

食品饮料行业2025年投资策略

白酒基本面依然承压，大众品优选个股

西南证券研究发展中心
食品饮料研究团队
2025年1月

核心观点

- **白酒：中长期配置价值凸显：**目前看，高端和次高端白酒受经济影响，呈现不同的压力，普飞批价从24年春节2700元左右下降至当前2200元左右，6月下旬后逐步企稳；地产酒，相对比较刚性，批价略有下降；次高端，商务影响较大，导致销量不及预期，静待消费好转；重点推荐高端和部分地产酒。从中长期看配置价值凸显：白酒自身的行业属性并未发生大的变化，名酒市占率提升逻辑依然成立；白酒升级只是短期受到影响，中长期升级的趋势并未发生变化；中长期看白酒主力饮酒人群相对稳健；深度调整后，白酒龙头25年估值13-20倍，已处于历史低位。
- **啤酒：**即使在消费升级趋势放缓的当下，产品结构持续升级仍为行业高端化提供充足动能；24Q1受同期高基数影响，行业整体销量承压明显，Q2及Q3受需求复苏较弱及雨涝天气频繁影响，整体行业量增存在压力。从销量基数上看，25年低基数效应将贯彻全年，且市场同样存在对啤酒行业的低预期；尤其是全国性龙头有望充分受益于此。从大环境方面来看，随着25年经济刺激政策持续加码，整体餐饮消费有望持续回暖，啤酒作为餐饮强相关行业有望实现良好恢复。推荐青岛啤酒（600600）、燕京啤酒（007291）。
- **乳制品：**乳制品需求偏弱，伊利主动调整渠道、控制出货节奏；原奶价格下降，利好乳企释放利润弹性。重点推荐伊利股份（600887）、新乳业（002946）。
- **调味品：**随着B端餐饮行业复苏以及C端调味品健康化趋势持续，行业格局将持续改善。高线市场高端升级+低线市场渠道下沉+社会餐饮复苏，抗周期能力较强，产品结构升级和集中度提升两大增长逻辑不变；优选基本面扎实、业绩确定性强的细分子行业龙头企业，推荐海天味业（603288）、中炬高新（600872）、千禾味业（603027）、恒顺醋业（600305）。
- **速冻食品：**龙头优势明显，长期增长可期。速冻火锅料行业长期维持双位数增长，而龙头企业规模优势明显；米面制品竞争较为激烈，同时B端与C端渠道相互渗透，加速中小品牌出清，利于行业集中度提升，推荐安井食品（603345）、三全食品（002216）、千味央厨（001215）。
- **食品综合：**推荐各子板块龙头，重点推荐安琪酵母（600298）、绝味食品（603517）、洽洽食品（002557）、盐津铺子（002847）、桃李面包（603866）、晨光生物（300138）等子板块龙头和优质个股。
- **风险提示：**高端酒价格或大幅下滑；原材料价格波动风险；食品安全风险。

目 录

白酒：中长期配置价值凸显

啤酒：低基数与低预期下，行业需求复苏可期

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：必需消费需求稳健，健康化发展主线可期

速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

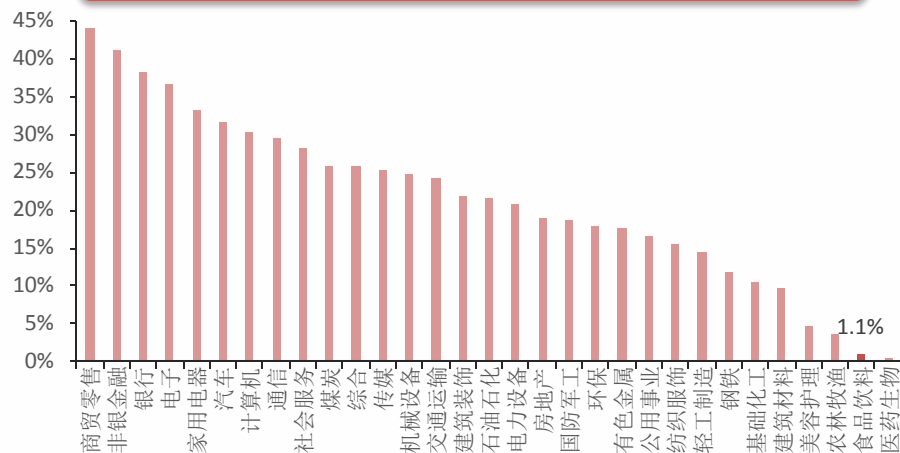
食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

食品综合：优选优质子板块龙头

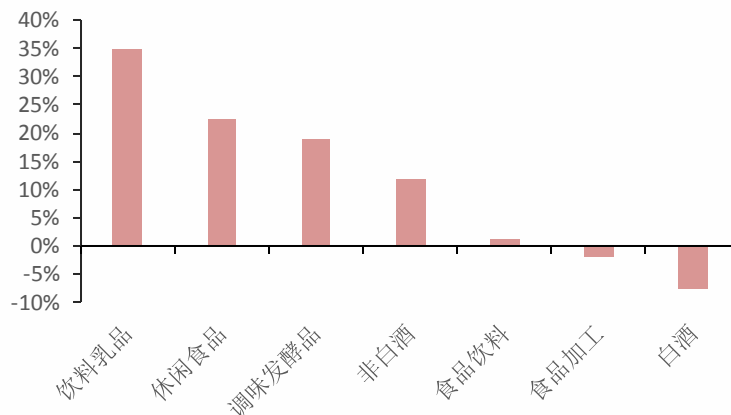
2025年重点推荐标的

2024年行业回顾：食品饮料涨幅靠后，饮料乳品/休闲食品表现较优

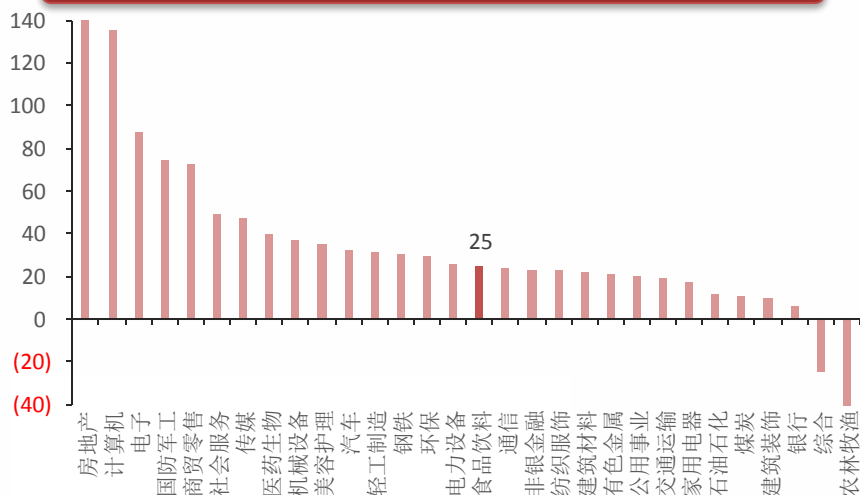
2024年食品饮料整体涨幅靠后



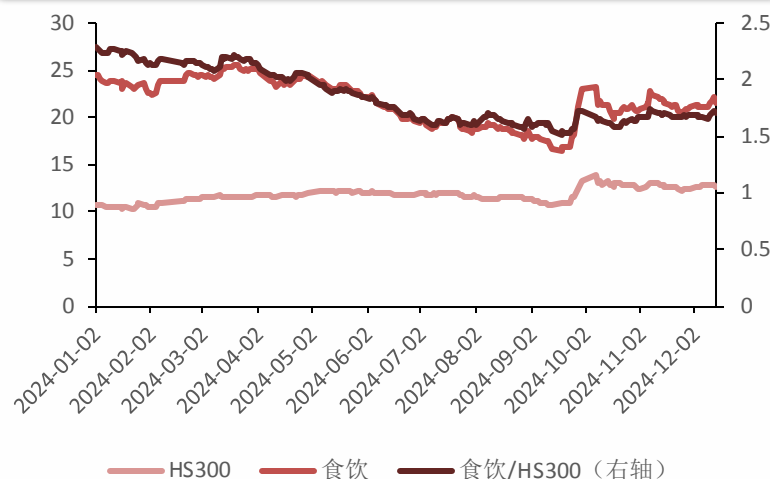
2024年饮料乳品/休闲食品子板块表现较优



整体PE25倍，较年初回落明显



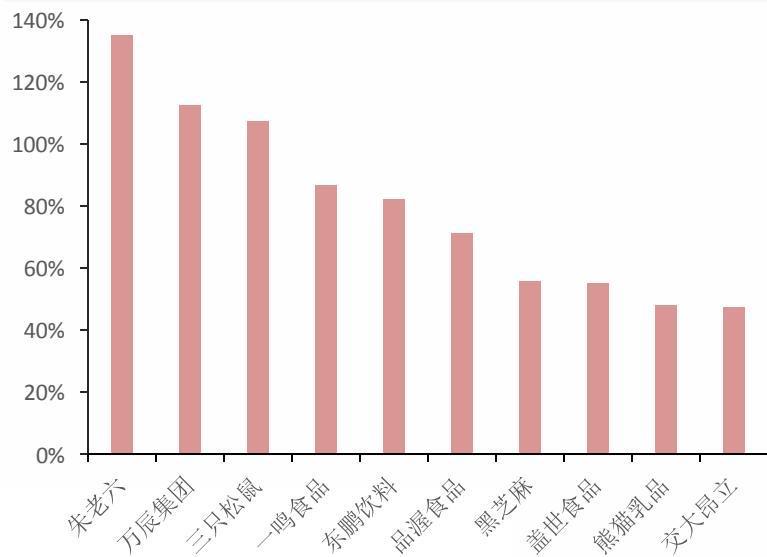
食品饮料/A股PE较年初回落



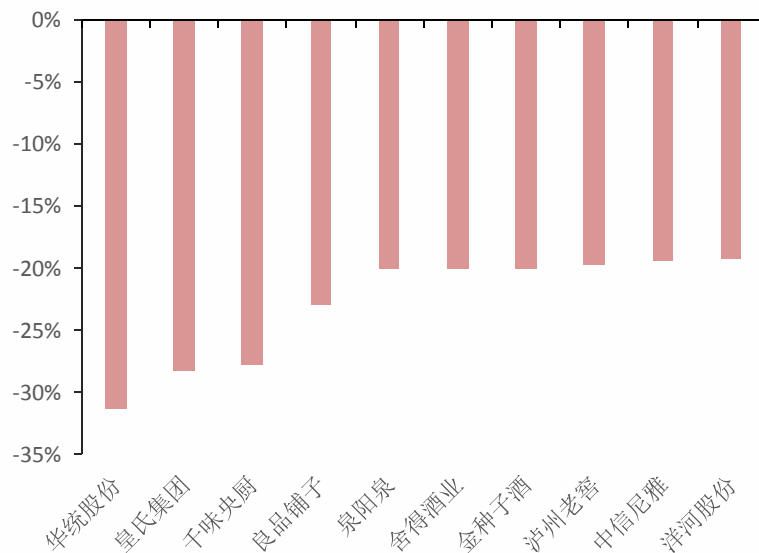
2024年行业回顾：消费结构性复苏，业绩端更为重要

- 从涨幅榜上看，受益零食产业渠道结构、产品结构快速优化，零食产业链加速整合，叠加小市值企业弹性较大等原因，相关标的股价表现突出；伴随消费者健康意识和对功能性需求的提升，功能饮料、无糖茶等高景气赛道成长性延续，龙头聚焦细分行业实现较高增速。
- 宏观经济承压和消费复苏乏力背景下，部分公司业绩端承压较大，以及前期在高预期下反弹幅度较大的标的，回调幅度相对较大。

食品饮料板块涨幅前十名



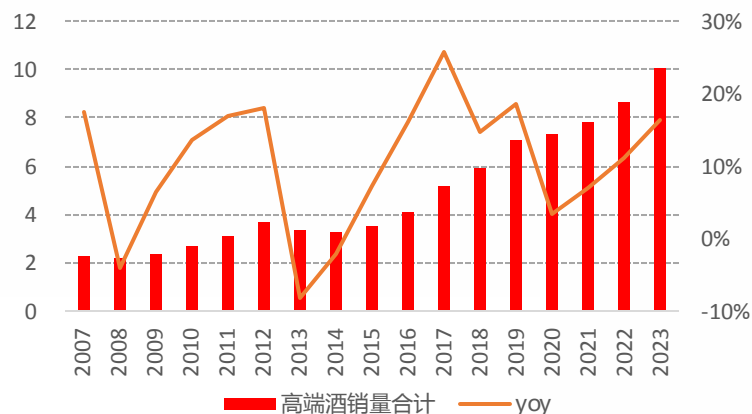
食品饮料板块跌幅前十名



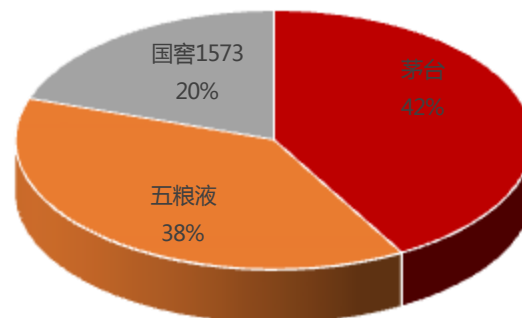
白酒：淡季需求有所承压，普飞批价边际走弱

- **高端：中秋和国庆旺季需求有所承压，普飞批价在2200左右震荡，普五和国窖批价小幅下行**
- ◆ **茅台**：24年春节旺季期间，茅台酒和系列酒动销表现良好；步入Q2淡季以来，在餐饮环比走弱，商务消费低迷的背景下，公司全年15%左右的收入增长目标需要完成，造成供需矛盾有所放大，普飞批价出现下跌，批价从春节2700元左右下降至当前2200元左右；
- ◆ **五粮液**：在商务消费低迷和飞天批价下行的影响下，Q3旺季普五批价出现小幅下行，目前普五批价稳定在910元左右；公司管理层积极作为，在保持普五量价平衡的基础上，1618和低度通过扫描红包拉动消费，助力公司整体实现正增长，彰显出增长韧性；
- ◆ **国窖**：在商务消费低迷，茅五需求疲软的压制下，国窖动销端呈现出较大压力，目前高度国窖批价860元左右，公司通过“百城会战、挖井计划”等战役，深挖基地市场，积极开拓薄弱市场，市场覆盖面不断拓宽。

高端酒销量持续稳定增长（万吨）



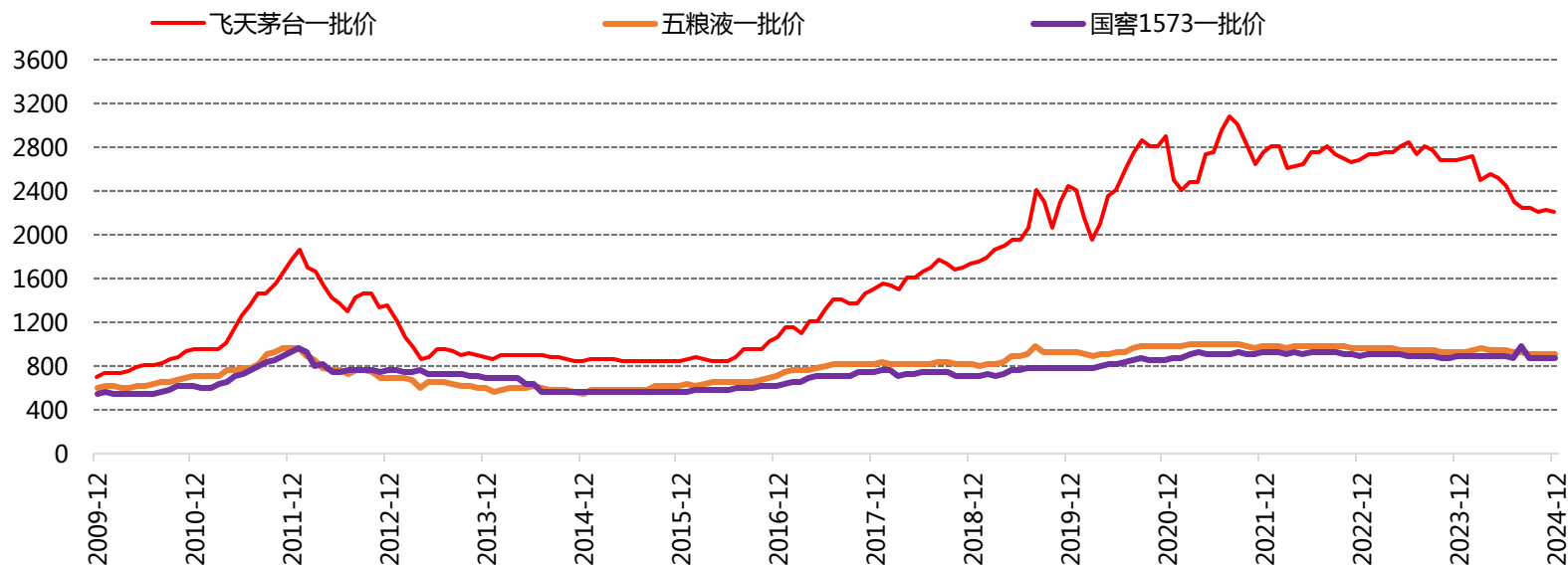
2023年高端酒销量市场份额



白酒：高端酒批价——行业景气度风向标

- 高端酒批价对于白酒行业尤其重要，直接反映行业景气度和供需状况。24年三季度在商务消费低迷，餐饮环比走弱的背景下，高端酒景气度边际走弱，渠道备货意愿变差，供需矛盾有所放大；加之茅台酒具有较强的金融属性，消费环境低迷的情况下，电商渠道和部分黄牛出现低价甩货，叠加自媒体的传播放大，导致市场恐慌情绪加剧，造成短期价格恐慌式、非理性下跌；散瓶飞天批价从年初2700元左右下降至2200元左右，生肖、散花飞天的批价也有所下滑。受行业需求下滑影响，中秋国庆旺季期间普五批价有所下行，当前批价稳定在910元左右；国窖采取批价跟随策略，兼顾价盘和动销，确保批价和竞品保持在合理范围内，当前高度国窖批价860元左右。

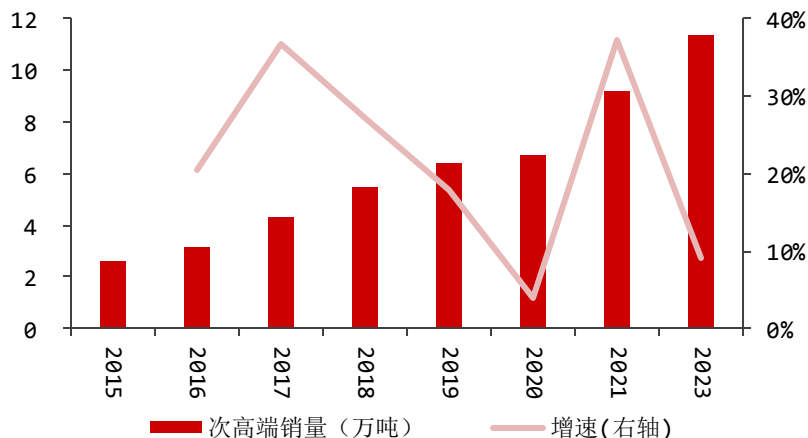
高端酒一批价变化趋势（元）



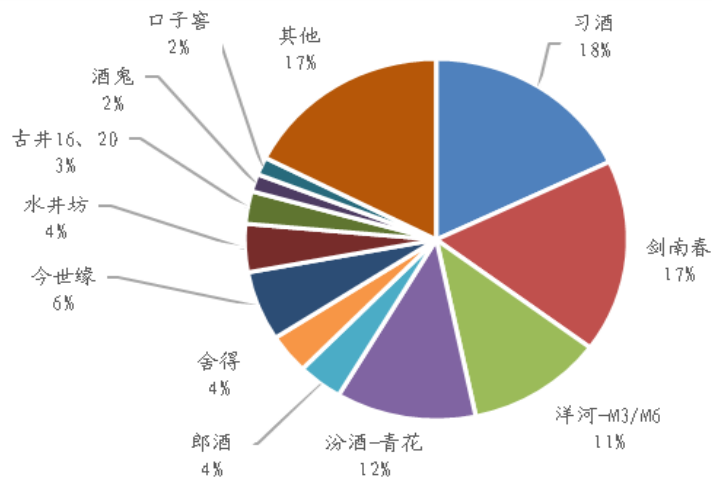
白酒：名优白酒占位品牌优势，次高端阶段性承压

- **次高端**：需求端有所承压，品牌分化有所加剧。Q2淡季以来商务消费表现疲软，餐饮和宴席亦环比走弱，行业挤压式竞争有所加剧，次高端动销均显著承压，品牌分化进一步加剧。
- **汾酒**：青花和玻汾双轮驱动，动销表现依旧稳健。得益于汾酒势能释放和产品矩阵完备，24年青花、玻汾、巴拿马等核心单品实现稳健增长，青花表现尤为亮眼，批价稳定在360元左右，渠道库存延续2个月左右的良性水平，动销和批价表现优于次高端竞品，彰显出强大的增长韧性。
- ◆ **舍得、酒鬼酒、水井坊**：24年宏观经济复苏相对缓慢，商务消费比较疲软，烟酒店终端拿货意愿低迷，舍得、酒鬼酒动销端均有所承压；水井坊得益于八号在宴席发力，叠加较早进行库存去化，表现优于竞品。
- ◆ **区域地产酒次高端**：24年商务消费表现疲软，宴席同比回落明显，500-800元价格带需求显著承压，主流单品增速均显著放缓；大众宴席市场比较坚挺，100-300元价格带景气度较高，洞9、对开、古8/16等延续稳健增长。

次高端销量快速增长



2023年次高端市场份额



白酒：渠道——名酒引流效应显著，渠道优化加速集中度提升

□ 渠道角度：名酒引流效应显著，渠道优化加速集中度提升。

- ◆ 名酒引流效应越发显著，经销商是否具有名酒代理权成为核心竞争力，拥有茅台、五粮液代理权占据制高点；同时，在行业并不乐观的大环境下，渠道对于品牌择优选择，加速行业集中度提升。
- ◆ 名酒厂家投入力度大，渠道费用支持；同时，渠道更加侧重于与厂家配合，积极开拓市场，注重终端动销；在信息化为主的管理系统下，厂家议价权增强，对于渠道的管控更加趋严。

层级	特征	渠道模式
高端	品牌为主，渠道为辅	直营+经销商，团购占比较大，经销商也以专卖店为主，厂家和经销商可同时供货大型KA，厂家有直接合作电商。厂家侧重于文化和品鉴，茅台直营占比持续提升。
次高端	品牌和渠道双轮驱动	经销商为主，烟酒店流通渠道走货为主。次高端既要有好的品牌，又需要强渠道运营能力，品牌数量众多，竞争比高端更加激烈，渠道的通路和消费者重复购买率至关重要。
中低端	渠道驱动为主，份额向强势品牌集中的趋势明显	经销商为主，主要以烟酒店和KA零售为主。消费者品牌忠诚度不高，品牌之间转换成本低；但近年来，中低端酒市场份额向该价位段强势品牌集中的趋势明显。

白酒：库存——虽有压力但相对良性、弱周期成为主旋律

- 2016年白酒复苏以来，库存虽有所增加（尤其是近两年），经销商压力变大，但基本处于相对良性状态（部分品牌压力较大），随着厂家调控和信息化系统渗透，名优白酒库存周期有望平滑。短期来看，对于名优白酒，渠道库存需要关注，但并不是核心重点，未来以厂家主导的平滑行业周期值得期待。
- ◆ 名酒厂家关注可持续增长，不会主动压很多库存，一旦发现库存高企，主动控量保价。2018年6、7月份五粮液和国窖控量；2020年疫情之下，3月份开始各大酒厂控货；2022年四季度、2024年二季度厂家控货。
- ◆ 名优厂家均采用更加精细化，对于库存的把控能力较强。
- 基本采用扁平化运作+深度分销模式，厂家销售人员大幅增加，对于市场管控更加到位。
- 信息化系统的导入和使用，增强厂家对于渠道和终端的管理能力。
- ◆ 名优白酒价格，除茅台外，渠道利润并不丰厚，并未触发渠道大规模囤货行为。类比于2012年之前白酒的黄金十年期，此轮白酒复苏周期较短，除茅台外，鲜有渠道暴利的情况，经销商基本没有主动大规模囤货行为。

目 录

白酒：中长期配置价值凸显

啤酒：低基数与低预期下，行业需求复苏可期

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：必需消费需求稳健，健康化发展主线可期

速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

食品综合：优选优质子板块龙头

2025年重点推荐标的

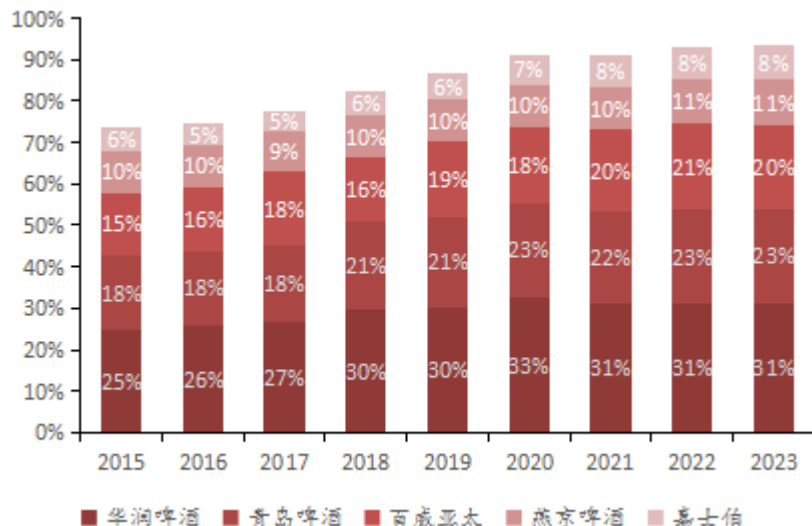
啤酒：24年行业表现出现分化，25年低基数效应可期

- **回顾24年啤酒市场**：从全年啤酒龙头销量表现来看，受年初以来餐饮端消费需求恢复缓慢以及去年上半年存在高基数等因素影响，以及进入旺季后部分地区出现雨涝等极端天气冲击下，啤酒行业整体产销量均存在一定压力；但行业内表现亦具有分化，区域性龙头在销量表现上明显优于全国性龙头：24Q3珠啤/燕啤/重啤累计销量增速分别为+2.7%/+0.5%/+0.2%，而青啤及行业产量增速分别为-7%/-1.5%；全国性龙头受整体啤酒消费需求疲软影响程度更重。进入10月以来，随着各类消费刺激政策陆续落地，Q4啤酒销量预计将有所回暖。
- **展望25年啤酒表现**：从销量基数上看，25年低基数效应将贯彻全年，且市场同样存在对啤酒行业的低预期；尤其是全国性龙头有望充分受益于此。从大环境方面来看，国家目前已在多个省份通过发放餐饮消费券等方式鼓励消费，随着25年经济刺激政策持续加码，整体餐饮消费有望持续回暖，啤酒作为餐饮强相关行业有望实现良好恢复。
- **高端化仍为行业主线**：24年受居民消费力以及消费者信心下滑等因素影响，行业整体吨价提升幅度边际放缓，24Q3青啤/重啤/燕啤/珠啤吨价累计增速分别为+0.5%/-0.6%/+3%/+4.5%。分价格带看，10元及以上的高端啤酒增速有所放缓，而8-10元次高价格带表现相对出色。展望25年，高档及以上啤酒受益于整体经济环境复苏及消费力持续提升，有望重回增长态势；次高档在多年以来培育的良好消费者认知基础上，持续承接中低端啤酒向上升级的体量，预计全年仍将维持双位数以上增速。
- **成本端保持平稳态势**：从啤酒主要原材料来看，大麦价格目前仍处于低位，且酒企多在年末及锁定次年全年大麦价格，大麦有望在25年持续贡献成本红利；而从铝材、玻瓶等包材类原料价格走势看，虽价格相较年中有所上行但整体上涨程度温和可控。综合来看，25年啤酒成本端基本维持平稳态势，行业利润端弹性充足。

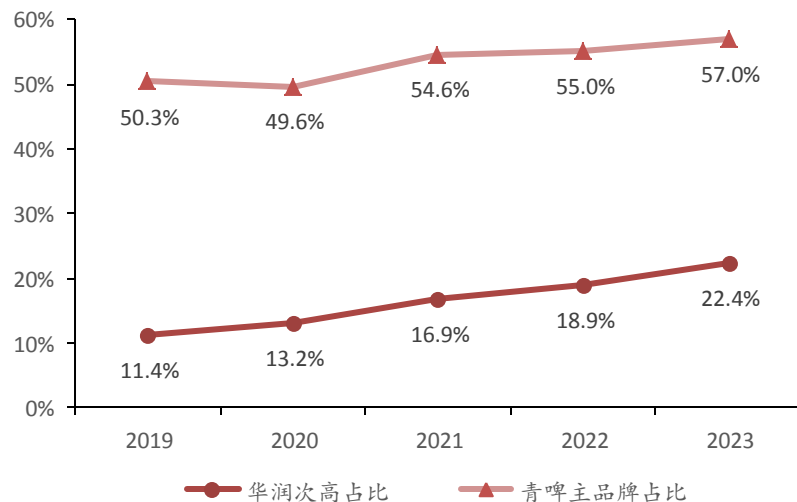
啤酒：寡头垄断格局确立，高端化成行业共识

- **行业进入寡头垄断阶段，CR5突破90%。**历经多年跑马圈地与扩张并购，目前绝大部分省份竞争格局已确立，牢固的基地市场保证了龙头公司业绩下限。此外2010-2015年间啤酒行业价格战激烈，一方面拉低行业整体利润率，另一方面加速中小产能出清；行业CR5由70%迅速提升至90%以上，寡头垄断格局十分稳固。纵观食品饮料众多子板块，啤酒享有极佳的竞争格局，行业竞争趋于理性。
- **高端化成为行业共识，啤酒步入发展快车道。**在行业利润率持续低下、低端啤酒消费下滑、进口啤酒连年高增等因素共振下，行业由规模为先向利润导向转变，产品结构升级成为行业主线逻辑。各大龙头近年来产品结构升级态势明显，例如华润次高及以上占比由19年11%快速提升至23年22%。

啤酒行业CR5突破90%



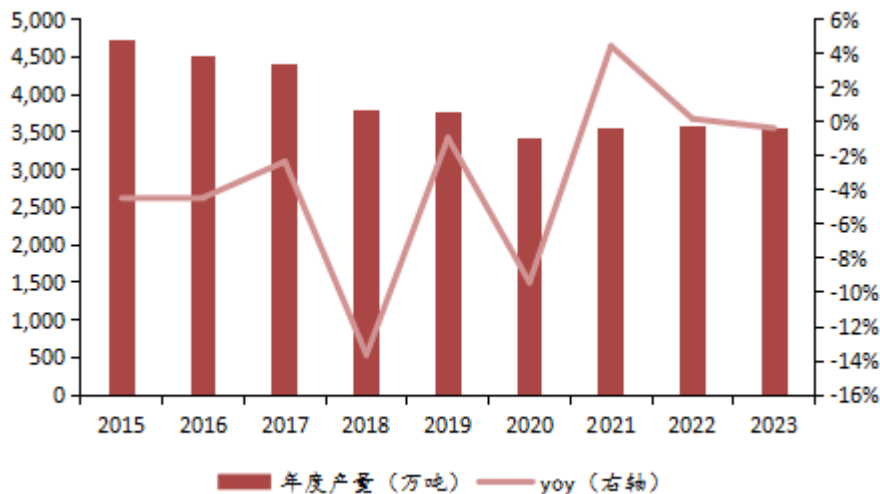
各品牌高档啤酒占比持续提升



啤酒：行业步入成熟期，量稳价增为常态

- ◆ **量**：受老龄化趋势加重、消费者健康意识觉醒、其他低度酒精饮料兴起等多种因素影响，中国啤酒产量自2013年达到历史顶峰4983万吨后开始逐年下滑，行业步入成熟期。对标海外，美国啤酒行业自1980年进入成熟期后，行业增速长期维持在低个位数水平；国内啤酒量长期保持平稳成为常态。
- ◆ **价**：从需求端看以Z世代为主的年轻人作为啤酒的主力消费群体，其对于差异化和高端化啤酒的需求日渐旺盛；而供给端各啤酒企业纷纷通过主动提价+产品结构升级推动吨价上行，2018-2023年行业平均吨价年复合增速约4.4%；且目前行业内低档啤酒仍占比过半，未来价增空间广阔。

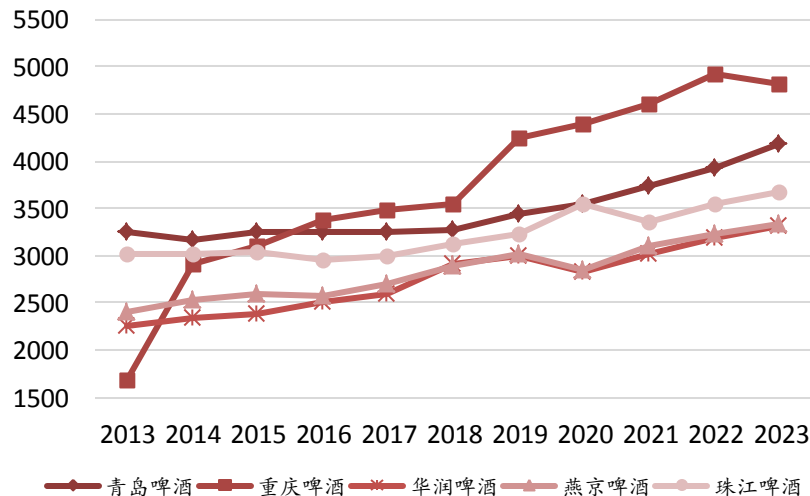
国内啤酒产量基本企稳



数据来源：国家统计局，西南证券整理

www.swsc.com.cn

啤酒企业吨价逐年提升（元/吨）

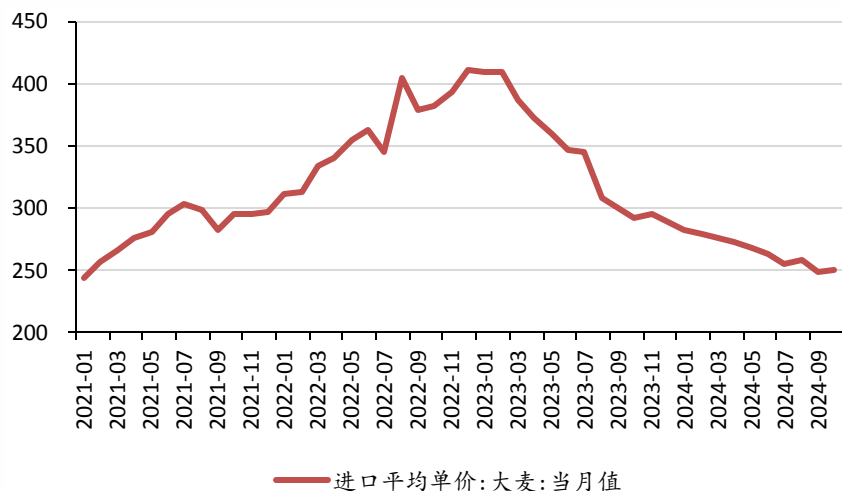


数据来源：公司公告，西南证券整理

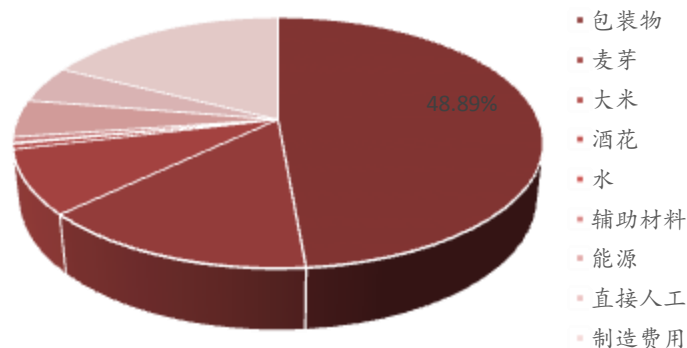
啤酒：2025年啤酒行业成本端呈现温和态势

- **啤酒受原材料价格波动影响较大。**从啤酒的原材料构成来看，占比最大的两个部分分别是占比接近50%的包装材料和占比约25%的酿酒原料，具体来看：包装物中铝材、玻瓶以及纸箱分别占比约40%+、30%和20%；而酿酒材料中大麦占比超过50%。
- **展望2025年啤酒成本端：**从啤酒主要原材料来看，大麦价格目前仍处于低位，且酒企多在年末及锁定次年全年大麦价格，大麦有望在25年持续贡献成本红利；而从铝材、玻瓶等包材类原料价格走势看，虽价格相较年中有所上行但整体上涨程度温和可控。综合来看，25年啤酒成本端基本维持平稳态势，行业利润端弹性充足。

大麦价格变动走势（美元/吨）



啤酒原材料成本构成



数据来源：国家统计局，西南证券整理

www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，西南证券整理

啤酒：高端化关键抓手，大单品之争愈演愈烈

- **高端化时代品牌数量激增，各酒企倾力打造高端大单品。**随着行业高端化进程的推进，各大酒企均通过增加品牌数量来更好的匹配消费者越发差异化的需求，因此具备体量优势、盈利支撑和高消费者认知的高端大单品，在目前啤酒品牌林立的当下显得弥足珍贵，具体来看：
- ◆ **华润啤酒：**根据公司“3+3+3”战略规划，至2025年整体大高档销量突破300万吨，其中纯生和喜力两大单品分别实现百万吨体量；
- ◆ **重庆啤酒：**根据“扬帆27”，至2027年乌苏销量180万吨，乐堡+重庆+其他腰部品牌共250万吨；
- ◆ **燕京啤酒：**根据公司规划，至2025年U8销量将突破90万吨。

2023年主流啤酒企业产品销量结构&大单品体量

	华润啤酒	青岛啤酒	燕京啤酒	重庆啤酒	珠江啤酒
次高端及以上	22% (8元以上)	15% (8元以上)	23% (8元以上)	48% (8元以上)	65% (6元以上)
中端	29% (6-8元)	35% (6-8元)	17% (6-8元)	49% (6-8元)	28% (4-6元)
主流	49% (6元以下)	50% (6元以下)	60% (6元以下)	3% (6元以下)	6%
核心大单品体量	纯生-40万吨 SuperX-40万吨 喜力-60万吨	纯生-40万吨 1903系列-40万吨 经典系列-250万吨	燕京U8-53万吨 清爽系列-40万吨	乌苏-70万吨 重庆-60万吨 乐堡-60万吨	97纯生-25万吨 普通纯生-45万吨

目 录

白酒：中长期配置价值凸显

啤酒：低基数与低预期下，行业需求复苏可期

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：必需消费需求稳健，健康化发展主线可期

速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

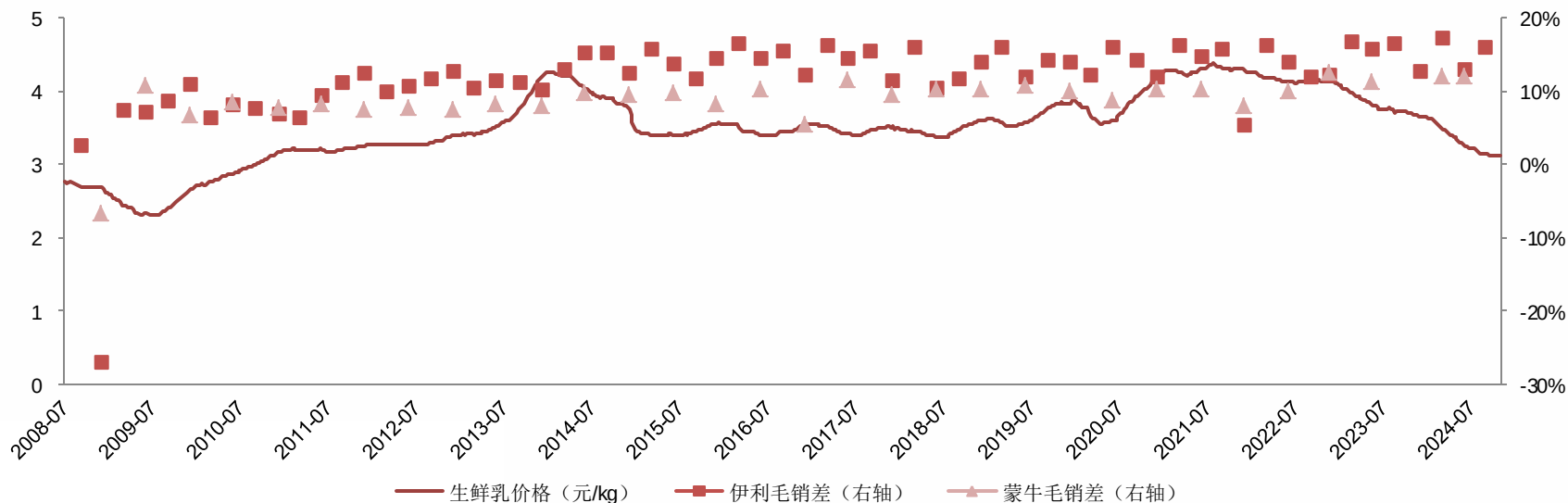
食品综合：优选优质子板块龙头

2025年重点推荐标的

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

- ◆ **2023年奶价平稳向下，头部乳企盈利能力提升。**2023年以来，奶价下降，同时头部乳企进入追求盈利能力的高质量增长阶段，价格战等竞争明显减少，费用投放力度减弱，形成成本、费用共振，毛销差水平明显改善。此外，需求逐步回暖、产品结构改善同样将释放利润弹性。当前，原奶供需差逐渐收窄，预计2025年原奶供需将逐步实现平衡、奶价企稳。

生鲜乳价格



乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

□ 乳制品需求偏刚性，仍有较大增长空间

- ◆ **人口基数保障乳制品需求空间。**我国人口基数庞大，伴随三胎政策出台、人口老龄化等因素，人口数量较为稳定，对乳制品的需求空间广阔。此外，2023年人均可支配收入达到3.9万元，近五年人均可支配收入复合增速为6.8%，居民收入水平稳步提高，消费升级趋势明显，为乳制品消费增长提供动力。
- ◆ **乳制品需求韧性强，长期仍将持续增长。**2022年，我国居民人均奶类消费量12.4kg，同时城乡差距较大，农村居民人均消费量仅为城镇居民的大约一半，增长空间巨大。此外，《中国居民膳食指南2022》将每人每天乳制品摄入量提高至300-500g，长期看仍有增长空间。2023年以来乳制品行业需求复苏偏弱，白奶消费韧性相对较强。

全国居民人均可支配收入



全国居民人均奶类消费量

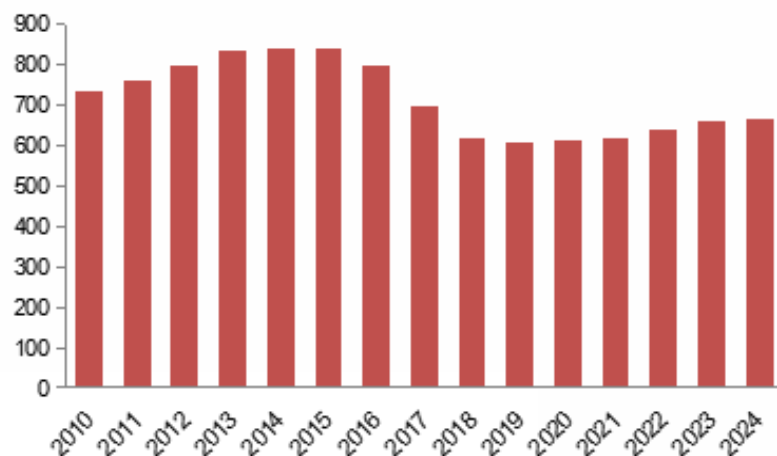


乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

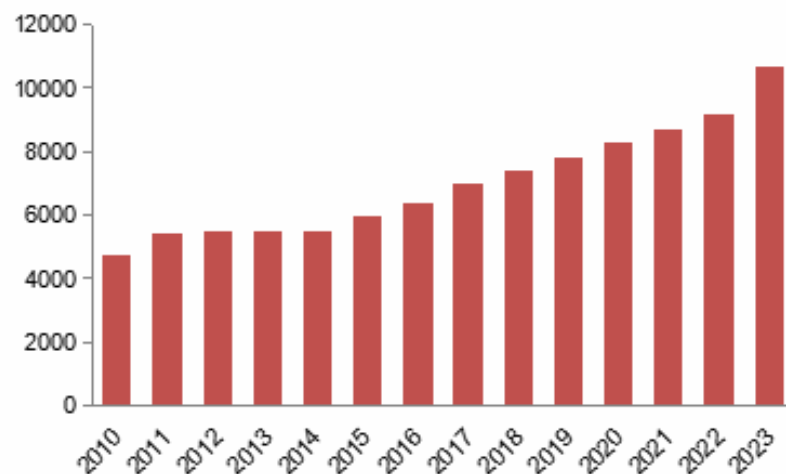
□ 原奶供给稳健增长

- ◆ **奶牛数量下降后稳中有升。**国内奶牛数量自2015年起下降，由于国内环保政策收紧，散户和中小牧场逐渐退出，规模化牧场占比提升。2019年下降至最低点610万头，2024年奶牛数量约为665万头，基本保持稳中有升。
- ◆ **奶牛单产提升。**随着中小牧场退出和奶牛养殖规模化程度的快速提升，奶牛单产保持上升趋势，已从2010年的不到5吨/年提升至2023年的10.7吨/年。2023年全国牛奶产量达4197万吨，同比增长6.7%，供给量充足。

全国奶牛数量（万头）



全国奶牛年单产（kg）

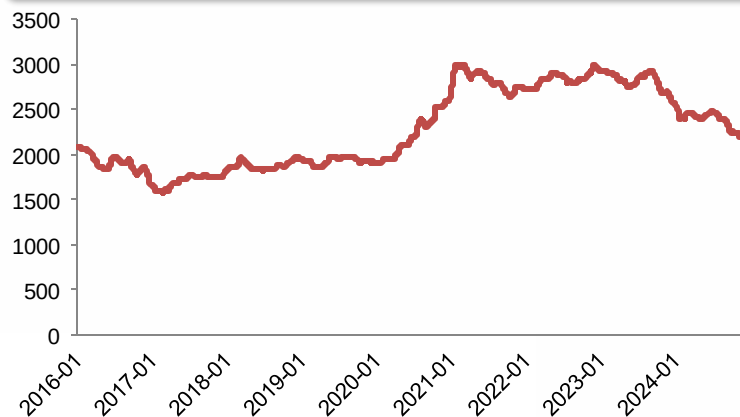


乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

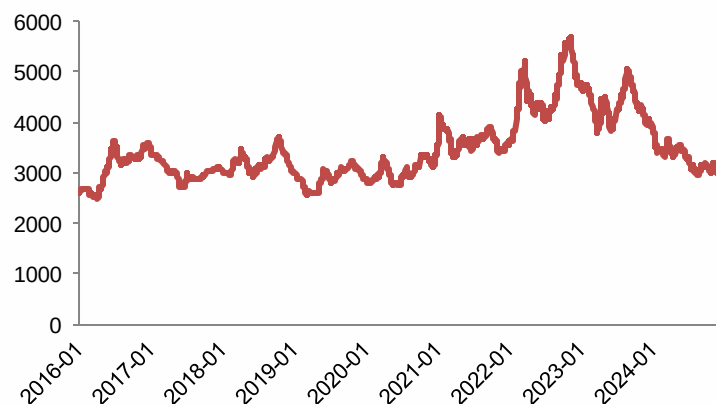
□ 饲料价格高涨后逐步回落

- ◆ **玉米、豆粕价格有所回落。**奶牛饲料分为精饲料、粗饲料、补充饲料，其中玉米和豆粕等精饲料占奶牛每日饲料消耗量的40%-50%。2020年下半年以来，玉米、豆粕等奶牛主要饲料价格保持高位后有所回落。截至2024年11月末，玉米、豆粕现货价分别为2.2元/kg、2.9元/kg，饲料价格对原奶价格形成一定支撑。
- ◆ **高品质苜蓿进口为主。**苜蓿对提高奶牛产奶量和乳蛋白水平有重要作用。随着奶牛养殖规模扩大、大型牧场占比提高，高品质苜蓿需求快速增长。我国优质苜蓿生产得到有效发展，苜蓿种植面积增加，但目前仍无法满足需求，需要大量进口。2022年苜蓿价格高涨，2023年起缓慢回落。2024年1-10月我国进口苜蓿干草94.9万吨，同比增长19.6%；平均到岸价373美元/吨，同比下降30.5%。

玉米现货平均价（元/吨）



豆粕现货平均价（元/吨）

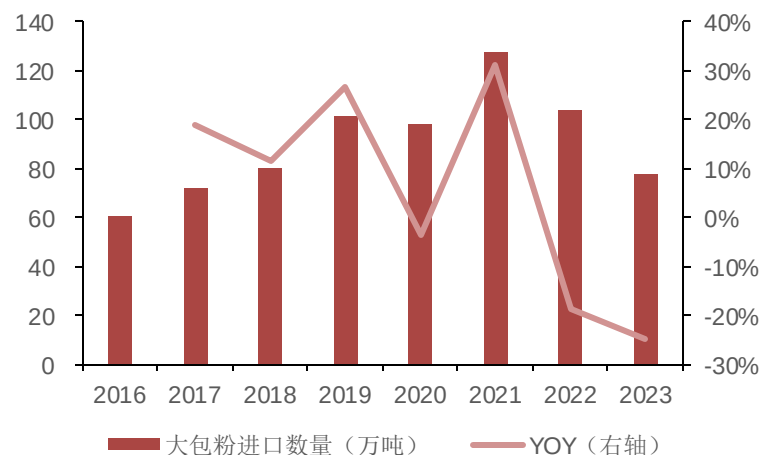


乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

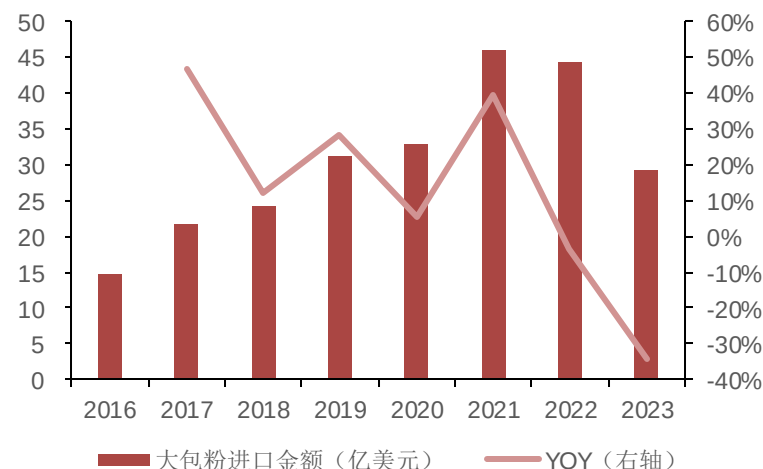
□ 全球原奶产量平稳，大包粉进口价格回落

◆ **我国减少进口，国际奶价低位。**除国产原奶外，进口大包粉也是国内乳制品重要的来源。2023年进口量77.7万吨，同比下降24.9%，价格为3762美元/吨，同比下降12.1%。2023年对新西兰、欧盟、澳大利亚、美国大包粉进口量分别下降27.3%、7.1%、4.6%、41.6%。根据CLAL预测，2024年全球牛奶产量增长0.4%，总体供给基本稳定。GDT拍卖价格大幅下降，2024年12月全脂奶粉拍卖价格3984美元/吨，同比增长4.1%，在我国进口需求没有较大提升的情况下，预计国际奶价仍将保持低位。

大包粉进口数量情况



大包粉进口金额情况



乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

- **乳制品短期逻辑已兑现，长期盈利稳步向上。** 1、短期看，乳制品公司利润弹性已释放：1）上游牧业产能释放叠加乳制品消费需求平稳，原奶价格下行，全年奶价仍将保持低位。2）乳制品企业费用投放效率普遍提高，进一步提高盈利水平。2、中长期看，乳制品板块整体盈利有望持续向上：1）牧业规模化程度加大，供给端非理性行为引起原奶价格波动的因素逐渐消退，原奶价格有望企稳。2）乳制品消费升级仍有空间，随着消费逐渐复苏，高端白奶、高端鲜奶等产品更受消费者欢迎，产品结构将持续改善。3）乳制品企业普遍对费用管控力度加大，多数企业提出利润率提升的目标，长期盈利能力将稳步提高。重点推荐伊利股份（600887）、新乳业（002946）。

目 录

白酒：中长期配置价值凸显

啤酒：低基数与低预期下，行业需求复苏可期

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：必需消费需求稳健，健康化发展主线可期

速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

食品综合：优选优质子板块龙头

2025年重点推荐标的

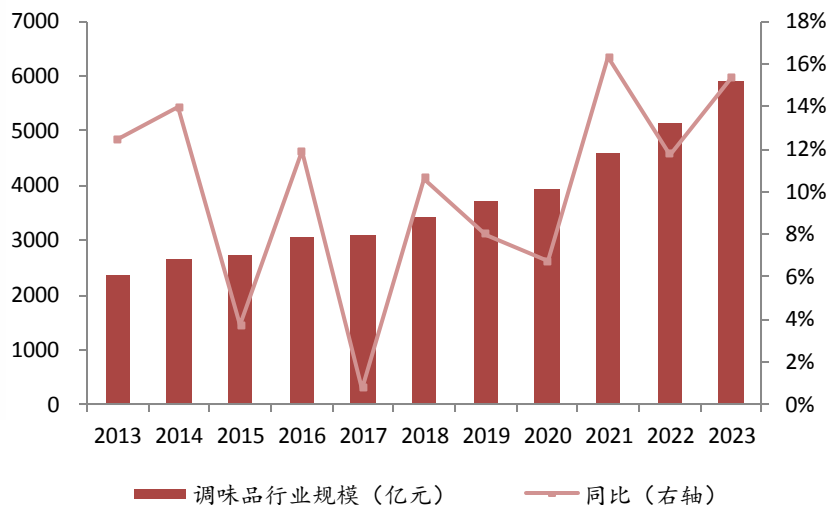
调味品：24年受益于成本下行，期待25年餐饮场景修复

- **回顾24年调味品行业**：调味品作为与居民日常消费息息相关的必需消费品，虽24年餐饮需求恢复疲软致使B端贡献不及预期，但刚需属性下C端的稳定贡献叠加主要原材料成本下行，行业整体业绩表现较为稳健。其中，酱油行业龙头海天受益于过去两年的渠道库存结构调整与经营改善，24Q3收入表现优于行业整体；千禾则受制于23年零添加风潮下的高基数以及公司主动控制扩张态势下，Q3业绩增速相对承压。而复合调味品受餐供行业整体需求薄弱影响亦有所放缓，但龙头天味通过积极并购填补渠道短板与成本红利，仍实现良好业绩。
- **展望25年调味品行业**：从B端来看，25年餐饮消费有望在政策刺激下实现逐步修复，而餐饮渠道作为调味品消费的主力战场有望充分受益于餐饮复苏，动销提速下B端销量或有明显改善；而C端方面，在居民消费力的持续复苏与调味品整体健康化大趋势的双重拉动下，调味品行业产品结构有望持续改善，带动吨价稳步上行。短期来看，24Q4存在低基数，且25年春节时点较早存在备货前置因素，短期具备一定业绩催化，25Q1实现开门红可期。
- **调味品行业成本端25年展望**：目前国产大豆价格相较22年高点下降幅度超35%，且同环比来看均呈下行趋势；其他原材料如包材等亦处于相对低位。综合考虑酱油酿造周期及原料锁价等因素影响，25年调味品行业成本端仍具备部分红利，有助于25年行业整体业绩保持平稳增长态势。

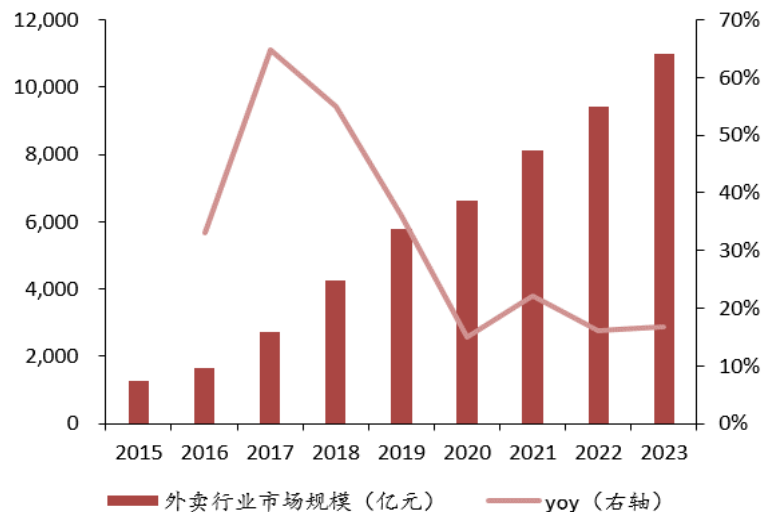
调味品：行业空间广阔，未来持续稳定增长

- 纵观食品饮料诸多子板块，调味品赛道景气度始终不减。得益于其发酵后的独特风味形成的口味壁垒，以及其必选消费品属性带来的强消费者粘性，过去5年行业维持稳定增长，复合增速约为8.4%，2023年调味品市场规模已突破5000亿元。
- 随着经济发展和城镇化率提升，一方面带来消费能力的提升，家庭调味品往量价齐升方向发展；另一方面人口大量聚集带来生活习惯改变，外出就餐及外卖频次显著增加，拉动餐饮市场规模迅速提升，近五年整体餐饮市场CAGR约为5.5%，其中外卖和团餐渠道分别为37%/14%。

调味品行业持续稳定增长



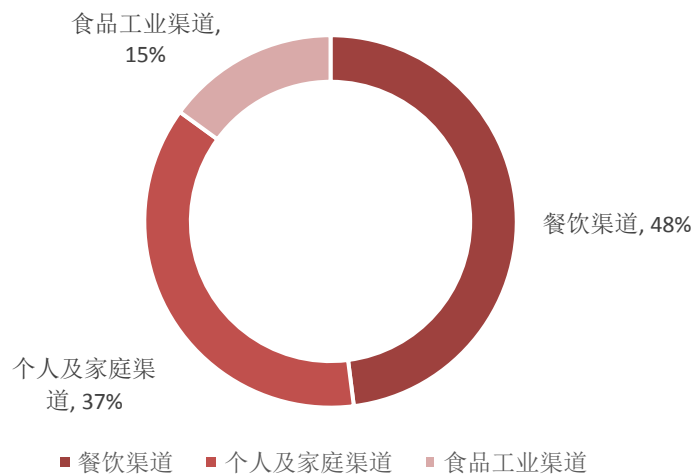
外卖渠道规模持续增长



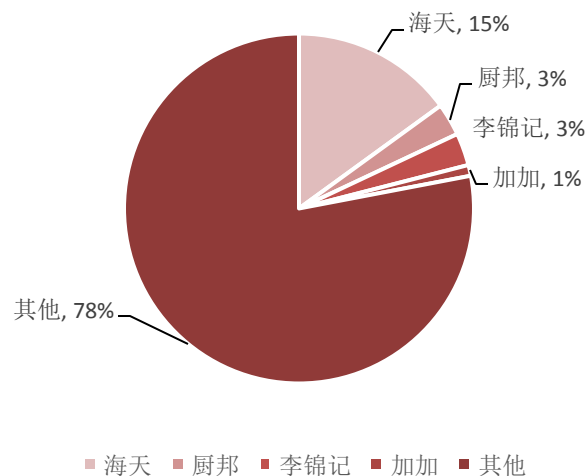
调味品：B端餐饮持续复苏，行业集中度加速提升

- **下游餐饮持续复苏，改善行业整体供需结构。**从调味品行业下游渠道占比来看，餐饮渠道占比仍维持在半数以上，C端渠道占比约37%。线下B端需求遭受持续冲击，进而带动行业整体表现低迷；随着疫情放开后下游餐饮端需求的持续复苏，调味品企业增速有望实现边际改善。
- **集中度提升：**中国调味品行业集中度仍处于较低水平，以酱油为例CR5约30%。随着行业走向成熟市场竞争逐步加剧，未来调味品将进入挤压式增长阶段。近年来加速了中小产能的快速出清，19-22年间酱油行业CR5从17.9%提升至22%；竞争格局改善为后续行业增长打下坚实基础。

调味品下游渠道占比



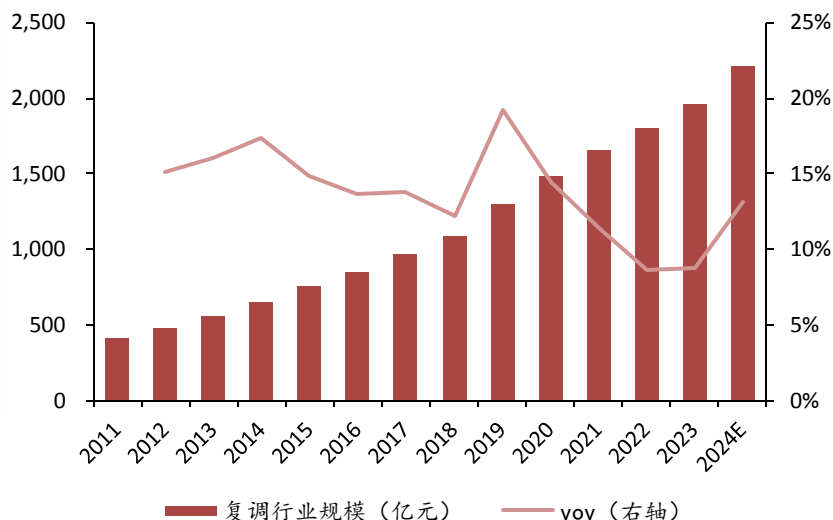
2022年酱油行业集中度



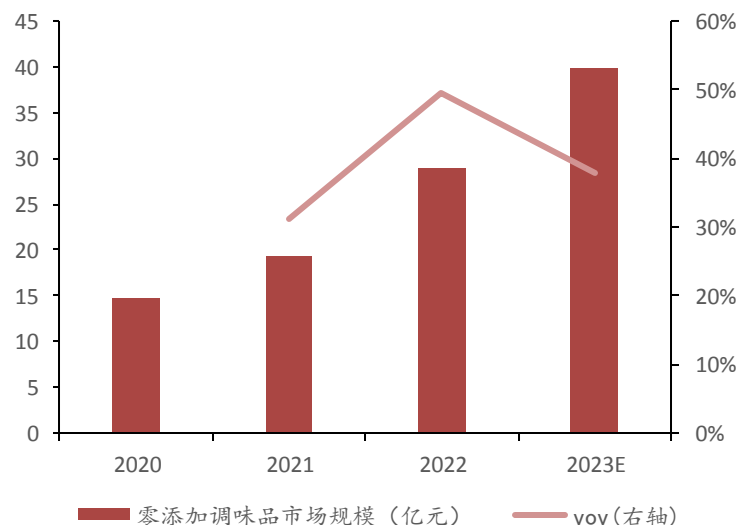
调味品：复合化及健康化为行业未来两大发展趋势

- ❑ **复合化**：降本增效需求催生复合调味品渗透率不断提升。分B/C两端来看：1）餐饮企业随着连锁化率的持续提升，对菜品标准化及去厨师化的追求日益增加，而复合调味品可以帮助餐企解决这两大痛点；2）随着家庭结构变化与居民生活节奏加快，消费者愿意为烹饪锁花费的时间愈发减少，催生了对复调的需求。2023年复调行业规模已接近2000亿元，近五年CAGR约为12.3%。
- ❑ **健康化**：随着居民对生活品质的要求不断提高以及老龄化程度的持续提升，叠加22Q3以来零添加酱油风波事件的影响下，在消费升级大趋势逐步放缓的背景下，基础调味品向健康化方向发展，已逐渐成为行业未来结构升级的关键动能。

复合调味品行业市场规模



零添加调味品市场规模



目 录

白酒：中长期配置价值凸显

啤酒：低基数与低预期下，行业需求复苏可期

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：必需消费需求稳健，健康化发展主线可期

速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

食品综合：优选优质子板块龙头

2025年重点推荐标的

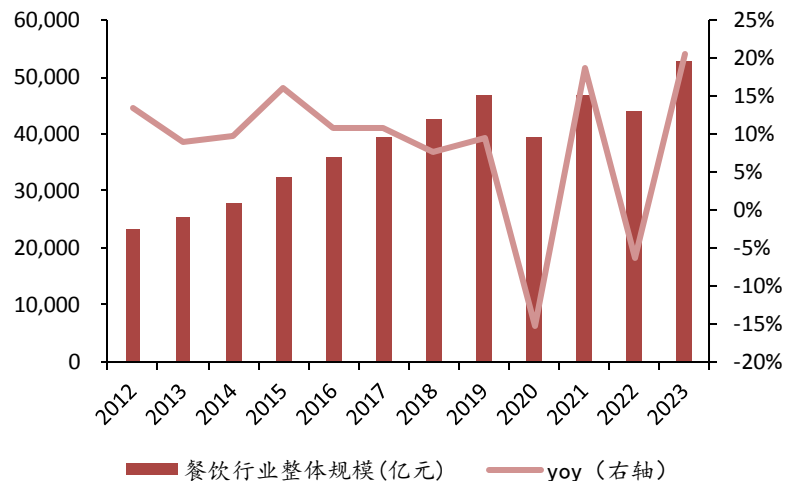
速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气延续

- **展望24年速冻食品行业**：分渠道来看，24年大B端经营相对承压，主要系23年大B端存在较高基数，今年以来随着大B企业增速放缓，开始向上游供应链企业索取利润，通过压低报价或者增加二供份额等手段压低成本，因此导致部分上游企业大B端增长承压；而小B渠道方面，受社会餐饮复苏较弱影响，整体小B呈现缓慢恢复态势，且传统面点类品类存在一定程度的价格战竞争，对速冻企业毛利率有所压制。尽管速冻行业在需求端有所承压，但龙头企业仍旧凭借其渠道、产品及规模优势，不断攫取中小企业市场份额，充分享受行业集中度提升红利。
- **展望25年速冻食品行业**：随着25年国家促消费政策不断出台，餐饮消费场景有望持续恢复，则大B自身有望受益于此提升拓店速度与单店业绩，小B渠道在整体社会餐饮复苏的大环境下亦将实现较快恢复。短期来看，Q4旺季行情叠加春节时点靠前拉动提前备货，短期催化可期。中长期看，万亿餐饮供应链市场下，餐企对于降本提效的需求永不停息，速冻企业有望充分受益。社会餐饮的持续复苏，将拉动小B客户对速冻面点及火锅料需求回升，速冻行业整体有望实现高增。

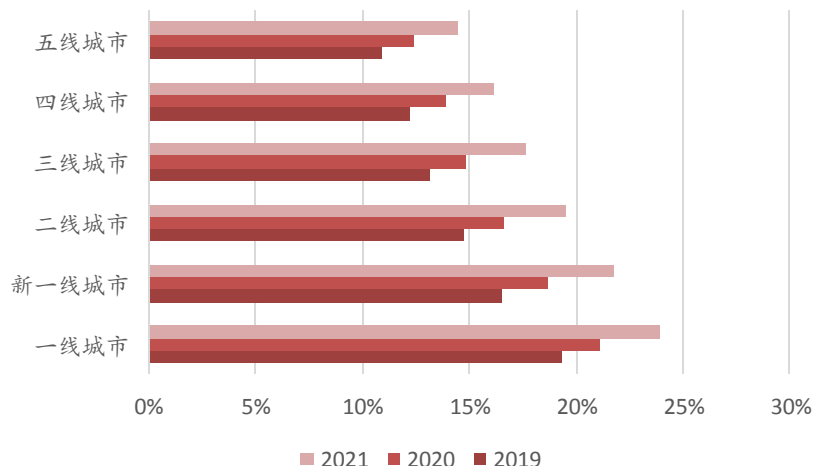
速冻食品：餐饮行业高景气，连锁化率持续提升

- 据国家统计局数据，2023年全国餐饮收入5.3亿元，同比增长20.5%，得益于线下就餐场景持续修复，23年整体行业复苏态势较为明显；同时随着下游餐饮连锁化率的不断提升，作为行业中上游的餐饮供应链将维持高景气。
- ◆ **需求端**：城镇化程度逐渐升高带动居民收入水平提升，外出就餐机会和频次增长，餐饮行业维持较快增长，2018-2023年CAGR为4.4%；
- ◆ **供给端**：行业竞争加剧叠加人力与店租成本上升，倒逼商家降本增效，通过提升流程标准化程度，不断优化整体供应链成本。

中国餐饮市场规模持续增长



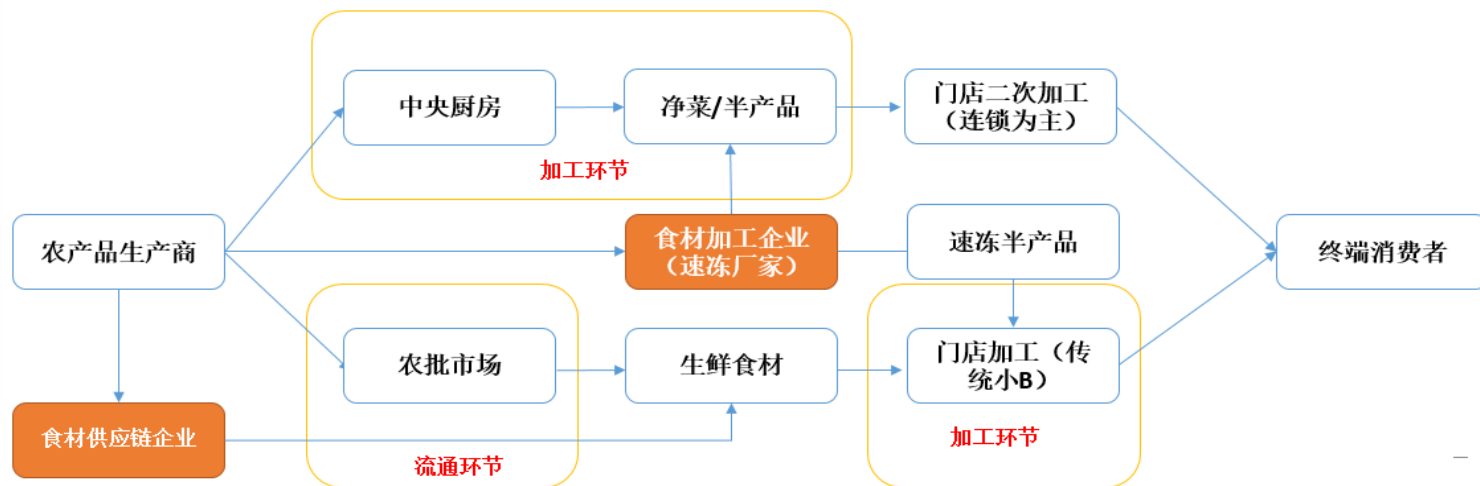
连锁餐饮门店数量保持快速增长



速冻食品：对标海外，B端占比尚有大幅提升空间

- **速冻食品行业**作为餐饮供应链中最要的组成部分，尤其是针对B端餐饮客户的速冻火锅料、速冻面米制品、速冻菜肴等标准化半成品将极大提升后厨效率，迎来巨大的需求爆发。
- ◆ **餐饮连锁化趋势拉动食材标准化需求**：根据美团统计，2023年我国餐饮连锁化率约为21%，相较日本49%水平仍有大幅提升空间。
- ◆ **餐饮渠道占比低，加速渗透可确立**：相比较日本超60%以上的速冻食品消化在餐饮渠道内，而中国速冻食品餐饮渠道占比低（不到30%），冻品B端需求仍未得到充分释放。

速冻企业在整体餐饮供应链中处于行业中游

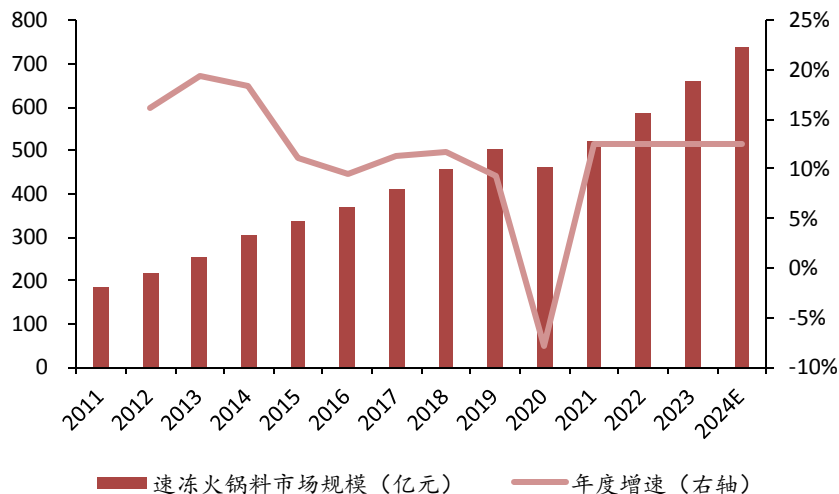


速冻食品：B端需求爆发，拉动火锅料高速增长

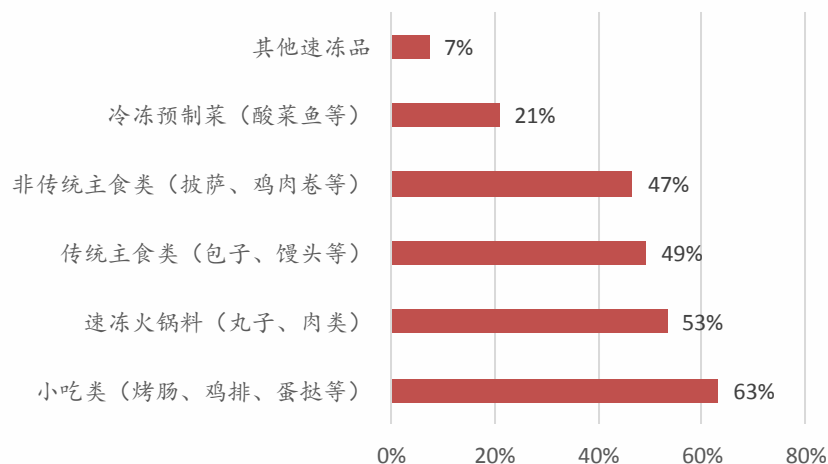
□ 速冻火锅料

- ◆ **行业规模**：2023年速冻火锅料的市场规模约650亿元，近五年行业整体复合增速约为7.5%。受益于B端连锁火锅类及烧烤类餐饮的快速发展，预计未来五年B端火锅料将保持10%+的增速。
- ◆ **竞争格局**：1) 速冻火锅料行业格局较为分散，2023年CR5约25%；其中安井作为绝对龙头，市占率已超10%；2) 2022年起，原材料成本上行加速行业洗牌，成本能力控制弱、品牌力弱且缺乏提价能力的小企业呈现加速退出态势，行业集中度持续提升。

速冻火锅料行业保持高速增长



2023中国消费者速冻食品购买品类



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

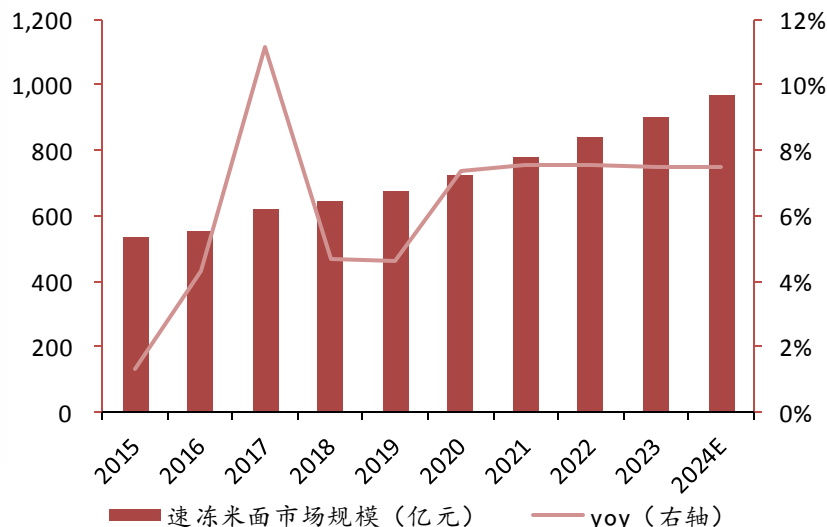
数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

速冻食品：传统米面增速放缓，新式面点蓄势待发

□ 速冻面米制品

- ◆ **行业规模**：2023年速冻米面行业规模约为900亿元，其中零售C端占比超70%。分品类看，传统米面进入成熟期，行业维持中单位数增长；新式面点正处于快速发展阶段，预计维持双位数以上增速。
- ◆ **竞争格局**：1) C端零售市场集中度较高，传统的汤圆水饺领域主要主要集中在三全、湾仔码头、思念三家手中，市占率接近70%；2) B端餐饮快速发展，手抓饼、油条、蒸饺等一系列符合餐饮渠道消费的新品推出，其中千味央厨、三全、正大、安井等企业为头部玩家。

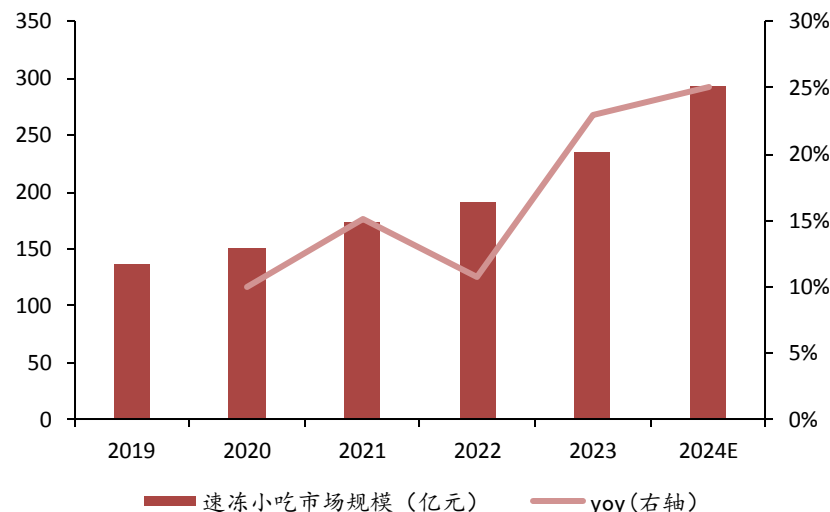
速冻米面整体增速平稳



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

www.swsc.com.cn

速冻小吃市场维持高速增长



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

目 录

白酒：中长期配置价值凸显

啤酒：低基数与低预期下，行业需求复苏可期

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：必需消费需求稳健，健康化发展主线可期

速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

食品综合：优选优质子板块龙头

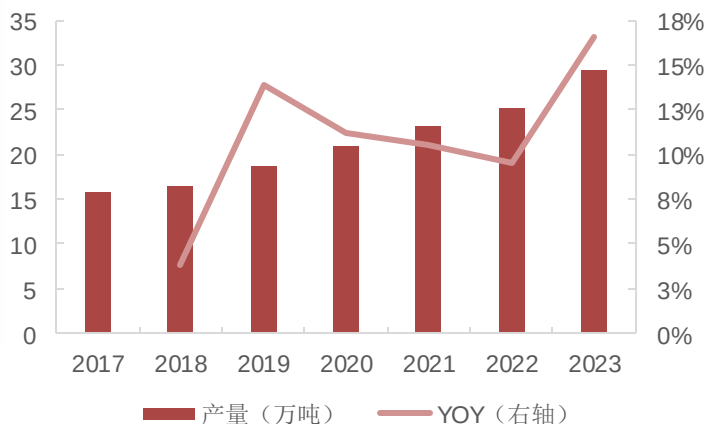
2025年重点推荐标的

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

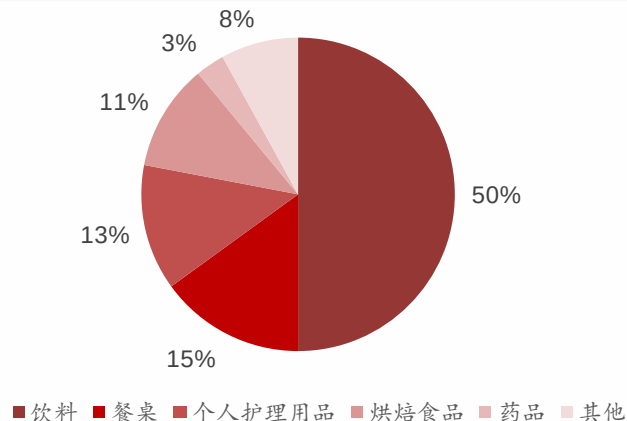
□ 甜味剂：借无糖之风乘势而上，品类向天然健康升级迭代

- ◆ **代糖市场加速扩容，渗透率持续提升。**从全球来看，2023年全球代糖的渗透率接近10%，代糖的市场规模已达到60亿美元的量级。随着消费者健康意识的觉醒以及越来越多无糖产品的问世，代糖的渗透率提升呈现加速趋势。我国甜味剂产量由2017年的15.9万吨提升至2023年的29.5万吨，近5年CAGR达10.9%，长期增长趋势明确。
- ◆ **多应用场景广泛使用，减糖风潮席卷市场。**代糖应用场景广泛，除饮料外还广泛应用于餐桌调味品、个人护理产品、烘焙食品、药品、保健类食品、糖果巧克力、医药类用品、化工类制品等多个领域。饮料领域是代糖主要应用领域，占比约50%。

我国甜味剂产量



甜味剂应用领域构成



食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

□ 甜味剂：借无糖之风乘势而上，品类向天然健康升级迭代

◆ 成本优势推动人工甜味剂增长，健康优势打造天然甜味剂广阔空间。人工甜味剂经历了从糖精→甜蜜素→阿斯巴甜→安赛蜜→三氯蔗糖的迭代发展，在口味（更像蔗糖）与安全（对健康影响更小）方面持续优化，从具体品类看，糖精、甜蜜素、阿斯巴甜作为前三代合成甜味剂，价甜比低、性价比高，应用仍较广泛，但由于安全性不足，产销量增长动能较弱。安赛蜜与三氯蔗糖作为第四、五代合成甜味剂，相对安全且价甜比高，产量增速较快。天然甜味剂作为健康进阶产品，高安全性打开未来成长空间，甜菊糖苷/赤藓糖醇优势更加突出。通过植物萃取和生物发酵取得的天然甜味剂更为健康，广泛应用于饮料、调味品和糖果中。

代糖类产品特性对比

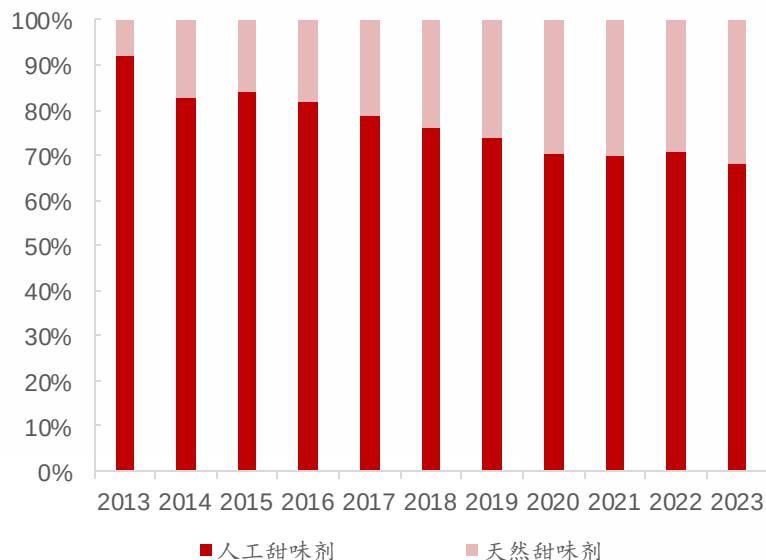
分类	产品	甜度系数	价甜比	热量（卡路里）	口感	安全性
天然糖	蔗糖	1	1.00	4	纯正	好
人工甜味剂	糖精	300	0.01	0	苦味、涩味、金属味	较差，有一定致癌性
	甜蜜素	50	0.05	0	涩味	较差
	阿斯巴甜	200	0.08	4	纯正	较好，有一定争议
	安赛蜜	200	0.06	0	涩味、金属味	较好
	三氯蔗糖	600	0.06	0	略有涩后味	好
	纽甜	7000-13000	0.01	1	纯正	好
天然甜味剂	木糖醇	1	0.70	2.4	微清凉感	有腹泻风险
	赤藓糖醇	0.6-0.8	3.95	0.21	微清凉感	有腹泻风险
	甜菊糖苷	200-300	0.12	0	微苦涩	好
	罗汉果糖苷	300	0.60	0	甘苦味	好

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

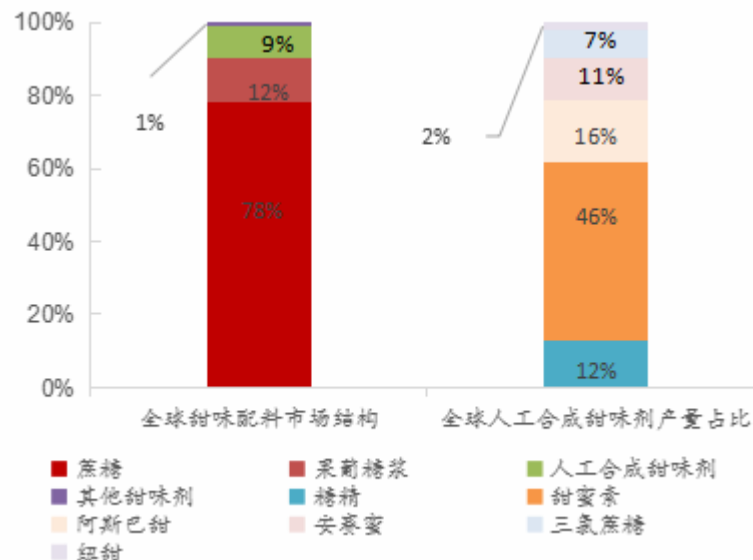
□ 甜味剂：借无糖之风乘势而上，品类向天然健康升级迭代

◆ 人工甜味剂（化学合成）占主导地位，天然甜味剂（植物提取、生物发酵）份额不断提升。从目前的甜味剂配料市场来看，人工甜味剂（化学合成）依旧占据了较大的市场份额，2013-2023年间天然甜味剂在代糖产品中的应用占比由8.1%迅速增长至31.8%。随着消费者对于甜味剂的来源及安全问题关注度的不断加强，天然甜味剂需求还将保持高速增长，预计通过植物提取（甜菊糖苷）和生物发酵（赤藓糖醇）得到的天然代糖份额将逐年增高。

全球甜味剂品类份额（按产量）



全球甜味剂市场结构（按产量）

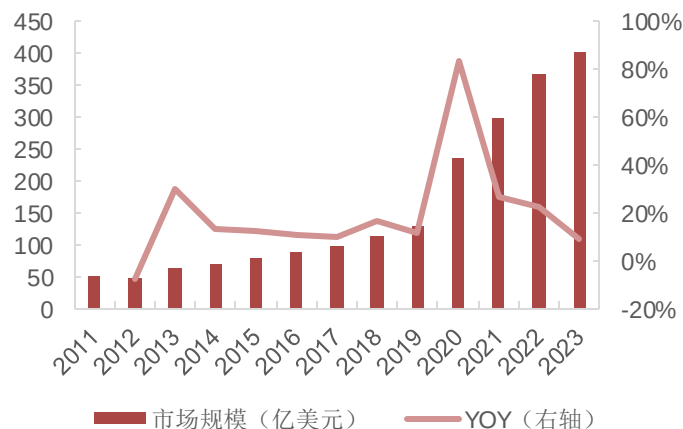


食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

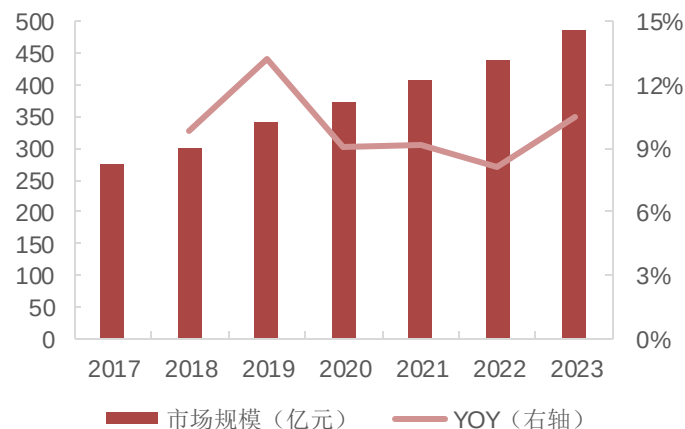
□ 植物提取物：需求蓬勃发展，行业格局分散

- ◆ **全球植提市场持续扩张，中国植提市场规模稳中有升。**植物提取物可作为原料，参与制成食品、中药、保健食品、日化产品、化妆品、养殖投入品。2023年全球植提市场达到402.4亿美元，同比增长9.3%。随着应用场景多样化，植物提取行业市场规模实现逐年递增，预计到2030年将以8.3%的复合年增长率增长至701.9亿美元。中国植提行业起步于20世纪70年代部分中药厂在生产环节对植物成分的提取，近年来随着消费者对天然健康概念的重视迎来快速发展，由2017年的275亿元增至2023年的486亿元，CAGR达10%。预计2025年中国植提市场规模将达到594亿元。

全球植提市场规模及同比增速



中国植提市场规模及同比增速



食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

□ 植物提取物：需求蓬勃发展，行业格局分散

◆ **格局相对分散，龙头占据细分领域。**植物提取细分产品种类多、应用领域涉及范围广阔，具有小而美的特性，因此行业格局相对分散。各个细分领域均有不同龙头占据，大部分企业仅提供几个或者十几个品类的初级产品。譬如辣椒红、辣椒精及叶黄素的全球市场份额由晨光生物主导，番茄红素的全球份额则主要由以色列的Lycored（利库德）占据，国内天然甜味剂则是莱茵生物处于领先地位。行业细分龙头凭借自身研发技术、生产工艺、机械设备、原料掌控和销售渠道等方面的优势，逐渐建立了自身的优势壁垒，头部企业走向平台化。

中国植物提取物行业市场竞争格局

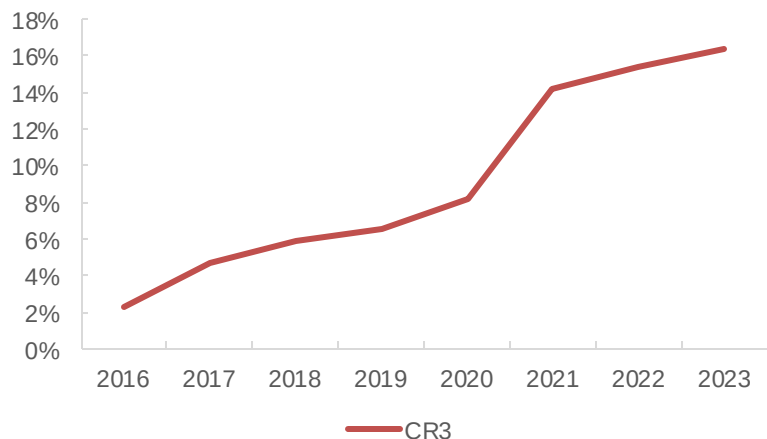
排名	市场规模 (亿元)	代表公司	植提业务占比	市场分布	主要产品
第一梯队	48.7	晨光生物	51%	国内81%、国外19%	天然色素、香辛料提取物和精油、营养及药用提取物等
	10.5	莱茵生物	94%	国内38%、国外58%	天然甜味剂、茶叶提取物、工业大麻提取物等
	3.0	欧康医药	100%	国内75%、国外25%	槐米提取物、枳实提取物、黄连提取物等
第二梯队	1.6	天然谷	99%	国内54%、国外46%	淫羊藿提取物、刺蒺藜提取物、红景天提取物等
	0.9	康隆生物	100%	绝大部分为海外市场	植物提取物
	0.8	华康生物	100%	国内15%、国外85%	人参造甙提取物、蓝莓提取物、卡瓦提取物等
	0.3	岳达生物	77%	西北、华北地区	人参提取物、万寿菊提取物、葛根提取物等
	0.2	红星药业	100%	——	茶多酚、咖啡因等

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

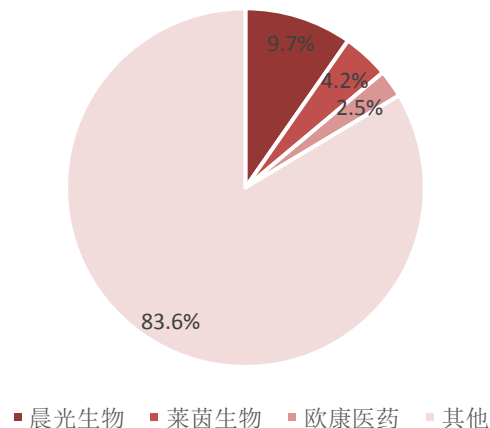
□ 植物提取物：需求蓬勃发展，行业格局分散

◆ **市场集中度逐渐提高，头部企业走向平台化。**虽然部分细分领域出现龙头企业，但大多基于自身业务进行纵向布局，其植物提取业务的整体市占率并不高，尚未达到寡头垄断的程度。市场上存在多个具有一定规模和影响力的企业，竞争较为激烈。近几年中国植物提取物市场集中度呈上升态势，由2016年的2.3%上涨至2023年的16.4%。植物提取物行业内的头部企业优势日益明显，晨光生物的市场占有率位列国内植物提取物相关企业的首位，2023年占据约9.7%的市场份额；其次为莱茵生物和欧康医药，市场占有率分别为4.2%和2.5%。

中国植物提取行业市场集中度



2023年中国植物提取行业竞争格局



目 录

白酒：中长期配置价值凸显

啤酒：低基数与低预期下，行业需求复苏可期

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：必需消费需求稳健，健康化发展主线可期

速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

食品综合：优选优质子板块龙头

2025年重点推荐标的

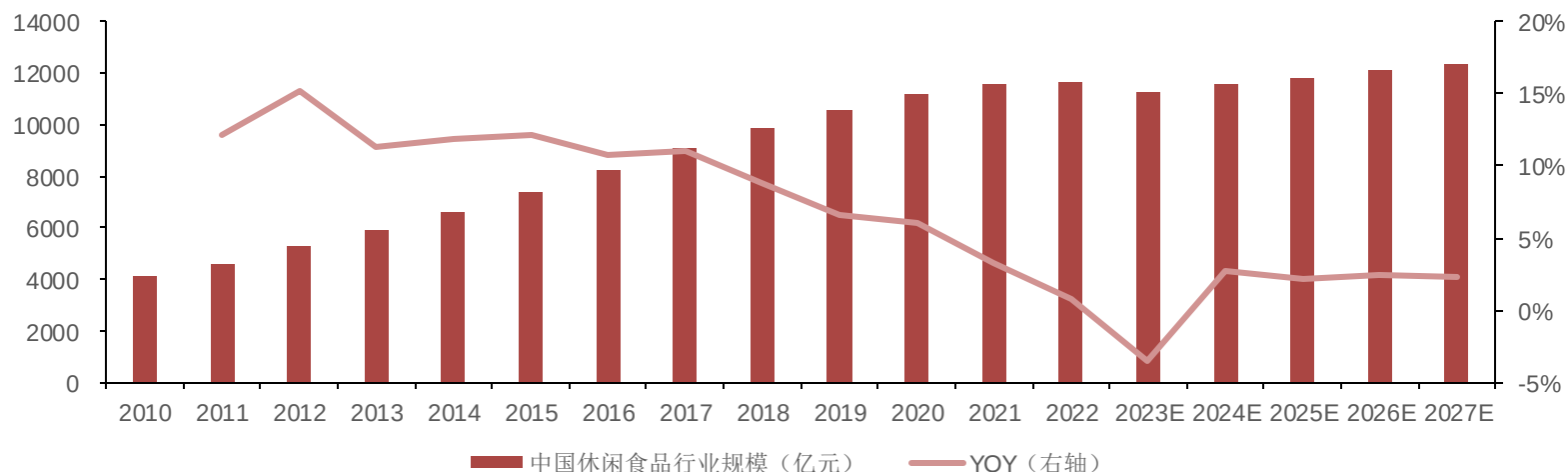
食品综合：优选优质子板块龙头

□ 休闲零食万亿市场

□ **休闲食品行业市场规模初现，未来仍有较大提升空间。**近年来，休闲食品市场规模发展迅速，2022年市场规模1.2万亿元，预计2023年略微下滑后，2024-2027年将保持平稳增长，具有一定刚需属性。同时，中国休闲食品的人均消费量与其他国家相比仍存在较大差距，仍有较大增长空间，休闲食品行业整体依然处于增长阶段。

◆ **休闲食品品类丰富，处于不同成长阶段。**休闲零食品类丰富，既有西方的糖果、膨化饼干、烘焙食品，又有中国传统的卤制品、坚果炒货、果脯蜜饯，各品类所处的成长阶段不尽相同。其中，糖巧、坚果炒货、膨化、烘焙等品类已较为成熟，规模占比较大；休闲蔬菜制品、调味面制品等处于成长初期，增速领先。

休闲零食行业市场规模



食品综合：优选优质子板块龙头

□ 休闲食品渠道为王，零食量贩格局清晰化

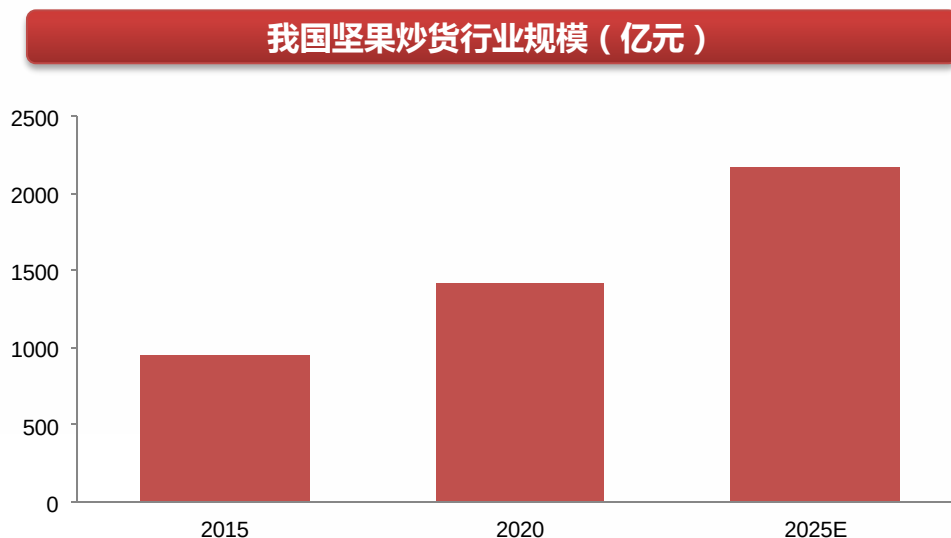
- ◆ **零食量贩渠道迅速发展。**随着消费者更理性化，凭借高效率、低费用、性价比优势明显的零食量贩渠道获得快速发展。零食量贩渠道以低价、高周转打造效率，在供应链端缩短链条、精简费用，同时门店下沉至社区店，商业模式可支撑未来长期发展。
- ◆ **行业开展并购整合，竞争格局逐渐明晰。**经历快速扩张、跑马圈地后，零食量贩行业逐步进入并购整合阶段，竞争格局逐渐清晰。万辰集团于2023年9月合并旗下好想、陆小馋、吖嘀吖嘀为好想来，合并后门店数量突破4100家；收购老婆大人，进一步完善在华东的布局。此外，2023年10月零食很忙与赵一鸣零食合并，零食很忙门店数量已突破1.3万家。零食量贩的竞争进入下半场，价格战等非理性竞争行为将减缓，与上游供应商的合作将更规范化。头部品牌依靠产品品质、成本控制能力、营销能力等来、来优品竞争力不断抢占市场份额，未来集中度将逐渐提高。

零食量贩并购整合情况	
时间	事件
2023.8	爱零食收购恐龙和泰迪
2023.9	爱零食全资收购胡卫红零食，并将其更名为“爱零食”
2023.9	万辰旗下好想来、来优品、陆小馋、吖嘀吖嘀合并为好想来
2023.10	万辰集团收购老婆大人
2023.10	零食很忙与赵一鸣零食合并
2023.10	爱零食收购零食泡泡

食品综合：优选优质子板块龙头

□ 坚果炒货：坚果炒货两千亿大市场，集中度提升趋势明显

- ◆ **两千亿大市场，保持强劲扩张势头。**预计坚果炒货行业2020-2025年复合高个位数增长，2025年将突破2000亿元。坚果消费者以85后年轻人、一二线城市人群为主，市场集中于华东、华中、华北，消费人群不断扩大，为行业扩容提供有力支撑。
- ◆ **“小个体、大市场”，集中度提升趋势明显。**由于进入门槛较低，坚果炒货行业经营主体数量众多，行业集中度较低，呈现出“小个体、大市场”的特征，近年来行业集中度不断提升。随着国家的行业标准不断出台和执行，休闲食品企业在生产加工、质量检测等方面更加规范化、标准化，叠加消费者健康意识提升，市场份额将进一步向头部企业集中。

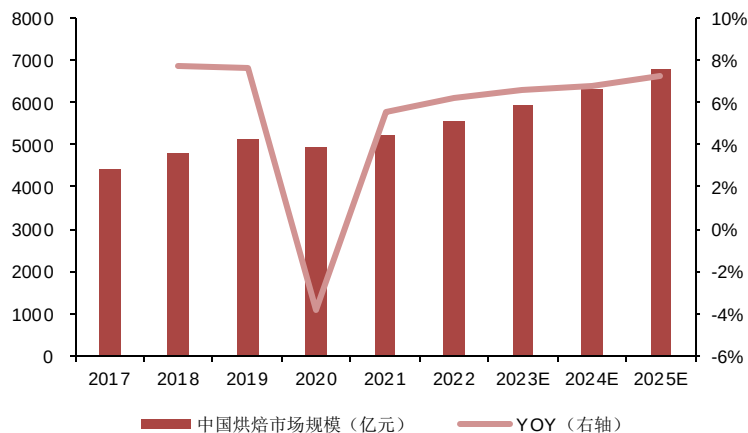


食品综合：优选优质子板块龙头

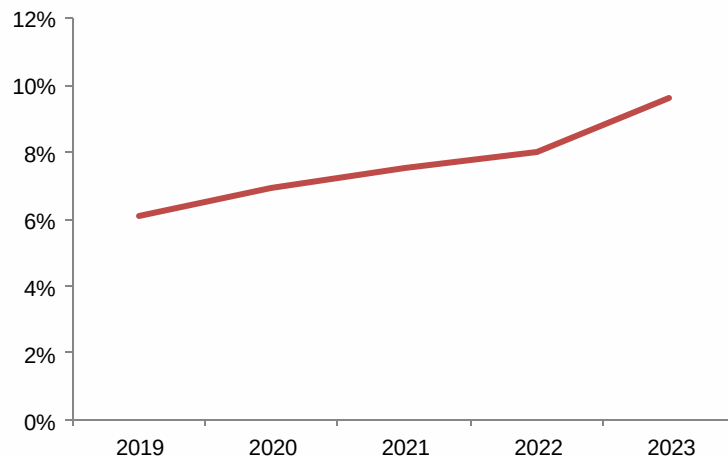
□ 烘焙：消费场景拓宽，长期空间巨大

- ◆ **烘焙食品复苏，仍处于扩容期。**2023年我国烘焙食品市场规模约为6000亿元，同比增长6.6%；预计2025年将达到近7000亿元。烘焙食品已进入主食消费、休闲消费、节日消费多个场景，在各场景中的渗透率逐渐提升，将带来可观的增量；餐饮、茶饮等渠道占比逐渐提升。
- ◆ **集中度提升趋势明显。**烘焙食品行业集中度整体较低，近年来提升趋势明显，门店数前100品牌的门店数量占比由2019年的6.1%提升至2023年的9.6%，2023年烘焙品类连锁化率接近30%。

中国烘焙食品市场规模



门店数TOP100品牌的门店数量占比

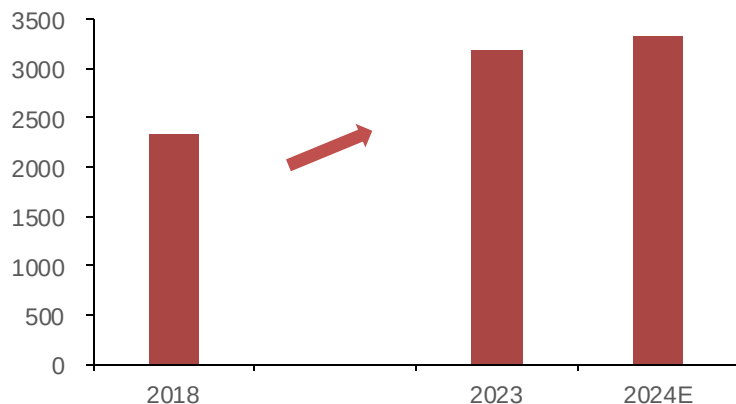


食品综合：优选优质子板块龙头

□ 卤制品：行业空间广阔，佐餐、休闲共同发展

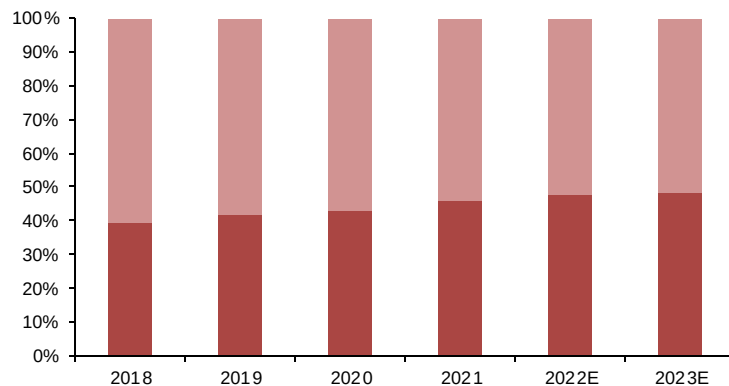
◆ **行业持续扩容，佐餐、休闲共同发展。** 2018-2023年我国卤制品行业复合增速约6.4%；2023年行业仍保持扩容趋势，预计2024年行业规模将突破3300亿元。卤制品口味整体以酱香、麻辣为主，符合国人饮食习惯，并具有一定成瘾性，为食品行业中的优质赛道。根据消费场景的不同，卤制品可分为佐餐及休闲两大类，其中佐餐占据主要部分，需求较为刚性；休闲卤制品偏向冲动消费、即买即食。近年来，卤制品的口味、形式趋于多样化、年轻化，休闲卤制品增速略高于佐餐卤制品。

卤制品行业规模及增速



■ 卤制品行业规模（亿元）

卤制品行业构成



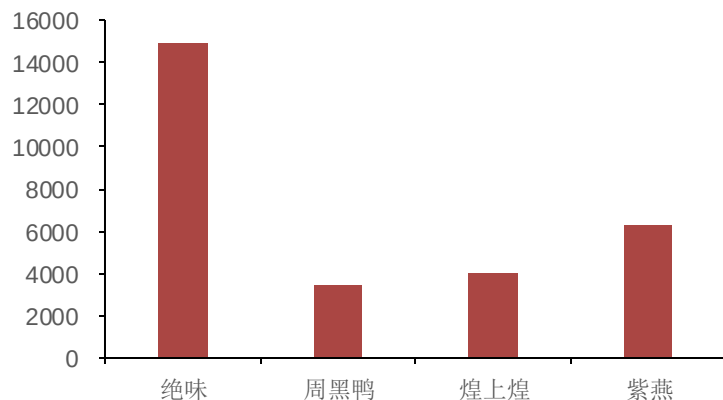
■ 休闲 ■ 佐餐

食品综合：优选优质子板块龙头

□ 卤制品：竞争格局分散，龙头企业迎来发展良机

- ◆ **四大品牌格局清晰，共同整合中小企业。**分层级看，绝味以万店规模占据行业绝对领先地位，2024H1末门店数量约1.5万家；周黑鸭、煌上煌、紫燕以千家以上门店形成第二梯队，2024H1门店数量分别为3456家、4052家、6308家，头部企业竞争格局清晰；区域性品牌、地方性品牌、夫妻店等规模较小的卤制品门店同样占据很大部分。龙头企业已有较大门店体量，区域及全国范围优势进一步确立，将共同整合中小企业的份额。
- ◆ **成本压力好转。**2023年以来卤味成本波动较大，整体呈向下趋势，其中鸭脖价格于4月上涨至高点后回落，牛肉价格明显下降；同时叠加龙头统采优势、提价转移部分成本压力，2024年毛利率整体恢复，盈利能力重回较高水平。

头部卤制品品牌门店数量（2024H1）



卤制品品牌竞争梯队



食品综合：优选优质子板块龙头

- 食品子板块较多，赛道分散，行业整体处于扩容和升级过程中，容易出现爆款大单品，带动业绩快速增长。消费行为理性化背景下，渠道变革加剧，零食专营、内容电商兴起，传统商超、流通同样有提升机会。主动拥抱渠道变革、全渠道精耕的公司更能充分享受渠道红利。此外，重点推荐安琪酵母（600298）、洽洽食品（002557）、盐津铺子（002847）、甘源食品（002991）、劲仔食品（003000）、绝味食品（603517）、桃李面包（603866）、晨光生物（300138）、广州酒家（603043）等子板块龙头和优质个股。

目 录

 白酒：中长期配置价值凸显

 啤酒：低基数与低预期下，行业需求复苏可期

 乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

 调味品：必需消费需求稳健，健康化发展主线可期

 速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

 食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

 食品综合：优选优质子板块龙头

 **2025年重点推荐标的**

贵州茅台（600519）：主动布局三个转型，长期向好趋势不改

□ 投资逻辑

1、普飞批价有所承压，主动布局“三个转型”。24年中秋和国庆旺季，商务消费表现低迷，餐饮消费环比走弱，供需矛盾有所放大，普飞批价从春节2700元左右下降至当前2200元左右。在外部需求压力加大背景下，公司正做好国内市场的“三个转型”，并同步开拓海外市场，更好地满足消费者需求，有望实现稳健、健康、可持续发展。

2、积极回购股份，提振市场信心。今年9月，公司公告将动用自有资金30亿元至60亿元回购注销股份，回购股份的直接注销以减少公司股本，有望显著增强投资者信心。

3、行稳致远，迈向一流。公司品牌力行业最强，产品矩阵完备，渠道利润丰厚，前三季度任务进度完成良好，全年收入增长15%的目标完成无虞，2025年伴随着宏观经济逐步复苏，量价空间将会更加从容。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为68.53元、76.83元、84.72元，“买入”评级。

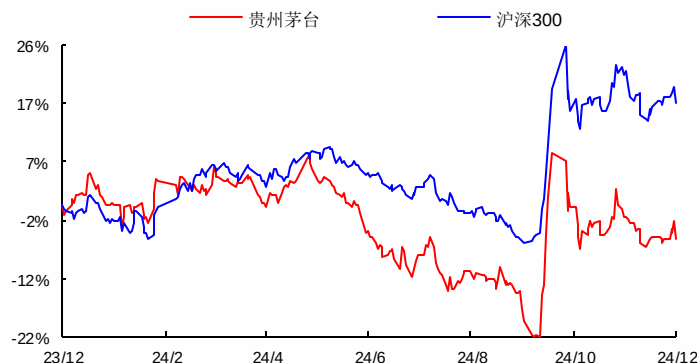
□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，行业竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	1505.6	1742.4	1918.4	2092.6
营业收入增长率	18.0%	15.7%	10.1%	9.1%
归母净利润（亿元）	747.3	860.9	965.2	1064.2
归母净利润增长率	19.2%	15.2%	12.1%	10.3%
EPS（元）	59.49	68.53	76.83	84.72
P/E	26	22	20	18

股价表现



五粮液（000858）：千元价位绝对龙头，长线布局正当时

□ 投资逻辑

1、普五动销整体平稳，1618和低度带动增长。在外部环境承压的背景下，24年中秋和国庆商务消费表现低迷，餐饮消费环比走弱，行业需求端显著承压，普五在千元价位中动销整体平稳，放量后批价回落至910元左右；1618和低度在扫码红包刺激下，终端推力明显提升，实现较快增长。

2、提高分红比例，提振投资者信心。公司积极注重投资者回报，公司拟定《2024-2026 年度股东回报规划》，规划24-27年现金分红比例不低于70%且不低于200亿元（含税），分红比例进一步提升，有效提振投资者信心。

3、千元价位绝对龙头，稳健增长确定性高。公司千元价位绝对龙头地位稳固，当前股价对应24年估值仅17倍左右，对应股息率3.2%左右，配置价值凸显，长线布局正当时。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为8.58元、9.46元、10.52元，“买入”评级。

□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，行业竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	832.7	907.8	991.9	1080.9
营业收入增长率	12.6%	9.0%	9.3%	9.0%
归母净利润（亿元）	302.1	333.1	367.0	408.4
归母净利润增长率	13.2%	10.2%	10.2%	11.3%
EPS（元）	7.78	8.58	9.46	10.52
P/E	19	17	16	14

股价表现



泸州老窖（000568）：着眼长远发展，静待需求回暖

□ 投资逻辑

1、行业需求显著承压，动销端环比走弱。在外部环境承压的背景下，24年中秋和国庆商务消费表现低迷，餐饮消费环比走弱，行业需求端显著承压，叠加茅台酒批价有所走弱，渠道信心进一步承压，双节期间终端备货意愿不足，这些因素共同作用下，下半年国窖和特曲的收入增速环比明显放缓。

2、管理层主动作为，积极培育消费者。在行业挤压式增长的背景下，公司管理层主动作为，通过“百城计划”增加市场覆盖面，“挖井工程”发掘薄弱市场增长空间，依托强大的营销团队持续培育消费者。

3、坚持长期主义，静待需求改善。行业需求承压的背景下，公司坚持长期主义，主动去库积蓄力量；展望未来，伴随宏观经济逐步向好，终端动销有望迎来逐步改善，公司作为千元价位唯二的品牌，长期向好趋势不改。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为9.82元、10.80元、11.73元，“买入”评级。

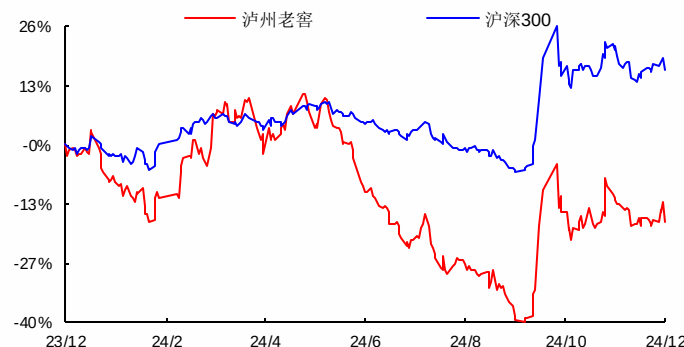
□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，行业竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	302.3	329.3	355.5	380.3
营业收入增长率	20.3%	8.9%	8.0%	7.0%
归母净利润（亿元）	132.5	144.5	159.0	172.6
归母净利润增长率	27.8%	9.1%	10.0%	8.6%
EPS（元）	9.00	9.82	10.80	11.73
P/E	15	14	13	12

股价表现



山西汾酒（600809）：产品多点开花，增长定力十足

□ 投资逻辑

1、青花和玻汾双轮驱动，增长韧性充分体现。在外部消费环境有所承压的背景下，公司依托强大的品牌势能和香型优势，青花和玻汾等核心单品动销表现亮眼，中秋和国庆双节实现双位数以上高质量增长，增长韧性十足。

2、持续推进“汾享礼遇”，渠道力持续提升。公司积极探索营销创新，不断完善“汾享礼遇”扫码体系，实现厂-商-消费者闭环，终端盈利能力得到显著改善，渠道精细化程度实质提升。

3、清香热趋势明确，汾酒复兴正当时。12月汾酒经销商大会上，公司2025年定调稳定压倒一切，将推动集团三大品牌“协同发展”，四大单品“四轮驱动”的战略优势，持续做好消费者培育，推动公司品牌和产品线的持续繁荣与发展。当前汾酒仍处在全国化扩张的黄金时期，伴随着政治局会议提出的促消费的一系列政策逐渐落地，需求端有望逐渐恢复，2025年动销持续改善值得期待。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为10.21元、11.79元、13.62元，“买入”评级。

□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，行业竞争加剧风险。

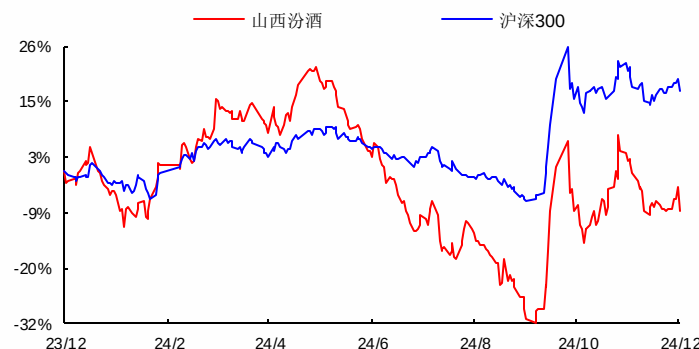
业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	319.3	370.8	426.2	483.8
营业收入增长率	21.8%	16.1%	15.0%	13.5%
归母净利润（亿元）	104.4	124.5	143.9	166.2
归母净利润增长率	28.9%	19.3%	15.5%	15.5%
EPS（元）	8.56	10.21	11.79	13.62
P/E	23	20	17	15

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

水井坊（600779）：臻酿八号动销顺畅，长期成长潜力仍足

□ 投资逻辑

1、臻酿八号动销顺畅，积极布局大众价位。24年中秋和国庆商务消费表现低迷，餐饮消费环比走弱，次高端需求显著承压；公司依托大单品臻酿八号在宴席市场的强势动销，叠加核心门店的有序开拓，在较高基数的背景下实现正增长，整体表现显著好于行业。

2、扎实推进品牌高端化，不断强化营销能力。在白酒行业挤压式增长加剧，消费升级趋势放缓的大背景，2025年公司将继续强化井台及典藏品牌建设投入，不断提升品牌影响力，持续提高渠道和消费者覆盖面。

3、次高端核心品牌，长期向好趋势不变。公司前三季度主营业务收入实现稳健增长，全年收入正增长的目标完成无虞；公司是次高端核心品牌，伴随着一揽子宏观刺激政策的出台，终端动销有望充分受益，明年有望加速增长。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为2.81元、3.03元、3.24元，维持“买入”评级。

□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，行业竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	49.5	51.5	54.9	57.9
营业收入增长率	6.0%	4.0%	6.5%	5.5%
归母净利润（亿元）	12.7	13.7	14.8	15.8
归母净利润增长率	4.4%	8.0%	8.0%	6.8%
EPS（元）	2.60	2.81	3.03	3.24
P/E	22	20	19	18

股价表现



酒鬼酒（000799）：渠道深度变革，积极调整蓄力长远

投资逻辑

- 1、产品动销承压，渠道深度变革。**双节市场动销表现平淡，商务消费场景复苏较弱，次高端及以上产品消费需求仍待恢复，渠道现金周转变慢，主动去库情绪渐强。公司深化推进渠道费用改革，将费用投放向终端消费者倾斜，改变过去依靠渠道驱动快速增长的模式，积极向动销拉动转变。坚持“价”在“量”前，聚焦核心单品的价盘稳定，通过价盘稳定保证经销商的渠道利润，并通过促动销、降库存恢复渠道信心。
- 2、优化市场布局，蓄力布局长远。**1) 不断优化区域布局，由快速实现全国化覆盖向精耕细作转变。省内聚焦湖南大本营市场，提升大本营市场基础质量，以扫码、宴席活动为抓手，促进C端动销。省外强化样板市场建设，上半年已启动11个省内外样板市场。2) 进一步聚焦酒鬼、内参两大产品系列，酒鬼系列聚焦红坛大单品，梳理产品体系，收缩非核心产品。内参系列以甲辰版为核心抓手，优化内参价值链，改善控盘分利运营模式，提振渠道活力。
- 3、短期积极调整，中长期极具弹性。**短期来看，公司积极拉动终端动销，库存压力逐渐缓解，拐点向上可期；长期来看，省内基本盘持续夯实，省外品牌影响力持续扩大，看好公司长期成长弹性。

业绩预测

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.29元、0.38元、0.47元。

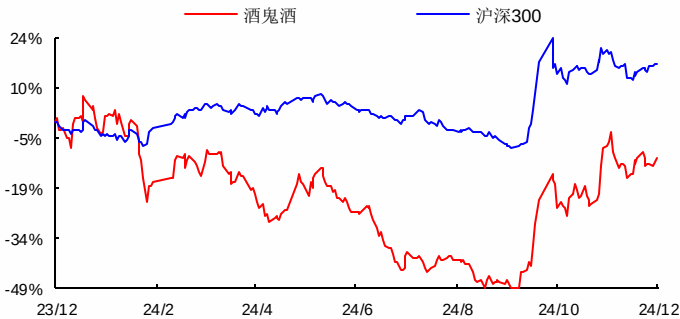
风险提示

经济复苏不及预期风险，商务消费复苏不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	28.3	14.8	16.5	18.2
营业收入增长率	-30.1%	-47.8%	11.9%	9.8%
归母净利润（亿元）	0.5	0.9	1.2	1.5
归母净利润增长率	-47.8%	-82.8%	31.4%	23.5%
EPS（元）	1.69	0.29	0.38	0.47
P/E	29	27	24	21

股价表现



洋河股份（002304）：高举高打强化品牌，静候未来景气改善

□ 投资逻辑

1、江苏经济发展稳健，营收基本盘相对稳固。江苏消费升级引领全国，省内主流消费已升级至300元以上，水晶M3、天之蓝占据次高端300-500元核心价格带，M6+承接省内商务消费升级，在省内品牌影响力坚实；省外品牌建设聚焦M6+，品牌高度持续提升，产品结构升级空间广阔。

2、持续聚焦核心大单品，不断拓展成长空间。1）公司聚焦产品结构升级，持续推进海、天、梦等产品系列的结构优化，通过梦之蓝手工班“年份酒”概念持续塑造品牌，海之蓝在省外市场表现稳健，持续受益于低端产品向上升级红利。2）公司针对组织架构、激励制度、渠道模式和品牌序列的梳理基本完成，持续推动厂商一体化建设，完善经销商分类分级管理和经销商服务措施，稳定和提升经销商信心。

3、短期稳健增长，中长期持续向好。展望来年，公司将延续加速出清思路，春节及来年将继续降速消化库存，期待库存消化后经营改善。长期来看，省内品牌影响力深厚，省外成长空间持续拓宽，看好公司长期成长性。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为5.71元、5.58元、6.10元，“买入”评级。

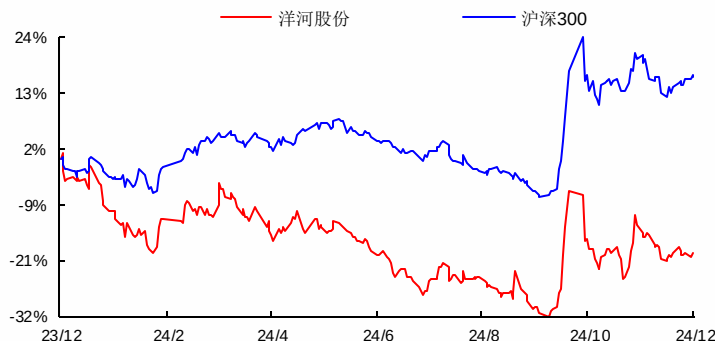
□ 风险提示

经济大幅下滑风险，消费复苏不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	331.3	298.2	283.7	302.1
营业收入增长率	10.0%	-10.0%	-4.9%	6.5%
归母净利润（亿元）	100.2	86.1	84.1	92.0
归母净利润增长率	6.8%	-14.1%	-2.2%	9.3%
EPS（元）	6.65	5.71	5.58	6.10
P/E	13	15	15	14

股价表现



古井贡酒（000596）：综合竞争优势突出，徽酒龙头行稳致远

投资逻辑

- 1、年份原浆动销旺盛，任务进度稳步推进。**春节旺季期间，受益于聚饮和礼赠消费旺盛，古8实现稳健增长，古16受益于消费升级增速领跑；得益于“年份原浆”系列动销良好，公司如期实现开门红，端午节动销平稳，上半年回款进度优于去年，顺利实现时间过半、任务过半。
- 2、综合竞争优势突出，市占率稳步提升。**在行业挤压式增长的背景下，古井依托多年耕耘投入带来的强品牌力，主流价位的全面覆盖，基地市场的精耕细作，市占率有望稳步提升，竞争优势不断强化。
- 3、次高端与全国化并进，业绩稳健增长可期。**安徽产业升级顺畅，婚宴等主流消费价位升级持续，省内大本营市场持续增长基础牢固；省外市场古20、古8有序导入，重点市场形成“以点带面”格局，全国化扎实推进。

业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为11.16元、14.01元、17.16元，“买入”评级。

风险提示

经济复苏不及预期风险，行业竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	202.5	247.5	300.4	357.6
营业收入增长率	21.2%	22.2%	21.4%	19.0%
归母净利润（亿元）	45.9	59.0	74.1	90.7
归母净利润增长率	46.0%	28.6%	25.5%	22.5%
EPS（元）	8.68	11.16	14.01	17.16
P/E	25	20	16	13

股价表现



今世缘（603369）：产品结构延续升级，经营韧性凸显

□ 投资逻辑

1、江苏经济发展稳健，消费潜力极具韧性。江苏消费升级引领全国，省内主流消费已升级至300元以上，国缘四开、对开占据次高端300-500元核心价格带，在竞争加剧下维持双位数逆势增长，淡雅、单开等单品在100-300元扩容价格带中逐步积累动力，仍处向上增长周期。

2、省内攀鼎省外突破，激励到位动力充足。公司省内市占率快速提升，品牌势能、消费者认可度提升显著，高自点率下消费氛围持续增强；产品结构上聚焦打造国缘四开全国性大单品，稳步推进国缘V3的放量，产品结构升级路径清晰；省外市场开拓上更加聚焦江苏周边重点市场，资源投放更加高效。

3、高端化与全国化并进，兼具成长性和成长空间。公司受益于省内综合竞争优势突出和全国化布局，业绩确定性强。展望未来，伴随着经济逐步复苏，有望迎来内外共振，成长性延续可期。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为2.88元、3.27元、3.74元，“买入”评级。

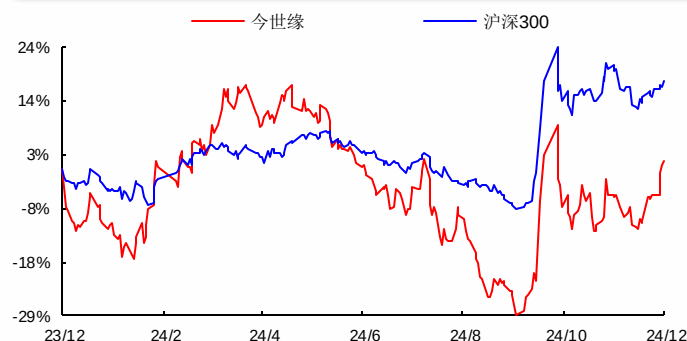
□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，高端化、全国化不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	101.0	118.5	137.6	158.1
营业收入增长率	28.1%	17.4%	16.1%	14.9%
归母净利润（亿元）	31.4	36.1	41.0	47.0
归母净利润增长率	25.3%	15.0%	13.6%	14.6%
EPS（元）	2.50	2.88	3.27	3.74
P/E	20	17	15	13

股价表现



迎驾贡酒（603198）：洞藏放量势能延续，持续成长路径清晰

□ 投资逻辑

1、洞藏系列势能延续，稳健增长定力十足。在外部消费环境疲软和婚宴场次减少的背景下，白酒需求端持续承压，公司依托洞藏系列的持续放量，省内皖北等市场的扎实开拓，24Q3仍实现收入正增长，如此表现实属不易。

2、渠道利润领先竞品，全省化扩张趋势已成。在外部环境相对承压的背景下，公司有序推进市场梳理和消费者培育工作，在省内举办多场洞藏演唱会，返厂游活动如火如荼，终端包量店开拓稳步推进，洞藏整体竞争力不断加强。

3、大众消费韧性凸显，持续成长路径清晰。洞6和洞9卡位安徽大众消费主流价位，市场认可度持续提升，有望实现稳健持续增长。洞16/20整积极布局宴席、礼赠和商务等场景，经济复苏后有望迎来接棒发力。总的来看，洞藏升级路径清晰、持续性强，利润弹性有望持续释放。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为3.39元、3.95元、4.59元，“买入”评级。

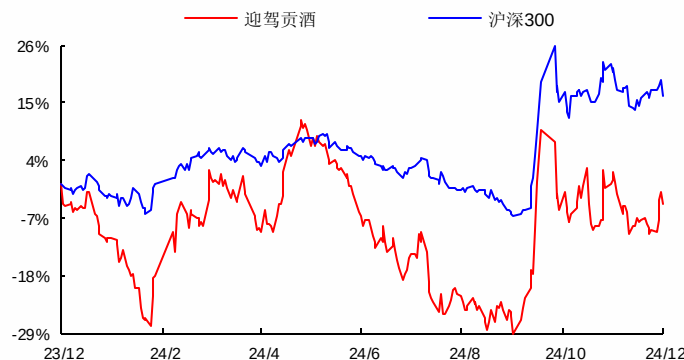
□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，行业竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	67.2	76.5	87.9	100.1
营业收入增长率	22.1%	13.8%	14.9%	14.0%
归母净利润（亿元）	22.9	27.1	31.6	36.7
归母净利润增长率	34.2%	18.6%	16.5%	16.1%
EPS（元）	2.86	3.39	3.95	4.59
P/E	22	19	16	14

股价表现



口子窖（603589）：兼8放量值得期待，内外共振改善可期

□ 投资逻辑

1、外部需求疲软，增长有所承压。24Q3居民消费信心不足，中秋和国庆双节期间，白酒商务和宴席消费同比均有所下滑，终端拿货积极性较差，行业需求端显著承压，造成单Q3收入端出现下滑。

2、加大兼系列培育力度，新品放量值得期待。公司持续加大兼系列培育力度，全面导入200元价位的兼8，兼8定价对标古8和洞9，终端利润高于竞品，渠道推力较强，公司举办口子窖“兼香之夜”演唱会等消费者培育活动，持续放量值得期待。

3、营销改革扎实推进，内外共振改善可期。展望明年，伴随着一揽子刺激政策的落地，外部需求和渠道信心均有望逐步恢复，叠加公司兼系列培育取得突破，营销体系充分理顺，有望迎来内外共振。

□ 业绩预测

预计2024/2025/2026年EPS分别为2.69元、2.90元、3.19元。

□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，行业竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	59.6	56.6	60.0	64.8
营业收入增长率	16.1%	-5.0%	6.0%	7.9%
归母净利润（亿元）	17.2	16.1	17.4	19.2
归母净利润增长率	11.0%	-6.3%	7.9%	10.1%
EPS（元）	2.87	2.69	2.90	3.19
P/E	14	15	14	13

股价表现



老白干酒（600559）：降本增效成效显著，聚焦资源势能向上

投资逻辑

- 1、深度调整成效显著，经营势能拐点向上。**1）老白干酒本部品牌聚焦“甲等金奖，大国品质”、产品聚焦次高端及以上核心大单品培育、渠道严控价盘强化渠道推力，经营势能拐点向上趋势明显。2）板城围绕环承德市场积极开拓空白市场，聚焦龙印系列推进产品结构升级，量价齐升趋势显著；武陵酒资源聚焦于常德、长沙和省外市场，积极开拓空白市场，增长势能延续。
- 2、降本增效效果显现，期待业绩弹性释放。**1）公司层面持续推进降本增效不动摇，费用投放更加精准高效，费销比下降趋势明显，净利率水平持续提升，盈利能力不断增强。2）管理层激励充分动力十足，深化改革进程正稳步推进，治理体系优化效能正待释放，多品牌发力下，期待公司利润弹性释放。
- 3、短期受益本部势能改善，中长期利润弹性十足。**短期来看，公司聚焦河北省内渠道结构调整，渠道力恢复持续夯实省内基本盘；长期来看，武陵酒放量优化产品结构，降本增效提升净利率水平，看好公司利润弹性。

业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.95元、1.21元、1.52元，“买入”评级。

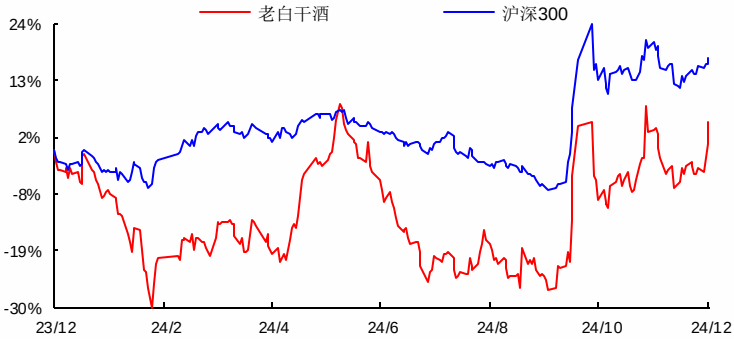
风险提示

经济大幅下滑风险，消费复苏不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	52.6	56.0	63.9	71.3
营业收入增长率	13.0%	6.5%	14.1%	11.6%
归母净利润（亿元）	6.7	8.7	11.0	13.7
归母净利润增长率	-5.9%	30.8%	25.9%	25.2%
EPS（元）	0.73	0.95	1.21	1.52
P/E	28	21	17	14

股价表现



金徽酒（603919）：高档势能强劲，全国化布局稳步推进

□ 投资逻辑

1、省内夯实省外开拓，长期成长空间广阔。公司重点向大客户运营、用户建设、消费方面倾斜，夯实甘肃省内基地市场；滚动发展环甘肃西北市场，陕西、内蒙、宁夏、青海等省份稳步提升；逐步培育华东及北方市场第二增长曲线。

2、持续推进结构升级，区域布局不断完善。1）在西北和北方市场，白酒主流消费价格带正向100-300元快节奏升级，公司聚焦核心价格带、核心产品，深化薄弱市场拓展和产品结构升级。2）在华东市场，消费结构优异，公司聚焦团购渠道积极导入，消费氛围渐起，未来随着流通渠道的拓展，华东市场有望成为公司营收重要增长源。3）公司高举高打进行品牌建设，持续加大消费者培育，尽管短期费用投入有所加大，但中长期利于强化增长动能，为长远持续发展奠定坚实基础。

3、积极蓄势主动作为，激励充分势能强劲。短期来看，三百元以上高档产品增势强劲，核心管理层通过持股平台持股，激励到位，业绩稳健性较强。中长期来看，头部酒企通过产品线延伸、全国化突破增长动力仍足，成长空间进一步打开。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.80元、0.97元、1.15元，“买入”评级。

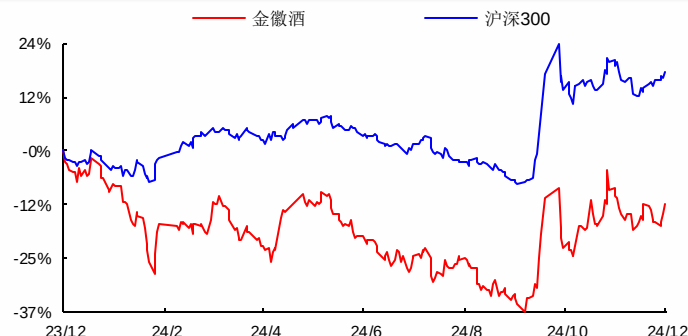
□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，产品结构升级不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	25.5	30.1	35.1	40.5
营业收入增长率	26.6%	18.1%	16.8%	15.3%
归母净利润（亿元）	3.3	4.1	4.9	5.8
归母净利润增长率	17.4%	23.7%	20.4%	18.7%
EPS（元）	0.65	0.80	0.97	1.15
P/E	31	25	21	18

股价表现



天佑德酒（002646）：营销转型提升势能，业绩弹性十足

□ 投资逻辑

1、青稞酒别具一格，真年份高端醇厚。受益于消费升级、品牌意识增强、消费者偏好多元化，高端、次高端市场持续扩容，白酒细分品类持续丰富，公司是青稞酒细分品类龙头，将充分受益于消费结构升级和口感多元化。

2、深度调整节奏显著，成长势能持续增强。公司聚焦产品结构升级、持续推动营销转型，深度调整节奏显著：1）聚焦天之德、国之德、人之德、出口型及星级系列产品，聚焦人之德核心大单品抢占150-200元价位，发布新产品家之德积极布局300元价位，青海全面导入国之德真年份产品，带动结构升级明显。2）创新“1+3N”营销模式，深挖经销商团购资源，重点推进经销商转型；聚焦优势资源全力开发晋、陕、豫等省外市场，积极拓展成长空间。

3、营销转型持续深化，蓄力实干向上可期。公司聚焦出口型系列产品，推动第三代金标、国之德等高端产品形成良性生态，产品结构进一步优化。公司作为青稞酒龙头，具备坚实消费者基础，受益于产品结构升级和省外市场开拓，深度调整成效有望显现。

□ 业绩预测

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.13元、0.20元、0.29元。

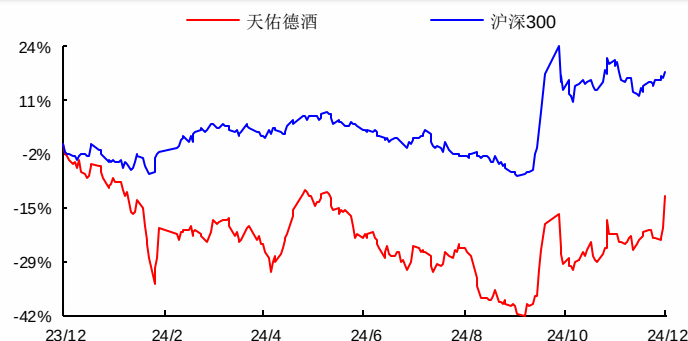
□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，产品结构升级不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	12.1	13.1	15.1	17.1
营业收入增长率	23.5%	8.0%	15.6%	13.2%
归母净利润（亿元）	0.9	0.6	1.0	1.4
归母净利润增长率	19.0%	-28.6%	48.2%	47.0%
EPS（元）	0.19	0.13	0.20	0.29
P/E	55	77	52	35

股价表现



伊力特（600197）：深度改革战略明晰，疆外高增势能延续

□ 投资逻辑

1、经济环境极具潜力，将尽享升级红利。新疆百元以下消费占比在40%左右，主流消费价位在80-150元，相比内地省份消费结构相对偏低，新疆处于一带一路经济带核心位置，是亚欧黄金通道和我国向西开放的桥头堡，经济发展红利将有利支撑疆内消费升级，未来产品结构升级空间广阔。

2、疆内品牌龙头，综合势能强劲。品牌端：新疆第一酒品牌地位坚实，借助援疆干部、旅游人口等渠道品牌影响力持续输出，凭借新疆文化、英雄文化进行差异化赋能，品牌优势突出。**产品端：**当前公司聚焦资源运作伊利王核心大单品，伊利王的放量将显著带动公司整体吨价提升。**渠道端：**在成都成立全国运营中心，显著加大了疆外市场的开拓力度，树大商、扶优商、打样板，全国化布局稳步推进。

3、深化改革积极求变，中长期极具成长弹性。公司处于深度改革期，持续聚焦产品结构升级，积极推进销售模式转型，经营是能显著增强；新疆经济受益一带一路战略布局，疆内消费升级空间广阔，看好公司长期成长弹性。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.76元、0.83元、0.95元，“买入”评级。

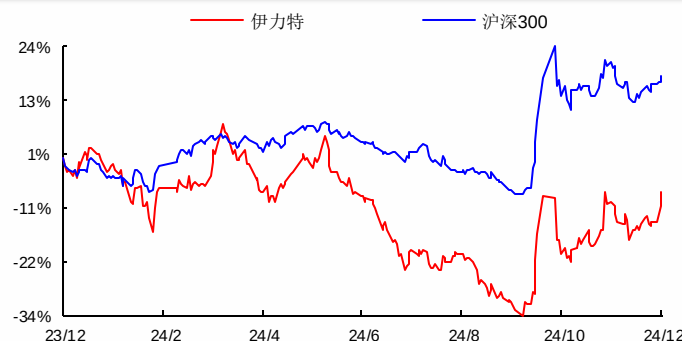
□ 风险提示

经济复苏不及预期风险，产品结构升级不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	22.31	22.66	24.79	27.71
营业收入增长率	37.46%	1.54%	9.43%	11.79%
归母净利润（亿元）	3.40	3.57	3.94	4.50
归母净利润增长率	105.43%	5.16%	10.12%	14.28%
EPS（元）	0.72	0.76	0.83	0.95
P/E	23	22	20	18

股价表现



华润啤酒（0291.HK）：喜力走向全国化，推动大高档扩容

投资逻辑

1、公司作为国内啤酒龙头，具备行业领先的渠道和体量优势：公司借助超勇卡位8-10元次高价格带，依靠纯生维持10-12元普高价格带前三的市场地位，并凭借喜力大单品不断攫取12元以上超高价格带的市场份额，从而实现全国高端份额第一的战略目标。

2、产品方面，1）高档大单品喜力24年预计全年增速20%，其中福建+广东+浙江三大样板市场仍有增量可供挖掘；此外公司加大喜力全国化特别是向四川、安徽等强势市场扩张步伐，高档市场地位持续巩固；2）次高档大单品SuperX自18年上市以来已步入成熟期，24年起将开启酒液升级，后续有望恢复中单及以上增长。

3、费用方面，公司24年将维持稳健的费投态势，投入方面更加注重费效比，预计全年整体费率将保持稳定；此外得益于公司产能优化以及全供应链效率提升，叠加成本下行趋势，预计25年利润率有较大提升空间。

业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为1.62元、1.76元、1.90元，“买入”评级。

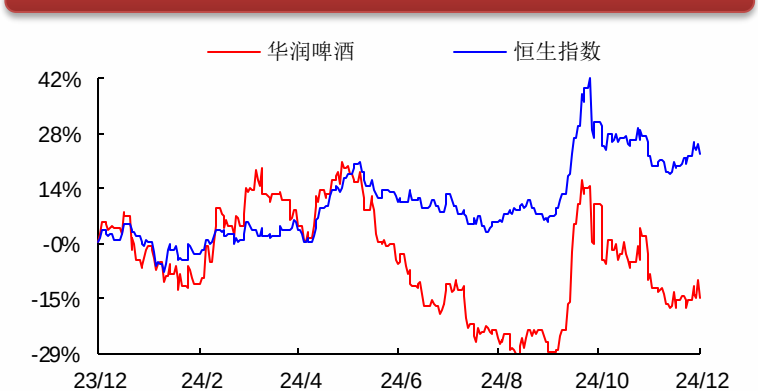
风险提示

原材料价格或大幅波动，餐饮需求恢复不及预期的风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	389.3	396.7	417.5	439.6
营业收入增长率	10.4%	1.9%	5.2%	5.3%
归母净利润（亿元）	51.5	52.7	57.0	61.5
归母净利润增长率	18.6%	2.3%	8.2%	7.9%
EPS（元）	1.59	1.62	1.76	1.90
P/E	17	16	15	14

股价表现



青岛啤酒（600600）：大经典战略拉动，结构升级稳扎稳打

□ 投资逻辑

1、结构升级稳扎稳打，高端新品持续扩容。公司作为业内全国化啤酒龙头，现已建立起以纯生系与经典系两大核心产品矩阵，带动全麦白啤、皮尔森等新特产品快速发展。此外公司将持续推进低端崂山向主流经典价格带的升级，通过罐化与换包装等手段优化整体产品结构，未来吨价上升趋势确定性强。

2、沿黄沿海稳步实施全国化。公司在沿黄河流域享有较高市占率，核心基本盘市场山东为公司业绩提供稳定销量支持，并承接大量提价需求，此外山东产能辐射效应下，东三省增速喜人。公司加大沿海市场开发力度，沿海市场产品结构持续升级将为公司释放大量利润弹性。

3、成本下降+费用控制提振利润空间。公司全年在费用投放上将保持稳健态势，预计25年费用率将保持稳定。此外，大麦成本同比约有双位数降幅，叠加包材类原料价格维持低位，利润高弹性可期。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为3.27元、3.55元、3.84元，“买入”评级。

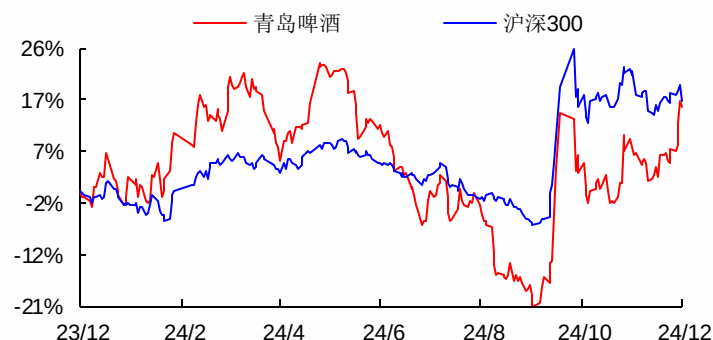
□ 风险提示

原材料价格波动风险，啤酒销量下滑风险，高端化进度不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	339.37	320.64	338.30	351.36
营业收入增长率	5.49%	-5.52%	5.51%	3.86%
归母净利润（亿元）	42.68	44.59	48.45	52.44
归母净利润增长率	15.02%	4.47%	8.67%	8.24%
EPS（元）	3.13	3.27	3.55	3.84
P/E	25	24	22	21

股价表现



重庆啤酒（600132）：腰部产品发力，大城市走向精耕

□ 投资逻辑

1、乐堡+重庆两大腰部品牌发力贡献收入增量。乐堡受益于乌苏在华东及华南区域的持续扩张，在过去数年已成功将版图扩张至东南部区域，此外以贵州为代表的传统优势区域仍维持亮眼表现；24年起重庆品牌将借助重庆火锅类餐饮渠道开启向省外的扩张，此外省内产品结构升级在金重庆、纯生及白啤带动仍可期待。

2、大城市计划由粗放扩张型转为下沉精耕型。过去公司大城市计划以扩张为主，费用投放向新城市倾斜，但一方面当下整体经济环境复苏态势尚未明朗，另一方面在过去几年的发展中公司在一线城市已累积起较大的渠道体量，由此公司果断调整大城市计划投入方向，重点放在对已进入区域内做渠道深耕，筛选核心城市聚焦投入。

3、佛山工厂投产缓解产能压力。公司产能主要集中在中西部地区，在沿海高端啤酒需求不断攀升下，24年佛山工厂的顺利投产将有效缓解华南及华东区域高端啤酒产能的紧缺，提升供应链效率。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为2.80元、2.95元、3.14元，“买入”评级。

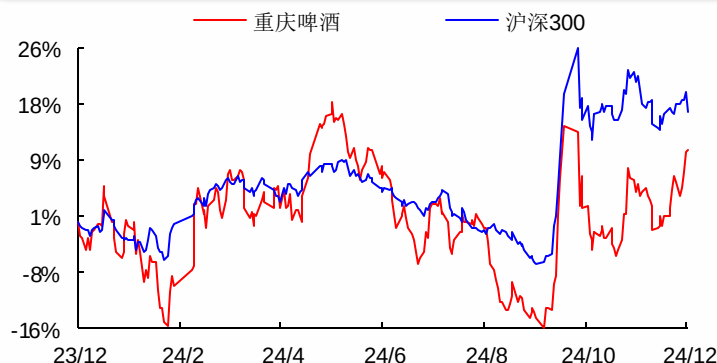
□ 风险提示

原材料价格或大幅波动，现饮场景回暖不及预期的风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	148.15	149.66	155.56	162.12
营业收入增长率	5.53%	1.02%	3.94%	4.22%
归母净利润（亿元）	13.37	13.57	14.29	15.19
归母净利润增长率	5.78%	1.55%	5.31%	6.24%
EPS（元）	2.76	2.80	2.95	3.14
P/E	25	24	23	22

股价表现



燕京啤酒（000729）：管理改革持续深化，长期业绩值得期待

□ 投资逻辑

1、产品端：公司将在全国范围内坚定贯彻U8大单品战略，借助U8产品之利打入弱势市场攫取份额，且基地市场依托U8提升产品结构；除此之外，公司亦积极展开新鲜啤与新清爽两大主流单品焕新升级，整体高端化升级势能强劲。

2、品牌端：公司在营销方面不断创新，通过线上线下相结合的整合营销战略举措，成功实现品牌年轻化、潮流化转型，品牌影响力持续提升。

3、改革方面，公司将持续深化包括生产、市场和供应链在内的九大变革，总部职能不断强化以提升管理效能。展望未来，随着管理改革与成本下行的红利持续，在U8全国化扩张强劲势能带动下，公司未来业绩值得期待。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.34元、0.43元、0.50元，“买入”评级。

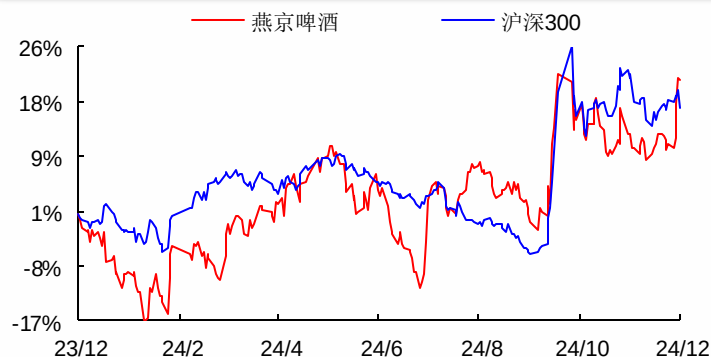
□ 风险提示

原材料价格或大幅波动，现饮场景回暖不及预期的风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	142.13	147.41	159.48	168.98
营业收入增长率	7.66%	3.71%	8.19%	5.95%
归母净利润（亿元）	6.45	9.53	12.17	14.19
归母净利润增长率	83.01%	47.77%	27.78%	16.61%
EPS（元）	0.23	0.34	0.43	0.50
P/E	49	33	26	22

股价表现



伊利股份（600887）：Q3收入环比改善，回购重视投资者回报

□ 投资逻辑

1、渠道调整到位，Q3收入降幅环比收窄。1) 分产品看，2024年前三季度液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品分别实现营业收入575亿元（-12.1%）、213亿元（+7.1%）、83亿元（-19.6%）。2) 液体乳：收入逐季改善，常温白奶市场份额持续提升，低温液奶逆势增长。3) 奶粉及奶制品：婴配粉逆势实现高个位数增长，成人粉保持行业领先。4) 冷饮：继续完善渠道调整，渠道库存良性。

2、Q3盈利能力好转。2024年前三季度公司实现毛利率34.8%，同比提升1.9pp，主要由于原奶价格下降、渠道库存调整到位后价盘稳固。前三季度销售费用率19.3%，同比增加1.6pp；毛销差15.5%，同比提升0.3pp，在奶供给偏多、调整渠道库存的背景下适当增加促销投入；收入规模下降带动销售费用率增加。前三季度公司实现净利率12.3%，同比提升2.6pp。

3、回购以提高投资者回报。公司拟在12个月内以自有资金回购10-20亿元股份，将用于依法注销减少注册资本，表明公司对未来发展的信心，切实提高投资者回报。

□ 业绩预测与投资建议。

预计2024/2025/2026年EPS分别为1.90元、1.79、1.91元，“买入”评级。

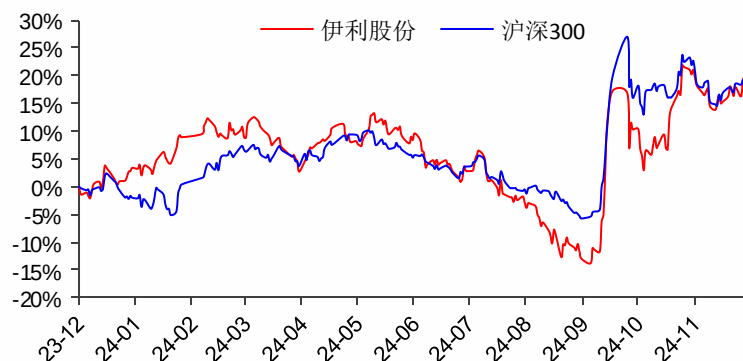
□ 风险提示

原奶价格持续上涨风险；行业竞争加剧风险；食品安全风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	1261.79	1216.23	1261.42	1303.69
营业收入增长率	2.44%	-3.61%	3.72%	3.35%
归母净利润（亿元）	104.29	120.64	114.03	121.31
归母净利润增长率	10.58%	15.68%	-5.48%	6.39%
EPS（元）	1.64	1.90	1.79	1.91
P/E	18	15	16	15

股价表现



新乳业（002946）：低温引领收入增长，净利率提升趋势明确

□ 投资逻辑

1、低温品类双位数增长，受并表范围调整收入短期承压。公司坚持“鲜立方战略”，以“鲜酸双强”作为品类发展策略，Q3低温鲜奶、低温酸奶实现双位数增长，常温品类中低个位数下滑。新品收入占比保持双位数以上，活润、初心、唯品等保持增速领先。DTC业务整体营收持续增长。受子公司重庆瀚虹（一只酸奶牛）出表调整，收入端短期承压。

2、毛销差提升，盈利能力延续改善趋势。2024年前三季度毛利率29.1%，同比提升1.7pp，主要由于原奶价格下降、产品结构优化。其中Q3销售费用率15.3%（+1.3pp），毛销差13.6%（+1.1pp）。前三季度净利率6%，同比提升1.2pp，净利率延续提升趋势。

3、坚定新五年战略规划。1）公司坚定新五年战略规划，目标做大做强核心业务，提升企业价值，五年实现净利率倍增。将通过做强低温、科技创新、内生为主、并购为辅、分布经营、区域深耕路径以实现目标。2）奶源端，公司自有和参股奶源供应占公司需求总量的60%，与鲜立方战略适配，进一步巩固了在区域低温乳制品市场的领先地位。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.63元、0.75、0.88元，“买入”评级。

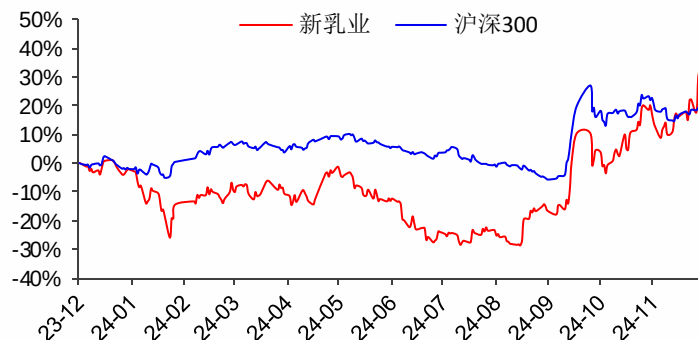
□ 风险提示

原奶价格大幅波动风险；高端化升级不及预期风险；食品安全风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	109.87	111.19	120.92	130.51
营业收入增长率	9.80%	1.20%	8.75%	7.93%
归母净利润（亿元）	4.31	5.41	6.44	7.60
归母净利润增长率	19.27%	25.66%	19.00%	17.93%
EPS（元）	0.50	0.63	0.75	0.88
P/E	31	24	20	17

股价表现



海天味业（603288）：行业龙头壁垒深厚，渠道库存持续去化

□ 投资逻辑

1、产品、品牌、渠道与供应链壁垒深厚。公司在产品力、品牌知名度、渠道广度和深度与供应链效率方面均领先其他业内竞争对手，构筑起强有力的壁垒，龙头优势明显竞争者难以撼动。

2、产品方面，公司在维持酱油、蚝油及酱类三大核心业务基础上，持续发力食醋、料酒等新品类，借助调味品平台及渠道优势提升市占率。**渠道方面**，公司B端借助餐饮渠道复苏趋势，业绩有望持续恢复；同时C端加快零添加产品布局，不断优化产品结构。

3、随着公司理顺渠道体系，近进一步优化经销商结构，叠加渠道库存已完成去化，整体库存回归正常水平；公司持续推进整体结构升级，在餐饮及家庭端消费需求持续回暖背景下，长期稳健增长可期。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为1.12元、1.24元、1.37元，“买入”评级。

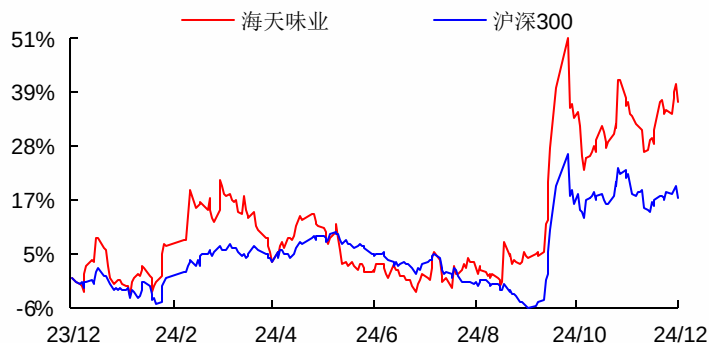
□ 风险提示

原材料价格或大幅波动，食品安全风险，餐饮需求恢复不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	245.59	270.03	295.07	320.19
营业收入增长率	-4.10%	9.95%	9.27%	8.51%
归母净利润（亿元）	56.27	62.42	69.22	76.28
归母净利润增长率	-9.21%	10.93%	10.90%	10.20%
EPS（元）	1.01	1.12	1.24	1.37
P/E	47	42	38	34

股价表现



中炬高新（600872）：股权之争尘埃落定，期待新团队表现

□ 投资逻辑

1、公司股权结构之争尘埃落定。新经营团队具备着丰富的行业经验，其中余总及刘总长期深耕快消行业，有着丰富的品牌、渠道管理经验，其他高管在财务管理及资本运作方面亦有丰富经验；新任高管团队上任将有效提振团队士气，改善经营管理效率。

2、展望后续，目前新任高管主导的改变正持续兑现。公司在全国化渠道扩张以及餐饮渠道拓展方面具备较大潜力，产品端零添加风潮带动下的结构升级亦值得期待；随着成本端回落的红利持续释放，新任班子领导的内部改革逐步落地，公司作为调味品龙头未来业绩高增可期。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.90元、1.09元、1.35元，“买入”评级。

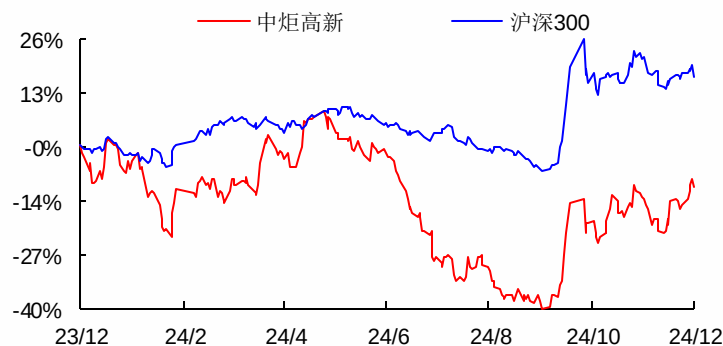
□ 风险提示

餐饮端回暖不及预期风险，市场竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	51.39	53.51	60.83	68.90
营业收入增长率	-3.78%	4.13%	13.68%	13.26%
归母净利润（亿元）	16.97	7.04	8.52	10.55
归母净利润增长率	386.53%	-58.52%	21.09%	23.83%
EPS（元）	2.17	0.90	1.09	1.35
P/E	11	27	22	18

股价表现



千禾味业（603027）：挟零添加产品大势，全国化扩张提速

□ 投资逻辑

1、渠道方面，公司不断推进经销商队伍扩容，借零添加产品之利，持续加强空白网点铺货及渠道下沉，全国化扩张进程不断提速。随着25年线下商超及流通渠道持续改善，线上电商渠道延续高速发展，公司零添加类产品的渗透率有望近一步提升。

2、产品方面，公司将持续丰富零添加产品线，高毛利产品占比持续提升；此外积极拓展海鲜酱油、蒸鱼豉油以及料酒等品类，产品矩阵不断丰富。

3、展望未来，消费健康化趋势下，零添加渗透率有望持续提升，行业受益于此维持高景气度。公司作为零添加酱油龙头，在品类多元扩张及渠道加速渗透驱动下，业绩高增值得期待。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.51元、0.60元、0.68元，“持有”评级。

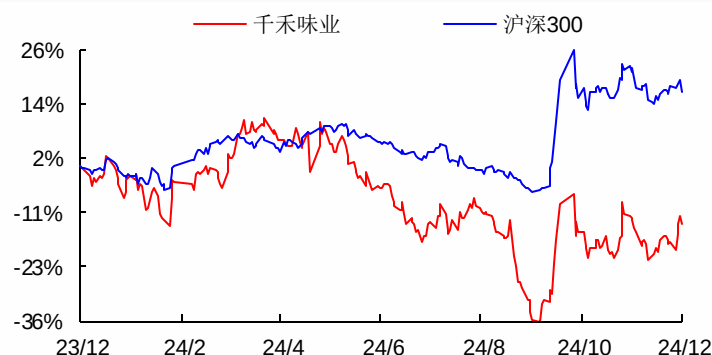
□ 风险提示

原材料价格波动风险，全国化扩张不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	32.06	32.55	36.24	40.16
营业收入增长率	31.62%	1.50%	11.34%	10.82%
归母净利润（亿元）	5.30	5.21	6.12	7.03
归母净利润增长率	54.22%	-1.79%	17.45%	14.89%
EPS（元）	0.52	0.51	0.60	0.68
P/E	26	26	22	19

股价表现



恒顺醋业（600305）：改革持续深化，期待基本面改善

□ 投资逻辑

1、产品方面，公司将继续贯彻“做深醋、做高酒、做宽酱”的三驾马车战略；其中醋品类将借助零添加及“轻”系列单品带动产品结构持续提升，同时坚持大单品战略，逐步精简SKU数量；复调系列将维持推新频率，还将继续推出轻火锅、小龙虾及冷泡汁等新品。

2、渠道方面，公司在发力传统零售渠道基础上，重点布局低线乡村市场网络，并在优势市场逐步打开B端增量；同时公司将加大电商及新零售渠道开拓，构筑全场景营销模式。

3、内部改革方面，公司持续加深内部改革，坚持外部人才引进以及激励机制完善。此外公司新聘任何春阳为总经理，何总曾任海天营销副总，期待公司改革显现成效。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.13元、0.15元、0.16元，“持有”评级。

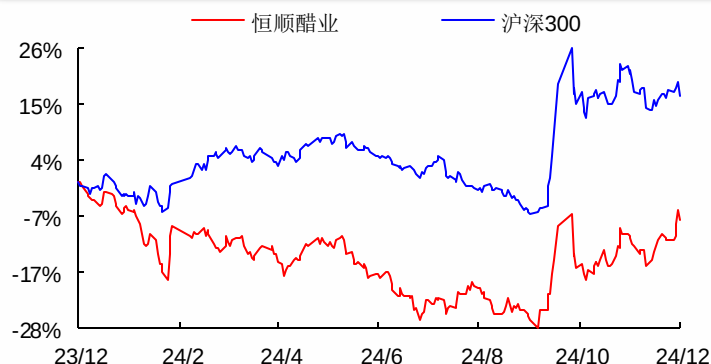
□ 风险提示

原材料价格波动风险，C端消费回暖不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	21.06	20.29	21.36	22.49
营业收入增长率	-1.52%	-3.65%	5.23%	5.30%
归母净利润（亿元）	0.87	1.47	1.63	1.78
归母净利润增长率	-37.03%	69.39%	10.57%	9.61%
EPS（元）	0.08	0.13	0.15	0.16
P/E	110	65	59	54

股价表现



天味食品（603317）：复调行业龙头，BC双端齐发力

□ 投资逻辑

- 1、产品端：**公司在坚持大单品战略基础上，根据地方风味不断开发区域性特色新品，C端产品矩阵持续完善，此外公司持续补全B端产线；随着明年C端需求持续复苏，酸菜鱼及手工底料等大单品有望持续放量贡献收入。
- 2、渠道端：**传统渠道方面，公司将深化优商扶商政策，提升渠道精细化运营能力；并加速渠道下沉步伐，通过“聚焦大客户，打造大终端，执行大推广”战略，不断提升低线市场份额。此外公司将加大新零售及定制餐调渠道建设，同时借助食萃食品打通小B端销售通路，贡献未来收入弹性。
- 3、展望未来，**复调行业在场景拓展与消费升级的双重助力下，未来仍维持双位数以上增速，公司作为行业龙头有望充分享受行业扩容红利，长期业绩高增可期。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.55元、0.62元、0.70元，“买入”评级。

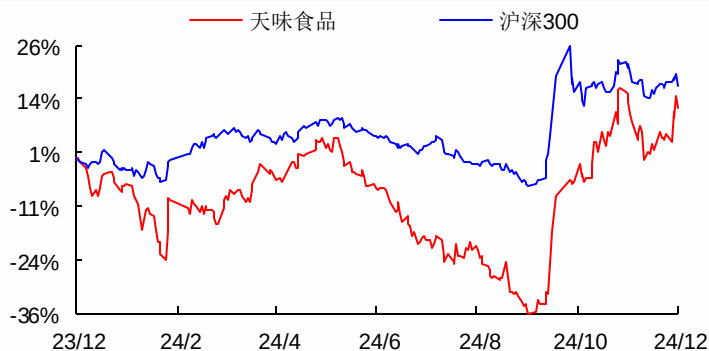
□ 风险提示

C端消费回暖不及预期风险，市场竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	31.49	34.14	37.93	42.32
营业收入增长率	17.02%	8.43%	11.09%	11.57%
归母净利润（亿元）	4.57	5.90	6.64	7.50
归母净利润增长率	33.65%	29.23%	12.44%	13.04%
EPS（元）	0.43	0.55	0.62	0.70
P/E	35	27	24	21

股价表现



涪陵榨菜（002507）：双拓战略起航，期待新品表现

□ 投资逻辑

1、品类规划方面，公司以双拓战略为指引，积极推进榨菜、下饭菜和榨菜酱三大战略品类，目前公司正着力提升榨菜酱终端覆盖率，配合公司专项费用投放，榨菜酱未来表现值得期待。

2、品牌传播方面，公司将三大品类与“大乌江”品牌传播相结合，同步推进地面推广及空中传播，深化乌江作为佐餐开胃菜的平台型品牌印象，为市场开拓及品类扩张实现品牌赋能。

3、渠道及销售方面，公司开启销售变革，成立通路、渠道、行销三大业务部门，此外建立起四大销售战区，有助于公司提升经销商管理及终端管理能力。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.76元、0.82元、0.89元，“买入”评级。

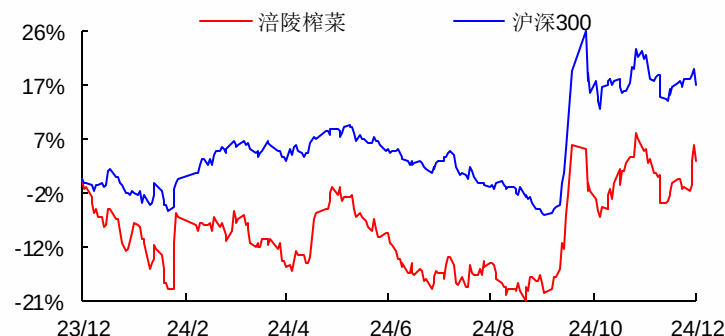
□ 风险提示

C端消费回暖不及预期风险，市场竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	24.50	25.11	26.53	27.87
营业收入增长率	-3.86%	2.48%	5.65%	5.05%
归母净利润（亿元）	8.27	8.74	9.47	10.25
归母净利润增长率	-8.03%	5.68%	8.36%	8.33%
EPS（元）	0.72	0.76	0.82	0.89
P/E	21	20	19	17

股价表现



安井食品（603345）：深耕优质赛道，龙头优势稳固

□ 投资逻辑

1、速冻食品优质赛道。速冻食品行业景气度高，行业增长来源于C端便捷性生活消费需求+B端餐饮提升效率需求，行业未来5-10年提供较快的增长环境。速冻火锅制品行业集中度低，CR5仅25%左右，大行业\小公司，且安井一家独大，优势明显。

2、公司质地优秀,成长路径清晰：1) 安井作为速冻火锅料和面米制品双龙头，规模效应下的成本优势、覆盖全国的营销网络、强执行力的营销团队和突出的大单品打造能力构筑起公司核心竞争力。在速冻火锅料行业竞争格局改善和公司产能加速释放的背景下，公司业绩高成长确定性强；2) 成本上涨倒逼餐饮企业降本提效，B端速冻食品迎来需求爆发，安井较早切入餐饮食材供应链，B端客户高粘性铸就公司渠道壁垒；3) 品类扩充稳步推进，菜肴制品实现爆发：公司通过“轻资产+自产+外延并购”三路发力预制菜领域，凭借冷链体系与渠道优势打开成长空间；因此，从行业竞争格局来看，安井处于市占率快速提升阶段，同时龙头地位和规模优势帮助公司步入良性循环的发展快车道，盈利能力有望实现快速提升。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为4.91、5.77元、6.73元，“买入”评级。

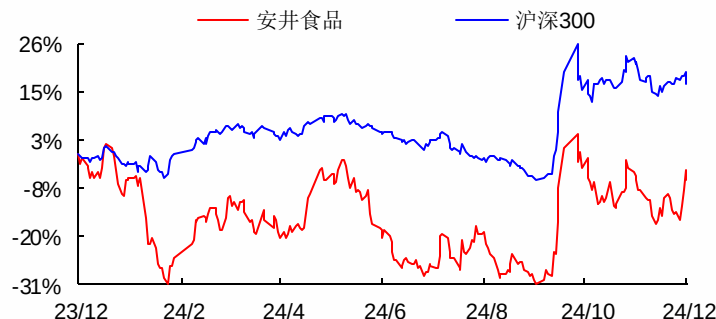
□ 风险提示

原材料价格波动风险，食品安全舆论风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	140.45	152.40	168.96	186.12
营业收入增长率	15.29%	8.51%	10.87%	10.15%
归母净利润（亿元）	14.78	14.40	16.93	19.75
归母净利润增长率	34.24%	-2.54%	17.56%	16.63%
EPS（元）	5.04	4.91	5.77	6.73
P/E	18	19	16	14

股价表现



三全食品（002216）：米面维持稳健增长，餐饮渠道持续开拓

□ 投资逻辑

- 1、渠道方面**，公司积极推进直营减亏，稳步建设经销体系；同时加大餐饮大客户开发力度与细分社会餐饮渠道建设，持续提升餐饮端渗透率；此外公司积极推进线上布局，通过抖快直播等方式帮助新品迅速打开知名度。
- 2、产品方面**，公司将在维持传统米面平稳增长基础上，通过降费增效提升其利润贡献率；同时不断加大新式米面推新及支持力度，新品及次新品有望成为增长引擎；新品牛羊肉卷预计今年仍能维持50%+增速，带动速冻涮烤类产品占比持续增长
- 3、公司速冻米面行业龙头地位稳固**，改革成效逐步显现，产品推新加渠道优化共同推动下，公司长期业绩有望稳健增长。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.68元、0.72元、0.77元，“持有”评级。

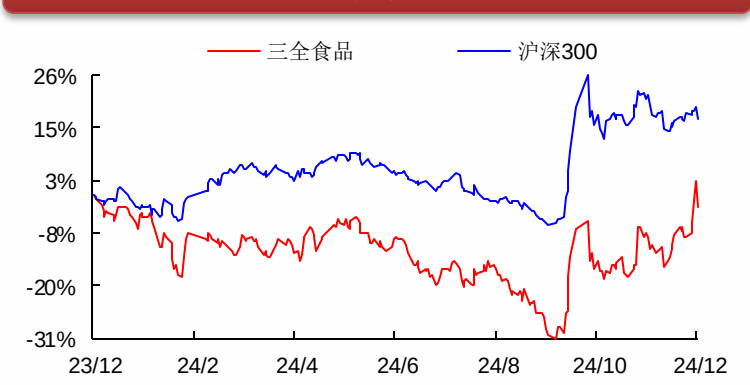
□ 风险提示

原材料价格波动风险，餐饮市场回暖不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	70.56	68.05	70.33	73.18
营业收入增长率	-5.09%	-3.55%	3.35%	4.05%
归母净利润（亿元）	7.49	6.01	6.35	6.76
归母净利润增长率	-6.55%	-19.84%	5.66%	6.54%
EPS（元）	0.85	0.68	0.72	0.77
P/E	15	19	18	17

股价表现



千味央厨（001215）：大B造就深厚壁垒，小B驱动未来增长

□ 投资逻辑

1、大B方面，公司持续加强对核心大客户的新品研发及服务力度，大客户门店数量持续增长叠加连锁餐饮渠道持续回暖，存量客户有望维持高增；此外公司亦积极拓展新大B客户，借助品类扩张持续带来收入增量。

2、小B方面，公司将继续支持重点经销商做大做强，一方面对经销商赋能帮助其提升管理能力，另一方面与经销商携手开发团餐早餐等新渠道，伴随明年社会餐饮需求逐步复苏，重点单品铺市率持续提升，小B端增速相较23年预计将有明显改善。

3、公司作为餐饮供应链龙头企业，在生产能力及规模效应方面已形成坚实壁垒，伴随公司持续探索餐供行业需求并发掘新兴机会，长期业绩有望维持高增。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为1.51元、1.89元、2.28元，“持有”评级。

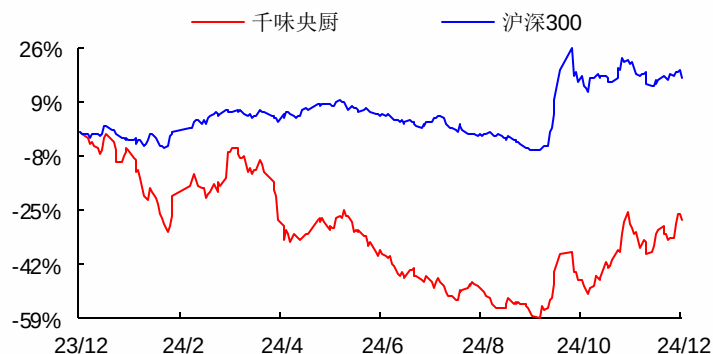
□ 风险提示

原材料价格波动风险，小B餐饮市场回暖不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	19.01	20.76	23.71	26.91
营业收入增长率	27.69%	9.21%	14.20%	13.53%
归母净利润（亿元）	1.34	1.50	1.88	2.26
归母净利润增长率	31.76%	11.83%	25.02%	20.31%
EPS（元）	1.35	1.51	1.89	2.28
P/E	28	25	22	18

股价表现



晨光生物（300138）：多元业务协同发力，棉籽短期承压长期向好

□ 投资逻辑

1、植提行业龙头，多品类位居世界领先。2024年大宗产品价格大幅回落，行情波动下公司棉籽业务承压，但棉籽加工产品需求端仍然旺盛，同时公司通过复用植提技术和扩大产能规模，建立起相对竞品的成本优势，尽管短期受周期波动影响，但中长期公司棉籽业务的回报率依然可观。

2、主力产品基本盘稳固，梯队潜力产品持续放量。1) 主力产品：辣椒红销售价格稳定，销量降幅年底收窄；辣椒精积极开拓增量市场，成本红利兑现；叶黄素产品稳扎稳打，合理调整销售结构和节奏，饲料级叶黄素销量突破新高。2) 梯队产品：花椒提取物市场份额逐步提升；香辛料产品快速发展；水飞蓟素、姜黄素、番茄红素通过工艺优化、产能扩大继续提升综合竞争优势；甜菊糖产品通过让利经营强化大客户关系。3) 潜力产品：保健食品业务开发OEM代理商，完成客户定制、自主品牌开发或联名产品上市。中药、原料药业务稳扎稳打，取得积极进展。

3、原料基地加强建设，新兴业务快速发展。印度、赞比亚万寿菊种植基地面积快速增长，赞比亚辣椒涨势喜人，单产显著提高。公司在海外原料基地有序布局，有望进一步拉大原材料优势，依靠多品类发展对冲农产品周期性。

□ 业绩预测

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.31元、0.75元、1.16元。

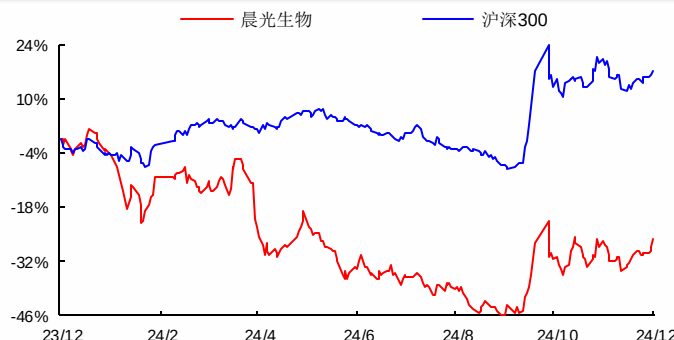
□ 风险提示

宏观经济波动风险；市场需求低迷风险；原材料价格波动风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	68.7	70.2	75.6	81.1
营业收入增长率	9.1%	2.1%	7.7%	7.3%
归母净利润（亿元）	4.8	1.5	3.6	5.6
归母净利润增长率	10.5%	-68.7%	141.2%	55.2%
EPS（元）	0.99	0.31	0.75	1.16
P/E	9	29	12	8

股价表现



农夫山泉（9633.HK）：双引擎格局发力，费用改善提升盈利

□ 投资逻辑

1、包装水推新完善产品线，茶饮加速放量。公司于4月推出绿瓶包装的饮用纯净水，作为红瓶天然水之外的产品线补充给予消费者更多选择。茶饮料中东方树叶及茶π两大单品在健康化、低糖化趋势下快速放量，第二曲线逐步夯实。功能饮料推进尖叫老品焕新，培育新品“等渗尖叫”切入运动领域。农夫果园完成经典产品100%纯果汁的升级回归，进行配方、原料、工艺的全方面更新迭代，NFC系列推出混合汁大瓶装丰富产品矩阵。

2、盈利能力显著提升，费用率改善卓有成效。产品结构优化升级叠加规模效应费率下降的持续改善下，公司的净利润率长期高于同业。公司多维度探索与改进上游原料和工艺，规模化采购锁价精准，全国水源地布局缩短运输距离，成本进入下行通道。

3、产品品类多点开花，中长期高质增长具备支撑。公司从品类和口味等多方位推陈出新，各赛道布局具有前瞻性，在多领域打造出完整优秀的SKU矩阵，大单品长盛不衰。公司产品矩阵以天然健康为主基调，有望享受健康化趋势红利，打奶茶/炭火咖啡/植物酸奶等导入期产品均具备一定的放量潜能。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为1.21元、1.46元、1.71元，“买入”评级。

□ 风险提示

终端需求低迷；新品拓展不及预期；原材料价格大幅波动等。

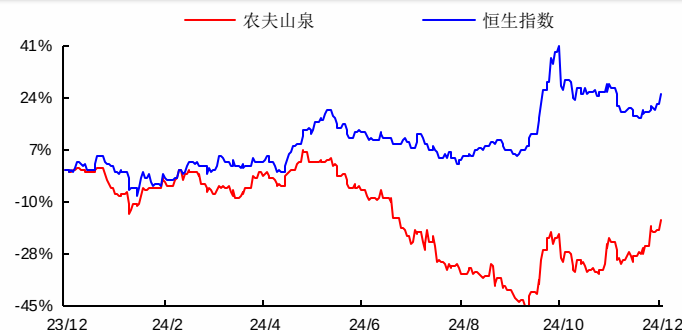
业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	426.67	475.88	559.11	632.44
营业收入增长率	28.36%	11.53%	17.49%	13.11%
归母净利润（亿元）	120.79	135.64	163.85	191.83
归母净利润增长率	42.19%	12.29%	20.80%	17.07%
EPS（元）	1.07	1.21	1.46	1.71
P/E	26	23	19	16

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

卫龙美味（9985.HK）：魔芋制品红利爆发，势能强劲扩张提速

□ 投资逻辑

1、核心品类稳健增长，第二曲线高速发展。公司在辣味零食赛道头部地位稳固，精装款产品产能不断提升，规模效应逐渐凸显。目前行业市场格局较为分散，公司有望把握行业整合机遇逐渐取代小型经营者提升调味面制品市占率，同时通过蔬菜制品第二曲线高速成长和豆制品等新品推广带来收入与市占率的进一步爆发。

2、经营质量显著提升，品牌振兴路径清晰。1）公司聚焦中式辣味零食，深耕两大核心品类提升市占率，同品类产品口味不断延展，大单品和新品共同驱动规模提升。2）公司深化改革持续加强网点控制，自下而上进入高势能现代渠道，零食量贩在新消费趋势下亦贡献增益。3）公司逐步进入收入扩张周期，升级优化产线提高产能利用率，叠加原料成本持续改善，规模效应下利润弹性十足。

3、改革强化精耕，渠道扩张提质。公司深化改革持续加强网点控制，自下而上进入高势能现代渠道，零食量贩在新消费趋势下亦贡献增益。线下终端朝100万家迈进，网点覆盖率有望继续提升，同时SKU导入数进一步增加，零食量贩和抖音渠道较去年翻倍增长提供更多增量。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.50元、0.60元、0.69元，“买入”评级。

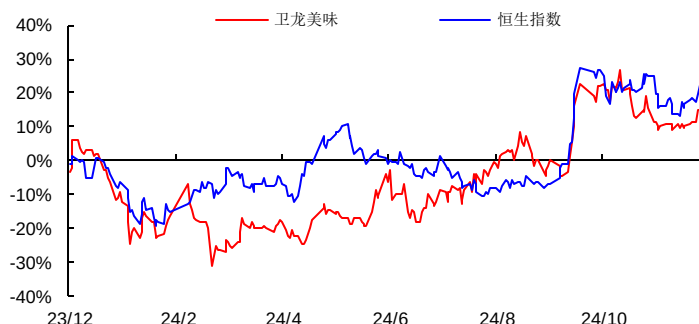
□ 风险提示

行业竞争加剧；原材料价格波动风险；食品安全问题。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	48.72	58.92	68.27	77.04
营业收入增长率	5.2%	20.9%	15.9%	12.9%
归母净利润（亿元）	8.80	11.86	14.06	16.23
归母净利润增长率	481.9%	34.7%	18.6%	15.4%
EPS（元）	0.37	0.50	0.60	0.69
P/E	21	15	13	11

股价表现



安琪酵母（600298）：Q3收入环比提速，盈利能力短期下滑

□ 投资逻辑

1、Q3收入端增长提速，酵母主业增速求回升。公司经营面向全球，在国内、全球酵母市占率分别约55%、18%，出口至160多个国家和地区。小包装酵母、提取物带动Q3国内收入实现较快增长。随着埃及、俄罗斯子公司扩产逐步落地，公司有望进一步发挥成本优势、扩大在全球的份额。

2、盈利能力短期下滑。糖蜜成本逐渐下降，原材料成本端改善；三季度海运费用上涨对毛利率形成不利影响。前三季度净利率8.9%，同比下降1pp，政府补助减少影响净利率水平。

3、产能稳步推进，成本企稳下降。1) 产能方面，公司为全球最大的YE供应商和第二大酵母供应商，酵母总产能超40万吨，在全球13个城市拥有生产基地，产能稳步推进。2) 成本方面，国内糖蜜价格下降概率较大，同时埃及、俄罗斯公司扩建可进一步发挥海外成本优势。此外，公司将与印尼三安公司合资设立印尼公司，加强在亚太区域的竞争优势。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为1.57元、1.80元、2.06元，“买入”评级。

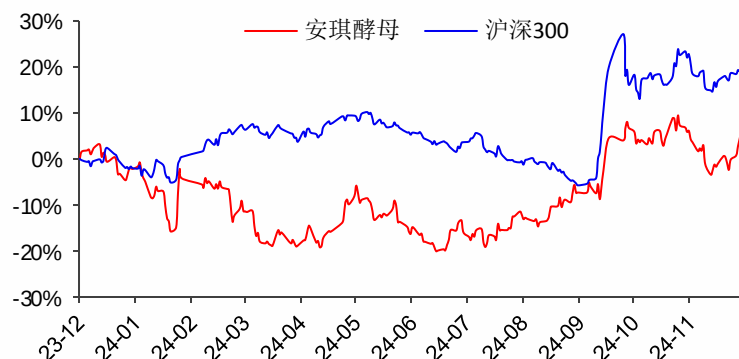
□ 风险提示

原材料价格或大幅波动；汇率或大幅波动；产能建设进度不及预期的风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	135.81	152.01	170.32	190.34
营业收入增长率	5.74%	11.93%	12.04%	11.75%
归母净利润（亿元）	12.70	13.60	15.66	17.86
归母净利润增长率	-3.86%	7.10%	15.12%	14.02%
EPS（元）	1.46	1.57	1.80	2.06
P/E	25	23	20	18

股价表现



绝味食品（603517）：收入端持续承压，盈利能力优化

投资逻辑

- 1、门店数量调整，收入端持续承压。**2024前三季度卤制食品销售、加盟商管理分别实现收入42.2亿元（-9.4%）、0.5亿元（-13.9%），其中禽类制品、畜类制品、蔬菜制品、其他产品分别实现收入29.7亿元（-13.8%）、0.3亿元（+66.6%）、4.8亿元（-9.8%）、3.9亿元（-17%）。上半年门店减少981家，预计三季度延续调整趋势。此外，前三季度包装产品实现收入3.5亿元，同比增长79.7%，表现亮眼。
- 2、原材料价格下降带动盈利能力提升。**1）2024前三季度毛利率30.6%，同比提升6.4pp，主要由于原材料成本改善。2）前三季度销售费用率9.2%，同比增加2pp；管理费用率6.6%，基本持平；研发费用率0.7%，同比增加0.1pp；财务费用率0.4%，同比增加0.3pp，主要由于借款利息增加。3）前三季度净利率8.4%，同比提升1.9pp。
- 3、回购股份彰显信心。**2024年2月起，公司将在12个月内以2-3亿元自有资金，以不超过35元/股的价格回购公司股份以减少注册资本，当前已回购1392万股，支付资金2亿元，彰显公司对自身未来发展的信心。

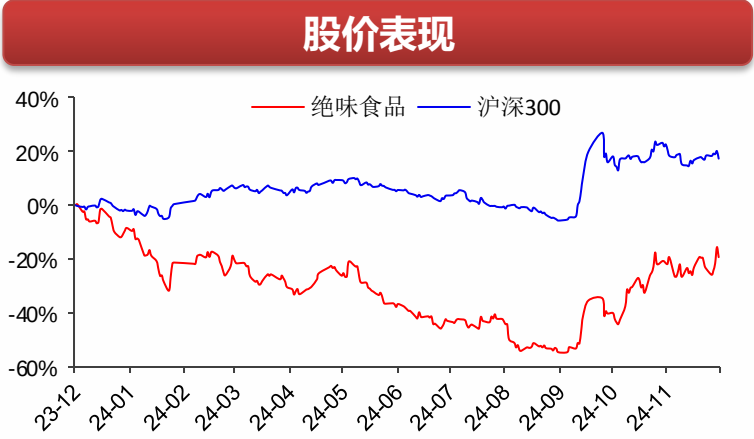
业绩预测

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.87元、1.06元、1.20元。

风险提示

原材料价格或大幅波动；食品安全风险；行业竞争加剧风险。

业绩预测与估值指标				
指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	72.61	66.54	70.04	73.26
营业收入增长率	9.64%	-8.36%	5.25%	4.60%
归母净利润（亿元）	3.44	5.42	6.55	7.44
归母净利润增长率	46.63%	57.54%	20.73%	13.58%
EPS（元）	0.56	0.87	1.06	1.20
P/E	37	24	20	17



洽洽食品（002557）：利润弹性持续显现，期待Q4旺季表现

□ 投资逻辑

1、渠道调整到位，期待旺季表现。Q2淡季公司消化渠道库存，为三季度营收修复奠定基础，将为四季度年货节持续蓄力。葵花子通过加量不加价、再来一袋等促销方式表现较好；坚果坚持以每日坚果、礼盒为主，壳坚果和风味坚果为辅的“两主两辅”战略，9月坚果礼盒销售承受一定压力；培育薯片、薯条、花生、豆类、坚果乳等品类。

2、成本红利持续体现，盈利能力保持提升。2024前三季度毛利率30.2%，同比提升4.8pp；24Q3毛利率33.1%，同比提升6.3pp，主要由于原材料价格下降，成本红利持续体现。由于近期内蒙雨水较多，葵花籽产量受影响，新采购季原材料价格仍需观察。

3、实行新一期股票期权计划，长期激励制度完善。公司发布2024年股票期权激励计划，拟向29名核心员工授予418万份股票期权，并预留60万份。公司已连续多年实行员工持股或股权激励计划，且激励范围较广，有助于充分激发员工动力、完善公司激励制度，利于公司长期健康发展。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为1.93元、2.28元、2.66元，“买入”评级。

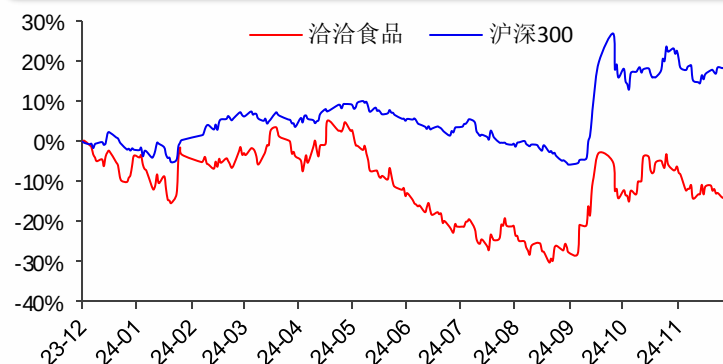
□ 风险提示

渠道拓展或不及预期；原材料价格或大幅波动；食品安全风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	68.06	75.86	85.97	97.14
营业收入增长率	-1.13%	11.47%	13.32%	12.99%
归母净利润（亿元）	8.03	9.78	11.54	13.51
归母净利润增长率	-17.75%	21.82%	17.97%	17.12%
EPS（元）	1.58	1.93	2.28	2.66
P/E	20	17	14	12

股价表现



盐津铺子（002847）：新品增长亮眼，盈利能力短期波动

□ 投资逻辑

1、魔芋、鹌鹑蛋新品放量，会员店、零食渠道高增。1) 分品类看，“蛋皇”鹌鹑蛋、“大魔王”素毛肚获得广泛认可，新品表现亮眼，收入持续爬坡。2024Q3休闲魔芋、鹌鹑蛋分别实现收入2.4亿元（+39%）、1.8亿元（+64%）。此外，公司近期设立津香、津诚控股子公司，未来将发展炒货、肉禽类制品。2) 分渠道看，重点突破会员店渠道，“蛋皇”鹌鹑蛋进入山姆；零食渠道持续快速增长，加强头部系统深度合作；“大魔王”素毛肚在电商渠道高举高打，电商恢复高增速。

2、所得税率短期增加扰动盈利能力。毛利率方面，前三季度毛利率31.8%，同比下降2.6pp，主要由于渠道结构变化。前三季度净利率12.8%，同比下降0.6pp，主要受所得税率短期增加扰动。

3、回购注销注重股东回报，巩固供应链优势。1) 公司完成回购157万股，成交金额5988万元，已全部注销以减少注册资本。2) 蛋皇纪养殖基地一期已满产，预计二期、三期满产后日产蛋量达到120吨/天。自养鹌鹑蛋成本低于外采，且品质更优，不断巩固供应链优势。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为2.31元、2.97元、3.68元，“买入”评级。

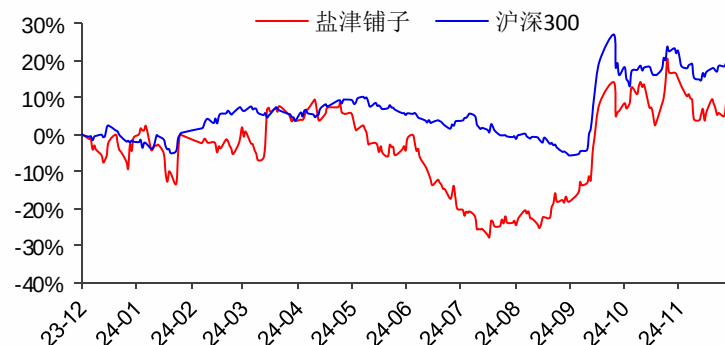
□ 风险提示

原材料价格或大幅波动；渠道拓展或不及预期；新品开拓或不及预期。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	41.15	52.41	64.60	78.61
营业收入增长率	42.22%	27.35%	23.27%	21.67%
归母净利润（亿元）	5.06	6.31	8.09	10.04
归母净利润增长率	67.76%	24.72%	28.32%	23.99%
EPS（元）	1.85	2.31	2.97	3.68
P/E	31	25	19	15

股价表现



甘源食品（002991）：渠道调整推进，盈利持续改善

□ 投资逻辑

1、产品矩阵丰富，渠道调整持续推进。1) 分品类看，老三样产品依然占据消费者心智，综合豆果、综合果仁、青豌豆、薯片、花生等产品增长情况较好。2) 分渠道看，电商渠道负责人已到位，团队搭建、产品梳理等工作持续推进，期待Q4旺季表现；KA经销转直营工作逐渐取得成效，表现优于行业；出海方面以越南市场为主，实现持续稳定增长。

2、盈利能力持续提升。2024年前三季度公司实现毛利率35.6%，同比下降0.7pp；24Q3毛利率36.8%，环比提升2.4pp，主要由于：1) 原材料价格下降；2) 渠道结构影响。公司获得高新技术企业认定，所得税率维持较低水平。前三季度实现净利率17.3%，同比提升1pp；24Q3净利率19.7%，同比提升0.3pp。

3、套保降低原料价格波动影响。公司及控股子公司拟以自有资金进行花生、白糖、棕榈油、豆油等商品期货期权的套期保值业务，有利于降低原材料价格波动对公司经营的影响。公司供应链能力持续建设，采购优势逐步提升。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为4.51元、5.39元、6.42元，“买入”评级。

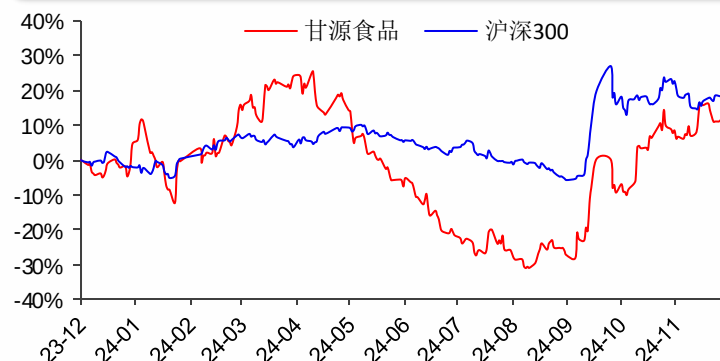
□ 风险提示

行业竞争加剧风险；新品推广或不及预期；食品安全风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	18.48	22.63	27.13	32.36
营业收入增长率	27.36%	22.51%	19.86%	19.29%
归母净利润（亿元）	3.29	4.21	5.02	5.99
归母净利润增长率	107.87%	27.80%	19.43%	19.19%
EPS（元）	3.53	4.51	5.39	6.42
P/E	25	20	16	14

股价表现



劲仔食品（003000）：溇心鹌鹑蛋蓄势待发，盈利能力延续提升

□ 投资逻辑

1、产品创新升级，全渠道推进发展。1) 分品类看，公司持续深耕休闲鱼制品、禽类制品、豆制品三大优质蛋白健康品类，通过深海鳀鱼、“周鲜鲜”短保豆干等创新升级产品持续挖掘品类价值。预计四季度推出溇心鹌鹑蛋产品，带动品类升级。前三季度小鱼干、鹌鹑蛋、肉干增速分别约为15%+、30%+、15%+。2) 分渠道看，公司坚持全渠道发展战略。精耕传统流通渠道，增加网点铺货率；积极拓展现代渠道，带动整体品牌势能提升；零食渠道通过丰富SKU获得较好增长。小包装持续增长，大包装受线上拖累增速较低。

2、盈利能力大幅提升，持续实现高质量发展。毛利率方面，前三季度毛利率30.3%，同比提升3.8pp，主要由于：1) 主要原材料、辅料、包材等价格同比均有所下降；2) 规模效应及供应链效益优化。前三季度净利率12.2%，同比提升3.2pp，持续实现高质量发展。

3、不断加强供应链能力。1) 公司关联方布局上游鹌鹑养殖基地，为公司提供定制化、高质量原材料，为鹌鹑蛋产品进一步扩充新品奠定基础。2) 2018年公司在肯尼亚投资设立子公司，2023年其生产的野生鳀鱼首次进口至中国，在全球化建设供应链方面取得了新的突破。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.70元、0.88元、1.11元，“买入”评级。

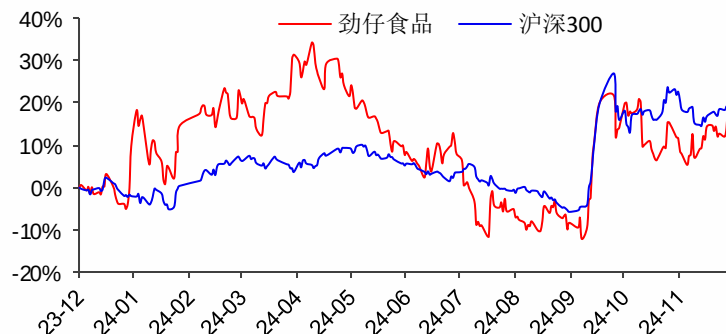
□ 风险提示

新品拓展或不及预期，原材料价格波动风险，食品安全风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	20.65	24.53	30.33	37.09
营业收入增长率	41.26%	18.76%	23.68%	22.27%
归母净利润（亿元）	2.10	3.16	3.98	5.00
归母净利润增长率	68.12%	50.87%	25.86%	25.61%
EPS（元）	0.46	0.70	0.88	1.11
P/E	30	20	16	12

股价表现



桃李面包（603866）：经营压力持续，继续推进全国化

□ 投资逻辑

1、收入端持续偏淡，各区域收入普遍下滑。分品类看，前三季度面包、月饼分别实现收入44.8亿元（-7.3%）、1.3亿元（-18.1%）。面包主业依然受需求端下滑、商超人流量减少等因素影响。

2、盈利能力逆势提升。1）前三季度毛利率23.8%，同比提升0.5pp。2）费用率基本平稳，前三季度实现销售费用率7.9%，同比下降0.1pp；管理费用率2.1%，基本持平；研发费用率0.4%，同比下降0.1pp；财务费用率0.5%，同比增加0.2pp，主要由于利息支出增加。3）前三季度整体净利率9.4%，同比提升0.3pp。

3、产能储备充足，继续推进全国化。公司已在全国22个区域建立生产基地，并向周边辐射销售，截至2024H1末拥有产能23.7万吨。逐步推进产能扩张，广西、长春、河南、上海、佛山生产基地正在建设中，预计将逐步释放新产能22.4万吨。新产能释放后将匹配市场增长的需求、扩大市场份额，同时规模效应将逐步显现。

□ 业绩预测与投资建议

预计2024/2025/2026年EPS分别为0.35元、0.39、0.41元，“持有”评级。

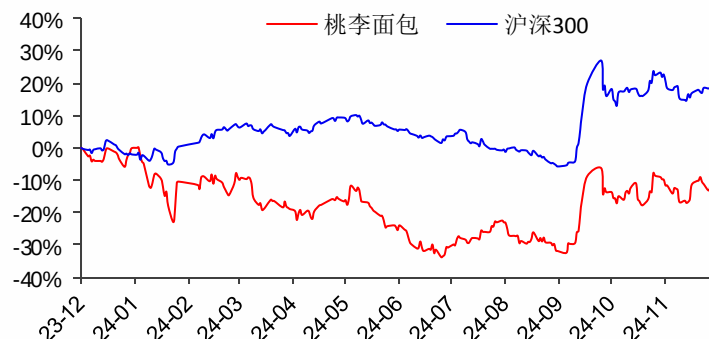
□ 风险提示

原材料价格或大幅波动；市场开拓不达预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	67.59	63.64	67.40	70.73
营业收入增长率	1.08%	-5.84%	5.92%	4.93%
归母净利润（亿元）	5.74	5.62	6.16	6.63
归母净利润增长率	-10.31%	-2.18%	9.73%	7.60%
EPS（元）	0.36	0.35	0.39	0.41
P/E	21	22	20	18

股价表现



重点公司估值表

代码	公司	股价 (元/港元)	EPS (元)				PE (倍)				投资评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600519	贵州茅台	1519.00	59.49	68.53	76.83	84.72	26	22	20	18	买入
000858	五粮液	148.04	7.78	8.58	9.46	10.52	19	17	16	14	买入
000568	泸州老窖	137.79	9.00	9.82	10.80	11.73	15	14	13	12	买入
600809	山西汾酒	199.44	8.56	10.21	11.79	13.62	23	20	17	15	买入
600779	水井坊	57.17	2.60	2.81	3.03	3.24	22	20	19	18	买入
000799	酒鬼酒	59.45	1.69	0.29	0.38	0.47	29	27	24	21	-
002304	洋河股份	83.93	6.65	5.71	5.58	6.10	13	15	15	14	买入
000596	古井贡酒	195.64	8.68	11.16	14.01	17.16	25	20	16	13	买入
603369	今世缘	49.49	2.50	2.88	3.27	3.74	20	17	15	13	买入
603198	迎驾贡酒	63.48	2.86	3.39	3.95	4.59	22	19	16	14	买入
603589	口子窖	41.37	2.87	2.69	2.90	3.19	14	15	14	13	-
600559	老白干酒	22.55	0.73	0.95	1.21	1.52	28	21	17	14	买入
603919	金徽酒	20.87	0.65	0.80	0.97	1.15	31	25	21	18	买入
002646	天佑德酒	12.22	0.19	0.13	0.20	0.29	55	77	52	35	-
600197	伊力特	18.53	0.72	0.76	0.83	0.95	23	22	20	18	买入
0291.HK	华润啤酒	26.35	1.59	1.62	1.76	1.90	17	16	15	14	买入
600600	青岛啤酒	79.00	3.13	3.27	3.55	3.84	25	24	22	21	买入
600132	重庆啤酒	67.95	2.76	2.80	2.95	3.14	25	24	23	22	买入
600887	伊利股份	29.25	1.64	1.90	1.79	1.91	18	15	16	15	买入
002946	新乳业	15.32	0.50	0.63	0.75	0.88	31	24	20	17	买入
603288	海天味业	47.18	1.01	1.12	1.24	1.37	47	42	38	34	买入

重点公司估值表

代码	公司	股价 (元/港元)	EPS (元)				PE (倍)				投资评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600872	中炬高新	24.43	2.17	0.90	1.09	1.35	11	27	22	18	买入
603027	千禾味业	13.30	0.52	0.51	0.60	0.68	26	26	22	19	持有
600305	恒顺醋业	8.62	0.08	0.13	0.15	0.16	110	65	59	54	持有
603317	天味食品	14.94	0.43	0.55	0.62	0.70	35	27	24	21	买入
002507	涪陵榨菜	15.22	0.72	0.76	0.82	0.89	21	20	19	17	买入
603345	安井食品	92.01	5.04	4.91	5.77	6.73	18	19	16	14	买入
001215	千味央厨	37.86	1.35	1.51	1.89	2.28	28	25	22	18	持有
002216	三全食品	12.89	0.85	0.68	0.72	0.77	15	19	18	17	持有
300138	晨光生物	9.28	0.99	0.31	0.75	1.16	9	29	12	8	-
9633.HK	农夫山泉	36.00	1.07	1.21	1.46	1.71	26	23	19	16	买入
9985.HK	卫龙美味	7.80	0.37	0.50	0.60	0.69	21	15	13	11	买入
600298	安琪酵母	36.78	1.46	1.57	1.80	2.06	25	23	20	18	买入
002557	洽洽食品	32.34	1.58	1.93	2.28	2.66	20	17	14	12	买入
002847	盐津铺子	56.80	1.85	2.31	2.97	3.68	31	25	19	15	买入
002991	甘源食品	88.16	3.53	4.51	5.39	6.42	25	20	16	14	买入
003000	劲仔食品	13.81	0.46	0.70	0.88	1.11	30	20	16	12	买入
603866	桃李面包	7.55	0.36	0.35	0.39	0.41	21	22	20	18	持有
000729	燕京啤酒	11.18	0.23	0.34	0.43	0.50	49	33	26	22	买入
603517	绝味食品	20.90	0.56	0.87	1.06	1.20	37	24	20	17	-



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：王书龙
执业证号：S1250523070003
电话：023-63786049
邮箱：wsl@swsc.com.cn

分析师：舒尚立
执业证号：S1250523070009
电话：023-63786049
邮箱：ssl@swsc.com.cn

分析师：杜雨聪
执业证号：S1250524070007
电话：023-63786049
邮箱：dyuc@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn				
	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	杨举	销售经理	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn