

政策与新趋势共振，把握结构性机会

强于大市 (维持)

——2025 年中期食品饮料行业投资策略报告

2025 年 07 月 16 日

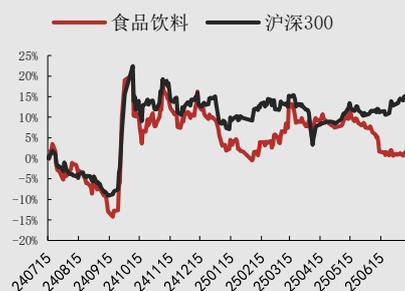
回顾：2025 年上半年，食品饮料业绩和股价表现较为低迷。①从业绩来看，2025 年 1 季度，申万食品饮料板块营收/归母净利润同比 +2.46%/+0.28%，增速较去年同期-4.32pcts/-15.68pcts，在 31 个申万一级行业中分别排名第 15/19。②从股价来看，2025 年上半年，食品饮料板块股价下跌 7.33%，涨幅在申万 31 个一级行业中排名倒数第二，其中白酒板块成为下跌重灾区。③从估值来看，当前食品饮料板块七年跨度区间的 PE 估值百分位为 7.26%，处于历史低位。

展望：①从宏观层面来看，在贸易冲突加剧背景下，要实现 GDP 增速目标，提振内需为重中之重。2025 年 3 月 16 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，从 8 个方向出发全面提升消费，部署了 30 项重点任务，政策全面性和力度之大，前所未有，并且政策端开始重视生育补贴、“反内卷”等长效机制的改革。这些政策的落地有望提振国内消费，并且长效机制的改变可能会对未来较长时期国内消费者结构、消费场景的转变产生深远影响。②从行业层面来看，当前我国消费市场呈现出理性消费、情绪消费、健康消费并存的三大趋势。理性消费兴起与居民收入增速放缓有关，消费者对于低价高质的产品更加青睐，质价比成为主流诉求，带动折扣零售的快速增长。情绪消费的兴起与悦己主义和情绪压力释放需求有关，催生了谷子经济、黄金珠宝、现制茶饮等赛道的繁荣。健康消费的兴起与居民健康意识的提升有关，推动健康食品饮料的推广和升级。这些趋势共同引领消费行业不断变革，孕育出具备高成长性的新消费赛道。

食品饮料细分行业投资观点：

(1) 成长赛道：①**饮料：能量饮料景气度高涨。**功能性饮料是我国软饮料市场增长最快的细分行业，功能饮料中又以能量饮料占据市场主要份额。我国能量饮料市场中，东鹏饮料近年来增长亮眼，其高质价比精确击中了消费者的理性消费意识。预计我国能量饮料行业 2024 年至 2029 年的复合增长率达 10.2%，行业成长空间广阔，建议关注在能量饮料领域具备竞争优势的龙头企业。②**零食：渠道重构和品类创新推动行业成长。**渠道方面，量贩零食店等新型零食销售渠道迅速崛起；品类方面，魔芋类制品凭借健康性和辣味成瘾性成为新的行业爆品。预计 2025 年量贩零食转向存量店效提升，零食企业业绩增速放缓并分化，预计在此轮变革中积极拥抱变化、不断优化自身的零食企业将具备更加长远的发展前景。③**保健品：三重因素驱动下迎来结构性投资机会。**由于健康意识的提升，保健品行业在消费群体年轻化、需求多元化和渠道线上化的三重驱动下，正迎来结构性投资机会。可重点关注两大方向：一是年轻消费与细分品类，二是高增长功效赛道。

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

2025Q1 食品饮料重仓比例持续下降，细分板块重仓比例多数呈下行趋势

业绩增速明显放缓，啤酒、调味品、肉制品、白酒营收利润双增长

业绩增速放缓，分化明显

分析师：

陈雯

执业证书编号：

S0270519060001

电话：

18665372087

邮箱：

chenwen@wlzq.com.cn

(2) 边际改善赛道：

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。2024年啤酒行业业绩承压，2025Q1业绩有所改善，盈利能力保持增长。2025年下半年有望保持边际改善趋势，改善来自三点：一是餐饮复苏，以及体育赛事，如苏超火爆带来啤酒消费的提升；二是主要原材料和包材成本的价格下降带来毛利率的提升；三是产品结构持续升级，尤其产品结构偏低的啤酒企业如燕京啤酒、珠江啤酒升级空间更大。中长期来看，啤酒行业消费量趋于稳定，成长主要来自产品结构升级，预计精酿啤酒成为下一个增长点。

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：成本筑底迹象明确，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。

(3) 筑底赛道：白酒库存去化阶段业绩承压，“禁酒令”预计延长去化周期。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。从需求端来看，一方面，宴席需求存在2024年“寡春”导致的婚宴回补需求，以及高考人数处于高位所带来的升学宴需求；另一方面，近期全国由上至下推行的“禁酒令”可能会抑制宴请需求的回暖，延长库存去化周期。从细分赛道来看，“禁酒令”主要影响高端和次高端白酒，对中端和大众白酒影响相对较小，同时，在理性消费环境下，中端和大众价位白酒逐渐受到青睐，预计2025年中端和大众白酒业绩表现相对较好。我们判断2025年白酒处于筑底阶段，低估值+高分红为股价提供强支撑，向下空间有限，预计随着渠道库存逐步出清，市场有望提前于白酒企业报表端业绩拐点而迎来向上拐点。

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 回顾：2025 年上半年，食品饮料业绩和股价表现较为低迷	7
1.1 业绩回顾.....	7
1.2 行情回顾.....	9
2 展望：提振内需重要性凸显，消费新趋势孕育成长赛道	12
2.1 贸易冲突背景下出口承压，提振内需为中长期主线.....	12
2.1.1 提振消费成为实现 GDP 增长目标的重要逻辑.....	12
2.1.2 多轮消费激励政策颁布，消费提振力度空前.....	14
2.2 理性消费、情绪消费、健康消费兴起，孕育具备成长性的新消费.....	16
2.2.1 理性消费：从“低价导向”到“质价比优先”.....	16
2.2.2 情绪消费：为情感满足付费.....	19
2.2.3 健康消费：从生理健康到全维福祉.....	21
3 细分行业梳理	23
3.1 成长赛道：饮料、零食、保健品.....	23
3.1.1 饮料：能量饮料景气度高涨.....	23
3.1.2 零食：渠道重构和品类创新推动行业成长.....	27
3.1.3 保健品：三重因素驱动下迎来结构性投资机会.....	32
3.2 边际改善赛道：啤酒、调味品、乳制品.....	36
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.....	36
3.2.2 调味品：成本红利延续，复合、健康需求方兴未艾.....	42
3.2.3 乳制品：成本筑底迹象明确，价格战有望缓和.....	47
3.3 筑底赛道：白酒.....	49
3.3.1 行业持续承压，需求受政策影响.....	49
3.3.2 行业分化加剧：头部品牌集中趋势明显，大众价位成长较优.....	52
3.3.3 低估值+高分红成为筑底强支撑.....	54
4 投资建议	57
5 风险提示	58
图表 1：申万一级行业 2025Q1 营收增速(%).....	7
图表 2：申万一级行业 2025Q1 归母净利润增速(%).....	7
图表 3：2019-2025Q1 食品饮料板块营收及同比.....	7
图表 4：2019-2025Q1 食品饮料板块归母净利润及同比.....	7
图表 5：2019-2025Q1 食品饮料板块 ROE (%).....	8
图表 6：2019-2025Q1 食品饮料板块毛利率&净利率.....	8
图表 7：2019-2025Q1 食品饮料板块费用率.....	8
图表 8：2024 年与 2025Q1 食品饮料申万三级行业营收增速.....	9
图表 9：2024 年与 2025Q1 食品饮料申万三级行业归母净利润增速.....	9
图表 10：申万一级行业 2025 年 H1 涨跌幅(%).....	10
图表 11：食品饮料子板块 2025 年 H1 股价涨跌幅(%).....	10
图表 12：食品饮料申万三级行业股价驱动因素.....	11
图表 13：食品饮料子板块个股 2025 年 H1 股价涨跌幅(%).....	11
图表 14：申万一级行业七年估值区间（按 PE-TTM 排序）.....	12
图表 15：食品饮料申万三级行业七年估值区间（按 PE-TTM 排序）.....	12
图表 16：2015-2024 年我国 GDP 增量及同比增速.....	13

图表 17:	2015-2024 年各要素对 GDP 增长的拉动率	13
图表 18:	2019-2024 年中国进、出口总值	13
图表 19:	2019-2024 年中国进出口差额及同比	13
图表 20:	2018-2023 年中国基建投资额及同比	14
图表 21:	2024 年 5 月至 2025 年 5 月社会消费品零售累计总额及同比	14
图表 22:	2015 年-2025 年 5 月 CPI 月度同比	15
图表 23:	2024 年下半年以来中国提振消费相关政策	15
图表 24:	2008-2024 年居民人均可支配收入及同比	17
图表 25:	近年居民边际消费倾向 (%)	17
图表 26:	新建商品住房价格指数(上月=100)	17
图表 27:	折扣零食开店数 (家)	18
图表 28:	折扣零食销售规模 (亿元)	18
图表 29:	国内主要能量饮料价格对比	19
图表 30:	东鹏饮料 2022-2024 年业绩同比增速	19
图表 31:	现制茶饮行业主要品牌产品价格带 (单品, 元/杯)	19
图表 32:	现制茶饮上市公司 2022-2024 年营收同比增速(%)	19
图表 33:	泡泡玛特、老铺黄金、蜜雪集团营收同比	20
图表 34:	泡泡玛特、老铺黄金、蜜雪集团股价变化 (元/股)	20
图表 35:	近年营养健康相关政策	21
图表 36:	中国居民健康素养水平不断提升	21
图表 37:	居民人均医疗保健支出占消费支出比例上升	22
图表 38:	60 岁以上老年人口数量及占比	22
图表 39:	部分健康食饮产品及特点	23
图表 40:	我国软饮行业以零售计的市场规模及同比	23
图表 41:	我国软饮子行业 2019-2024 的年复合增长率	24
图表 42:	我国软饮子行业 2024 年零售额占比	24
图表 43:	功能饮料主要分类及特点	25
图表 44:	中国功能性饮料行业规模及同比	25
图表 45:	2019-2024 年东鹏饮料营业收入及同比	26
图表 46:	2019-2024 年东鹏饮料归母净利润及同比	26
图表 47:	东鹏饮料 2024 年毛利润分产品比例	27
图表 48:	东鹏饮料经销商数及同比	27
图表 49:	能量饮料线上销售额及同比	27
图表 50:	零食供应路径和不同环节毛利率对比	28
图表 51:	各零食渠道同类产品的价格对比 (2025 年 6 月)	28
图表 52:	我国量贩零食店行业市场规模	28
图表 53:	主要零食量贩企业的门店数量对比及近三年门店数量情况	28
图表 54:	零食企业与量贩零食店合作情况	29
图表 55:	零食企业产品创新情况	30
图表 56:	卫龙美味与盐津铺子旗下的魔芋制品收入情况和占比	31
图表 57:	零食企业 2021-2025Q1 营收和增速情况	32
图表 58:	中国保健品行业市场规模 (百万元) 和增速情况	33
图表 59:	2024 年全球主要国家营养保健品人均消费额 (美元)	33
图表 60:	全球每日服用营养保健品人数占比 (按年龄段划分)	33
图表 61:	使用儿童保健品家庭比例	33
图表 62:	保健品需求的新趋势带来的品类和消费场景创新	34
图表 63:	保健品行业产业链及代表企业	35

图表 64:	2019-2024 年保健品销售渠道结构变化情况.....	35
图表 65:	啤酒板块 2018-2025 年 Q1 营收和归母净利润及增速.....	36
图表 66:	啤酒板块 2018-2025 年 Q1 毛利率和净利率.....	36
图表 67:	啤酒板块 2018-2025Q1 ROE.....	36
图表 68:	2023-2025 餐饮收入当月值及同比.....	37
图表 69:	2023-2025 限额以上企业餐饮收入当月值及同比.....	37
图表 70:	苏超淘汰赛部分赛程安排时间表.....	38
图表 71:	啤酒生产成本构成.....	38
图表 72:	瓦楞纸出厂价 (元/吨).....	39
图表 73:	中国平板玻璃市场价 (元/吨).....	39
图表 74:	打包易拉罐均价(元/吨, 不含税).....	39
图表 75:	铝价 (元/吨).....	39
图表 76:	中国大麦进口平均单价 (美元/吨).....	40
图表 77:	我国啤酒行业年产量及同比增速.....	40
图表 78:	主要啤酒上市公司啤酒销售均价(元/吨).....	41
图表 79:	主要啤酒上市公司啤酒销售价格同比增速.....	41
图表 80:	2021 年以来调味品板块毛利率触底回升.....	42
图表 81:	2024 年上半年调味品企业下游渠道占比.....	42
图表 82:	2018-2027 年复合调味品市场规模和增速.....	43
图表 83:	2024-2025Q1 调味品上市公司业绩情况 (亿元).....	44
图表 84:	复合调味品切中 B/C 端多种痛点.....	45
图表 85:	中国典型调味品企业健康化产品布局情况.....	45
图表 86:	2023-2025Q1 大豆现货价 (元/吨).....	46
图表 87:	2023-2025Q1 白糖现货价 (元/吨).....	46
图表 88:	2023-2025Q1 食盐现货价 (元/公斤).....	46
图表 89:	2023-2025Q1 小麦现货价 (元/吨).....	46
图表 90:	2023-2025Q1 玻璃现货价 (元/平方米).....	46
图表 91:	2023-2025Q1 聚酯切片现货价 (元/吨).....	46
图表 92:	国内原奶价格变化.....	47
图表 93:	主要乳制品企业 2018 年 2025Q1 的毛利率情况(%).....	47
图表 94:	2018-2024 年中国奶牛的存栏数.....	48
图表 95:	2018-2024 年中国牛奶产量.....	48
图表 96:	主要乳制品企业 2018 年-2024 年的资产减值损失数据.....	48
图表 97:	居民人均奶类食品消费量及同比.....	49
图表 98:	中国牛奶和酸奶的零售价趋势.....	49
图表 99:	A 股乳制品行业 2021 年至 2025 年 Q1 各季度的营收和同比增速.....	49
图表 100:	白酒板块单季度营业收入及同比.....	50
图表 101:	白酒板块单季度归母净利润及同比.....	50
图表 102:	我国婚姻登记人数 (万对).....	51
图表 103:	全国 18 岁人口数及高考报名人数情况.....	51
图表 104:	白酒企业成品酒库存量处于历史高位.....	51
图表 105:	近两年白酒行业产量收缩明显 (万千升).....	51
图表 106:	次高端白酒企业 2024-2025Q1 营收同比增速 (%).....	52
图表 107:	中端/大众白酒企业 2024-2025Q1 年营收同比增速 (%).....	52
图表 108:	2022-2025Q1 各档次白酒营收同比 (%).....	53
图表 109:	2022-2025Q1 各档次白酒归母净利润同比 (%).....	53
图表 110:	白酒行业规模以上企业数量.....	54

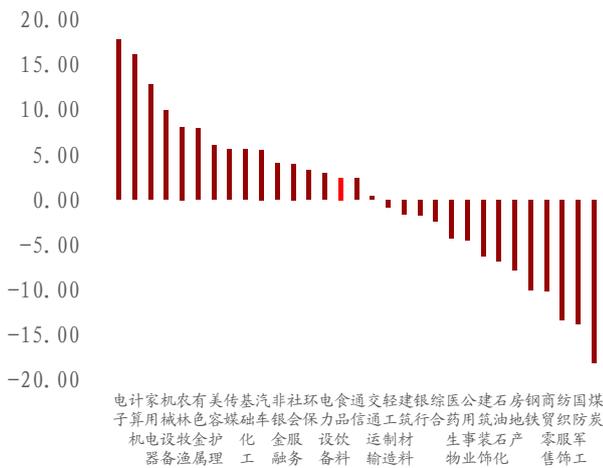
图表 111:	2025 年 2-6 月高端酒价格变化 (元)	54
图表 112:	申万白酒行业估值 2019-2025 年上半年 PE-TTM 曲线.....	55
图表 113:	白酒企业 2019-2025 年 H1 估值 PE-TTM.....	55
图表 114:	白酒企业 2019-2024 年分红率及股息率	56

1 回顾：2025 年上半年，食品饮料业绩和股价表现较为低迷

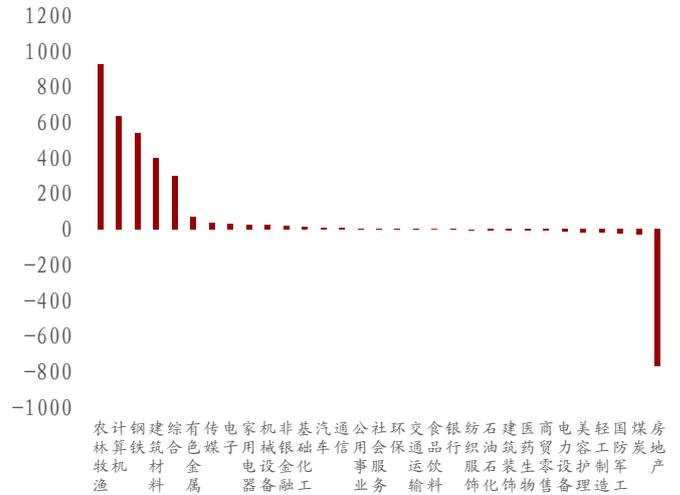
1.1 业绩回顾

食品饮料板块业绩保持正增长，但增速放缓。2025Q1申万食品饮料板块营业收入合计3266.07亿元，同比增长2.46%，增速较去年同期下降4.32pcts，在申万一级行业中排名第15。归母净利润合计815.05亿元，同比增长0.28%，增速较去年同期下降15.68pcts，在申万一级行业中排名第19。近五年来食品饮料板块营收规模保持增长态势，不过增速却逐渐放缓，归母净利润也呈稳步上涨趋势，2019-2023年同比保持10%以上增速，2024年下降至5.56%。

图表1：申万一级行业2025Q1营收增速(%)



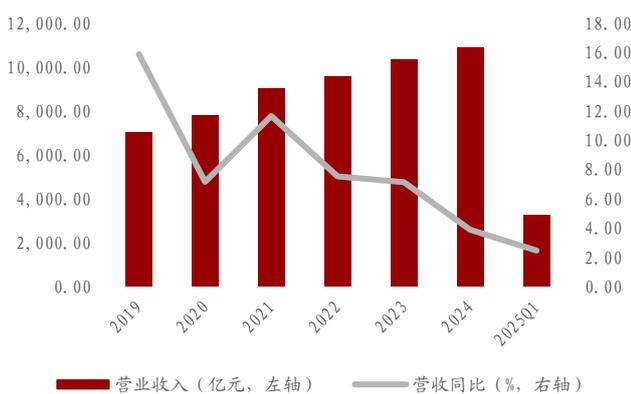
图表2：申万一级行业2025Q1归母净利润增速(%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

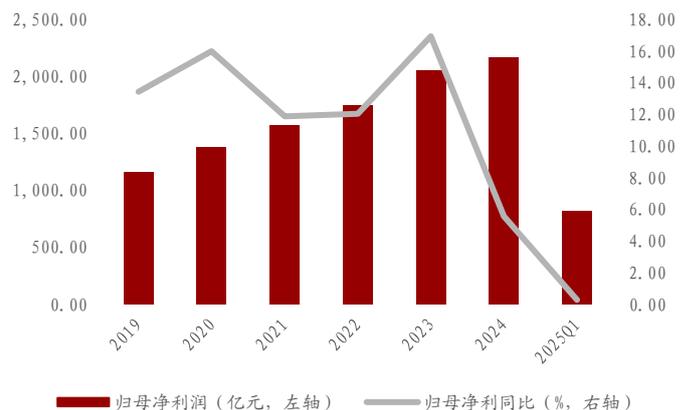
资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表3：2019-2025Q1食品饮料板块营收及同比



资料来源：同花顺，万联证券研究所

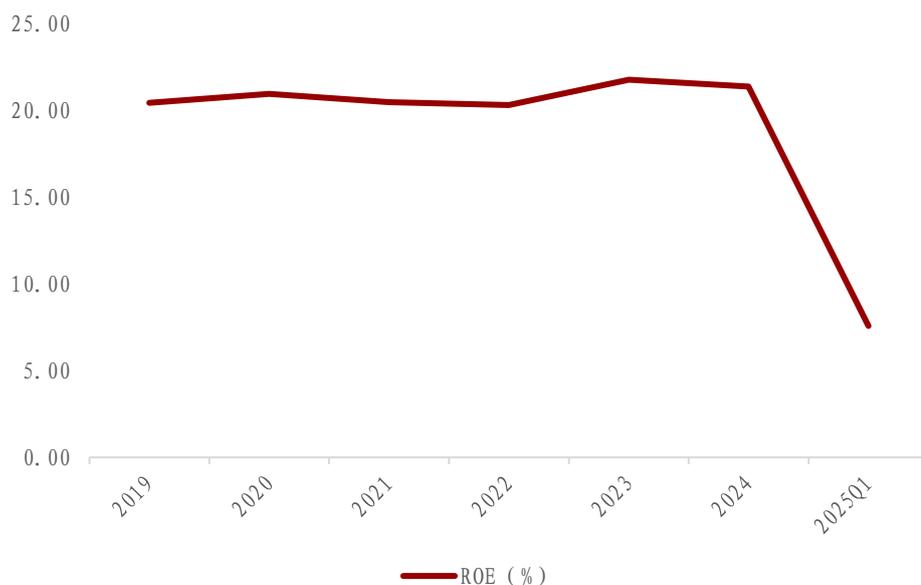
图表4：2019-2025Q1食品饮料板块归母净利润及同比



资料来源：同花顺，万联证券研究所

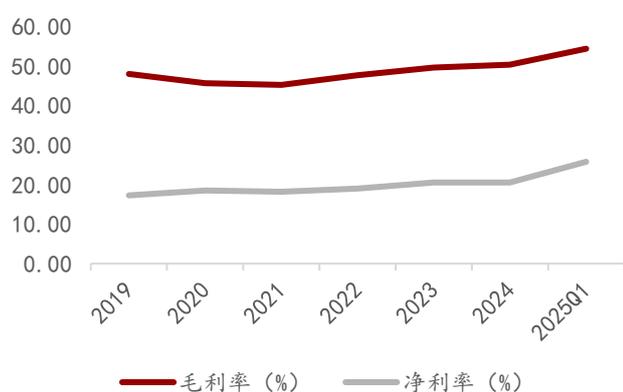
食品饮料板块盈利能力小幅波动，费用率有升有降。2025Q1食品饮料板块ROE、毛利率与净利率出现小幅波动，2025Q1食品饮料板块ROE为7.58%，同比-0.34pcts。2019-2024年食品饮料板块ROE稳定在20%以上；毛利率、净利率分别为54.41%、25.79%，同比-0.96pcts、-0.92pcts；销售费用率和管理费用率下降，分别为10.07%（YoY-0.22pcts）、3.73%（YoY-0.26pcts），财务费用率略微上升，为-0.47%（YoY+0.22pcts）。

图表5: 2019-2025Q1食品饮料板块ROE (%)



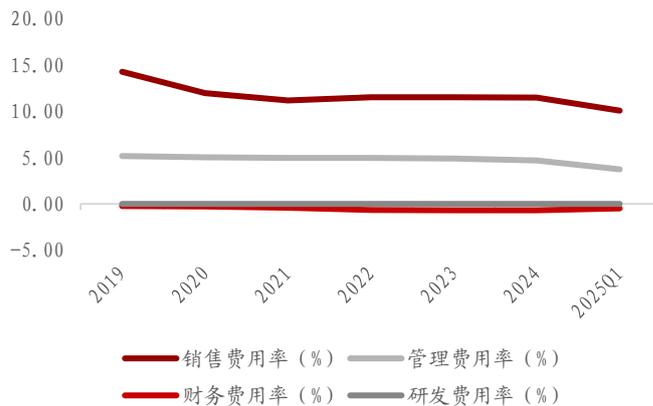
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表6: 2019-2025Q1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: 2019-2025Q1食品饮料板块费用率



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

细分行业中, 2025Q1零食、啤酒与调味发酵品营收增速靠前, 啤酒、调味发酵品、肉制品利润增速亮眼。2025Q1食品饮料行业申万三级子板块中, 零食、啤酒与调味发酵品营收增速居前列, 营收增速分别为30.96%、3.73%和3.46%; 啤酒、调味发酵品与肉制品归母净利润增速居前, 归母净利润增速分别为10.89%、7.31%和7.30%。

图表8: 2024年与2025Q1食品饮料申万三级行业营收增速

2024 营收增速			2025 Q1 营收增速		
序号	行业	增速(%)	序号	行业	增速(%)
1	零食	56.06	1	零食	30.96
2	软饮料	12.61	2	啤酒	3.73
3	调味发酵品III	8.59	3	调味发酵品III	3.46
4	白酒III	7.25	4	软饮料	2.41
5	烘焙食品	-0.45	5	肉制品	1.93
6	啤酒	-1.55	6	白酒III	1.60
7	预加工食品	-2.08	7	乳品	-0.11
8	肉制品	-2.79	8	烘焙食品	-0.54
9	其他酒类	-6.87	9	其他酒类	-4.33
10	乳品	-8.10	10	预加工食品	-4.83
11	保健品	-10.04	11	熟食	-11.84
12	熟食	-10.79	12	保健品	-16.88

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表9: 2024年与2025Q1食品饮料申万三级行业归母净利润增速

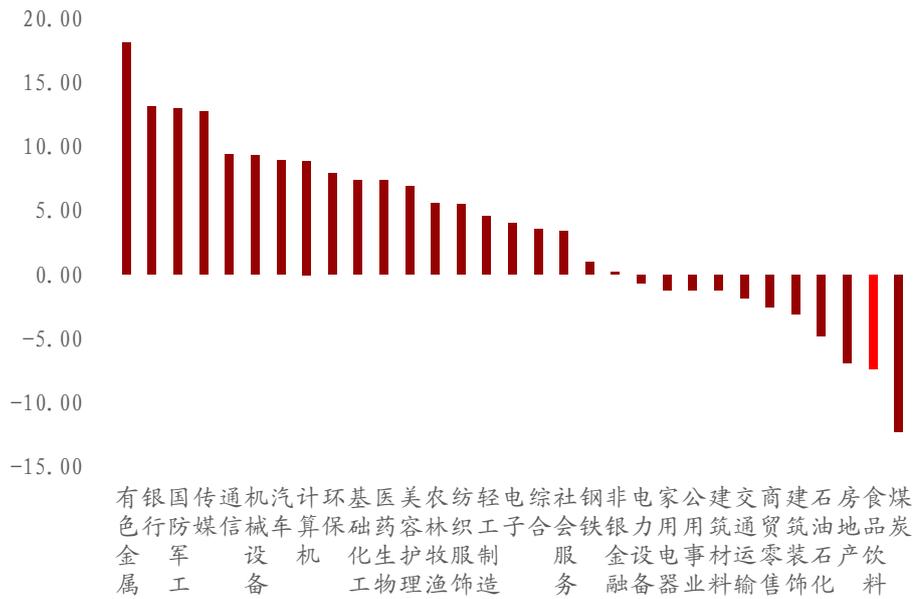
2024 归母净利润增速			2025 Q1 归母净利润增速		
序号	行业	增速(%)	序号	行业	增速(%)
1	肉制品	62.49	1	啤酒	10.89
2	软饮料	43.96	2	调味发酵品III	7.31
3	零食	24.53	3	肉制品	7.30
4	白酒III	7.41	4	白酒III	2.26
5	啤酒	6.83	5	其他酒类	-1.58
6	调味发酵品III	1.56	6	预加工食品	-3.31
7	熟食	-0.18	7	软饮料	-3.82
8	预加工食品	-2.45	8	零食	-15.44
9	烘焙食品	-5.90	9	乳品	-17.24
10	其他酒类	-24.08	10	烘焙食品	-18.51
11	乳品	-26.28	11	保健品	-24.70
12	保健品	-60.65	12	熟食	-28.62

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

1.2 行情回顾

2025年上半年食品饮料板块下跌7.33%，表现弱于市场。2025年上半年，A股行业上涨板块偏多，31个申万一级行业中有20个行业指数上涨，11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7.33%，涨幅在申万31个一级行业中排名倒数第二。

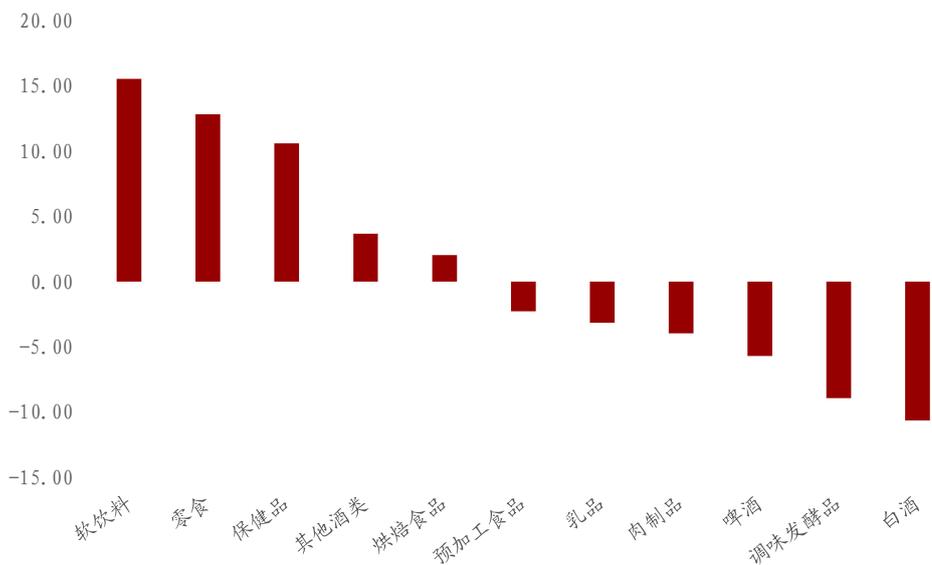
图表10: 申万一级行业2025年H1涨跌幅(%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2025年上半年食品饮料子板块下跌居多，白酒板块股价下跌严重。2025年食品饮料申万三级行业指数有5个细分板块（软饮料、零食、保健品、其他酒类、烘焙食品）上涨，6个细分板块（预加工食品、乳品、肉制品、啤酒、调味发酵品、白酒）下跌。其中，软饮料（+15.54%）、零食（+12.81%）领涨板块，白酒（-10.65%）、调味发酵品（-8.94%）、啤酒（-5.69%）跌幅超过5%，跌幅较大。

图表11: 食品饮料子板块2025年H1股价涨跌幅(%)

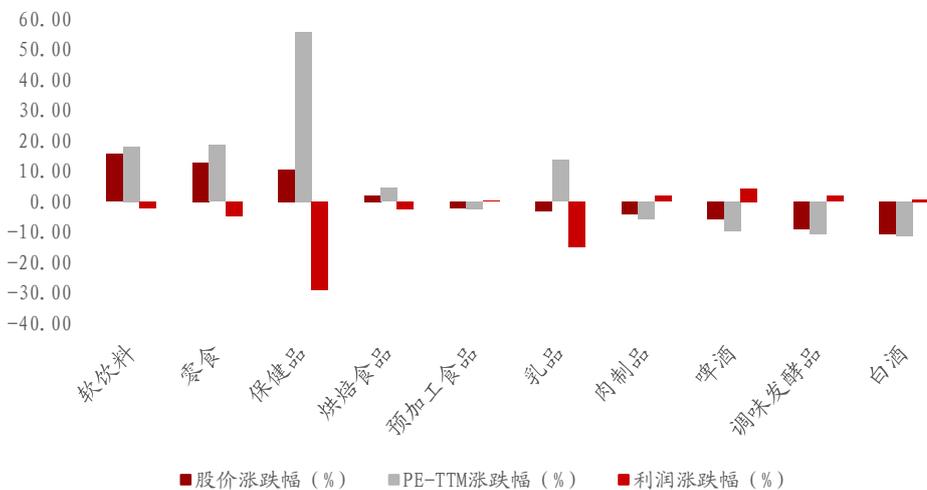


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

数据截止日期为2025年6月30日

对股价进行分解，估值和利润下降带动各子板块下跌。分解来看，白酒、调味品、啤酒股价下跌的主要原因是估值下降，而软饮料、零食、保健品股价上涨的主要原因是估值提升。

图表12: 食品饮料申万三级行业股价驱动因素



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

数据截止日期为2025年6月30日

2025年上半年食品饮料板块个股呈现分化格局，白酒股为下跌重灾区。涨幅榜由中小市值食品公司主导，主要集中于零食、保健品、乳制品、其他酒类行业。万辰集团以124.15%的涨幅高居榜首，交大昂立以+87.99%与会稽山以+80.02%分列二、三位，前十门槛值达西麦食品40.79%，平均涨幅达65.75%。反观跌幅榜则成白酒股重灾区：*ST岩石暴跌-45.45%位居末位，甘源食品以-33.20%与迎驾贡酒以-26.90%紧随其后，区域白酒龙头古井贡酒（-23.17%）、洋河股份（-22.72%）及舍得酒业（-22.04%）集体跻身跌幅前十，该阵营平均跌幅达-27.56%。

图表13: 食品饮料子板块个股2025年H1股价涨跌幅(%)

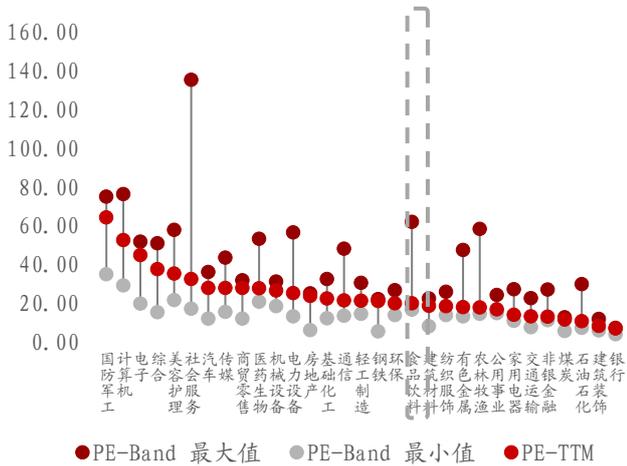
2025年H1 食品饮料股票涨幅前十			2025年H1 食品饮料股票跌幅前十		
序号	股票	增速(%)	序号	股票	增速(%)
1	万辰集团	124.15	1	*ST 岩石	-45.45
2	交大昂立	87.99	2	甘源食品	-33.20
3	会稽山	80.02	3	迎驾贡酒	-26.90
4	妙可蓝多	70.56	4	龙大美食	-26.52
5	骑士乳业	65.10	5	三只松鼠	-26.47
6	康比特	52.84	6	洽洽食品	-25.58
7	贝因美	51.54	7	海融科技	-23.57
8	莫高股份	42.46	8	古井贡酒	-23.17
9	ST 加加	42.07	9	洋河股份	-22.72
10	西麦食品	40.79	10	舍得酒业	-22.04

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

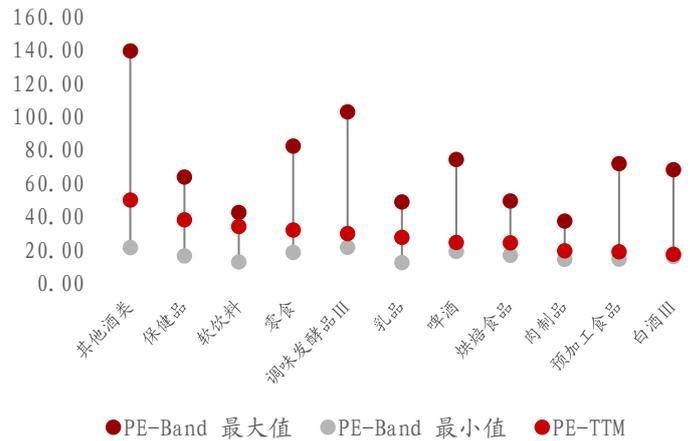
数据截止日期为2025年6月30日

食品饮料板块处于历史估值低位，多个子板块处于历史估值最低点。从七年跨度的区间估值来看，当前食品饮料板块的估值百分位为7.26%，处于历史低位。细分子板块来看，多个子板块估值处于估值低位，除软饮料估值百分位超过中枢水平，其余子板块估值百分位均低于中枢水平。其中，白酒、预加工食品、啤酒和调味发酵品的估值百分位分别为2.65%、7.64%、9.50%、9.92%，接近历史估值最低点。

图表14: 申万一级行业七年估值区间（按PE-TTM排序）



图表15: 食品饮料申万三级行业七年估值区间（按PE-TTM排序）



资料来源：同花顺，万联证券研究所
注：数据截止日期为2025年6月30日

资料来源：同花顺，万联证券研究所
注：数据截止日期为2025年6月30日

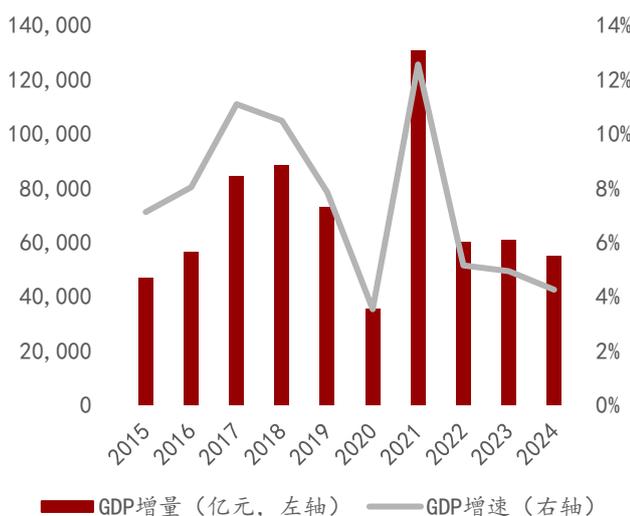
2 展望：提振内需重要性凸显，消费新趋势孕育成长赛道

2.1 贸易冲突背景下出口承压，提振内需为中长期主线

2.1.1 提振消费成为实现 GDP 增长目标的重要逻辑

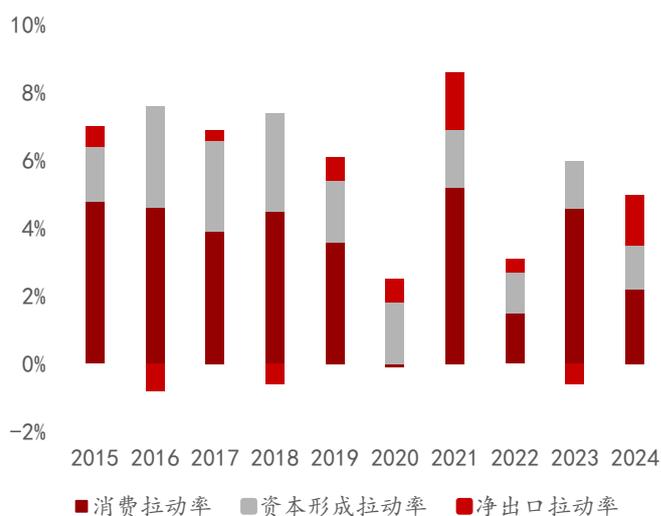
实现GDP增速目标，提振消费为重中之重。根据国家统计局的数据，2024年中国GDP增速为5%。其中2024年最终消费对GDP增长的拉动从2023年的4.6个百分点下降到2.2个百分点，资本形成对GDP增长的拉动从2023年的1.4个百分点下降到1.3个百分点，净出口的拉动则由-0.6个百分点上升到1.5个百分点。比较2023和2024年最终消费、资本形成和净出口的实际增速，可以发现，最终消费增速下降是2024年GDP增长的最大拖累。而2024年中国之所以能实现5%的GDP增速目标，很大程度上是因为净出口的超高速增长抵消了最终消费增速的显著下降。

图表16: 2015-2024年我国GDP增量及同比增速



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

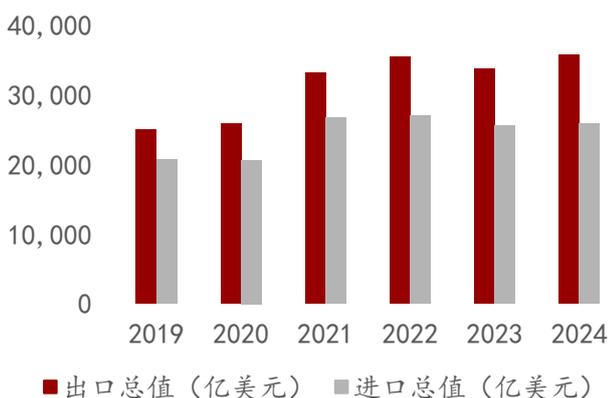
图表17: 2015-2024年各要素对GDP增长的拉动率



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

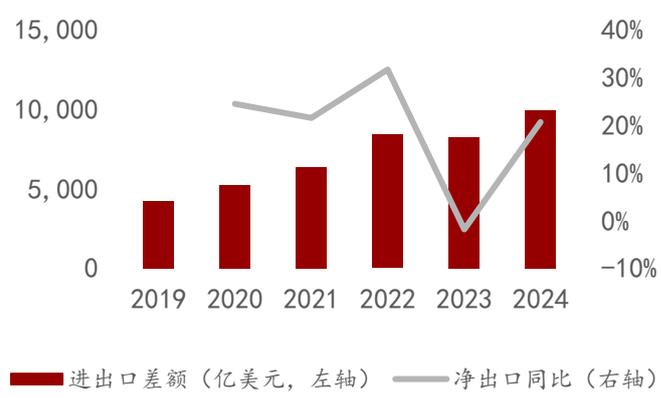
由于关税争端的影响, 预计2025年净出口对GDP拉动作用下降。目前官方公布2025年中国GDP增速目标为5%。在净出口方面, 2024年我国贸易顺差为9921.55亿元, 同比增长20.69%, 顺差额度创下了历史最高记录。但由于2025年特朗普政府上台后发布的包括“对等关税”在内的各项贸易政策, 以及其在中国政策的高度不确定性和多变性, 中美正常贸易受到巨大影响。此外, 叠加较高的基数、世界频发战争带来的逆全球化加剧等因素, 使得2025年中国净出口的增速会明显低于2024年应该是大概率事件, 可能导致2025年净出口对GDP拉动作用下降。

图表18: 2019-2024年中国进、出口总值



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

图表19: 2019-2024年中国进出口差额及同比

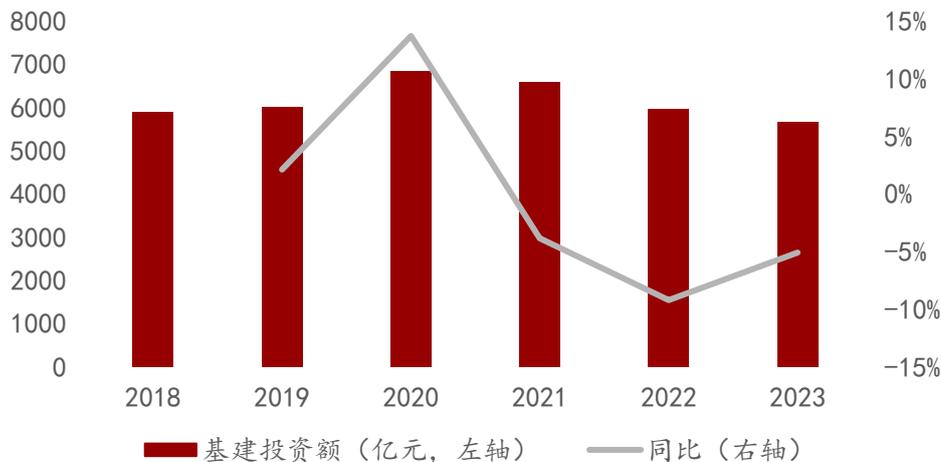


资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

我们预计2025年, 固定资产投资对GDP的拉动也较为有限。房地产行业恢复任重道远, 虽然近期商品房销售方面有所改善, 但不少开发商资金链仍处于压力之下, 制约了他们对新增项目的投资能力, 开发商更倾向于用销售回款偿还债务, 而不是增加投资, 市场预期的不确定性和资金链压力的双重约束, 使房地产开发投资的恢复不能一蹴而就。在制造业和基建投资方面, 其增长空间逐渐受限。制造业投资效果存在时滞, 且在终端消费需求不足的背景下制造业投资意愿较低。而基建投资额在2020到2023年

逐年下降，2024年比上年增长4.4%，但由于对统计口径进行了改变而与2023年数据可比性有限。

图表20: 2018-2023年中国基建投资额及同比



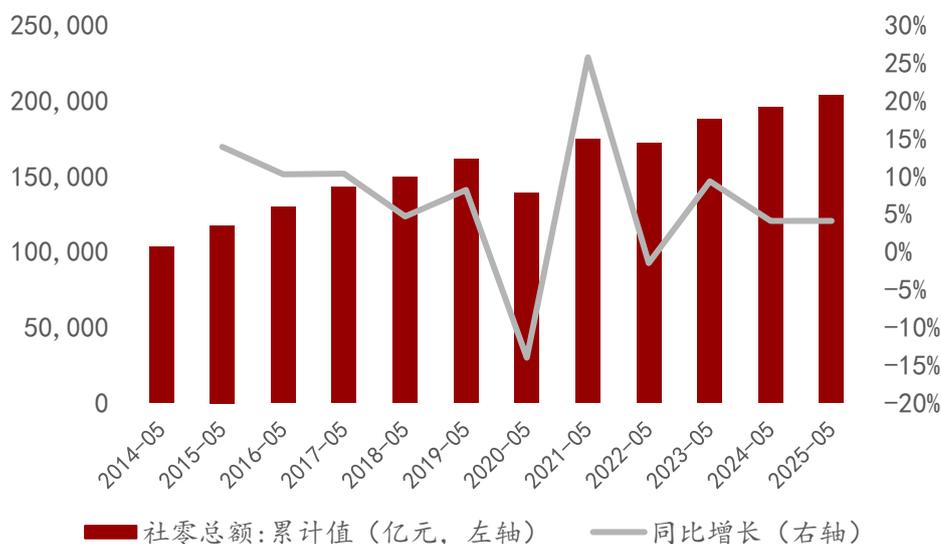
资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

消费为经济增长需要发力的重点方向。我们认为，2025年中国GDP的增速如果要实现5%的增速目标，必须要在最终消费、资本形成两个方向进行发力，不仅增速要超过2024年，还需要弥补可能出现的净出口下降的负向影响。总体来看，消费对GDP增长的贡献率是最大的，也是当前最容易发力的方向。

2.1.2 多轮消费激励政策颁布，消费提振力度空前

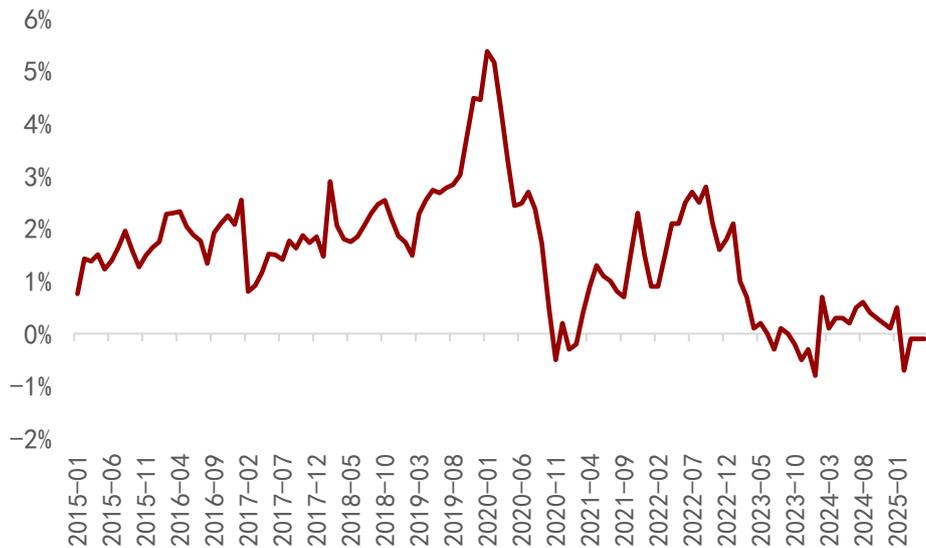
社零增速处于低位，提振消费势在必行。2024年我国社零总额同比+3.5%，低于2023年的增速7.2%，也是过去30多年以来除去新冠疫情期间的最低增速。2025年1-5月社零总额为203,171亿元，同比增速仅4.06%，与去年同期增速持平，增速仍处于历史较低位。自2023年3月以来，CPI月度同比始终低于1%，且在2023年末和2025年都出现了负增长的情况，提示经济可能会有通货紧缩风险，提振消费势在必行。

图表21: 2024年5月至2025年5月社会消费品零售累计总额及同比



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

图表22: 2015年-2025年5月CPI月度同比



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

从中央政策出台的内容和密度来看, 提振消费是当前政府工作任务的重中之重, 而且任务非常急迫。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, 表明宏观政策风向已变。2025年2月10日国务院总理李强主持召开国务院常务会议, 研究提振消费等有关工作议题。3月16日, 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》, 从8个方面出发全面提升消费, 其主要内容包括: 城乡居民增收促进、消费能力保障支持、服务消费提质惠民、大宗消费更新升级、消费品质提升、消费环境改善提升、限制措施清理优化、完善支持政策。该方案共部署了30项重点任务, 政策全面性和力度之大, 前所未有, 体现我国政府提振消费的决心。

此外, 政策明确提出要“增收减负”、“稳定楼市股市”、“释放财富效应, 更好地提振消费”, 反内卷反加班, 要求有条件的地区给学生放春秋假, 周末休息两天等, 在生育、养育、教育、医疗、养老等各方面给与全面政策扶持。值得注意的是, 目前政策端开始重视生育补贴、“反内卷”等长效机制的改革, 这些长效机制的改变可能会对未来较长时期国内消费者结构、消费场景的转变产生深远影响。

图表23: 2024下半年以来中国提振消费相关政策

政策	发布日期	主要内容	发文单位
关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施	2024年7月24日	优化设备更新项目支持方式、支持老旧营运船舶报废更新、支持老旧营运货车报废更新、提高设备更新贷款财政贴息比例	发改委、财政部

关于促进服务消费高质量发展的意见	2024年8月3日	挖掘基础型消费潜力、激发改善型消费活力、培育壮大新型消费（包括数字消费、绿色消费、健康消费）、增强服务消费动能、加强财税金融支持，以优化和扩大服务供给，释放服务消费潜力	国务院
央行降准降息	2024年9月24日	降低中央银行政策利率，7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点，从1.7%降为1.5%	中国人民银行
零售业创新提升工程实施方案	2024年11月15日	1. 场景创新：发展首发经济、支持全球品牌首店首秀；2. 模式升级：推动商圈智慧化改造，培育“即时零售”。	商务部等7部门办公厅
提振消费专项行动方案	2025年3月16日	1. 促进城乡居民收入增长：促进工资合理增长、拓展财产性收入渠道；2. 保障消费能力：加大生育养育保障力度、强化教育支撑、提高医疗养老保障能力、保障重点群体基本生活；3. 服务消费提质：促进生活服务消费、扩大文体旅游消费等	中共中央办公厅、国务院办公厅

资料来源：各政府部门官网，万联证券研究所

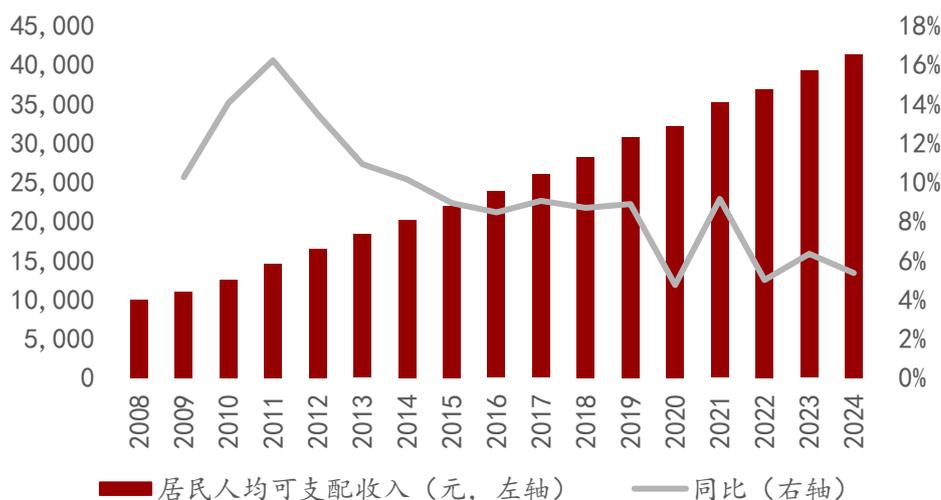
2.2 理性消费、情绪消费、健康消费兴起，孕育具备成长性的新消费

当前消费市场呈现理性消费、情绪消费、健康消费并存的趋势。由于宏观经济增速下滑导致的居民收入承压、代际差异和区域分层导致的消费群体分化与需求分层、以及技术与渠道创新促使供应端效率提升等因素的共同驱动下，当前我国消费市场呈现出理性消费、情绪消费、健康消费并存的三大趋势。三大消费趋势并非互相对立，而是存在内在关联。如理性与情绪的共生，消费者拒绝“为溢价买单”，但愿为精准匹配情绪价值的产品付费；健康成为理性与情绪的公约数，健康消费既是长期投资（理性），亦能缓解焦虑（情绪），如低糖食品同时满足控糖需求与“疗愈感”。

2.2.1 理性消费：从“低价导向”到“质价比优先”

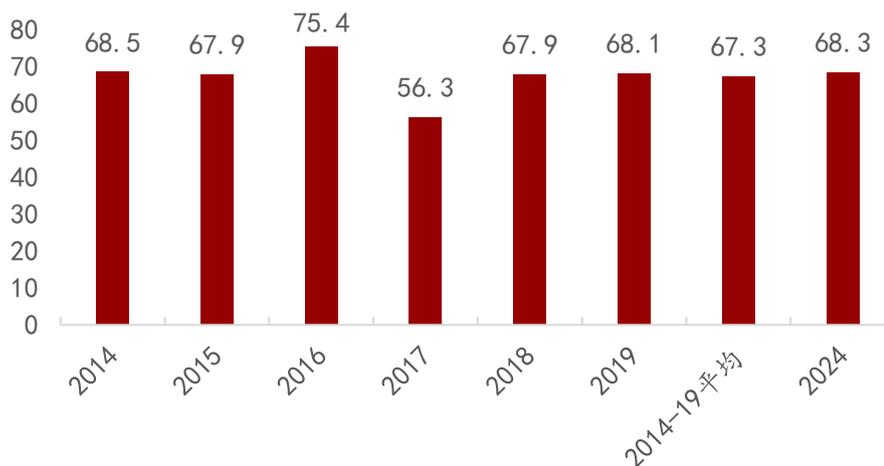
居民收入增速较缓，消费倾向有所恢复，理性消费成为主流。2024年，居民人均可支配收入为41,314元，同比增长5.34%，增速较2023年下降0.99pcts，处于历史低位。而2024年居民的边际消费倾向为68.3%，基本恢复到疫情前水平，但仍低于2016年的最高值75.4%，且远低于英法美德等国家。此外，近年商品房价格增长停滞甚至出现下跌，而房地产作为我国大部分居民持有的主要固定资产，其价值缩水引发居民对其保值功能的担忧。这使得居民日常生活中的消费更加理性，对于低价高质的产品更加青睐，理性消费成为主流。

图表24: 2008-2024年居民人均可支配收入及同比



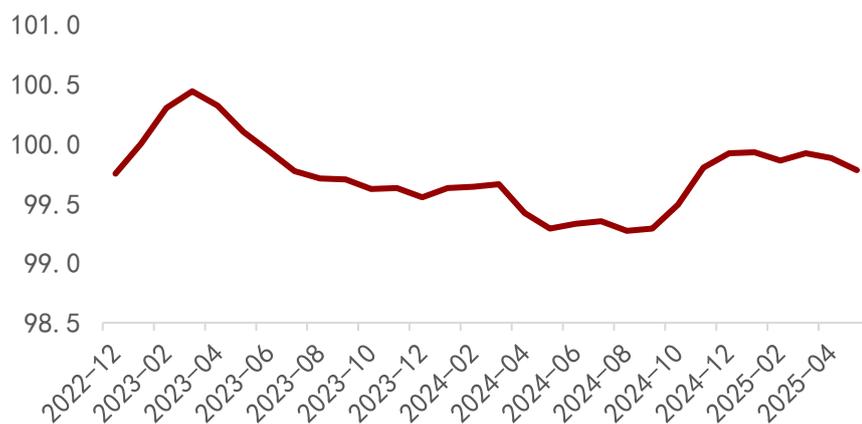
资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

图表25: 近年居民边际消费倾向 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

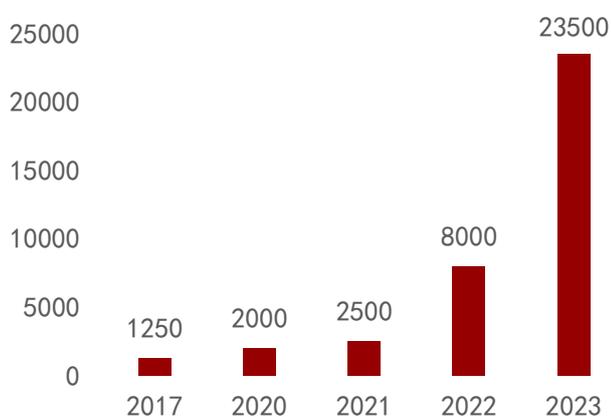
图表26: 新建商品住房价格指数(上月=100)



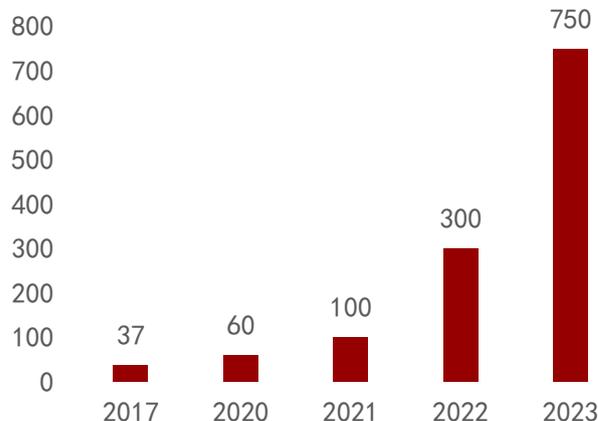
资料来源: 国家统计局, 同花顺, 万联证券研究所

产品回归品质本身，质价比成为主流诉求。保质前提下，消费者对于高性价比的追求引发了市场两个子行业的增长：具有渠道成本优势的规模折扣店，以及定位服务低价消费人群的品牌。消费者对于高性价比产品的需求，使得终端渠道上软折扣、硬折扣零售涌现，如万辰的好想来、零食很忙、好特卖、奥乐齐等折扣超市兴起，取代BC商超和KA卖场，而其中又以折扣零食店为代表。根据《2023中国零食硬折扣白皮书》的数据，2023年折扣零食开店数已达23,500家，销售规模达750亿。销售规模2020到2023的CAGR高达88.03%。由于相对于传统零食店，折扣零食店供应链短，议价权强，开店前期投入较低，商品周转率高，其零售店增长速度极快。以折扣零食龙头零食很忙为例，2017年3月首家加盟店开业，2018年进军湖南各地级市就于同年11月达百店，而截至目前官网显示门店数已超14,000家。而获得多轮资本加持的后起之秀零食有鸣，维持每月超100家门店的开店速度，最新门店已超4000家，并计划2026年达1.6万家。在当前理性消费的背景下，我国零售折扣店仍有深厚的成长潜力，众多品牌展店规划纷纷剑指万店。

图表27: 折扣零食开店数 (家)



图表28: 折扣零食销售规模 (亿元)



资料来源: 《2023中国零食硬折扣白皮书》，万联证券研究所

资料来源: 《2023中国零食硬折扣白皮书》，万联证券研究所

食品产品中，符合质价比趋势的品牌如东鹏饮料、蜜雪冰城业绩向好，在当下餐饮市场广受欢迎。东鹏饮料凭借高性价比在能量饮料赛道抢占市场份额，近三年来业绩表现优异，营收和净利润同比增速逐年提升，营收同比增速从2022年的21.89%提高到2024年的40.63%，净利润同比增速从2022年的20.75%提高到2024年的63.08%。现制茶饮行业的“性价比之王”蜜雪冰城，近三年来营收同比增速保持在20%以上，与定位于中端和高端茶饮的同行相比，蜜雪冰城的业绩十分亮眼，以高性价比的产品获得广大消费者的认可和支持。

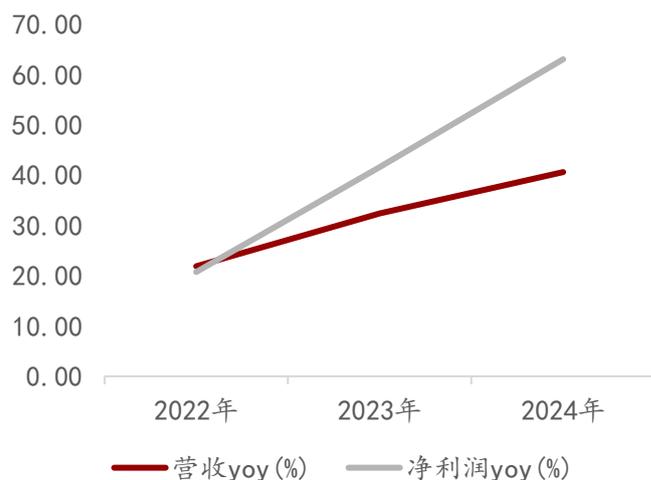
图表29: 国内主要能量饮料价格对比

品牌	产品名称	规格	单瓶价格(元)	每升价格(元)
东鹏饮料	特饮	500ml	3.79	7.59
红牛	经典金罐	250ml	4.54	18.17
可口可乐	魔爪	330ml	3.66	11.09
旺旺	劲爆	500ml	3.99	7.98
统一	焕神能量饮料	500ml	3.74	7.48
今麦郎	天豹能量饮料	500ml	2.88	5.75

资料来源: 淘宝, 万联证券研究所

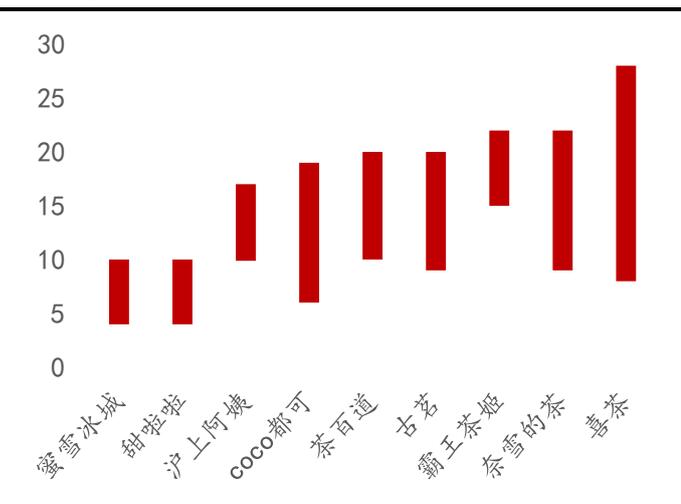
备注: 取数日期为2025年7月3日

图表30: 东鹏饮料2022-2024年业绩同比增速



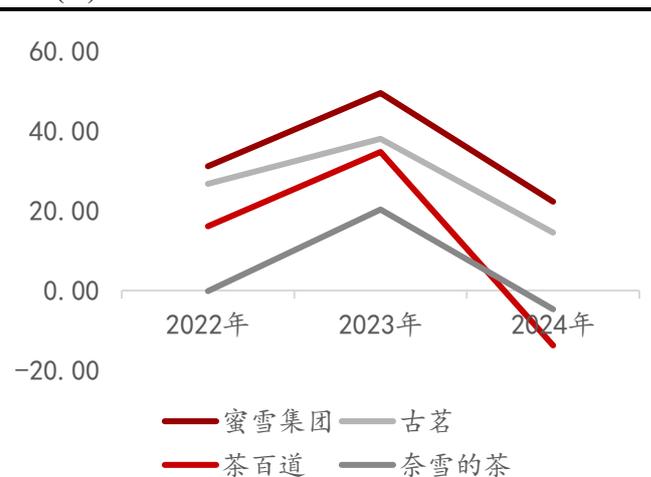
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表31: 现制茶饮行业主要品牌产品价格带(单品, 元/杯)



资料来源: 各茶饮品牌小程序, 万联证券研究所整理

图表32: 现制茶饮上市公司2022-2024年营收同比增速 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2.2.2情绪消费: 为情感满足付费

情绪消费的兴起与社会时代环境息息相关。情绪消费,是指消费者在购买商品或服务时,受到情感驱动,追求产品本身带来的情感满足和心理慰藉,进而达成对心理的补偿的一种消费行为。在当前的消费环境下,“情绪消费”与“悦己消费”含义基本等同,强调产品为消费者带来情绪价值,使消费者感到愉悦的功能。当前“内卷”和“焦虑”充斥着现代社会,人们承受着较大的情绪压力,需要通过情绪消费来寻求慰藉。而随着时代的发展,我国已从生产型社会步入消费型社会,消费目的变得多元化。过去,消费者可能更关注产品的基本功能和价格,现在却更愿意为具有情感附加值和个性化的商品买单。比如购买潮玩、去做美容护理、购买精致的古法黄金佩戴收藏,以此来满足内心对自我认同和社会认同的需求。

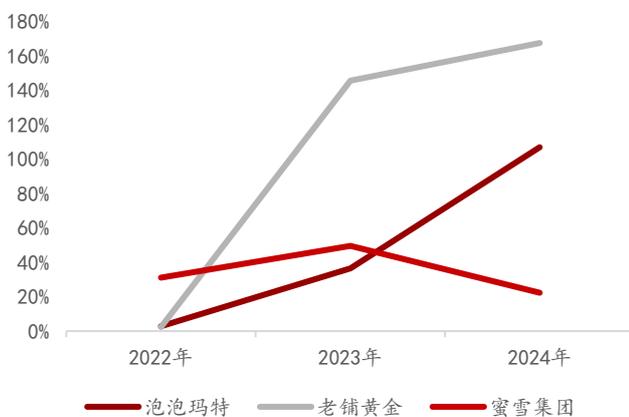
“港股新消费三姐妹”——泡泡玛特、老铺黄金、蜜雪集团可作为情绪消费的典型代表，其业绩和股价均取得了亮眼的表现：

①泡泡玛特是谷子经济的典型代表企业。盲盒为泡泡玛特的主要产品之一，其机制具有一定的博彩属性，使得产品复购率高且具有一定的成瘾性，抽出隐藏款可以为消费者提供情绪价值又可以在二级市场出售获取超额溢价；此外，泡泡玛特的各种联名IP周边如手办广受年轻人欢迎，这些周边的主要消费者为对应IP的粉丝，他们的购买以满足自己的喜爱为主要目的，而对于产品本身的成本并不太在意，这使得泡泡玛特产品可以具有较高溢价。此外，稀缺手办还具有一定的金融属性，在二级市场会被粉丝加价收购。

②老铺黄金被称为“黄金业的爱马仕”。在老铺黄金之前，黄金饰品企业本质上是“加工业”，饰品售价通常由“实时金价（按克计价）+加工费”组成，企业的利润主要来自于加工费。而近年黄金价格屡创新高，企业在单件加工费不变的前提下也不得不提高客单价，从而导致销量下滑，这也是周大福、老凤祥、周生生等传统黄金巨头业绩惨淡的重要原因。在传统金饰经营困难的情况下，老铺黄金另辟蹊径，将经营重心转向情绪溢价，本质上从卖首饰变为了卖故事和情绪。老铺黄金的经营策略主要分为三点：以文化进行产品包装，通过非遗技术的包装获得更多的产品定价权，降低消费者对产品价格的敏感性；通过“饥饿营销”营造产品的热度，提高消费者购买的难度，进一步提高产品溢价；通过社交媒体营销造势，扩大宣传度并使其产品成为一种时尚。在良好的策略下，通过对消费者情绪需求端满足，老铺黄金实现了极高的产品溢价，产品克价过千，远高于同行的“金价+加工费”价格。

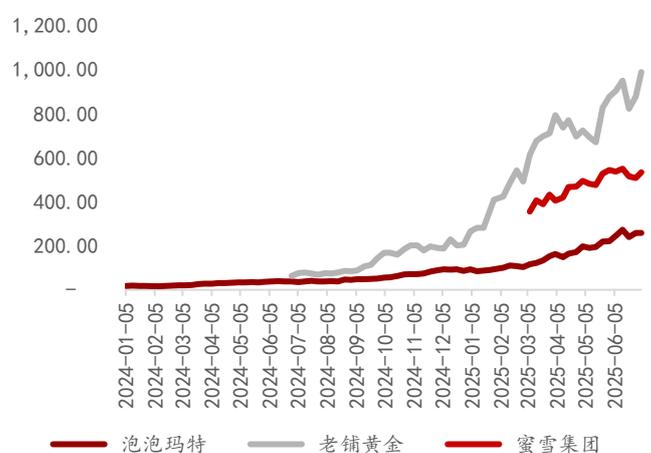
③现制茶饮行业便是以情绪消费为主的餐饮行业。情绪消费产品如泡泡玛特和老铺黄金常常具有一定溢价，但情绪消费和理性消费并不是相互对立的消费层次。现制茶饮行业便是以情绪消费为主的餐饮行业，其中的蜜雪冰城、茶百道、古茗、奈雪的茶等分别占据不同的价格区间，共同构造起价格从4元到40元不等的产品矩阵，为不同需求的消费者提供情绪满足。蜜雪冰城作为现制茶饮龙头，在茶饮产品之外也在积极尝试利用影视、IP影响力等给消费者带来情绪满足。如蜜雪冰城主题曲中“你爱我，我爱你”的洗脑旋律被广为传唱，又如2023年8月发布的《雪王驾到》动画获得话题口碑双丰收。

图表33: 泡泡玛特、老铺黄金、蜜雪集团营收同比



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表34: 泡泡玛特、老铺黄金、蜜雪集团股价变化（元/股）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

2.2.3健康消费：从生理健康到全维福祉

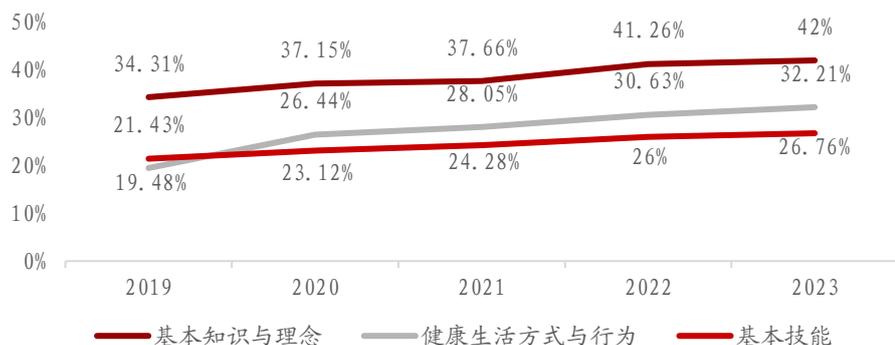
近年来，国家出台多项政策，促进居民健康消费意识。2016年，国务院发布《“健康中国2030”规划纲要》，要以全民健康为目的，支持健康产业发展成支柱性产业，提高全民健康素养，制定实施国民营养计划，全面普及膳食营养知识，引导合理膳食，加强食品安全监管。之后，各部门发布了多项政策，从健康素养、健康膳食、健康生活方式等方式入手，促进建设“健康中国”。在政策的带领下，国民健康素养不断提高。国家卫健委统计了“基本知识及理念”、“健康生活方式与行为”、“基本技能”三个方面的居民健康素养，三项指标均呈现增长趋势。自2019年到2023年，“基本知识及理念”从34.31%增长到42%；“健康生活方式与行为”素养从19.48%增长到32.21%；“基本技能”素养从21.43%增长到26.76%。

图表35：近年营养健康相关政策

政策	重点内容
《“健康中国2030”规划纲要》	以全民健康为目的，支持健康产业发展成支柱性产业，提高全民健康素养，制定实施国民营养计划，全面普及膳食营养知识，引导合理膳食，加强食品安全监管。
《国民营养计划2017-2030》	普及营养健康知识，优化营养健康服务，完善营养健康制度发展营养健康产业。
《“十四五”国民健康规划》	普及健康生活方式，推进“三减三健”，减盐、减油、减糖健康口腔、健康体重、健康骨密度，全周期保障人群健康，强化营养监测和补充。
《中国居民膳食营养素参考摄入量(2023版)》	对不同年龄段、不同性别人群修改身体健康指标，调整每日推荐的营养素摄入量，增加多个具有健康作用的营养素。
《全民健康素养提升三年行动方案(2024-2027年)》	以宣传推广《中国公民健康素养——基本知识与技能》为主线，推动健康教育进社区、进家庭、进学校、进企业、进机关，引导公众自觉践行文明健康绿色环保的生活方式，让人民群众真正成为自己健康的第一责任人，更好地重视健康、维护健康、享受健康。

资料来源：各政府部门官网、万联证券研究所

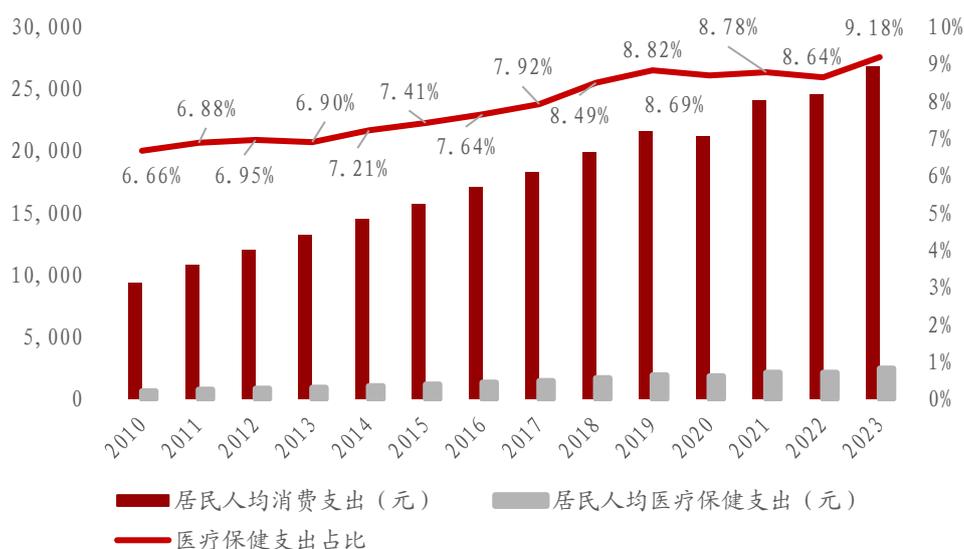
图表36：中国居民健康素养水平不断提升



资料来源：国家卫健委、万联证券研究所

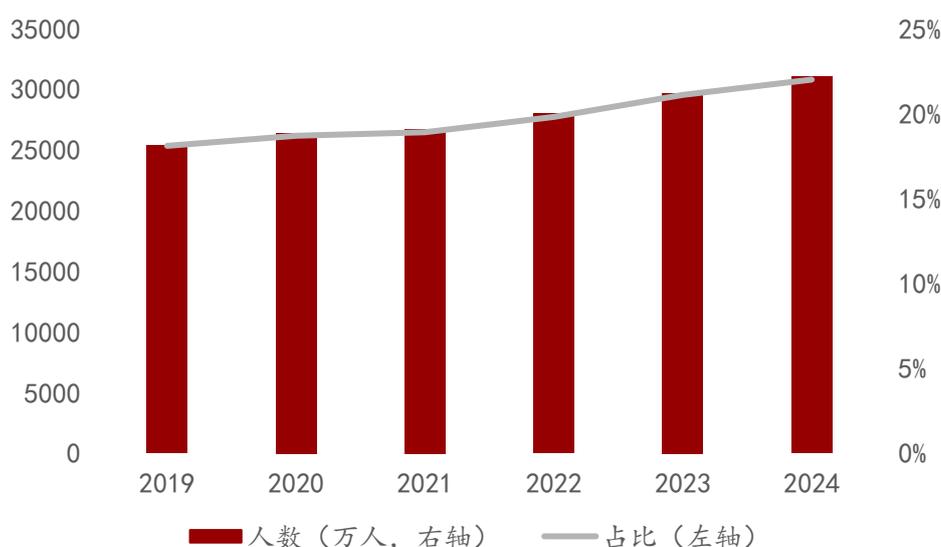
近年来，我国居民人均医疗保健支出占消费支出比例上升。国家统计局数据显示，从2010年到2023年，我国居民人均消费支出从9378元上涨到26,796元，增长了185.73%；人均医疗保健支出从625元上涨到2460元，增长了293.60%；人均医疗保健支出占人均消费支出比例从6.66%上涨到9.18%。人均医疗保健支出的提高，说明居民越来越关注健康消费。此外，老年人群重视健康消费，银发健康经济空间广阔。从人口结构来看，我国60岁以上人口的数量和占比均逐年升高。根据国家统计局发布的数据，截至2024年末，我国60岁及以上老年人口为31,031万人，占全国总人口22.0%，其中65岁及以上老年人口为22,023万人，占全国总人口15.6%，老年人口比重的增加使得居民健康观念进一步加重。

图表37: 居民人均医疗保健支出占消费支出比例上升



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

图表38: 60岁以上老年人口数量及占比



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

在健康消费趋势下，健康食品饮料经历了阶段性的转变。第一阶段，人们关注于产品

中各种“不健康”或者“不需要”的成分的含量，如部分薯片产品以“非油炸”为特点进行宣传、以“零糖零脂零卡”为卖点而大火的元气森林饮品；第二阶段，产品中直接加入了对人体产生特定健康功效的成分，如具有护眼功能的“叶黄素果冻”、加入 γ -氨基丁酸的NOPA晚上好牛奶。当前餐饮行业的健康消费主要呈现两大特点：功能性，食品饮料具有对人体有益的直接功能；仪式感，消费者需要产品的健康功能的同时，仍然对产品的口味具有高要求。

图表39: 部分健康食品饮料及特点

产品名称	主要特点	厂商
NOPA 晚上好牛奶	添加 γ -氨基丁酸、茯苓粉与酸枣仁粉等成分，有助于改善睡眠质量	蒙牛
红豆薏米水	添加红豆、薏米、枸杞、红枣、绿豆，具备一定的消肿祛湿，健胃安神，消暑解热功效	元气森林
枸杞拿铁	加入枸杞，具有养生功效	同仁堂
冬瓜荷叶柠檬茶	在茶包中加入冬瓜、荷叶、柠檬	同新堂

资料来源：淘宝平台，消费者报道，万联证券研究所整理

3 细分行业梳理

3.1 成长赛道：饮料、零食、保健品

3.1.1 饮料：能量饮料景气度高涨

■ 功能饮料为软饮料行业中增长最快的细分领域

我国软饮市场规模保持增长，功能饮料增速亮眼。根据东鹏饮料H股招股书披露的数据，2014年，我国软饮行业以零售计的市场规模为12,503亿元，同比增长7.56%，2019-2024年的CAGR为4.75%。自2020年以来，软饮市场恢复快速增长，但由于现制茶饮行业的冲击以及消费者对于软饮需求有限，我们预计在2026年左右市场规模增速将出现减缓，并于未来数年逐渐达到饱和。

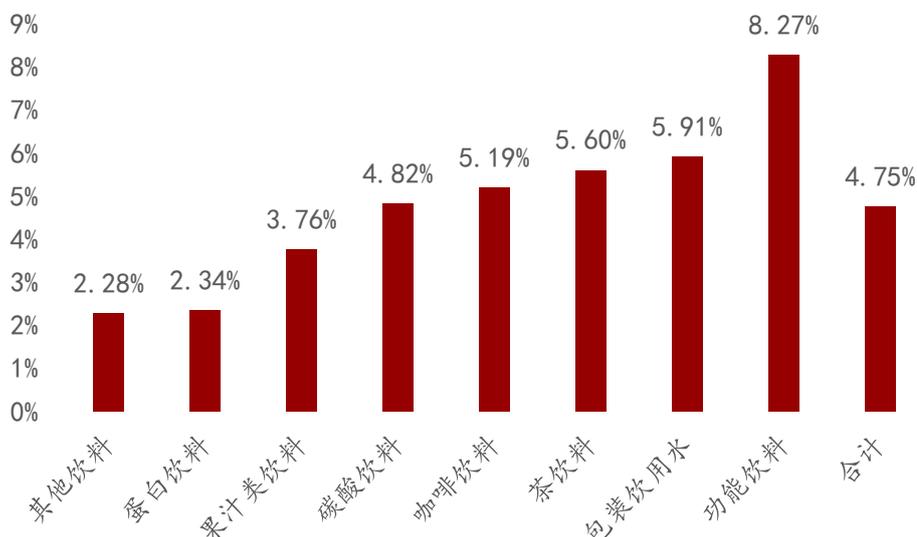
图表40: 我国软饮行业以零售计的市场规模及同比



资料来源：东鹏饮料H股招股书，弗若斯特沙利文，国家统计局，中国饮料工业协会，万联证券研究所

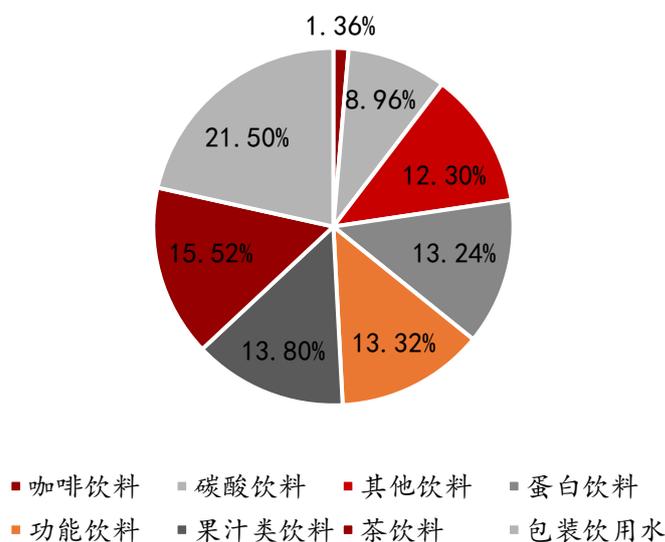
分子行业来看，2019-2024年CAGR排名前三位的是功能性饮料、包装饮用水、茶饮料。其中功能性饮料以8.72%的年复合增长率一骑绝尘，其占软饮市场的份额也从2019年的11.29%上升至2024年的13.32%。在软饮行业保持增长的大背景下，面对市场理性消费、情绪消费、健康消费的新需求，各子行业产品推陈出新，仍有实现快速增长的大量空间。

图表41: 我国软饮子行业2019-2024的年复合增长率



资料来源: 东鹏饮料H股招股书、弗若斯特沙利文、国家统计局、中国饮料工业协会、万联证券研究所

图表42: 我国软饮子行业2024年零售额占比



资料来源: 东鹏饮料H股招股书、弗若斯特沙利文、国家统计局、中国饮料工业协会、万联证券研究所

■ 能量饮料占据功能饮料主导地位，东鹏饮料表现亮眼

近年来，中国功能饮料需求不断增长，消费人群扩容，消费场景拓展，消费者在包装、口味和功能需求上也愈加多元。从供给端看，各大企业对于功能饮料的推广不断加深消费者认知，提高消费者接受度，并通过技术创新增加产品的功能性，使之适配更多消费场景。从需求端看，居民生活节奏加快，“加班”“疲惫”成为部分消费者常态，加之居民健康消费观念的增强，居民对饮品的功能性需求也在不断增加。根据《食品安全国家标准饮料通则GB/T 10789-2015》的定义，目前市面上的功能饮料可分为四类：运动饮料，能量饮料，营养素饮料，电解质饮料，其中又以能量饮料占据市场主要份额。

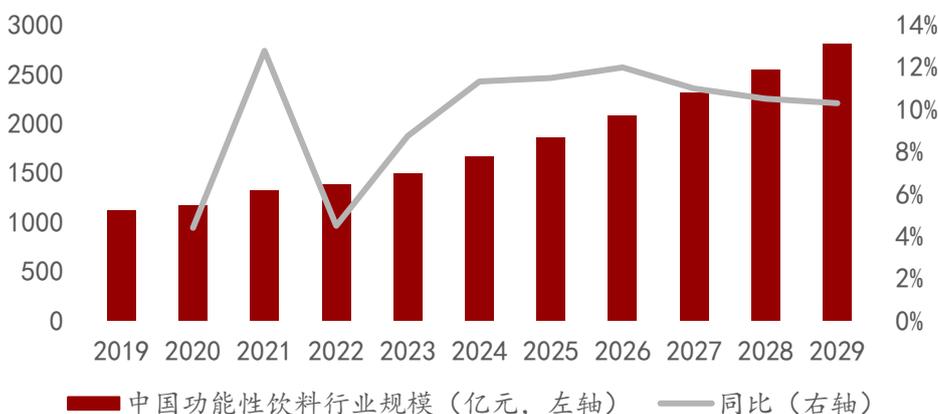
图表43：功能饮料主要分类及特点

类别	功能特点	代表产品
运动饮料	含有糖（补充能量）和电解质，部分运动饮料还添加了蛋白质、氨基酸、维生素、牛磺酸和咖啡因，以补充人体运动所丢失的成分	水动乐运动饮料、佳得乐运动饮料
能量饮料	含有咖啡因，主要功能为缓解疲劳、提神醒脑	红牛、东鹏特饮
营养素饮料	添加适量的食品营养强化剂，以补充机体营养需要的制品	农夫山泉能量帝维他命水
电解质饮料	添加机体所需要的矿物质及其他营养成分，能为机体补充新陈代谢消耗的电解质、水分的制品	外星人电解质水

资料来源：《食品安全国家标准饮料通则GB/T 10789-2015》、大众医学杂志、万联证券研究所

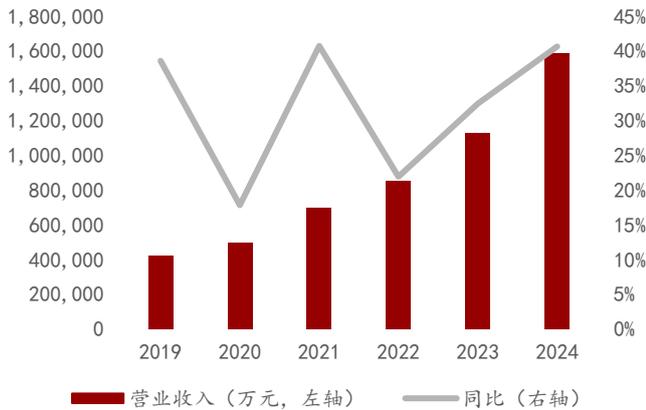
预计中国能量饮料行业2024年至2029年的复合增长率达10.2%。根据弗若斯特沙利文报告，按零售额计，中国能量饮料行业规模预期于2029年达人民币1,807亿元，2024年至2029年的复合增长率达10.2%。而以能量饮料为主打产品的东鹏饮料也在近几年取得亮眼业绩，其2024年营业收入达158.39亿元，同比增长40.63%，2019-2024年CAGR高达30.35%；2024年归母净利润为33.27亿元，同比增长63.09%，2019-2024年CAGR为42.28%。

图表44：中国功能性饮料行业规模及同比

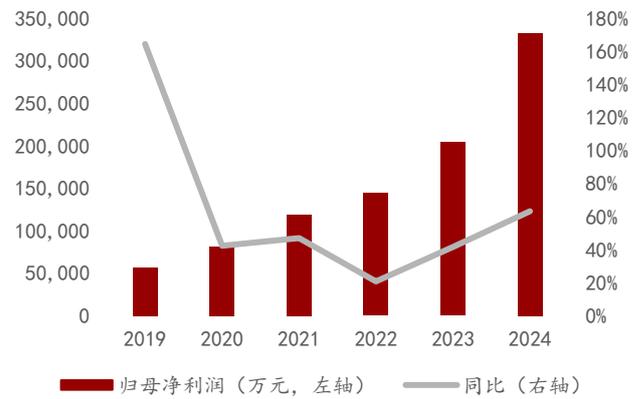


资料来源：东鹏饮料H股招股书、弗若斯特沙利文、万联证券研究所

图表45: 2019-2024年东鹏饮料营业收入及同比



图表46: 2019-2024年东鹏饮料归母净利润及同比



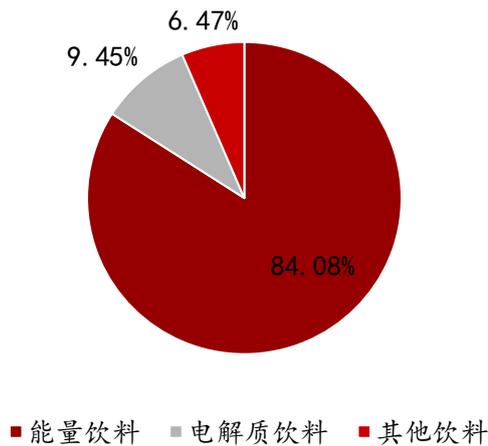
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

东鹏饮料的快速增长, 离不开其在能量饮料产品上的大获成功。根据其2024年报的信息, 其能量饮料产品 (以东鹏特饮为代表) 2024年取得毛利润64.19亿元, 占有产品毛利润的84.08%。东鹏特饮的大获成功主要有以下几方面的因素: ①**性价比高。**与红牛相比, 同规格东鹏特饮价格不到其一半左右。在口味和功能及其相似的前提下, 东鹏特饮具有明显的价格优势; ②**宣传效果好。**东鹏特饮以“累了困了, 喝东鹏特饮”“年轻就要醒着拼”为主要宣传语, 并大量发放广告并参加体育赛事赞助, 使得消费者对于东鹏特饮的接受度迅速提高; ③**精准定位目标人群。**东鹏特饮以蓝领群体为目标人群, 特别推出了500ml规格的瓶装产品, 不仅满足了蓝领对于能量饮料的较大需求, 而且通过加上防尘盖和瓶盖解决了易拉罐装分多次喝时的卫生问题; ④**产品设计突出。**与红牛的配色类似, 东鹏特饮产品也以金色为主要配色与饮料的金黄色相呼应。此外, 瓶身以些许红色搭配大鹏展翅的标志, 形成热烈活力之感, 最终达到产品形象与“能量饮料”深度绑定。

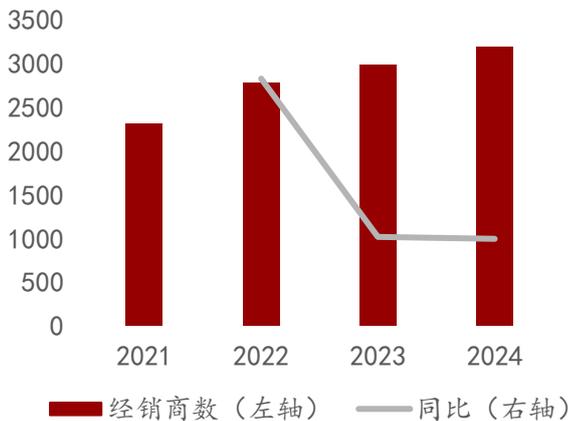
在通过东鹏特饮实现高速增长之外, 东鹏饮料也不断积极拓宽渠道, 打造全新产品。在线下渠道, 2021-2024年东鹏饮料经销商数稳定增长到3193家, CAGR为11.36%; 在线上渠道, 2021-2024年东鹏饮料线上销售额增长到3.75亿, CAGR高达56.86%。在产品创新方面, 东鹏饮料提早布局, 不断寻求新的爆款产品。2019年, 东鹏饮料推出主打消脂的“油柑柠檬茶”, 以抢占年轻消费者阵地。2021年9月, 又推出即饮拿铁咖啡饮品“东鹏大咖”。2023年, 东鹏饮料密集推出了无糖茶“鹏友上茶”、植物茶饮料“多喝多润”、椰汁“海岛椰”和电解质水品牌“东鹏补水啦”。2025年2月, 东鹏饮料名为“果之茶”的果味茶饮料, 对标康师傅和统一的果味茶系列产品。虽然目前其营收仍以东鹏特饮为主, 但部分爆款产品如“补水啦”仍处于快速增长期, 有望迎来第二曲线增长。

图表47: 东鹏饮料2024年毛利润分产品比例



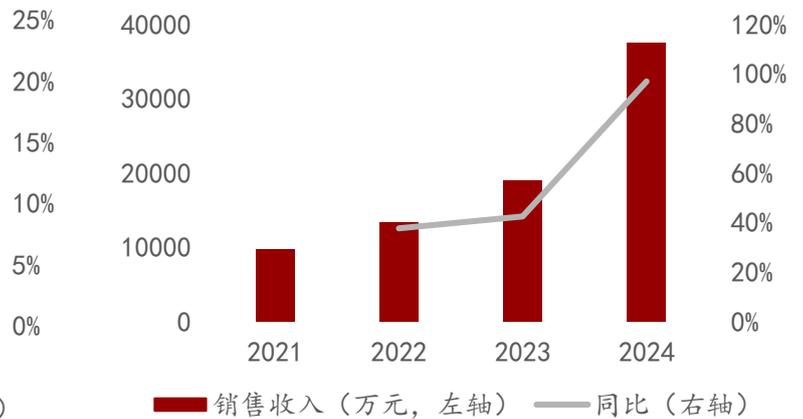
资料来源: 公司年报、万联证券研究所

图表48: 东鹏饮料经销商数及同比



资料来源: 公司年报、万联证券研究所

图表49: 能量饮料线上销售额及同比



资料来源: 公司年报、万联证券研究所

3.1.2 零食: 渠道重构和品类创新推动行业成长

■ 渠道重构

理性消费驱使消费者回归性价比, 新型零食销售渠道迅速崛起, 渠道拓宽带动行业成长。零食行业渠道历经迭代, 目前传统电商和商超渠道布局成熟, 抖音、量贩零食店、山姆等会员店渠道兴起, 带动零食行业快速成长。

零食量贩渠道价值链重塑, 渠道加价优势明显, 终端消费者享受极致性价比。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。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。根据嘉世咨询数据显示, 量贩渠道整体加价率为26%-30%, 不足KA

卖场、BC商超加价60%的一半，对应到终端消费中，消费者更能享受最优惠的价格。

图表50: 零食供应路径和不同环节毛利率对比

渠道类型	成本	品牌商加价	经销商加价	终端加价	总加价率	渠道加价占比
零食量贩	100%	10%	8%	18%	36%	26%
传统流通	100%	20%	20%	20%	60%	40%
KA 卖场	100%	20%	30%	30%	80%	60%

资料来源: 嘉世咨询, 万联证券研究所

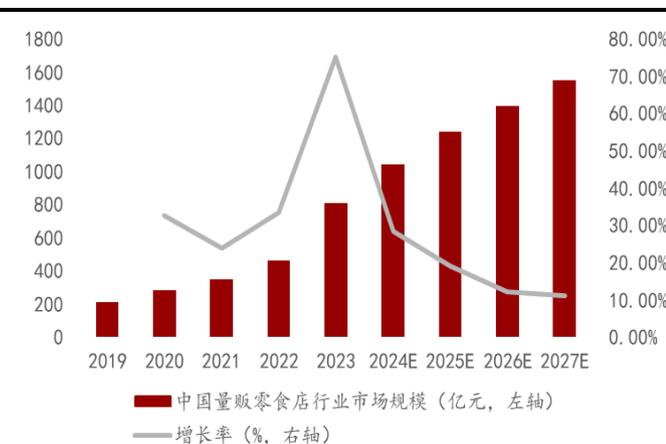
图表51: 各零食渠道同类产品的价格对比 (2025年6月)

	可乐 500ml	怡宝 555ml	红牛 (250ml)	桶装康师傅酸菜牛肉面
零食很忙 (元)	2.4	1.2	4.9	2.6
天虹 APP (元)	3.55	1.55	5.2	4
沃尔玛 (元)	3.5	1.5	5.2	4.5
社区商户 (元)	4	2	7	5.5
连锁便利店 (元)	4	2	7.5	6.5

资料来源: 各品牌小程序整理, 万联证券研究所

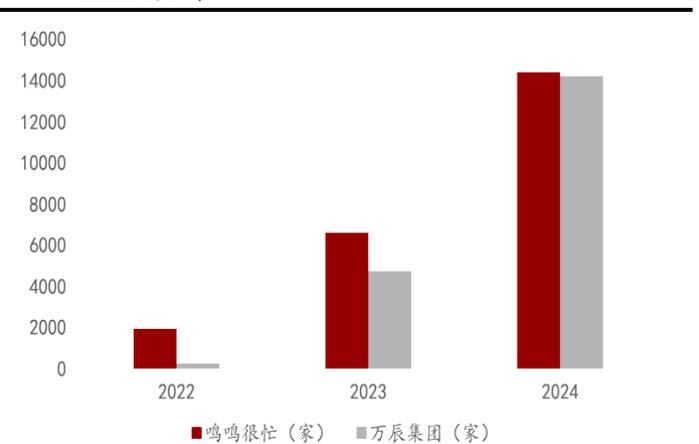
零食量贩市场规模保持快速增长, 国内量贩头部企业门店数量快速扩张。根据艾媒咨询的数据显示, 我国量贩零食店行业市场规模由2019年的211亿元增长至2023年809亿元, 年均复合增长率高达39.93%。预计在2027年量贩零食店的市场规模达到1547亿元。2023年前, 量贩零食品牌在区域内快速扩张并跑出区域龙头, 如零食很忙 (湖南)、好想来 (江浙)、零食有鸣 (四川)、赵一鸣零食 (江西) 都是各自地区的龙头。2023年量贩零食行业迎来合并浪潮: 9月, 万辰集团合并五家量贩品牌, 包括好想来、老婆大人、来优品、吡滴吡滴、陆小饣; 11月, 零食很忙与赵一鸣零食合并为鸣鸣很忙集团。2024年国内量贩企业门店数量迎来爆发式增长, 其中头部品牌如鸣鸣很忙集团 (旗下零食很忙和赵一鸣零食) 和万辰集团 (旗下好想来、来优品等) 的门店数量保持翻倍增长。鸣鸣很忙集团2024年净增门店7809家, 同比增加118.59%, 覆盖全国28个省份以及县级城市, 58%的门店开设于县级、乡镇等下沉市场, 县城覆盖率达到66%; 万辰集团2024年净增门店9470家, 同比增加200.38%, 门店布局江苏、安徽、浙江等29个省。

图表52: 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

图表53: 主要零食量贩企业的门店数量对比及近三年门店数量情况



资料来源: 万辰集团上市公司公告, 鸣鸣很忙上市招股书, 万联证券研究所

大量零食企业与量贩企业加深合作，零食量贩成为零食企业必选渠道。随着量贩零食店的兴起，对流量敏感的零食企业纷纷主动与零食量贩进行合作，同时，这种合作也倒逼零食企业进行改革，包括强化供应链、品类聚焦、提升管理效率等方式降低成本，从而提升企业竞争力和盈利能力。其中，盐津铺子作为零食量贩合作的先驱，自2021年起与零食很忙签订战略合作协议，深化定制化产品开发（如鹤鹑蛋、辣卤零食），合作关系深入，覆盖多数区域品牌；甘源食品2022年通过产品包装适配切入渠道，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；劲仔食品为零食专营渠道提供定制服务，优化供应链，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。此外，各大传统零食品牌，也在纷纷进驻量贩零食赛道。2022年，良品铺子推出了量贩零食品牌“零食顽家”；2023年底，盐津铺子和好想你分别出资3.5亿元和7亿元入股了零食很忙；2025年初，来伊份与量贩零食品牌“养饴记”达成战略合作；2025年上半年，三只松鼠分别拿下其和爱折扣成立的公司的60%股权，以及其和致养食品成立的公司20%股权。

图表54: 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，与第二三梯队品牌合作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，其中收购“爱零食”计划已终止。
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。
香飘飘	2025年6月12日香飘飘发布投资者关系记录中提到：“公司非常关注零食量贩渠道的发展，积极拥抱新兴渠道。当前，公司直营合作的头部零食量贩系统的门店数量已经超过三万家。此外，还有一部分零食量贩门店通过经销商进行覆盖。在现有的产品中，Meco果茶、奶茶类产品已经进入零食量贩渠道销售。为了更加贴合零食量贩渠道的产品特点，公司推出了零食量贩渠道定制化的产品。目前，公司已与万辰系、很忙系、有鸣系分别推出了合作定制款产品，现处于探测试销中，后续将持续观察产品的市场表现。”
有友食品	2023年12月8日，万辰集团访问有友食品，就各方深化合作进行互动交流。

资料来源：同花顺，投资者关系活动记录表，有友食品官网新闻，万联证券研究所

■ 品类创新

理性消费、健康消费驱使零食行业供给侧不断拓宽品类边界，零食走向多元化、健康化发展。随着消费者健康意识的不断觉醒，零食不仅要合口，更要对身体低负担，低脂、低糖类零食产品更易被消费者接受。近年来兴起的以低热、低糖、低脂为代表的魔芋类制品、鹤鹑蛋品类零食市场规模不断扩大，例如卫龙魔芋类历经十年发展成30亿+规模的单品，鹤鹑蛋品类市场规模从2022年10亿成长至2023年的30亿。此外，多

家零食公司不断推出低脂低盐类零食品种并受市场认可，例如有友食品近两年陆续推出“脱油花生”、“0添加减盐无骨鸭掌”、“不油炸虎皮凤爪”等一度成为KA商超爆款SKU。另外消费端口味走向多元化，单一产品达到市场饱和后难以持续增长，零食企业需要不断拓宽零食品类边界，持续推出新产品满足市场有效需求。2024年盐津铺子旗下大魔王联手六必居打造的麻酱味魔芋在抖音平台登上爆款榜、人气榜、好评榜TOP1，并被全球权威认证机构“欧睿”认证为“麻酱素毛肚全国销量第一”，子品牌“蛋皇”更是入驻山姆成为“新品榜TOP1”。

图表55: 零食企业产品创新情况

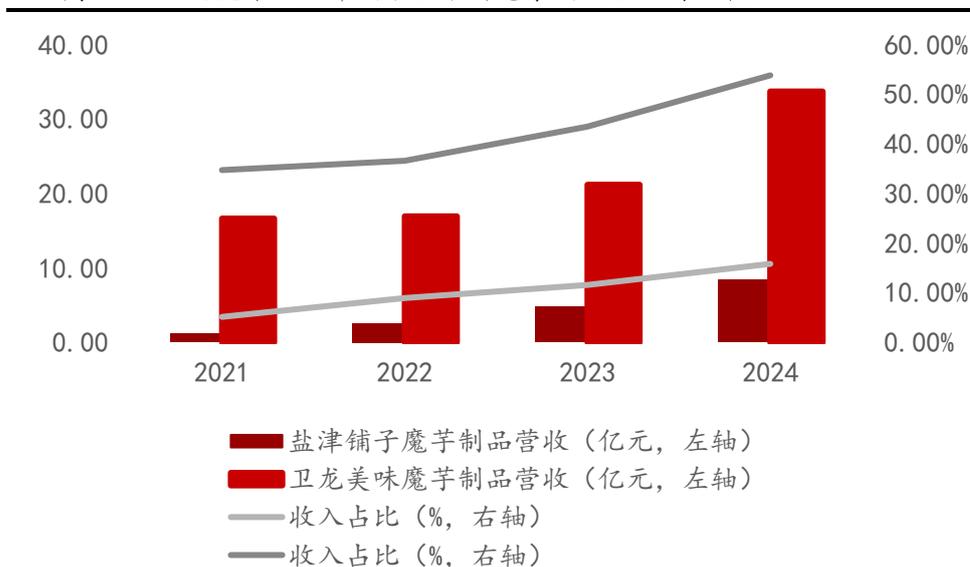
公司	品类创新情况
盐津铺子	2024年，公司旗下战略子品牌“大魔王”，联名六百年中华老字号品牌“六必居”，创新“六必居麻酱味”魔芋素毛肚；2024年，公司加码布局新中式健康零食赛道，发布战略子品牌“蛋皇”，定位高品质鹤鸡蛋。2024年公司旗下蒟蒻满分品牌联名国际知名IP三丽鸥，发布三丽鸥乐园主题果冻，成为年轻消费人群热捧的夏季零食爆款。2024年联合儿童奶酪头部品牌妙可蓝多，通过技术和品牌创新打造让妈妈放心且让儿童喜爱的健康零食爆浆鳕鱼肠。2024年11月份，盐津铺子“31°鲜”和中国卤味巨头周黑鸭的跨界联名找搭子，强强联合打造“31°鲜”鲜虎皮鳕鱼豆腐周黑鸭经典味。
甘源食品	2024年公司推出了一系列新产品，包括：黑金蒜香菜味翡翠豆、竹盐蚕蚕豆、竹盐黑豆、豆乳黑芝麻味大黄米锅巴、黑蒜藤椒糯米锅巴、海盐黑胡椒味鲜切薯条、益生元青瓜味薯条、谷物粗粮薯片、致每每日黑巧坚果、果果黑巧熔岩脆片夏威夷果黑巧、果果黑巧冻干芒果夏威夷果黑巧等多个产品，持续探索现有品类发展潜力，推进产品的创新性和差异化，逐步实现多品类产品的系列化、品牌化发展，给消费者更佳的产品体验。
劲仔食品	2024年公司推出行业首创型产品：充氮锁鲜富含DHA的劲仔深海鳕鱼、无抗可生食七个博士溏心鹤鸡蛋、0添加短保周鲜鲜平江酱干、鲜拌摇摇干等，品质向上寻求差异化竞争，引领品类升级和健康化发展。
三只松鼠	2024年在“高性价比”总战略牵引下，公司加速零食产品上新，为全渠道适配并经营全品类零食。报告期内累计上线超1,000款SKU，打造辣卤礼包、1号蛋、高蛋白肉脯、手撕面包、蛋黄酥、沙琪玛等爆款产品；2024年，子品牌小鹿蓝蓝重点开展组织变革，构建以品类运营为核心的高度品销合一的组织，上新超百款产品，为多元化渠道适配多样化儿童产品。成功打造了婴标面、米饼、山楂棒、鳕鱼肠、钙锌饮、泡芙条等数款千万级大单品，多款产品位列抖音对应类目TOP1。
洽洽食品	2024年公司重点打造打手瓜子第一品牌，同时推出打手系列产品——打手花生，持续推出蓝袋系列新产品，如茶衣瓜子、螺蛳粉味瓜子、榴莲味瓜子、辣根味瓜子、麻辣辣条味瓜子等，加快坚果新品的推出，如意式火腿坚果、生香有机核桃等，
好想你	公司通过在原有的“红枣+核桃”红小派的基础上，进行了更多口味的延展，例如增加“红枣+陈皮”、“红枣+人参”、“红枣+阿胶”等其它多种口味和形态的产品。以及采用“红枣+芝麻”的芝麻派、多口味彩趣芝麻丸（原味、麻辣、芥末味）等产品，而在饮品方面则开发了红枣黄芪水、红枣姜茶、红枣植萃元饮等，各种“红枣+”产品的创新；健康锁鲜系列产品上市12款，包括红枣玫瑰银耳羹、胶原蛋白肽玫瑰银耳羹、金桂凤梨银耳羹、五黑粥、五红粥、御锦汤、妈味面、我的粉丝、冻干果蔬系列、冻干山药、冻干桑葚蓝莓枸杞茶、鲜炖谷物银耳羹等众多产品。
香飘飘	2023年，公司进一步推动产品升级，推出了“原叶现泡”手作燕麦奶茶等产品，凭借健康、美味的特点，受到消费者的广泛好评；2024年，公司持续推动对奶茶产品的创新升级，在前款产品的基础上升级推出了“原叶现泡轻乳茶”“原叶现泡奶茶”（黑糖珍珠/糯糯红豆）奶茶新品，开创“原叶现泡”奶茶新品类；2024年，公司在原有“桃桃红柚”“泰式青柠”“樱桃莓莓”“红石榴白葡萄”“荔枝百香”“芒果芭乐”等主要口味的基础上，进一步丰富产品线，增加了“夏杏金萱”“红美人月光白”新口味；近年来，公司持续、深入探测即饮饮料市场，推出了兰芳园冻柠茶产品；
有友食品	2022年11月9-10日在2022全国糖酒会推出新品“脱油花生、无骨鸭掌、无骨凤爪、猪皮晶”等多系列新品；2023年5月18日有友食品将携近期新研发产品脱油花生、魔鸭食客亮相上海西雅国际食品展，为消费者带来全新的美食体验。2023年6月19日在盒马独家上市新品乌鸡凤爪；2024年7月2日，有友新品0添加减盐无骨鸭掌登录山姆；2024年8月2日，有友新品不油炸虎皮凤爪新品上市；2025年6月3日，有友新品酸汤双脆登陆山姆。

资料来源：各上市公司公告，有友食品官网新闻，万联证券研究所

近两年魔芋类制品凭借健康性和辣味成瘾性成为行业爆品，魔芋类制品龙头企业单品收入增长亮眼。盐津铺子魔芋类制品营收从2021年的1.17亿元跃升至2024年的

8.38亿元，CAGR达到92.88%，几乎以每年一倍的增速快速增长。卫龙美味魔芋类制品营收从2021年的16.64亿元上升至2024年的33.71亿元，增长额达到17.06亿元，市场规模实现翻倍。

图表56: 卫龙美味与盐津铺子旗下的魔芋制品收入情况和占比



资料来源: 上市公司公告, 万联证券研究所

■ 未来展望

积极拥抱渠道变革, 以及在供给侧持续多元化、健康化改革升级的零食企业, 业绩表现普遍亮眼。盐津铺子、甘源食品、劲仔食品分别于2021年、2022年(后两者)就已布局零食量贩渠道, 成功赶上国内量贩经济的红利期。此外盐津铺子、甘源食品、劲仔食品切实追随市场需求变换, 持续开拓和推出市场爆款新品, 带动业绩持续增长, 表现亮眼。盐津铺子21年营收22.82亿, 归母净利润1.51亿, 到24年营收53.04亿, 归母净利润6.40亿, 营收CAGR+32.47%, 归母净利润CAGR+61.92%; 甘源食品21年营收12.94亿, 归母净利润1.54亿, 到24年营收22.57亿, 归母净利润3.76亿, 营收CAGR+20.38%, 归母净利润CAGR+34.78%; 劲仔食品21年营收11.11亿, 归母净利润0.85亿, 到24年营收24.12亿, 归母净利润2.91亿, 营收+CAGR29.48%, 归母净利润CAGR+50.81%。

2025年Q1多数零食企业盈利增速有所回落, 仅有友食品、盐津铺子营收和归母净利润同比双增。2025年Q1洽洽食品、甘源食品、良品铺子、来伊份、黑芝麻营业收入、归母净利润同比均出现负增长, 劲仔食品、三只松鼠营收同比增长为正, 但归母净利润同比增长为负。盐津铺子2025年Q1营收同比增长25.69%, 归母净利润同比增长11.64%, 但较2024年Q1营收同比增速37.00%, 归母净利润同比43.11%有所回落。友食品2025年Q1营收同比增长39.23%, 较去年同期增速17.96%上升21.27pcts, 归母净利润同比增长16.25%, 较去年同期增速-8.77%上升25.02pcts。整体来看, 零食企业2025Q1业绩增速有所回落, 我们判断原因除了零食渠道扩张速度放缓之外, 可能还与2025年春节年货备货提前有关。

预计2025年量贩零食转向存量店效提升, 零食企业业绩增速放缓并分化。当前量贩零食企业门店扩张网络基本覆盖全国各省及下属县市, 开店动能减弱, 预计2025年将转向存量店效提升, 从零食专营转型全品类折扣超市, 竞争焦点也将从价格内卷转向自有品牌的打造和供应链优化。在渠道扩张放缓背景下, 零食企业的业绩增长将更多来自品类创新, 预计零食企业经营业绩增速放缓并出现分化。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，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57: 零食企业2021-2025Q1营收和增速情况

股票代码	公司简称	2021年		2024年		21-24 归		2025年Q1			
		营业收入 (亿)	归母净利 (亿)	营业收入 (亿)	归母净利 (亿)	收 CAGR	母净利润 CAGR	营业收入 (亿)	yoy (%)	归母净利 (亿)	yoy (%)
002557.SZ	洽洽食品	59.85	9.29	71.31	8.49	6.02%	-2.93%	15.71	-13.76	0.77	-67.88
002582.SZ	好想你	12.81	0.62	16.70	-0.72	9.23%	-205.30%	4.13	-16.44	0.40	216.08
002847.SZ	盐津铺子	22.82	1.51	53.04	6.40	32.47%	61.92%	15.37	25.69	1.78	11.64
002991.SZ	甘源食品	12.94	1.54	22.57	3.76	20.38%	34.78%	5.04	-13.99	0.53	-42.21
003000.SZ	劲仔食品	11.11	0.85	24.12	2.91	29.48%	50.81%	5.95	10.27	0.68	-8.21
300783.SZ	三只松鼠	97.70	4.11	106.22	4.08	2.83%	-0.27%	37.23	2.13	2.39	-22.46
603697.SH	有友食品	12.20	2.20	11.82	1.57	-1.03%	-10.55%	3.83	39.23	0.50	16.25
603719.SH	良品铺子	93.24	2.82	71.59	-0.46	-8.43%	-154.71%	17.32	-29.34	-0.36	-157.85
603777.SH	来伊份	41.72	0.31	33.70	-0.75	-6.87%	-234.41%	10.48	-1.23	0.12	-79.72
000716.SZ	黑芝麻	40.25	-1.09	24.65	0.78	-15.08%	-189.32%	4.42	-3.74	0.02	-29.61

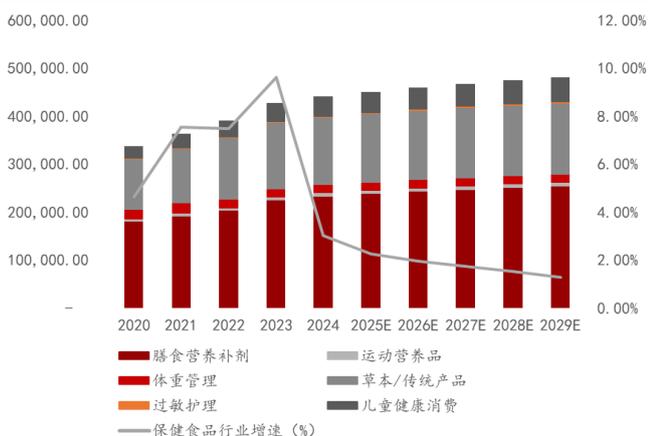
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

3.1.3 保健品: 三重因素驱动下迎来结构性投资机会

保健品同时兼备食品和功能属性。保健品是保健食品的通俗说法，介于食品与药品之间，但不以治疗疾病为目的，旨在为人体提供维生素、矿物质等营养物质或保障人体健康类的食品。在保健品品种上，可以将保健品大致分为4大类。第一大类膳食营养补充剂，简称VDS (Vitamin & Dietary Supplements)，简单说就是人体没有或不足的，需要靠外界补充的，如B族维生素，钙片等；第二类运动营养品，改善体质，保持体能的，如乳清蛋白；第三类体重管理，有助于控制体内脂肪的，如减肥药等；第四类传统滋补类，如人参、阿胶等。

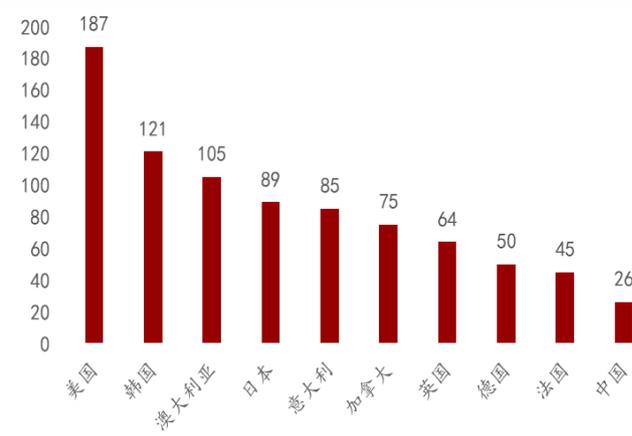
2020-2024年我国保健品行业市场规模快速增长，2024年同比增速虽有所回落，长期预计稳定增长，行业增速有望回升。保健品可以分为六大类：VDS、运动营养品、体重管理、草本/传统产品、过敏护理、儿童健康消费，2020-2024年保健品行业迎来快速增长期，2020年我国保健品行业市场规模为3374.50亿元，到2024年我国保健品行业市场规模上升至4402.84亿元，CAGR为6.88%。2024年保健品行业市场规模同比增速虽有所回落，但我国目前保健品人均消费额远低于欧美、日韩等保健品成熟市场的人均消费额，目前随着我国保健品消费群体逐渐变广，客群需求多元化以及线上渠道的持续开拓，预计保健品行业未来将保持稳定增长趋势，行业增速有望向上调整。

图表58: 中国保健品行业市场规模(百万元)和增速情况



资料来源: 艾瑞咨询, 万联证券研究所

图表59: 2024年全球主要国家营养保健品人均消费额(美元)

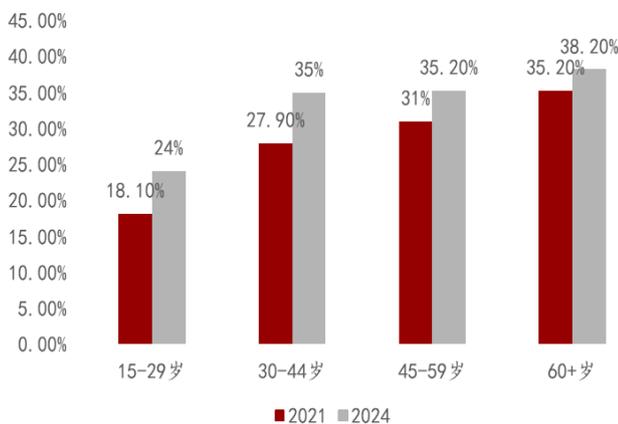


资料来源: 仙乐健康公司公告, 万联证券研究所

■ 驱动因素一: 消费群体扩容

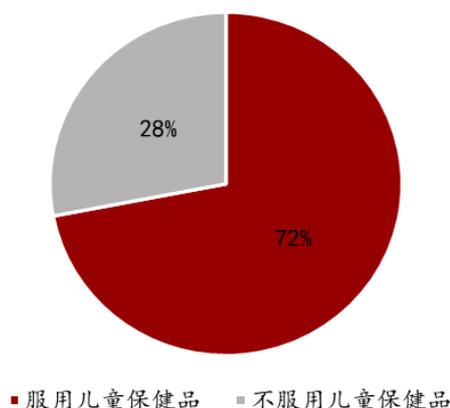
当下随着人们健康意识的提高, 保健品各年龄段受众比例不断提高, 推动市场规模持续增长。“保温杯中泡枸杞”等养生健康类的网络用语一度在社交媒体流传, 保健养生不再成为中老年专属, 年轻一代健康意识不断提高, 年轻一代保健品消费的人数占比正显著提升。2021-2024年, 15-29岁、30-44岁全球每日服用营养保健品人数占比增幅分别为5.9%、7.1%, 增幅显著高于岁数在45+岁以上的中老年人群。同时, 年轻一代的保健养生意识也正辐射在下一代身上, 据Ipsos一项2000个家庭使用儿童保健品的调查显示, 约72%的家庭正在给他们的孩子服用儿童保健品, 而在一线城市中, 这一比例提升到85%。

图表60: 全球每日服用营养保健品人数占比(按年龄段划分)



资料来源: 仙乐健康公司公告, 万联证券研究所

图表61: 使用儿童保健品家庭比例



资料来源: 益普索咨询, 万联证券研究所

■ 驱动因素二: 需求多元化

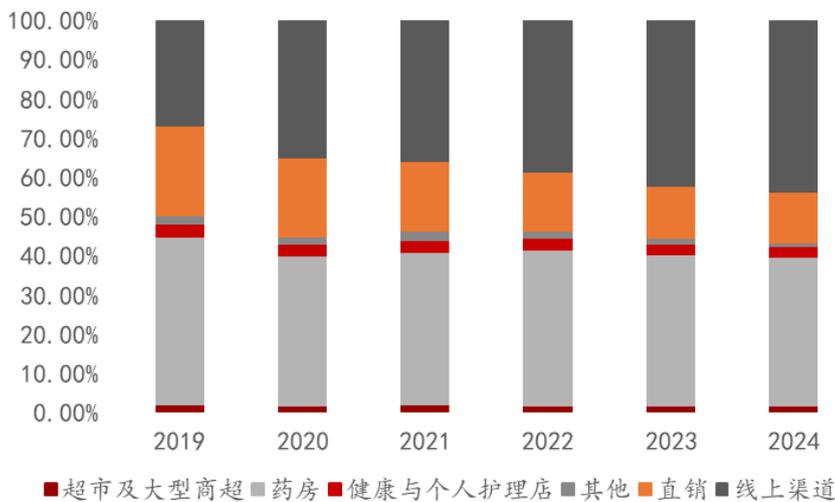
颜值经济+精准健康管理驱动保健品功效需求分化。功效需求的分化是保健品多元化的核心表现, 传统“一刀切”式产品已无法满足精细化需求, 呈现两大主线: 一是颜值经济驱动美容养颜、身材管理、运动健身、护发固发等与颜值相关的功效品类异军

图表63: 保健品行业产业链及代表企业



资料来源：万联证券研究所

图表64: 2019-2024年保健品销售渠道结构变化情况



资料来源：艾瑞咨询，万联证券研究所

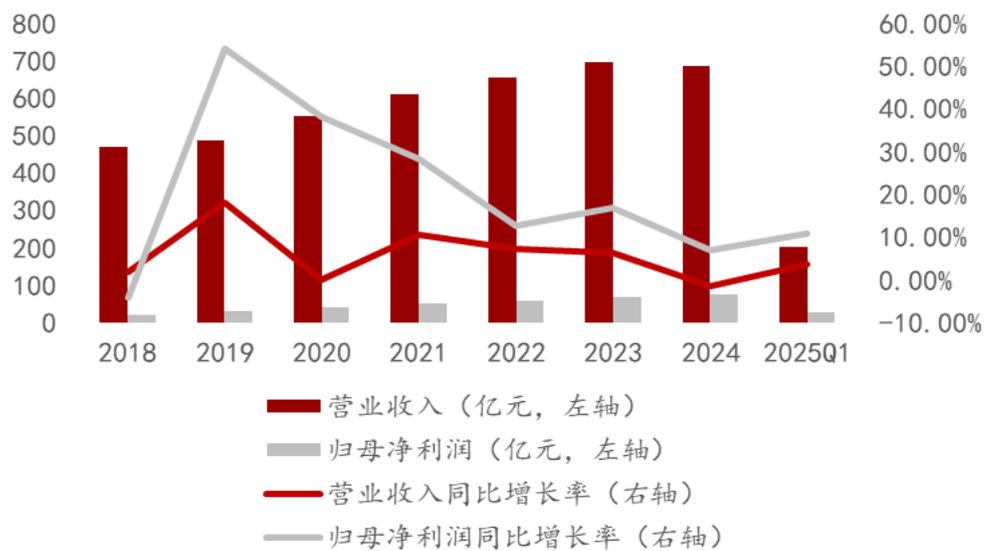
保健品行业在消费群体年轻化、需求多元化和渠道线上化的三重驱动下，正迎来结构性投资机遇。可重点关注两大方向：一是年轻消费与细分品类，重点布局儿童分龄营养产品（叶黄素、分龄钙剂等）和Z世代功能性零食（软糖、即饮粉剂），以及针对下沉市场青少年群体开发高性价比产品的品牌；二是高增长功效赛道，聚焦口服美容（胶原蛋白肽、玻尿酸饮品）、抗衰老（麦角硫因产品）、护肝解压等增速领先的细分市场，关注具备专利成分和剂型创新能力的企业。

3.2 边际改善赛道：啤酒、调味品、乳制品

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

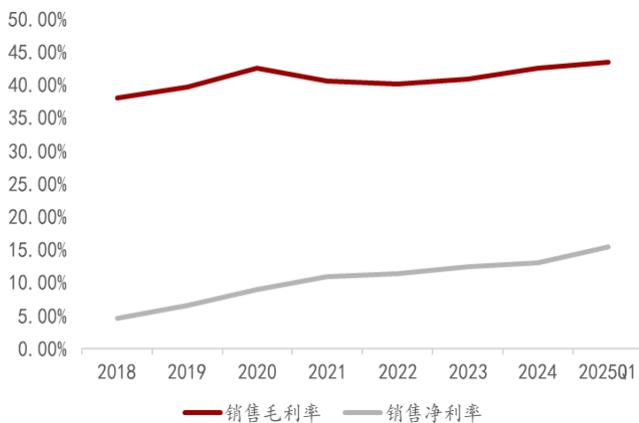
业绩回顾：2024年啤酒行业业绩承压，2025Q1业绩有所改善。2024年啤酒板块因需求低迷导致营收下降，2024年A股啤酒板块营业收入684.6亿元，同比减少1.55%。成本端价格下降带动利润端保持正增长，2024年A股啤酒板块归母净利润为73.17亿元，同比增加6.83%，但利润增速较2023年下降10.11pcts。2025Q1餐饮复苏带动啤酒需求端逐渐修复，2025Q1 A股啤酒板块营收201.47亿元，同比增加3.73%，较去年同期同比增速(-0.78%)上升4.51pcts，成本端价格下降以及产品结构持续优化，啤酒板块利润增长显著，归母净利润25.26亿元，同比增加10.89%。2025Q1A股啤酒板毛利率为43.40%，较去年同期(41.40%)上升2.0pcts，净利率为15.37%，较去年同期(14.33%)上升1.04pcts，ROE为4.31%，较去年同期(4.03%)上升0.28pcts。

图表65：啤酒板块2018-2025年Q1营收和归母净利润及增速



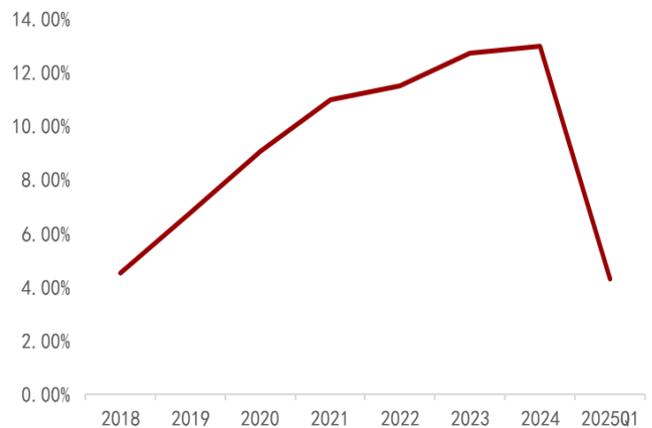
资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表66：啤酒板块2018-2025年Q1毛利率和净利率



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表67：啤酒板块2018-2025Q1 ROE



资料来源：同花顺，万联证券研究所

2025下半年啤酒板块有望保持边际改善趋势，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，啤酒即饮渠道有望回暖。2024年啤酒板块营收下降，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。2025年以来，餐饮行业收入逐渐复苏，3-5月餐饮收入同比增速均达到5%以上，3-5月限上企业餐饮同比增速分别6.8%、3.7%、4.8%，较去年同期增速有所回升。2025年消费刺激政策加码，极端天气情况发生频率预期降低，啤酒即饮渠道需求有望回暖。

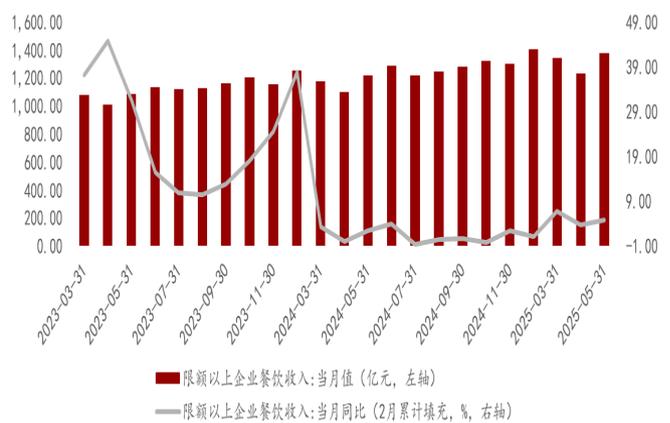
啤酒消费旺季到来，叠加苏超体育赛事爆火，有望带动啤酒消费提升。今年苏超赛事突然爆火出圈，由江苏省13个设区市组建的城市代表队参加的全新足球赛事，从2025年5月10日正式开幕，淘汰赛至9月27日结束，决赛拟定于11月2日进行。截止6月15日苏超第四轮比赛，一场由徐州队主场对阵镇江队的比赛吸引了30,823名观众，刷新苏超联赛观赛人数记录。苏超火爆的背后，也间接的带动了消费增长，5月恰逢啤酒步入消费旺季，苏超这类体育赛事的爆火可以显著带动啤酒的消费场景，这场持续近半年的赛事，有望持续推动啤酒消费量的上升。

图表68：2023-2025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

图表69：2023-2025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

图表70: 苏超淘汰赛部分赛程安排时间表

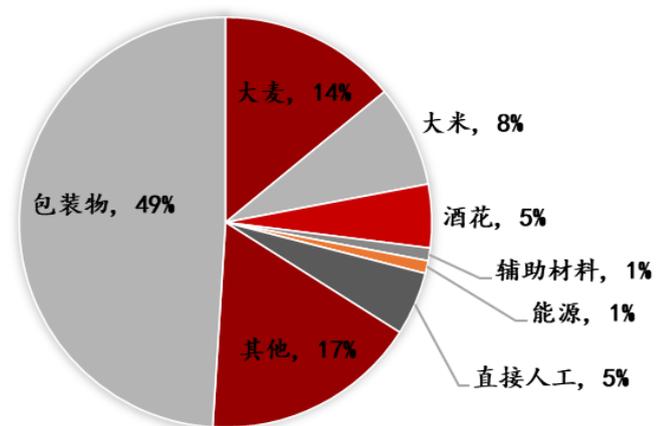
第一轮		星期	开球时间	主队	客队
2025年5月10日	六	15:00:00	镇江市	扬州市	
2025年5月10日	六	15:30:00	常州市	连云港市	
2025年5月10日	六	15:30:00	泰州市	无锡市	
2025年5月10日	六	15:00:00	苏州市	宿迁市	
2025年5月11日	日	16:00:00	徐州市	盐城市	
2025年5月11日	日	19:30:00	南京市	南通市	
第十三轮		星期	开球时间	主队	客队
2025年9月27日	六	15:00:00	连云港市	镇江市	
2025年9月27日	六	15:00:00	淮安市	徐州市	
2025年9月27日	六	15:00:00	扬州市	盐城市	
2025年9月27日	六	15:00:00	苏州市	常州市	
2025年9月27日	六	15:00:00	无锡市	南通市	
2025年9月27日	六	15:00:00	南京市	宿迁市	

资料来源: 徐州本地宝, 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71: 啤酒生产成本构成



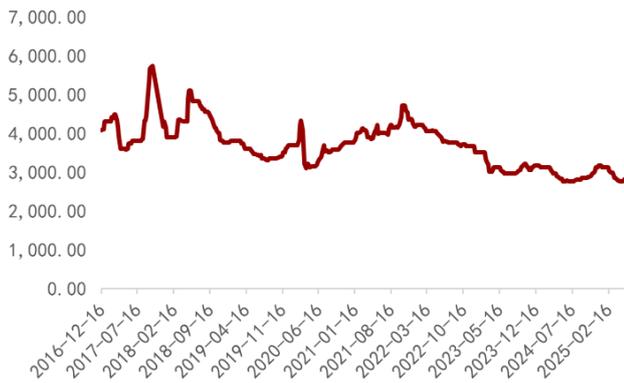
资料来源: 智研咨询, 万联证券研究所

➤ 包装材料

2025年上半年纸箱、玻璃价格持续下跌, 易拉罐、铝价保持稳定, 预计啤酒企业2025

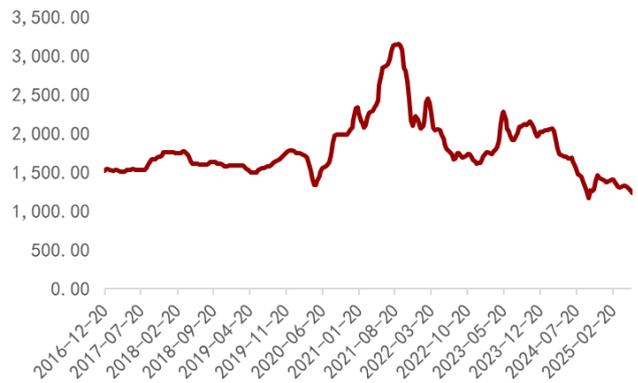
年的包材成本压力较小。啤酒企业一般采取季度、半年或一年滚动的方式和上游企业签订协议锁定成本。2025年瓦楞纸价格从年初3160元/吨开始持续下跌，截止2025年6月13日瓦楞纸出厂价为2760元/吨，较年初出厂价3160元/吨相比已下降12.66%；2025年玻璃价格在春节前有一波小幅上升，从年初1377.10元/吨上涨至1405.10元/吨，春节后玻璃价格持续走低，截止2025年6月10日，玻璃价格为1238.90元/吨，较年初1377.10元/吨下降10.04%。2025年以来，打包易拉罐均价及铝价保持平稳，分别在15,000元/吨和20,000元/吨附近波动。

图表72: 瓦楞纸出厂价 (元/吨)



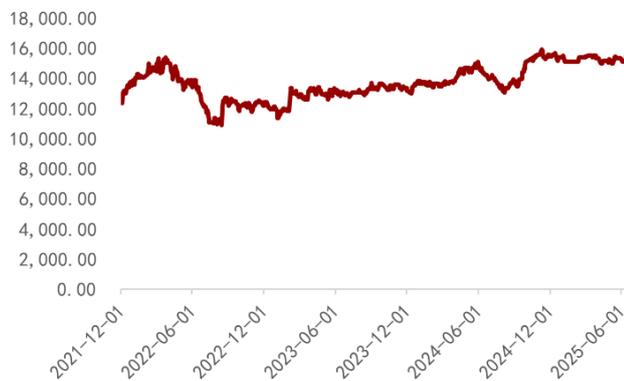
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表73: 中国平板玻璃市场价 (元/吨)



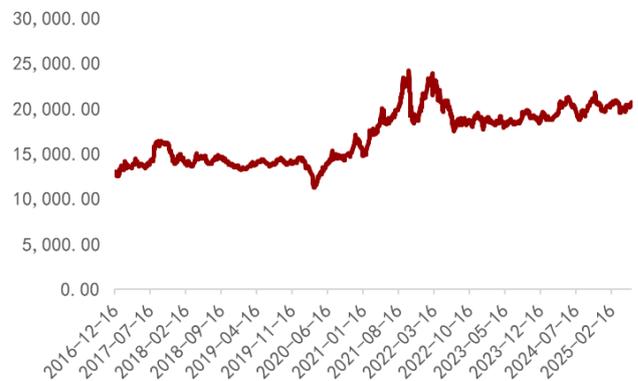
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表74: 打包易拉罐均价(元/吨, 不含税)



资料来源: WIND, 万联证券研究所

图表75: 铝价 (元/吨)

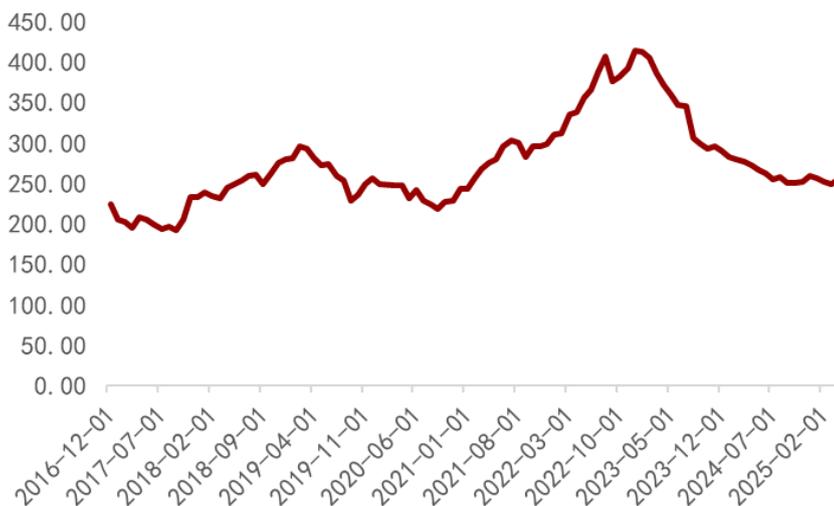


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

➤ 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12月进口均价为259.80美元/吨，同比下降10.46%。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年的大麦进口成本向下，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2024年，但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。

图表76: 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。从国家统计局发布的中国啤酒每月产量数据来看, 中国啤酒产量自2013年到达顶点, 随后2014-2019年呈现逐年递减的趋势。2020年因疫情影响产量下滑更加明显, 2021年虽有回升, 但仍不及2019年的产量情况。2021-2025产量趋于稳定, 同比增速在0轴上下波动。以产推销, 啤酒行业销量规模预计见顶, 后续很难在量上有所增长, 因此, 我们认为啤酒行业销售收入的增长点主要在于产品结构升级。

图表77: 我国啤酒行业年产量及同比增速



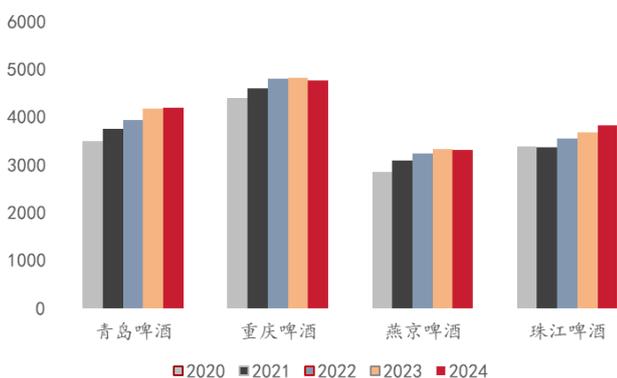
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

近年来国内主要的啤酒企业销售均价均处于上升过程中。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，而燕京啤酒的销售均价最低，产品结构升级的空间很大。

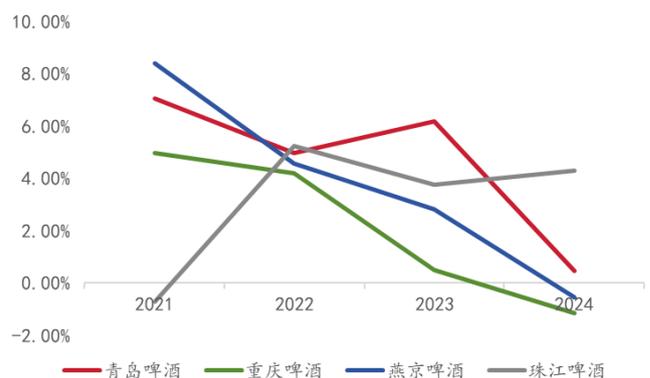
2025年预计中高端啤酒的消费有望回升，从而带动啤酒上市公司的销售均价提升。由于即饮是中高端啤酒消费的主要场景，2024年餐饮行业增速放缓，影响了啤酒即饮消费，进而影响了高端啤酒的销售，啤酒龙头的高端化进程普遍放缓，且出现分化。其中，珠江啤酒近三年高端化进程加快，2024年仍未减缓节奏，2024年啤酒销售均价同比+4.31%，提升幅度在4家上市公司中最大；燕京啤酒近三年高端化节奏逐年放缓，2024年啤酒销售均价同比基本持平，为-0.56%；重庆啤酒高端化最为成熟，但因2024年啤酒消费端乏力，2024年啤酒销售均价同比有小幅下降，为-1.14%；青岛啤酒高端化稳步推进，但2024年节奏明显放缓，2024啤酒销售均价同比+0.45%。2025年在扩内需的政策刺激下，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。

精酿啤酒或成啤酒高端化竞争的关键变量。美团闪购发布的《2024精酿啤酒消费趋势洞察》，根据消费场景将精酿啤酒消费人群精细划分为5类：猎奇新世代、白金打工仔、精致乐活女性、高阶研酒生、品质新中产，但5类消费人群体现出的共同特征为注重啤酒品质，“喝少点喝好点”成了精酿啤酒的需求要点，此类消费人群更愿意在高品质的精酿啤酒上花费更多。据中研普华产业研究院发布的关于精酿啤酒产业分析报告，美国精酿啤酒的市场渗透率为13.8%，而中国精酿啤酒的市场渗透率不足5%，灼鼎咨询发布的《2023年精酿啤酒行业研究报告》指出，预计到2025年，中国精酿啤酒消费量可达23亿升，复合增长率约为17%，精酿啤酒市场增长潜力较大，精酿啤酒预计能够在量、价上带动啤酒企业的业绩上涨，而主要啤酒企业在精酿啤酒细分赛道的竞争，或许更能决定在这次啤酒高端化竞争中的关键变量。

图表78: 主要啤酒上市公司啤酒销售均价(元/吨)



图表79: 主要啤酒上市公司啤酒销售价格同比增速



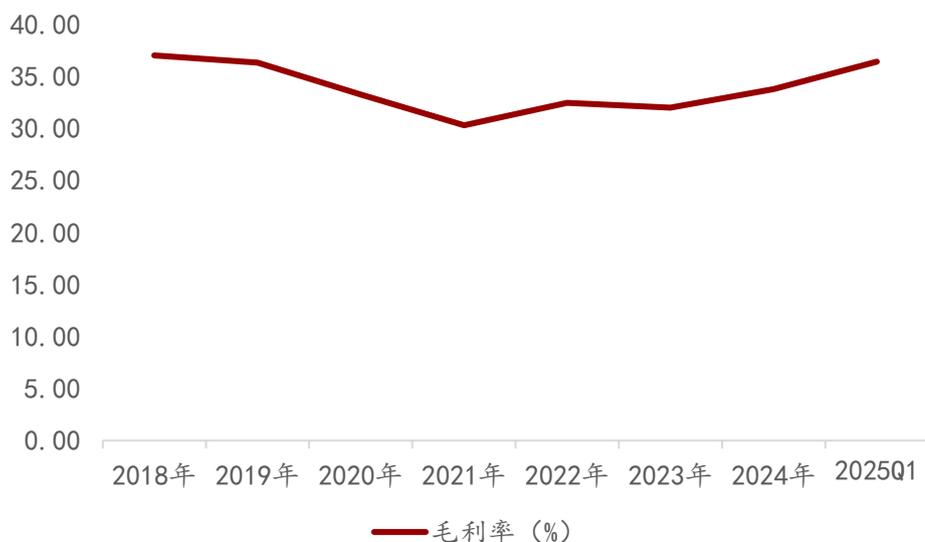
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

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2024-2025Q1：在经过2022年的触底反弹之后，调味品板块毛利率实现稳健增长。在2018-2021年期间，受原材料价格波动、市场竞争加剧等因素影响，毛利率整体呈现下行的态势；在经过2022年的触底反弹之后，调味品板块毛利率实现稳健增长，由于主要原材料价格在2024年呈现显著下降趋势，2025年Q1原材料价格延续回落趋势，综合成本压力下降，2024-2025Q1毛利率持续提升。2025Q1调味品板块毛利率为36.41%，同比增加1.65pcts。

图表80：2021年以来调味品板块毛利率触底回升



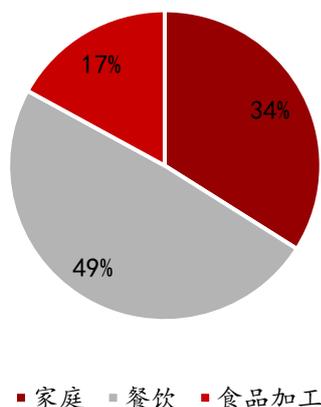
资料来源：同花顺，万联证券研究所

展望2025年下半年，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年上半年中国调味品行业三大下游渠道分别为餐饮、家庭、食品加工，分别占调味品企业下游渠道的34%、49%、17%，其中家庭和餐饮是调味品主要销售渠道。

图表81：2024年上半年调味品企业下游渠道占比

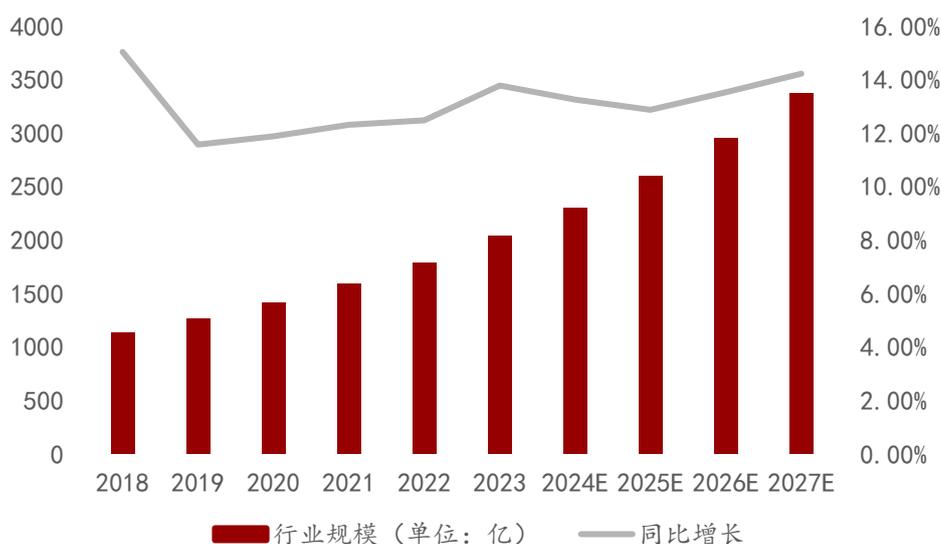


资料来源：艾媒咨询，万联证券研究所

B端：提振内需政策有望促进餐饮行业和食品加工工业的回暖。2025年以来，贸易摩擦加剧关税不确定性，贸易争端下出口承压。继2024年各地政府相继推出各项促消费政策，2025年各地政府持续加码提振内需政策，有望促进餐饮和食品加工工业的回暖，从而增加调味品B端需求。

C端：家庭烹饪便捷需求催生复合调味品扩容，2025年市场规模预计进一步提高。艾媒咨询数据显示，中国复合调味品市场规模从2018年1133亿元上升至2023年2032亿元，同比增长79.35%，2025年预计为2957亿元，随着消费升级深化，消费者注重品类多元化与风格个性化，同时“做饭不经济”现象的普及进一步扩大了市场基础。家庭规模小型化和生活节奏加快，复合调味品为家庭烹饪提供了高效解决方案，市场规模将保持快速增长。

图表82：2018-2027年复合调味品市场规模和增速



资料来源：艾媒咨询，智研咨询，万联证券研究所

调味品行业整体弱复苏但分化加剧，复合调味品营收表现较好，非复合调味品净利润表现较好。从营收表现来看，2025年1季度，15家调味品上市公司中，有8家公司营收同比增长，整体弱复苏但分化加剧。其中复合调味品公司营收表现较好，普遍实现正增长，而非复合调味品公司营收表现较差，8家公司中有5家公司营收同比下降。从净利润的表现来看，2025年1季度，调味品上市公司均实现盈利，有9家公司归母净利润实现同比正增长，其中7家复合调味品公司中，只有3家公司归母净利润同比正增长，盈利复苏滞后，8家非复合调味品公司中，有6家公司归母净利润同比正增长，盈利表现好于复合调味品。总体来看，复合调味品中，莲花控股、日辰股份业绩表现较好，非复合调味品中，恒顺醋业、安琪酵母、海天味业业绩表现较好。

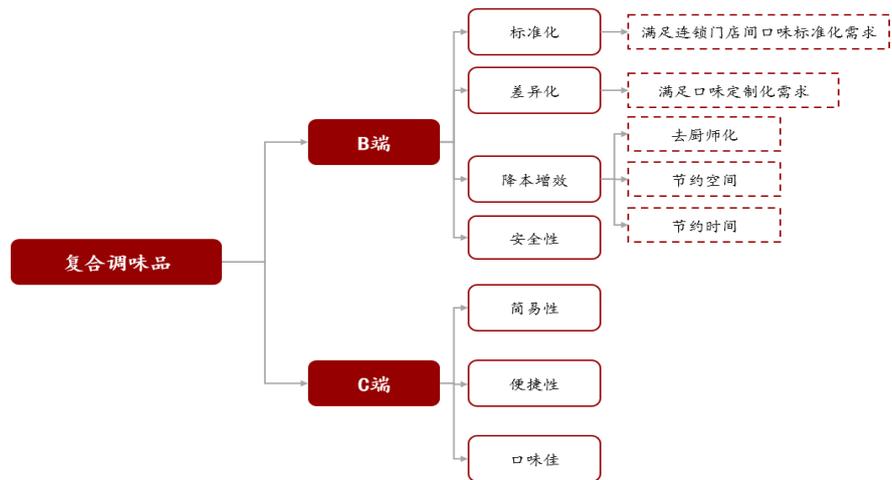
图表83: 2024-2025Q1 调味品上市公司业绩情况 (亿元)

调味品类型	企业	2024				2025Q1			
		营收	YoY (%)	归母净利润	YoY (%)	营收	YoY (%)	归母净利润	YoY (%)
复合	莲花控股	26.46	25.98	2.03	55.92	7.94	37.77	1.01	105.19
	日辰股份	4.05	12.59	0.64	13.16	1.01	10.50	0.18	36.86
	宝立食品	26.51	11.91	2.33	-22.52	6.69	7.18	0.58	-4.19
	安记食品	6.07	-4.06	0.38	23.29	1.47	4.95	0.06	-7.07
	仲景食品	10.98	10.40	1.75	1.81	2.77	1.06	0.48	-4.81
	佳隆股份	2.68	3.02	0.25	155.23	0.54	-1.76	0.02	19.04
	天味食品	34.76	10.41	6.25	36.77	6.42	-24.80	0.75	-57.53
非复合	恒顺醋业	21.96	4.25	1.27	46.54	6.26	35.97	0.57	2.36
	安琪酵母	151.97	11.86	13.25	4.07	37.94	8.95	3.70	16.02
	海天味业	269.01	9.53	63.44	12.75	83.15	8.08	22.02	14.77
	涪陵榨菜	23.87	-2.56	7.99	-3.29	7.13	-4.75	2.72	0.24
	千禾味业	30.73	-4.16	5.14	-3.07	8.31	-7.15	1.61	3.67
	ST 加加	13.01	-10.52	-2.43	-26.83	4.20	-13.76	0.15	129.63
	朱老六	2.38	-1.38	0.18	-15.93	0.60	-20.19	0.08	-32.28
	中炬高新	55.19	7.39	8.93	-47.37	11.02	-25.81	1.81	-24.24

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

中长期来看, 复合调味品凭借其解决B端和C端核心痛点的独特价值, 已成为调味品行业不可逆转的核心发展趋势。中国复合调味品市场正处于从高速增长期向精细化、多元化、品质化发展的关键阶段。在老牌企业(颐海、天味)持续深耕, 传统巨头(海天、恒顺)强势加码的同时, 一批聚焦细分场景和健康需求的新锐品牌也快速崛起, 共同推动市场规模扩容与渗透率提升。B端餐饮扩容以及向C端渗透的进程都将加快。B端: 餐饮业连锁化扩张与外卖行业空前火热对口味统一性与食品安全的刚性需求空前提升。复合调味品通过“傻瓜式”操作显著缩短烹饪流程、提升出餐速度, 有效降低对高技能厨师的依赖、缓解人力压力, 并作为预制菜风味标准化的关键载体, 进而推动复调需求增长。C端: 当前“时间贫困”与“精致懒”需求升级, 85/90后主力及95/00后Z世代普遍面临碎片化时间, 厌倦繁琐烹饪流程等问题, 同时有健康与多元化口味的双重强烈追求。复合调味品以其“一包搞定一道菜”的核心价值, 极大降低烹饪时间, 行业同时通过推出减盐/糖/脂、无添加防腐剂等健康型产品满足品质要求, 并凭借丰富的风味矩阵精准匹配消费者的个性化表达, 消费者也愿意为此支付溢价。

图表84: 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

调味品企业加速布局健康调味品赛道, 挖掘银发经济新增长点。随着中国深度老龄化加剧, 高血压、糖尿病等慢性病管理需求刚性化, 消费者对饮食的需求更加注重安全和健康, 推动调味品消费从“风味优先”转向“功能必需”, 调味品企业调整产品研发的主要方向以抢占市场, 海天、恒顺以“0添加+有机”双线布局(零添加头道酱油、有机糯米醋)抢占高端市场; 李锦记、欣和深耕减钠技术(薄盐纯味鲜、轻盐酱油), 以“减盐30%”标签直击高血压痛点。在健康化转型浪潮下, 企业需突破当前同质化竞争困局, 未来, 能否在健康调味品领域构建差异化竞争优势, 将成为企业突围制胜的关键。

图表85: 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

2、成本端

2025年调味品行业原材料成本红利减弱, 但绝对价格仍处低位区间, 支撑利润空间持续释放。2024年11月以来, 调味发酵品的主要原材料的价格触底企稳, 进一步下行空间有限, 成本同比改善幅度收窄, 但价格仍处于较低位置, 截至2025年6月6日, 大豆、白糖、食盐、小麦、聚酯切片、玻璃的现货价分别为3925.26元/吨、6,095.00元/吨、5.31元/公斤、2433.61元/吨、5,850.00元/吨、14.00元/平方米, 同比分别下降10.55%、

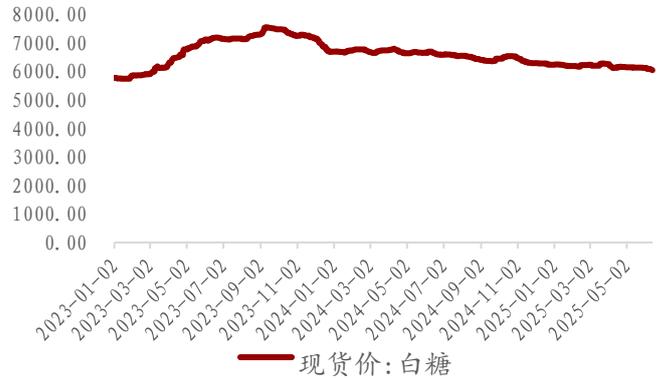
9.03%、0.19%、3.25%、14.72%、29.82%。原材料成本处于低位仍支持调味品行业内企业释放盈利空间，提高企业的毛利率、净利率。

图表86: 2023-2025Q1大豆现货价(元/吨)



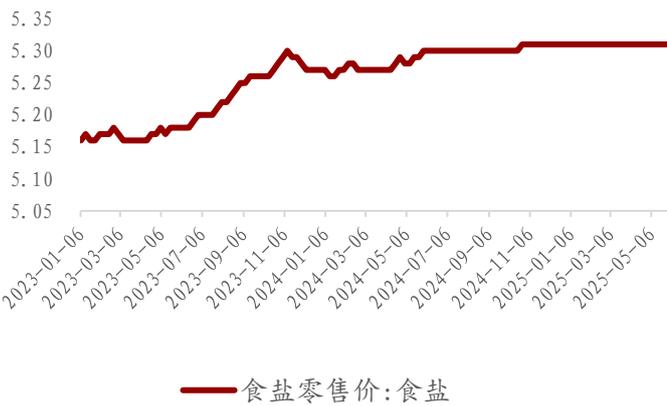
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表87: 2023-2025Q1白糖现货价(元/吨)



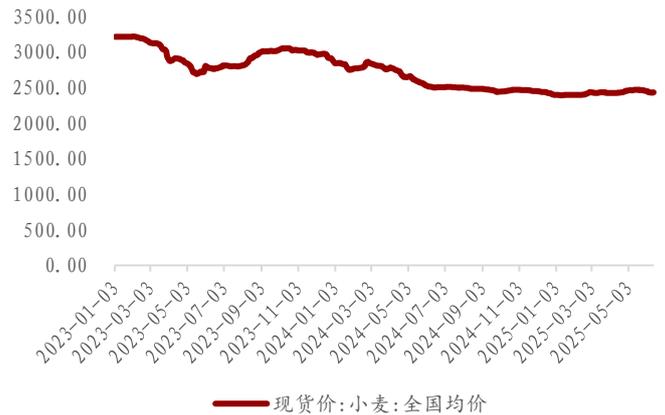
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表88: 2023-2025Q1食盐现货价(元/公斤)



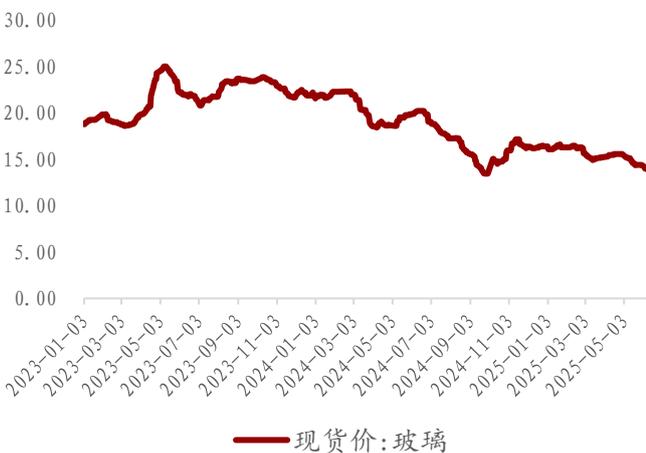
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表89: 2023-2025Q1小麦现货价(元/吨)



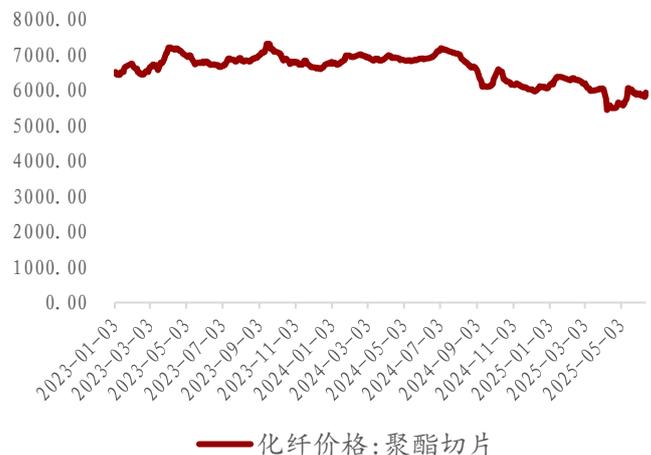
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表90: 2023-2025Q1玻璃现货价(元/平方米)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表91: 2023-2025Q1聚酯切片现货价(元/吨)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

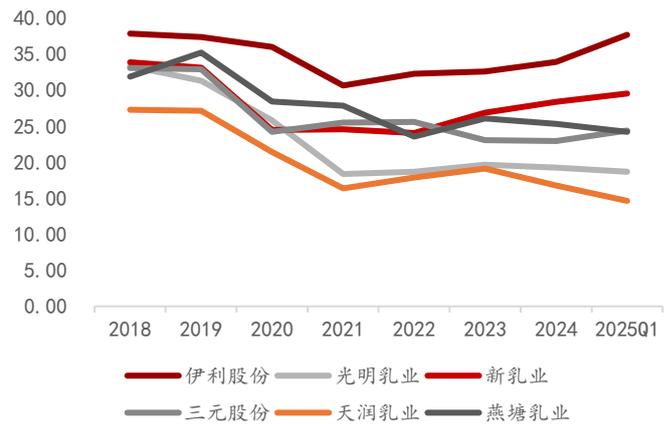
3.2.3 乳制品：成本筑底迹象明确，价格战有望缓和

回顾2025Q1：原奶价格筑底，乳企毛利率分化。2025Q1价格企稳于3.0-3.1元/公斤，下降幅度趋缓，原奶价格进入底部区间，成本红利持续释放但边际减弱，伊利股份、新乳业与三元股份毛利率呈上行趋势，其中，伊利股份凭借全产业链控制力实现增长，2025Q1毛利率为37.67%，同比增长5.24%。光明乳业、天润乳业、燕塘乳业毛利率则有所回落。预计未来原奶价格仍维持低位，成本红利延续。

图表92：国内原奶价格变化



图表93：主要乳制品企业2018年2025Q1的毛利率情况 (%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

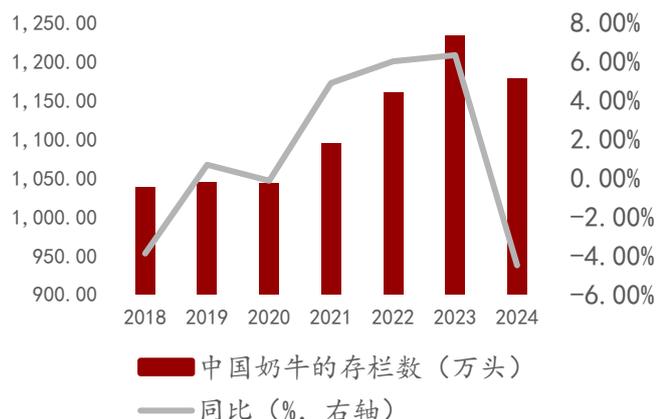
资料来源：同花顺，万联证券研究所

展望2025年，以下两个方面值得关注：

1、成本端

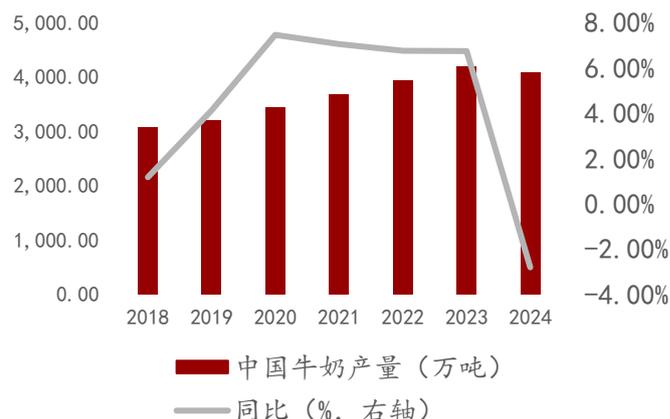
预计2025年原奶供给调整下喷粉损失减少，乳制品企业成本端有望迎来优化契机。2018-2024年主要乳制品企业资产减值损失（含喷粉损失）呈现分化波动特征。总体呈上行趋势，由于原奶供给过剩导致与上游牧场绑定较深的乳制品企业喷粉存储困难、价值贬损，从而加大损失，伊利股份资产减值损失逐年递增，2024年至46.76亿元，与其处理原奶规模大、受原奶供需波动冲击强有关。2024年奶牛存栏量与牛奶产量分别回落至1178.00万头（同比-4.50%）和4079.00万吨（-2.80%），但绑定牧场型乳企资产减值损失激增，表明企业过剩压力仍未解，预计2025年奶牛存栏量与牛奶产量延续下降趋势，有望减少原奶供给，减少乳制品企业喷粉损失，企业资产减值损失或减少，成本端迎来优化契机。

图表94: 2018-2024年中国奶牛的存栏数



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表95: 2018-2024年中国牛奶产量



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表96: 主要乳制品企业2018年-2024年的资产减值损失数据

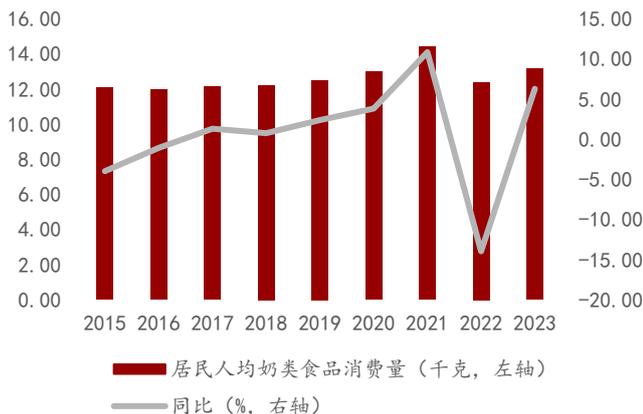
资产减值损失合计(百万元)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
伊利股份	75.66	241.44	339.31	427.33	792.47	1525.70	4675.85
光明乳业	214.10	195.59	50.24	92.72	171.59	347.56	368.54
新乳业	10.49	0.17	2.91	0.57	0.28	17.01	97.65
三元股份	54.18	1.51	0.12	15.95	82.99	271.22	123.50
天润乳业	11.02	2.56	8.97	12.23	13.30	49.30	79.07
燕塘乳业	3.00	0.84	6.36	4.36	1.85	3.27	0.17

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2、需求端

2025年政策发力驱动弱复苏, 价格回落下营收有望逐季修复。2021-2023年由于原奶价格下降和终端需求较为疲软, 同时主要品类白奶受性价比浪潮冲击, 导致乳制品行业价格战较为激烈, 牛奶与酸奶价格有所回落。2023年12月29日, 牛奶零售价为12.38元/升, 酸奶零售价为16.12元/升, 对比高点各下降了5.13%与2.95%, 人均奶类消费量从2021年峰值14.40kg降至2023年13.17kg。随着2024年7月起多地发放乳品消费券, 消费需求逐渐回暖, 乳制品需求端于2024Q3步入弱复苏通道, 政策刺激与产品升级共同推动营收增速逐季回升, 同时驱动人均消费量回升。与此同时乳企推动产品升级与高端化转型, 价格战边际缓和, 牛奶与酸奶价格逐渐趋于平稳, 乳制品行业营收于2024Q2至谷底, 2024Q3逐渐开始回暖, 2025Q1季度营收497.40亿元(同比-0.06%), 环比+14.99pcts, 表明消费端的积极变化正传导至企业营收端, 为乳制品行业需求复苏注入动力。但行业仍处于“以价换量”向“量价齐升”的转变时期, 预计2025年消费量持续增长, 价格企稳回暖, 乳制品行业需求有望持续释放。

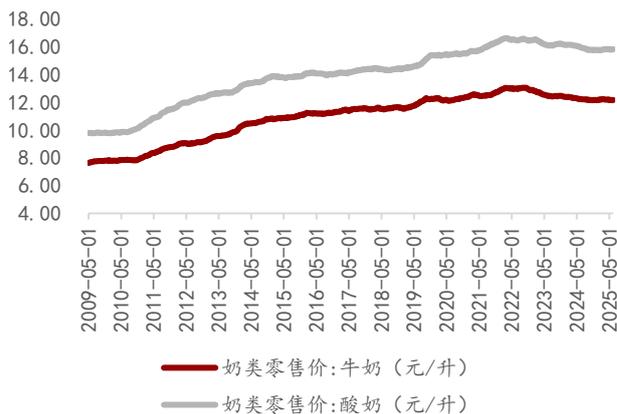
图表97: 居民人均奶类食品消费量及同比



资料来源: 国家统计局, 同花顺, 万联证券研究所

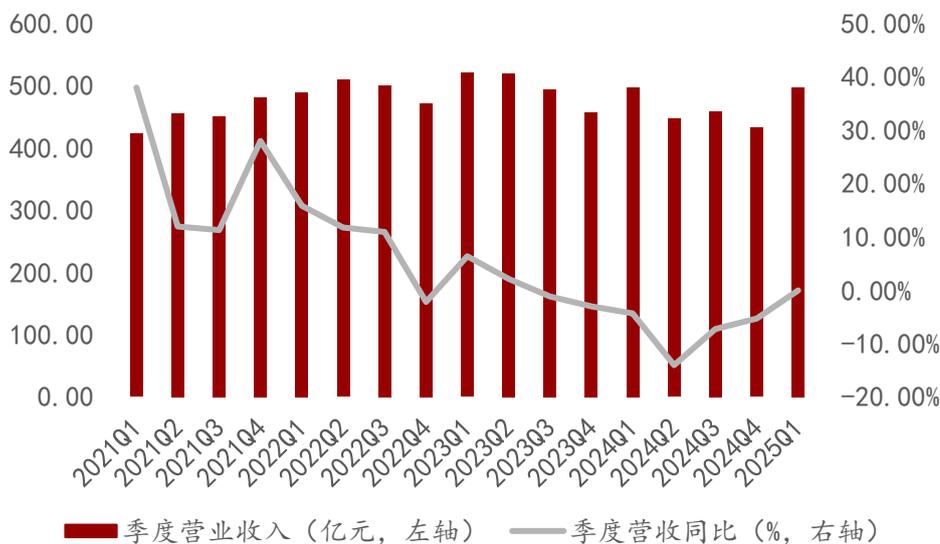
注: 2023年为最新数据, 未找到2024年的数据

图表98: 中国牛奶和酸奶的零售价趋势



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表99: A股乳制品行业2021年至2025年Q1各季度的营收和同比增速



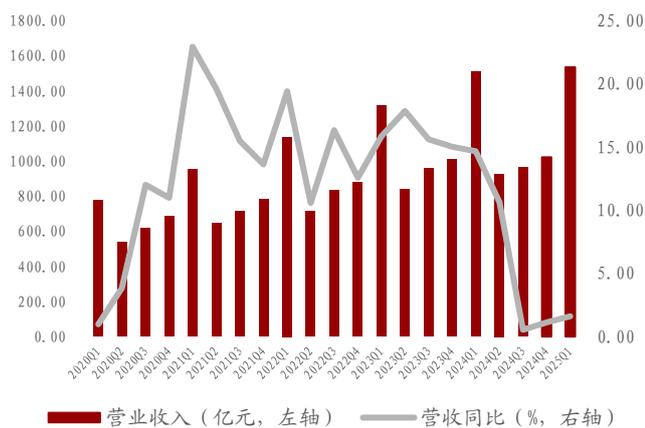
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

3.3 筑底赛道: 白酒

3.3.1 行业持续承压, 需求受政策影响

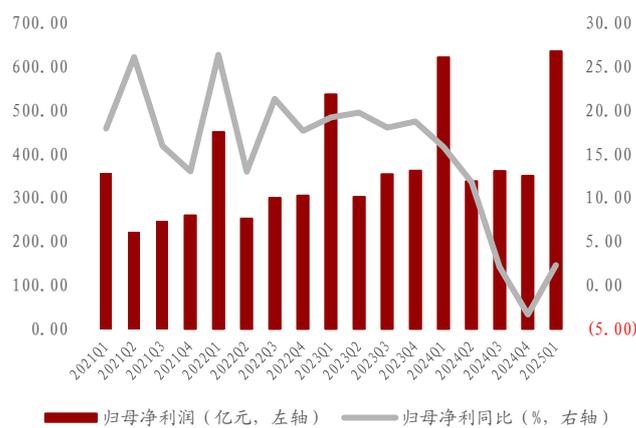
2025年上半年白酒行业持续承压, 2025Q1业绩增速较前期明显放缓。2024年白酒行业前三季度业绩整体呈现增速逐季放缓态势(一季度营收+14.68%、归母净利润+15.75%, 二季度营收+10.64%、归母净利润+11.76%, 三季度降至营收+0.53%、归母净利润+2.05%)。行业拐点出现在2024年第四季度: 虽营收保持同比+1.12%的弱增长, 归母净利润却同比下滑3.35%, 创下近四年首次单季负增长, 反映渠道库存压力传导至企业盈利端; 2025年第一季度, 在春节旺季以及企业抢“开门红”催化下边际改善, 营收回升至1534.18亿元(同比+1.60%), 归母净利润达633.92亿元(同比+2.26%)。随着一季度的过去, 白酒行业进入淡季, 压力逐渐显现。

图表100: 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101: 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

需求端: 政商务场景受限, 宴席需求潜在增加

政商务场景方面, 2025年5月中共中央、国务院印发了修订后的《党政机关厉行节约反对浪费条例》, 第二十三条明确公务接待“工作餐不得提供高档菜肴, 不得提供香烟, 不上酒”, 并进一步要求国有企业、国有金融企业及事业单位参照执行该条款, 这意味着白酒消费禁令从党政机关扩展至更广泛的国有企业及事业单位, 短期内对依赖政务及国企商务接待的高端白酒需求形成制度性压制。但需清醒认知政策本质, 如人民网解读所述, “集中整治违规吃喝是为防住腐败, 加强党的作风建设, 而非防住人间烟火; 从来只有‘禁止违规吃喝’, 没有所谓‘禁止正常吃喝’”。该辩证原则为行业划出明确预期: 政策剑指的是公费报销的灰色消费与超规格宴请, 而个人自费宴席、合规商务礼赠及大众餐饮场景的白酒需求, 仍是政策保障范围内可持续挖掘的“人间烟火”阵地。白酒行业需加速推动消费场景从公款依赖向民生需求转型, 在政策高压线与市场生命力间寻求修复路径。我们认为, “禁酒令”主要影响高端和次高端白酒, 对中端和大众白酒影响相对较小, 总体来看, “禁酒令”可能会抑制需求的回暖, 延长白酒库存去化周期。

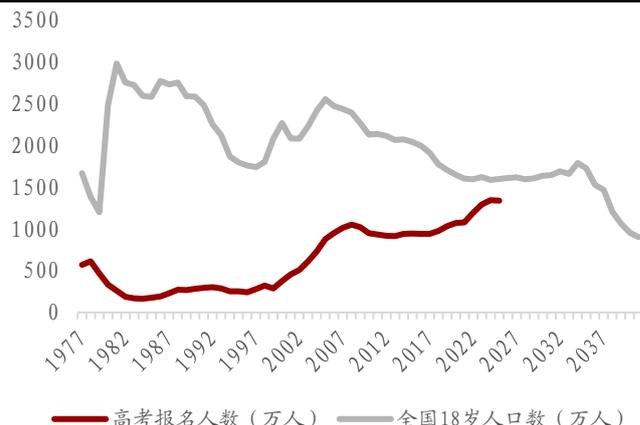
宴席场景方面, 婚宴场景存在潜在增长动能: 2025年一季度婚姻登记量181.0万对, 较2024年同期(196.9万对)下滑8.1%。2024年受“无春”寡年习俗的影响, 全年登记量610.6万对较2023年(768.0万对)同比下降25.78%, 2025年结婚宴席存在回补的需求。高考升学宴需求稳中求进: 2025高考人数保持高位, 全国高考报名人数1335万人, 较2024年减少7万人。考虑到高考报名年龄普遍在18岁, 根据出生人口推算未来十年18岁人口数整体呈上升趋势, 预计未来高考人数有望进一步提升, 带动升学宴场景需求增加。

图表102: 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103: 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。

供给端: 库存压力较大, 酒厂控货纾压

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, 2024年末白酒上市公司的成品酒库存量79.26万吨, 比2023年同比增加6.37%, 为历史最高位, 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。

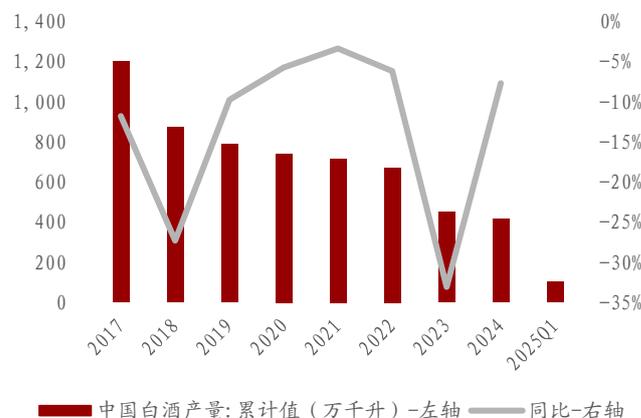
图表104: 白酒企业成品酒库存量处于历史高位



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

图表105: 近两年白酒行业产量收缩明显(万千升)

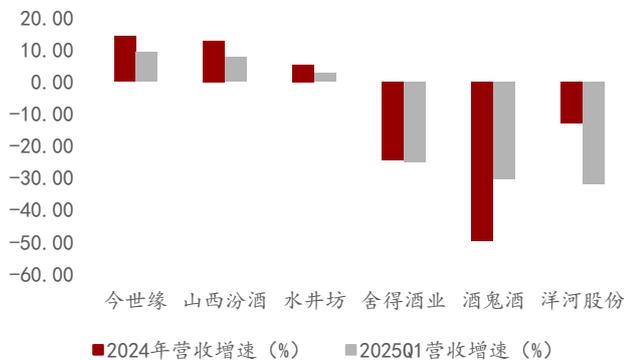


资料来源: Wind, 万联证券研究所

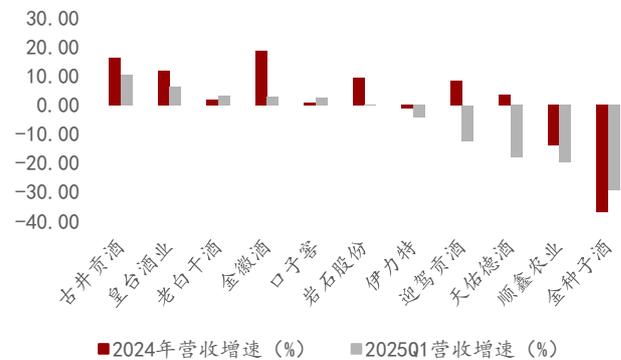
3.3.2行业分化加剧：头部品牌集中趋势明显，大众价位成长较优

白酒上市公司业绩分化明显，营收增速差距较大。2024-2025Q1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。次高端白酒企业增速阶梯式分化，今世缘2024年营收同比增长14.31%，2025年一季度增速回落至9.17%，仍居次高端阵营首位。酒鬼酒2024年营收暴跌49.70%，2025年一季度仍下滑30.34%；洋河股份2025年一季度出现加速恶化，增速从2024年的-12.83%骤降至-31.92%，成为次高端阵营中唯一单季跌幅突破30%的企业。大众白酒企业内部分化加剧，金徽酒2024年以18.59%营收增速领跑大众阵营，但2025年一季度降至3.04%。古井贡酒2024年增速高达16.41%，2025年一季度保持10.38%的稳健增长。尾部企业持续承压：金种子酒2024年营收暴跌37.04%，2025年一季度仍负增长29.41%；顺鑫农业2025年一季度跌幅扩大至负19.69%，较2024年负13.85%加深5.84个百分点；皇台酒业与天佑德酒更在2025年一季度分别转负12.35%与17.96%，单季波动幅度超20个百分点。

图表106: 次高端白酒企业2024-2025Q1营收同比增速 (%)



图表107: 中端/大众白酒企业2024-2025Q1年营收同比增速 (%)

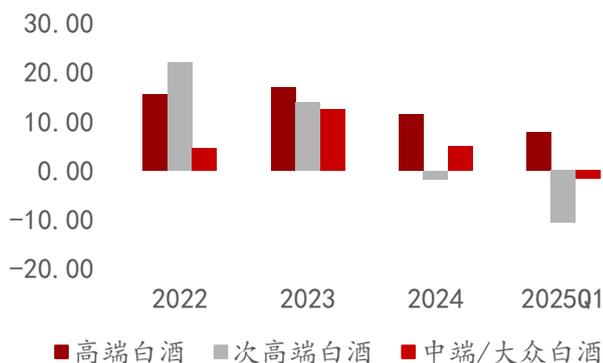


资料来源：同花顺、万联证券研究所

资料来源：同花顺、万联证券研究所

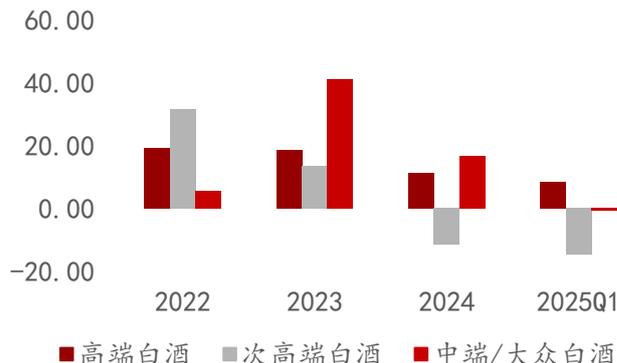
2025年一季度白酒行业销售延续两端高，中间低的态势，次高端白酒整体业绩表现最弱。从2024年开始，白酒行业开始呈现两端高，中间低K的消费趋势，即高端白酒和中端/大众白酒业绩表现相对较好，处于中间的次高端白酒业绩表现最弱。2025Q1高端白酒当季营收同比增速达7.90%，显著领先次高端白酒的负增长10.63%及中端/大众白酒的负增长1.65%，成为三大阵营中唯一保持营收正增长的主体。在次高端白酒和中端/大众白酒净利润都下跌的情况下，高端白酒2025Q1净利润维持8.47%的增长，展现其韧性；次高端白酒延续颓势，其2024年营收同比下降1.76%，归母净利润大幅下滑11.59%，业绩表现持续垫底。2025Q1营收同比下降扩大至10.6%，归母净利润下滑14.76%，营收和归母净利润双双承压。中端/大众白酒展现较强抗压性，2024年归母净利润同比增长16.64%，增速远超高端白酒的11.31%与次高端白酒的负增长11.59%，2025年一季度净利润同比仅微降0.82%，降幅明显小于次高端白酒。

图表108: 2022-2025Q1各档次白酒营收同比 (%)



资料来源: 同花顺、万联证券研究所

图表109: 2022-2025Q1各档次白酒归母净利润同比 (%)

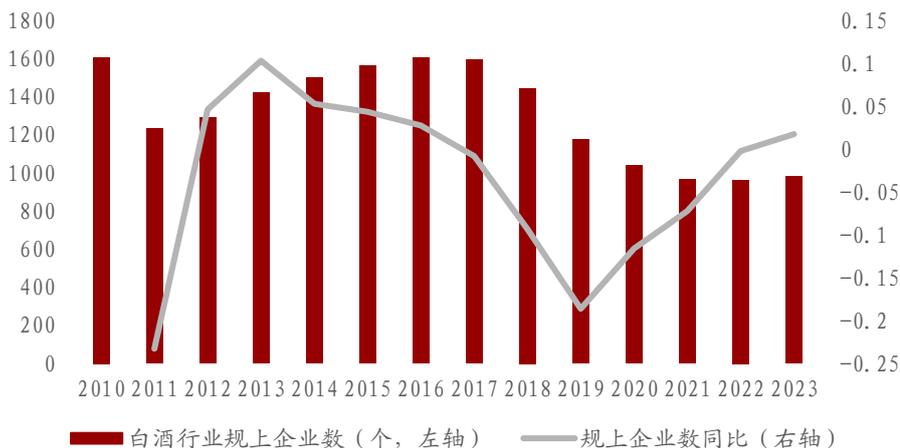


资料来源: 同花顺、万联证券研究所

品牌集中度提升，头部效应显著。大环境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。行业企业总数从2017年的1593家到2021年下探至965家，2022年触底963家，成为统计期内最低值。2023年企业数小幅回升至980家，同比增长2%；2024年延续微增趋势，总量达989家，同比增速放缓至1%。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、2024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。

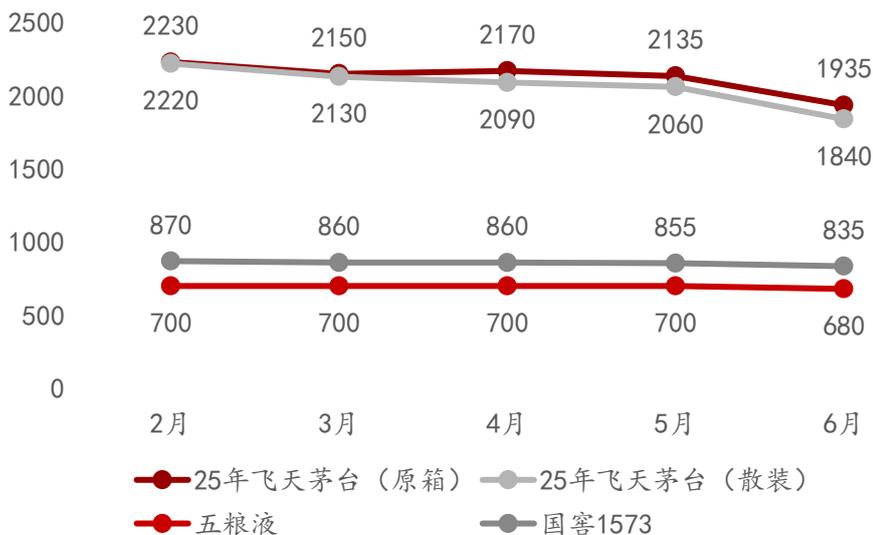
中端和大众价位产品逐渐显现优势，高端和次高端白酒可能受“禁酒令”影响。根据中国酒业协会数据显示，2025年1-6月国内白酒市场主销价格段由2024年的300-500元进一步向100-300元价位带下沉，500-800元价位带生存困难，企业价格倒挂严重，消费理性化推动市场向高性价比产品倾斜。在当前消费者选择更加理性化的经济环境下，中端和大众价位产品持续增长扩容，竞争加剧。根据每日白酒网的数据，飞天茅台（原箱）在2025年3月31日/4月30日/5月31日的价格分别为2150/2170/2135元，在6月30日价格跌破2000元关口至1935元，相比于年初2月28日2230元下跌13.23%。飞天茅台（散箱）在2025年3月31日/4月30日/5月31日的价格分别为2130/2090/2060元，在6月30日价格跌至1840元，相比于年初2月28日2220元下跌17.12%。五粮液和国窖1573下降幅度相对较低，6月30日的价格分别为835/680元，相比于年初2月28日870/700元分别下降了4.02%和2.86%。茅台价格的大幅下跌和其他高端、次高端酒的酒价下跌可能从侧面显示了“禁酒令”的影响。

图表110: 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

图表111: 2025年2-6月高端酒价格变化(元)



资料来源: 今日酒家, 万联证券研究所
注: 每月的统计时间为当月的最后一天

3.3.3 低估值+高分红成为筑底强支撑

当前白酒行业估值已深度回落至历史底部区间。从行业整体估值走势看,白酒板块PE值在2021年中期曾攀升至59倍的阶段峰值,但随后开启持续下行通道;至2025年6月30日,行业PE已大幅回落至17.82倍,不仅较峰值缩水69.79%,更明显低于2019年1月的21.36倍水平,为统计周期内最低纪录。这种持续四年的估值收缩,反映了市场对行业库存压力、需求疲软及政策约束等系统性风险的充分定价。

图表112: 申万白酒行业估值2019-2025年上半年PE-TTM曲线



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 2025年上半年的数据截止日期至2025年6月30日

头部酒企估值收缩幅度尤为显著, 安全边际逐步显现。具体到核心企业, 三大龙头估值均较估值高点折价过半: 贵州茅台2025年PE (21.64倍) 较2021年 (51.58倍) 折价58.05%, 五粮液 (15.58倍) 较2021年 (46.94倍) 折价66.81%, 泸州老窖 (13.39倍) 较2021年 (50.81倍) 折价73.66%。这种普遍性的深度折价, 意味着市场悲观预期已逐步释放, 板块配置的安全边际正在夯实。

次高端/中端及大众白酒企业整体仍处于估值收缩通道, 部分企业因业绩导致估值异常。次高端白酒酒企中, 山西汾酒PE估值从2021年84.96倍下降至2025年19.10倍 (累计降幅77.52%), 水井坊从2021年55.62倍下降至2025年16.96倍 (累计降幅69.51%)。主流区域酒企中, 古井贡酒PE从2021年57.10倍持续回落至2025年15.35倍 (累计降幅73.12%), 迎驾贡酒从30.29倍压缩至15.69倍 (累计降幅48.21%), 金徽酒则从49.08倍下探至24.19倍 (累计降幅50.71%)。部分企业如酒鬼酒因为业绩下降, 导致其估值异常上升至1234.53倍。整体而言, 该阵营企业估值逐渐收缩, 价值锚点逐步夯实。

图表113: 白酒企业2019-2025年H1估值PE-TTM

档次	公司简称	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
高端白酒	贵州茅台	31.39	42.25	51.58	40.35	33.12	25.15	21.64
	五粮液	27.29	38.46	46.94	27.18	23.71	17.09	15.58
	泸州老窖	26.01	33.63	50.81	35.20	28.82	15.97	13.39
次高端白酒	洋河股份	19.62	26.23	37.39	27.82	21.42	14.02	21.18
	山西汾酒	33.78	58.36	84.96	51.86	32.23	22.48	19.10
	今世缘	25.41	35.49	36.63	25.93	25.98	17.91	16.89
	舍得酒业	26.38	24.86	55.64	40.02	28.36	15.47	92.20
	水井坊	33.85	41.39	55.62	32.37	29.65	16.85	16.96
	酒鬼酒	36.85	58.57	97.44	46.44	42.71	75.58	1234.53
中端/大	顺鑫农业	38.78	63.45	83.73	210.17	-	47.53	123.06

众白酒	古井贡酒	26.59	46.40	57.10	44.95	38.24	22.00	15.35
	口子窖	19.91	21.97	26.03	18.84	20.88	13.89	12.98
	迎驾贡酒	17.55	20.58	30.29	30.53	28.20	19.43	15.69
	老白干酒	28.60	31.63	68.52	40.03	42.55	24.78	20.85
	伊力特	16.83	21.52	29.94	48.87	58.41	24.98	25.97
	金徽酒	22.93	38.97	49.08	43.73	42.86	28.10	24.19
	金种子酒	70.76	183.96	278.77	-	-	270.98	-
	天佑德酒	90.31	125.57	278.33	99.27	108.34	74.76	1777.84
	*ST 皇台	19.43	19.66	207.00	1232.99	407.99	616.67	85.82
	*ST 皇台	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：同花顺、万联证券研究所

注：2025年的数据截止日期至2025年6月30日

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10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10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7%。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。

图表114：白酒企业2019-2024年分红率及股息率

档次	公司简称	2019	2020	2021	2022	2023	2024	股息率
高端白酒	贵州茅台	52%	52%	52%	96%	84%	75%	3.7%
	五粮液	49%	50%	50%	55%	60%	70%	6.1%
	泸州老窖	50%	50%	60%	60%	60%	65%	6.0%
次高端白酒	洋河股份	61%	60%	60%	60%	70%	105%	7.2%
	山西汾酒	40%	17%	41%	50%	51%	25%	3.9%
	今世缘	35%	36%	36%	36%	40%	44%	3.1%
	舍得酒业	-	14%	21%	30%	40%	41%	0.8%
	水井坊	86%	80%	30%	30%	35%	35%	2.1%
	酒鬼酒	22%	46%	47%	40%	59%	1560%	2.3%
	顺鑫农业	14%	18%	18%	-	-	48%	1.0%
中端/大众白酒	古井贡酒	36%	41%	51%	50%	52%	57%	4.5%
	口子窖	52%	56%	52%	58%	52%	47%	4.3%
	迎驾贡酒	60%	59%	52%	52%	45%	46%	3.8%
	老白干酒	33%	43%	35%	39%	62%	64%	3.3%
	伊力特	43%	56%	62%	117%	54%	75%	2.6%
	金徽酒	78%	37%	34%	54%	60%	64%	2.7%
	金种子酒	-	-	-	-	-	-	-

天佑德酒	37%	-	37%	38%	70%	13%	0.4%
*ST 皇台	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：同花顺、万联证券研究所

注：股息率指的是近一年股息率，截止日期为2025年6月30日

4 投资建议

展望未来，在提振内需的政策导向，以及理性消费、情绪消费、健康消费的新趋势下，食品饮料行业的投资机会可以从成长、边际改善、筑底三个方向来进行梳理：

(1) 成长赛道：①饮料：能量饮料景气度高涨。功能性饮料是我国软饮料市场增长最快的细分行业，功能饮料中又以能量饮料占据市场主要份额。我国能量饮料市场中，东鹏饮料近年来增长亮眼，其高质价比精确击中了消费者的理性消费意识。预计我国能量饮料行业2024年至2029年的复合增长率达10.2%，行业成长空间广阔，建议关注在能量饮料领域具备竞争优势的龙头企业。**②零食：渠道重构和品类创新推动行业成长。**渠道方面，量贩零食店等新型零食销售渠道迅速崛起；品类方面，魔芋类制品凭借健康性和辣味成瘾性成为新的行业爆品。预计2025年量贩零食转向存量店效提升，零食企业业绩增速放缓并分化，预计在此轮变革中积极拥抱变化、不断优化自身的零食企业将具备更加长远的发展前景。**③保健品：三重因素驱动下迎来结构性投资机会。**由于健康意识的提升，保健品行业在消费群体年轻化、需求多元化和渠道线上化的三重驱动下，正迎来结构性投资机会。可重点关注两大方向：一是年轻消费与细分品类，二是高增长功效赛道。

(2) 边际改善赛道：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。2024年啤酒行业业绩承压，2025Q1业绩有所改善，盈利能力保持增长。2025年下半年有望保持边际改善趋势，改善来自三点：一是餐饮复苏，以及体育赛事，如苏超火爆带来啤酒消费的提升；二是主要原材料和包材成本的价格下降

带来毛利率的提升；三是产品结构持续升级，尤其产品结构偏低的啤酒企业如燕京啤酒、珠江啤酒升级空间更大。中长期来看，啤酒行业消费量趋于稳定，成长主要来自产品结构升级，预计精酿啤酒成为下一个增长点。**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：成本筑底迹象明确，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。

(3) 筑底赛道：白酒库存去化阶段业绩承压，“禁酒令”预计延长去化周期。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。从需求端来看，一方面，宴席需求存在2024年“寡春”导致的婚宴回补需求，以及高考人数处于高位所带来的升学宴需求；另一方面，近期全国由上至下推行的“禁酒令”可能会抑制宴请需求的回暖，延长库存去化周期。从细分赛道来看，“禁酒令”

主要影响高端和次高端白酒，对中端和大众白酒影响相对较小，同时，在理性消费环境下，中端和大众价位白酒逐渐受到青睐，预计2025年中端和大众白酒业绩表现相对较好。我们判断2025年白酒处于筑底阶段，低估值+高分红为股价提供强支撑，向下空间有限，预计随着渠道库存逐步出清，市场有望提前于白酒企业报表端业绩拐点而迎来向上拐点。

5 风险提示

1. 经济增长不及预期风险：餐饮消费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，餐饮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