

证券研究报告|行业投资策略

食品饮料

行业评级 强于大市（维持评级）

2025年1月2日

抽丝剥茧，洞察食品饮料的五个层面

2025年食品饮料年度策略

证券分析师：

刘畅 执业证书编号：S0210523050001

张东雪 执业证书编号：S0210523060001

童杰 执业证书编号：S0210523050002

研究助理：

林若尧、王超、周翔、李妍冰

请务必阅读报告末页的重要声明

□ 投资要点/投资价值:

- 2024年是食品饮料板块认知切换的一年，白酒预期回落、大众品个股风起，2025年食饮投资主线到底是白酒的枯木逢春，还是大众品的星星之火？白酒是否仍将是食饮估值标杆？市场重新开始思考新的定价模式，寻求底部反转机会，我们将从五条主线去剖析食品饮料板块2025年投资机会。
- 食饮中部分板块与宏观经济强相关，如白酒、餐饮及餐饮产业链上游，故今年Q1-3在市场对宏观信心走弱的背景下，该两板块出现长时间的估值回调，期间对未来的预期也落入较低区间，而我们认为随着后续相关财政政策的及时落地，两板块将率先开始估值修复，“财政政策及时雨，时来天地皆用力”，白酒及餐饮产业链具备配置价值。
- 分析2024年的大众品板块的行情，市场更趋向短期逻辑兑现具备确定性的标的，特征为景气度高的赛道且业绩兑现，预计亦是由于市场对消费需求整体信心较弱、风险偏好较低的原因。我们认为，随着政策带来对内需信心的恢复，低估值板块有望迎来估值慢修复，“浅滩卧龙终得水，估值静待花开日”，估值分位数较低的主要为乳制品及啤酒板块，乳制品板块的上游牧场产能去化将带来乳企的盈利改善，啤酒吨酒价格企稳回升将均会成为其估值修复的核心要素。同时，市场仍将继续偏好高景气赛道标的，我们建议重点关注渗透率较低、具备发展潜力的赛道，“老龄少子同风起，柳暗花明又一村”，重点关注旅游、保健品、低度酒、洋酒。
- 另外两条主线为，“草萤有耀终非火，供需量价见真章”，如饮料、调味品、零食，已经进入逻辑兑现阶段，需要有持续的业绩验证，行情方可持续，而预期较高下，边际变化超预期难度较大；“千锤万凿出深山，并购出海还复来”，并购及出海仍将是股价强催化，建议重点关注格局较为分散行业的头部企业并购意愿及动作，以及具备出海能力的产业链上游企业。

□ 投资要点/投资价值:

• 五条主线对应的标的:

财政政策及时雨，时来天地皆用力：白酒推荐贵州茅台、古井贡酒、舍得酒业；餐饮推荐百胜中国、同庆楼，建议关注海底捞
浅滩卧龙终得水，估值静待花开日：乳制品推荐伊利股份，建议重点关注蒙牛乳业、新乳业，以及优然牧业、现代牧业周期性机会；啤酒建议重点关注青岛啤酒（H股）

老龄少子同风起，柳暗花明又一村：低度酒推荐百润股份；保健品建议关注仙乐健康、百合股份；宠物行业推荐中宠股份、乖宝宠物；悦己消费推荐名创优品

草萤有耀终非火，供需量价见真章：调味品推荐中炬高新、天味食品、雪天盐业；零食建议关注甘源食品、西麦食品
千锤万凿出深山，并购出海还复来：出海推荐安琪酵母

➤ 风险提示：宏观经济政策不及预期、食品安全问题、原材料成本大幅波动等风险

目 录

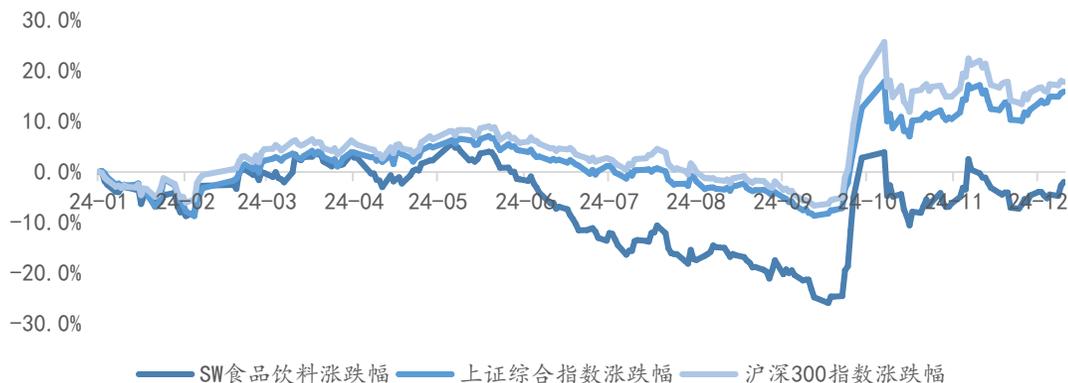
- **财政政策及时雨，时来天地皆用力**
- 浅滩卧龙终得水，估值静待花开日
- 老龄少子同风起，柳暗花明又一村
- 草萤有耀终非火，供需量价见真章
- 千锤万凿出深山，并购出海还复来
- 投资建议

1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

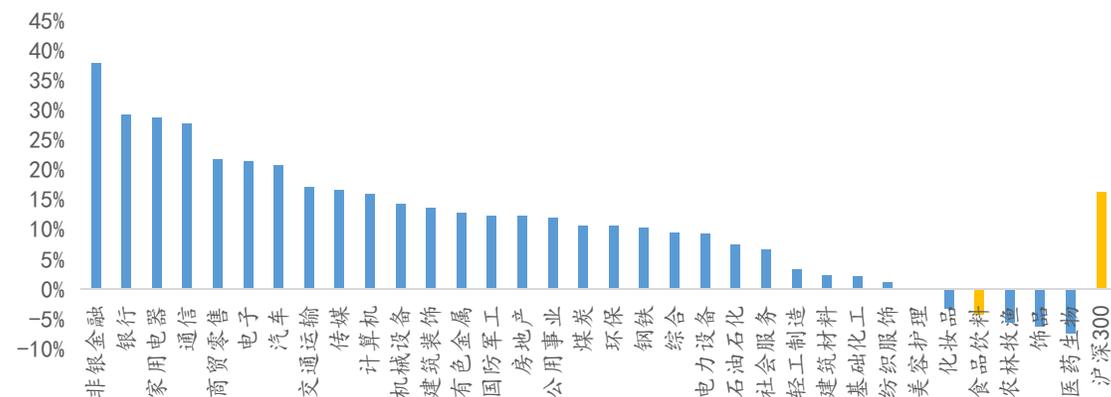
1.1 复盘消费数据，梳理政策预期，2025值得期待

- 在企业疫后持续修复、个人收入增长预期尚未修复的背景下，2024年多品类出现消费降级、同时消费频次降低的趋势，板块2024年表现较弱，年初至今（2024年12月11日）SW食品饮料指数/上证综合指数/沪深300指数分别-2%/+15.9%/+17.8%。
- 对比其他板块，年初至今，食品饮料在申万33个一级行业中排名第30位；9月24日至今食品饮料+24.6%，排名第十；10月8日回调至今-7.5%。

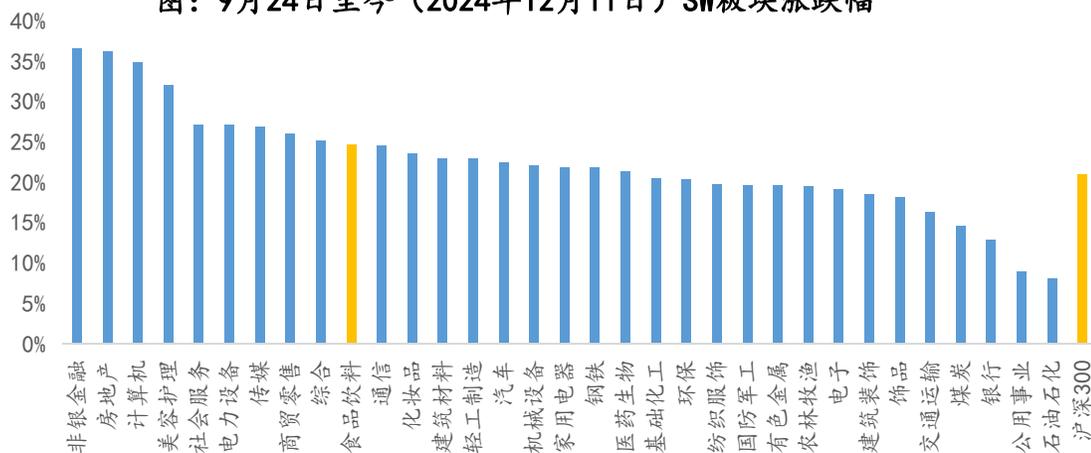
图：年初至今SW食品饮料指数/上证综合指数/沪深300指数涨跌幅



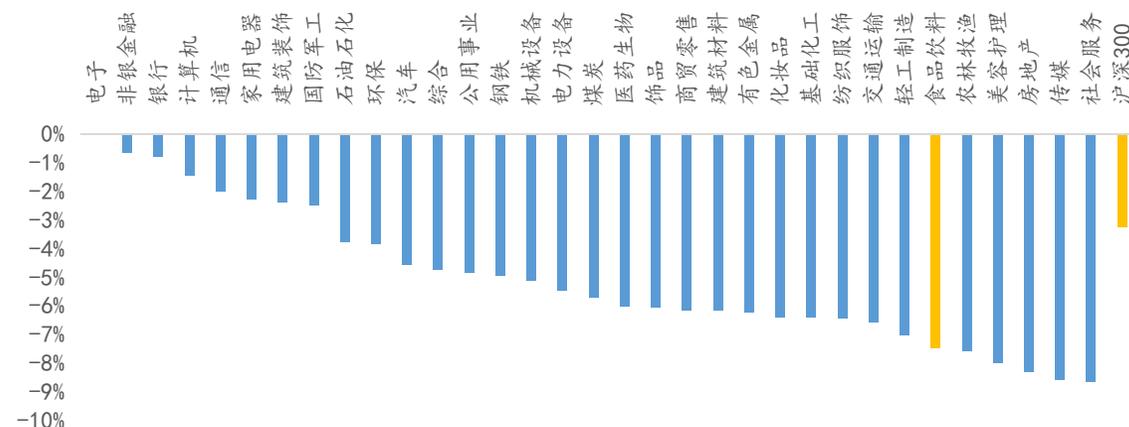
图：年初至今（2024年12月11日）SW板块涨跌幅



图：9月24日至今（2024年12月11日）SW板块涨跌幅



图：10月8日至今（2024年12月11日）SW板块涨跌幅



1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

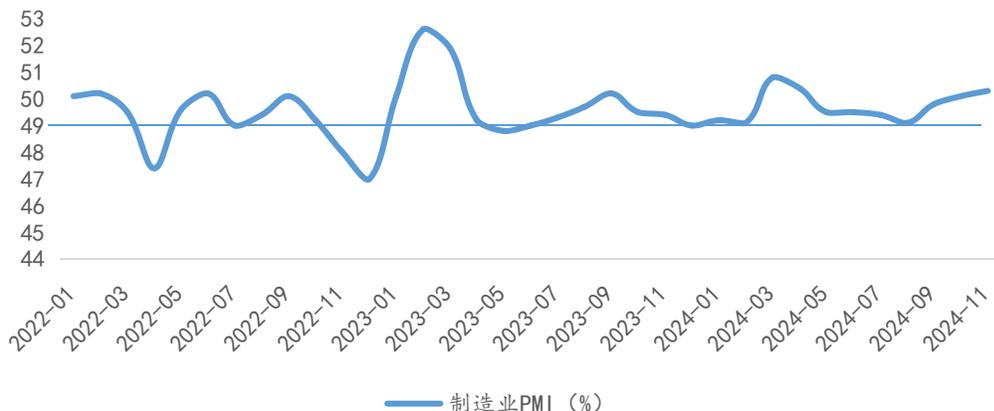
1.1 复盘消费数据，梳理政策预期，2025值得期待

- 宏观层面，22年开始消费力压力延续至今，目前企业端经营压力仍在，对社会购买力仍构成压力，消费者信心及预期也仍偏弱，消费整体景气度仍不足。但11月PPI环比由降转涨，CPI核心商品价格止跌，截至11月PMI指数连续2个月运行在扩张区间，边际有转暖信号。

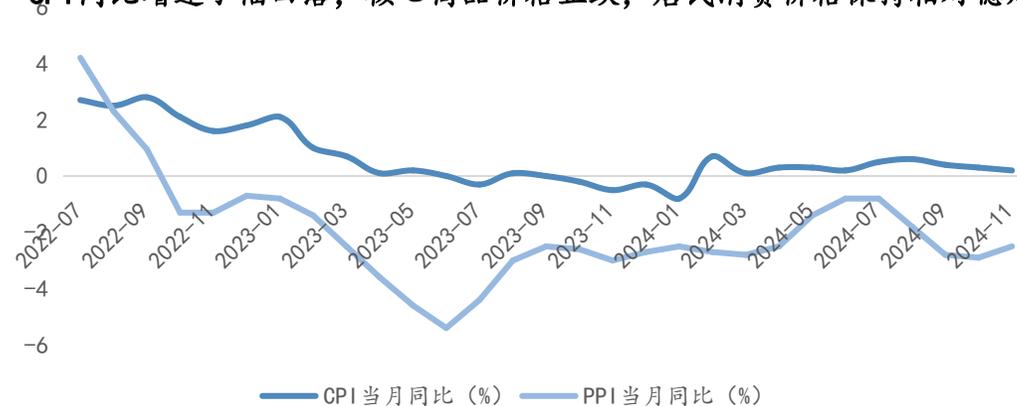
图：22Q2以来消费者信心及预期指数走弱，疫后“报复性消费”未能延续，23年4月至今维持相对低位（数据截至2024年10月）



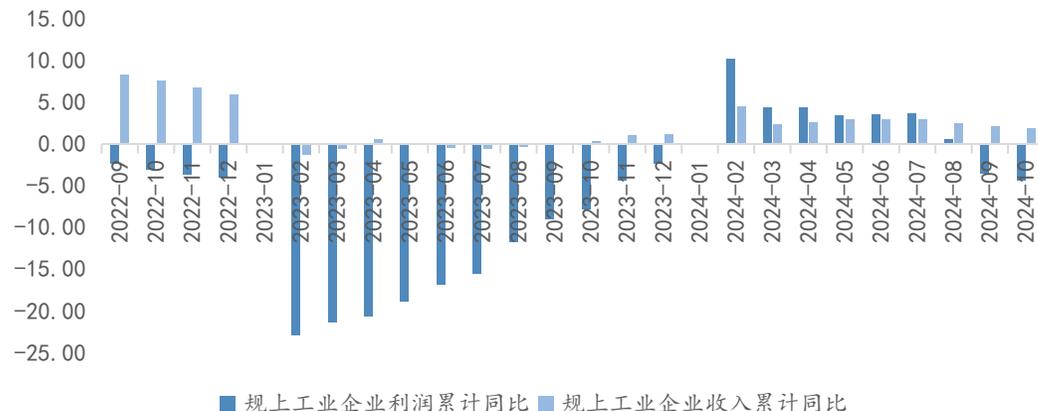
图：11月PMI指数50.3%，较上月上升0.2pct，连续3个月上升，且连续2个月运行在扩张区间，边际修复



图：政策发力带动工业品需求恢复，11月PPI环比由降转涨，同期降幅收窄，CPI同比增速小幅回落，核心商品价格止跌，居民消费价格保持相对稳定



图：今年1-10月全国规模以上工业企业营收/利润总额同比分别+1.9%/-4.3%，企业经营压力仍在，对社会购买力仍构成压力

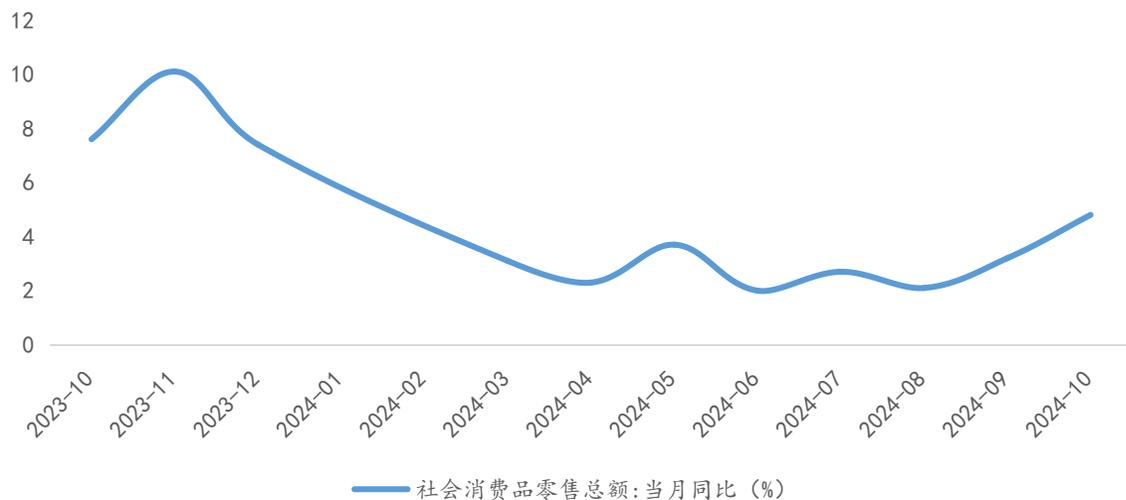


1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.1 复盘消费数据，梳理政策预期，2025值得期待

- 从基本面来看，消费板块24年整体承压，但1-10月社零整体仍保持正增长。根据国家统计局数据，1-10月份，社会消费品零售总额398960亿元，同比增长3.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额359039亿元，增长3.9%。
- 具体来看，按经营单位所在地分，1-10月城镇消费品零售额345124亿元，增长3.4%；乡村消费品零售额53836亿元，增长4.4%，下沉市场表现更好。
- 食品饮料及餐饮相对领先社零大盘，必选品相对稳健。按消费类型分，1-10月商品零售额354593亿元，增长3.2%，其中粮油食品/饮料/烟酒同比分别+9.9%/3.9%/6.1%，领先社零大盘；餐饮收入44367亿元，增长5.9%。

图：2024年以来社零整体保持稳健增长



图：2024年社零及其细项同比变动情况 (%)

指标	1—10月	
	绝对值 (亿元)	同比增长 (%)
社会消费品零售总额	398960	3.5
其中：除汽车以外的消费品零售额	359039	3.9
其中：限额以上单位消费品零售额	155131	2.7
其中：实物商品网上零售额	103330	8.3
按经营地分		
城镇	345124	3.4
乡村	53836	4.4
按消费类型分		
餐饮收入	44367	5.9
其中：限额以上单位餐饮收入	12469	3.2
商品零售额	354593	3.2
其中：限额以上单位商品零售额	142662	2.7
其中：粮油、食品类	17658	9.9
饮料类	2675	3.9
烟酒类	5002	6.1
服装、鞋帽、针纺织品类	11571	1.1
化妆品类	3563	3
金银珠宝类	2720	-3
日用品类	6556	2.9
体育、娱乐用品类	1128	11.5
家用电器和音像器材类	7908	7.8
中西药品类	5815	4.3
文化办公用品类	3420	-0.6
家具类	1303	1.9
通讯器材类	6331	12.2
石油及制品类	20179	1.3
汽车类	39921	-1.5
建筑及装潢材料类	1337	-3

1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.1 复盘消费数据，梳理政策预期，2025值得期待

- 2024年食品饮料板块整体走势受政策影响较大，24H2以来宏观政策持续出台，促消费政策信号已经明晰。我们认为，9月以来板块已进入了从信心、到预期、到基本面逐步修复的链条之中，短期内政策对预期的影响仍非常关键。
- 2025年经济工作定调“稳中求进、以进促稳，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。对比以往，积极的财政政策提法延续，但在程度上加了“更加”；另外也一改2011年来持续14年的“稳健的货币政策”基调，货币政策“适度宽松”。

图：2024年以来促销费政策不断推出，信号积极

时间	事件	主要内容
3月6日	十四届全国人大二次会议，全国政协十四届二次会议	将“着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环”列为2024年政府工作的十项任务之一，并对“促进消费稳定增长”作出明确部署，进一步鼓励消费、推动消费，需要继续减税降费，研究鼓励和引导消费的财税政策，培育壮大文化、旅游、教育、健康、养老等领域新的消费增长点。
7月30日	中央政治局会议分析研究当前经济形势和经济工作	要以提振消费为重点扩大国内需求，经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费，要多渠道增加居民收入，增强中低收入群体的消费能力和意愿，把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费。
8月9日	国务院新闻办就《关于促进服务消费高质量发展的意见》有关情况举行发布会	围绕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、增强服务消费动能、优化服务消费环境、强化政策保障等6个方面，提出了20项重点任务，支持餐饮住宿、家政服务、养老托育等服务消费重点领域高质量发展。
9月26日	中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作	要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。
12月9日	中共中央政治局会议分析研究2025年经济工作	明年要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。

图：2025年经济工作定调“稳中求进、以进促稳，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，对比以往更加积极

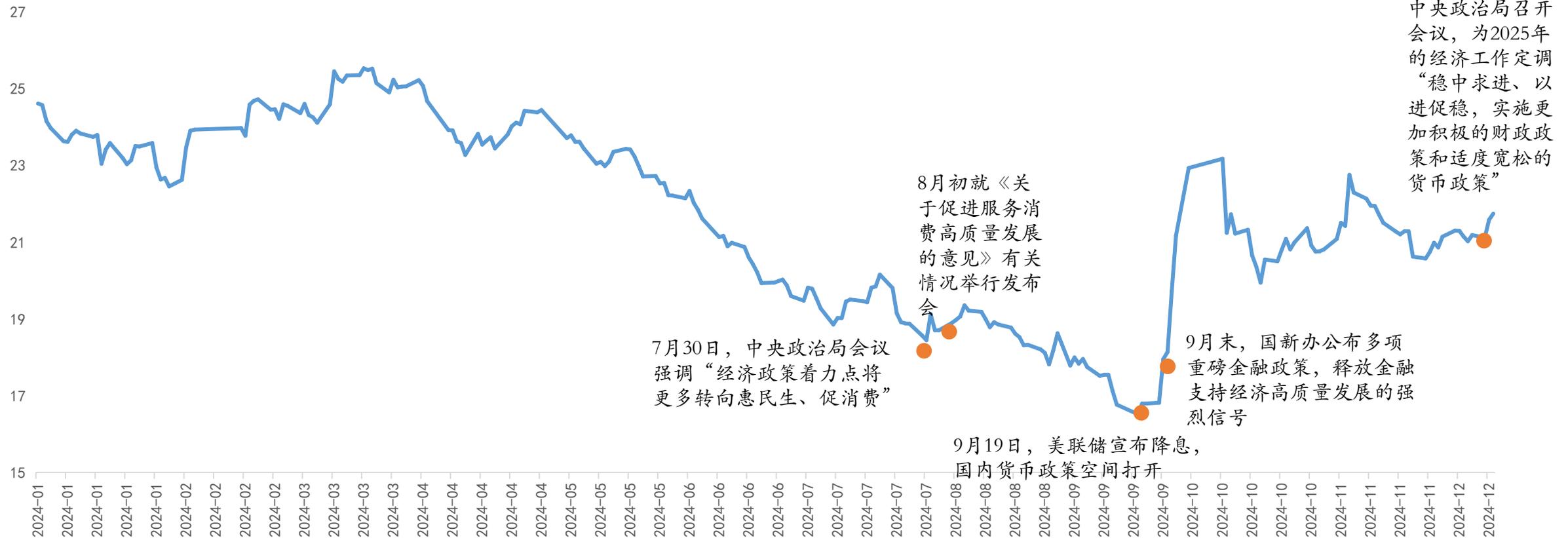
年份	货币政策	财政政策
2001	稳健	积极
2002	稳健	积极
2003	稳健	积极
2004	稳健	稳健
2005	稳健	稳健
2006	稳健	稳健
2007	从紧	稳健
2008	适度宽松	积极
2009	适度宽松	积极
2010	稳健	积极
2011	稳健	积极
2012	稳健	积极
2013	稳健	积极
2014	稳健	积极
2015	稳健	积极
2016	稳健中性	积极有效
2017	稳健	积极
2018	稳健	积极
2019	稳健，松紧适度	积极，加力提效
2020	灵活适度、精准导向。	积极有为、注重实效。
2021	稳健，灵活适度，保持流动性合理充裕。	积极，提升效能，更加注重精准、可持续。
2022	稳健，精准有力	积极，加力提效
2023	稳健，灵活适度、精准有效	积极，适度加力、提质增效
2024	适度宽松	更加积极

1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.1 复盘消费数据，梳理政策预期，2025值得期待

- 2024年食品饮料板块整体走势受政策影响较大。复盘全年PE走势，截至2024年12月11日，SW食品饮料全年估值高点为25.54X（2024年3月19日），进入Q2消费淡季后板块震荡下跌，到2024年9月18日触达16.5X的全年低点。9月24日，受重大超预期政策利好影响，市场对宏观预期乐观，板块迎来强势反弹。随后10月上旬板块经历整体性回调，后随着政策利好信号持续明晰，跟随大盘再次回暖。截至12月11日SW食饮PE为21.7倍，较全年低点有所回升，但仍处于历史低位。我们认为，随着经济进一步提振，食品饮料作为顺周期板块低点已过，2025年值得期待。

图：年初至今（2024年12月11日）SW食品饮料市盈率



1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.2 政策导向强β，预期反转首看白酒

- 2024年，受宏观影响，在价格端消费降级，消费频次降低影响销量的背景下，板块整体承压，年初至今（2024年12月11日）SW白酒/SW食品饮料指数分别-6.7%/-2.0%，白酒拖累食品饮料。
- 其中，5月末开始，白酒板块在淡季基本面平淡、行业及宏观预期稳态的背景下，受政策和流动性的影响加大，基本上茅台批价波动和中秋国庆旺季销售反馈不佳也导致了板块的持续下探。24H2板块向上的拐点主要依靠宏观释放利好信号驱动，从时间维度看，政策利好对股价的影响基本在一周内消化完毕。

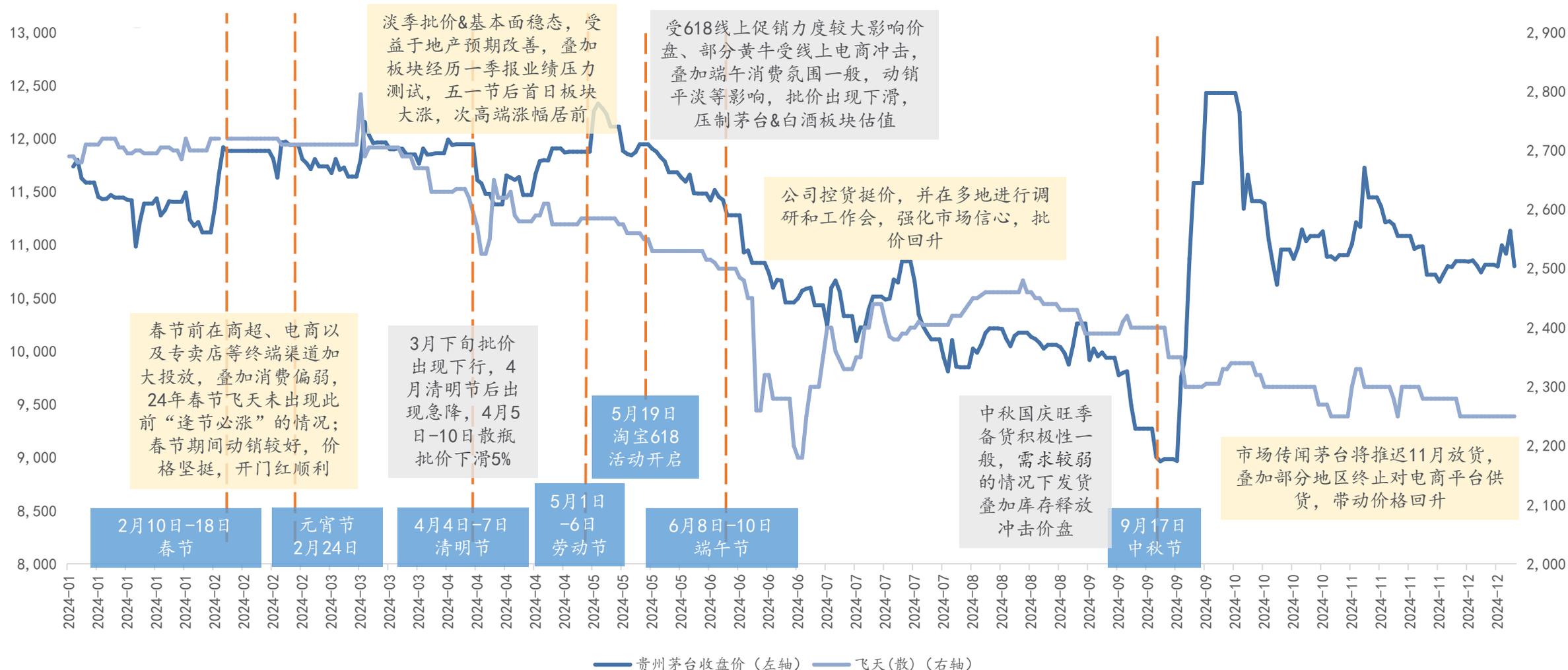
图：年初至今（2024年12月11日）SW白酒/SW食品饮料涨跌幅



1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.2 政策导向强β，预期反转首看白酒

- 除了政策的影响外，2024年白酒龙一茅台的批价波动对板块估值也造成了较大影响。我们在专题报告《茅台批价波动复盘与思考启示》中，对今年上半年茅台的批价急跌，以及22年3月和21年8月的批价波动进行了深度复盘，并对影响茅台批价的根本因素做出了分析。



数据来源: wind, 财经头条, 财炳, 财联社, 证券时报网, 华福证券研究所 (备注: 图中左右轴单位均为人民币元, 且收盘价采取后复权)

1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.2 政策导向强β，预期反转首看白酒

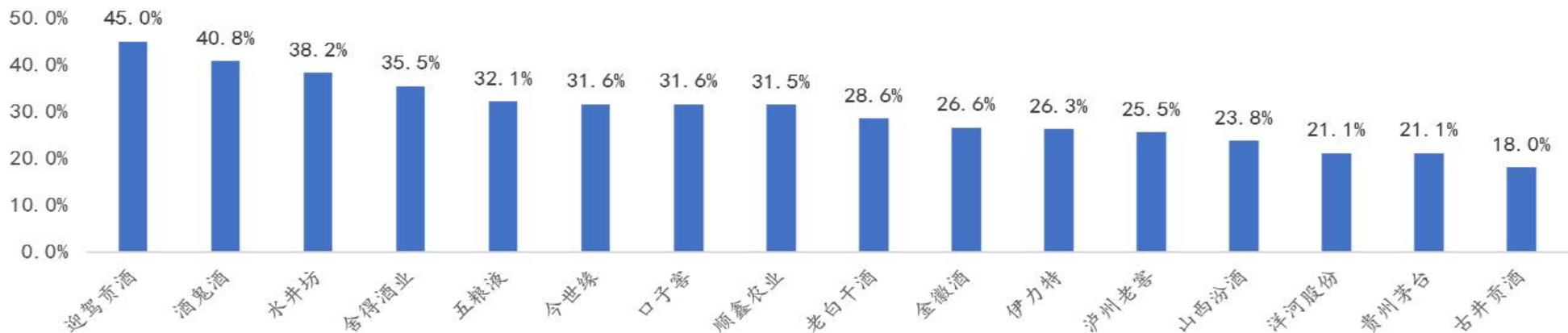
- 从个股表现来看，截至2024年12月11日，五粮液/今世缘/水井坊全年有正收益，分别为+6.5%/+3.4%/+0.2%。
- 2024年年初到9月24日，五粮液/口子窖/迎驾表现相对较好，分别-14.2%/-16.2%/-16.8%；次高端舍得/酒鬼/水井跌幅较多，分别-53.7%/-45.9%/-40.1%。
- 9月24日至今，迎驾/酒鬼酒/水井坊表现较好，分别+45.0%/+40.8%/+38.2%；表现落后的是古井/茅台/洋河，分别+18.0%/+21.1%/+21.1%。
- 10月8日至今，舍得/酒鬼/老窖表现较好，分别+9.4%/-3.3%/-5.6%；表现落后的是伊力特/迎驾/老白干，分别-13.9%/-13.8%/-13.4%。

股票简称	市值(亿元)	收盘价(元)	PE	年初至今涨跌幅	年初到9月24日	2024.9.24至今涨跌幅	2024.10.8至今涨跌幅
贵州茅台	19,290.2	1,535.60	23.33	-11.0%	-20.5%	21.1%	-8.2%
五粮液	5,799.1	149.40	17.95	6.5%	-14.2%	32.1%	-7.9%
山西汾酒	2,499.5	204.88	20.23	-11.2%	-28.5%	23.8%	-8.9%
泸州老窖	2,079.9	141.30	14.57	-21.2%	-38.3%	25.5%	-5.6%
洋河股份	1,293.1	85.84	15.41	-21.9%	-29.9%	21.1%	-12.7%
古井贡酒	926.8	195.24	18.69	-16.1%	-34.6%	18.0%	-6.9%
今世缘	632.4	50.41	17.63	3.4%	-18.3%	31.6%	-10.2%
迎驾贡酒	513.5	64.19	19.56	-3.2%	-16.8%	45.0%	-13.8%
水井坊	287.1	58.90	20.94	0.2%	-40.1%	38.2%	-9.8%
舍得酒业	256.6	77.03	22.41	-20.3%	-53.7%	35.5%	9.4%
口子窖	247.3	41.22	14.69	-9.0%	-16.2%	31.6%	-10.7%
老白干酒	205.7	22.49	25.59	-0.3%	-20.8%	28.6%	-13.4%
酒鬼酒	194.0	59.72	154.52	-18.4%	-45.9%	40.8%	-3.3%
顺鑫农业	147.3	19.86	38.89	-6.7%	-28.7%	31.5%	-12.4%
金徽酒	106.9	21.07	27.45	-14.4%	-30.3%	26.6%	-12.9%
伊力特	87.7	18.59	24.93	-14.5%	-31.8%	26.3%	-13.9%

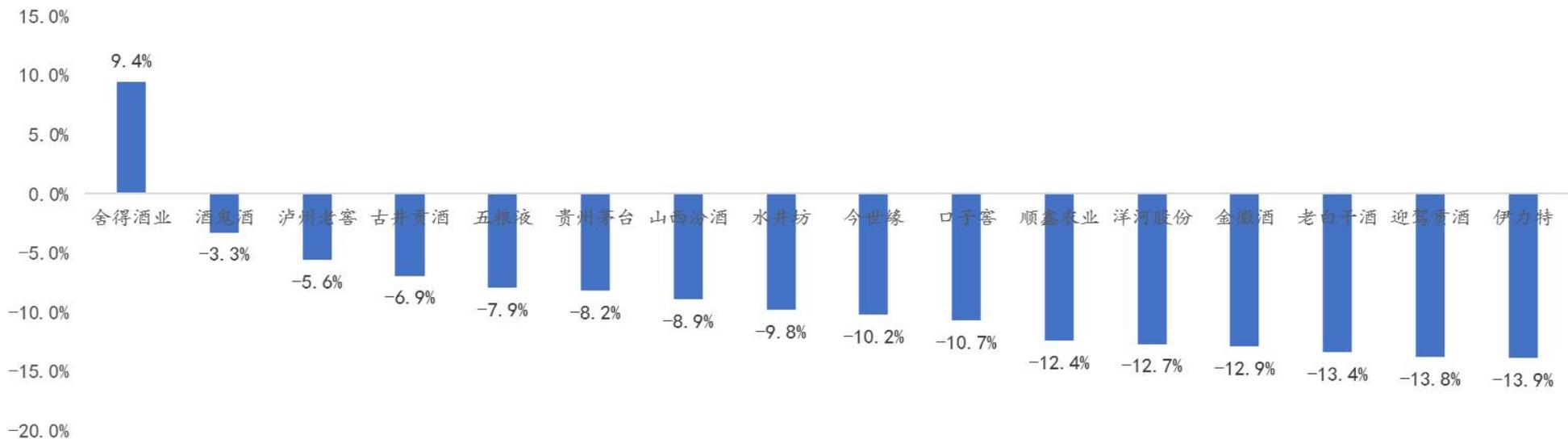
1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.2 政策导向强β，预期反转首看白酒

2024. 9. 24至今涨跌幅



2024. 10. 8至今涨跌幅



1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.2 政策导向强β，预期反转首看白酒

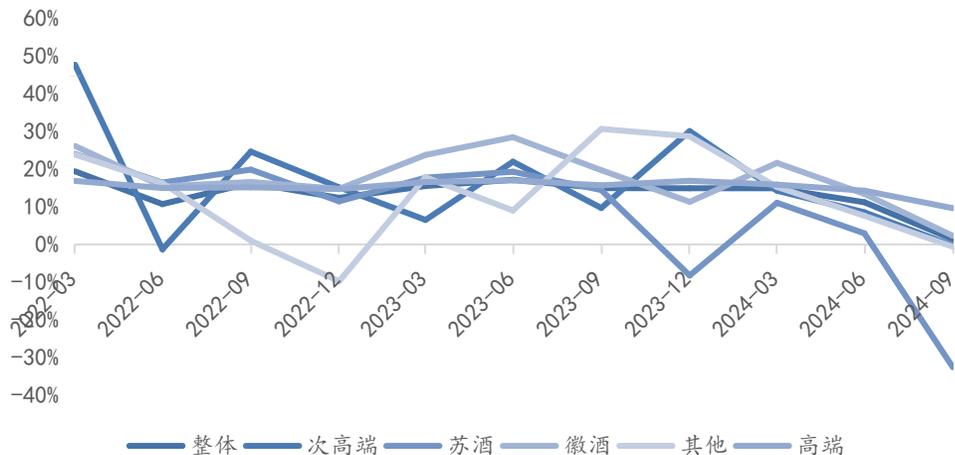
- 报表端：**24年前三季度白酒板块营收/利润同比分别增长10%/11%。其中，高端酒营收/利润前三季度同比分别增长13%/13%，龙一茅台保持稳健，五粮液和老窖降至10%左右；次高端营收/利润前三季度同比分别增长8%/8%，其中酒鬼Q3单季度营收下滑幅度加大，舍得Q2进入调整期后持续释放压力，汾酒依靠此前积累的势能保持双位数增长。区域龙头中，苏酒洋河Q3营收/利润同比下滑45%/73%，下滑幅度较大；今世缘、古井、迎驾增长领先板块。此外，金徽酒三季度营收/利润分别+16%/109%，金徽酒2024年营业收入目标30亿元，净利润目标4.00亿元，根据前三季度情况，全年目标达成需24Q4实现营收/净利润6.72/0.67亿元，同比+27%/19%。

	营收/亿元			利润/亿元		
	23Q1-3	24Q1-3	增速	23Q1-3	24Q1-3	增速
贵州茅台	1053.16	1231.23	17%	528.76	608.28	15%
五粮液	625.36	679.16	9%	228.33	249.31	9%
泸州老窖	219.43	243.04	11%	105.66	115.93	10%
山西汾酒	267.44	313.58	17%	94.31	113.50	20%
舍得酒业	52.45	44.60	-15%	12.95	6.69	-48%
水井坊	35.88	37.88	6%	10.22	11.25	10%
酒鬼酒	21.42	11.91	-44%	4.79	0.56	-88%
洋河股份	302.83	275.16	-9%	102.03	85.79	-16%
今世缘	83.65	99.42	19%	26.36	30.86	17%
古井贡酒	159.53	190.69	20%	38.13	47.46	24%
迎驾贡酒	48.04	55.13	15%	16.55	20.06	21%
口子窖	44.46	43.62	-2%	13.48	13.11	-3%
金种子酒	10.73	8.06	-25%	-0.35	-1.00	/
伊力特	16.43	16.54	1%	2.29	2.41	5%
老白干酒	38.46	40.88	6%	4.18	5.56	33%
金徽酒	20.19	23.28	15%	2.73	3.33	22%
顺鑫农业	88.07	73.17	-17%	-2.92	3.82	/
整体	3087.54	3387.32	10%	1187.50	1316.92	11%
高端酒	1897.95	2153.42	13%	862.75	973.51	13%
次高端	377.21	407.97	8%	122.28	132.00	8%
苏酒	386.48	374.58	-3%	128.39	116.65	-9%
徽酒	262.75	297.50	13%	67.81	79.64	17%
其他区域龙头	75.08	80.70	7%	9.20	11.30	23%

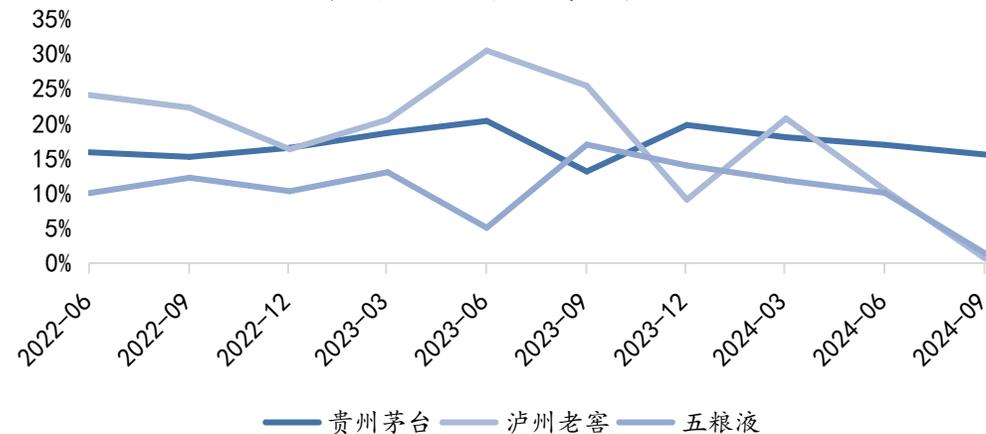
1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.2 政策导向强β，预期反转首看白酒

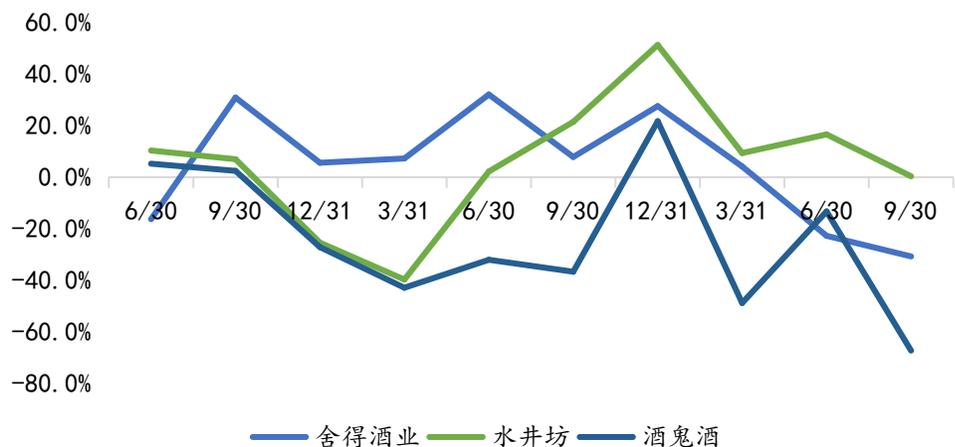
图：24Q3酒企普遍释放报表压力，行业整体营收增速放缓



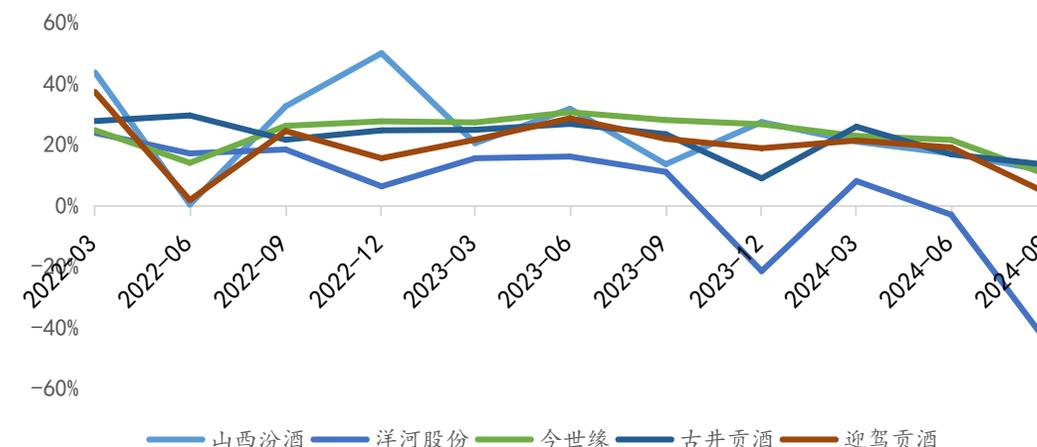
图：高端酒中，茅台全年保持稳健增长，全年15%的增长目标预计可达成
五粮液、泸州老窖Q3营收同比分别+1.4%/0.7%



图：次高端酒企营收增速普遍放缓



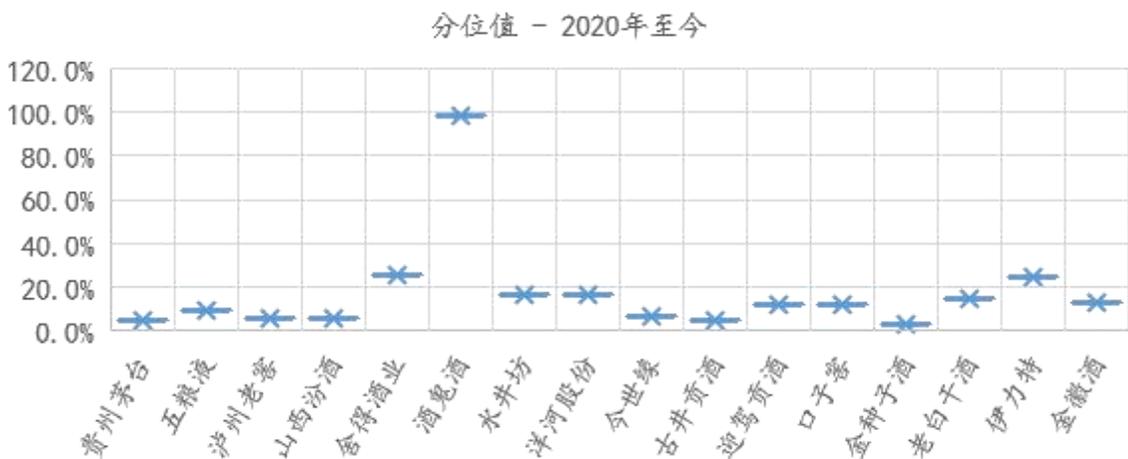
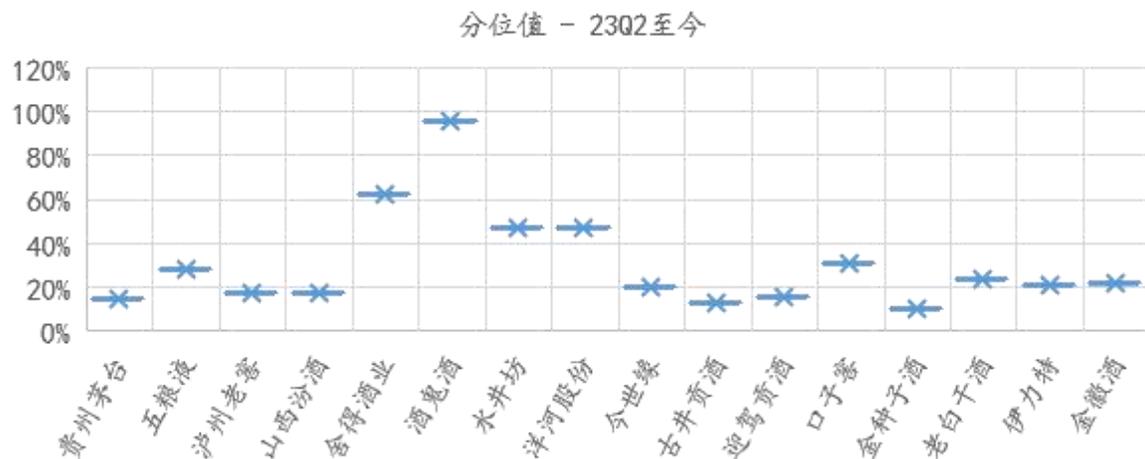
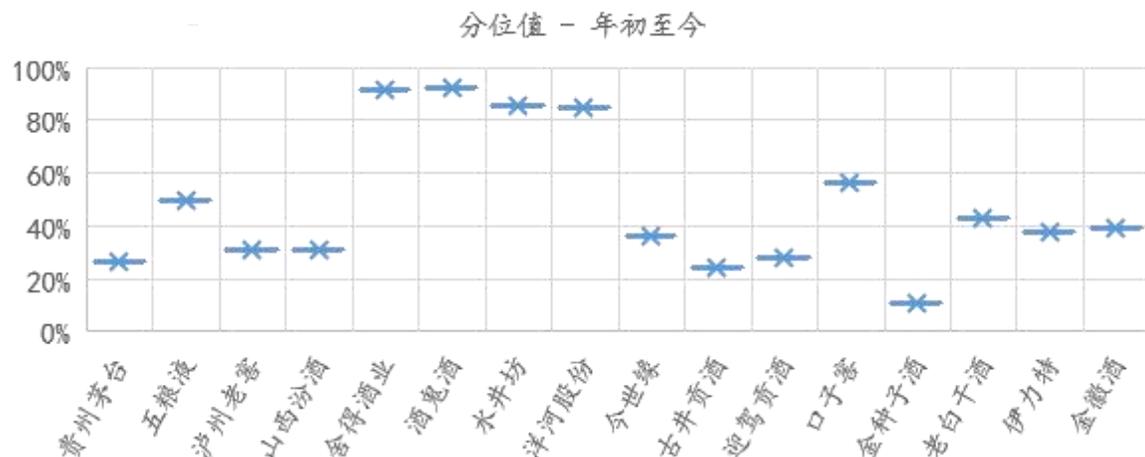
图：区域龙头分化较大，洋河以外整体营收增速保持增长



1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.2 政策导向强β，预期反转首看白酒

- **估值端：**短期来看，白酒虽较Q3极低位置有所修复，但从历史估值来看仍处于较低水平。从长期视角看，板块上一轮牛市估值溢价已基本回落，在宏观积极发力的背景下，安全边际足够。2020年至今，头部五家茅五泸汾古，以及今世缘和金种子均已跌至10%分位值以下。



1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.2 政策导向强β，预期反转首看白酒

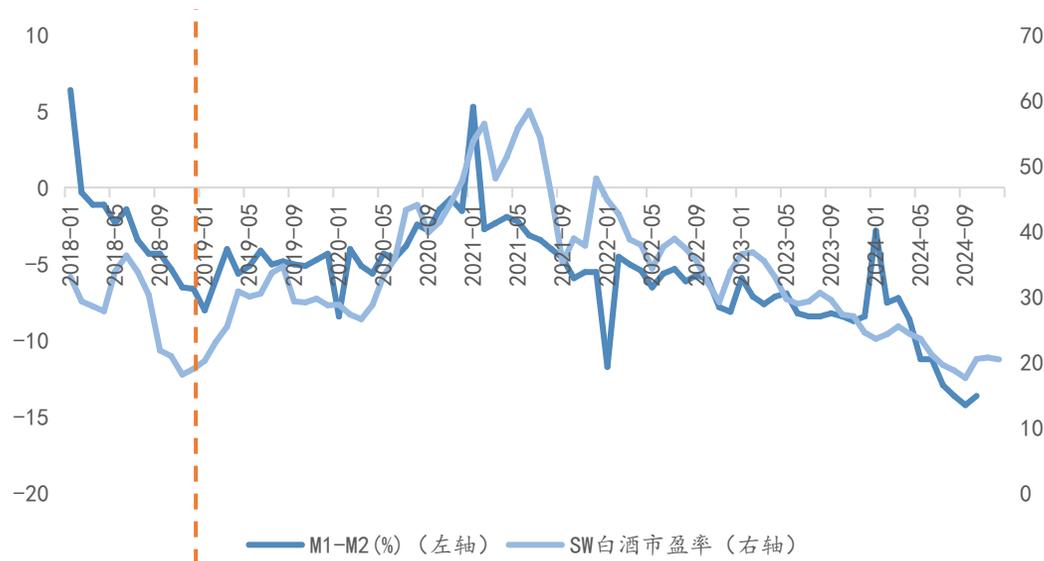
- 估值端：短期来看，白酒虽Q3极低位置有所修复，但从历史估值来看仍处于较低水平，安全边际足够。截至2024年12月9日，高端酒和苏酒徽酒区域龙头平均估值不到20X。
- 从长期视角看，板块上一轮牛市估值溢价已基本回落，估值已具较高性价比。2020年至今，头部五家茅、五、泸、汾、古，以及区域酒今世缘和金种子均已跌至10%分位值以下；茅台、老窖、汾酒等位于2017年以来的5%分位值以下。

	高端酒			次高端				苏酒		徽酒				其他区域龙头		
	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	舍得酒业	酒鬼酒	水井坊	洋河股份	今世缘	古井贡酒	迎驾贡酒	口子窖	金种子酒	老白干酒	伊力特	金徽酒
当前PE	23.07	17.51	14.22	19.79	21.50	150.53	20.81	15.27	16.60	18.18	18.30	14.33	/	24.05	26.63	24.25
PE分位值																
分位值 - 2017年至今	5%	9%	4%	4%	17%	99%	10%	10%	6%	5%	20%	8%	1%	9%	38%	24%
分位值 - 2020年至今	5%	10%	6%	6%	26%	98%	16%	16%	7%	5%	12%	12%	3%	15%	25%	13%
分位值 - 2022.11.10至今(封控解除)	12%	23%	14%	14%	51%	97%	38%	38%	16%	11%	12%	25%	11%	19%	17%	18%
分位值 - 23Q2至今	15%	28%	17%	17%	63%	96%	47%	47%	20%	13%	15%	31%	11%	24%	21%	22%
分位值 - 近一年	16%	30%	19%	19%	68%	96%	51%	51%	22%	15%	17%	34%	11%	26%	23%	24%
分位值 - 年初至今	26%	50%	31%	31%	92%	93%	85%	85%	37%	24%	28%	56%	11%	43%	38%	40%

1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.2 政策导向强β，预期反转首看白酒

- 政策出台到实际需求开始回暖需要时间，白酒作为顺周期板块，预期带动估值修复往往先于基本面。
- 从历史数据来看，白酒板块市盈率与经济先行指标走势有一定相关性。以M1反映当下购买力，M2反映未来购买力，M1-M2剪刀差扩大则说明消费意愿持续、资金运作灵活、企业投资意愿上升，是经济的先行指标。2019-2021Q1，M1-M2剪刀差持续扩大，白酒板块处于快速上行期，21Q2之后M1-M2整体下行，疫后23年年初至今呈波动下滑，与白酒板块在趋势有一定相似性。
- 从实际消费的层面来看，从政策出台到需求回暖通常需要时间，在消费仍有压力的背景下，政策利好释放是拐点形成的核心要素。举例来说，2018年社会消费品零售总额比上年增长9.0%（2017年为10.2%），扣除价格因素实际增长6.9%，触及2000年以来的同期最低点，消费压力也相对较大。政策端，2018年4月以来陆续出台一系列扩大内需的政策；9月迎来专项债发行高峰，并于10月后传导至基建投资端；年底明确2019年的“六稳”政策，19年年初白酒估值迎来修复，悄然拉开新一轮周期序幕。



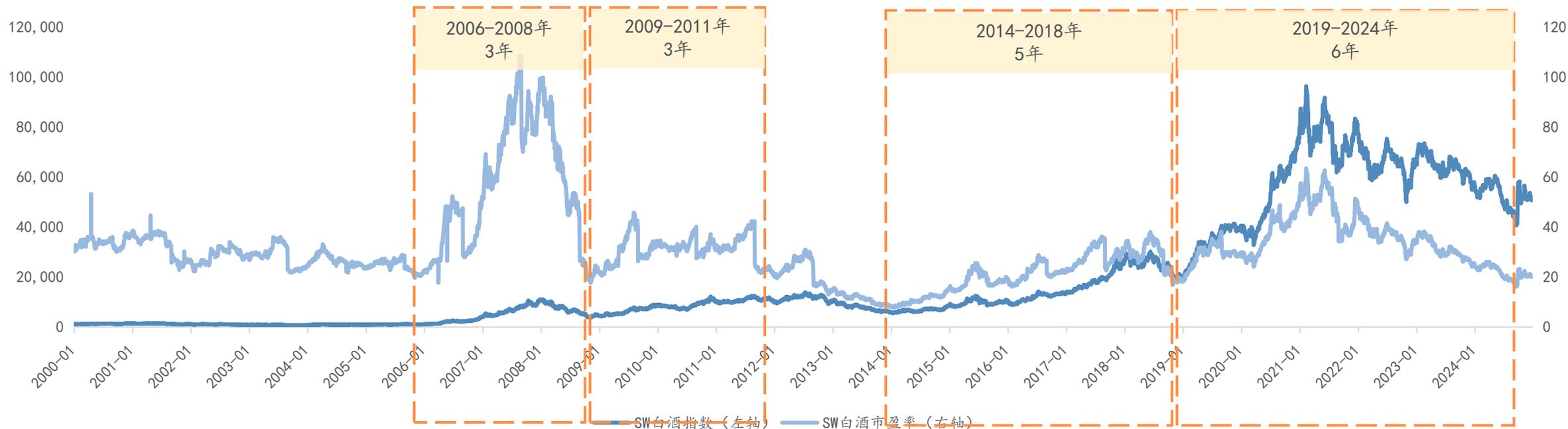
政策	具体内容
定向降准	2018年1月25日，人民银行正式实施针对普惠金融的定向降准。2018年4月25日，为了加大对小微企业的支持力度，缓解小微企业融资难、融资贵的问题，人民银行定向降准1个百分点
扩大内需	4月23日召开的中央政治局会议提出，“注重引导预期，把加快调整结构与持续扩大内需结合起来，保持宏观经济平稳运行”。
专项债发行，拉动基建	基建投资方面，2016-2017年由于庞大的政策刺激，基建投资增速达15.7%和14.9%。到2018年，一方面由于之前刺激带来的高基数，另一方面由于包括清理PPP等去杠杆行动，导致基建投资增速剧减至1.8%。18年8月以来，财政部从公开承销、弹性招标和专项债发行等角度，进一步规范完善地方债融资机制，为地方发展持续提供资金活水
加大减税力度，优化税收结构	2018年，部分行业增值税税率下调，纳税人标准提高，并推出各类针对小微企业与先进制造业、研发等现代服务业等行业的减税措施。
明确“六稳”方向	2018年7月召开中央政治局会议，针对经济运行面临的外部环境明显变化和新问题新挑战，首次提出要做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。2018年12月召开的中央经济工作会议，要求2019年“进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”。

1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.2 政策导向强β，预期反转首看白酒

- 2000年至今白酒板块经历了4个大周期。随着行业不断整合，生产端龙头势能提升，渠道端蓄水能力加强，白酒消费韧性被不断验证，每个白酒周期的时长也在拉长，从2006年和2009年开启的周期的3年左右拉长到2014年周期的5年左右。
- 18H2在宏观经济不稳定性增强，叠加白酒企业业绩出现放缓，行业经历了半年左右的短期调整。2019年开始SW白酒指数快速提升，拉开新一轮周期序幕。经过2019-2020年的持续上行后，21年和22年白酒板块连续呈“W形”震荡下调，21年内最高值/最低值分别为9.6/6.2万点；22年在疫情导致的消费场景缺失的压力下，在疫后消费复苏的期待中，上一轮景气期尾声红利持续释放，酒企报表端保持韧性。进入2023年，Q1消费报复性修复后，Q2开始受经济压力影响，行业“蓄水池”弹性收紧，市场对真实动销关注度加大，白酒指数开始呈震荡下行。
- 2024年，受宏观影响，在价格端消费降级，消费频次降低影响销量的背景下，板块整体承压，年初至今（2024年12月11日）SW白酒/SW食品饮料指数/沪深300指数分别-6.7%/-2.0%/+17.8%，白酒拖累食品饮料。

图：2000年至今（2024年12月11日）SW白酒指数及市盈率变化



1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.2 政策导向强β，预期反转首看白酒

- 从回调幅度上看，本轮白酒板块估值回调幅度已超过前两轮调整期。前两轮周期中，以周期的最低点为起点，SW白酒指数+30%分别用了224/104天，今年9月24日后板块短期内涨幅较大，估值调整过快，基本面变化来不及跟上。



1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.2 政策导向强β，预期反转首看白酒

- 从报表端来看，此前几轮白酒周期的经验证明，经过需求-渠道-现金流-利润表的漫长传导后，白酒投资大年是利润表筑底的一年。
- 从2014年的经验看，2014年除茅台、舍得、古井、顺鑫、老白干以外，白酒企业营收均出现负增长，2015年营收开始反弹。
- 2019年企业营收也普遍下降，整体营收增速从2018年的26%下滑到16%，但2019的特殊性在于2020年疫情导致消费场景缺失，企业销量受损，故2020年在2019年基础上企业收入进一步下探。

图：2001-2023年酒企历年营收增速

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
贵州茅台	45%	13%	31%	25%	31%	25%	48%	14%	17%	20%	58%	44%	17%	4%	4%	20%	52%	26%	15%	10%	12%	17%	18%
五粮液	20%	20%	11%	-1%	2%	15%	-1%	8%	40%	40%	31%	34%	-9%	-15%	3%	13%	23%	33%	25%	14%	16%	12%	13%
泸州老窖	5%	5%	13%	9%	14%	32%	52%	30%	15%	23%	57%	37%	-10%	-49%	29%	20%	25%	26%	21%	5%	24%	22%	20%
山西汾酒	16%	19%	21%	34%	28%	43%	21%	-14%	35%	41%	49%	44%	-6%	-36%	5%	7%	37%	55%	27%	18%	43%	31%	22%
舍得酒业	-9%	-1%	-12%	8%	1%	8%	3%	-3%	-17%	24%	42%	54%	-28%	2%	-20%	26%	12%	35%	20%	2%	84%	22%	17%
水井坊	-11%	-8%	-13%	-14%	-24%	33%	25%	17%	42%	9%	-18%	10%	-70%	-25%	134%	38%	74%	38%	26%	-15%	54%	1%	6%
酒鬼酒	39%	-26%	-9%	38%	-26%	-43%	4%	54%	12%	54%	72%	72%	-59%	-43%	55%	9%	34%	35%	27%	21%	87%	19%	-30%
洋河股份						57%	64%	52%	49%	90%	67%	36%	-13%	-2%	9%	7%	16%	21%	-4%	-9%	20%	19%	10%
今世缘												16%	-3%	-5%	1%	5%	16%	26%	30%	5%	25%	23%	28%
古井贡酒	-12%	-35%	6%	8%	9%	47%	25%	15%	-3%	40%	76%	27%	9%	2%	13%	15%	16%	25%	20%	-1%	29%	26%	21%
迎驾贡酒												16%	1%	-13%	-1%	4%	3%	11%	8%	-9%	33%	20%	22%
口子窖												20%	-2%	-8%	14%	10%	27%	18%	9%	-14%	25%	2%	16%
金种子酒	-20%	-19%	-9%	12%	81%	2%	2%	-16%	58%	32%	28%	30%	-9%	0%	-17%	-17%	-10%	2%	-30%	14%	17%	-2%	24%
伊力特	0%	4%	3%	-13%	30%	14%	30%	14%	19%	25%	14%	43%	-1%	-7%	1%	3%	13%	11%	8%	-22%	8%	-16%	37%
老白干酒	3%	15%	-1%	15%	24%	29%	-4%	30%	55%	25%	21%	18%	8%	17%	11%	4%	4%	41%	12%	-11%	12%	16%	13%
金徽酒												42%	12%	-7%	17%	8%	4%	10%	12%	6%	3%	12%	27%
顺鑫农业	14%	34%	28%	64%	34%	11%	40%	14%	18%	3%	21%	10%	9%	5%	2%	16%	5%	3%	23%	4%	-4%	-21%	-9%
整体	10%	8%	10%	12%	18%	20%	25%	14%	26%	31%	57%	33%	-3%	-9%	6%	14%	29%	26%	16%	7%	18%	15%	16%
高端酒	22%	17%	15%	7%	11%	21%	23%	14%	26%	29%	45%	38%	2%	-12%	6%	18%	39%	28%	19%	11%	14%	15%	17%
次高端	0%	-5%	-6%	11%	-2%	20%	16%	0%	24%	28%	30%	43%	-26%	-30%	10%	14%	38%	47%	26%	10%	53%	24%	14%
区域龙头	-11%	-17%	0%	5%	75%	31%	28%	25%	35%	60%	116%	29%	-5%	-3%	7%	6%	14%	21%	6%	-6%	22%	18%	17%
苏酒						57%	64%	52%	49%	90%	97%	33%	-12%	-3%	8%	7%	16%	22%	0%	-6%	21%	20%	14%
徽酒	-15%	-29%	-1%	10%	38%	23%	14%	3%	17%	37%	209%	23%	1%	-4%	5%	7%	13%	18%	11%	-5%	28%	18%	21%
其他区域龙头	1%	9%	2%	-1%	27%	21%	13%	21%	36%	25%	48%	32%	6%	2%	9%	5%	7%	24%	11%	-10%	9%	7%	21%

数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所（对应时间截至2024年12月9日）

1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.2 政策导向强β，预期反转首看白酒

- 上游生产端龙头是否控制“水流”、帮助渠道蓄水池缓解压力，是本轮白酒周期走势的决定性要素之一。我们认为，当前酒企普遍更加务实，更有意识的帮助渠道去库、拉动终端动销。预计2025年多数酒企在需求压力下业绩目标设定会更加合理。其中，龙一茅台的收入目标对其他龙头目标确定有一定影响。从历史情况来看，茅台2014年以来每年都有量化的收入目标，仅2013年一年未完成既定目标。我们认为，若龙头茅台五粮液控速，行业有望更快进入新的景气恢复期；若头部企业延续增长目标，在向下“降维打击”抢夺市场的过程中，白酒板块2025年可能会进一步分化。

图：茅台五粮液历史业绩目标及实际达成水平

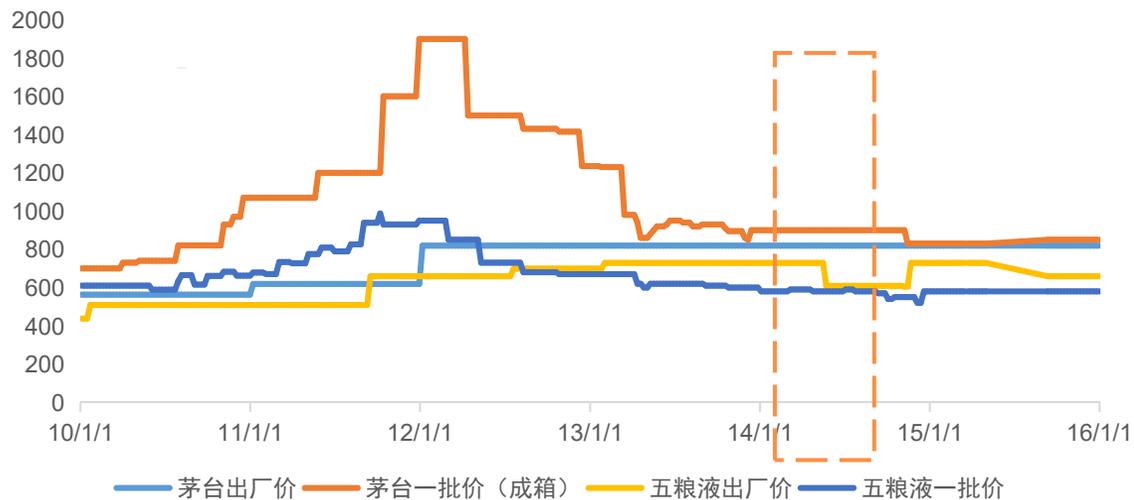
茅台				
年份	营收 (亿元)	营收目标	实际增长	是否达成
2012	264.55			
2013	310.71	20%	17.4%	未达成
2014	322.17	3%	3.7%	达成
2015	334.47	1%	3.8%	达成
2016	401.55	4%	20.1%	达成
2017	610.63	15%	52.1%	达成
2018	771.99	15%	26.4%	达成
2019	888.54	14%	15.1%	达成
2020	979.93	10%	10.3%	达成
2021	1,094.64	10.5%	11.7%	达成
2022	1,275.54	15%	16.5%	达成
2023	1,505.60	15%	18.0%	达成

五粮液				
年份	营收 (亿元)	业绩目标	实际营收增长	是否达成
2012	272.01	营收+20%	34.0%	达成
2013	247.19	营收+15%	-9.1%	未达成
2014	210.11	营收正增长	-15.0%	未达成
2015	216.59	力争业绩平稳	3.1%	达成
2016	245.44	营收不低于10%，利润10%	13.3%	达成
2017	301.87	营收&利润+10%	23.0%	达成
2018	400.3	营收+26%	32.6%	达成
2019	501.18	营收+25%	25.2%	达成
2020	573.21	营收两位数增长	14.4%	达成
2021	662.09	营收两位数增长	15.5%	达成
2022	739.69	营收两位数增长	11.7%	达成
2023	832.72	营收两位数增长	12.6%	达成

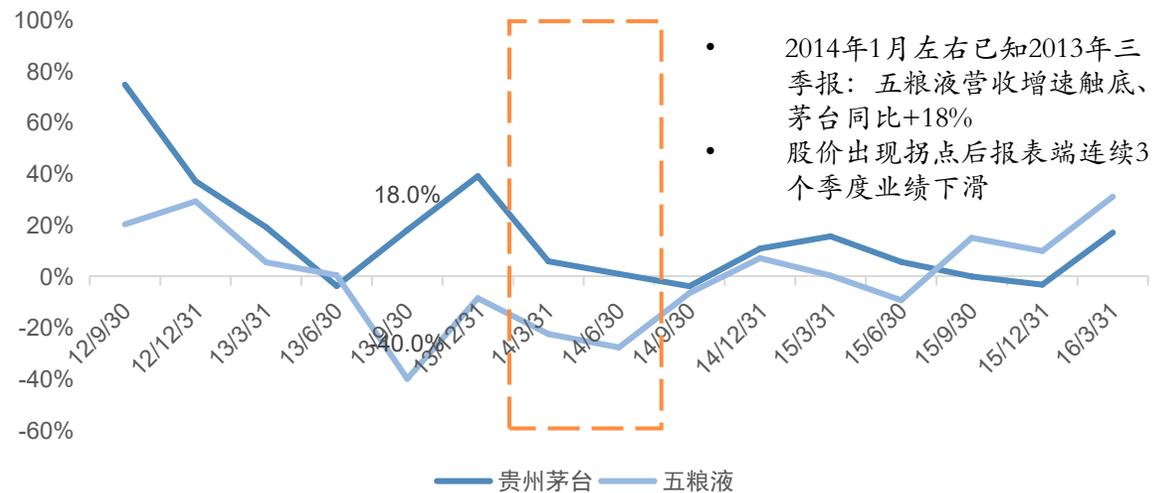
1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.2 政策导向强β，预期反转首看白酒

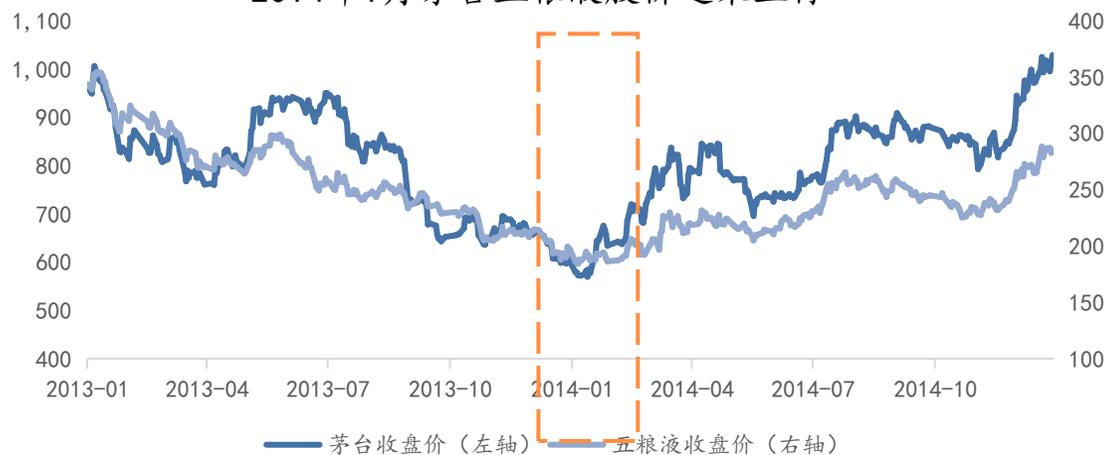
2014年春节旺季后茅台普五批价企稳



在估值出现拐点后，茅台五粮液收入同比增速连续3个季度下探



2014年1月茅台五粮液股价迎来上行



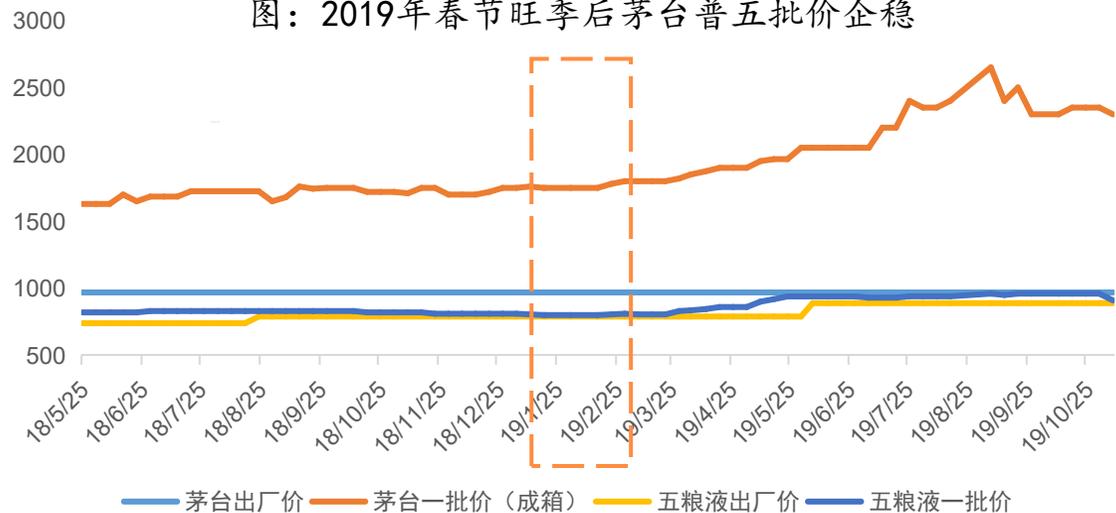
2013-2014年茅台五粮液估值



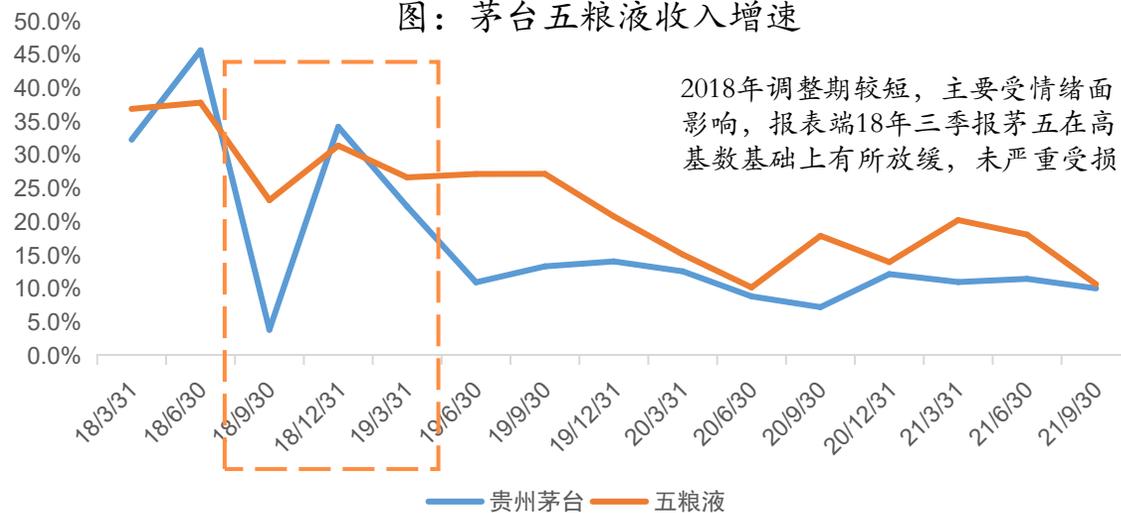
1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.2 政策导向强β，预期反转首看白酒

图：2019年春节旺季后茅台普五批价企稳



图：茅台五粮液收入增速



图：2019年1月茅台五粮液股价迎来上行



图：2018-2019年茅台五粮液估值



1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.2 政策导向强β，预期反转首看白酒

- 高端酒：受三公禁令影响，高端酒13Q1开始营收增速放缓，销量受影响的情况下，产品价格下滑，酒企降维抢占更低价格带的份额。茅台锚定高端战略，稳住价盘，整体营收波动不大。五粮液老窖因错误的价格策略，到15H1才调整完毕。
- 次高端：业绩波动较大，至少5个季度连续出现营收负增长。
- 江苏安徽区域龙头：受益于基地市场深耕，调整时间相对较短，在营收表现上较早时间了修复。

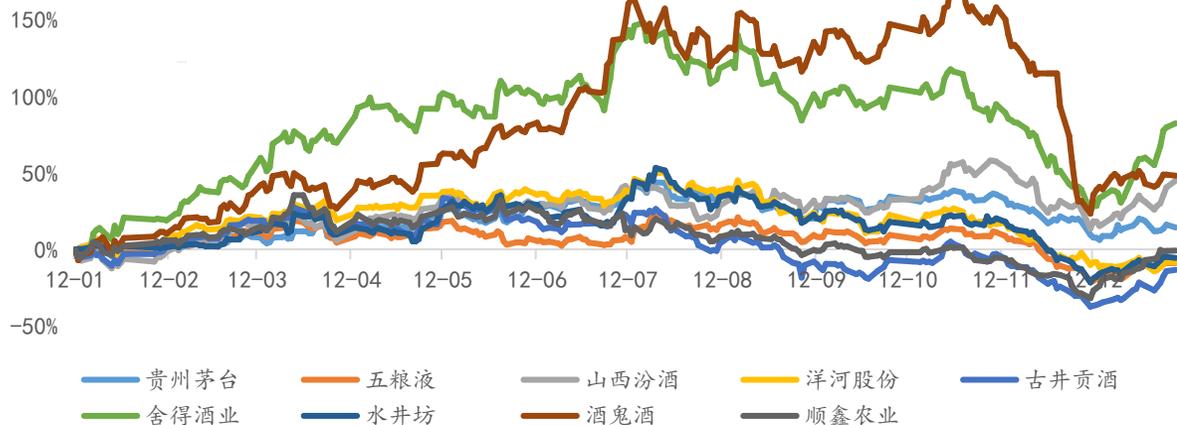
图：2012-2015年白酒企业营收增速

季度营收增速	2012/3/31	2012/6/30	2012/9/30	2012/12/31	2013/3/31	2013/6/30	2013/9/30	2013/12/31	2014/3/31	2014/6/30	2014/9/30	2014/12/31	2015/3/31	2015/6/30	2015/9/30	2015/12/31
贵州茅台	42.5%	29.3%	74.7%	37.0%	19.1%	-3.8%	18.0%	39.0%	5.8%	0.9%	-3.9%	10.8%	15.5%	5.6%	-0.1%	-3.3%
五粮液	31.8%	56.8%	20.2%	29.2%	5.4%	0.4%	-40.0%	-8.6%	-22.5%	-27.8%	-6.6%	7.0%	0.2%	-9.4%	15.0%	9.8%
泸州老窖	54.1%	34.0%	36.5%	26.7%	-3.4%	8.5%	3.0%	-35.9%	-49.3%	-4.5%	-60.8%	-74.5%	22.0%	-13.8%	15.9%	225.5%
山西汾酒	18.2%	56.7%	114.6%	32.8%	26.2%	-20.7%	-13.6%	-36.3%	-44.3%	-41.5%	-42.8%	15.9%	-7.8%	9.1%	16.9%	16.1%
舍得酒业	78.6%	42.3%	23.2%	65.4%	-4.3%	-23.8%	-21.0%	-47.0%	-24.0%	29.2%	15.4%	2.7%	-9.7%	-18.3%	-36.6%	-18.3%
水井坊	52.7%	-2.3%	-9.5%	-5.5%	-49.5%	-62.6%	-78.5%	-100.8%	-77.0%	-23.1%	75.8%	-2811.0%	254.7%	85.4%	68.7%	172.4%
酒鬼酒	182.7%	89.9%	111.8%	-42.9%	-62.3%	-55.0%	-81.2%	16.2%	-58.9%	-46.4%	-10.3%	-41.9%	98.0%	49.7%	37.7%	42.5%
洋河股份	64.1%	31.9%	32.9%	7.6%	6.1%	-7.8%	-22.3%	-39.8%	-10.3%	-3.4%	0.3%	20.1%	10.4%	11.0%	12.0%	1.0%
今世缘									-16.9%	12.7%	-3.4%	3.1%	1.5%	3.1%	-7.7%	7.2%
古井贡酒	40.1%	41.6%	57.7%	-12.4%	18.7%	-18.4%	1.5%	30.8%	-4.9%	21.6%	8.8%	-8.6%	12.1%	15.9%	14.3%	10.4%
迎驾贡酒													5.3%	-5.0%	-5.6%	-1.4%
口子窖													10.9%	31.7%	17.6%	-1.0%
金种子酒	17.1%	44.9%	18.1%	51.0%	12.0%	-37.2%	-10.4%	-10.0%	-30.1%	41.3%	16.7%	6.4%	-9.2%	-27.2%	-21.3%	-11.2%
伊力特	28.0%	13.8%	83.7%	67.4%	4.9%	32.9%	-10.1%	-26.6%	-19.2%	-27.8%	-1.4%	36.6%	0.8%	0.8%	0.1%	0.5%
老白干酒	-7.8%	70.7%	30.7%	4.2%	31.7%	-10.3%	-16.9%	31.3%	-7.0%	-32.9%	41.3%	47.4%	37.5%	37.7%	5.6%	-6.4%
顺鑫农业	24.2%	21.1%	-3.0%	-1.2%	4.5%	6.6%	-4.3%	28.9%	23.3%	18.6%	-24.4%	-6.9%	0.9%	-3.3%	33.3%	-9.9%
整体	40.4%	38.4%	38.5%	22.3%	10.4%	-3.0%	-10.7%	-1.7%	-10.8%	-4.0%	-6.3%	6.4%	9.5%	1.8%	9.1%	7.3%
其中：高端	39.1%	40.3%	42.3%	31.7%	8.5%	-0.5%	-7.4%	4.6%	-16.2%	-12.1%	-16.0%	-1.9%	9.7%	-2.5%	5.6%	9.4%
其中：次高端	40.6%	50.3%	67.8%	21.4%	-2.2%	-30.2%	-37.2%	-46.0%	-45.4%	-29.7%	-26.4%	10.1%	5.5%	8.1%	11.3%	17.7%

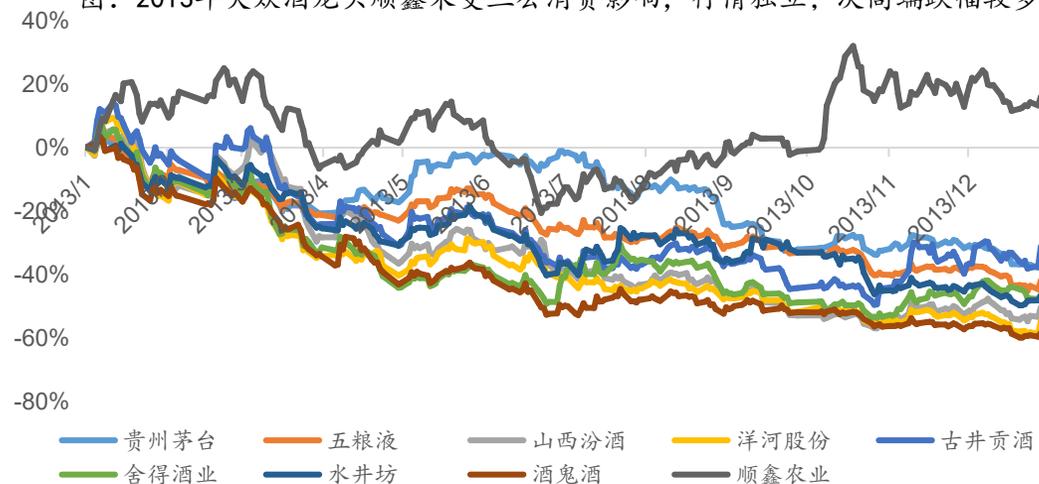
1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.2 政策导向强β，预期反转首看白酒

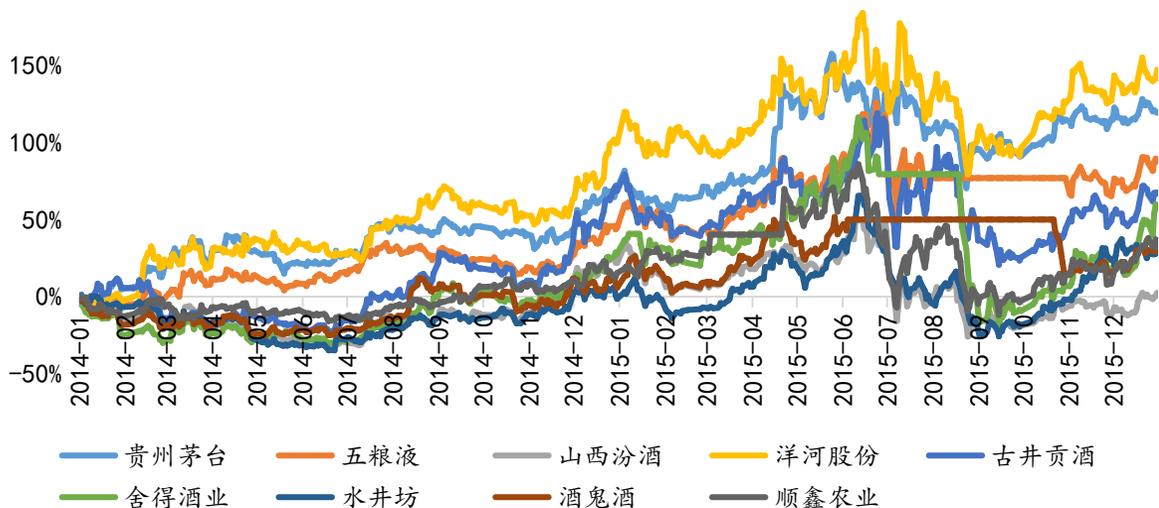
200% 图：2012年7月开始板块整体下跌，次高端舍得酒鬼Q4急跌，茅台汾酒全年有正收益



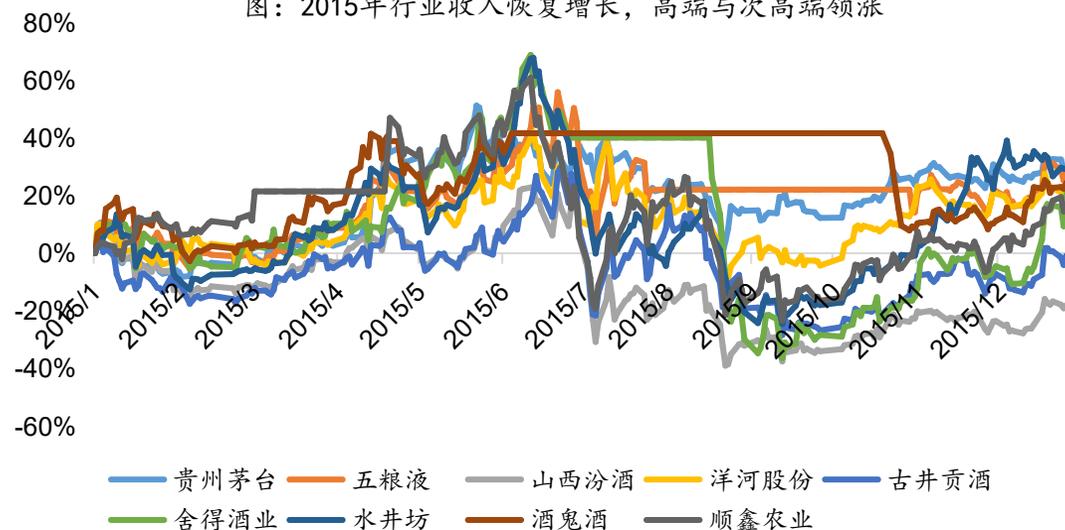
图：2013年大众酒龙头顺鑫未受三公消费影响，行情独立；次高端跌幅较多



200% 图：2014年高端酒茅台五粮液和产品矩阵完善&推进“新江苏市场”的洋河领涨



图：2015年行业收入恢复增长，高端与次高端领涨

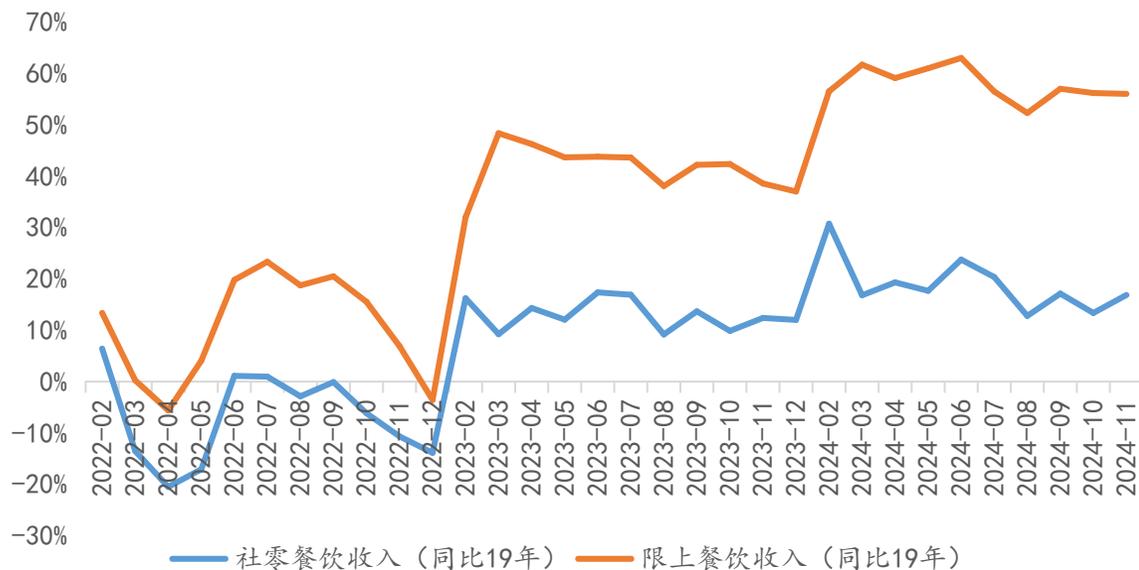


1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

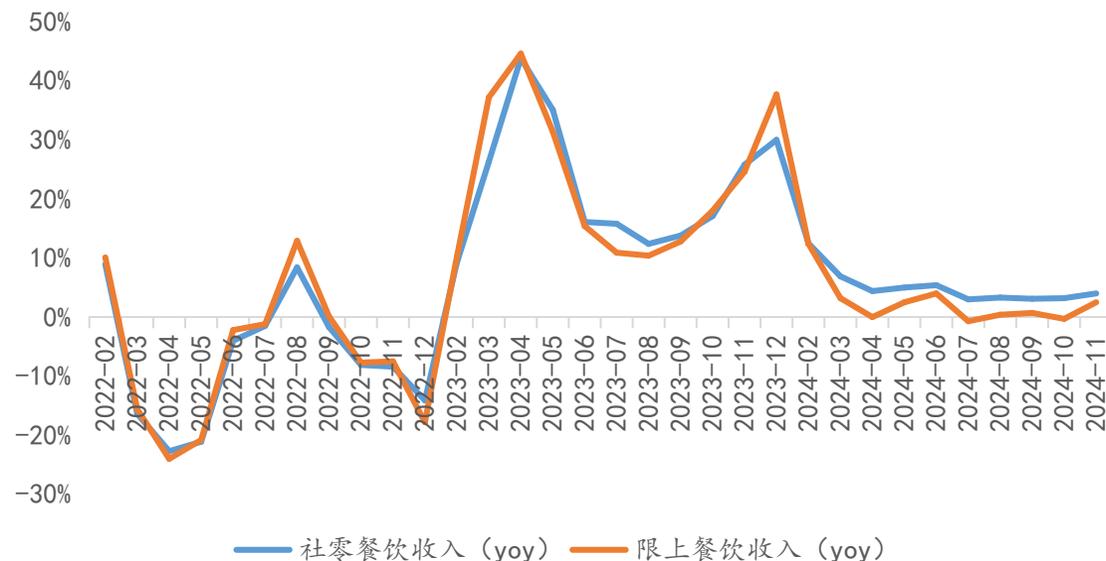
1.3 餐饮供应链仍具备成长逻辑，底部反弹可预期

- **2024年餐饮需求整体前高后低：**24年开年受益于低基数及春节旺季，1-2月实现两位数以上增长，此后逐步放缓至3%，呈现缓慢恢复态势。目前，1-11月，社零餐饮收入同比+5.7%，限上餐饮企业收入同比+3.1%。
- **24年大B端餐饮在高基数基础上依然维持较强韧性：**22年底疫情放开后，大B端充分显现恢复弹性，23年全年显著高增，24年在行业整体需求疲软、量价均承压的背景下体现较强韧性。
- **一线城市餐饮消费走弱：**1-10月，北京/上海/广州/深圳餐饮收入分别同比-5.2%/-5.6%/+1.4%/+1.2%，均跑输全国大盘，且北京上海出现负增长态势，下沉市场成为增量主战场。

图：同比19年社零数据，限上餐饮业整体增长较快



图：24年限上餐饮高基数下增长放缓，整体餐饮业稳健增长



1、财政政策及时雨，时来天地皆用力

1.3 餐饮供应链仍具备成长逻辑，底部反弹可预期

- 政策发力提振餐饮消费预期，供应链有望充分受益：在“全方位扩大内需”以及“大力提振消费”的政策预期下，餐饮行业有望迎来场景修复，产业链的量价压力有望得到释放。
- 多地推行大额餐饮消费券，乘数效应直接拉动需求恢复：24Q4，多地开展较大力度餐饮消费券发放，居民端反馈积极。根据新华网援引经济参考报数据，上海市前两轮“乐品上海”餐饮消费券资金撬动比约为4.2，9月28日-11月26日发放期间全市线下消费合计同比增长11.4%，成效显著。
- 高线维持稳增，下线挖掘潜力，大B供应链依然处于成长阶段：餐饮链目前仍具备连锁化率扩张逻辑，且下线城市增量抢夺更考验供应链质量，因此餐供行业发展逻辑不改，龙头企业依旧具备较强成长背景。强需求改善预期下，餐供行业作为顺周期品种，整体竞争格局、价格压力有望同步改善，迎来底部反弹。

图：2024年Q4多地开启餐饮消费券发放

地点	类别	时间	规模	面额	折扣
北京	延庆冰雪餐饮消费券	11月22日-12月31日 (共8轮)		200-40, 300-60, 500-100, 800-160, 1000-200	8折
	昌平融合消费券	9月14日-10月18日 (共5轮)	500万元	50-10, 100-20, 200-40, 300-60, 400-80, 500-100	8折
上海	“乐享浦东”餐饮消费券	11月8日-25年1月24日 (共3轮12批)		200-60, 400-160, 600-240, 900-400	5.6-7折
	“乐品上海”餐饮消费券	9月28日-11月23日 (共2轮8批)	3.6亿元	300-50, 500-100, 800-200, 1000-300	7-8.3折
广州	“食在广州”餐饮消费券	12月4日-25年1月1日 (共4批)	1亿元	200-50, 500-100, 1000-200	7.5-8折
杭州	“食在杭州”餐饮消费券	12月6日-12月15日	2600万	50-10, 100-20, 200-40, 300-60, 500-100	8折
南京	江北新区餐饮消费券	12月14日	330万元	100-30, 300-90, 500-150	7折
郑州	文商消费券	12月1日	1800万	50-20, 150-50	6-6.7折
合肥	美团文旅消费券	11月29日-12月31日		50-10, 100-20, 200-40, 300-60	8折
海口	美兰餐饮消费券	12月16日-25年1月1日		50-10, 100-20, 200-40, 300-60, 400-80, 500-100	8折
武汉	“惠购湖北”零售餐饮消费券(拟发放)	岁末年初			

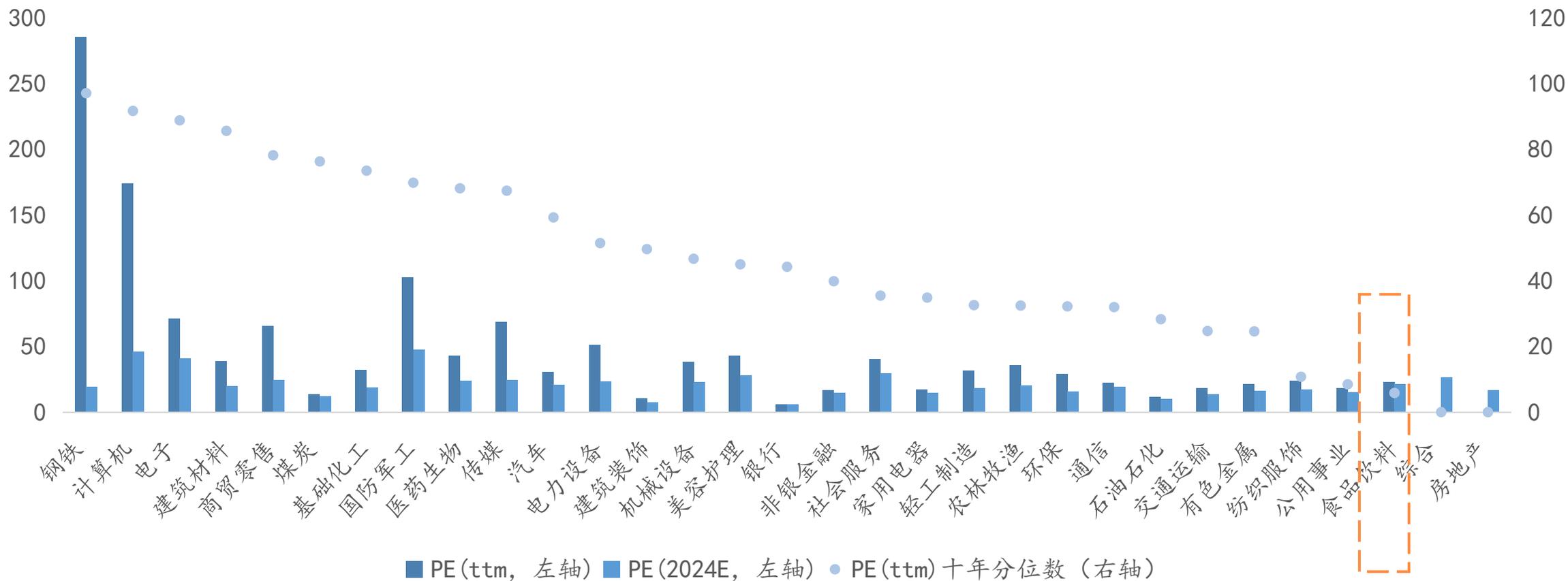
目 录

- 财政政策及时雨，时来天地皆用力
- **浅滩卧龙终得水，估值静待花开日**
- 老龄少子同风起，柳暗花明又一村
- 草萤有耀终非火，供需量价见真章
- 千锤万凿出深山，并购出海还复来
- 投资建议

2、浅滩卧龙终得水，估值静待花开日

2.1 食品饮料估值纵横两看，安全边际已属较高

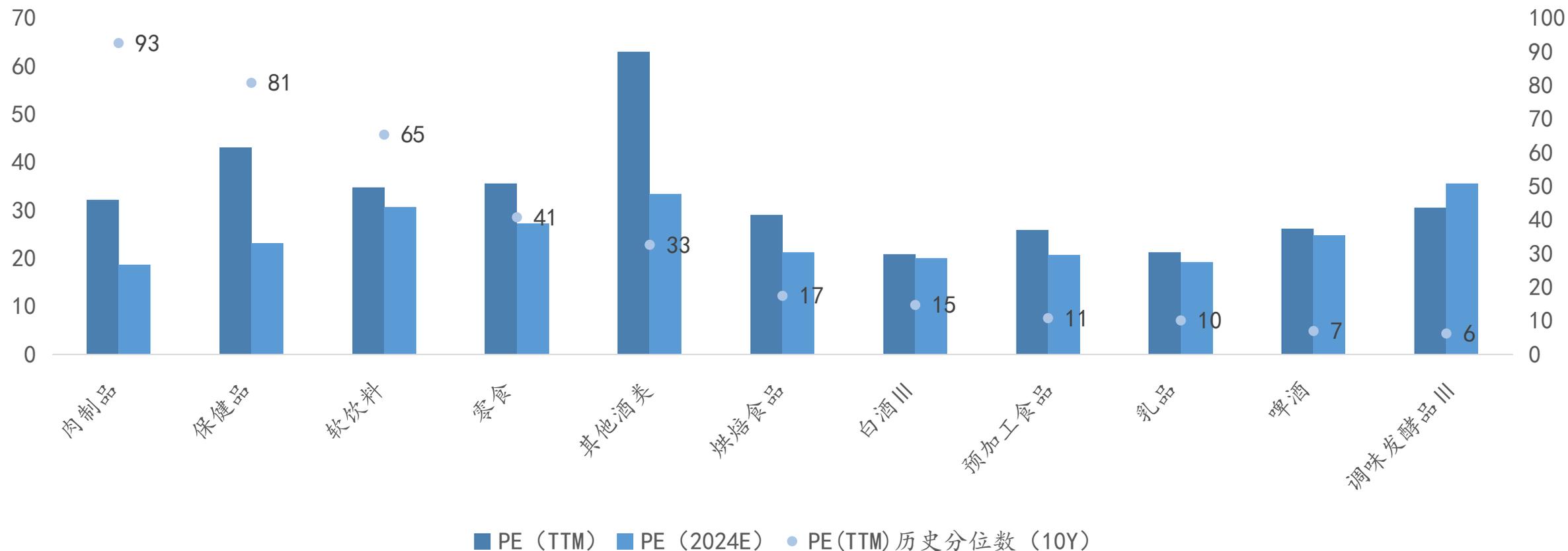
- 横向对比其他板块，截至2024年12月11日，食品饮料板块PE-TTM为22.9X。板块估值经过9月的短暂抬升，10月再次掉头回落。在31个一级行业中，食品饮料板块的估值低于18个行业，板块PE(ttm)十年分位数约为5.9，在31个板块中排名倒数第三，具有较高安全边际。



2、浅滩卧龙终得水，估值静待花开日

2.1 食饮估值纵横两看，安全边际已属较高

- 截至2024年12月11日，食品饮料三级板块中：
- PE-TTM十年分位数前三名：肉制品/保健品/软饮料，分别位居93/81/65分位值；
- PE-TTM十年分位数后三名：调味发酵品/啤酒/乳品，分别位居6/7/10分位值。



2、浅滩卧龙终得水，估值静待花开日

2.2 乳品业绩亟待拐点，核心看原奶周期和需求

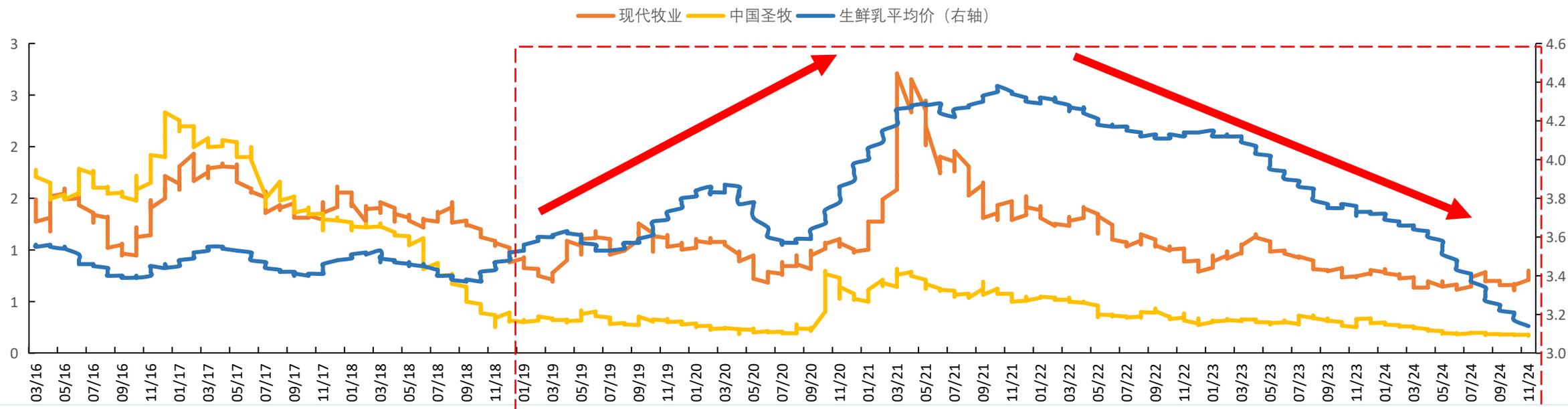
2.2.1 研究原奶的价格周期是乳制品投资的关键课题，对上游牧场的投资时点基本位于奶价向上拐点

- 上游牧场股价和奶价呈现正相关关系，主要系奶价上涨，上游牧场由于主销产品价格上涨，通常能够享受到盈利能力的有效提升，反之亦然，因此上游的投资时点来看，核心需要看原奶价格拐点。

图：奶价向上周期时，上游牧场盈利能力相对应提升

	奶价变动 (%)	EBIT (%) 变动pct		
		现代牧业	优然牧业	中国圣牧
2017/12/31	▼ -0.6%	▼ -4.5%	▲ 7.3%	▼ -56%
2018/12/31	▲ 2.6%	▲ 9.8%	▲ 4.9%	▼ -17%
2019/12/31	▲ 6.4%	▲ 15.9%	▲ 0.2%	▲ 58%
2020/12/31	▲ 9.9%	▲ 5.0%	▲ 3.6%	▲ 4%
2021/12/31	▲ 1.7%	▲ 0.1%	▲ 2.2%	▼ -2%
2022/12/31	▼ -3.7%	▼ -9.8%	▼ -9.6%	▼ -4%
2023/12/31	▼ -11.2%	▼ -2.7%	▼ -10.2%	▼ -11%

图：上游牧场上市公司股价通常与全国生鲜乳均价变动方向一致（单元：元；生鲜乳价格单位：元/公斤）

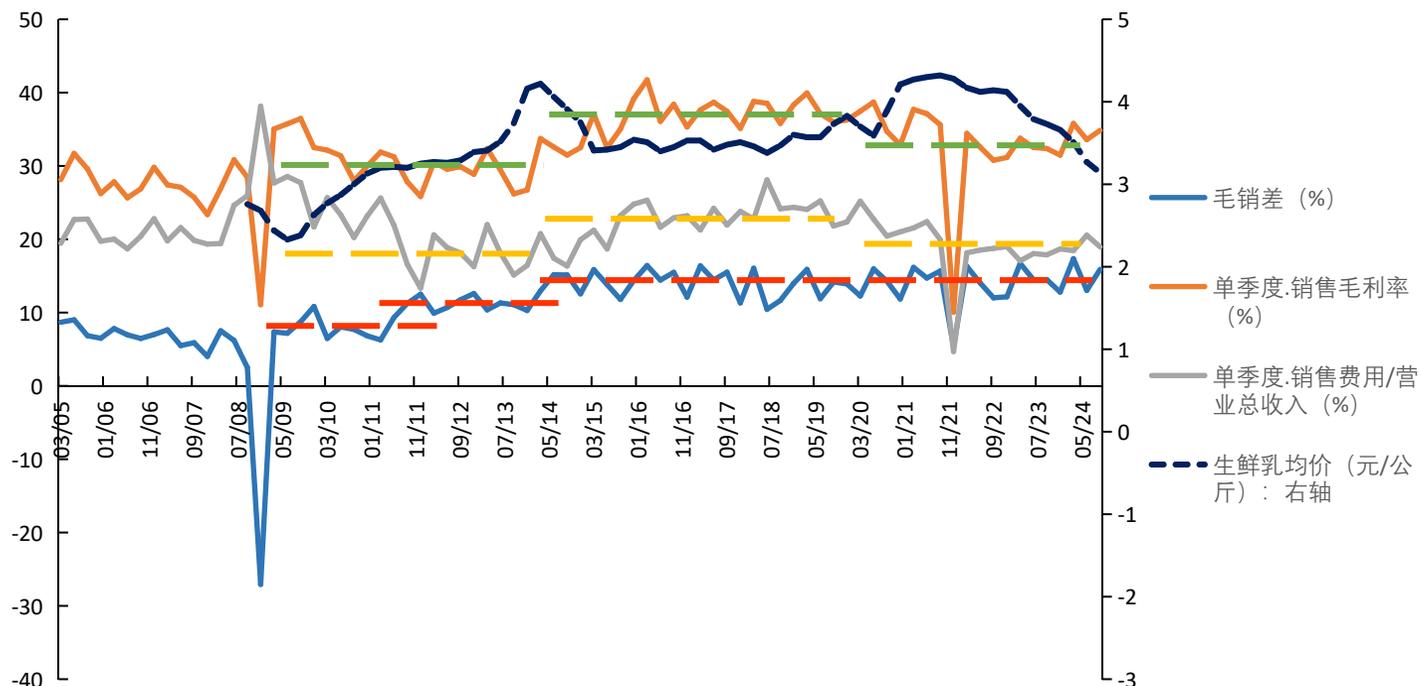


2、浅滩卧龙终得水，估值静待花开日

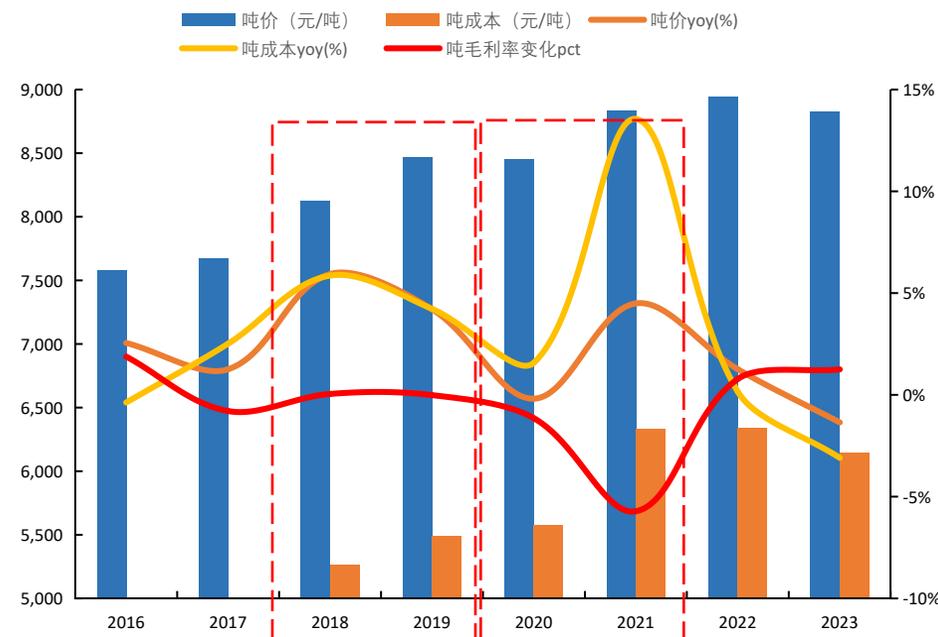
2.2.2 需求端很关键，本轮周期的不同点在于需求端乏力导致毛利率承压

- 通过复盘历史上原奶价格对乳企盈利能力的影响可以发现：1) 原奶价格上涨周期，市场竞争趋缓，乳企销售费用率改善，同时乳企会通过提价或产品结构升级来部分抵消毛利率下行压力，毛销差中枢上移；2) 原奶价格下降周期，乳企成本端改善将驱动毛利率提升，但此时竞争程度增加销售费用率提升，但由于上行期产品结构上移，因此总体毛销差中枢仍有所提升，而原奶价格低位徘徊时，毛销差较为稳定。
- 值得注意的是，本轮原奶价格下降周期下，当前原奶价格已经低于14-15年水平，但是毛利率却并未随之改善，毛销差整体保持稳定，我们认为主要原因系需求端乏力所致，后续毛利率能否抬升仍依赖需求端影响。

图：以伊利为例，本轮原奶价格下降周期毛利率并未有提升，认为主要系需求端乏力所致



图：以伊利为例，原奶价格上行期，乳企通常会推进结构升级来部分抵消成本上涨对毛利率的压力

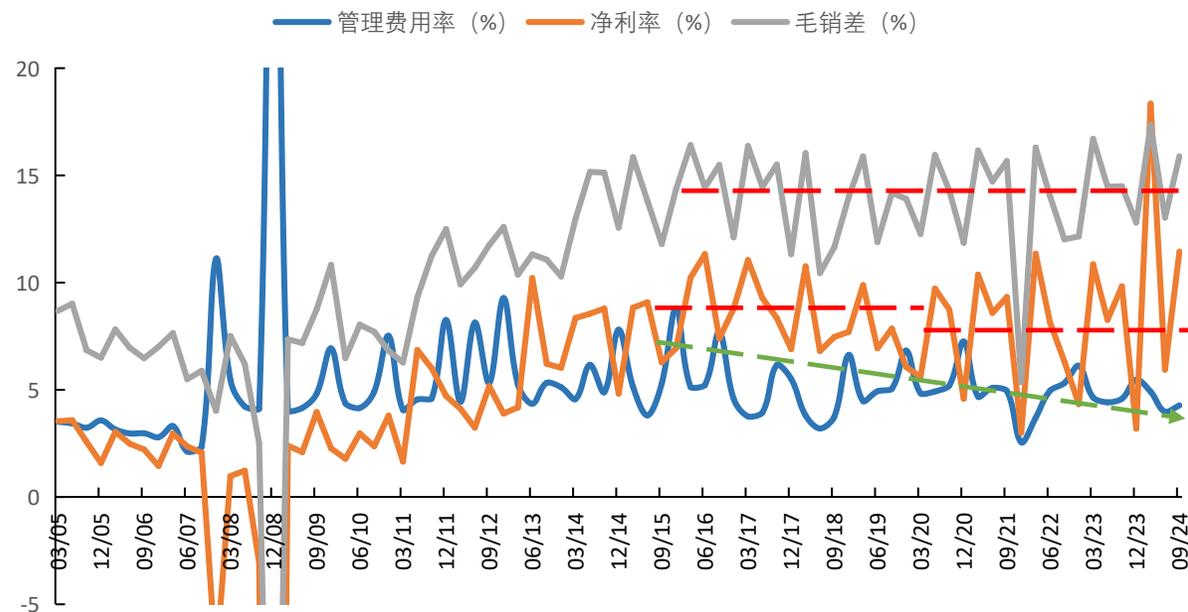


2、浅滩卧龙终得水，估值静待花开日

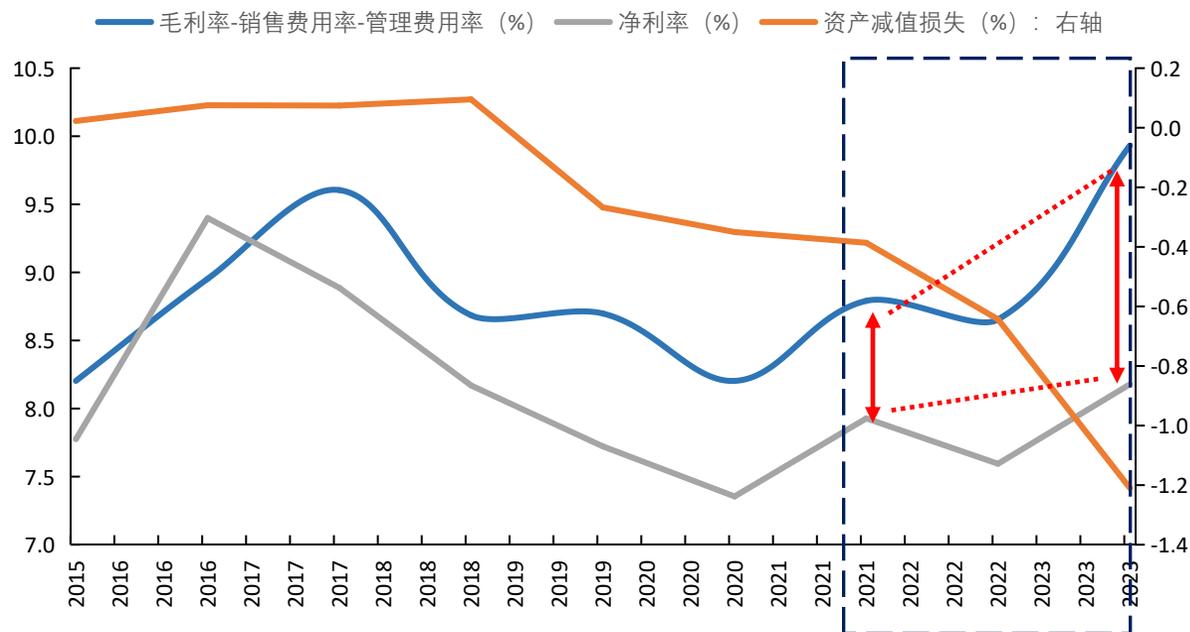
2.2.3 短期关注原奶周期，减值损失/收益将作为净利率波动放大镜，长期仍需关注需求改善。

- 市场当前较为关注原奶价格拐点，预期如前几轮周期一般，当奶价上涨后，市场竞争将趋缓，同时小品牌的低价奶也会出清，从而改善头部乳企销售费用率，带来毛销差的提升。
 - 但是，我们认为若需求端不及预期，产品结构的下行压力或对毛利率表现有负面影响，而需求端承压阶段头部乳企是否会改善销售费用率存疑，即使销售费用率改善，毛利率承压下，毛销差是否能够复刻此前奶价上行下的扩张趋势同样具备不确定性，因此长期仍需关注市场需求的复苏情况。但是相对确定的是，原奶周期上行后，乳企报表端的资产减值损失预计将转为收益，或带来短期净利率的修复。

图：以伊利为例，毛销差稳定，且管理费用率改善的情况下，净利率却稳中有降



图：以伊利为例，毛销差扣除管理费用率的提升幅度，大幅高于净利率提升幅度，主要系原奶周期下行下，资产减值损失拖累利润表现（体现在生物资产减值和存货跌价）



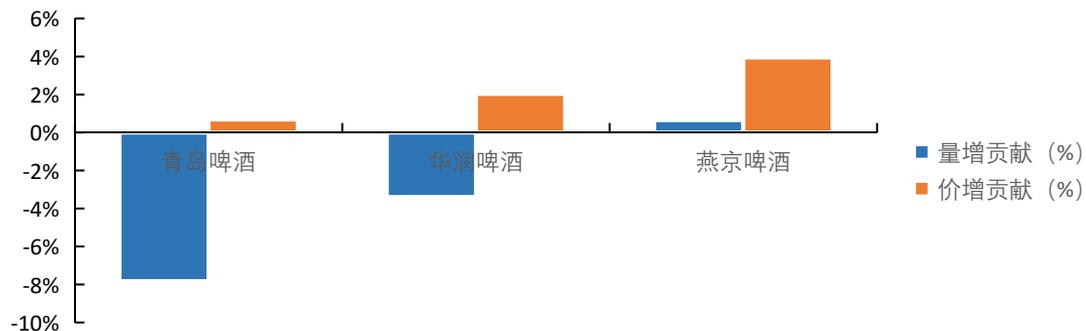
2、浅滩卧龙终得水，估值静待花开日

2.3 啤酒主升浪放缓，核心看吨酒价格企稳回升

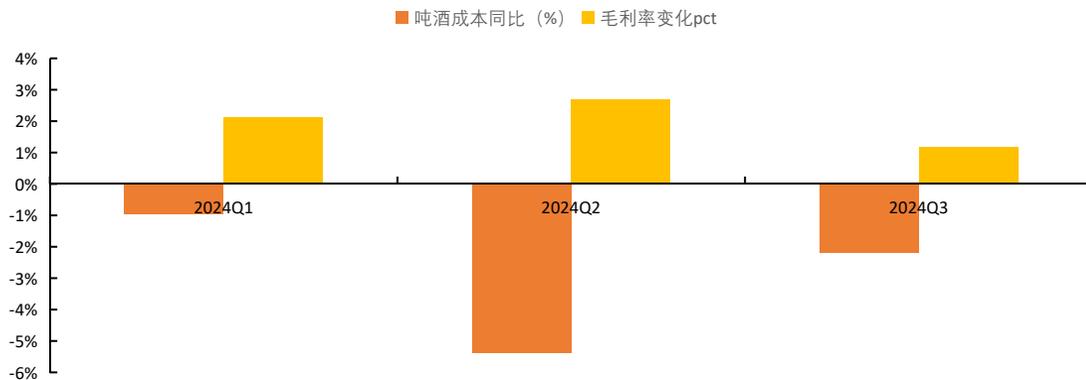
2.3.1 需求端乏力，量价均有所承压

- 23-24年，面对宏观环境扰动，我国啤酒行业需求端承压，产品结构升级驱动的吨价增速收窄，导致收入端低于预期，但是此前我们在《原材料成本对啤酒企业盈利空间影响的推演》报告中提出的毛利率改善逻辑逐步兑现，当前来看，24年原材料价格仍有下降，预计将贡献25年盈利弹性

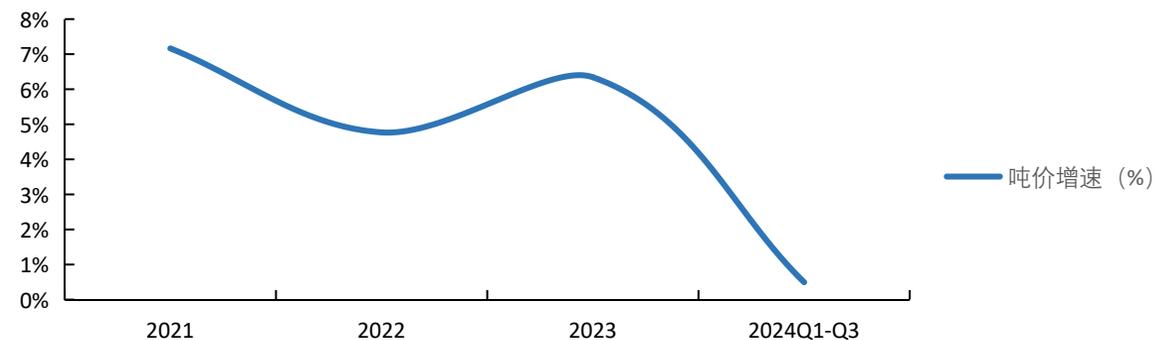
图：24H1，面对宏观经济压力，头部企业量价增幅均同比有所承压



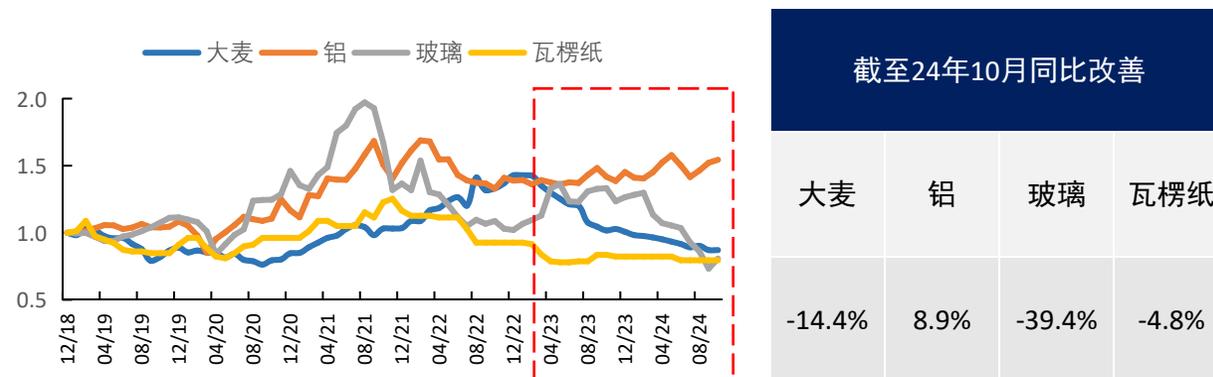
图：以青啤为例，23年原材料成本改善下毛利率有效提升



图：以青啤为例，宏观环境扰动下，吨价增速中枢快速收窄



图：23-24年原材料成本持续改善，截至当前亦有改善，或贡献25年盈利弹性



2、浅滩卧龙终得水，估值静待花开日

2.3.2 原材料改善保障业绩，但投资主线仍看吨酒价格提升

- 可以发现，尽管24年啤酒企业已享受到原材料成本改善带来的业绩贡献，但由于量价承压，业绩释放仍有限，并且由于啤酒企业盈利主线为产品结构升级，而近年来吨价增速的放缓亦一定程度上压制了估值表现。
- 因此我们认为，尽管25年仍有成本红利保障业绩释放，但估值基本面能否共振核心仍看吨酒价格企稳回升。

图：以青啤为例，股价和估值表现更看重高端化的兑现程度，即吨酒价格的涨幅



目 录

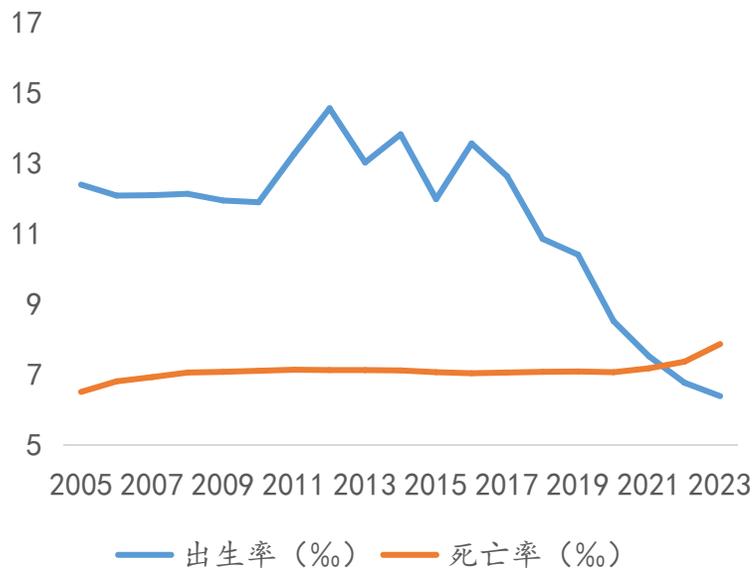
- 财政政策及时雨，时来天地皆用力
- 浅滩卧龙终得水，估值静待花开日
- **老龄少子同风起，柳暗花明又一村**
- 草萤有耀终非火，供需量价见真章
- 千锤万凿出深山，并购出海还复来
- 投资建议

3、老龄少子同风起，柳暗花明又一村

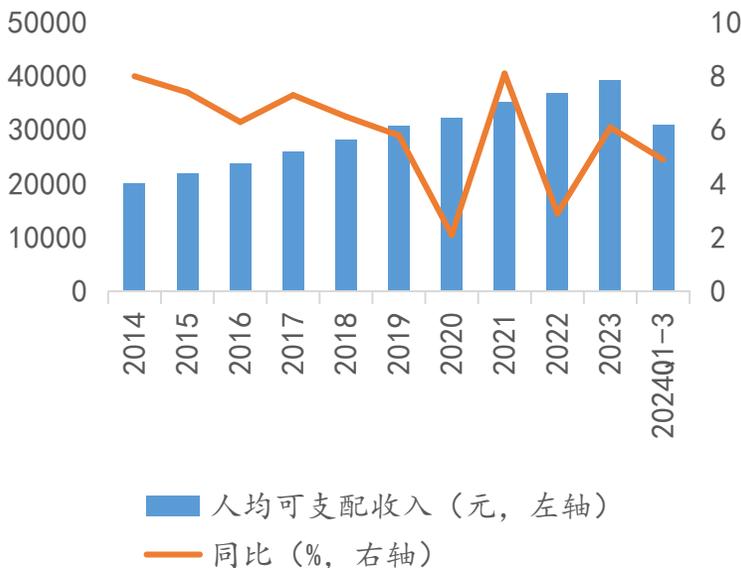
3.1 消费趋势刚性巨变，渗透率可持续提升就是黄金产业

- 人口负增长、经济增速放缓，总量逻辑失效。我国自2022年开始人口连续两年负增长，因此在总量逻辑下，居民需求在部分刚需品类上或将承压。
- 同时，整体经济和可支配收入增速均有逐步下行趋势，居民的总需求增速以及风险偏好均可能逐步下移。消费升级的趋势虽然不改，但是由于总量需求增速的下行而有所延缓，因此单纯看结构升级逻辑，节奏及进程难以判断。
- 当前阶段如仍有渗透率持续提升空间，则已是稀缺优质赛道。渗透率持续提升是当前行业中最优质的成长路径之一，其背后蕴藏着生活方式的兴起、渠道效率提升、产品迭代等强势逻辑，应重点关注此类投资机会。

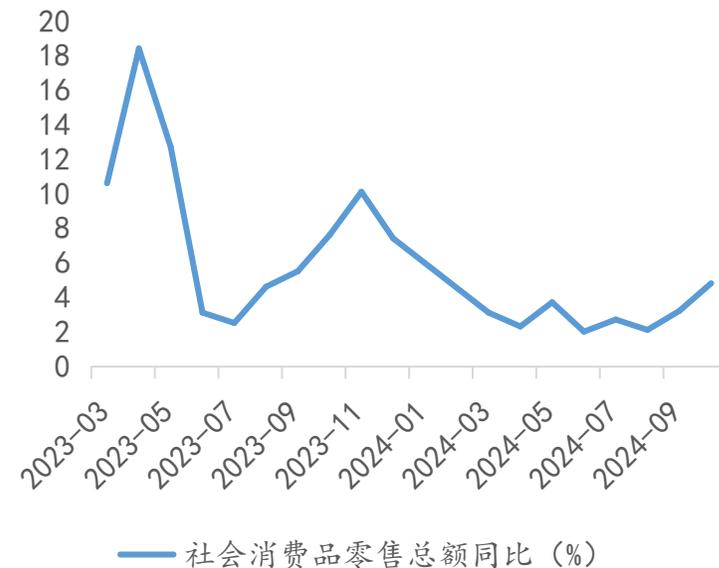
图：2022-23年中国总人口负增长



图：中国人均可支配收入稳步提升，增速小幅下行



图：24H2社零已呈现改善趋势

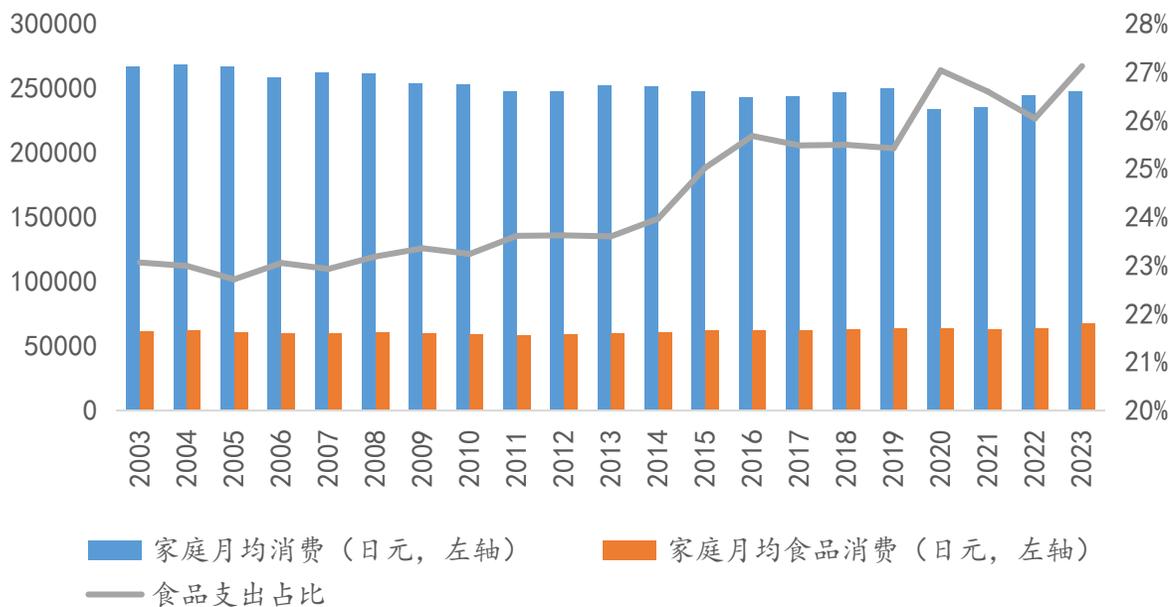


3、老龄少子同风起，柳暗花明又一村

3.1 消费趋势刚性巨变，渗透率持续提升就是黄金产业

- 以邻为鉴，经济放缓餐饮板块仍有成长机会。2003-2023年，日本家庭月均消费总额整体下滑7.17%（主要系家庭结构持续小型化影响），但食品消费却逆势上升9.17%，食品支出占整体消费比重从23.1%上升至27.1%。
- 细分品类仍有扩容机会，甄别产业发展渗透率持续提升机会。20年中，日本食品人均消费量在，乳制品（不含鲜奶）、菜肴（预制菜）、蛋糕和糖果（零食）、饮料仍有扩容40%以上机会，此外肉制品和调味品也有20%左右的增长。其中菜肴品类在2003年已是除家外进餐外人均月消费占比最高的食品消费，印证渗透率持续提升的强势逻辑属性。

图：日本近20年食品消费占比持续提升



图：日本家庭食品消费逆势增长，其中菜肴贡献主要比重

	23年同比03年	占比提升 (pct)
食品消费	9.2%	4.1
乳制品（不含鲜奶）	61.5%	0.3
菜肴	44.7%	1.5
蛋糕和糖果	41.7%	0.8
饮料	40.6%	0.6
肉制品	26.6%	0.6
调味料	17.4%	0.2
家庭月均消费	-7.2%	

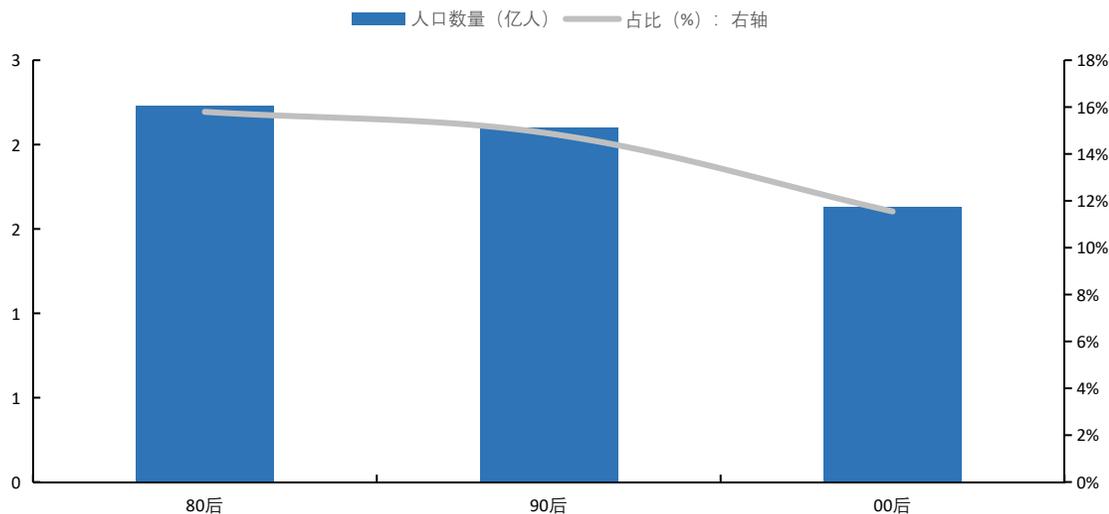
3、老龄少子同风起，柳暗花明又一村

3.2 低度饮酒文化东风正盛，看新式酒饮渗透率快速提升

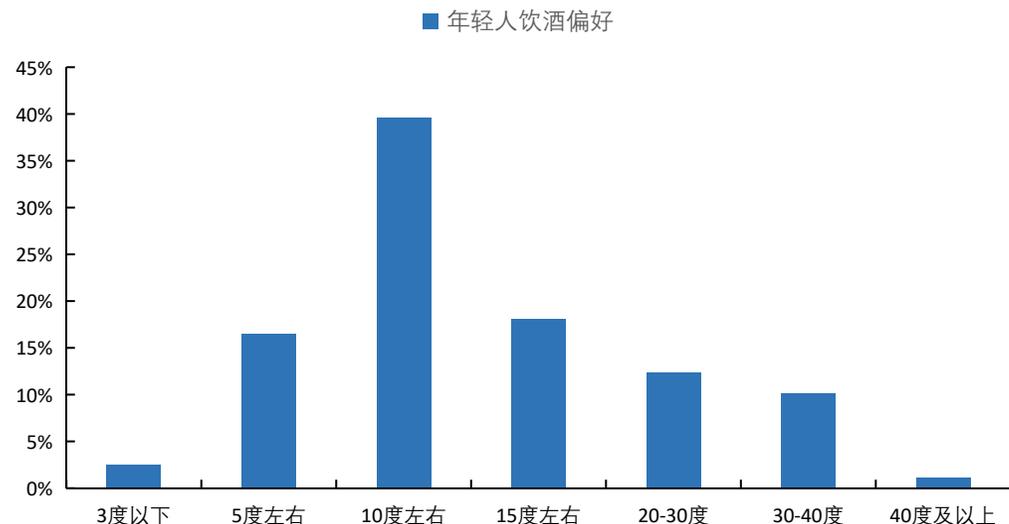
3.2.1 饮酒人群代际变更，引发酒饮市场新机会

- 酒饮市场核心消费群体通常集中在20-45岁年龄范围，对应为1980年-2000年出生的这一群体，我国80后/90后/00后分别有2.23/2.1/1.63亿人，合计占总人口约42%，消费者年轻化趋势显著，而逐步成为酒饮主要消费力量的年轻群体更偏好低度酒饮。中国30岁以下消费者的酒类消费中，白酒仅占8%，远低于啤酒、预调酒等低度酒饮；根据华夏酒报转引的里斯咨询《中国酒类品类创新研究报告》中显示，10度左右的酒最受年轻人偏好，年轻女性群体也更青睐低度酒；根据封面新闻转引的电商数据显示，购买果酒的“90后”占比达45%，“85后”占比超20%。低度酒成为最受年轻人偏好的酒饮。

图：国家统计局数据显示，80-00后人口占比合计达42%



图：当前年轻群体饮酒习惯偏好低度

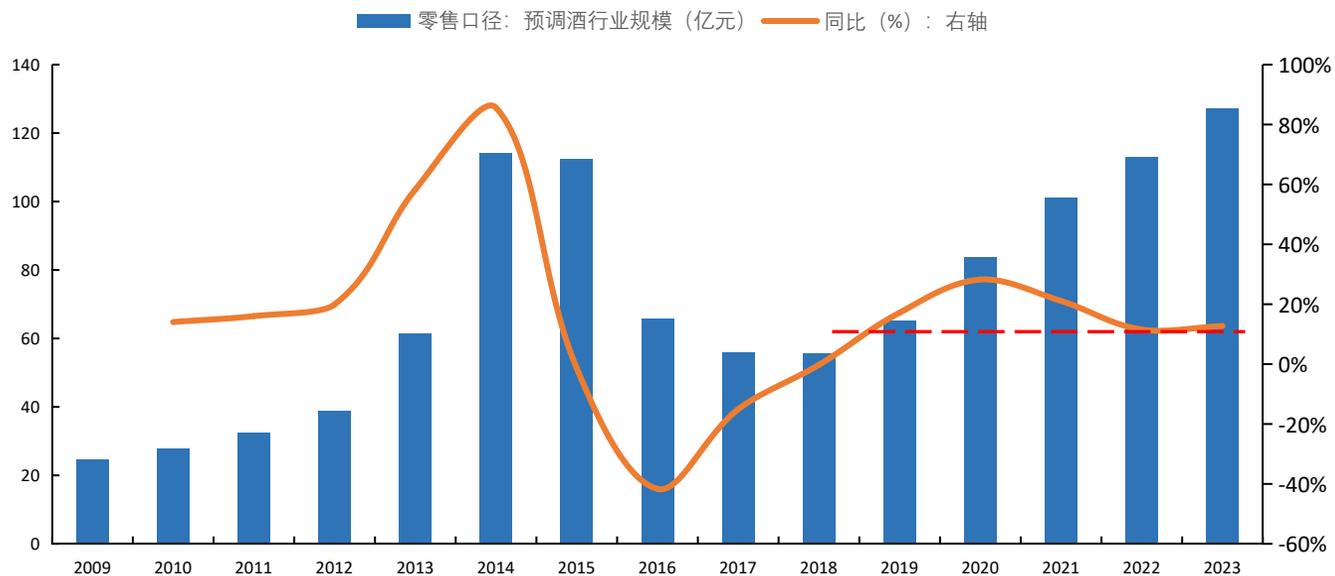


3、老龄少子同风起，柳暗花明又一村

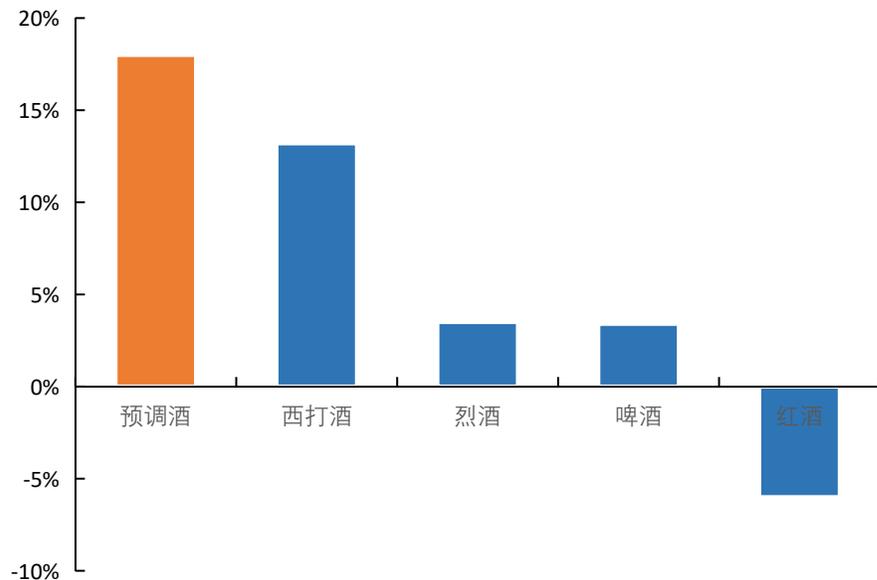
3.2.2 新需求触发新场景，预调酒行业规模天花板不断抬升

- 预调酒作为低度酒赛道中最具个性化多样化潜力的酒饮品类，空间预期积极。我国预调酒行业经过12-15年的盲目扩张、15-18年的出清、18年至今龙头引领的场景培育后，当前品类认知不断提升，匹配的消费场景亦愈发丰富，如露营、飞盘、桌游等。“悦己”需求引领下，行业已迈向健康发展道路，预计后续伴随新消费群体的崛起、新场景的开辟及消费习惯的持续渗透率，规模增长有望持续，空间预期积极。

图：预调酒行业当前已逐步步入健康发展道路



图：18-23年零售规模CAGR，预调酒行业在我国酒饮市场中规模增速最快



3、老龄少子同风起，柳暗花明又一村

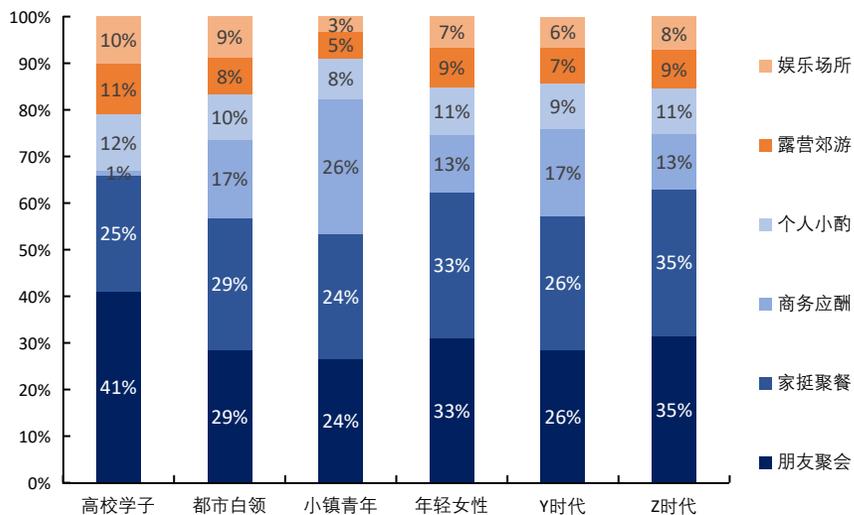
3.2.3 威士忌等新式酒饮培育初期，品类教育占据较高起点

- 当代年轻人饮酒场景分为主动式喝酒和被动喝酒，喜欢主动微醺，抵触被动喝醉，更看重独饮和朋友聚会场景。并且年轻群体对洋酒认知度中，威士忌排名第一。
- 威士忌作为舶来品，市场教育亦需要通过核心消费领袖去传播和培育。根据统计数据来看，威士忌消费群体主要特征为年轻、高学历、白领、高收入人群，基本卡位年轻消费者中的核心消费领袖，且以单身群体为主，我们认为品类教育或在供给侧推力下将事半功倍。

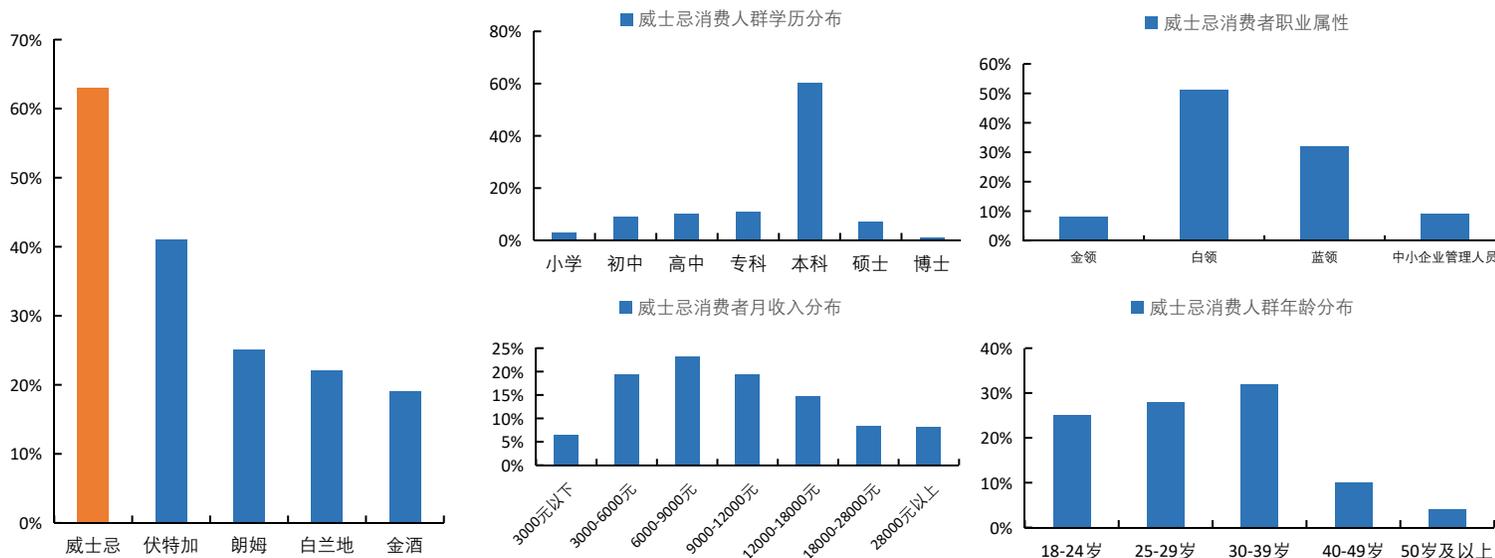
图：年轻群体主动饮酒更偏好洋酒、啤酒、预调酒等



图：当代年轻人喜欢聚会也喜欢独酌



图：威士忌在洋酒中品类认知度最高，且消费者画像为年轻、高学历、白领、高收入，基本卡位核心意见领袖



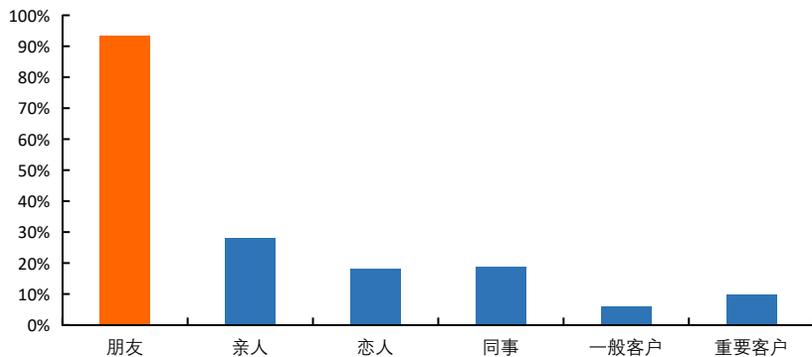
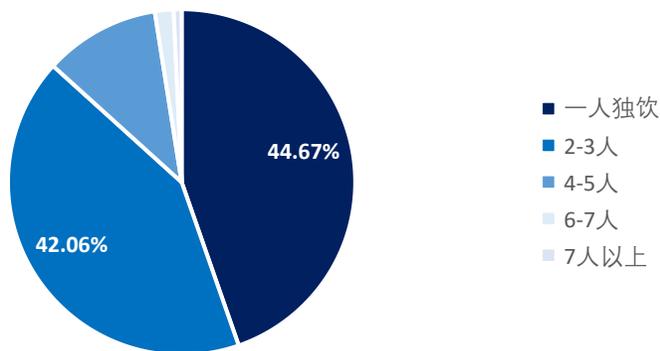
数据来源：《百瓶威士忌2023年度行业前瞻报告》，里斯咨询，微酒，钛媒体，美酒招商网、凤凰网酒业，华福证券研究所

3、老龄少子同风起，柳暗花明又一村

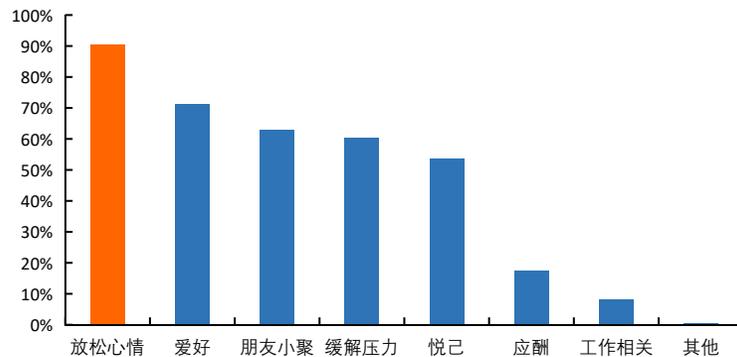
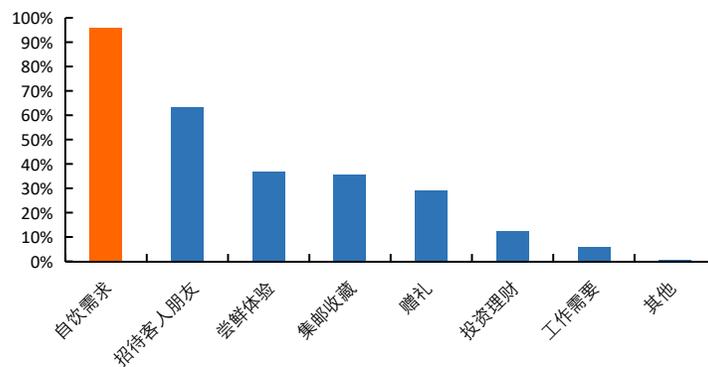
3.2.3 威士忌等新式酒饮培育初期，品类教育占据较高起点

- 目前威士忌的主流需求和场景与我们所说的悦己独饮需求较为匹配。根据统计，威士忌产品主要需求来自自饮需求，且更多为独饮或与亲近的人共同饮用，品类形象主要为个性和自由，贴合年轻群体特征，我们认为威士忌品类定位、和背后的文化主张均十分契合当前年轻群体的特征，威士忌老品类新形象下，后续发展或将边际提速。

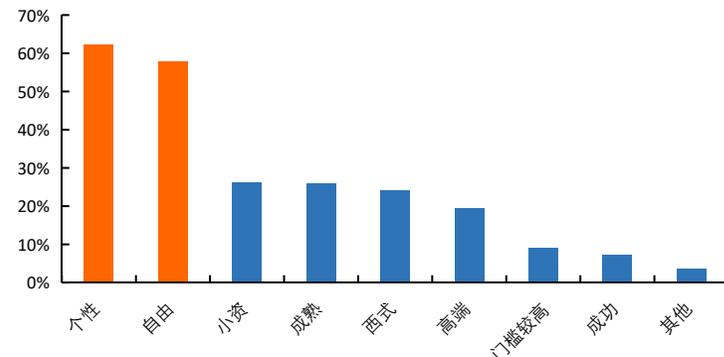
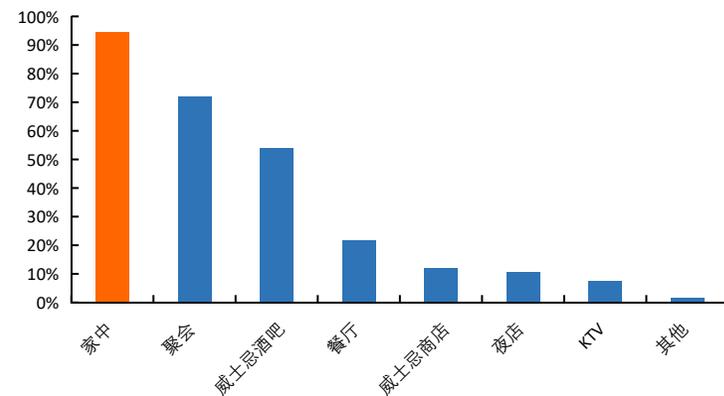
图：威士忌更多是独饮或小范围聚饮，饮用对象主要为亲近的人



图：威士忌消费主要来自自饮需求，放松心情



图：威士忌消费场景更多为家中和聚会，且威士忌标签主要为个性、自由，品类形象贴合年轻群体特征

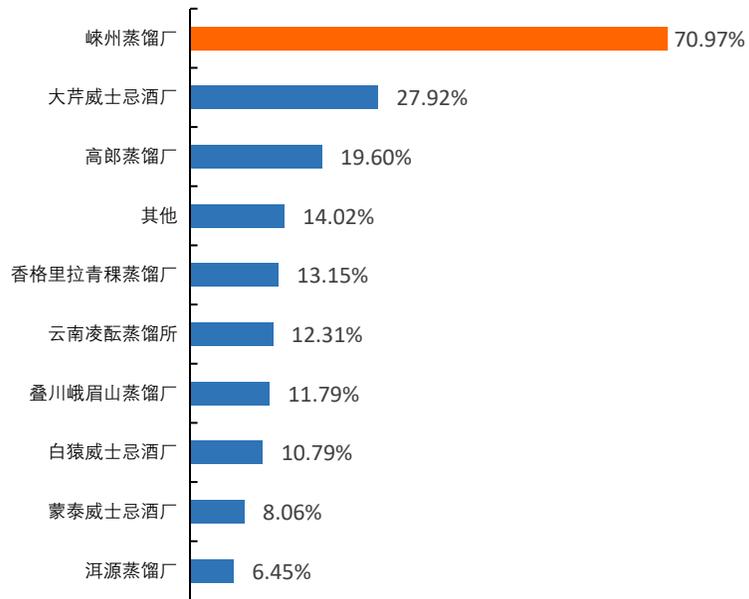


3、老龄少子同风起，柳暗花明又一村

3.2.4 看好国产威士忌“低认知，高兴趣”大有可为

- 与刻板印象“威士忌舶来品国产几乎没机会”相悖，由于威士忌本身强调风味的多样化，文化相对更包容和开放，因此当前97%的威士忌消费者对探索国产威士忌酒厂不排斥，并且仍有较多消费者未体验过，存在较大可渗透空间。
- 国产威士忌中岷州蒸馏厂目前关注度一骑绝尘，其首发两款产品定价位于爱好者期待的国产威士忌价格段中，发售日当天热销2500瓶，首批库存快速售罄亦可看出消费者对国产威士忌的“高兴趣”。当前国产威士忌仍处于起步阶段，后续发展预期较为积极。

图：岷州蒸馏厂在国产威士忌酒厂中关注度一骑绝尘



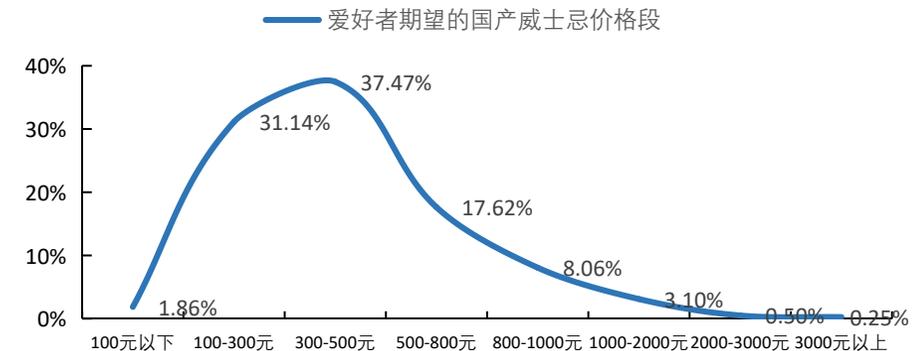
图：绝大部分现有威士忌爱好者均不排斥走进国产威士忌酒厂



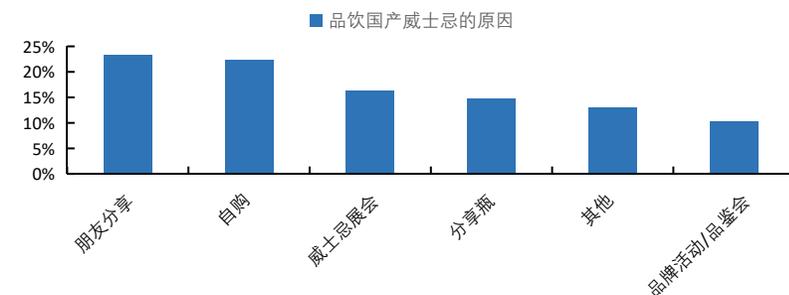
图：仍有较多消费者没有体验过国产威士忌



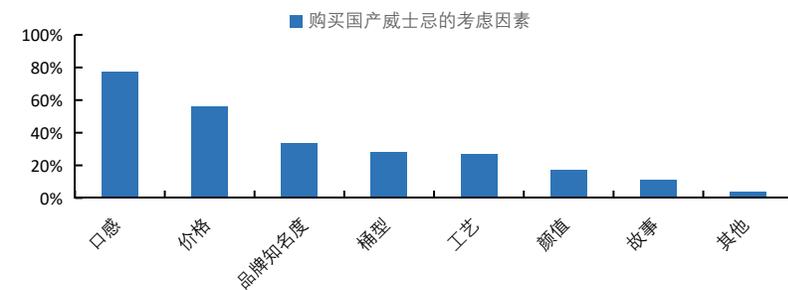
图：爱好者期待的国产威士忌价位基本位于800以内，其中100-500区间最多



图：国产威士忌消费更多来自朋友分享，自购比例亦不在少数



图：消费者购买国产威士忌时更看重口感和价格

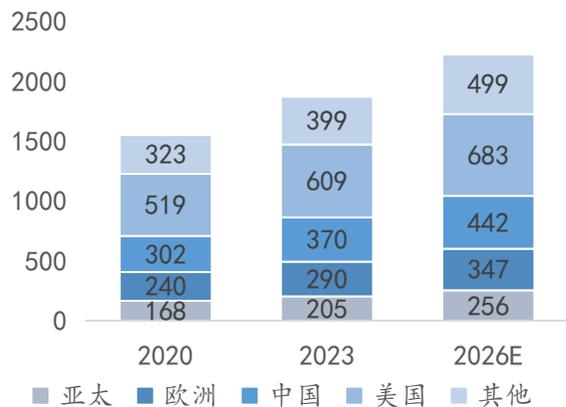


3、老龄少子同风起，柳暗花明又一村

3.3 健康意识全年龄段扩散，大健康产业方兴未艾

- 随着全球居民健康意识的日益增强，营养保健食品的需求日益旺盛。根据仙乐健康2023年报转引欧睿数据，2023年全球营养健康食品的零售规模已超过1870亿美元，预计未来三年年均复合增长率将稳定在6%左右，到2026年全球市场规模将达到2230亿美元。美国、欧洲和亚洲是世界营养保健食品的主要消费区域，拥有稳定的市场基础。但中国保健品市场增长突出，经济增长和不断提升的健康意识推动了市场的快速扩张。
- 中国保健品市场潜力显著，预计持续高速发展。从人均消费额来看，2023年，美国的人均营养健康食品消费额已达到182美元，而中国仅为26美元，反映出中国市场在该领域的消费水平仍有较大提升空间。
- 老年人群是中国保健品市场的重要消费力量。2023年，中国60岁以上的老年人口已达到3亿，人均医疗保健消费支出同比增长16%。保健品是老年人的需求重点之一，近半数的老年消费者认为老年保健食品和专用食品对健康有益，35%的老年消费者购买过保健品。
- 年轻一代对养生的需求也在迅速增长。保健养生位列18-35岁年轻人消费榜单的前三，占比达31%。2023年“618”大促期间，26-45岁年龄段成为线上健康消费的主力人群，而16-25岁用户数的同比增速最高，接近60%。

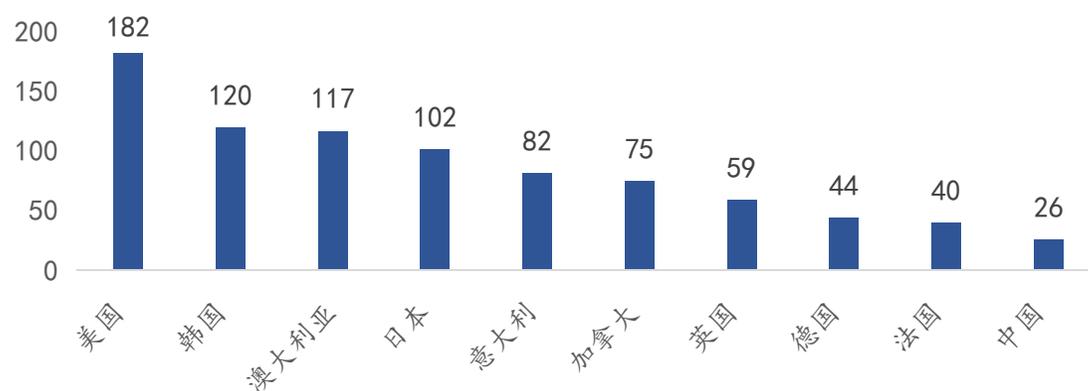
图：全球营养保健品规模（亿美元）



图：全球营养保健品增速（%）

全球营养保健品增速		
地区	CAGR ₂₀₂₀₋₂₀₂₃	CAGR ₂₀₂₃₋₂₀₂₆
中国	7.0%	6.2%
亚太	6.9%	7.6%
欧洲	6.5%	6.2%
美国	5.5%	3.9%
其他	7.3%	7.8%

图：2023年全球主要市场营养健康食品人均消费额（美元）



3、老龄少子同风起，柳暗花明又一村

3.3 健康意识全年龄段扩散，大健康产业方兴未艾

- 中国营养健康食品发展历史相对较短，政府支持力度在不断加大。
- 自1980年代以来，美国、欧洲、日本和加拿大陆续将膳食营养补充剂纳入政府的行政或法律管理规范中。1996年3月，原国家卫生部根据新修订的《食品卫生法》制定和颁布了《保健食品管理办法》，开启了我国对营养健康食品进行依法行政管理的新阶段。
- 2023年，政府出台了一系列营养健康食品相关政策文件，包括扩大备案范围、简化审批流程、细化分类管理、强化质量监管等。鼓励发展创新、加强科普宣传及消费者教育等系列改革措施。这些政策不仅鼓励行业创新，还促进消费者教育和科普宣传，为行业的发展提供了更加有利的环境，进一步增强了中国营养健康食品市场的前景。

图：中国保健品行业政策和监管发展历程



3、老龄少子同风起，柳暗花明又一村

3.3 健康意识全年龄段扩散，大健康产业方兴未艾

- 营养保健食品行业内的企业类型多样化。公司主要分为三种类型：合同生产商、品牌商以及混合型企业。
- 保健品自产品牌规模正在逐年扩大。汤臣倍健在2023年“双11”大促中线上总销售额突破9亿元，同比增长超20%，稳居行业前列；Swisse品牌在中国市场实现同比增长37.4%。
- 保健品代工企业研发+规模化生产优势突出。代工企业具备专业的生产设备和丰富的生产经验，规模化生产具备成本优势。OEM/ODM模式能帮助长尾品牌以低成本快速进入市场。
- 代工企业“各有千秋”，全剂型与独特剂型优化突围。国内保健品代工企业目前大致分为全剂型覆盖企业和凭借独特剂型技术突围企业。其中全剂型覆盖代表企业有仙乐健康和百合股份，凭借独特剂型或技术突围的企业有富味亿超和衡美食品。
- 多点发力，上下游企业纷纷踏足代工领域。部分保健品上游原料厂商及下游自有品牌也纷纷踏足代工领域。上游厂商如锦旗生物、一然生物等，自有品牌如艾兰得和康比特。

图：全球营养保健食品行业主要企业分类与概况

全球营养保健食品行业主要企业分类与概况			
类型	特点	企业名称	基本情况
合同生产商	注重于研发及生产，对外提供合同生产服务	仙乐健康	成立于1993年，2019年上市，是营养保健食品领域一家集研发、生产、销售、技术服务为一体的综合服务提供商
		威海百合	成立于1996年，是一家以研究海洋生物和专业生产营养补充剂的股份制企业，旗下拥有自主营养保健食品品牌“百合康”。
		江苏艾兰得	从事健康营养保健食品的研发、生产与销售，先后收购了美国膳食补充剂合同生产商IVC、美国粉剂营养品制造商ADAM、荷兰健康草本调理品牌BLOEM、爱尔兰Perrigo在美国的营养品业务。
		Lipa	一家澳大利亚私营企业，主要从事膳食补充剂及OTC制剂合同生产，提供配方开发、生产、合规控制、质量控制等服务。
品牌商	注重于自有品牌建设，只销售自有品牌产品	汤臣倍健	成立于2005年，2010年上市，是国内最大的营养保健食品生产企业之一，主要从事膳食营养补充剂的研发、生产和销售。
		惠氏制药	惠氏制药是辉瑞制药在苏州投资的一家外商独资制药企业主要生产抗生素类药、妇女保健品、多种维生素（善存）及钙补充剂（钙尔奇D）等处方类和非处方类药品，以及其他保健品。
		养生堂	创立于1993年，是一家集科研、生产、销售为一体的大型药品保健品企业，旗下的养生堂天然维生素E是国家唯一认证具有确切“美容（祛黄褐斑）”功效的天然维生素E，行业销量第一；养生堂天然维生素C是国内唯一一款具有“增强免疫力”功效和FA认证的全天然VC。
混合型企业	对外提供合同生产服务+自有品牌产品销售	GNC	成立于1935年，是全球最大的营养保健食品零售商之一，同时提供合同生产服务。
		Pharmavite	成立于1971年，是美国最大的膳食补充剂合同生产商之一，从事膳食补充剂的研发、生产、包装、供应业务，旗下品牌有Nature Made、megaFood等。

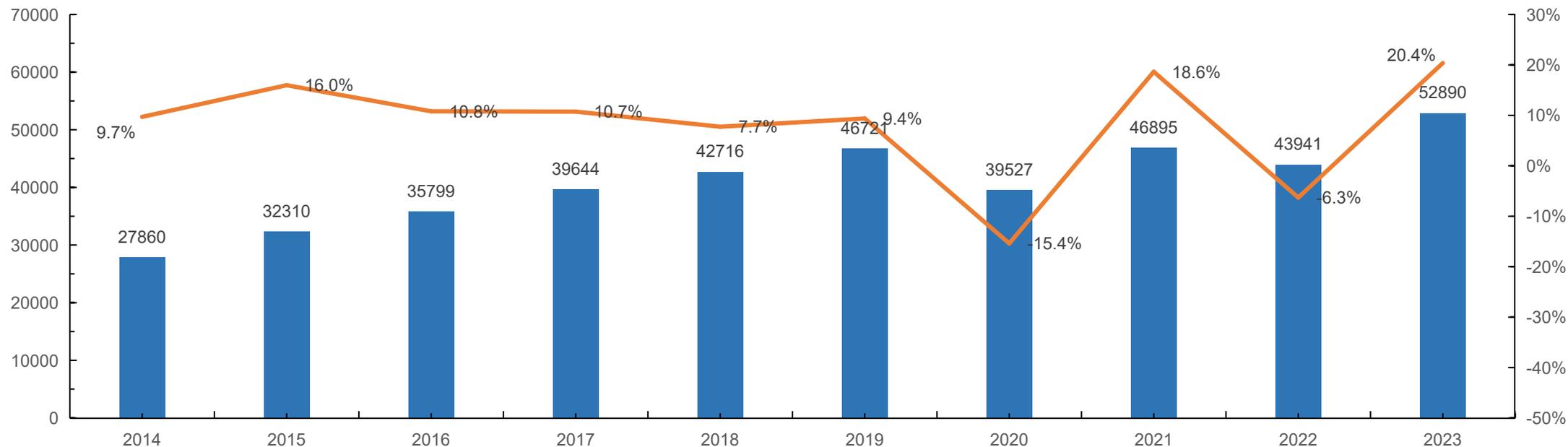
3、老龄少子同风起，柳暗花明又一村

3.4 “花钱买体验”消费正盛，酒旅产业全年各季交替开花

3.4.1 餐企提供情绪附加值服务，打造超预期就餐体验

- 餐饮行业发展迅速，“类必选”韧性引领行业成长。我国餐饮市场规模从2014年的2.8万亿增长至2019年的4.7万亿。由于疫情的影响，餐饮市场规模2020年下滑15.4%至4.0万亿，2021年V形上升至4.7万亿，同比增长18.6%，2022年再次承压，市场规模较2021年下降约6%。国家统计局数据显示，2023年，全年餐饮收入5.3万亿元，同比增长20.4%。近几年外部环境扰动带来餐饮市场规模的波动，但总量巨大的餐饮行业预期增长依然强劲，疫情结束以后餐饮行业迎来复苏，增长空间巨大。

图：近年我国餐饮行业市场规模（亿元）及增长率



3、老龄少子同风起，柳暗花明又一村

3.4 “花钱买体验”消费正盛，酒旅产业全年各季交替开花

3.4.1 餐企提供情绪附加值服务，打造超预期就餐体验

- 企业内卷加剧，价格战传递“寒意”。在国内餐饮市场快速扩张的背景下，供给端的增加使消费者对于性价比的考量比重进一步加大，造成企业间加剧竞争，甚至不惜通过“价格战”等方式来进行恶性竞争。例如百胜中国旗下必胜客推新了“必胜客WOW”新品牌，定价较原有品牌大幅降低；呷哺呷哺也进行调价优惠政策，以迎合上班族的价格偏好。“价格战”的愈发激烈，会导致企业利润端持续承压，进而逐渐向餐饮产业链中游、上游传导“寒意”，倒逼供应链企业让利，进而导致餐饮生态不断恶化。

图：必胜客WOW品牌主打“性价比”



图：呷哺呷哺公司进行降价让利



3、老龄少子同风起，柳暗花明又一村

3.4 “花钱买体验”消费正盛，酒旅产业全年各季交替开花

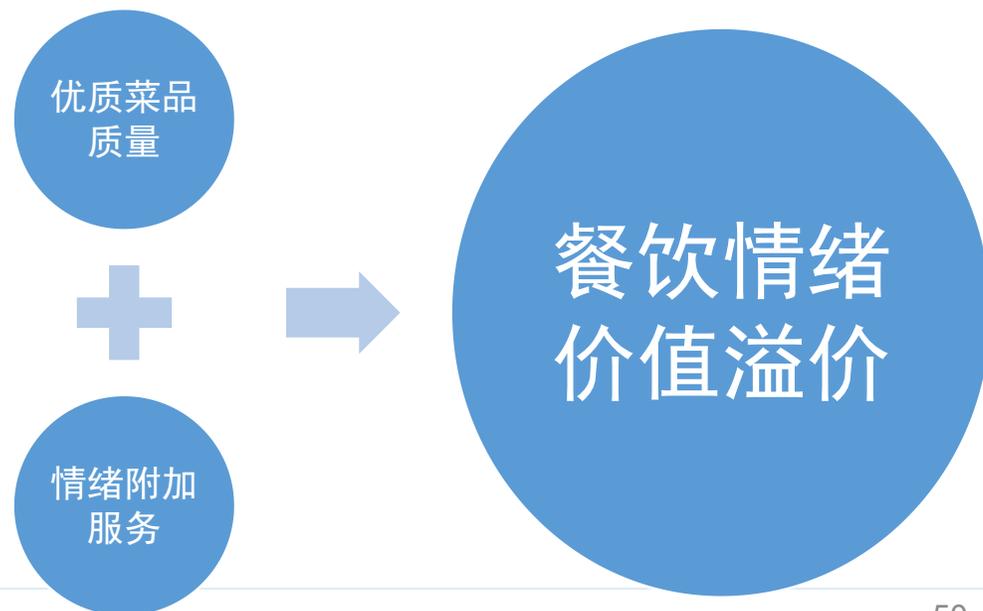
3.4.1 餐企提供情绪附加值服务，打造超预期就餐体验

- 附加服务提供情绪价值，差异化体验绑定消费者。在行业竞争加剧的背景下，我们也能看到部分企业仍能在市场中不通过降价来进行竞争，通过“情绪附加值”服务来打造差异化就餐体验，通过表演、人性化护理服务等提升进店消费者体验，将产品与服务结合，延长公司服务生态链，最终达到提升消费者进店效用，提高客户粘性。例如海底捞公司，以“极致服务”著称，将“情绪价值”融入就餐体验，拉近了与顾客的情感连接。通过“科目三”跳舞表演、美甲护理等附加服务，提升消费者内在效用，将“情绪价值”融入就餐体验，为餐饮产品带来额外“价值溢价”，让消费者体验到产品性价比。

图：海底捞美甲服务



图：餐饮企业情绪附加服务带来价值溢价



3、老龄少子同风起，柳暗花明又一村

3.4 “花钱买体验”消费正盛，酒旅产业全年各季交替开花

3.4.2 谷子经济火爆出圈，情绪价值消费驱动行业成长

- “谷子经济”火爆出圈，IP赋能满足消费者情绪价值需求。谷子是基于内容IP（知识产权）而衍生出来的周边产品，包括小说、动漫、游戏、电视剧等内容类产品的周边产品。“谷子”一词起源于英文的“goods”（商品），由于在日语中的发音（グッズ）与“谷子”相似，因此被中国的“二次元”爱好者广泛采用以指代周边产品。谷子经济的消费群体主要集中在较年轻的二次元用户，尤其是“90后”和“00后”。这些消费者愿意为喜爱的IP付出更多财力，从而满足自身的情绪价值需求。

图：泡泡玛特门店



图：知名的谷子店——郑谷



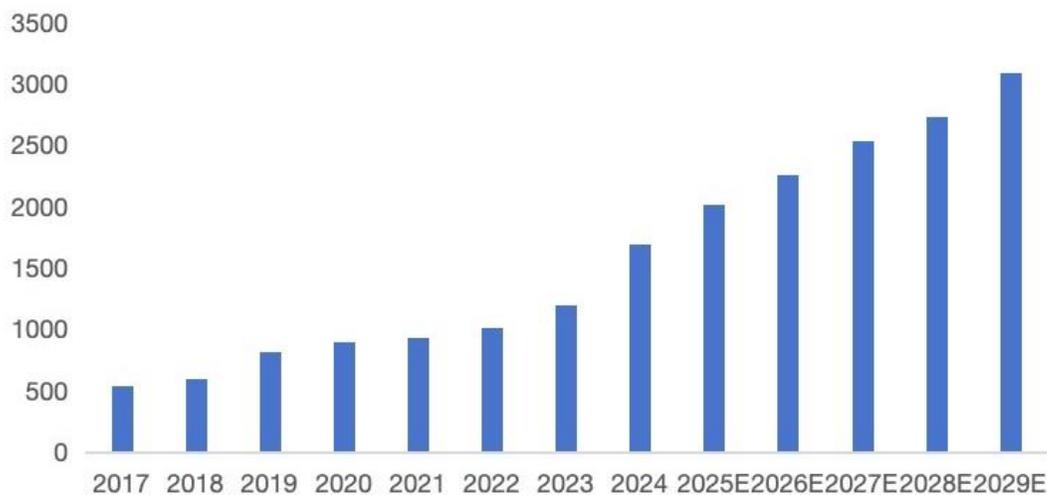
3、老龄少子同风起，柳暗花明又一村

3.4 “花钱买体验”消费正盛，酒旅产业全年各季交替开花

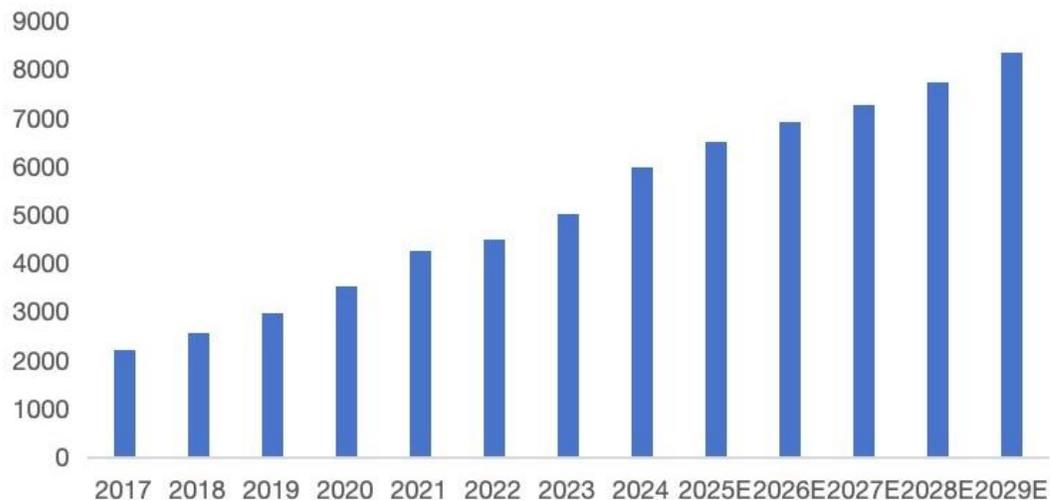
3.4.2 谷子经济火爆出圈，情绪价值消费驱动行业成长

- “谷子经济”正以二次元用户增长为驱动，成为文化消费新增长点。根据南方都市报中的《中国二次元内容行业白皮书》数据，2023年二次元用户规模达到4.9亿人，其中核心二次元用户达1.2亿人，2019年中国泛二次元用户规模3.54亿人，2024年达5.03亿人，预计2029年将达5.70亿人；2019年中国泛二次元及周边市场规模2983亿元，2024年则迅速提升至5977亿元，2029年则有望8344亿元，成为全球泛二次元成长最快的市场。2023年中国谷子经济市场规模1201亿元，2024年迅速飙升至1689亿元，预计2029年整体市场规模有望达3089亿元。

图：2017-2029中国谷子经济市场规模预测



图：2017-2029中国泛二次元及周边市场规模预测



3、老龄少子同风起，柳暗花明又一村

3.4 “花钱买体验”消费正盛，酒旅产业全年各季交替开花

3.4.2 谷子经济火爆出圈，情绪价值消费驱动行业成长

- 泛Z世代热衷IP商品的收藏、情绪与社交价值，是谷子经济的核心消费力量。谷子的消费人群主要为泛Z世代（2010-2019年出生的一代人由于同样具备Z世代群体（1995-2009）的部分特征，因此将其与“Z世代”并称“泛Z世代”），涵盖大学生、中学生和部分小学生。其中，小学生占比20%左右，大学生占比15-20%，中学生占比60%。2022年6月，Z世代线上活跃用户规模达到3.42亿，根据前瞻网和灼识咨询报告，泛Z世代人群规模约有4.3亿人，Z世代泛二次元用户占比达到95%，核心二次元用户占比达到30%，预计2024年泛二次元用户规模将突破5亿。谷子所具备的收藏价值、情绪价值以及社交货币属性是其产品底层驱动力，根据阿里鱼消费品与营销项目授权报告，“设计好玩有创意”、“喜欢IP形象”以及“喜欢有IP的产品”是Z世代购买IP商品的主要动机。

图：谷子消费用户年龄分布

谷子消费用户年龄分布



图：泛Z世代购买谷子产品



3、老龄少子同风起，柳暗花明又一村

3.4 “花钱买体验”消费正盛，酒旅产业全年各季交替开花

3.4.3 休闲游成为潮流新风尚，从观光到内心情绪体验转化

- 旅游目的转化，情绪价值成为旅游业发展新动力。**在当今快节奏的生活中，个人的工作生活压力普遍较大，旅游行业也发生了目的上的变化。原本的旅游业更多以观光打卡为主，而现阶段出现了休闲游的新风尚，更加注重出游带来的情绪价值体现，让旅游不仅是观光，更多是心灵的慰藉以及情绪的释放。《2023中国旅游业发展报告》指出，随着旅游消费的升级，消费者对高质量和深度旅游体验需求迅速增长，集个性化、较高自由度和深度体验等特点于一身的定制游成为具有市场潜力的旅游品类之一。随着旅游消费从观光型向休闲型转变，消费者对旅游的需求已从简单的“看山看水”升级到追求“品情品调品生活”的深度体验。在这一过程中，情绪价值的重要性愈发凸显，成为推动旅游消费的新动力。

图：峨眉山上的“解忧亭”



图：峨眉山上设置的“情绪价值”相关材料



目 录

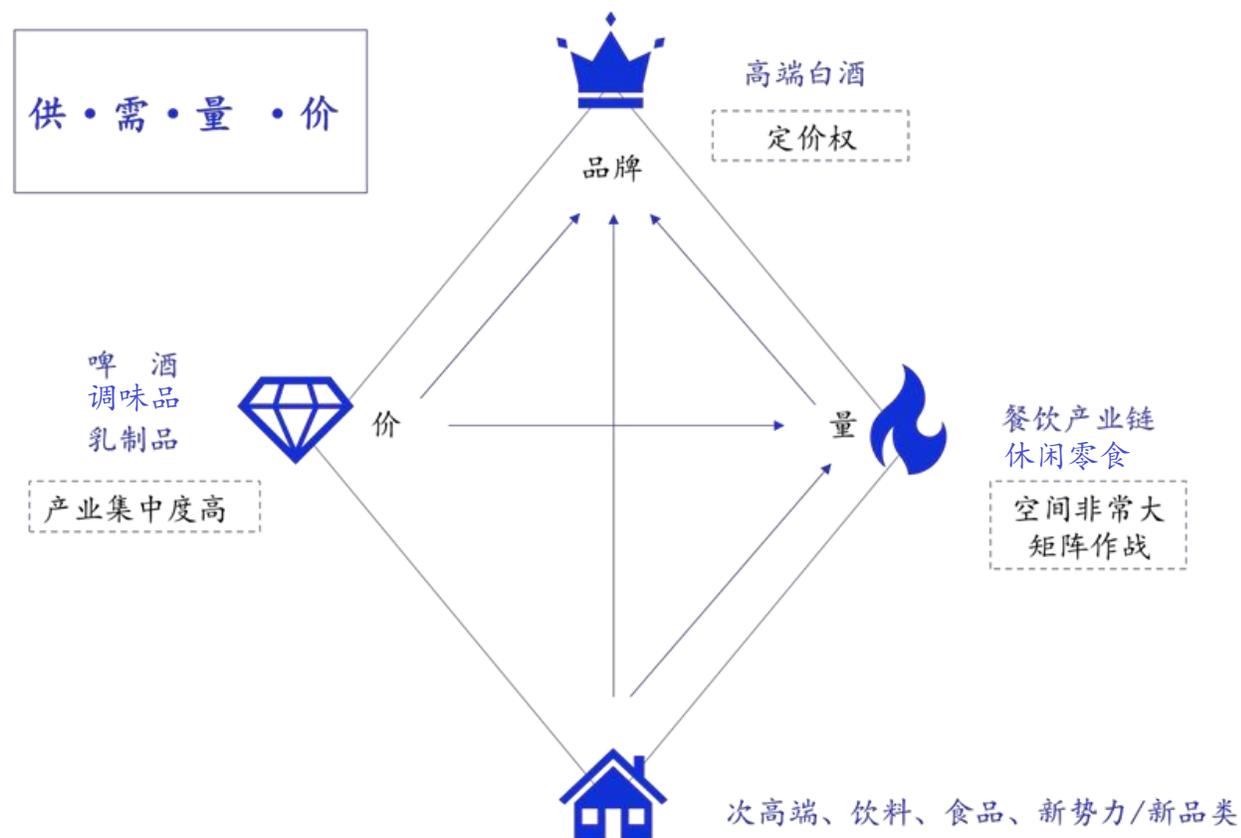
- 财政政策及时雨，时来天地皆用力
- 浅滩卧龙终得水，估值静待花开日
- 老龄少子同风起，柳暗花明又一村
- **草萤有耀终非火，供需量价见真章**
- 千锤万凿出深山，并购出海还复来
- 投资建议

4、草萤有耀终非火，供需量价见真章

4.1 产业逻辑持续演绎，供需量价理论助力行业去伪存真

- 回归消费“供需量价”的供需量价本质。我们根据供需量价提出了“菱形站位”理论分析不同细分板块的发展阶段及增长逻辑。
- 最高点是**高端白酒**，拥有深厚的品牌壁垒优势，在产业链中议价权高，其量价增长空间长期仍存。
- **左边是啤酒、乳制品、调味品板块**，以价格的增长为逻辑主线。当消费力阶段性承压的当下，成熟行业的消费企业高端化或不再是主要矛盾，迎合消费市场趋势，推出高性价比产品或成为放量关键点。
- **右边是餐饮产业链、休闲零食板块**，以量增为逻辑主线。餐饮链和零食量增逻辑仍在演绎，但迅猛发展也已是行业的过去时，供应链效率、经营效率、成本控制等能力等是当下公司发展的关键点，质量决定未来，管理能力溢价或将体现在估值上。
- **下方包括次高端白酒、饮料等板块的公司**，该板块的特征是在细分领域拥有独立逻辑，如铺货逻辑、新品逻辑等，具备短期高增和长期不确定性的特点。当前我们认为估值合理、有业绩弹性变化的优质标的仍可重点关注。

图：消费的“菱形站位”理论



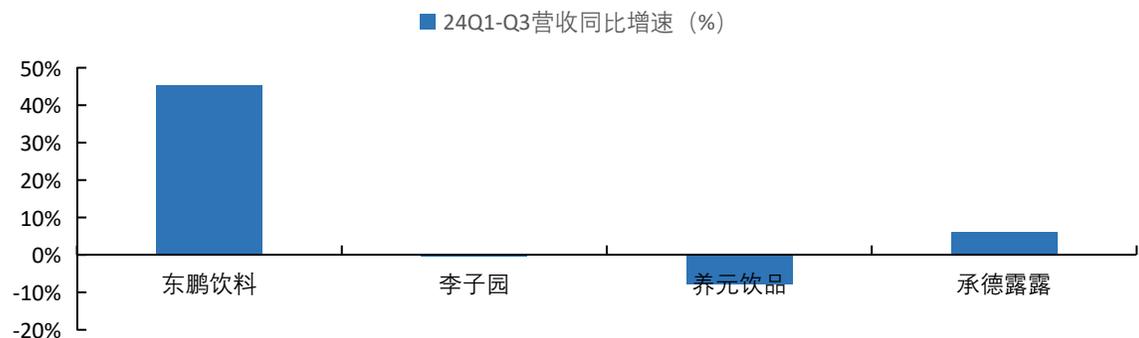
备注：纵轴自上而下代表行业壁垒的从高到低，横轴从左到右代表从“价”的增长逻辑到“量”的增长逻辑

4. 草萤有耀终非火，供需量价见真章（饮料）

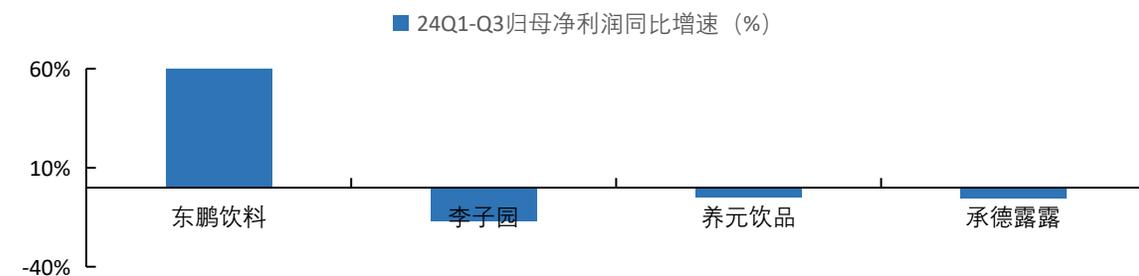
4.2 供需量价看需求：饮料行业细分蓝海高成长，内生α赋能发展

- 24年饮料企业收入业绩表现呈现较大方差，我们认为主要系在宏观环境扰动下，饮料企业所处细分赛道的表现决定了企业自身发展，更多为行业内生阿尔法所驱动，如运动饮料、能量饮料仍旧呈现了较高的增长水平，对应东鹏饮料前三季度收入利润双高增长。
- 我们认为饮料板块的投资机会更多体现在个股α而非板块β，我们认为应精选具备两大要素的企业：1) 饮料企业所处细分赛道的自身潜力对于关注企业的增长态势至关重要。2) 企业自身具备优秀的业务管理能力亦将提升其在市场竞争中的胜率。

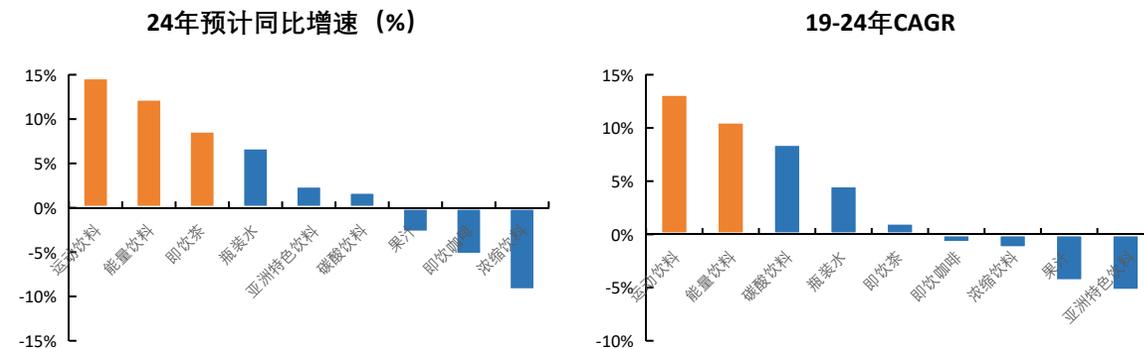
图：2024前三季度东鹏饮料营收增速亮眼



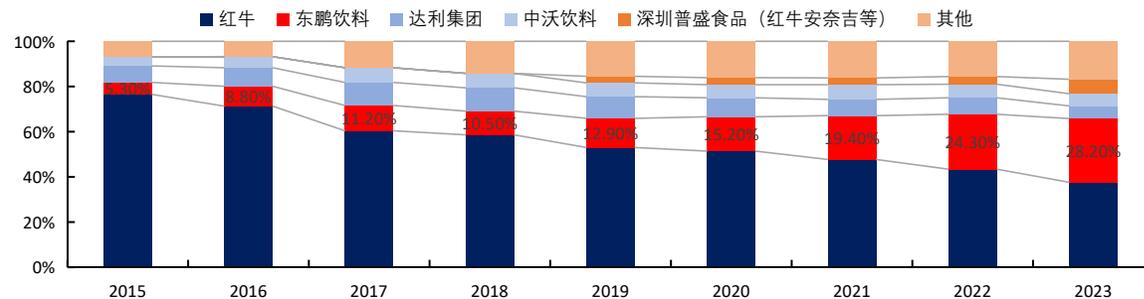
图：2024前三季度东鹏饮料归母净利润增速亮眼



图：19年至今CAGR来看，运动饮料和能量饮料均保持复合双位数增长



图：零售规模口径来看，能量饮料行业内东鹏饮料当前与红牛形成双寡头格局

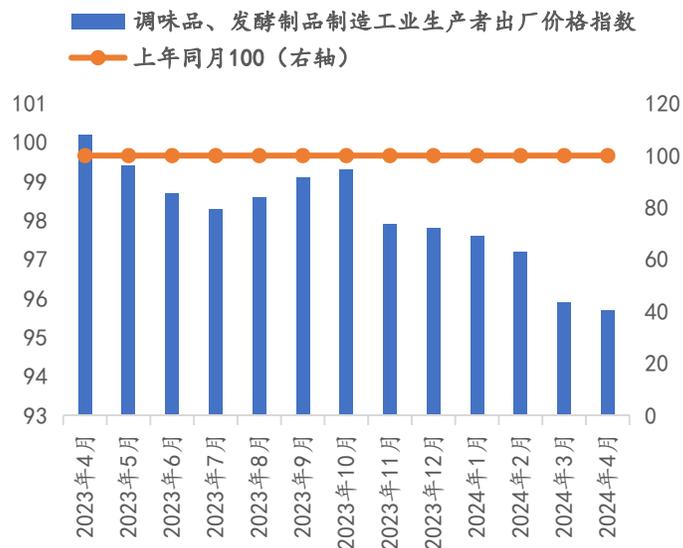


4. 草萤有耀终非火，供需量价见真章

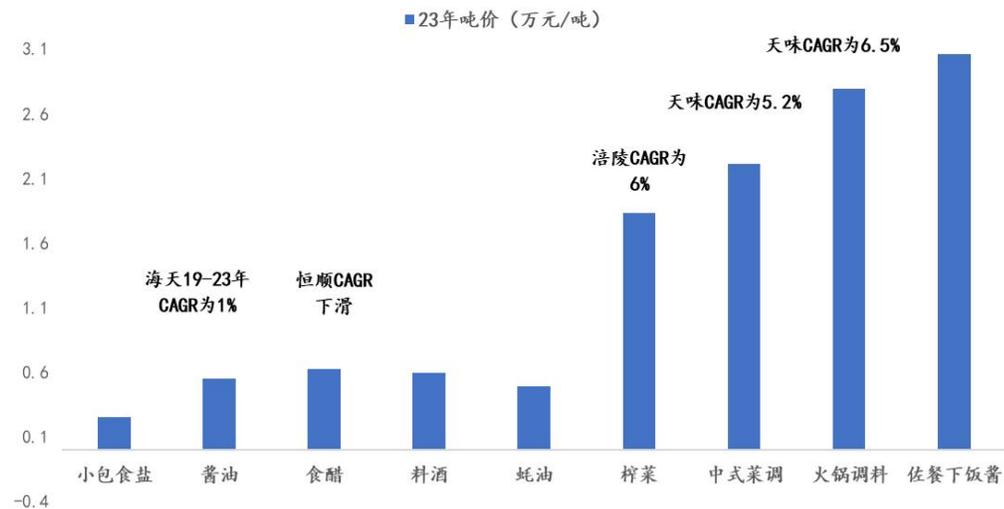
4.3 调味品B、C两端逻辑分化，核心看CPI驱动价格提升

- CPI提振预期下，C端调味品景气度有望回升
- 在大众品赛道中，调味品C端需求韧性高、总量稳；且相比于B端渠道场景修复逻辑，C端调味品在量价端均具备结构性机遇
- 近年内需疲软、供需错配一度导致行业出厂价格指数承压，但在CPI回升、通胀预期下，结构升级、价值提升是C端市场发展的主旋律
- 品类间升级：相对高吨价不仅反映了品类间的升级趋势、需求景气度，而且意味着更高的价格弹性空间；即相较于酱油等基调，复调、榨菜等品类吨价更高，同时龙头吨价提升速度相对更快
- 品类内升级：在健康化、高端化发展下，C端主流价格带整体向上突破，预计龙头品牌实现价（结构升级）/量（提份额）提升

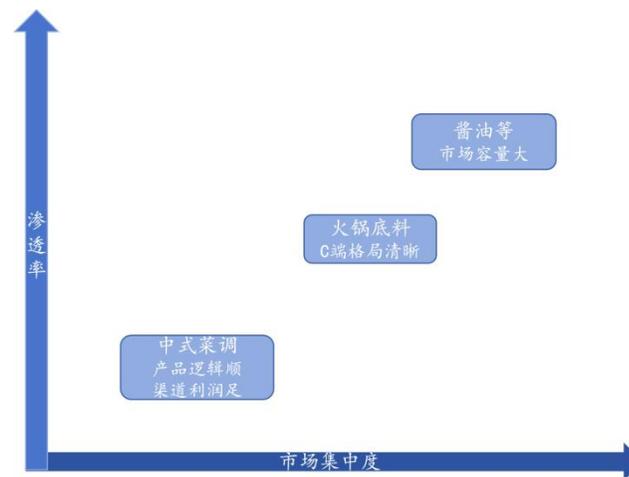
图：23年5月以来，调味发酵品出厂价格承压



图：调味品各细分品类出厂吨价对比



图：调味品核心品类供需现状



4. 草萤有耀终非火，供需量价见真章

4.3 调味品BC两端逻辑分化，核心看CPI驱动价格提升

➢ 基于C端景气度回升逻辑，基本面高相关度的龙头如下：

- 天味食品（品类渗透、结构升级→量价齐升）、颐海国际，涪陵榨菜（供给集中、需求升级：2.5+元/包价格带扩容→价的弹性），中炬高新、千禾味业等（供给集中、需求升级：高端酱油扩容→高鲜、零添加等量增）

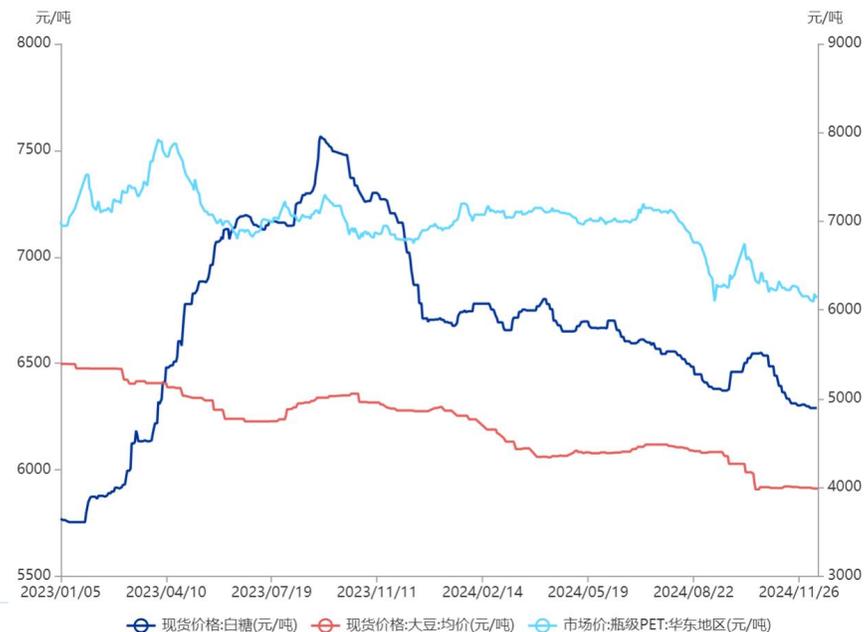
➢ 基于当前供需环境，行业结构升级与旺季提价暂时难以出现共振

- 回顾近10年调味品行业性提价背景，不外乎总量需求过旺、输入性通胀、原辅材料高涨等背景；而目前居民需求相对疲软，原辅料相对低位，包括大豆白糖等原辅料价格在往下；故政策落地效果→基本面改善的传导过程，应聚焦在升级品类渗透、中高价格带市场扩容等逻辑

图：基于C端景气度回升预期，高相关度龙头量价逻辑如下

公司	主业	品类间升级/ 渗透率提升	品类内结构升级	行业格局/趋势
天味食品	火锅调料	量增	量价齐增	C端CR5>57%；集中度持续提升
	中式菜调	量增	量价齐增	C端菜谱复调CR5<50%，其中好人家CR1>22%，集中度持续提升
颐海国际	火锅调料	量增	量价齐增	行业龙头，CR1>26%，中高价格带市场份额预计>33%
涪陵榨菜	榨菜	/	价增为主	19年包装榨菜CR5=72.24%，高价格带市场集中度预计更高
中炬高新	酱油	/	量增为主	高端酱油多强格局，CR3预计44%，行业集中度持续提升
千禾味业		/	量增为主	
海天味业		/	量增为主	

图：大豆白糖等原辅料价格整体不断往下

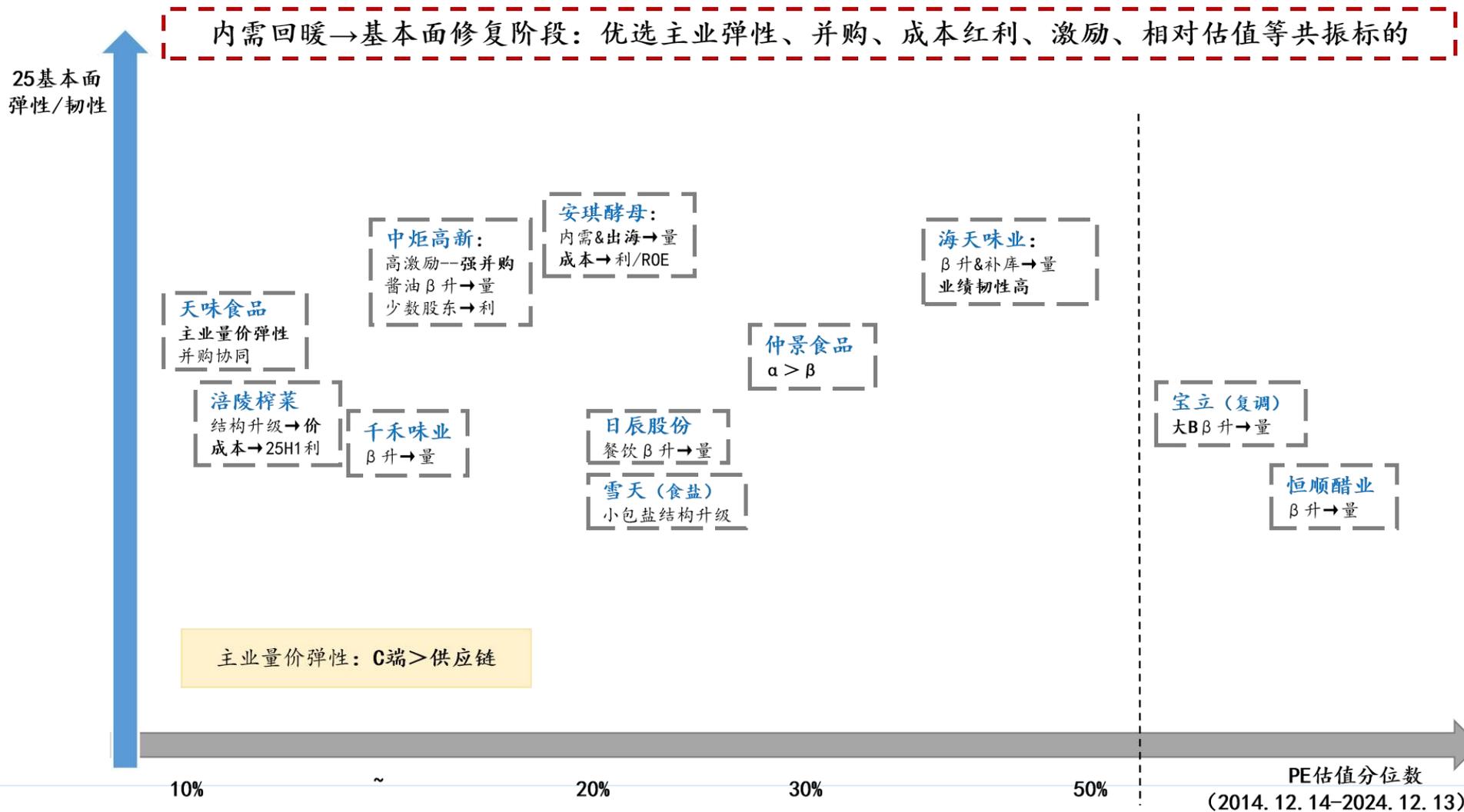


4. 草萤有耀终非火，供需量价见真章

4.3 调味品BC两端逻辑分化，核心看CPI驱动价格提升

- 内需改善→基本面修复预期下，25年调味发酵品的投资map:

图：25年A股调味发酵品投资逻辑图



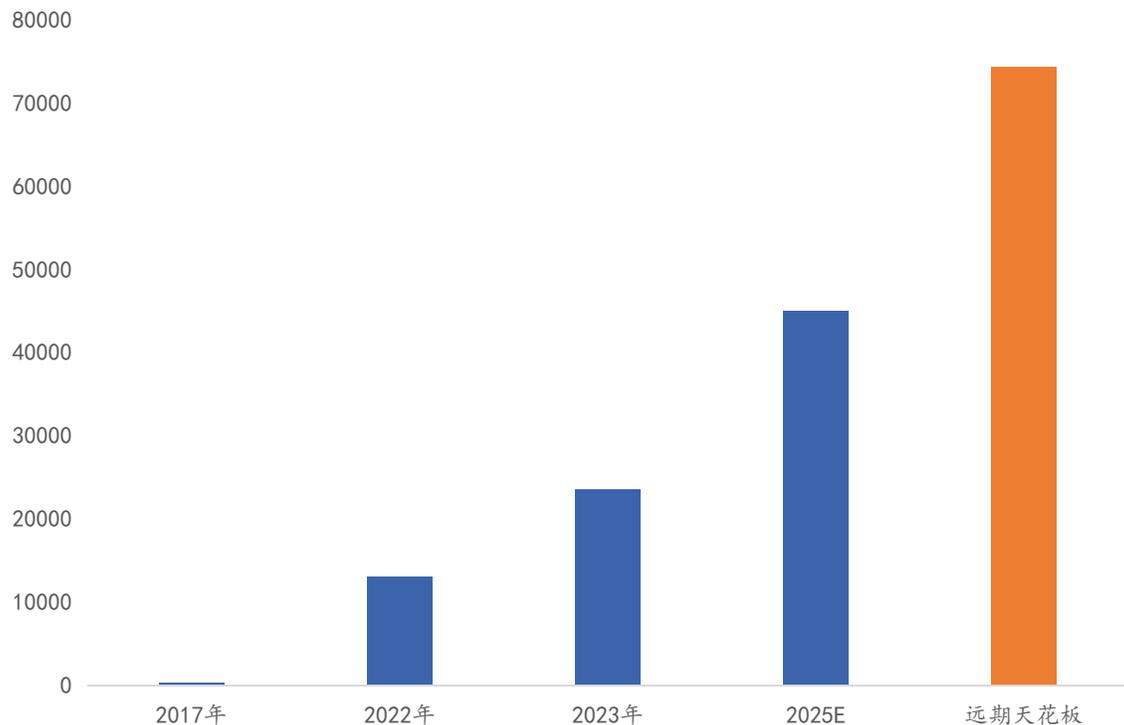
数据来源：ifind，华福证券研究所绘制；注：横轴采取PE-TTM，而中炬高新由于23年Q4将计提的预计负债冲回，使得Q4利润高基数，故对中炬采用24年一致预期下的pe

4、草莓有耀终非火，供需量价见真章

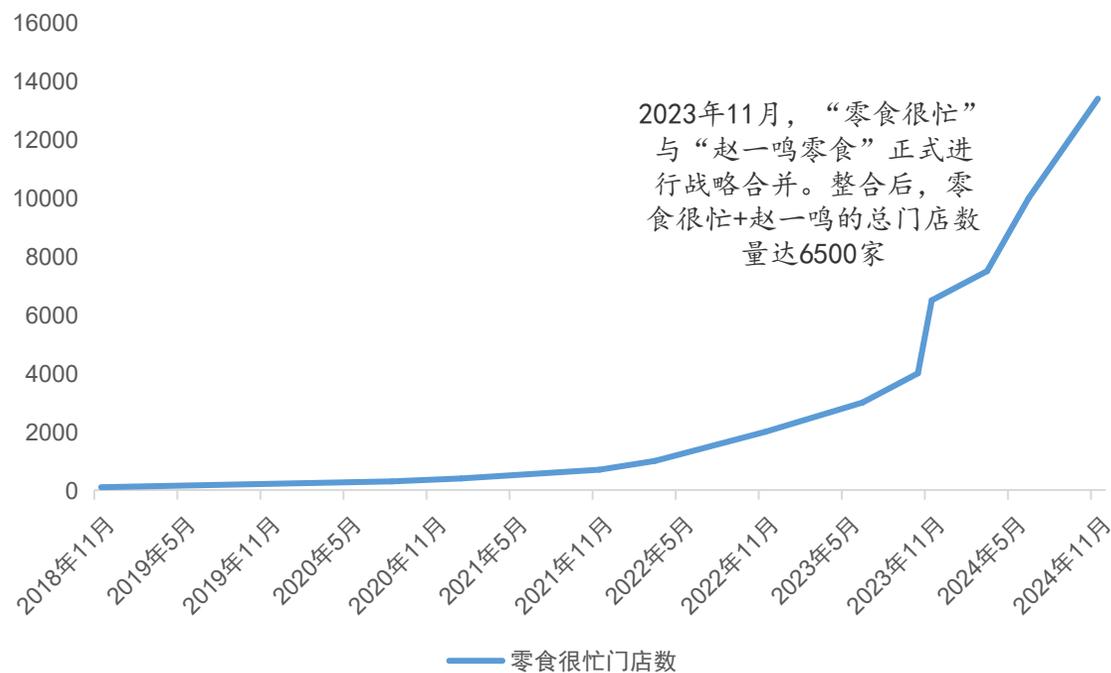
4.4 零食行业还看增量，扩渠道后看扩品

- 零食因为相对来说具有有品类、无品牌的特征，受渠道影响较大，此前板块的景气增长主要系线下量贩零食和线上抖音等渠道带来的增量，叠加当前消费降级的环境中，休闲食品的量具有韧性，受宏观影响较小所致。现阶段，量贩渠道对于消费者“多好快省”需求的满足目前仍相对高效，具备持续抢占其他渠道市场份额的能力，但经过此前行业的迅速增长和跑马圈地，量贩格局已相对明晰，2025年预计赛道整体增速放缓，将进入更加需要内外兼修的新阶段。

图：量贩零食行业门店数量及天花板测算（单位：家）



图：零食很忙门店数量（单位：家）



数据来源：零食很忙官网，零食很忙公众号，GeoQ，南方都市报，界面新闻，好想来官网，灼识咨询，钛媒体，华福证券研究所测算（港澳台地区门店不计算在内）

4、草萤有耀终非火，供需量价见真章

4.4 零食行业还看增量，扩渠道后看扩品

- 从报表端看，2024年前三季度，板块内多数公司Q1受益于春节旺季，表现较好，Q2企业间表现出现分化，随后高基数叠加受需求环境压力影响，多数企业营收出现放缓趋势。
- 具体来看，西麦食品燕麦产品稳健增长，大健康产品扩宽第二增长曲线，线下渠道稳健增长，线上积极投入抖音等渠道，24H1增长亮眼，为全年奠基较好基础。劲仔食品在持续高增长下，Q3受线上电商新媒体渠道下滑拖累，营收增速放缓，11月新品溏心鹌鹑蛋线上首发，预计对线上渠道可产生更好的带动作用。洽洽Q1在山姆渠道的销售情况较好，Q2营收同比下滑主要系进入淡季后消化库存所致。盐津铺子持续强化高景气度渠道，拓展新渠道，Q3渠道增速方面高势能会员店渠道>零食>定量流通>电商（35%）。三只松鼠得益于“高端性价比”战略的深入实施，以抖音渠道为核心引擎，加速铺市上新。
- 未来短期来看，Q4受益于春节备货，同时高毛利率的礼盒迎来销售旺季，休闲食品企业预计在营收和利润端有较好成长。中长期看，我国目前大单品数量较海外成熟市场较少，多数品类的头部集中度还在提升，龙头企业持续增长空间广阔。

表：板块重点公司营收同比增速

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
洽洽食品	-6.7%	8.3%	5.1%	-6.9%	36.4%	-20.2%	3.7%
盐津铺子	55.4%	57.6%	46.2%	20.2%	37.0%	23.4%	26.2%
三只松鼠	-38.5%	-3.1%	38.6%	29.2%	91.8%	43.9%	24.0%
劲仔食品	68.4%	35.2%	45.9%	26.5%	23.6%	20.9%	12.9%
甘源食品	22.2%	48.1%	37.3%	10.9%	49.8%	4.9%	15.6%
良品铺子	-18.9%	-18.0%	-4.5%	-16.0%	2.8%	-10.4%	-20.8%
好想你	11.4%	17.5%	8.6%	49.8%	19.1%	12.7%	-7.4%
西麦食品	10.6%	11.2%	30.6%	22.2%	46.1%	29.9%	6.5%

表：板块重点公司归母净利润同比增速

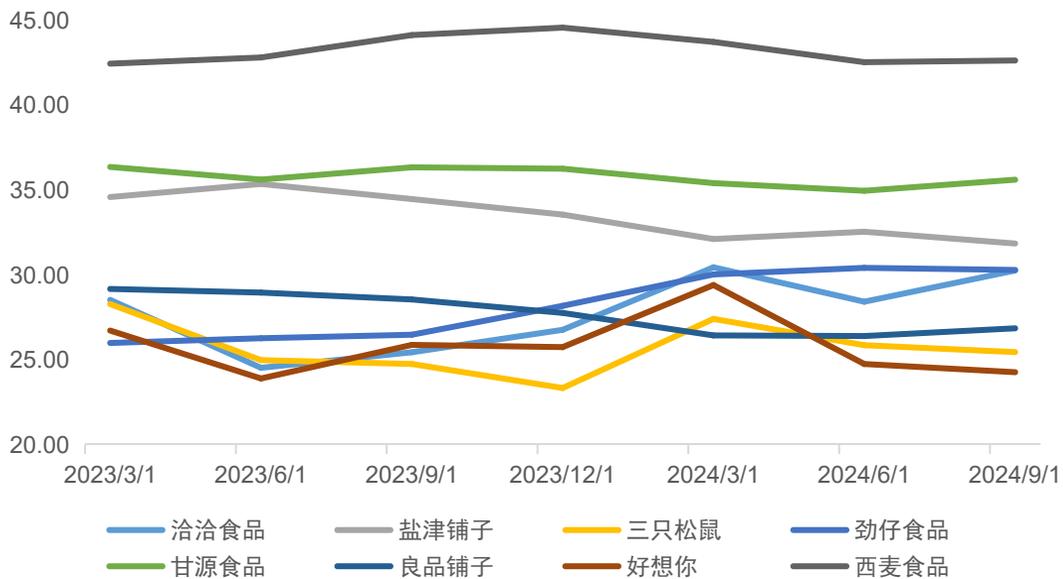
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
洽洽食品	-14.4%	-37.5%	-13.5%	-15.0%	35.1%	7.6%	21.4%
盐津铺子	81.7%	98.9%	67.3%	32.6%	43.1%	19.1%	15.6%
三只松鼠	18.7%	-52.0%	40.9%	41.1%	60.8%	-51.2%	221.9%
劲仔食品	95.4%	20.0%	48.6%	122.8%	87.7%	58.7%	42.6%
甘源食品	145.0%	246.5%	95.3%	67.1%	65.5%	16.8%	17.1%
良品铺子	59.8%	-59.5%	-97.9%	-122.9%	-58.0%	-195.0%	-325.2%
好想你	43.2%	391.2%	-59.5%	-91.9%	2.6%	60.1%	8.3%
西麦食品	39.0%	44.6%	-28.7%	-6.0%	14.6%	-17.4%	53.9%

4、草莓有耀终非火，供需量价见真章

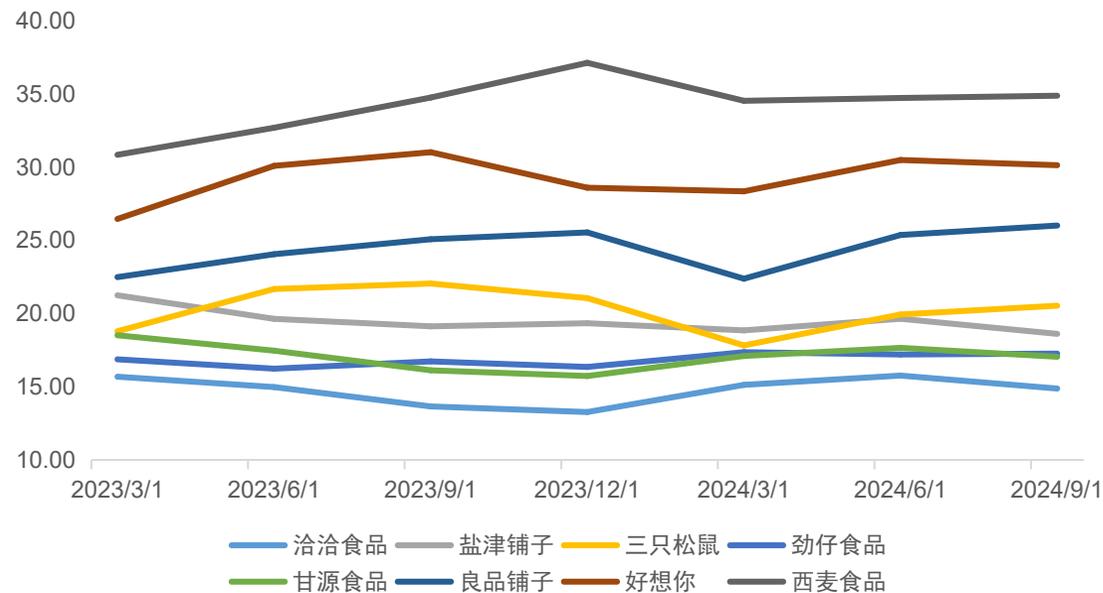
4.4 零食行业还看增量，扩渠道后看扩品

- 成本端**，受益于今年大豆、白糖等大宗商品价格回落，葵花子、鹌鹑蛋等重要原料价格下行，同时包材等采购价格下降，劲仔食品、洽洽食品等企业成本压力缓解，年初至今毛利率趋势向上，利润增长高于收入。但由于高性价比渠道持续增长，叠加行业受白牌和小品牌增长影响，竞争加剧等影响，成本红利充分释放受到一定影响，多数企业全年来看毛利率保持稳态。同时产品和渠道结构变化也对毛利率变动产生影响，如盐津毛利率持续下滑，部分系低毛利率产品和渠道占比提升所致。
- 费用端**，企业Q1春节旺季企业往往费用投入较大，24Q2多数企业销售费用率同比和环比有所上升，主要系1) 消费环境疲软，行业竞争加剧，影响费效比；2) 进入Q2淡季收入下降，但企业仍需稳定营销投入以维持销售并为旺季准备；3) 部分企业主动加大品牌费用投入加大曝光。展望后续，在需求偏弱、渠道向高性价比倾斜、竞争加剧的背景下，预计多数企业全年费用率同比或有所提升。

图：板块重点公司毛利率变化



图：板块重点公司销售费用率



目 录

- 财政政策及时雨，时来天地皆用力
- 浅滩卧龙终得水，估值静待花开日
- 老龄少子同风起，柳暗花明又一村
- 草萤有耀终非火，供需量价见真章
- **千锤万凿出深山，并购出海还复来**
- 投资建议

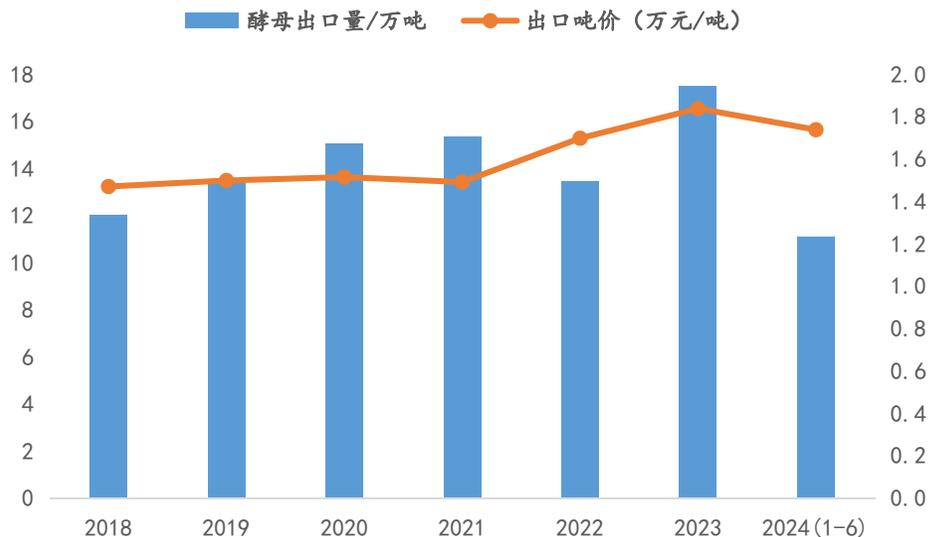
5. 千锤万凿出深山，并购出海还复来

5.1 食饮出海多不易，品牌输出和产能外迁需双管齐下

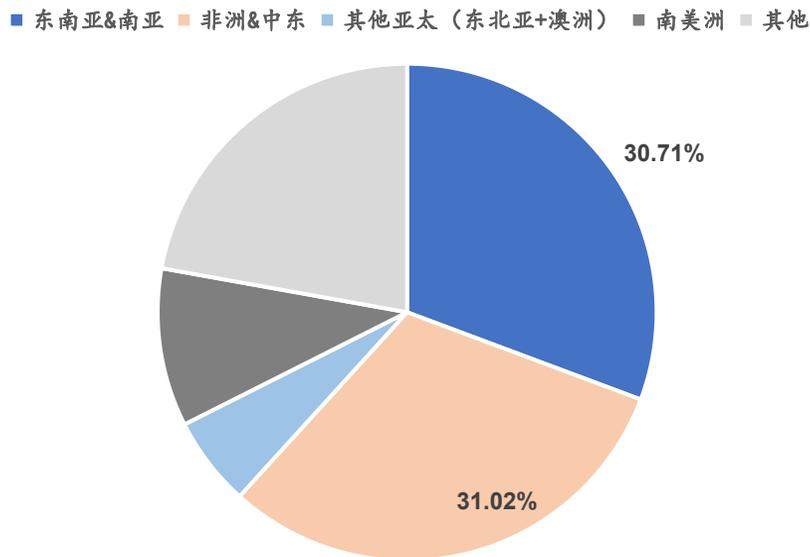
5.1.1 安琪酵母：从产品出口→产能出海逐级而上，海外增长势能延续

- 我国系全球酵母生产/出口大国，23年出口量增长至17.52万吨；24H1国内酵母需求疲软、价格竞争加剧→加速国内酵母出口
- 出口结构：中东非洲、东南亚&南亚等发展中国家系主要出口地区，23年合计占比约**62%**
- 原料价格、运价等成本周期波动等驱动酵母出口吨价整体在不断上行，2018-2023年吨价CAGR达**4.3%**
- 酵母出口增长来源：上述主销市场经济、人口结构好、增长快，消费意愿强，烘焙食品渗透→市场自然增量（全球酵母产能约206万吨）；龙头错位竞争，替代本土小厂份额

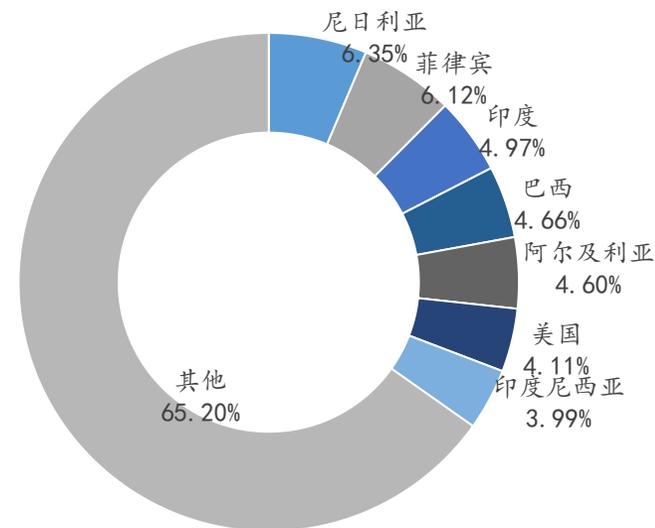
图：我国酵母出口量、价整体增长



图：2023年中国酵母出口核心区域占比



图：2023年中国酵母出口量主要国家占比



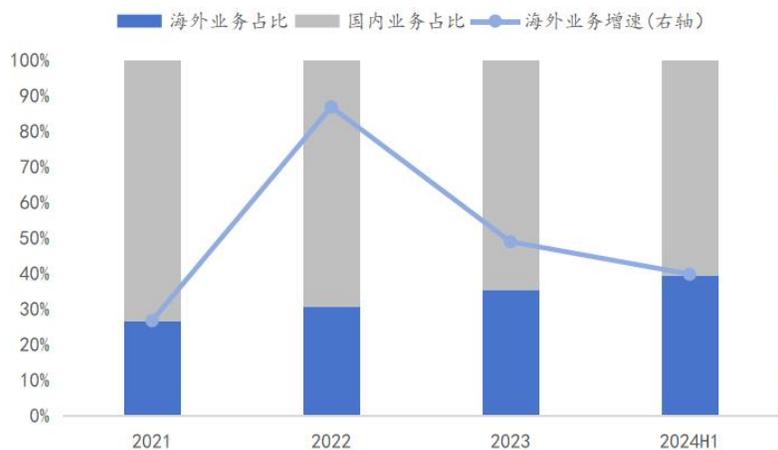
5. 千锤万凿出深山，并购出海还复来

5.1.1 安琪酵母：从产品出口→产能出海逐级而上，海外迎来高质量增长

➤ 海外产能爬坡，驱动公司量利齐增

- 海外业务引领公司增长；22年以来公司持续加码国际业务，营收占比持续提升至24H1的40%
- 海外经销商数量、单商收入齐增，市场基础牢固：2019-2023年海外经销商数量保持双位数增长，海外单商年收入从2017年近62→23年89万元
- 埃及工厂（最高效工厂）：盈利能力强（24H1净利率达35%），预计全年营收达10亿规模，随着2万吨新产能投产，未来短期或贡献营收4.3-5亿元，对应净利润0.9-1.3亿元
- 俄罗斯工厂：短期存在产能爬坡（0.8万吨）逻辑、中长期存在潜在的吨价修复空间； 规划印尼工厂：深挖东南亚市场机遇

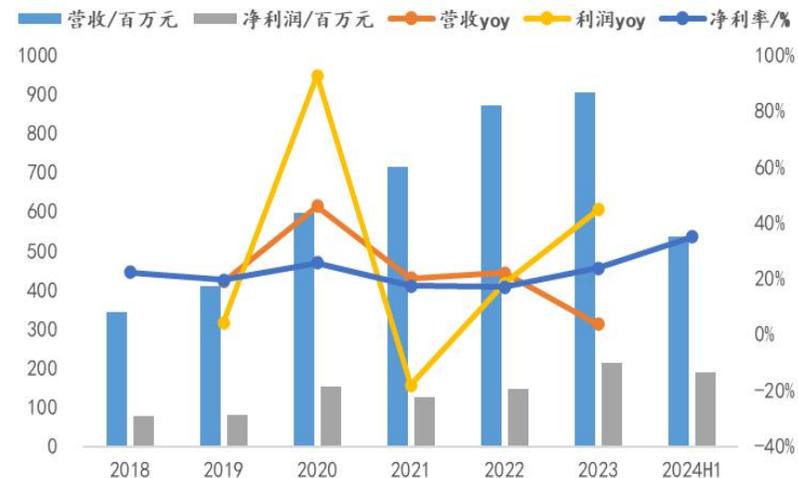
图：公司国际市场近年增长跃迁



图：海外持续招商，单商收入不断增长（家，百元，%）



图：埃及子公司营收、利润、对应yoy、净利率



5. 千锤万凿出深山，并购出海还复来

5.1.2 家联科技：从产能出海→产能出海势能延续，品质支撑扩展市场

- 作为国内生物降解塑料行业的领军企业，家联科技面对全球限塑政策和海外市场需求变化，通过以下两方面实现突破：
 - 产能外迁：为规避美国加征关税等贸易壁垒，家联科技于2023年5月宣布计划投资不超过3亿元人民币，在泰国设立子公司并建设生产基地。这一举措旨在更好地满足海外客户需求，拓展国际业务，并提升公司应对宏观环境波动和国际贸易格局变化的能力。
 - 品牌输出：家联科技通过收购美国Sumter Easy Home, LLC公司，拓展家居用品领域，利用其在家居用品领域的品牌优势，提升海外市场占有率。此外公司与宜家、沃尔玛、亚马逊等国际知名企业合作，利用国际知名企业的品质背书进一步提升自身品牌影响力。

图：业务遍布全球，下游覆盖多家海外知名企业

地区	海外知名客户
北美	Sysco、Walmart、Costco、Target、Safeway、USFood、Dart、Amazon、Loblaws、Sams Club
欧洲	IKEA、Edeka、Lidl、Aldi、Rewe、Tesco
澳大利亚	Woolworths

图：家联科技工厂车间样貌

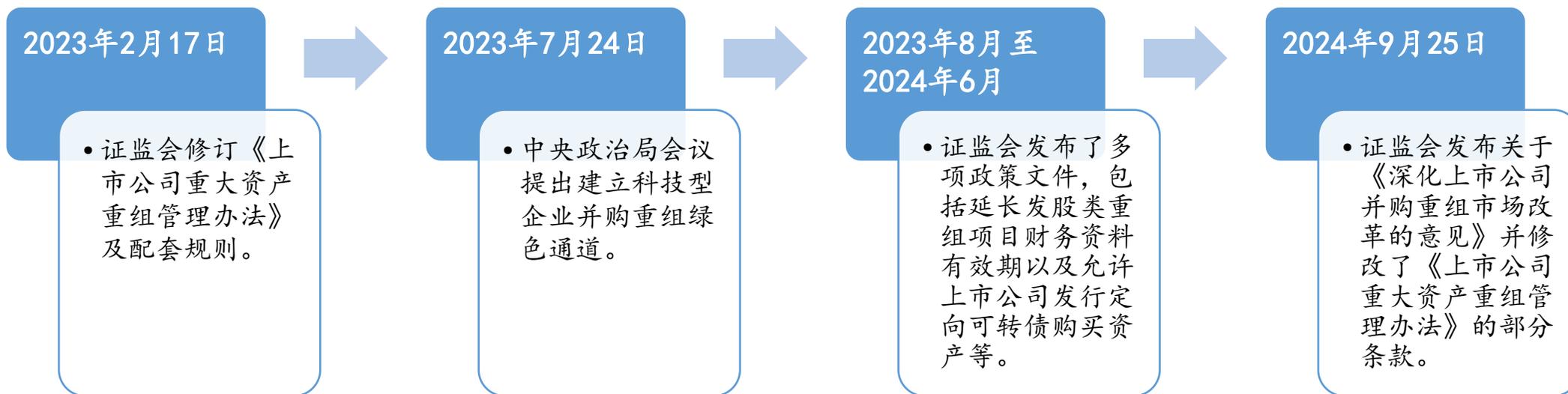


5. 千锤万凿出深山，并购出海还复来

5.2 食饮并购更不易，精挑细选实现价值双击

➤ **政策端反复强化，迭代引领市场环境优化。**近年来我国并购重组政策持续优化，主要包括提供灵活便利的政策框架、设立绿色通道以支持科技型企业发展、细化操作规则以提升市场效率，以及通过“并购六条”激发市场活力。这些政策涵盖了优化重组条件、降低操作门槛、丰富支付方式以及支持新兴和未来产业并购等方面，旨在促进资本市场健康发展。政策更新体现出国家服务创新驱动发展、推动国企改革与市场化整合、提升市场效率与活力以及支持新兴产业发展的核心战略。通过优化资源配置，聚焦科技型企业和战略性新兴产业，以及根据规则精细化解决市场操作的实际痛点，为企业提供更包容和高效的市场环境。

图：并购重组政策时间轴



5. 千锤万凿出深山，并购出海还复来

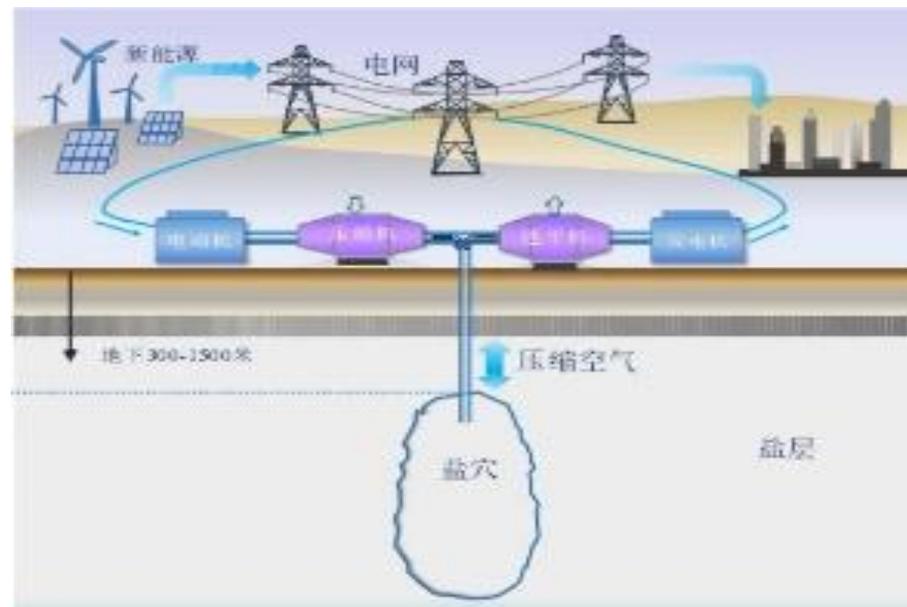
5.2 食饮并购更不易，精挑细选实现价值双击

➤ 从单一消费逻辑向多元化业务布局转变，精选协同业务再创辉煌。雪天盐业原本专注于传统消费市场（如食用盐业务），其增长主要依赖基础消费品的稳定需求。在政策鼓励资源整合和并购的背景下，企业逐步扩展到关联产业链上游和下游，切入盐化工、新能源等领域。例如，公司布局电池级纯碱和钠电池正极材料等高附加值领域，不仅延伸了自身的产业链，还增强了行业抗风险能力，推动企业从单一消费逻辑向综合产业化布局转型。雪天盐业抓住新能源行业快速增长的机遇，逐步涉足碳酸钠产品在钠离子电池中的应用。此外，企业的这类转型在抢占新兴产业技术高地的同时，也增强了企业的市场可持续发展能力。

图：雪天盐业匠造高纯多元井矿盐



图：雪天盐业布局盐穴压缩空气储能项目



目 录

- 财政政策及时雨，时来天地皆用力
- 浅滩卧龙终得水，估值静待花开日
- 老龄少子同风起，柳暗花明又一村
- 草萤有耀终非火，供需量价见真章
- 千锤万凿出深山，并购出海还复来
- **投资建议**

6、投资建议

□ 五条主线对应的标的：

- 财政政策及时雨，时来天地皆用力：白酒推荐贵州茅台、古井贡酒、舍得酒业；餐饮推荐百胜中国、同庆楼，建议关注海底捞
- 浅滩卧龙终得水，估值静待花开日：乳制品推荐伊利股份，建议重点关注蒙牛乳业、新乳业，以及优然牧业、现代牧业周期性机会；啤酒建议重点关注青岛啤酒（H股）
- 老龄少子同风起，柳暗花明又一村：低度酒推荐百润股份；保健品建议关注仙乐健康、百合股份；宠物行业推荐中宠股份、乖宝宠物；悦己消费推荐名创优品
- 草萤有耀终非火，供需量价见真章：调味品推荐中炬高新、天味食品、雪天盐业；零食建议关注甘源食品、西麦食品
- 千锤万凿出深山，并购出海还复来：出海推荐安琪酵母

目 录

- 财政政策及时雨，时来天地皆用力
- 浅滩卧龙终得水，估值静待花开日
- 老龄少子同风起，柳暗花明又一村
- 草萤有耀终非火，供需量价见真章
- 千锤万凿出深山，并购出海还复来
- 投资建议
- **风险提示**

7、风险提示

- **宏观经济政策不及预期风险:**随着9月24日政策端持续发力, 内需修复预期不断走强; 如明年经济刺激力度、消费复苏数据验证不及预期, 板块将面临调整性风险。
- **食品安全风险:**如若行业内或公司出现食品安全问题, 将影响全行业及相关产业链的终端销售情况, 从而对公司经营及盈利能力带来不利影响。
- **原材料成本大幅波动的风险:**例如餐饮、啤酒、休闲食品原材料成本占比较高, 上游原材料价格大幅波动将影响相关行业公司的盈利能力

分析师声明及一般声明

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明及投资声明评级

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

