7.06%，净利率同减 9pct 至 12.34%，利润下滑主要系市场动销较弱、费用投放增加叠加一季度基数较低所致。2025Q1 火锅调料/菜谱式调料/香肠腊肉调料营收分别为 1.73/4.34/0.15 亿元，分别同减 41%/12%/56%，整体营收下降主要系 2024 年底经销

商错期备货导致 2025Q1 进货意愿较低，同时市场竞争加剧，动销较为疲软，目前库存基本消化完毕，3 月动销逐渐恢复，预计营收环比改善。公司后续坚持大单品策略，围绕“争鲜抢厚”协同发展，补齐产品矩阵，同时发挥食萃、加点滋味渠道互补效果，共享渠道资源，有望持续发挥研发与供应链协同作用。

山西汾酒：业绩稳健增长，整体符合预期。2024 年总营收/归母净利润分别为 360.11/122.43 亿元，分别同比+13%/+17%；2024Q4 分别为 46.53/8.93 亿元，分别同比-10%/-11%；2025Q1 分别为 165.23/66.48 亿元，分别同比+8%/+6%。**毛利率同比提升，全年盈利能力提高。**2024 年毛利率/净利率分别为 76%/34%，分别同比+0.9/+1.3pcts。2025Q1 毛利率/净利率分别为 79%/40%，分别同比+1.3/-0.6pcts。**Q1 销售费用率同比提升，管理费用率整体稳定。**2024 年销售/管理费用率分别为 10%/4%，分别同比+0.3/+0.3pcts；2025Q1 销售/管理费用率分别为 9%/2%，分别同比+1.8/-0.2pcts。**全年经营净现金流水平大幅增长，销售回款表现较好。**2024 年经营净现金流/销售回款分别为 121.72/366.09 亿元，分别同比+68%/+21%。2025Q1 经营净现金流/销售回款分别为 70.27/137.90 亿元，分别同比-0.2%/-3%。截至 2025Q1 末，公司合同负债 58.18 亿元（环比-28.54 亿元）。分产品看，2024 年中高价酒类/其他酒类营收分别为 265.32/93.42 亿元，分别同比+14.35%/+9.40%；2025Q1 中高价酒类/其他酒类营收分别为 162.12/2.68 亿元，分别同比+8.23%/-15.49%，中高价酒营收增速表现较好。分渠道看，2024 年直销/批发代理/电商收入分别为 2.33/355.36/21.05 亿元，分别同比+19.97%/+12.23%/+26.22%，2025Q1 代理/直销及电商收入分别为 156.23/8.57 亿元。分地区看，2024 年省内/省外营收分别为 135.00/223.74 亿元，分别同比+11.72%/+13.81%，省内营收表现稳健；2025Q1 省内/省外收入分别为 60.83/103.96 亿元，分别同比+8.70%/+7.18%。

水井坊：业绩符合预期，Q1 整体稳健增长。2024 年总营收/归母净利润分别为 52.17/13.41 亿元，分别同比+5%/+6%；2024Q4 分别为 14.29/2.16 亿元，分别同比+5%/-12%；2025Q1 分别为 9.59/1.90 亿元，分别同比+3%/+2%。**Q1 毛利率同比提升，盈利能力整体稳健。**2024 年毛利率/净利率分别为 83%/26%，分别同比-0.4/+0.1pcts；2025Q1 毛利率/净利率分别为 82%/20%，分别同比+1.5/-0.1pcts。**Q1 销售费用率优化明显，管理费用率整体稳定。**2024 年销售/管理费用率分别为 25%/8%，分别同比-1.3/+0.9pcts。2025Q1 销售/管理费用率分别为 27%/9%，分别同比-7.6/-0.5pcts。**Q1 经营净现金流承压，销售回款同比下滑。**2024 年经营净现金流/销售回款分别为 7.44/53.48 亿元，分别同比-57%/-5%。2025Q1 经营净现金流/销售回款分别为-5.76/7.32 亿元，其中，2024Q1 经营净现金流为-1.02 亿元，销售回款同比-21%。截至 2025Q1 末，公司合同负债 9.36 亿元（环比-0.13 亿元）。**分产品看**，2024 年高档/中档营收分别为 47.64/2.64 亿元，分别同比+2%/+29%；毛利率分别为 86%/63%，分别同比+0.85/-2.41pcts。“水井坊”主品牌聚焦 300-800 元次高端价格带，“第一坊”聚焦于 800 元以上高端市场，持续布局中端子品牌“天号陈”。2025Q1 高档/中档营收分别为 8.51/0.49 亿元，分别同比+6.71%/-34.21%；毛利率分别同比-1.91/-7.55pcts。**分渠道看**，2024 年新渠道/批发代理营收分别为 5.28/45.00 亿元，分别同比+10%/+2%；2025Q1 新渠道/批发代理营收分别为 2.86/6.14 亿元，分别同比+184.44%/-20.44%。**分区域看**，2024 年国内/国外营收分别为 49.70/0.58 亿元，分别同比+3%/+45%；2025Q1 国内/国外营收分别为 8.98/0.02 亿元，分别同比+4.3%/-84.35%。

晨光生物：2025Q1 公司毛利率同增 6pct 至 14.16%，主要系原材料采购成本大幅下降释放毛利空间。销售/管理费用率分别同比-0.1pct/+1pct 至 0.72%/2.54%，净利率同增 5pct 至 6.48%，主要系公司把握行业原材料低成本机遇，充分发挥高规模、高效率生产优

势，多产品销量创同期历史新高，棉籽行情持续回暖，带动盈利端显著改善。2025Q1 公司棉籽类业务收入 7.60 亿元（同减 9%），主要系会计准则调整影响，在行情回暖和严格对锁策略下，棉籽业务实现扭亏为盈。植提类主力产品 2025Q1 收入同增 14%至 8.67 亿元，各品类以量补价，其中辣椒红/辣椒精收入分别同增 7%/24%，食品级叶黄素销量同增 50%，公司积极推进缅甸万寿菊试种，进一步提升原材料成本优势。梯队产品中，甜菊糖量价齐升下收入同增约 55%，主要系在差异化工艺带来的成本优势下，市场开拓进展顺利；保健食品新建产线预计可于 2025H2 投产，投产后总产能扩大 50%，有望贡献新增长点。

3、行业评级及投资策略

白酒板块：本周白酒板块回升，主要系降息落地释放流动性。中国人民银行 5 月 7 日宣布，从 5 月 8 日起，下调公开市场 7 天期逆回购操作利率 0.1pct，自 5 月 15 日起，下调金融机构存款准备金率 0.5 pct，预计将向市场提供长期流动性约 1 万亿元，有望进一步提振市场情绪，巩固经济基本面。本周我们调研今世缘，公司延续省内精耕，聚焦苏中、苏南等潜力市场，通过品牌培育、渠道优化实现高增长，省外以国缘为核心，瞄准企业和商务消费群体，整体争取存量竞争下强化动销、控量稳价。基本面来看，白酒行业需求持续筑底改善，五一商务需求符合预期，整体表现承压，宴席需求表现分化，2025 年企业端目标制定相对保守，主动给渠道降负，库存平稳消化；估值端看，板块整体估值偏低，酒企回购或增持动作较多，分红力度持续提升。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：本周我们调研日辰股份，公司百胜增长力度加大，山姆延续稳定增长，后续内生业务增量关注产能建设进展，嘉兴工厂 2025H2 预计可完成设备安装，投产后可实现多点供应与协同效应，优化成本，外延关注品类和渠道短板。基本面来看，2025Q1 大众品环比承压，而受益于会员制/零食量贩等高势能渠道导入、品类红利释放的公司业绩呈现明显韧性，同时商超调改对于自有品牌代工需求有明显催化，为 B 端企业提供增量空间。盈利端来看，大豆、白砂糖原料价格持续下降，餐供板块成本压力下行，而棕榈油、坚果等原料价格短期仍处高位，预计企业端需要通过产品结构优化、阶段性锁价等方式控制成本。随着短期错期因素消化，企业端充分适应渠道变革趋势，预计后续板块环比修复。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	2025-05-11 股价	EPS			PE			投资评级
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
000568.SZ	泸州老窖	126.36	9.15	9.27	10.15	13.81	13.63	12.45	买入
000596.SZ	古井贡酒	164.65	10.44	11.72	13.20	15.77	14.05	12.47	买入
000799.SZ	酒鬼酒	43.95	0.33	0.46	0.60	133.18	95.54	73.25	买入
000858.SZ	五粮液	131.58	8.21	8.67	9.26	16.03	15.18	14.21	买入
002304.SZ	洋河股份	68.80	5.56	5.43	5.84	12.37	12.67	11.78	买入
600519.SH	贵州茅台	1591.18	68.64	75.23	81.66	23.18	21.15	19.49	买入
600702.SH	舍得酒业	57.12	1.04	2.10	2.84	54.92	27.20	20.11	买入
600779.SH	水井坊	46.79	2.75	2.90	3.16	17.01	16.13	14.81	买入
600809.SH	山西汾酒	203.32	10.04	11.24	12.61	20.25	18.09	16.12	买入
603369.SH	今世缘	48.65	2.72	2.95	3.24	17.89	16.49	15.02	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。