

晨曦初现，转机临近

——2025 年食品饮料行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2024 年 12 月 27 日

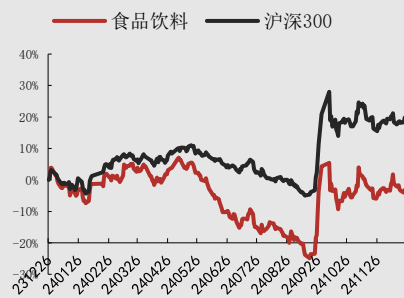
投资要点:

展望 2025 年：从市场层面来看，经过近四年的股价调整，食品饮料板块基金持仓比例不断下降，估值跌至历史底部区间，处于五年历史估值区间百分位的 10.14%，在 31 个申万一级行业中排名倒数第二，判断当前估值已充分消化悲观预期，向下空间有限，预期好转时向上动能较强。**从政策层面来看**，2024 年底中央经济工作会议将扩大内需提升至 2025 年重点工作任务的首要位置，提出“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”，表明宏观政策风向已变，2025 年将向提振消费集中发力，扩内需政策有望加码。**从经济层面来看**，2024 年社零同比增速低位徘徊，消费信心和消费意愿处于低位，居民消费支出态度趋向理性和保守，吃类消费占比提升，预计 2025 年在扩内需政策支持下，消费市场有望温和复苏。综上，预计 2025 年食品饮料行业转机临近。

白酒：库存去化阶段业绩承压，需求回暖有望缓解库存压力。当前白酒行业处于渠道库存去化阶段，白酒业绩增速放缓且分化明显，预计 2025 年业绩增速将继续放缓，但当前市场已普遍下修白酒企业盈利预期，白酒企业股价风险得到释放。2025 年白酒商务需求在经济刺激政策下有望回暖，宴席需求存在 2024 年“寡春”导致的婚宴回补需求，以及高考人数增加所带来的升学宴需求，需求增加有望缓解行业库存压力。预计随着渠道库存逐步出清，市场将提前于白酒企业报表端业绩拐点而迎来向上拐点。**从细分赛道来看**，理性消费环境下，中端和大众价位白酒逐渐显现优势，预计 2025 年复苏弹性更大，建议重点关注。**从分红来看**，白酒上市公司实际分红能力较强，政策引导下分红率有提升空间，现金流较好、分红表现较优的公司也有望获得市场青睐。

大众品：成本下降和需求回暖是主旋律。**①啤酒：成本下降提升盈利能力，餐饮复苏带动中高端啤酒需求回升。**纸箱、玻璃价格回落，同时大麦进口价格下跌，啤酒企业成本下降红利有望延续到 2025 年。我国啤酒行业处于存量竞争时代，行业增长主要来自产品结构升级，2025 年扩内需政策加码，餐饮复苏有望带动啤酒即饮渠道需求回暖，而即饮渠道是中高端啤酒消费的主要场景，预计中高端啤酒的消费有望回升。**建议关注高端化布局具备成长空间的啤酒龙头。****②调味品：成本红利延续，复合、健康需求方兴未艾。**大豆价格持续下降，其他主要原材料价格也波动下降，预计 2025 年多数原材料价格处于低位，为行业兑现更多利润空间。B 端餐饮需求在消费刺激政策下有望回暖，C 端家庭需求延续健康化趋势，中长期来看，复合调味品切中 B/C 端多种痛

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

业绩增速下降，白酒分化加剧

24Q3 食品饮料重仓比例小幅下降，白酒龙头两极分化

政策多管齐下，有望提振居民消费

分析师：

陈雯

执业证书编号：

S0270519060001

电话：

02032255207

邮箱：

chenwen@wlzq.com.cn

点，调味品复合化是行业发展重要趋势。建议关注业绩较好、在复合调味品和健康食品领域合理布局的调味品企业。

③乳制品：
成本向上拐点临近，价格战有望趋缓。需求放缓导致乳制品行业营收有所回落，预计 2025 年随着渠道库存的逐步清理，以及消费刺激政策下乳制品需求的回暖，乳制品行业销售收入能恢复到低个位数的增长。原奶价格自 2021 年下半年以来持续下降，预计 2025 年原奶成本向上拐点临近，乳企仍能享受成本红利，且价格战有望趋缓，损失计提有望降低。建议关注业绩表现较好的乳制品龙头。

④零食：量贩模式继续推高行业景气度，预计边际增速放缓。量贩零食店的兴起，倒逼对流量敏感的零食企业进行改革，包括强化供应链、品类聚焦、提升管理效率等方式降低成本，大多数与量贩零食店合作并积极变革的企业业绩表现亮眼。当前量贩零食店仍处于扩张中，预计 2025 年将继续推高零食行业景气度，但预计边际增速放缓，因此零食个股的业绩增长将出现分化。长期来看，此轮由量贩零食店引发的零食渠道变革，成为零食企业重新洗牌的机会，将倒逼零食企业积极变革，将有效提升零食企业自身的竞争力。建议重点关注在此轮渠道变革中表现优秀的零食企业。

风险因素：经济增长不及预期风险，政策风险，食品安全风险。

正文目录

1 2024 年回顾	6
1.1 业绩回顾	6
1.2 行情回顾	8
2 2025 年展望	9
2.1 市场层面：估值已充分消化悲观预期，预期好转时向上动能较强	9
2.2 政策层面：宏观政策转向消费端，促消费政策有望加码	12
2.3 经济层面：政策加码下，2025 年消费市场有望温和复苏	14
3 投资机会梳理	16
3.1 白酒：库存去化阶段业绩承压，需求回暖有望缓解库存压力	16
3.1.1 白酒处于去库存周期，2025 年库存压力有望缓解	16
3.1.2 头部品牌集中趋势明显，大众价位成长较优	18
3.1.3 白酒企业现金流较优，分红有望逐步提升	19
3.2 大众品：成本下降和需求回暖是主旋律	20
3.2.1 啤酒：成本下降提升盈利能力，餐饮复苏带动中高端啤酒需求回升	20
3.2.2 调味品：成本红利延续，复合、健康需求方兴未艾	25
3.2.3 乳制品：成本向上拐点临近，价格战有望趋缓	30
3.2.4 零食：量贩模式继续推高行业景气度，预计边际增速放缓	32
4 投资建议	36
5 风险提示	37
图表 1：申万一级行业 2024Q1-3 营收增速(%)	6
图表 2：申万一级行业 2024Q1-3 归母净利润增速(%)	6
图表 3：2018Q1-3-2024Q1-3 食品饮料板块营收及同比	6
图表 4：2018Q1-3-2024Q1-3 食品饮料板块归母净利润及同比	6
图表 5：2018Q1-3-2024Q1-3 食品饮料板块 ROE (%)	7
图表 6：2018Q1-3-2024Q1-3 食品饮料板块毛利率&净利率	7
图表 7：2018Q1-3-2024Q1-3 食品饮料板块费用率	7
图表 8：2024Q1-3 食品饮料申万三级行业营收与归母净利润增速	8
图表 9：申万一级行业 2024 年 1-11 月涨跌幅(%)	8
图表 10：食品饮料子板块 2024 年 1-11 月股价涨跌幅(%)	9
图表 11：申万一级行业当前 PE 估值在五年历史估值区间的位置（按估值所在百分位从高到低排序）	9
图表 12：申万食品饮料三级行业当前 PE 估值在五年历史估值区间的位置（按估值所在百分位从高到低排序）	10
图表 13：23Q3-24Q3 各申万一级行业基金重仓比例 (%)	10
图表 14：食品饮料行业 2018Q1-2024Q3 重仓比例及均值	11
图表 15：食品饮料子板块 2018Q1-2024Q3 重仓比例占比	12
图表 16：中国 GDP 增长贡献率	12
图表 17：A 股主要指数走势图	13
图表 18：中国百城样本住宅月度平均价格及环比	13
图表 19：中国社会消费品零售总额月度同比	14
图表 20：中国 CPI 月度同比	14
图表 21：2024 年 1-11 月社会消费品零售总额主要数据	14

图表 22:	居民人均可支配收入及同比增速	15
图表 23:	居民边际消费倾向 (%)	15
图表 24:	中国居民新增存款累计同比增速	15
图表 25:	消费者信心指数	15
图表 26:	白酒板块单季度营业收入及同比	16
图表 27:	白酒板块单季度归母净利润及同比	16
图表 28:	次高端白酒企业 2024Q1-3 营收同比增速 (%)	16
图表 29:	中端/大众白酒企业 2024Q1-3 营收同比增速 (%)	16
图表 30:	白酒企业成品酒库存量处于历史高位	17
图表 31:	近两年白酒行业产量收缩明显 (万千升)	17
图表 32:	我国婚姻登记人数 (万对)	18
图表 33:	全国 18 岁人口数及高考报名人数情况	18
图表 34:	2023 年和 2024 年 Q1-Q3 各档次白酒业绩情况 (%)	18
图表 35:	白酒行业规模以上企业数量	19
图表 36:	白酒企业具备现金分红的财务基础	20
图表 37:	2018Q1-3-2024Q1-3 啤酒板块营收及同比	21
图表 38:	2018Q1-3-2024Q1-3 啤酒板块归母净利润及同比	21
图表 39:	2018Q1-3-2024Q1-3 啤酒板块 ROE (%)	21
图表 40:	2018Q1-3-2024Q1-3 啤酒板块毛利率&净利率	21
图表 41:	2023-2024 餐饮收入当月值及同比	22
图表 42:	2023-2024 限额以上企业餐饮收入当月值及同比	22
图表 43:	啤酒生产成本构成	22
图表 44:	瓦楞纸出厂价 (元/吨)	23
图表 45:	中国平板玻璃市场价 (元/吨)	23
图表 46:	打包易拉罐平均价(元/吨, 不含税)	23
图表 47:	铝价 (元/吨)	23
图表 48:	中国大麦进口平均单价 (美元/吨)	24
图表 49:	主要啤酒上市公司啤酒销售均价(元/吨)	25
图表 50:	主要啤酒上市公司啤酒销售价格同比增速	25
图表 51:	2018Q1-3-2024Q1-3 调味品板块营收及同比	25
图表 52:	2018Q1-3-2024Q1-3 调味品板块归母净利润及同比	25
图表 53:	2018Q1-3-2024Q1-3 调味品板块 ROE (%)	26
图表 54:	2018Q1-3-2024Q1-3 调味品板块毛利率&净利率	26
图表 55:	2024 年上半年调味品企业下游渠道占比	26
图表 56:	调味品消费场景	27
图表 57:	2024 年 9 月以后各地餐饮消费券政策	27
图表 58:	2024 年消费者期望调味品未来改善方向	28
图表 59:	中国典型调味品企业健康化产品布局情况	28
图表 60:	复合调味品切中 B/C 端多种痛点	29
图表 61:	2023-2024 大豆现货价 (元/吨)	29
图表 62:	2023-2024 白砂糖现货价 (元/吨)	29
图表 63:	2023-2024 化纤价格: 聚酯切片 (元/吨)	30
图表 64:	2023-2024 玻璃现货价 (元/平方米)	30
图表 65:	2018Q1-3-2024Q1-3 乳制品板块营收及同比	30
图表 66:	2018Q1-3-2024Q1-3 乳制品归母净利润及同比	30
图表 67:	2018Q1-3-2024Q1-3 乳制品板块 ROE (%)	31
图表 68:	2018Q1-3-2024Q1-3 乳制品板块毛利率&净利率	31

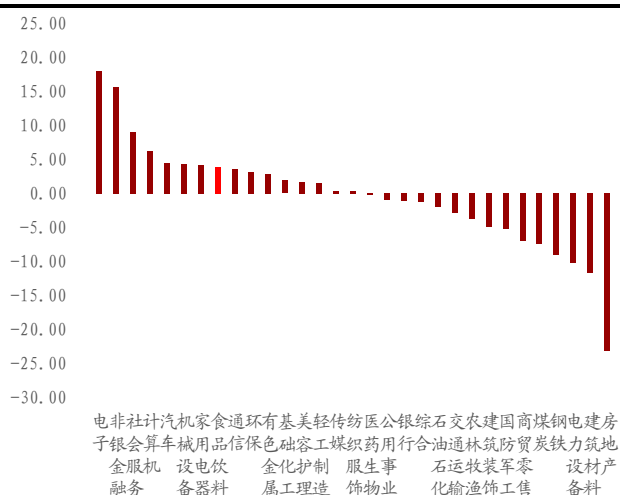
图表 69: 全国乳制品产量及同比	31
图表 70: 居民人均奶类食品消费量及同比	31
图表 71: 国内原奶产量变化	32
图表 72: 国内原奶价格变化 (元/公斤)	32
图表 73: 主要乳制品企业毛利率 (%)	32
图表 74: 主要乳制品企业销售费用率 (%)	32
图表 75: 零食板块单季度营收及同比	33
图表 76: 零食板块单季度归母净利润及同比	33
图表 77: 我国量贩零食店行业市场规模	33
图表 78: 零食供应路径	34
图表 79: 零食企业与量贩零食店合作情况	35
图表 80: 零食企业 2021-2024Q1-Q3 营收和增速情况	35
图表 81: 零食企业 2021-2024 Q1-Q3 归母净利润和增速情况	36

1 2024 年回顾

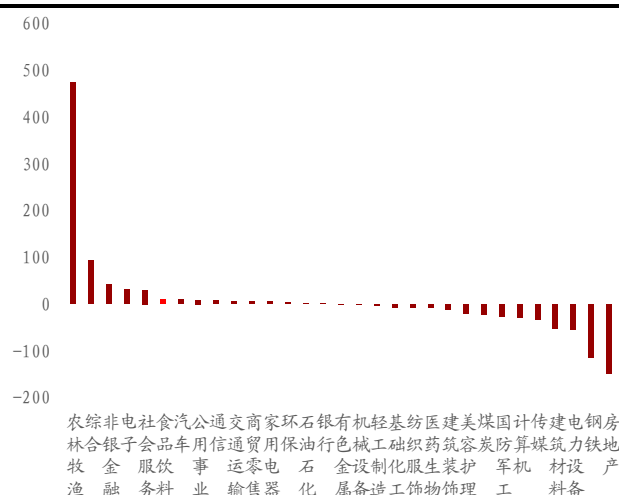
1.1 业绩回顾

食品饮料板块业绩保持正增长，但增速放缓。2024Q1-3申万食品饮料板块营业收入合计8294.26亿元，同比增长3.90%，增速较去年同期下降4.92pcts，在申万一级行业中排名第8；归母净利润合计1791.10亿元，同比增长10.48%，增速较去年同期下降4.80pcts，在申万一级行业中排名第6。

图表1: 申万一级行业2024Q1-3营收增速(%)



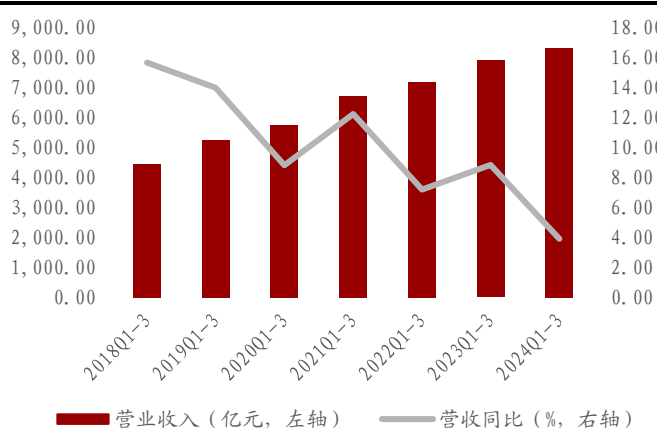
图表2: 申万一级行业2024Q1-3归母净利润增速(%)



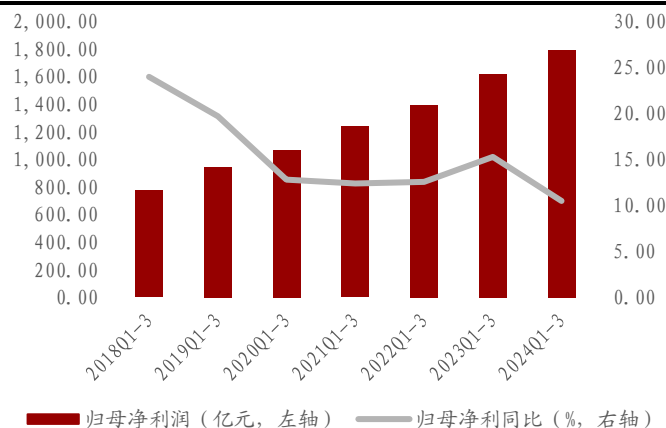
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表3: 2018Q1-3-2024Q1-3食品饮料板块营收及同比



图表4: 2018Q1-3-2024Q1-3食品饮料板块归母净利润及同比

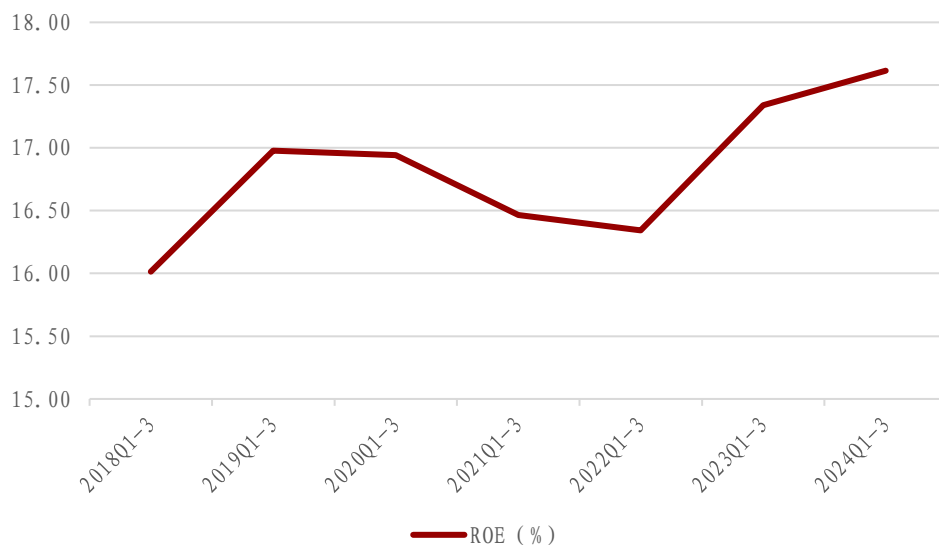


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

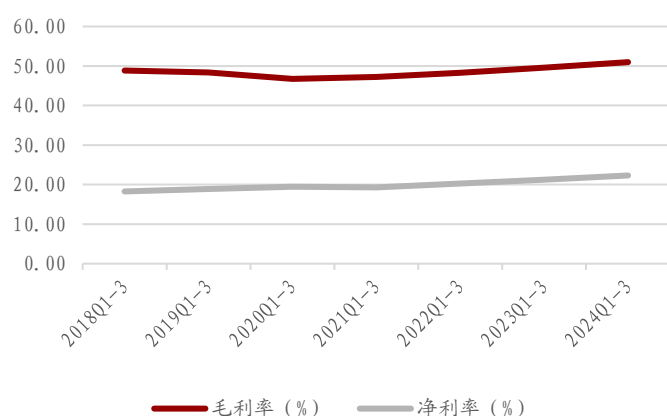
食品饮料板块盈利能力持续提升，费用率小幅波动。2024Q1-3食品饮料板块ROE、毛利率与净利率延续上升形势，2024Q1-3食品饮料板块ROE为17.61%，同比+0.27pcts；毛利率、净利率分别为50.97%、22.31%，同比+1.37pcts、+1.07pcts；销售费用率和财务费用率上升，分别为11.33%（YoY+0.18pcts）、-0.68%（YoY+0.01pcts），管理费用率和研发费用率略有下行，分别为4.77%（YoY-0.14pcts）、0.69%（YoY-0.01pcts）。

图表5: 2018Q1-3-2024Q1-3食品饮料板块ROE (%)



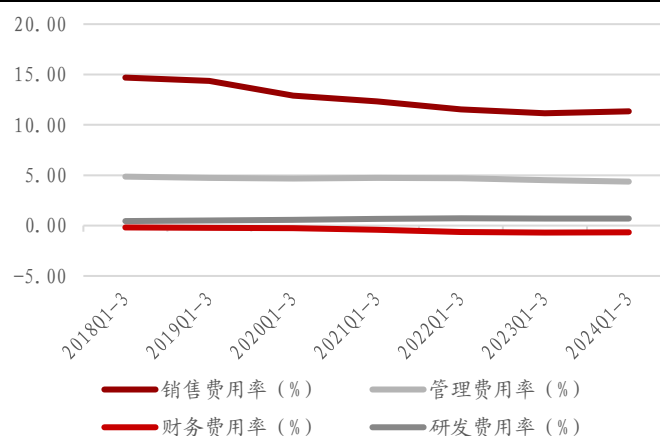
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表6: 2018Q1-3-2024Q1-3食品饮料板块毛利率&净利率



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表7: 2018Q1-3-2024Q1-3食品饮料板块费用率



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

前三季度零食、软饮料与白酒营收增速可观, 调味发酵品、零食与软饮料利润增速亮眼。2024Q1-3食品饮料行业申万三级子板块中, 零食、软饮料与白酒营收增速居前列, 营收增速分别为58.03%、12.52%和9.24%; 调味发酵品、零食与软饮料归母净利润增速居前, 归母净利润增速分别为41.27%、26.88%和24.27%。

图表8: 2024Q1-3食品饮料申万三级行业营收与归母净利润增速

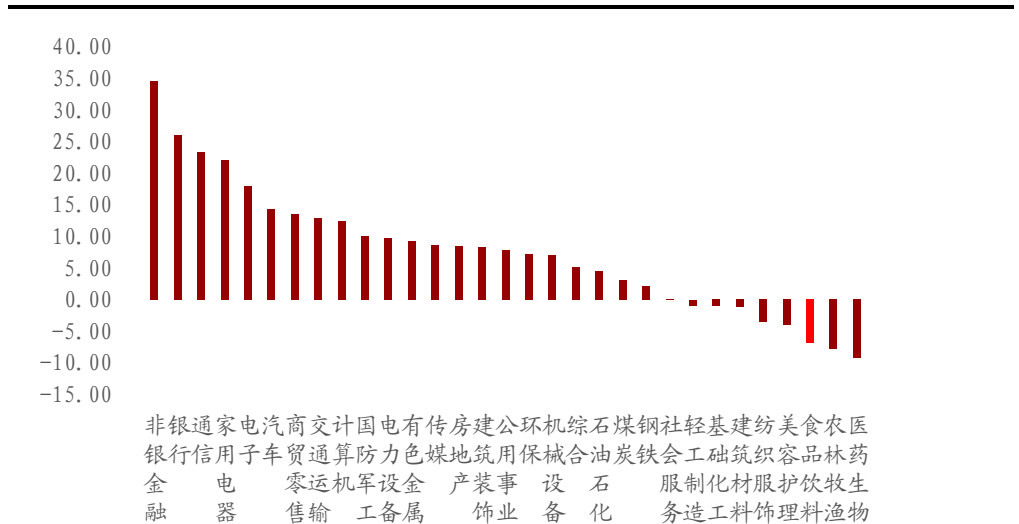
2024 Q1-3 营收增速			2024 Q1-3 归母净利润增速		
序号	行业	增速(%)	序号	行业	增速(%)
1	零食	58.03	1	调味发酵品Ⅲ	41.27
2	软饮料	12.52	2	零食	26.88
3	白酒Ⅲ	9.24	3	软饮料	24.27
4	调味发酵品Ⅲ	7.25	4	肉制品	15.10
5	烘焙食品	-0.23	5	白酒Ⅲ	10.68
6	啤酒	-1.91	6	啤酒	7.73
7	预加工食品	-2.16	7	乳品	6.78
8	其他酒类	-4.28	8	熟食	4.09
9	肉制品	-5.29	9	烘焙食品	-4.06
10	熟食	-8.72	10	预加工食品	-7.76
11	乳品	-8.79	11	其他酒类	-27.80
12	保健品	-10.18	12	保健品	-39.75

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

1.2 行情回顾

2024年前11个月A股行业上涨板块居多, 食品饮料板块下跌6.90%, 表现弱于市场。2024年1-11月, A股行业上涨板块居多, 31个申万一级行业中有23个行业指数上涨, 8个行业指数下跌。食品饮料板块表现相对落后, 食品饮料行业指数下跌6.90%, 涨幅在申万31个一级行业中排名倒数第三。

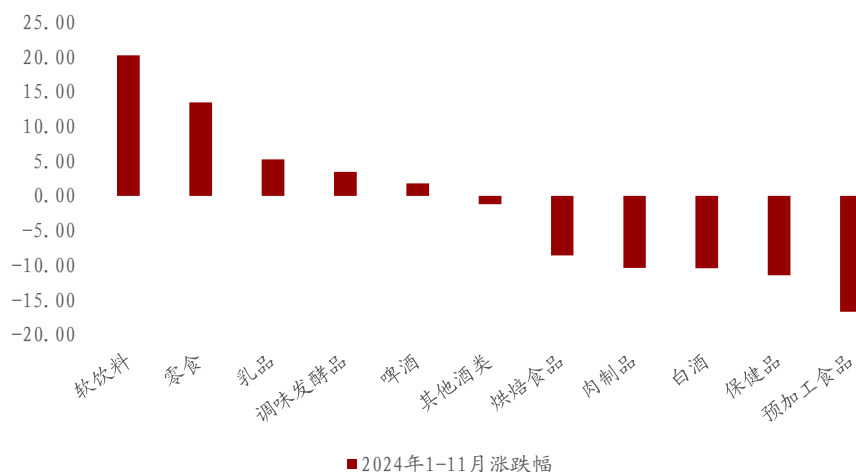
图表9: 申万一级行业2024年1-11月涨跌幅(%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2024年1-11月食品饮料子板块股价分化明显, 软饮料、零食板块股价表现最好。软饮料、零食、乳品、调味品、啤酒板块股价指数上涨, 预加工食品、保健品、白酒、肉制品、烘焙食品、其他酒类板块指数下跌。其中, 软饮料(+26.88%)、零食(+13.44%)涨幅超过10%, 预加工食品(-7.76%)、保健品(-11.46%)、白酒(-10.44%)、肉制品(-10.40%)跌幅超过10%, 软饮料板块的涨幅主要是由东鹏饮料股价上涨带动。

图表10: 食品饮料子板块2024年1-11月股价涨跌幅(%)



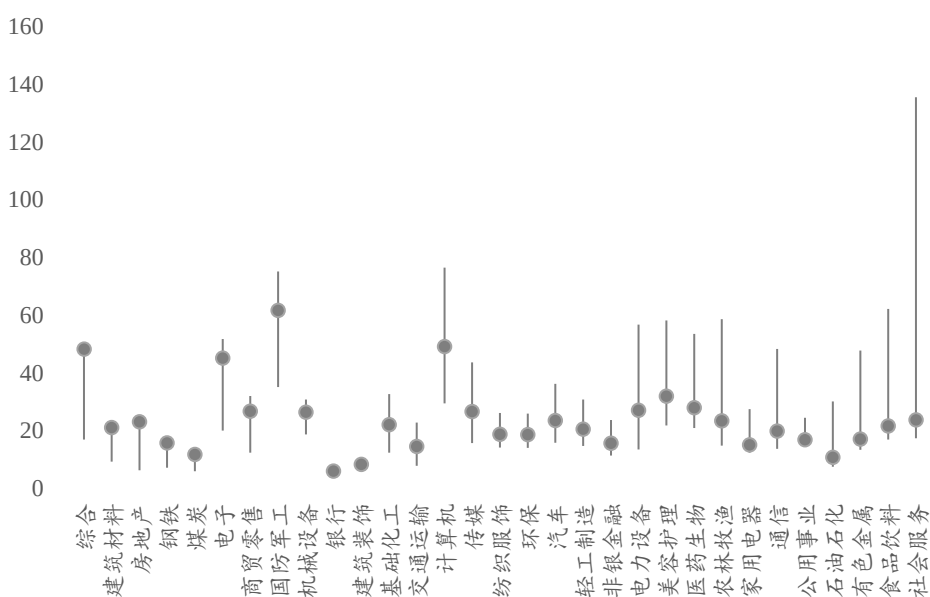
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2 2025 年展望

2.1 市场层面: 估值已充分消化悲观预期, 预期好转时向上动能较强

食品饮料指数估值跌至历史底部区间, 估值下降空间有限。当前, 食品饮料指数在五年历史估值区间中的估值百分位为10.14%, 在31个申万一级行业中排名倒数第二, 跌至历史底部区间。细分赛道来看, 食品饮料申万三级行业中, 除软饮料、保健品外的其余行业估值均低于30%, 其中调味发酵品、白酒、啤酒及其他酒类估值百分位低于10%。我们认为食品饮料板块经过近4年的下跌, 估值已充分消化了市场悲观预期, 进一步下降的空间有限, 预期好转时向上动能较强。

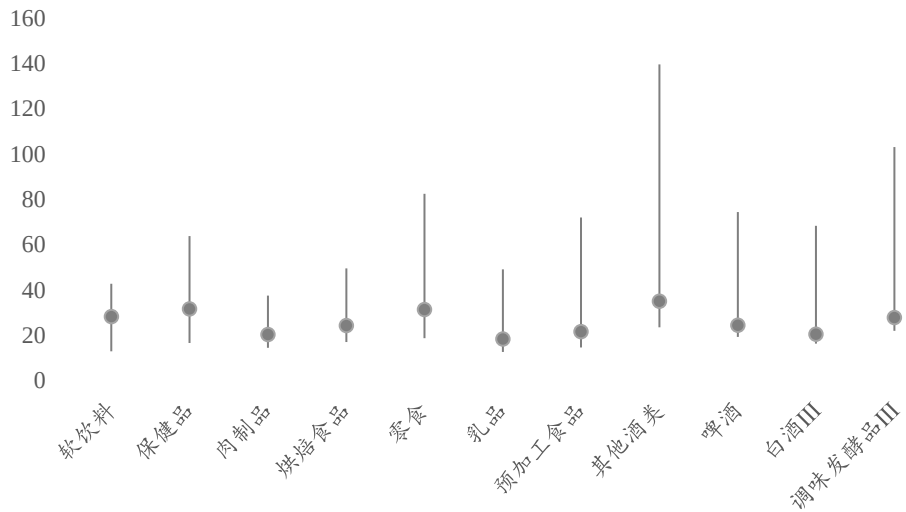
图表11: 申万一级行业当前 PE 估值在五年历史估值区间的位置 (按估值所在百分位从高到低排序)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

备注: 数据截至2024年11月30日

图表12: 申万食品饮料三级行业当前 PE 估值在五年历史估值区间的位置 (按估值所在百分位从高到低排序)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

备注: 数据截至2024年11月30日

食品饮料行业重仓比例处于历史底部区域, 一旦预期好转有较大的上升空间。根据基金重仓持股数据 (本文剔除港股标的), 2024年食品饮料行业重仓比例逐季环比下降, 2024Q1为6.46%, 2024Q2为5.01%, 2024Q3为4.98%。在31个申万一级行业中, 食品饮料重仓比例排名从此前的第一名降为第二名。相较于历史水平, 食品饮料行业当前重仓比例远低于5年均值 (7.46%), 处于历史底部区域, 一旦市场预期好转, 有较大的上升空间。

图表13: 23Q3-24Q3 各申万一级行业基金重仓比例 (%)

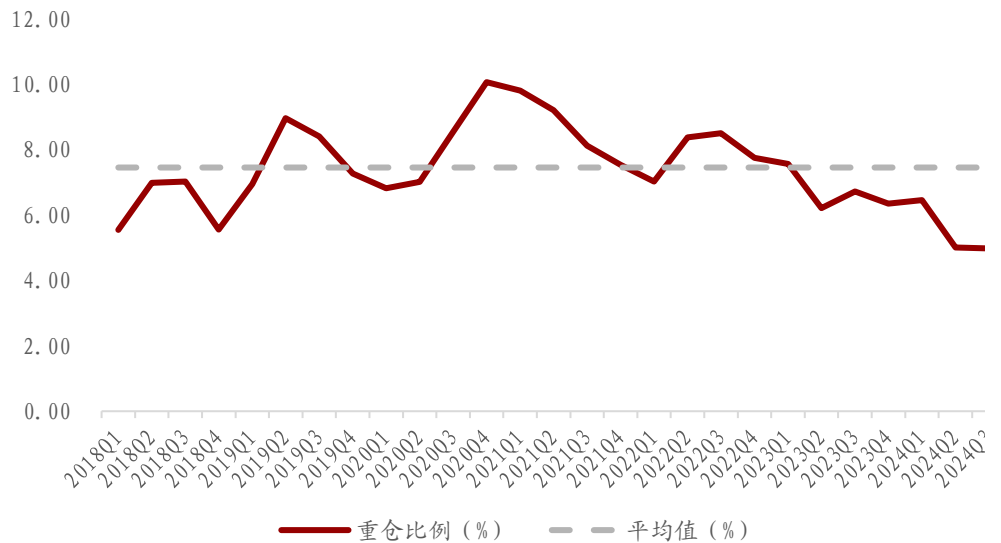
2023Q3		2023Q4		2024Q1		2024Q2		2024Q3	
行业名称	重仓比例	行业名称	重仓比例	行业名称	重仓比例	行业名称	重仓比例	行业名称	重仓比例
食品饮料	6.73	食品饮料	6.35	食品饮料	6.46	电子	6.17	电子	5.68
医药生物	5.51	电子	6.13	电子	5.20	食品饮料	5.01	食品饮料	4.98
电子	5.29	医药生物	6.00	医药生物	4.79	医药生物	4.28	电力设备	4.86
电力设备	4.92	电力设备	4.33	电力设备	4.59	电力设备	4.21	医药生物	3.98
计算机	2.41	计算机	2.23	有色金属	2.33	有色金属	2.28	非银金融	2.55
非银金融	2.07	非银金融	1.84	银行	1.84	银行	2.10	银行	2.12
汽车	1.83	有色金属	1.71	非银金融	1.74	非银金融	1.83	有色金属	1.96
银行	1.65	汽车	1.69	汽车	1.69	家用电器	1.82	家用电器	1.93
有色金属	1.59	机械设备	1.54	家用电器	1.65	汽车	1.81	汽车	1.87
国防军工	1.47	银行	1.43	计算机	1.59	通信	1.70	通信	1.60
机械设备	1.44	国防军工	1.40	机械设备	1.37	公用事业	1.38	国防军工	1.17
家用电器	1.25	家用电器	1.26	通信	1.35	机械设备	1.28	机械设备	1.05
通信	1.22	基础化工	1.10	国防军工		国防军工	1.24	公用事业	0.99
基础化工	1.18	通信	0.97	公用事业	1.07	计算机	1.09	计算机	0.98
交通运输	0.82	农林牧渔	0.84	基础化工	0.99	基础化工	0.97	基础化工	0.85
农林牧渔	0.62	公用事业	0.76	交通运输	0.87	交通运输	0.88	交通运输	0.68

公用事业	0.62	交通运输	0.72	农林牧渔	0.77	农林牧渔	0.72	农林牧渔	0.53
房地产	0.58	煤炭	0.58	煤炭	0.61	煤炭	0.68	房地产	0.48
传媒	0.54	房地产	0.45	石油石化	0.49	石油石化	0.47	煤炭	0.46
石油石化	0.49	传媒	0.41	传媒	0.44	传媒	0.34	传媒	0.37
煤炭	0.45	石油石化	0.35	房地产	0.36	房地产	0.33	石油石化	0.28
建筑装饰	0.43	轻工制造	0.28	轻工制造	0.34	轻工制造	0.26	轻工制造	0.22
建筑材料	0.31	建筑装饰	0.27	建筑装饰	0.24	建筑装饰	0.25	建筑装饰	0.20
轻工制造	0.28	社会服务	0.22	纺织服饰	0.21	钢铁	0.19	纺织服饰	0.14
社会服务	0.27	钢铁	0.19	商贸零售	0.20	纺织服饰	0.17	建筑材料	0.14
商贸零售	0.26	纺织服饰	0.19	钢铁	0.18	建筑材料	0.17	社会服务	0.12
钢铁	0.19	建筑材料	0.19	社会服务	0.16	商贸零售	0.14	商贸零售	0.12
纺织服饰	0.18	商贸零售	0.18	建筑材料	0.16	环保	0.13	钢铁	0.11
美容护理	0.18	美容护理	0.12	美容护理	0.14	社会服务	0.12	环保	0.10
环保	0.13	环保	0.11	环保	0.13	美容护理	0.11	美容护理	0.10
综合	0.02	综合	0.02	综合	0.03	综合	0.02	综合	0.02

资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 行业(板块)基金重仓比例=行业(板块)个股持股市值占基金股票投资市值比之和, 下同

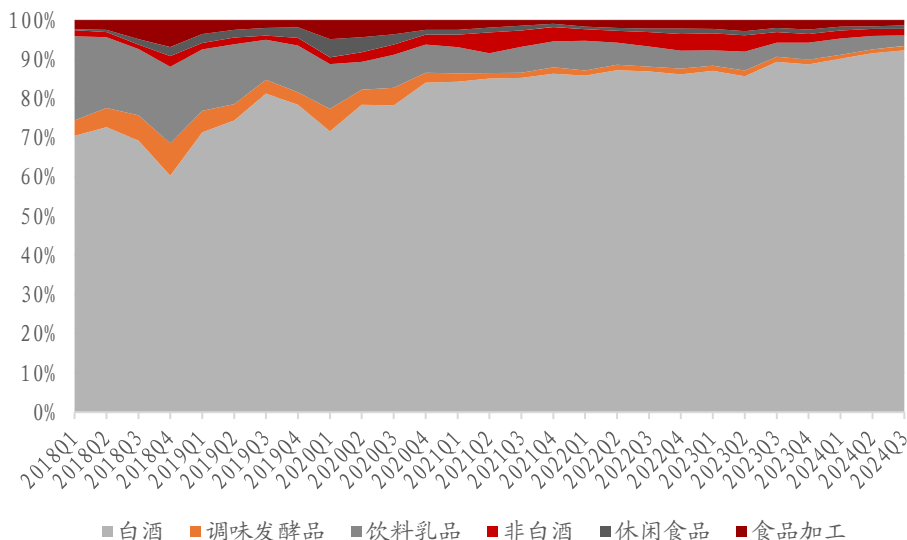
图表14: 食品饮料行业 2018Q1-2024Q3 重仓比例及均值



资料来源: Wind, 万联证券研究所

从食品饮料内部各子板块基金重仓占比来看,白酒占比提升,大众品占比下降。白酒重仓比例在食品饮料行业中占比不断上升,2024Q3占比达92.30%;大众品板块占比近年来不断下降,其中非白酒板块在2021年以来占比提升,但从2023Q2起占比有所下滑,2024Q3占比为1.64%;调味发酵品板块重仓比例2024年有所提升,2024Q3占比为1.09%;饮料乳品及食品加工板块重仓比例均有明显下降趋势,休闲食品重仓比例2024年有所上升,调味发酵品及休闲食品板块占比持续垫底。

图表15: 食品饮料子板块 2018Q1-2024Q3 重仓比例占比

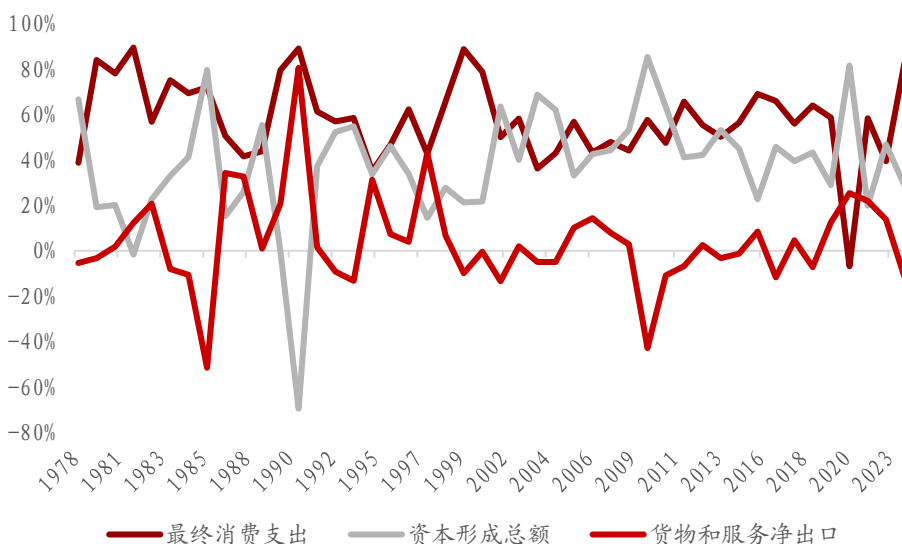


资料来源: Wind, 同花顺, 万联证券研究所

2.2 政策层面: 宏观政策转向消费端, 促消费政策有望加码

从近几年中国GDP增长贡献率来看, 消费对GDP的拉动作用占比较大。自2011年以来, 消费对GDP的增长贡献率只有2013和2022年略低于资本形成总额, 以及2020年由于疫情大幅下滑甚至出现负贡献, 其他年份最终消费支出在中国GDP增长贡献率中都是占比最高。2023年消费对GDP增长的贡献率达到82.51%, 为2000年以来的最高水平, 表明在当前经济背景下, 消费对GDP增长的重要性进一步提升。

图表16: 中国 GDP 增长贡献率



资料来源: Wind, 万联证券研究所

多方面政策密集出台有望提振市场信心及消费能力。2024年下半年以来, 经济刺激政策持续加码。2024年9月24日, 中国国务院新闻办公室发布了一系列重磅金融政策, 主要涉及股市和楼市, 包括①降准50个bp; ②降低OMO利率20个bp; ③降存量房贷利

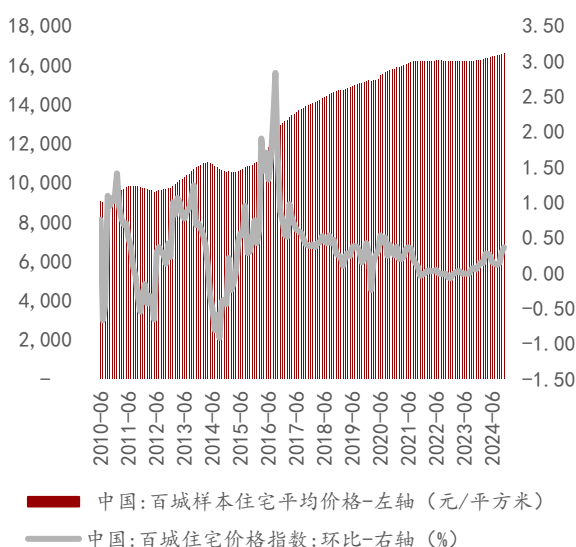
率50个bp；④第二套房首付比例降低至15%；⑤推出股票回购增持再贷款工具，支持上市公司和主要股东回购和增持股票，首期规模3000亿元；⑥创设互换便利工具，支持符合条件的证券、基金、保险公司使用自身拥有的债券、股票ETF、沪深300成份股作为抵押，从中央银行换入国债、央行票据等高流动性资产，机构通过这个工具获取的资金只能用于投资股票市场，首期规模是5000亿；⑦支持上市公司基于转型升级为目标的跨行业并购及对未盈利资产的收购；⑧给国有六大行补充核心资本。政策发布之后，A股市场出现明显的上涨趋势，楼市也有所回暖，中国百城样本住宅平均价格在此次政策发布后出现上涨，9月份环比增长14%，10月份环比增长29%，11月份环比增长36%。政策对股市和楼市有正面影响，有利于居民资产端修复，增强消费能力从而刺激消费行业回暖。

图表17: A股主要指数走势图



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表18: 中国百城样本住宅月度平均价格及环比



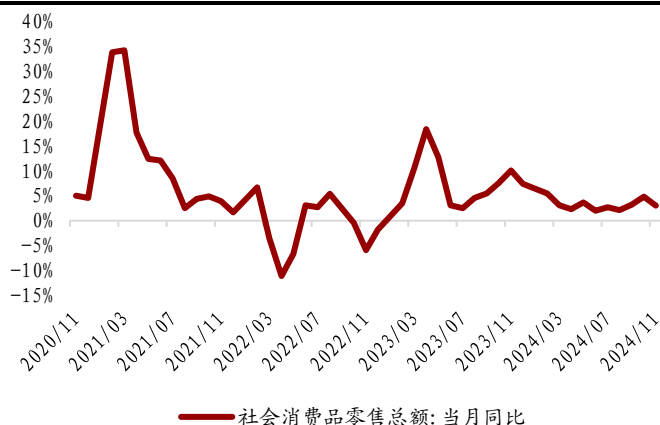
资料来源: Wind, 万联证券研究所

展望2025年,宏观政策向提振消费集中发力,扩内需成为重中之重。2024年12月政治局会议强调,实施更加积极有为的宏观政策,扩大国内需求,稳定预期、激发活力,推动经济持续回升向好;要大力提振消费,提高投资效益,全方位扩大国内需求。随后召开的中央经济工作会议对2025年的经济任务做出部署,在重点任务方面,将扩大内需从上一年第二位提升至首位,提出“大力提振消费、提高投资效益,全方位扩大国内需求”,并制定了一基础、两抓手的措施方向,表明宏观政策风向已变,向提振消费集中发力,扩内需成为重中之重。①增加居民收入仍然是提振消费的基础与关键,提高消费能力、增强消费信心,离不开居民收入的可持续提升。2024年会议首提“稳住楼市股市,防范化解重点领域风险和外部冲击,稳定预期、激发活力”,意在稳定价格、防范风险,将对居民财富产生积极影响,促进消费增长。同时,会议在增收方面特别提及“适当提高退休人员基本养老金,提高城乡居民基础养老金,提高城乡居民医保财政补助标准”,希望带动养老服务、文化旅游等相关产业的发展,打造新的消费增长点。②加力扩围实施“两新”政策,预计2025年“两新”政策有望延续,巩固今年以来“两新”政策取得的良好成效,加力破解有效需求不足的挑战。③扩大服务消费,促进文化旅游业发展,发挥文旅产业链的带动作用,积极培育首发经济、冰雪经济、银发经济等具有较大潜力和综合效应强的消费领域,形成产业、就业、收入、消费的良性循环,为经济回暖走强提供强有力的支持。

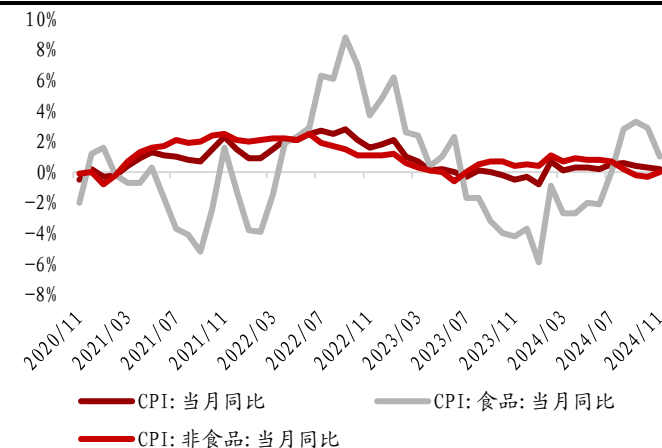
2.3 经济层面：政策加码下，2025 年消费市场有望温和复苏

2024年社零同比增速在低位徘徊，消费市场整体疲软。2024年我国社零月度同比增速呈现U型走势，整体在低位徘徊。我国CPI同比也处于低位，1月CPI为-0.80%，此后CPI由负转正，在0.10%-0.70%之间低位震荡，其中食品CPI月度同比波动较大，由年初-5.90%转为年末1.00%左右的水平。总体来看，2024年我国消费市场较为疲软。

图表19：中国社会消费品零售总额月度同比



图表20：中国CPI月度同比



资料来源：国家统计局，同花顺，万联证券研究所

资料来源：国家统计局，同花顺，万联证券研究所

吃类消费占比提升，凸显刚性消费属性。商品零售方面，包括限额以上单位粮油、食品类、饮料类、烟酒类的吃类商品零售额1-11月累计同比增长12.6%，11月份同比增长9.4%。作为刚需消费，2024年1-11月限额以上吃类商品零售额合计占比为17.6%，比去年同期占比增长0.9pcts。**餐饮消费收入方面**，1-11月累计同比增速5.7%，占社零总额比例为11.3%，比去年同期占比增长0.2pcts。表明吃类消费相对于其他类型的产品消费具备更强的韧性。

图表21：2024 年 1-11 月社会消费品零售总额主要数据

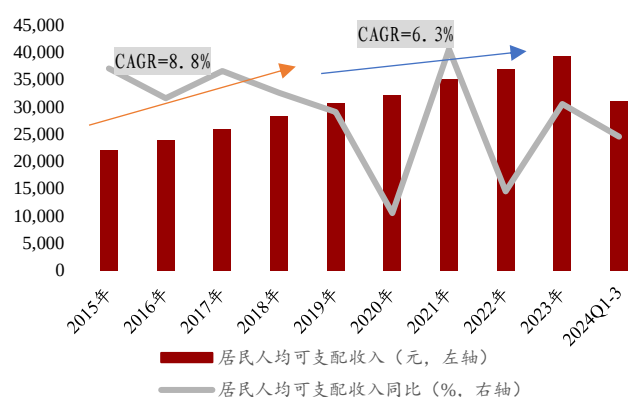
指标	2024 年 11 月		2024 年 1-11 月	
	数额（亿元）	同比增长（%）	数额（亿元）	同比增长（%）
社会消费品零售总额	43763	3.0	442723	3.5
其中：除汽车以外的消费品零售额	38998	2.5	397960	3.7
其中：限额以上单位消费品零售额	17748	1.3	173398	2.6
其中：实物商品网上零售额	-	-	118059	6.8
按经营地分				
城镇	37596	2.9	382720	3.3
乡村	6167	3.2	60003	4.3
按消费类型分				
餐饮收入	5802	4.0	50169	5.7
餐饮收入占比（%）	13.3%	0.1%	11.3%	0.2%
其中：限额以上单位餐饮收入	1297	2.5	13902	3.1
商品零售	37961	2.8	392554	3.2
其中：限额以上单位商品零售	16451	1.2	159496	2.5
粮油、食品类	1894	10.1	19586	9.9

饮料类	255	-4.3	2939	3.2
烟酒类	511	-3.1	5524	5.2
吃类商品合计	2660	9.4	28049	12.6
吃类商品占比 (%)	16.2%	0.7%	17.6%	0.9%

资料来源：国家统计局，万联证券研究所

消费信心和消费意愿处于低位，政策支持下有望得到一定修复。疫情至今居民人均可支配收入年复合增速（2019-2023年CAGR=6.3%）低于疫情前水平（2015-2019年CAGR=8.8%），居民边际消费倾向在2020年大幅下降后，近几年不断波动，2024年Q1-Q3的居民边际消费倾向比2023年有所下降。当前经济弱复苏的宏观环境下，就业形势的严峻使得居民对未来收入的不确定性增加，楼市、股市下跌也造成居民财富受损，使得消费者信心指数降至低位，叠加债务刚性的影响，约束了居民消费表现。根据2024年年底的中央经济工作会议内容，预计2025年财政政策和货币政策较2024年更加积极，且扩大内需成为2025年的头号重点工作任务，在政策支持下，消费市场有望温和复苏，消费信心和消费意愿可能好于2024年。

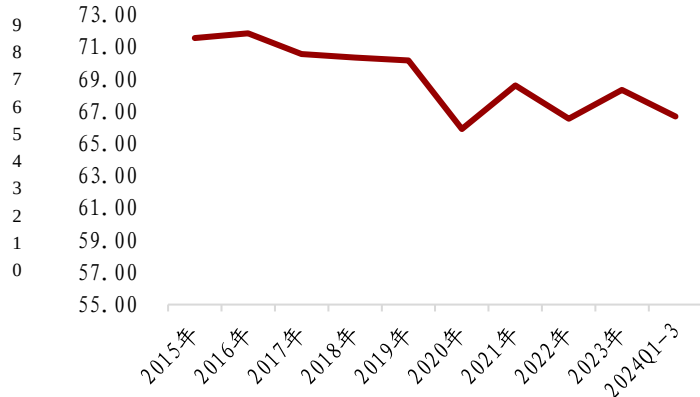
图表22：居民人均可支配收入及同比增速



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：CAGR按照名义人均可支配收入计算

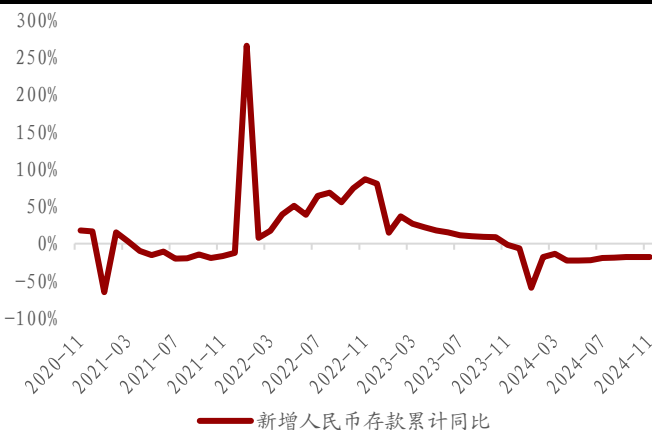
图表23：居民边际消费倾向 (%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

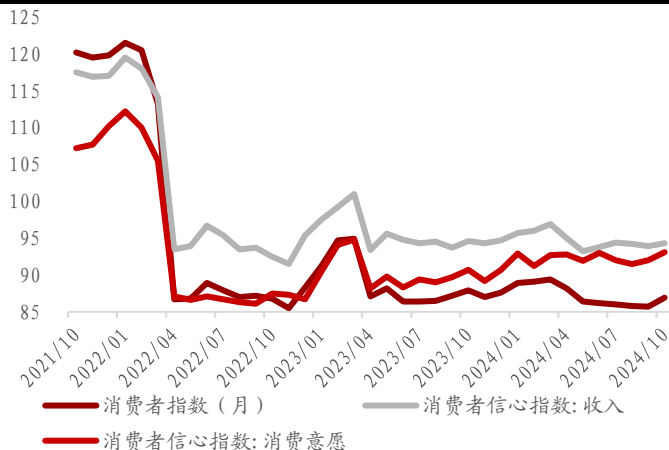
注：居民边际消费倾向=居民人均消费支出/居民人均可支配收入

图表24：中国居民新增存款累计同比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表25：消费者信心指数



资料来源：同花顺，万联证券研究所

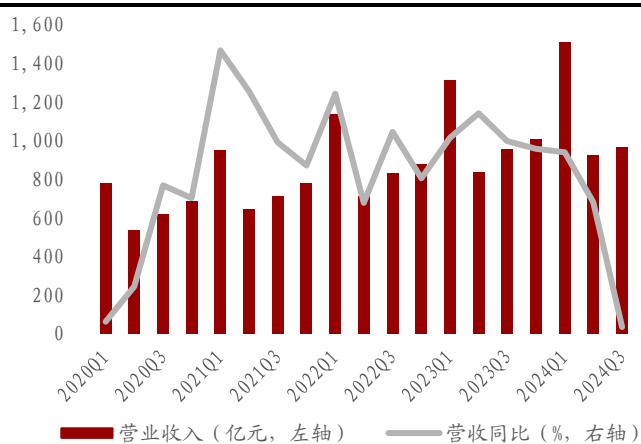
3 投资机会梳理

3.1 白酒：库存去化阶段业绩承压，需求回暖有望缓解库存压力

3.1.1 白酒处于去库存周期，2025 年库存压力有望缓解

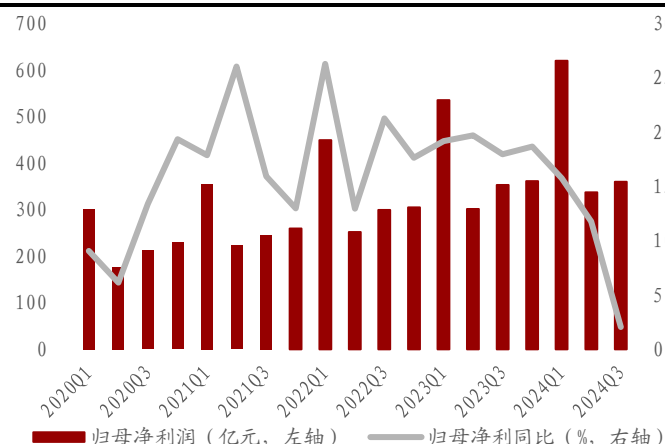
2024年白酒板块业绩保持增长，但增速逐季放缓。2024年第一季度得益于春节期间宴席聚餐等消费场景的火热，上升势头强劲，A股白酒板块营业收入和归母净利润分别为1508.66亿元（同比+14.67%）和619.87亿元（同比+15.75%）；第二季度市场需求有所萎缩，但营业收入和归母净利润较2023年同期仍保持10.64%和11.76%的增速；第三季度需求疲软的情况下，白酒企业发货节奏调整，增速环比第二季度明显放缓，营业收入和归母净利润分别同比增长0.53%和2.05%。

图表26：白酒板块单季度营业收入及同比



资料来源：同花顺，万联证券研究所

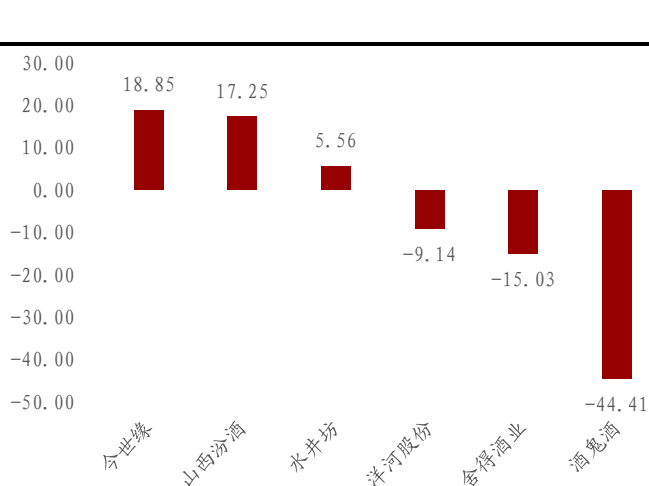
图表27：白酒板块单季度归母净利润及同比



资料来源：同花顺，万联证券研究所

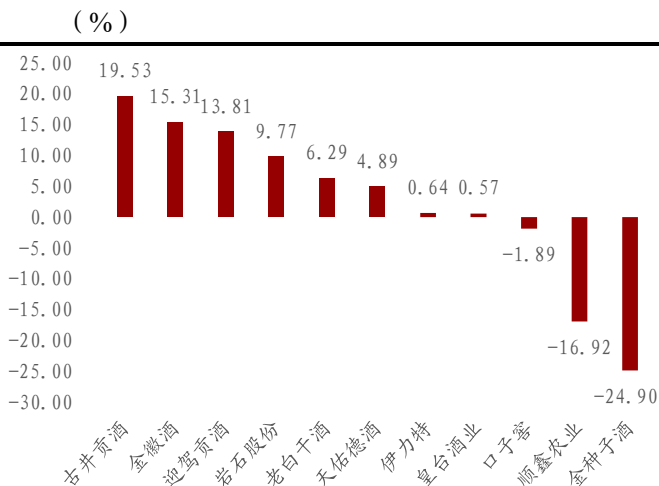
白酒上市公司业绩分化明显，部分公司放缓向渠道商的发货节奏。2024年大部分白酒上市公司业绩增速放缓，部分公司业绩甚至下降。同时，白酒上市公司业绩分化明显，尤其是次高端白酒和中端/大众白酒的部分公司2024年Q1-3的营收同比出现大幅度下降，表明渠道商存在库存压力，白酒公司开始主动或被动向渠道商放缓发货节奏。

图表28：次高端白酒企业 2024Q1-3 营收同比增速 (%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表29：中端/大众白酒企业 2024Q1-3 营收同比增速 (%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

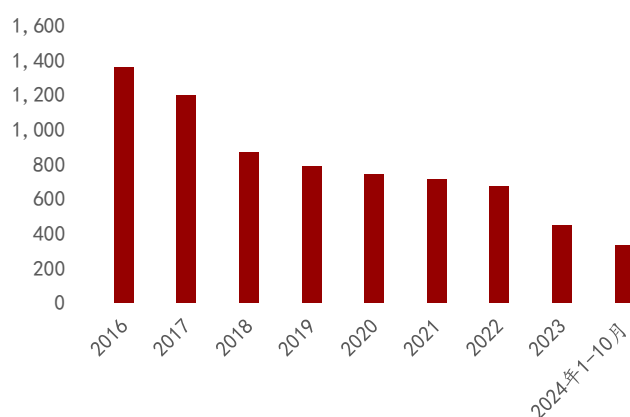
白酒上市公司库存处于历史高位，收缩产量缓解库存压力。根据A股15家白酒上市公司的库存数据显示，2023年末白酒上市公司的成品酒库存量46.53万吨，处于历史高位，白酒企业库存压力较大。近年来白酒行业产量不断下降，尤其是2023年、2024年产量收缩明显，不足高点的一半水平，表明白酒公司也在有意减少产量以缓解库存压力。

白酒行业处于渠道库存去化阶段，预计2025年白酒上市公司业绩增速将继续放缓。当前白酒行业处于渠道库存去化阶段，预计2025年更多白酒公司将放缓向渠道的发货节奏，以保证渠道的健康运转，因此白酒上市公司的业绩增速将继续放缓。但当前市场已普遍下修白酒公司盈利预期，白酒公司股价风险得到释放。预计随着渠道库存逐步出清，市场有望提前于白酒公司报表端业绩拐点而迎来向上拐点。

图表30: 白酒企业成品酒库存量处于历史高位



图表31: 近两年白酒行业产量收缩明显 (万千升)



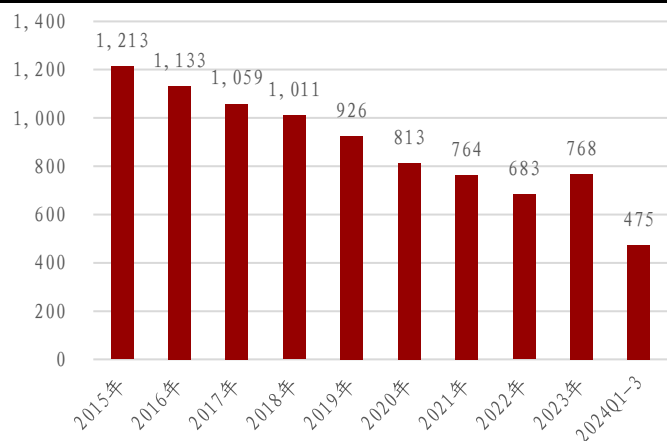
资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

备注: 包括15家白酒上市公司的库存数据

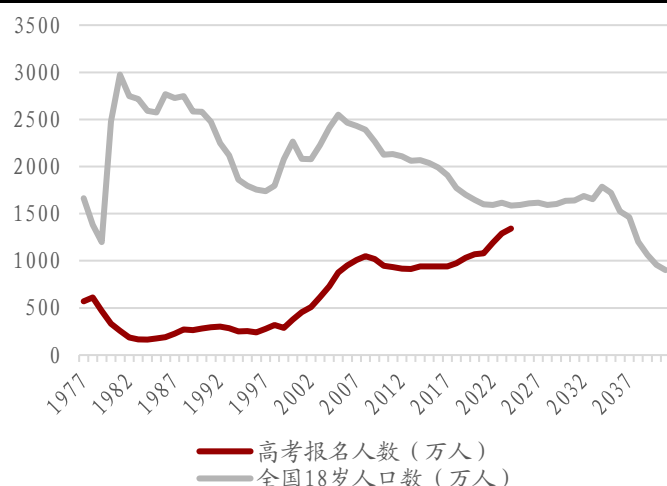
2025年白酒商务需求和宴席需求均有望回暖，白酒库存压力有望缓解。商务场景方面，受企业普遍采取降本增效措施的影响，企业峰会、商务洽谈等场景需求表现平淡，2025年经济刺激政策下，经济复苏预期增强，商务场景的需求有望回暖。宴席场景方面，婚宴场景受2024年“无春”寡年习俗的影响较大，结婚人数明显降低，2023年全年婚姻登记人数768万，2024年Q1-Q3婚姻登记人数仅有475万，对比去年同期下降16.57%，2025年结婚宴席存在回补的需求。此外2024高考人数再创新高，全国高考报名人数1342万人，较2023年增加51万人，考虑到高考报名年龄普遍在18岁，根据出生人口推算2025年的18岁人口数比2024年多出10万，预计2025年高考人数进一步提升，带动升学宴场景需求增加。随着需求端的修复，白酒库存压力有望缓解。

图表32: 我国婚姻登记人数 (万对)



资料来源: 民政部, 同花顺, 万联证券研究所

图表33: 全国 18 岁人口数及高考报名人数情况

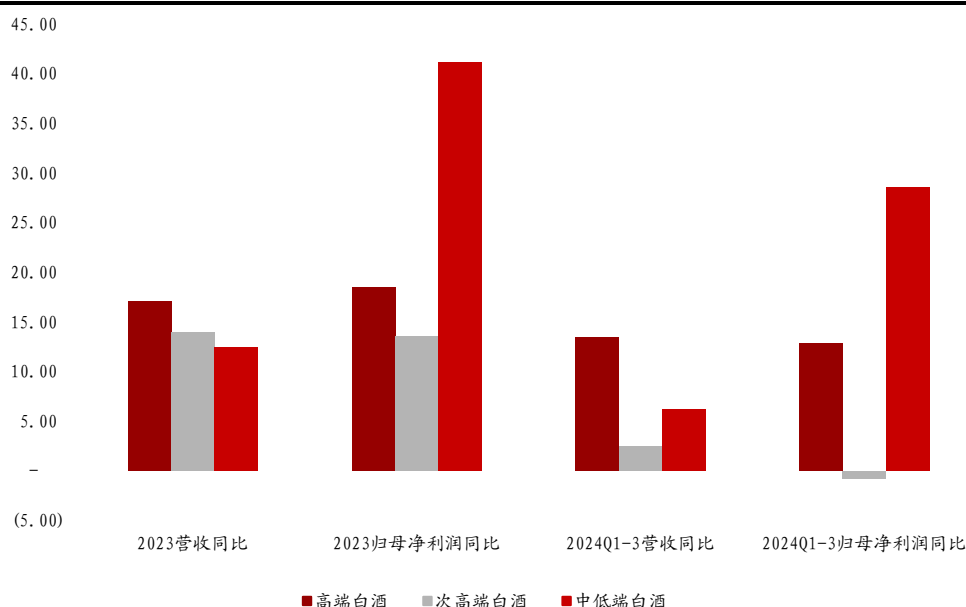


资料来源: 教育部, 国家统计局, 同花顺, 万联证券研究所
注: 全国18岁人口数根据18年前的出生人口数推算, 即图中2025年18岁人口数据实为2007年出生人口数据, 以此类推。

3.1.2 头部品牌集中趋势明显, 大众价位成长较优

2024年高端和中端/大众白酒业绩更好, 次高端白酒整体净利润同比下降。从2023年和2024Q1-3的业绩情况来看: 高端白酒最具韧性, 营收利润维持稳健增长, 营收增速高于次高端白酒和大众白酒; 次高端白酒2024年Q1-3营收和利润同比增速垫底, 且归母净利润下降0.80%; 中端/大众白酒延续增长势头, 且业绩弹性大, 板块归母净利润增速高于高端和次高端白酒。

图表34: 2023 年和 2024 年 Q1-Q3 各档次白酒业绩情况 (%)

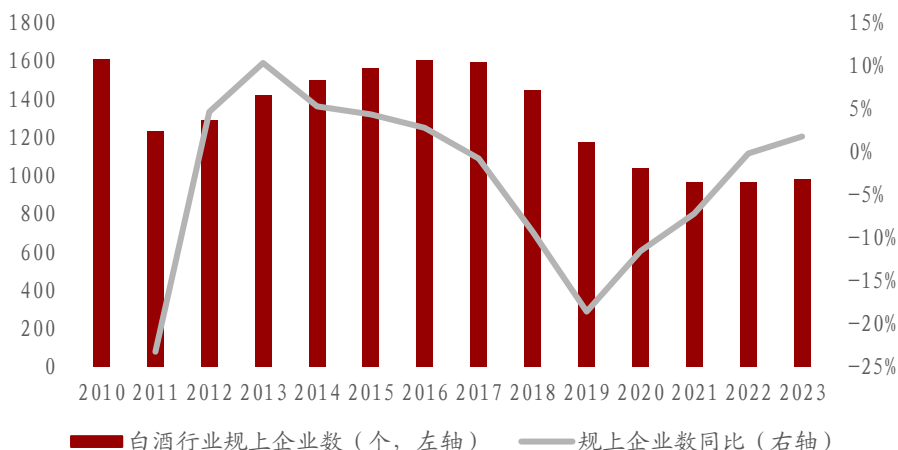


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

品牌集中度提升, 头部效应显著。当下消费者选择较为保守, 流通渠道经营者选择谨慎, 更愿意与知名度高、市场广泛、业绩稳定的头部品牌合作, 市场份额进一步向头部品牌集中。从2017年到2022年我国白酒行业规模以上企业数减少了39.5%, 虽然2023年小幅增加, 但预计短期内行业份额向头部品牌集中的趋势还将持续。

中端和大众价位产品逐渐显现优势，预计2025年复苏弹性更大。根据中国酒业协会数据显示，2024年1-6月国内白酒市场经销商、零售商反馈市场动销最好的前三价格带分别为300-500元、100-300元、100元及以下。在当前消费者选择更加理性化的经济环境下，中端和大众价位产品持续增长扩容，竞争加剧。山西汾酒依托巴拿马、老白汾等成熟大单品强化腰部支撑，今世缘近期发布“大月亮”“大地球”“大太阳”三款百元以上新品，二者2024年Q1-Q3营收利润增速均在15%以上。预计2025年中端和大众白酒的市场复苏弹性大，其性价比将带动大众宴席、社交聚饮等场合的有效需求回补。

图表35：白酒行业规模以上企业数量



资料来源：同花顺，中国报告网，《2023中国白酒产业发展年度报告》，万联证券研究所

注：2023年数据为2023年1-7月数据

3.1.3 白酒企业现金流较优，分红有望逐步提升

政策文件强化上市公司现金分红监管，行业整体分红热情高涨。2023年底修订的《上市公司监管指引第3号——分红》和2024年上半年出台的新“国九条”强调健全上市公司分红机制，强化行业现金分红监管。在政策引导下，市场更加重视上市公司的现金分红表现，监管方和投资者的共同呼声下，贵州茅台、泸州老窖、洋河股份等行业龙头分红率不断创新高。

白酒企业现金流质量较高，多数企业销售收现大于营业收入。企业分红提升的前提是具有充足的现金流和稳定的利润增长，2024年Q1-Q3高端酒中贵州茅台/五粮液/泸州老窖销售收现/营业收入分别达107.38%/114.64%/116.32%，次高端酒中水井坊/舍得酒业销售收现/营业收入分别达105.66%/102.80%，大部分中端/大众白酒的销售收现/营业收入超过100%。

白酒上市公司实际分红能力较强，分红率有提升空间。从近3年分红情况来看，20家白酒上市公司中有8家近3年累计分红/年均净利润的比例在150%以上，其中高端白酒近三年分红比例均在150%以上，部分次高端和中端/大众白酒公司分红率仍有提升空间。从股息率来看，有6家公司股息率高于3%，其中高端白酒股息率均高于3%，次高端白酒中洋河股份股息率超过5%。白酒企业具有强议价能力、充沛的现金流以及稳定的业绩增长，实际分红能力高于其他板块，我们认为白酒企业的分红率有望进一步提高，从而带来资本市场吸引力的提升。

部分白酒上市公司已着手提升现金分红，预计其他白酒企业也将陆续跟进。贵州茅台、五粮液在2024年中期进行了利润分配，此外，贵州茅台、五粮液、洋河股份还分

别发布了《2024-2026年度现金分红回报规划》。其中，贵州茅台承诺每年度分配的现金红利总额不低于当年归母净利润的75%，每年度的现金分红分两次（年度和中期分红）实施；五粮液计划在2024年到2026年每年度，现金分红总额占当年归母净利润的比例为70%，且不低于200亿元（含税）；洋河股份计划每年度现金分红总额不低于当年实现归属于上市公司股东净利润的70%，且不低于人民币70亿元（含税）。

图表36：白酒企业具备现金分红的财务基础

档次	公司简称	近3年累计分红/ 年均利润 (%)	营业收入 (亿元)	销售收现 (亿元)	销售收现/ 营业收入 (%)	股息率-近 12个月 (%)
高端白酒	贵州茅台	237.09	1207.76	1296.85	107.38%	3.58
	五粮液	166.45	679.16	778.60	114.64%	3.26
	泸州老窖	180.01	243.04	282.69	116.32%	4.17
次高端白酒	洋河股份	191.52	275.16	242.32	88.06%	5.59
	山西汾酒	145.65	313.58	301.55	96.17%	2.31
	今世缘	130.11	99.42	92.89	93.44%	2.19
	舍得酒业	117.84	44.60	45.85	102.80%	3.14
	水井坊	109.51	37.88	40.03	105.66%	1.68
	酒鬼酒	140.93	11.91	10.81	90.75%	1.79
	顺鑫农业	18.13	73.17	61.85	84.53%	0.00
中端/大众白酒	古井贡酒	153.36	190.69	197.05	103.34%	2.56
	口子窖	162.31	43.62	42.23	96.82%	3.79
	迎驾贡酒	147.35	55.13	57.41	104.13%	2.43
	老白干酒	140.11	40.88	47.42	116.01%	2.13
	伊力特	209.44	16.54	15.25	92.18%	2.25
	金徽酒	148.06	23.28	24.87	106.80%	1.97
	金种子酒	0.00	8.06	8.15	101.13%	0.00
	天佑德酒	150.80	9.87	10.92	110.62%	1.54
	*ST 皇台	0.00	1.13	1.17	103.21%	0.00

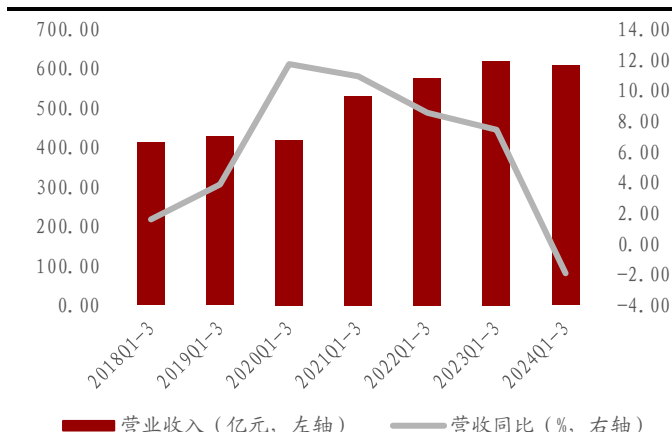
资料来源：同花顺，万联证券研究所

3.2 大众品：成本下降和需求回暖是主旋律

3.2.1 啤酒：成本下降提升盈利能力，餐饮复苏带动中高端啤酒需求回升

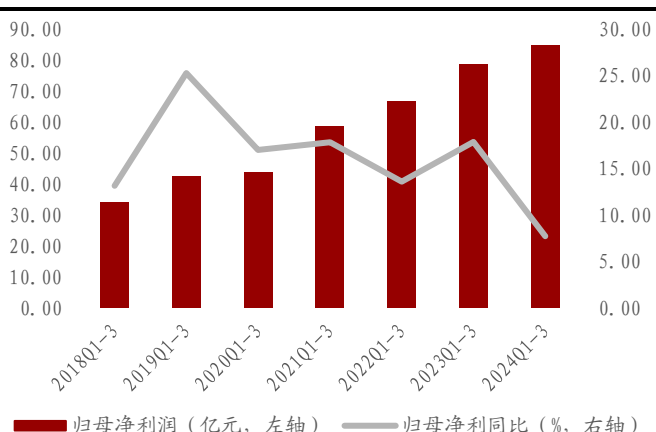
回顾2024年：需求低迷导致啤酒板块营收下行，盈利能力提升使得利润保持正增长，但增速显著回落。2024Q1-3啤酒板块营收合计608.24亿元，同比减少1.91%，增速较去年同期下降9.37pcts。虽然营收出现下降，但由于啤酒上游原料成本下降，以及产品结构升级，啤酒板块盈利能力保持提升态势，ROE、毛利率、净利率稳步增长，从而使得归母净利润保持正增长，合计84.81亿元，同比增长7.73%。不过受营收下降影响，归母净利润增速较去年同期下降10.15pcts。

图表37: 2018Q1-3-2024Q1-3啤酒板块营收及同比



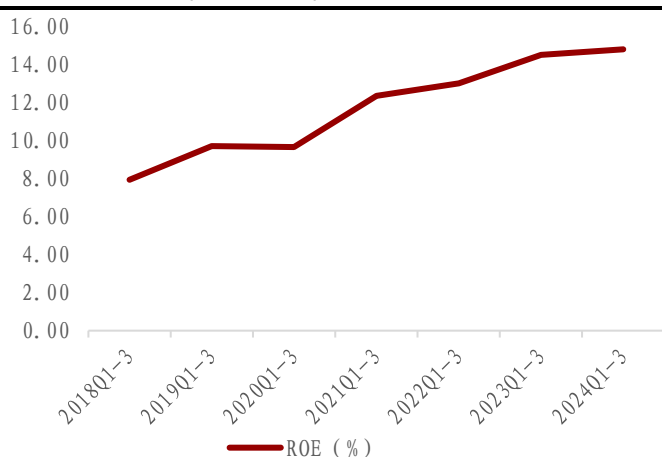
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表38: 2018Q1-3-2024Q1-3啤酒板块归母净利润及同比



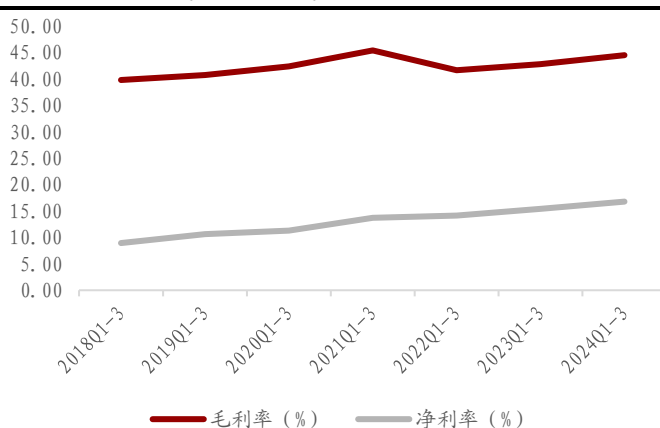
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表39: 2018Q1-3-2024Q1-3啤酒板块ROE (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表40: 2018Q1-3-2024Q1-3啤酒板块毛利率&净利率



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

展望2025年, 有以下三个方面值得关注:

1、需求端

啤酒的销售渠道包括即饮渠道和非即饮渠道, 国内两者销售占比约各一半。即饮渠道主要包括餐饮、酒吧、夜场等, 这些场所通常提供即食或即饮的服务; 非即饮渠道包括实体店铺销售 (如便利店、混合型超市、超级卖场、独立小型零售店) 和非实体店铺销售 (如线上销售), 这些渠道允许消费者购买后带走或在家庭环境中饮用。近年来, 我国啤酒即饮和非即饮销售渠道各占约50%, 餐饮作为重要的即饮渠道, 对啤酒销售意义重大。

2025年扩内需政策加码, 则啤酒即饮渠道有望回暖啤酒板块营收下降,

除了受消费疲弱影响外, 还受极端天气影响, 导致餐饮场景的需求下降。2024年以来, 餐饮行业收入同比快速下滑, 并保持在一个较低的水平, 3-9月餐饮收入同比增速均为个位数水平, 7月和10月限上企业餐饮同比增速为负。2025年如

果天气情况较好，而且消费刺激政策显效，则啤酒即饮渠道需求有望回暖。

图表41: 2023-2024餐饮收入当月值及同比



图表42: 2023-2024限额以上企业餐饮收入当月值及同比



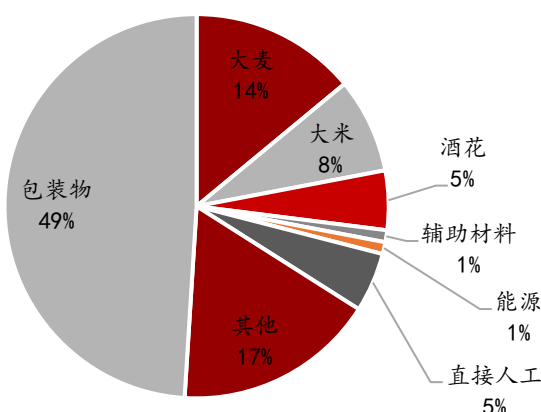
资料来源: 国家统计局, 同花顺, 万联证券研究所

资料来源: 国家统计局, 同花顺, 万联证券研究所

2、成本端

啤酒企业包装材料及原材料成本在总成本中的占比超过75%。根据智研咨询统计的数据, 包装物/原材料/其他材料在啤酒生产成本中分别占据49%/27%/24%, 包装材料及原材料是啤酒最主要的生产成本。我国啤酒企业多从国内采购生产所需的包装材料, 成本变动主要受国内玻璃瓶、易拉罐及瓦楞纸等价格的影响。啤酒企业整体向上议价能力较弱, 对主要包装材料的价格波动较为敏感, 包装材料价格的频繁波动会给啤酒企业带来成本压力。

图表43: 啤酒生产成本构成



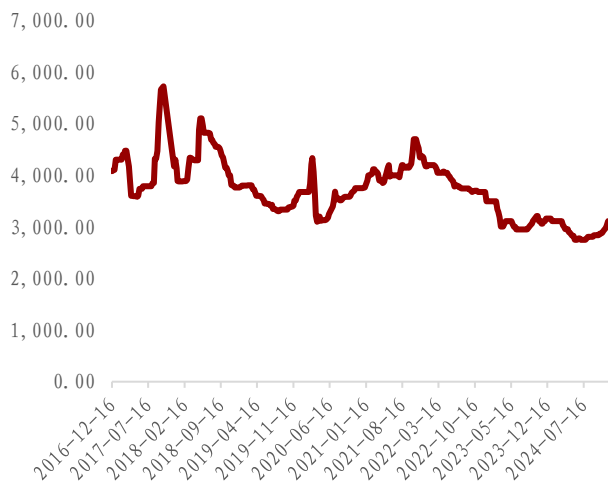
资料来源: 智研咨询, 万联证券研究所

➤ 包装材料

纸箱、玻璃价格处于低位, 易拉罐、铝价保持稳定, 预计啤酒企业2025年的包材成本压力较小。啤酒企业一般采取季度、半年或一年滚动的方式和上游企业签订协议锁定

成本。2023年上半年我国瓦楞纸价格延续下降趋势，下半年逐渐回升至年初水平，截止2024年12月13日出厂价约3110元/吨，同比下降1.58%；自2024年以来，玻璃价格震荡下行，虽然下半年略有回升，但较年初价格有所下跌，仍处于历史低位，同比下降28.69%；2023年以来，易拉罐价格和铝价基本保持稳定。

图表44: 瓦楞纸出厂价(元/吨)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表45: 中国平板玻璃市场价(元/吨)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表46: 打包易拉罐平均价(元/吨, 不含税)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表47: 铝价(元/吨)

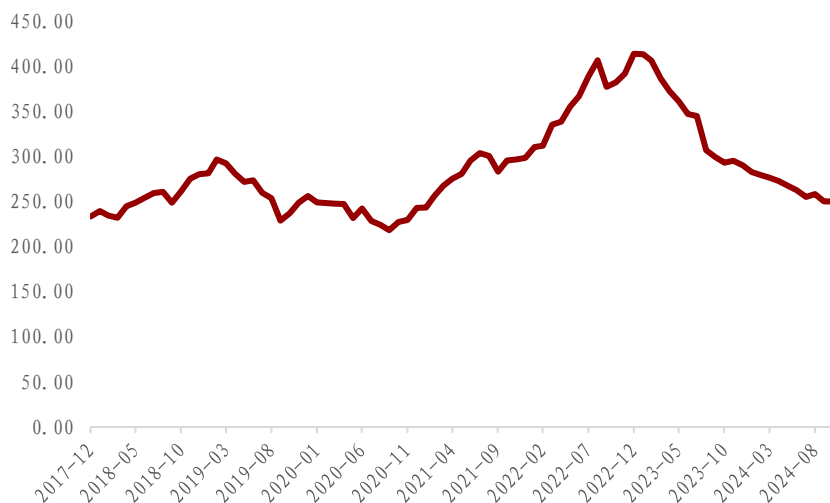


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

➤ 原材料

大麦进口价格从2023年自高点连续回落，预计啤酒企业2025年仍能享受原材料成本下降红利。2023年国内大麦进口价格自高点连续回落，2024年10月进口均价为250.01美元/吨，当月同比下降14.64%。中国啤酒企业一般于年底签订协议锁定次年的大麦价格，由于2024年末的大麦进口成本向下，判断2025年原料成本下降的红利仍存，啤酒企业的原料成本可能低于2022年。考虑到大麦价格处于历史价位的中低位，因此下降空间缩小。假设大麦成本占比15%，啤酒企业毛利率40%，大麦成本下降10%，则带来毛利率提升0.6个pcts。

图表48: 中国大麦进口平均单价(美元/吨)



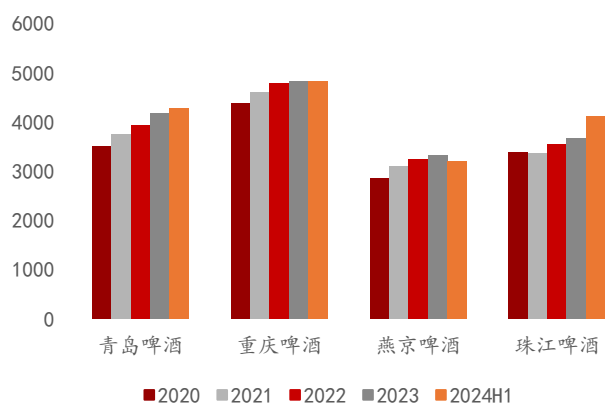
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

3、产品结构

啤酒行业的增长点主要在于产品结构升级。目前我国啤酒行业处于存量竞争阶段, 啤酒消费量已经很难提升, 啤酒行业销售收入的增长点主要在于产品结构升级。啤酒按照价格带进行划分, 以500ml的规格为例, 一般消费价格8元及以上为高端, 消费价格大于等于4元小于8元为中端, 消费价格4元以下为经济。近年来啤酒龙头的啤酒销售均价处于上升过程中, 各家公司的产品结构有所不同。从啤酒销售均价来看, 重庆啤酒>青岛啤酒>珠江啤酒>燕京啤酒, 即重庆啤酒的产品结构中, 中高端占比最高。

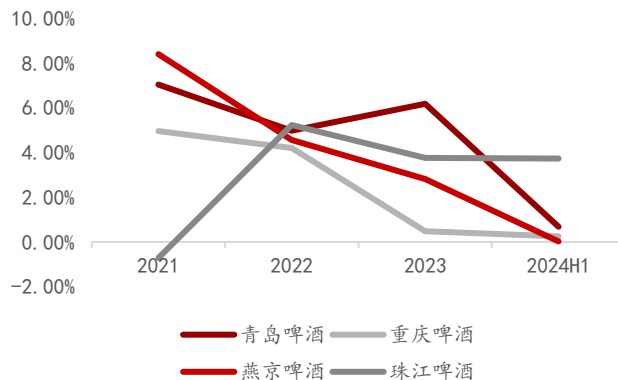
2025年预计中高端啤酒的消费有望回升, 从而带动啤酒上市公司的销售均价提升。由于即饮是中高端啤酒消费的主要场景, 2024年餐饮行业增速放缓, 影响了啤酒即饮消费, 进而影响了高端啤酒的销售, 啤酒龙头的高端化进程普遍放缓, 且出现分化。其中, 珠江啤酒近三年高端化进程加快, 2024年仍未减缓节奏, 2024H1啤酒销售均价同比+3.73%, 提升幅度在4家上市公司中最大; 燕京啤酒近3年高端化节奏逐年放缓, 2024H1啤酒销售均价同比基本持平, 为+0.03%; 重庆啤酒高端化最为成熟, 近两年啤酒销售均价变动较小, 2024H1同比+0.25%; 青岛啤酒高端化稳步推进, 但2024年节奏明显放缓, 2024H1啤酒销售均价同比+0.68%。2025年在扩内需的政策刺激下, 如果餐饮行业增速回暖, 预计中高端啤酒的消费有望回升, 从而带动主要啤酒上市公司的销售均价提升。由于不同啤酒龙头的高端化阶段有所不同, 预计产品结构偏低的啤酒企业升级空间更大。

图表49: 主要啤酒上市公司啤酒销售均价(元/吨)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表50: 主要啤酒上市公司啤酒销售价格同比增速

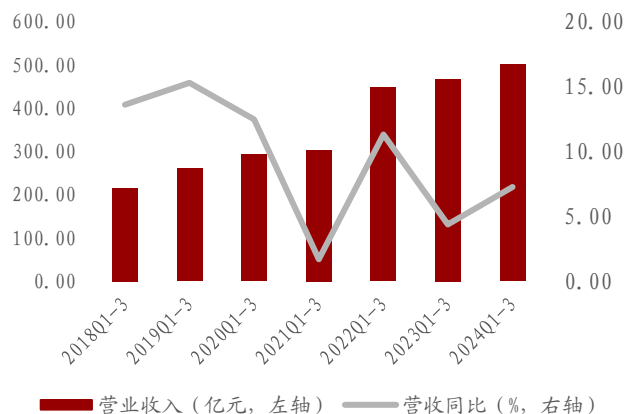


资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

3.2.2 调味品: 成本红利延续, 复合、健康需求方兴未艾

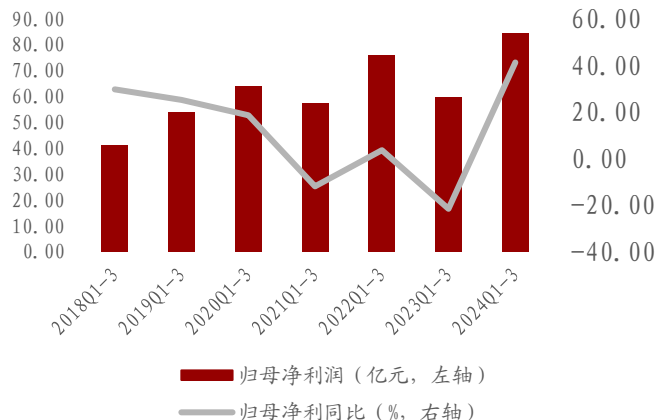
回顾2024年: 调味品板块营收稳健增长, 净利润大幅提升, 盈利能力出现回升。2024Q1-3调味品板块营收合计500.80亿元, 同比增加7.25%, 增速较去年同期上升2.88pcts; 归母净利润84.31亿元, 同比+41.27%, 增速较去年同期上升62.88pcts。由于主要原材料价格在2024年呈现下降趋势, 综合成本压力下降, 调味品板块盈利能力在一段时间的下降趋势后于2024年迎来回升, 24Q1-3调味发酵品板块ROE、毛利率、净利率分别为11.59%、33.51%、17.07%, 同比+2.49pcts、+1.03pcts、+4.12pcts。

图表51: 2018Q1-3-2024Q1-3调味品板块营收及同比



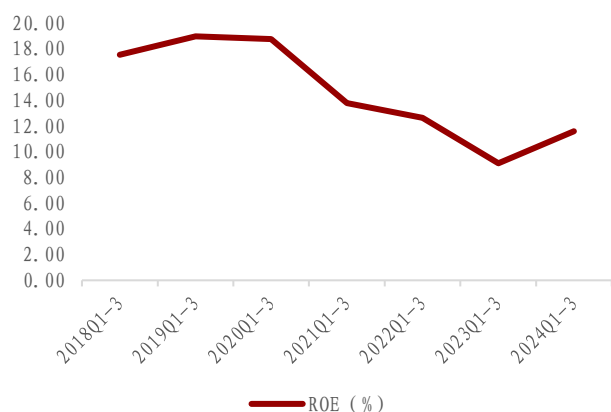
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表52: 2018Q1-3-2024Q1-3调味品板块归母净利润及同比



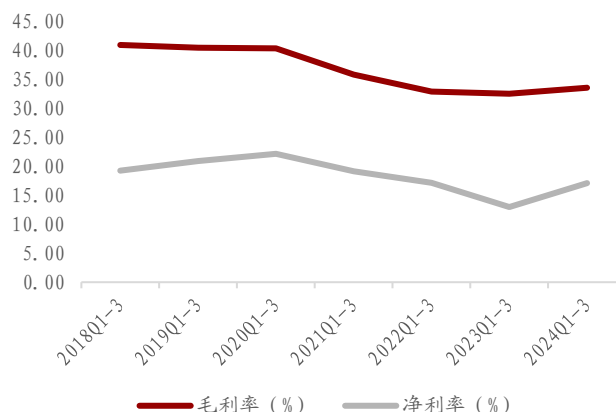
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表53: 2018Q1-3-2024Q1-3调味品板块ROE (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表54: 2018Q1-3-2024Q1-3调味品板块毛利率&净利率



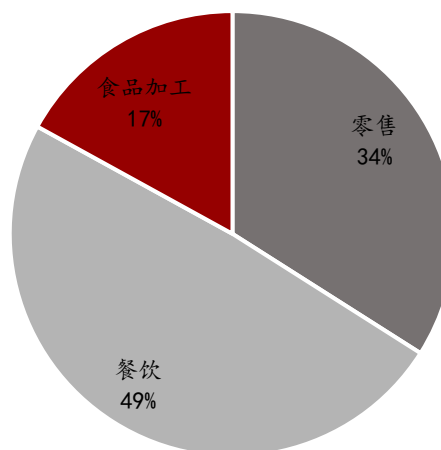
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

展望2025年, 有以下两个方面值得关注:

1、需求端

调味品的消费场景涵盖B端餐饮业、食品加工厂和C端多个场景。根据艾媒咨询数据统计, 2024年上半年零售、餐饮和食品加工分别占调味品企业下游渠道的34%、49%、17%, 其中零售和餐饮是调味品主要销售渠道, 但随着预制菜产品越来越多, 食品工业客户占比持续增长。

图表55: 2024年上半年调味品企业下游渠道占比



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

图表56: 调味品消费场景

B端消费场景		C端消费场景	
餐饮业		线上	家庭烹饪
酒店 餐厅 快餐店	外卖店 自助餐 小吃店	综合电商平台（淘宝、京东） 新兴电商平台（抖音、快手） 本地生活（美团、饿了么） 新零售平台（盒马、朴朴）	
食品加工厂		线下	
饮料制造 肉类加工 罐头加工	速冻食品加工 烘焙食品加工 方便食品加工	连锁便利店 大型生活超市 个人便利店	

资料来源：艾媒咨询，万联证券研究所

B端：餐饮端需求在消费刺激政策下有望回暖。2024年以来，各地政府相继推出各项促销费政策，包括各种餐饮消费券，虽然2024年以来餐饮行业增速下降，但仍保持正增长，2025年宏观政策转向扩内需，各类餐饮消费刺激政策有望加码，餐饮端需求有望回暖。

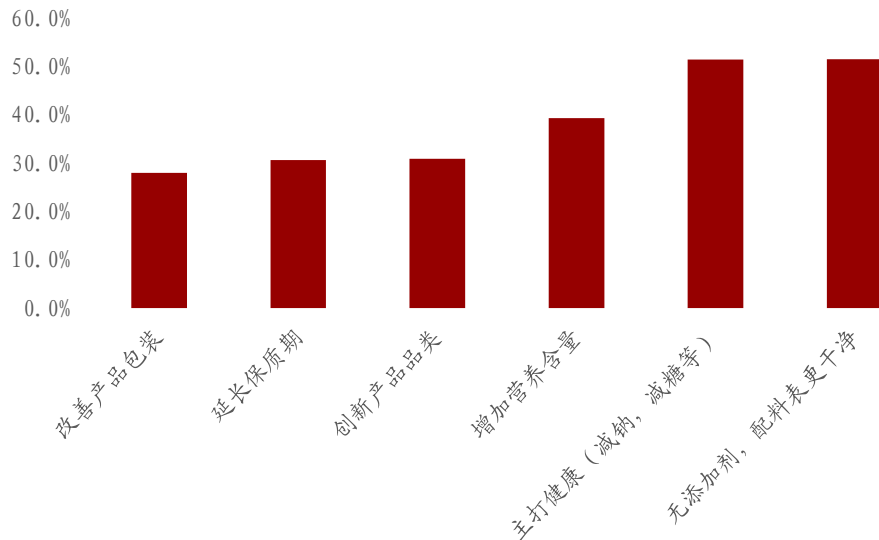
图表57: 2024 年 9 月以后各地餐饮消费券政策

地区	消费券	时间	规模	形式
上海	“乐品上海”餐饮消费券	2024. 9. 28-12月底	3.6亿元	满300减50、满500减100、满800减200、满1000减300
	“乐享浦东”餐饮消费券	2024. 11. 8-2025. 1. 24	1亿元	满200减60、满400减160、满600减240、满900减400
北京	房山区餐饮消费券	2024. 9. 15-2024. 11. 30	-	满498减100、满200减50
广州	广州国际美食节	2024. 11. 1-2024. 11. 10	-	满500减80、满300减45、满200减35、满100减10等
深圳	前海美食零售消费券	2024. 11. 15- 2024. 11. 28	1000万元	满50减15、满100减30、满200减60、满500减150等
杭州	“食在杭州”餐饮专项消费券	2024. 11. 22- 2024. 11. 28（第一轮）	2600万元	满50减10、满100减20、满200减40、满300减60等
武汉	“乐购武汉·光谷钜惠”住餐消费券	2024. 9. 29-2024. 10. 8 （第三轮）	-	满60减20、满150减50、满300减100
成都	“蓉品出川”成都特色食品消费券	2024. 11. 18- 2024. 12. 10	-	满600减200、满300减100、满100减40

资料来源：上海市政府，北京房山，花城人家，深圳本地宝，杭州日报，武汉本地宝，成都发布，万联证券研究所

C端：经过2023年的“零添加”行业结构升级之后，健康化趋势成为未来行业主流。艾媒咨询数据显示，超过50%的消费者期望未来调味品能够主打健康，比如减钠、减糖等，并且配料表要干净、无添加剂。预计未来各家企业将不断推出更多的健康调味品，助力行业结构升级。

图表58: 2024 年消费者期望调味品未来改善方向



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

调味品企业加速布局健康调味品赛道, 挖掘新增长点。随着消费者对饮食的需求更加注重安全与健康, 调味品企业调整产品研发的主要方向以抢占市场, 市场上出现众多相较常规产品更为健康的“减钠、有机、0添加”产品。调味品龙头企业海天味业推出有机系列、零添加头道酱油产品; 李锦记推出薄盐纯味鲜系列产品; 恒顺醋业推出有机糯米醋。随着调味品企业纷纷布局健康化赛道, 产品同质化趋势也越发明显, 在健康调味品赛道形成差异化竞争优势将成为企业制胜点。

图表59: 中国典型调味品企业健康化产品布局情况

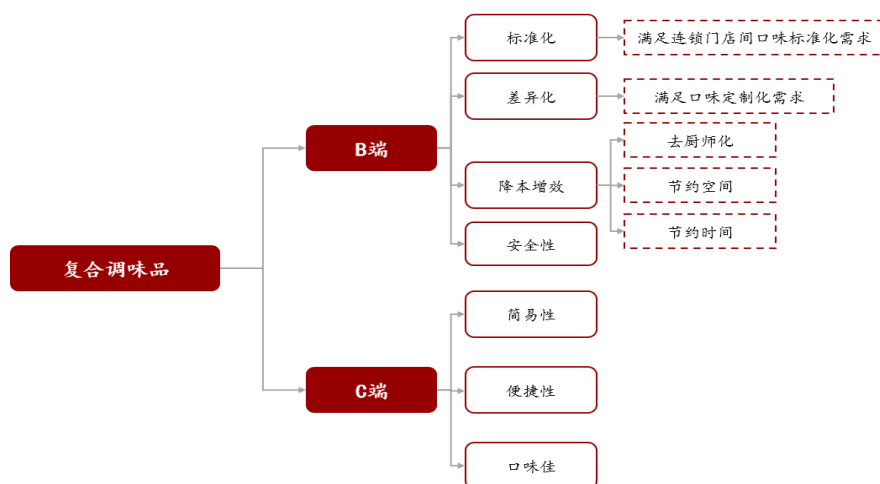
企业	健康方向	产品
海天味业	有机、0 添加	有机系列、零添加头道酱油
恒顺醋业	有机、0 添加	有机糯米醋
松鲜鲜	减钠、0 添加	松茸调味系列
千禾味业	0 添加	头道原香
鲁花	0 添加	黑豆酱油
加加食品	0 添加	面条鲜酱油
中炬高新	0 添加	厨邦零添加
李锦记	减钠	薄盐纯味鲜
欣和食品	减钠	六月鲜轻盐系列
太太乐	减钠	原味鲜减盐酱油系列

资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

中长期来看, 复合调味品切中B/C端多种痛点, 调味品复合化是行业发展重要趋势。我国复合调味品仍处于成长期, 除了老牌复合调味品企业颐海、天味等之外, 如海天、恒顺等传统单一调味品龙头也纷纷入局, 未来有望共同发力将市场做大, B端餐饮扩容以及向C端渗透的进程都将加快。**B端:** 互联网的普及带动外卖行业的发展, 外卖的便捷性和配送时间的重要性要求餐厅加快制作菜品的速度, 复合调味品的使用大大节约了烹饪的时间, 提高了烹饪效率; 同时餐饮行业连锁化趋势对于口味和用料内部

标准化以及用料安全性的要求进一步提高，进而驱动复合调味品的需求增长。**C端**：80/90后逐渐成为厨房的主力军，相比上一代，较快的工作节奏、较大的工作压力导致80/90后烹饪时对简易性和便捷性的要求较高，“一菜一料”的便捷化需求逐渐凸显，此外，越来越多90后、00后作为“烹饪小白”对复合调味品的需求较大。复合调味品可有效简化烹饪过程，缩短做饭时间，消费者也愿意为了便捷性支付溢价。

图表60：复合调味品切中 B/C 端多种痛点



资料来源：万联证券研究所

2、成本端

预计2025年多数原材料价格处于低位，为行业兑现更多利润空间。2024年1月以来，调味发酵品的主要原材料的价格持续下行，成本压力减轻。截至2024年12月17日，大豆、白砂糖、聚酯切片的现货价分别为3972.63、6,100.00、6,080.00元/吨，玻璃的现货价为16.25元/平方米，同比分别下降18.27%、9.29%、8.02%、26.77%。原材料成本的下降逐步改善调味品行业内企业的盈利能力，提高企业的毛利率、净利率，预计2025年导致成本下降因素无变化，主要原材料成本仍将处于低位，为行业兑现更多利润空间。

图表61：2023-2024大豆现货价（元/吨）



图表62：2023-2024白砂糖现货价（元/吨）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表63: 2023-2024化纤价格: 聚酯切片 (元/吨)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表64: 2023-2024玻璃现货价 (元/平方米)

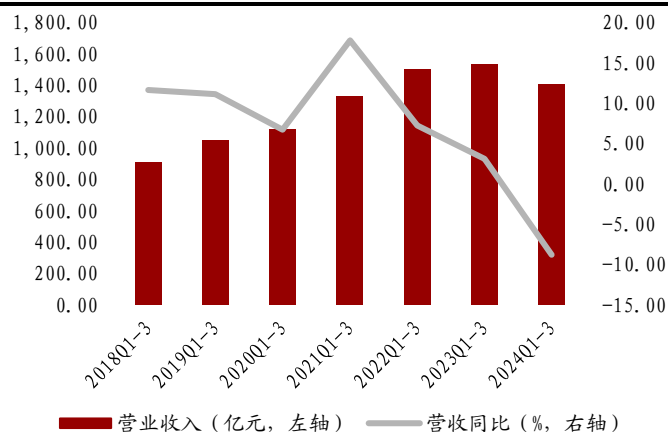


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

3.2.3乳制品: 成本向上拐点临近, 价格战有望趋缓

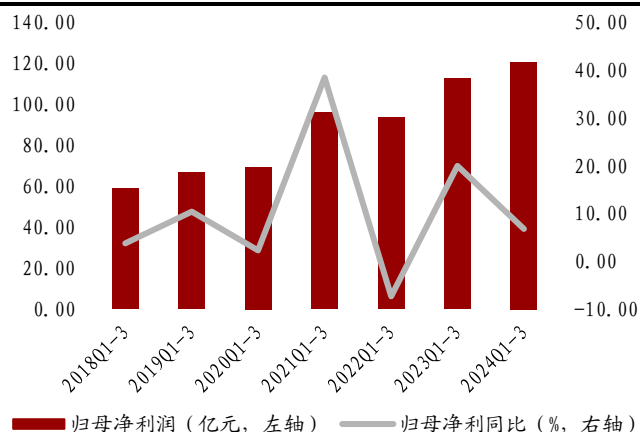
回顾2024年: 需求放缓导致乳制品板块营收有所回落。2024Q1-3乳制品板块营收合计1402.73亿元, 同比减少8.78%, 增速较去年同期下降11.87pcts, 但随着原奶成本下降, ROE、毛利率、净利率稳步提升, 归母净利润合计120.62亿元, 同比增长6.78%, 受营收短期承压影响, 较去年同期下降11.87pcts。

图表65: 2018Q1-3-2024Q1-3乳制品板块营收及同比



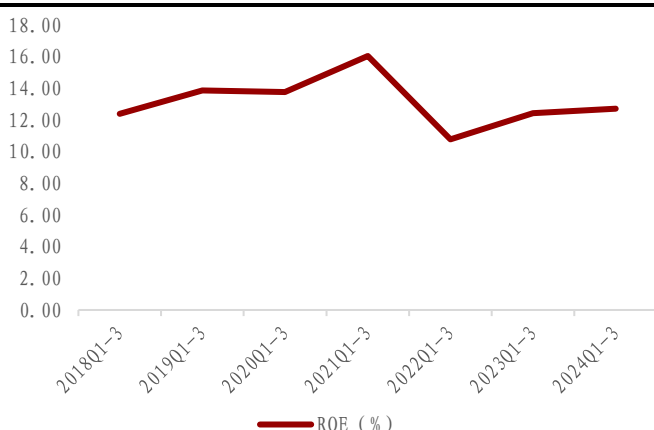
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表66: 2018Q1-3-2024Q1-3乳制品归母净利润及同比



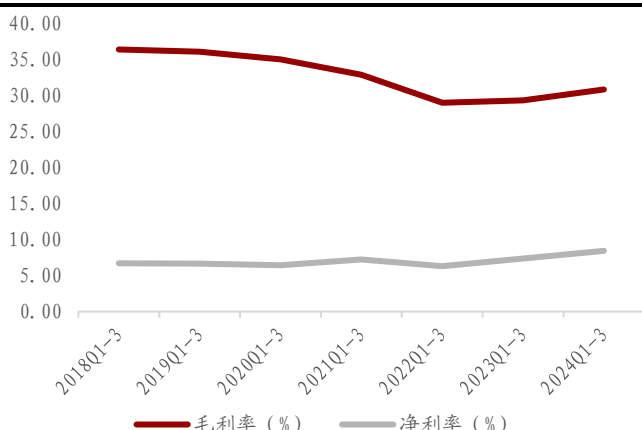
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表67: 2018Q1-3-2024Q1-3乳制品板块ROE (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表68: 2018Q1-3-2024Q1-3乳制品板块毛利率&净利率



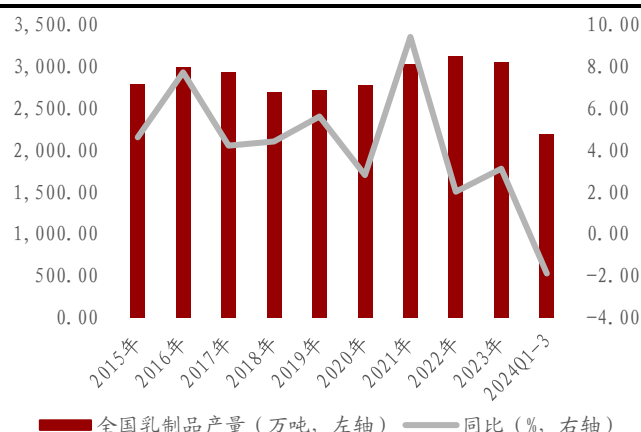
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

展望2025年, 以下两个方面值得关注:

1、需求端

预计2025年乳制品行业销售收入能恢复到低个位数增长。中国乳制品行业本身已经进入成熟期, 近年来乳制品产量同比增速维持个位数增长。2024年由于需求偏弱以及供给过剩的影响, Q1-Q3乳制品产量出现同比下降, 同时乳企收入增速放缓。居民人均奶类消费量在2022年经历短暂回落后, 2023年已有所回升。预计2025年随着渠道库存的逐步清理, 以及消费刺激政策下乳制品需求的回暖, 乳制品行业销售收入能恢复到低个位数的增长。

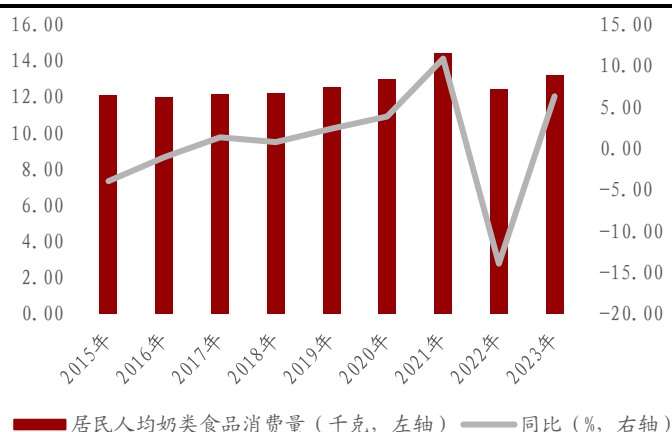
图表69: 全国乳制品产量及同比



资料来源: 国家统计局, 同花顺, 万联证券研究所

注: 2024年数据为截止2024年1-10月全国乳制品产量累计值

图表70: 居民人均奶类食品消费量及同比



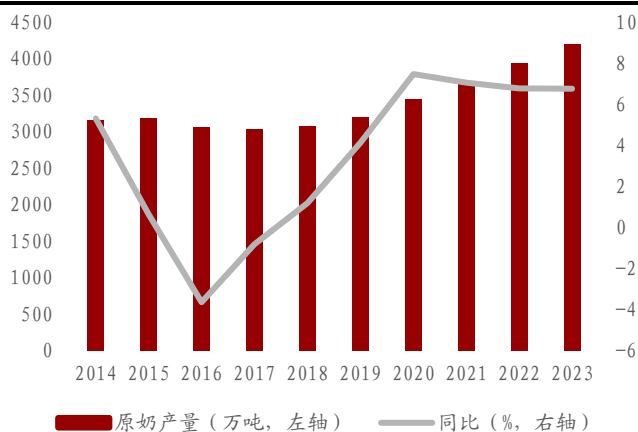
资料来源: 国家统计局, 同花顺, 万联证券研究所

2、成本端

预计2025年原奶成本向上拐点临近, 乳企仍能享受成本红利, 且价格战有望趋缓, 损失计提有望降低。原奶价格自2021年8月27日达到最高点4.38元/公斤后就开始进入下行通道, 截止到2024年12月13日已下跌29.00%至3.11元/公斤。虽然上游成本下降有利于改善乳制品企业的毛利率, 但价格战加剧导致销售费用上升, 并且部分乳制品

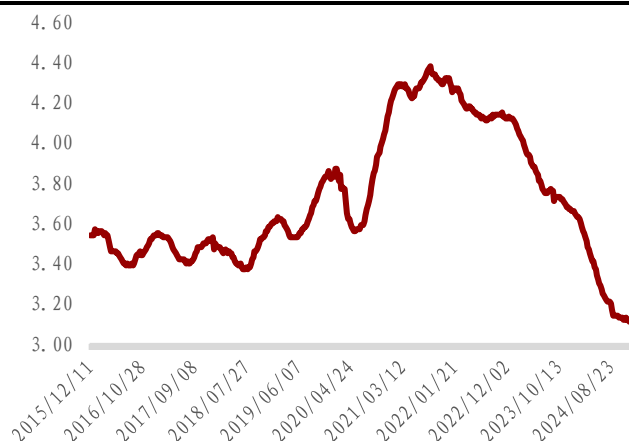
企业与上游牧场绑定较深，造成喷粉损失以及信贷损失，两方面因素叠加导致部分乳制品企业毛利率有所下降。预计随着上游牧场逐步出清，2025年原奶成本向上拐点临近。如果原奶价格企稳，由于拐点初期成本处于低位，因此乳企仍可享受成本红利，同时行业价格战趋缓，喷粉损失和信贷损失也降低，因此各项费用和损失计提有望减少，企业盈利能力有望改善。

图表71: 国内原奶产量变化



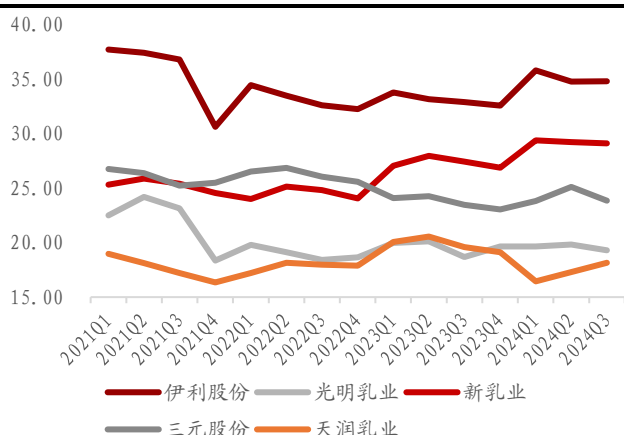
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表72: 国内原奶价格变化 (元/公斤)



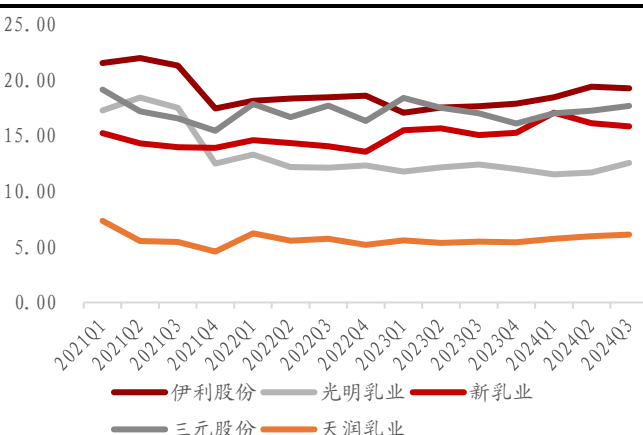
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表73: 主要乳制品企业毛利率 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表74: 主要乳制品企业销售费用率 (%)

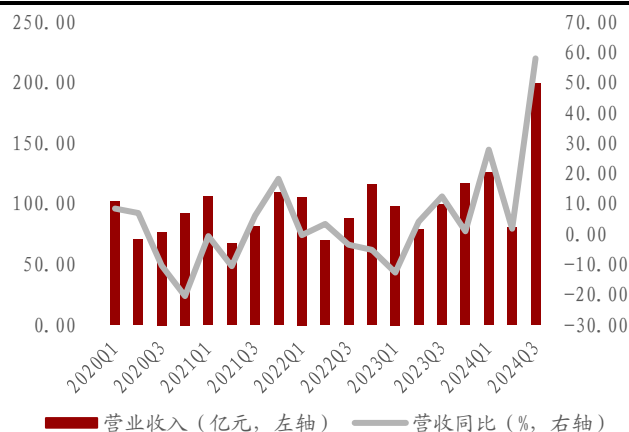


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

3.2.4 零食: 量贩模式继续推高行业景气度, 预计边际增速放缓

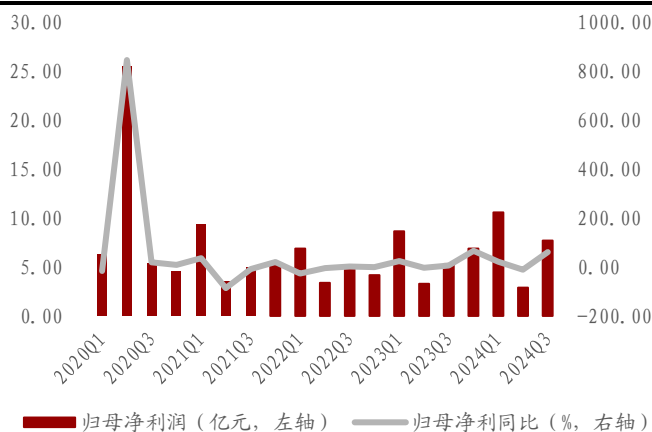
回顾2024年: 零食板块消费场景火热, 业绩增长迅速。2024年量贩零食渠道的扩张使得零食板块前三季度单季度营收均保持同比增长, 第三季度叠加暑假、中秋等节假日大众消费场景, 营收达199.17亿元, 同比增长58.02%。利润端稳中有增, 2024年Q3归母净利润7.69亿元, 同比增长60.18%, 预计第四季度在春节零食销售旺季加持下, 整体业绩有望延续高增长。

图表75: 零食板块单季度营收及同比



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表76: 零食板块单季度归母净利润及同比

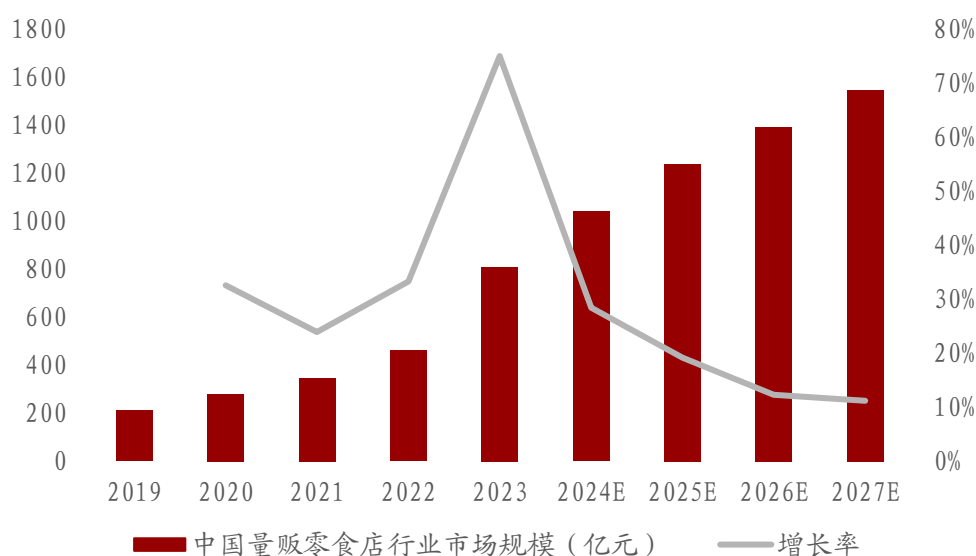


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

展望2025年, 零食行业的主要看点依然是渠道端的变革所引发的连锁反应。

追求性价比趋势下, 更具性价比的零食量贩渠道兴起。量贩零食是一种以散称为主的零售业态, 通过加盟扩张形成规模优势后, 在上游压缩采购环节降低成本, 以在下游实现更低售价, 其增长速度在当下消费市场的低迷态势中显得突出。根据艾媒咨询的数据显示, 我国量贩零食店行业市场规模由2019年的211亿元增长至2023年809亿元, 年均复合增长率高达39.93%。预计在2027年量贩零食店的市场规模达到1547亿元。

图表77: 我国量贩零食店行业市场规模



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

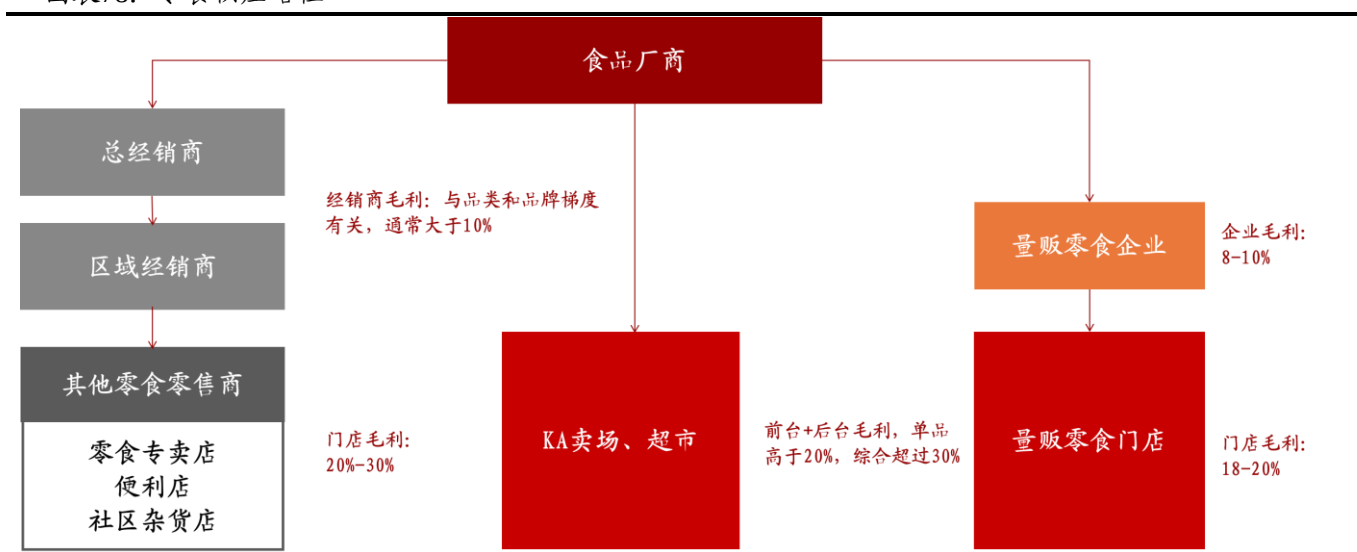
量贩零食具备“多”、“快”、“省”三个方面的优势。在传统的经销模式下, 零食产品从厂商到终端消费者的传递过程中, 需经过总经销商、区域经销商、零售商等多个层级, 每经过一个层级, 价格便会有所增加, 进而推高了零售价格。此外, 在以往零食产品集中销售的商超中, 品牌方还需要支付进场费、通道费和促销费等费用, 进一步提高商品的销售价格。而量贩零食模式则采用了工厂直供的方式, 实现了“总仓对总仓”的高效物流配送, 有效减少了中间环节, 降低了成本。同时, 通过大规模铺设终端门店, 增强了与上游供应商的议价能力, 从而实现了零售行业所追求的“多”、“快”、“省”三个方面的优势。

①量贩零食店“多”的优势体现在门店产品品类的丰富性上，根据欧睿数据显示，零食很忙和赵一鸣零食的SKU超过2000个，并且每月会进行商品的更新和调整。其他量贩零食店的SKU也超过1500个，相比传统的小型便利店，更能满足消费者多样化的需求。

②“快”则体现在门店选址上，量贩零食店大多位于社区附近，便于满足周边居民的零食消费需求，提升购物便利性；

③“省”则体现在价格上，量贩零食渠道主打极致性价比，量贩零食店通常以低价水、饮料和包装零食作为引流产品，这些引流产品的价格通常较普通商超的产品价格低20-50%，极致的性价比吸引更多的消费者。

图表78：零食供应路径



资料来源：万联证券研究所

量贩渠道品牌整合下门店规模迅速扩张。当前量贩渠道经过品牌整合并购和加盟门槛降低后，逐渐形成了以鸣鸣很忙集团和万辰集团为首的“两超多强”格局：零食很忙和赵一鸣零食在2023年11月10日宣布合并，并于2024年6月12日更名为鸣鸣很忙集团，旗下门店总数已突破10,000家；截至2024年7月，万辰集团零食零售板块全国门店数量已经超过7000家。

渠道变革倒逼零食行业重新洗牌，零食企业积极寻求合作。量贩零食店的兴起，倒逼对流量敏感的零食企业进行改革，包括强化供应链、品类聚焦、提升管理效率等方式降低成本，从而提升了企业竞争力和盈利能力，大多数与量贩零食店合作并积极变革的企业业绩表现亮眼。三只松鼠在2024年1月将四款坚果产品上架零食很忙、赵一鸣零食等店铺，并在之后逐渐拓宽量贩渠道，扭转了2021-2023年营收持续下降的情况，2024年Q1-Q3营收已超2023全年，同比增长56.46%，归母净利润增速达到211.55%。盐津铺子、甘源食品和劲仔食品的业绩表现同样亮眼。继2023年好想你和盐津铺子入股零食很忙后，三只松鼠在2024年10月宣布拟收购三家量贩食品公司，预计未来零食企业在量贩渠道的变革将会持续推进。

预计短期量贩零食将继续推高零食行业景气度，长期此轮渠道变革将有效提升零食企业自身的竞争力。当前量贩零食店仍处于扩张中，预计2025年将继续推高零食行业景气度，提升零食企业的经营业绩，但预计边际增速放缓，因此零食个股的业绩增长将出现分化。长期来看，此轮由量贩零食店引发的零食渠道变革，成为零食企业重新

洗牌的机会，将倒逼零食企业积极变革供应链和产品、品牌、营销策略，在采购、生产、物流、管理等各个环节进行优化升级，将有效提升零食企业自身的竞争力，在此轮变革中表现优秀的零食企业将具备更加长远的发展前景。

图表79: 零食企业与量贩零食店合作情况

公司	合作情况
盐津铺子	2021年起积极拥抱量贩渠道，并持续深化合作，与头部品牌合作40+SKU且持续增加，与第二梯队品牌合作SKU数有较大增长空间。2023年12月，盐津铺子出资3.5亿元入股了零食很忙，持有其3.32%股权，并与零食很忙集团（包括零食很忙与赵一鸣零食）达成战略合作。
甘源食品	2022年起布局量贩渠道，目前公司与头部的几家零食量贩系统都有建立稳定的合作关系，其中零食很忙、零食有鸣、赵一鸣、好想来等系统销售数据表现较好。
劲仔食品	2022年起布局，在符合双方利益基础上稳健推进合作目前覆盖超100家量贩系统的2万+门店，2024年公司合作的线下零食店主要有鸣鸣很忙、好想来和糖巢、零食有鸣等零食专营系统，未来将不断强化与零食专营渠道的合作。
三只松鼠	2024年1月，三只松鼠的四款坚果产品上架零食很忙、赵一鸣零食等店铺，截至9月已经与鸣鸣很忙、零食优选、好特卖等量贩系统建立正式合作。2024年10月28日宣布拟收购“爱零食”、“爱折扣”、“致养食品”三家量贩零食公司。
洽洽食品	2024年洽洽食品加快推进量贩零食店的拓展，目前其在该渠道合作的有零食很忙、赵一鸣、零食有鸣、好想来等，合作产品包括葵花籽品类、坚果品类和休闲食品品类，未来将进一步加大零食量贩渠道的合作。
好想你	2023年12月出资7亿战略入股零食很忙，截止2024年11月公司已经进驻鸣鸣很忙、好想来、零食有鸣、戴永红、奥特乐等众多零食量贩和硬折扣系统，尤其是鸣鸣很忙，SKU数量多、业务量占比相对较高。后续公司会持续加强渠道合作，打造零食渠道枣类制品爆品梯队。

资料来源：投资者关系记录，公司公告，万联证券研究所

图表80: 零食企业2021-2024Q1-Q3营收和增速情况

股票代码	公司简称	2021年		2022年		2023年		2024年Q1-Q3	
		营业收入 (亿元)	yoy (%)	营业收入 (亿元)	yoy (%)	营业收入 (亿元)	yoy (%)	营业收入 (亿元)	yoy (%)
002557.SZ	洽洽食品	59.85	13.15	68.83	15.01	68.06	(1.13)	47.58	6.24
002582.SZ	好想你	12.81	(57.32)	14.00	9.32	17.28	23.40	11.77	7.90
002847.SZ	盐津铺子	22.82	16.47	28.94	26.83	41.15	42.22	38.61	28.49
002991.SZ	甘源食品	12.94	10.38	14.51	12.11	18.48	27.36	16.06	22.23
003000.SZ	劲仔食品	11.11	22.21	14.62	31.59	20.65	41.26	17.72	18.65
300783.SZ	三只松鼠	97.70	(0.24)	72.93	(25.35)	71.15	(2.45)	71.69	56.46
603697.SH	有友食品	12.20	11.62	10.24	(16.01)	9.66	(5.68)	8.87	16.77
603719.SH	良品铺子	93.24	18.11	94.40	1.24	80.46	(14.76)	54.80	(8.66)
603777.SH	来伊份	41.72	3.63	43.82	5.03	39.77	(9.25)	25.23	(15.96)
000716.SZ	黑芝麻	40.25	4.79	30.16	(25.07)	26.77	(11.25)	15.88	(17.37)

资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表81：零食企业2021-2024 Q1-Q3归母净利润和增速情况

股票代码	公司简称	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 Q1-Q3	
		归母净 利润 (亿元)	yoy (%)	归母净 利润 (亿元)	yoy (%)	归母净 利润 (亿元)	yoy (%)	归母净 利润 (亿元)	yoy (%)
002557.SZ	洽洽食品	9.29	15.95	9.76	6.07	8.03	(16.25)	6.26	31.44
002582.SZ	好想你	0.62	78.70	-1.90	(734.92)	-0.52	72.07	-0.61	(15.63)
002847.SZ	盐津铺子	1.51	(51.73)	3.01	201.47	5.06	72.84	4.93	12.90
002991.SZ	甘源食品	1.54	(14.90)	1.58	16.16	3.29	96.76	2.77	32.01
003000.SZ	劲仔食品	0.85	0.97	1.25	50.54	2.10	64.49	2.15	72.89
300783.SZ	三只松鼠	4.11	30.69	1.29	(87.33)	2.20	148.72	3.41	211.55
603697.SH	有友食品	2.20	(9.08)	1.54	(18.44)	1.16	(36.84)	1.21	17.07
603719.SH	良品铺子	2.82	(25.15)	3.35	1.46	1.80	(68.82)	0.19	(102.59)
603777.SH	来伊份	0.31	37.37	1.02	191.27	0.57	(80.43)	-0.43	(138.91)
000716.SZ	黑芝麻	-1.09	(1509.96)	-1.40	(46.14)	0.43	122.16	0.42	39.53

资料来源：同花顺，万联证券研究所

4 投资建议

展望2025年：从市场层面来看，经过近四年的股价调整，食品饮料基金持仓比例不断下降，估值跌至历史底部区间，处于五年历史估值区间百分位的10.14%，在31个申万一级行业中排名倒数第二，判断当前估值已充分消化悲观预期，向下空间有限，预期好转时向上动能较强。**从政策层面来看**，2024年底中央经济工作会议将扩大内需提升至2025年重点工作任务的首要位置，提出“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”，表明宏观政策风向已变，2025年将向提振消费集中发力，扩内需政策有望加码。**从经济层面来看**，2024年社零同比增速低位徘徊，消费信心和消费意愿处于低位，居民消费支出态度趋向理性和保守，吃类消费占比提升，预计2025年在扩内需政策支持下，消费市场有望温和复苏。综上，预计2025年食品饮料行业转机临近，细分行业观点如下：

1、白酒：库存去化阶段业绩承压，需求回暖有望缓解库存压力。当前白酒行业处于渠道库存去化阶段，白酒业绩增速放缓且分化明显，预计2025年业绩增速将继续放缓，但当前市场已普遍下修白酒企业盈利预期，白酒企业股价风险得到释放。2025年白酒商务需求在经济刺激政策下有望回暖，宴席需求存在2024年“寡春”导致的婚宴回补需求，以及高考人数增加所带来的升学宴需求，需求增加有望缓解行业库存压力。预计随着渠道库存逐步出清，市场将提前于白酒企业报表端业绩拐点而迎来向上拐点。**从细分赛道来看**，理性消费环境下，中端和大众价位白酒逐渐显现优势，预计2025年复苏弹性更大，建议重点关注。**从分红来看**，白酒上市公司实际分红能力较强，政策引导下分红率有提升空间，现金流较好、分红表现较优的公司也有望获得市场青睐。

2、大众品：成本下降和需求回暖是主旋律。①啤酒：成本下降提升盈利能力，餐饮复苏带动中高端啤酒需求回升。玻璃价格回落，同时大麦进口价格下跌，啤酒企业成本下降红利有望延续到2025年。我国啤酒行业处于存量竞争时代，行业增长点主要在于产品结构升级，2025年扩内需政策加码，餐饮复苏有望带动啤酒即饮渠道需

求回暖,而即饮渠道是中高端啤酒消费的主要场景,预计中高端啤酒的消费有望回升。建议关注高端化布局具备成长空间的啤酒龙头。②**调味品:成本红利延续,复合、健康需求方兴未艾。**大豆价格持续下降,其他主要原材料价格也波动下降,预计2025年多数原材料价格处于低位,为行业兑现更多利润空间。B端餐饮需求在消费刺激政策下有望回暖,C端家庭需求延续健康化趋势,中长期来看,复合调味品切中B/C端多种痛点,调味品复合化是行业发展重要趋势。建议关注受益于成本压力缓解、在复合调味品和健康食品领域合理布局的调味品企业。③**乳制品:成本向上拐点临近,价格战有望趋缓。**需求放缓导致乳制品行业营收有所回落,预计2025年随着渠道库存的逐步清理,以及消费刺激政策下乳制品需求的回暖,乳制品行业规模能恢复到低个位数的增长。原奶价格自2021年下半年以来持续下降,预计2025年原奶成本向上拐点临近,乳企仍能享受成本红利,且价格战有望趋缓,损失计提有望降低。建议关注业绩表现较好的乳制品龙头。④**零食:量贩模式继续推高行业景气度,预计边际增速放缓。**量贩零食店的兴起,倒逼对流量敏感的零食企业进行改革,包括强化供应链、品类聚焦、提升管理效率等方式降低成本,大多数与量贩零食店合作并积极变革的企业业绩表现亮眼。当前量贩零食店仍处于扩张中,预计2025年将继续推高零食行业景气度,但预计边际增速放缓,因此零食个股的业绩增长将出现分化。长期来看,此轮由量贩零食店引发的零食渠道变革,成为零食企业重新洗牌的机会,将倒逼零食企业积极变革,将有效提升零食企业自身的竞争力。建议重点关注在此轮渠道变革中表现优秀的零食企业。

5 风险提示

1. 经济增长不及预期风险: 食品饮料需求与宏观经济增长正相关,如果经济增速不及预期或下行, 食品饮料行业需求增长可能不及预期或出现下行风险。
2. 政策风险: 食品饮料中的诸多板块,如白酒等,与政策关联度较大,限制或管控相应产品于某些消费场景的消费将会带来较大的行业调整。
3. 食品安全风险: 食品安全是消费者关注的重中之重,消费者对出现食品安全问题的产品及公司甚至行业的信任度及消费意愿将大幅下降。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场