



拨云见月，孕育新机

—— 食品饮料行业 2025 年投资策略

食品饮料分析师：刘光意 食品饮料分析师：刘来珍

食品饮料研究助理：彭潇颖



拨云见月，孕育新机

—— 食品饮料行业 2025 年度策略

2024 年 12 月 31 日

核心观点

- **2024 年复盘：需求复苏较慢导致食品饮料行业表现较弱。**从年内来看，食品饮料行业指数走势与需求复苏节奏基本一致，24Q1 板块利润同比增速为年内高点，对应指数呈现上涨趋势；24Q2 增速放缓，对应指数回调；24Q3 部分板块业绩环比改善，叠加 9 月国内政策发力，指数明显回升。
- **2025 年展望：需求温和改善背景下关注行业结构性机会。**若 2025 年宏观经济回暖叠加相关消费刺激政策落地，有望推动需求端温和改善，建议持续关注 C 端具备中长期产业逻辑的板块，同时预计顺周期属性较强+竞争格局较好的板块亦受益。与市场观点不同，我们认为除了经济周期波动之外，人口结构变化与下游渠道变革将孕育诸多新的机会，这些线索将在 2025 年进一步显现。
- **酒类：白酒底部等待需求好转，啤酒等待即饮需求修复。**1) 白酒，行业在 2024 年明显收缩以及价格呈现下降趋势；预计 2025 年行业在政策刺激下需求逐步好转，销量温和修复。价格风险已大部分释放，接下来会趋于稳定。行业当前处于磨底阶段，我们对 2025 年春节销售状况展望中性，预计 2025Q2 后逐步好转。从资金配置和估值上来看，板块都处于底部位置。企业分红比例仍有提升空间。预计 2025 年行业延续集中分化趋势。2) 啤酒，2024 年量价表现疲弱，2025 年随着政策继续加大支持消费，预计行业稳中向好，竞争格局稳定，短期弹性更多与餐饮景气度相关，非即饮消费占比提升的中长期趋势也将持续。预计企业利润仍稳步增长，资本开支稳定，分红比例或进一步提升。
- **非酒类：预计板块业绩韧性延续，建议关注三条主线。**2024 年非酒板块具备业绩韧性，预计 2025 年趋势有望延续并且呈现结构性投资机会，建议关注：1) C 端长期产业逻辑清晰的板块，如零食、饮料、C 端调味品，受益于新渠道或新场景放量等因素，销量端保持较好增长并且价格端波动相对可控。2) 24H2 业绩边际改善+中长期产业周期有望反转的板块，如乳制品行业或受益于原奶周期反转；3) 顺周期方向的板块，如 B 端调味品与部分餐饮供应链，其中重点关注竞争格局较优、前期资本开支不多的细分领域。
- **投资建议：**1) 白酒板块，稳健标的关注：贵州茅台、五粮液、山西汾酒、迎驾贡酒、今世缘、古井贡酒；弹性标的关注：水井坊、泸州老窖。2) 啤酒板块，关注青岛啤酒股份、华润啤酒、燕京啤酒。3) 非酒板块，C 端布局结构性机会、B 端布局顺周期弹性，个股关注东鹏饮料、华润饮料、欢乐家；劲仔食品、三只松鼠、洽洽食品；海天味业、中炬高新、天味食品；安井食品、宝立食品；伊利股份、新乳业。
- **风险提示：**需求复苏不及预期的风险，价格持续下跌的风险，竞争改善不及预期的风险，渠道变革冲击超预期的风险，食品安全风险。

重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600519	贵州茅台	67.2	75.2	82.9	23	20	18	推荐
000858	五粮液	8.3	9.0	9.7	17	16	14	推荐
605499	东鹏饮料	6.3	8.2	10.2	39	30	24	推荐
600887	伊利股份	1.9	1.8	1.9	16	17	15	推荐

资料来源：Wind、中国银河证券研究院。注：数据截至 2024 年 12 月 31 日。

食品饮料行业

推荐 维持

分析师

刘光意

☎: 010-2025-2650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070002

刘来珍

☎: 021-2025-2647

✉: liulaizhen_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523040001

研究助理

彭潇颖

✉: pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2024-12-31



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 银河证券食品饮料行业 2024 年中期策略：下半年需求温和改善预期下选强α标的
2. 银河证券食品饮料行业 2024 年度策略：供需矛盾缓解

目录

Catalog

一、 行业整体：2025 年或温和改善，关注结构性机会	4
(一) 2024 年复盘	4
(二) 2025 年展望	4
二、 白酒：底部等待需求好转	6
(一) 行业周期：明显收缩后磨底	6
(二) 上市公司报表业绩：风险释放后等修复	7
(三) 资金配置：底部有支撑	7
(四) 估值：处于历史偏低位置	8
(五) 分红：分红比例仍有提升空间	9
(六) 重点公司	9
三、 啤酒：等待即饮需求修复	11
(一) 2024 年行业量价疲软，期待 2025 年需求修复	11
(二) 重点公司	12
四、 饮料：关注竞争趋缓、性价比与景气品类三大方向	13
(一) 2024 年复盘：需求具备韧性，头部企业表现更优	13
(二) 2025 年展望：关注竞争趋缓、性价比与景气品类三大方向	14
(三) 重点公司	17
五、 零食：产业逻辑有望延续，渠道变革步入下半程	19
(一) 2024 年复盘：收入稳健增长，业绩有所分化	19
(二) 2025 年展望：关注品类+渠道红利进入新阶段后的成长节奏	20
(三) 重点公司	24
六、 调味品与餐饮链：关注结构性机会与顺周期复苏	25
(一) 2024 年复盘：C 端韧性更强，B 端承压明显	25
(二) 2025 年展望：C 端关注结构性机会，B 端关注顺周期复苏弹性	25
(三) 重点公司	29
七、 乳制品：原奶价格有望企稳，龙头调整利于轻装上阵	30
(一) 2024 年复盘：终端需求持续承压，原奶成本红利仍存	30
(二) 2025 年展望：关注供需逐渐平衡后原奶价格企稳	31
(三) 重点公司	34
八、 投资建议	36
九、 风险提示	38

一、行业整体：2025 年或温和改善，关注结构性机会

(一) 2024 年复盘

食品饮料指数走势较弱，全年跑输万得全 A 大盘。2024 年 1 月 1 日至 12 月 31 日期间，食品饮料行业跌幅-8.0%，相对于 Wind 全 A 指数的超额收益为-18.0%，在 31 个子行业中排名第 28。板块内部来看，软饮料、零食、啤酒、乳品、调味发酵品实现正收益，分别为+32.2%、+19.8%、+10.7%、+9.2%、+3.7%；肉制品、烘焙食品、白酒、保健品、预加工食品相对承压，分别-8.2%、-11.0%、-13.1%、-13.6%、-21.2%。

图1：2024 年至今食品饮料累积涨幅在全行业位居第 28 名

	银行	非银金融	通信	家用电器	电子	汽车	商贸零售	交通运输	公用事业	国防军工	石油石化	建筑装饰	机械设备	计算机	煤炭	综合
涨跌幅	34.4%	30.2%	28.8%	25.4%	18.5%	16.3%	13.7%	13.0%	10.2%	7.1%	6.2%	5.6%	5.0%	4.4%	4.4%	3.2%
超额收益	24.4%	20.2%	18.8%	15.4%	8.5%	6.3%	3.7%	3.0%	0.2%	-2.9%	-3.8%	-4.4%	-5.0%	-5.6%	-5.6%	-6.8%

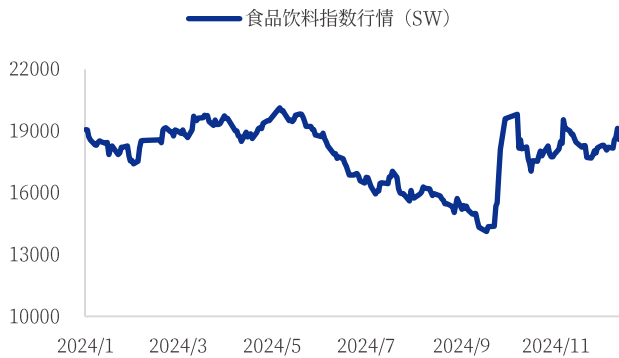
	有色金属	电力设备	传媒	环保	钢铁	房地产	基础化工	社会服务	纺织服饰	建筑材料	轻工制造	食品饮料	美容护理	农林牧渔	医药生物
涨跌幅	3.2%	3.1%	2.2%	1.9%	0.2%	-2.1%	-5.1%	-5.1%	-5.3%	-5.9%	-6.0%	-8.0%	-10.3%	-11.6%	-14.3%
超额收益	-6.8%	-6.9%	-7.8%	-8.1%	-9.8%	-12.2%	-15.1%	-15.1%	-15.3%	-15.9%	-16.0%	-18.0%	-20.3%	-21.6%	-24.3%

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

注：数据截至 2024 年 12 月 31 日

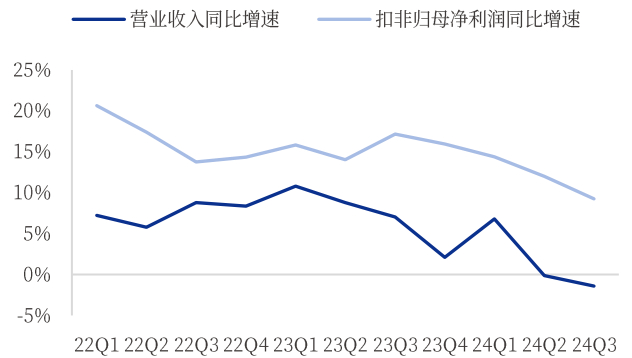
基本面复苏节奏较慢是核心因素。2024 年前三季度，板块收入与利润增速较 2023 全年放缓；从年内节奏来看，食品饮料指数走势与基本面增速变化基本一致，即 24Q1 板块收入与利润同比增速为年内较高点，对应指数呈现上涨趋势；24Q2 基本面增速放缓，对应指数回调；24Q3 基本面增速持续放缓，但部分板块业绩改善，叠加 9 月政策发力，对应指数明显回升。

图2：食品饮料行业指数 2024 全年走势 (SW 行业指数)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图3：食品饮料行业单季度收入、利润增速 (SW 行业指数)



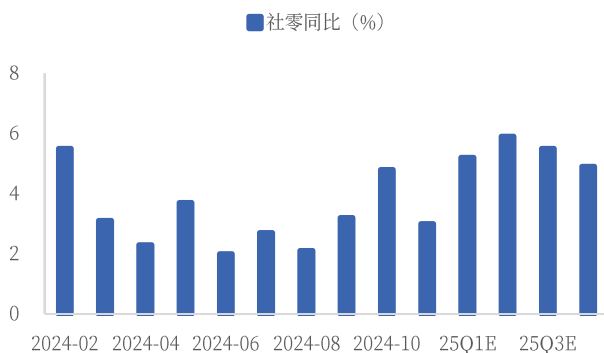
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(二) 2025 年展望

展望 2025 年，我们认为若宏观经济向好、通胀稳步回升，食品饮料行业需求端或温和改善，重点关注受益于政策刺激、竞争格局较好/改善、渠道库存较优的细分板块。

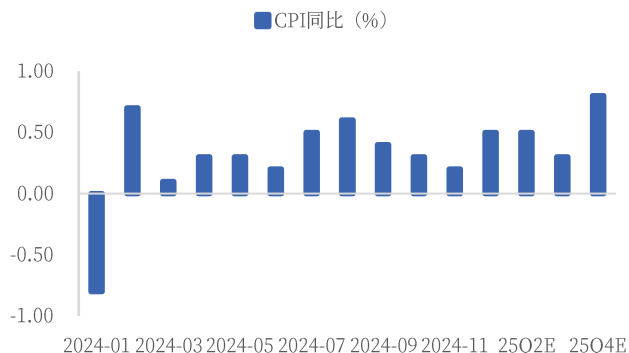
基本面：根据银河证券总量团队的判断（详见报告《攻守兼备，以进促稳—2025 年宏观经济展望》），2025 年看好内需修复，中性预计全年 GDP 增速 5.0%，社零增速 5.4%，CPI 增速均值上行至 0.5%，两项消费指标均好于 2024 年。

图4：2025 年社零增速有望回升



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图5：2025 年 CPI 有望温和回升



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

估值：纵向来看，截至 2024 年 12 月 31 日，食品饮料指数 PE (TTM) 约 21X，处于近 10 年历史底部区间（分位点约 3.7%），相较于全 A 的市盈率比值亦处于历史底部。

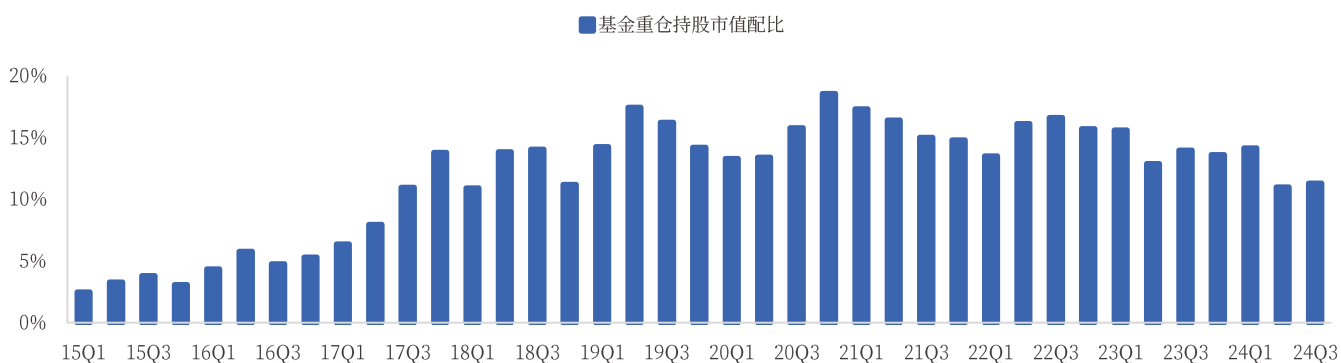
图6：食品饮料指数估值处于近 10 年底部



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

持仓：2024 年食品饮料行业的基金重仓市值占比整体呈现减配趋势，处于最近 5 年的底部位置，接近最近 10 年的中枢位置；从年内节奏来看，24Q1 为年内高点，24Q2 明显减配，24Q3 环比小幅上升。

图7：食品饮料板块重仓股持股市值占比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

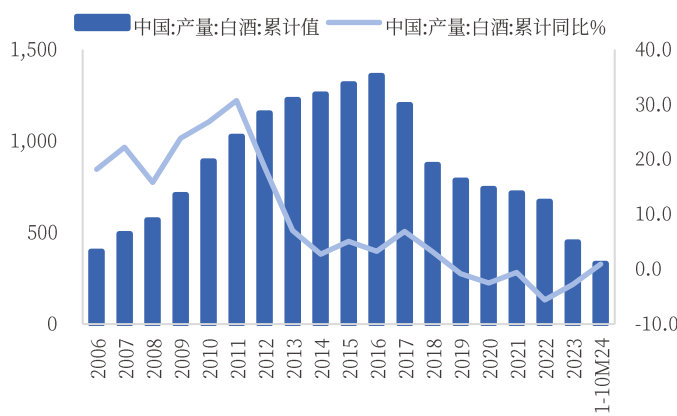
二、白酒：底部等待需求好转

(一) 行业周期：明显收缩后磨底

2019年白酒行业产量开始负增长，2019-2021年销量降幅不大，产品价格仍在上行通道，行业容量仍在扩张。2022年价格泡沫破裂，疫情管控下消费场景缺失使销量跌幅扩大，行业开始进入收缩阶段。2023年疫情管控放开消费场景恢复，销量降幅收窄，价格平稳。2024年受经济周期影响消费需求走弱，比较明显的是价格的下降（包括茅台价格下降和消费降级）；年内累计产量变化幅度并不大，但是在下半年呈现明显走弱趋势。

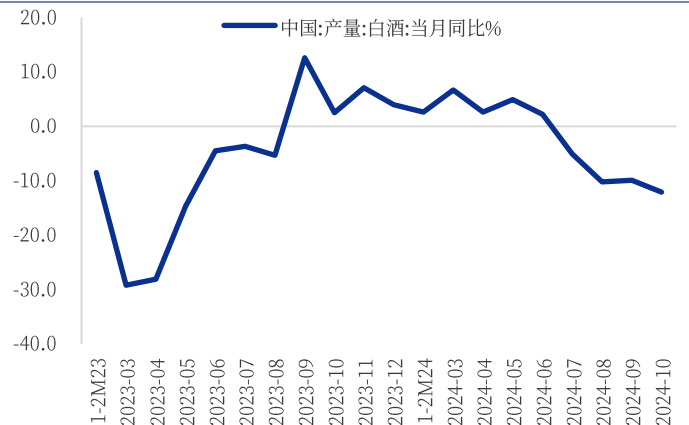
对2025年白酒行业趋势的判断：在内需政策刺激下需求逐步好转，销量会逐步温和修复。价格风险已大部分释放，接下来会趋于稳定。行业当前处于一个磨底阶段，我们对2025年春节销售状况展望中性，预计2025Q2后逐步好转。

图8：中国白酒行业产量年度累计值及累计同比



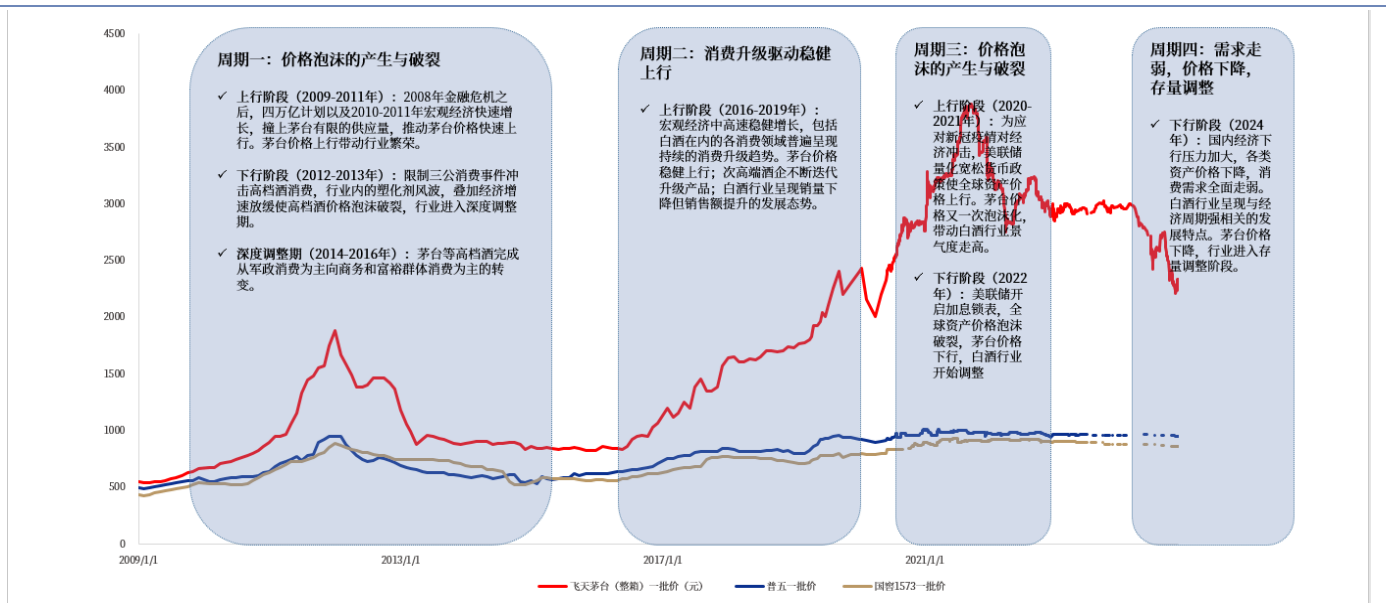
资料来源：中国酒业协会，中国银河证券研究院

图9：中国白酒行业产量月度同比



资料来源：中国酒业协会，中国银河证券研究院

图10：白酒行业的几轮周期

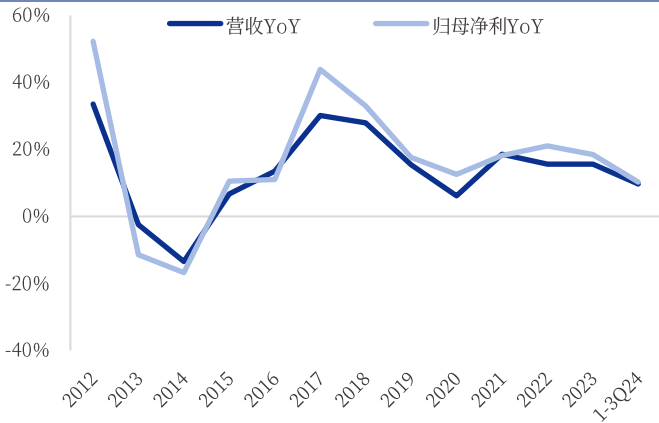


资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

(二) 上市公司报表业绩：风险释放后等修复

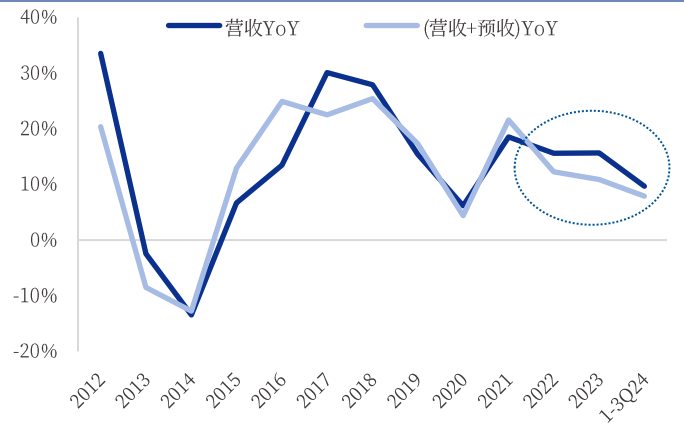
在 2012-2014 年的周期波动中，由于事件冲击导致行业波动幅度较大，上市公司的业绩波动幅度也比较大，且及时反映。在 2019 年以来的这一轮周期波动中，上市公司的业绩增速波动幅度不大且滞后。一方面因行业集中度提升的中长期趋势未改，另一方面渠道商承担了缓冲压力（2022-2024 年）。**2024 年行业明显收缩，上市公司报表业绩开始反映行业压力。**自 2024 年 Q2 开始上市公司报表业绩增速放缓，2024Q3 除贵州茅台、金徽酒（24Q2 有调整）外业绩增速全面放缓。

图11：A 股 18 家白酒上市公司历年合计营收和净利同比增速



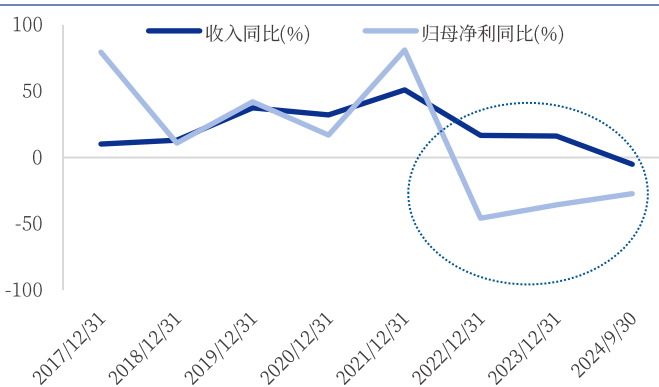
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图12：A 股 18 家白酒上市公司历年合计（营收+预收款）增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图13：华致酒行收入和归母净利同比增速



资料来源：华致酒行公司公告, 中国银河证券研究院

图14：各白酒公司季度收入同比增速

证券代码	证券简称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
600519.SH	贵州茅台	19%	20%	13%	20%	18%	17%	16%
000858.SZ	五粮液	13%	5%	17%	14%	12%	10%	1%
000568.SZ	泸州老窖	21%	30%	25%	9%	21%	11%	1%
600809.SH	山西汾酒	20%	32%	14%	27%	21%	17%	11%
002304.SZ	洋河股份	16%	16%	11%	-22%	8%	-3%	-45%
000596.SZ	古井贡酒	25%	27%	23%	9%	26%	17%	13%
603369.SH	今世缘	27%	31%	28%	27%	23%	22%	10%
603198.SH	迎驾贡酒	22%	29%	22%	19%	21%	19%	4%
600702.SH	舍得酒业	7%	32%	8%	28%	4%	-23%	-31%
000799.SZ	酒鬼酒	-43%	-32%	-37%	22%	-49%	-13%	-67%
600779.SH	水井坊	-40%	2%	21%	51%	9%	17%	0%
603589.SH	口子窖	21%	34%	5%	10%	11%	6%	-22%
600559.SH	老白干酒	10%	10%	13%	18%	13%	9%	0%
600199.SH	金种子酒	25%	31%	43%	7%	-3%	-26%	-54%
000860.SZ	顺鑫农业	5%	-19%	0%	-31%	-1%	-23%	-37%
603919.SH	金徽酒	27%	21%	48%	17%	20%	8%	16%
600197.SH	伊力特	19%	-6%	144%	86%	12%	4%	-23%
002646.SZ	天祐德酒	-6%	53%	44%	42%	33%	-12%	-19%
合计		15%	17%	15%	15%	15%	11%	1%

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

对白酒公司 2025 年报表业绩表现的判断：不少酒企放松了 2024 年目标回款要求，以保障市场良性，为 2025 年开门红作准备。因此预期 24Q4 报表业绩增速继续放缓；2025Q1 增速对比 24Q4 会有改善，但幅度不会太大因 24Q1 高基数，且会呈现更明显的分化。预计随着政策刺激拉动需求，预计 2025 年下半年报表业绩同比表现将改善。

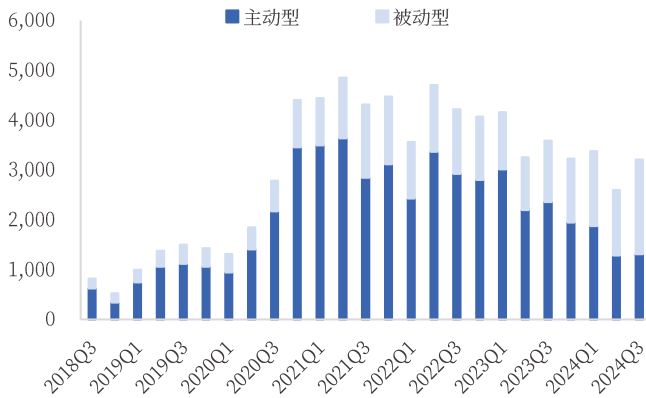
(三) 资金配置：底部有支撑

从资金配置上来看，白酒板块估值处于底部位置。从数量上来看，主动型公募基金从 2023 下半年开始比较坚定地减持白酒股。2024Q3 主动型基金对白酒板块重仓持股市值占比接近 2018 年水平，行业当前的状况也和 2018 年时类似，说明仓位过重风险已经释放。2024Q2 开始，被动型基金

对白酒板块的重仓持股金额已超过主动型基金，2024Q3 指数型基金总规模的增加使白酒板块的被动型基金重仓持股金额进一步增加，这意味着白酒板块市值获得更多资金支撑。

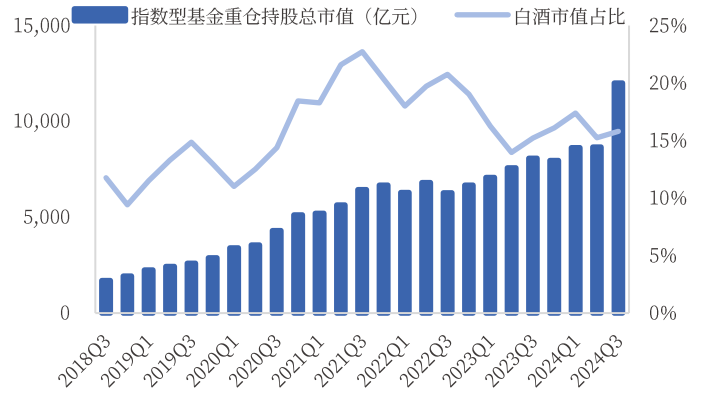
从个股重仓配置来看，2024Q3 迎驾贡酒、老白干酒、顺鑫农业获得逆势加仓；泸州老窖、今世缘的仓位缩减比较明显。

图15：公募基金白酒板块持股市值（亿元）



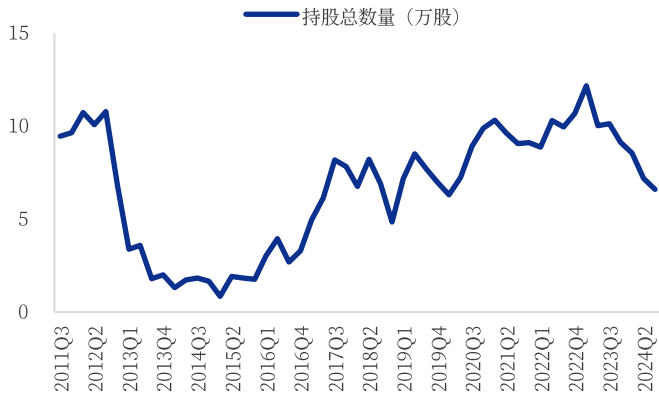
资料来源：公募基金季报，Wind，中国银河证券研究院。备注：我们按照Wind开放式基金分类，定义主动型基金=普通股票型基金+混合型基金+债券型基金；被动型基金=被动指数型基金+增强指数型基金。

图16：公募基金白酒板块持股数量（亿股）



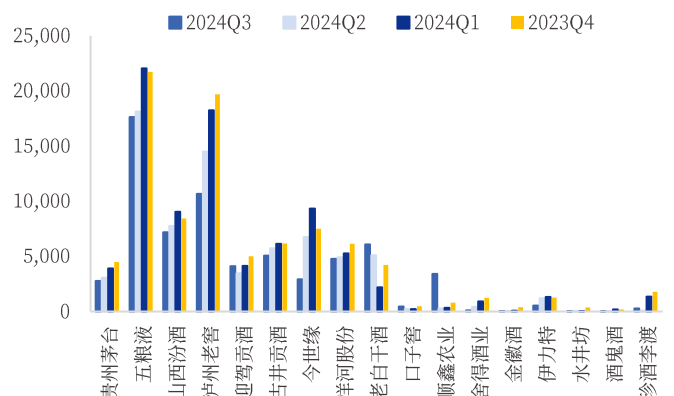
资料来源：公募基金季报，Wind，中国银河证券研究院

图17：主动型公募基金对白酒板块持股数量



资料来源：公募基金季报，中国银河证券研究院

图18：近4个季度主动型基金重仓持股数量变化

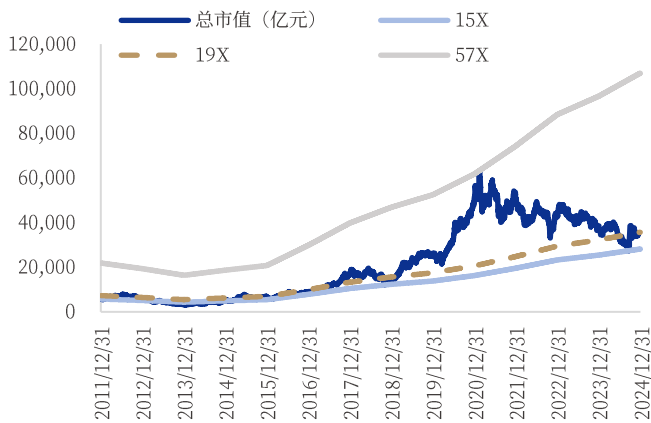


资料来源：公募基金季报，Wind，中国银河证券研究院

（四）估值：处于历史偏低位置

在 2024 三季报披露后市场进行了白酒企业 2024 年、2025 年盈利预测下修。结合我们的预测，目前板块整体 Fw1Y P/E 约在 19 倍，对比历史来看仍处于偏低位置。

图19: 白酒板块 P/E



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 白酒个股 2024-25 利润预测和 P/E

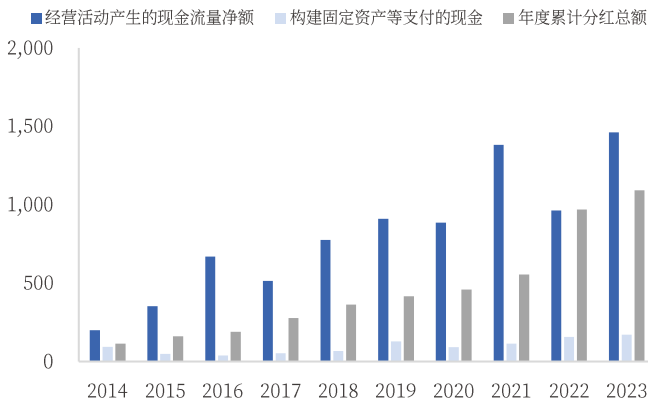
	市值 (亿元)	2024E (亿元)	2025E (亿元)	2024E	2025E
贵州茅台	19,119	845	944	23	20
五粮液	5,559	324	350	17	16
山西汾酒	2,348	124	141	19	17
泸州老窖	1,918	140	153	14	13
洋河股份	1,280	80	78	16	16
古井贡酒	932	56	66	17	14
今世缘	567	36	41	16	14
迎驾贡酒	446	28	33	16	14
水井坊	267	14	15	19	18
口子窖	236	17	19	14	13
舍得酒业	236	9	10	27	25
老白干酒	195	8	9	24	21
酒鬼酒	184	2	2	93	74
顺鑫农业	143	5	7	26	21
金徽酒	101	4	5	25	21
伊力特	84	3	4	25	22

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(五) 分红: 分红比例仍有提升空间

2022 年以来以茅台为引领, 分红金额有明显提升。茅台以外的企业分红比例仍有提升空间。

图21: 白酒板块企业现金流和分红 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 白酒企业分红比例

证券简称	2020	2021	2022	2023	股息率% (2023)	分红规划
贵州茅台	52%	52%	96%	84%	3.2	2024-2026年每年分红比例不低于75%
五粮液	50%	50%	55%	60%	3	2024-2026年每年分红比例不低于70%, 且不低于200亿元 (含税)
泸州老窖	50%	60%	60%	60%	3.7	
山西汾酒	6%	41%	50%	51%	2	
洋河股份	60%	60%	60%	70%	5.2	2024-2026年每年分红比例不低于70%, 且不低于70亿元 (含税)
古井贡酒	41%	51%	50%	52%	2.2	
今世缘	36%	36%	36%	40%	2.1	
迎驾贡酒	59%	52%	52%	45%	2	
舍得酒业	26%	21%	30%	40%	2.8	
酒鬼酒	46%	47%	40%	59%	1.6	
水井坊	80%	30%	30%	35%	1.6	
口子窖	56%	52%	58%	52%	3.5	
老白干酒	43%	35%	39%	62%	2	
金种子酒	0%	0%	0%	0%	0	
顺鑫农业	18%	18%	0%	0%	0	
金徽酒	37%	34%	54%	60%	1.8	
伊力特	56%	62%	117%	54%	2.1	
天佑德酒	0%	37%	38%	70%	1.2	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(六) 重点公司

我们预计 2025 年白酒行业将继续延续集中分化趋势。稳健标的关注: 贵州茅台, 五粮液, 山西汾酒, 迎驾贡酒, 今世缘, 古井贡酒; 弹性标的关注: 水井坊, 泸州老窖。

表1: 白酒重点公司盈利预测和估值

名称	收盘价 (元, 2024/12/31)	EPS (元)			P/E		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
贵州茅台	1,524.00	67.2	75.2	82.9	23	20	18
五粮液	140.04	8.3	9.0	9.7	17	16	14
山西汾酒	184.21	10.2	11.5	13.0	18	16	14
今世缘	45.23	2.9	3.3	3.8	16	14	12
迎驾贡酒	53.94	3.4	3.9	4.4	16	14	12
古井贡酒	173.30	10.7	12.4	14.1	16	14	12
泸州老窖	125.20	9.7	10.4	11.5	13	12	11
水井坊	53.52	2.8	3.1	3.4	19	18	16

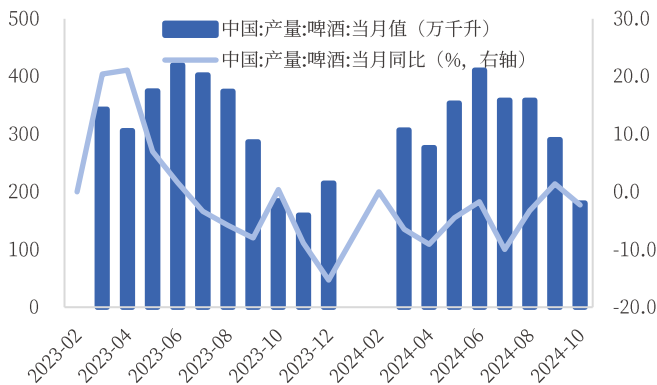
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、啤酒：等待即饮需求修复

(一) 2024 年行业量价疲软，期待 2025 年需求修复

2024 年啤酒销量整体表现平稳，考虑基数原因，此前关于年内同比表现的判断是前低后高。但受餐饮需求不振和大环境影响，2024 年下半年销量同比表现并未如预期有明显升高。价格方面，2024 年啤酒吨价提升速度放缓。成本方面，2024 年大麦和包材采购成本同比下降使毛利率改善。

图23：中国啤酒产量当月同比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图24：大麦价格（美元/吨）



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

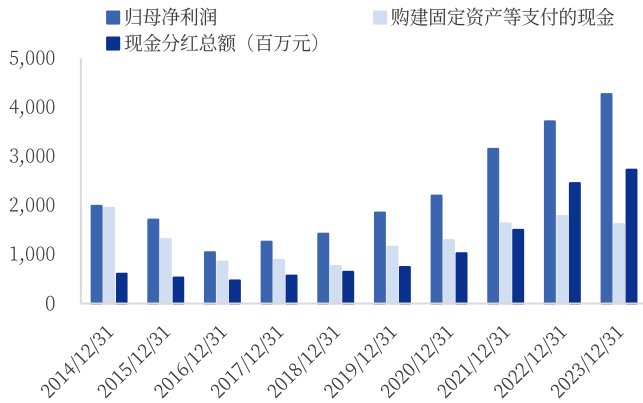
表2：啤酒公司量价表现

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
青岛啤酒销售量 YoY	11.0%	2.7%	-11.3%	-9.7%	-7.6%	-8.0%	-5.1%
ASP YoY	4.8%	5.4%	7.5%	7.0%	2.6%	-0.9%	-0.2%
重庆啤酒销售量 YoY	3.7%	5.7%	5.3%	4.8%	5.2%	1.5%	-5.6%
ASP YoY	0.5%	3.7%	1.2%	-9.3%	1.3%	-0.7%	-2.4%
珠江啤酒销售量 YoY	11.5%	5.2%	1.4%	4.0%	0.8%	1.8%	4.7%
ASP YoY	6.5%	5.9%	4.4%	-2.8%	6.2%	8.5%	2.0%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院。备注：蓝色表示估计值。

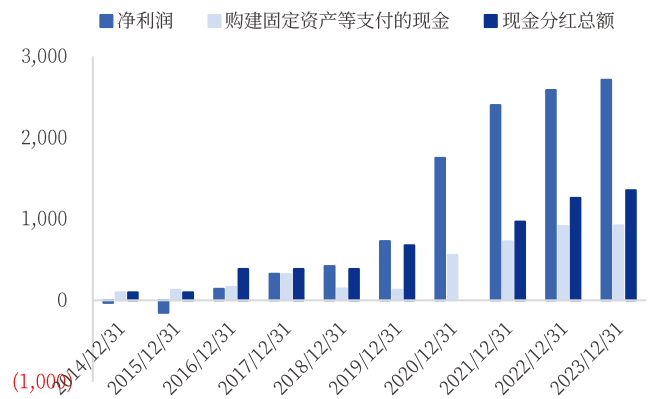
对 2025 年啤酒行业趋势的判断：9·24 政策转向后，各地加大对消费刺激补贴力度，例如上海不断发放餐饮消费券。2025 年随着政策继续加大支持消费，预计餐饮业将有复苏，这将带动啤酒行业销量表现好转。吨价方面预计保持温和上升趋势，吨价提升主要由供给端推动，企业需要更为精准寻找提升中高端产品销售的场景。成本方面预计保持稳定。整体而言，预计 2025 年啤酒行业将呈现稳中向好趋势，竞争格局稳定，短期弹性更多与餐饮业景气度相关，非即饮消费占比提升的中长期趋势也将持续。在稳中向好的情况下，预计企业利润仍将稳步增长，资本开支相对稳定，分红比例有望进一步提升。

图25: 青岛啤酒利润、资本开支和现金分红情况 (单位: 百万元)



资料来源: 青岛啤酒公司公告, 中国银河证券研究院

图26: 重庆啤酒利润、资本开支和现金分红情况 (单位: 百万元)



资料来源: 重庆啤酒公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 重点公司

即饮渠道需求修复是进入 2025 年之后啤酒板块关注的一条主线逻辑, 叠加低估值和分红率提升逻辑, 关注: 青岛啤酒股份, 华润啤酒, 燕京啤酒。

表3: 啤酒重点公司盈利预测和估值

公司简称	收盘价 (元/港元), 2024/12/31	EPS (元)			P/E		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
青岛啤酒股份	56.80	3.3	3.6	3.9	17	16	15
华润啤酒	25.25	1.7	1.9	2.1	15	13	12
燕京啤酒	12.04	0.4	0.4	0.5	30	27	22

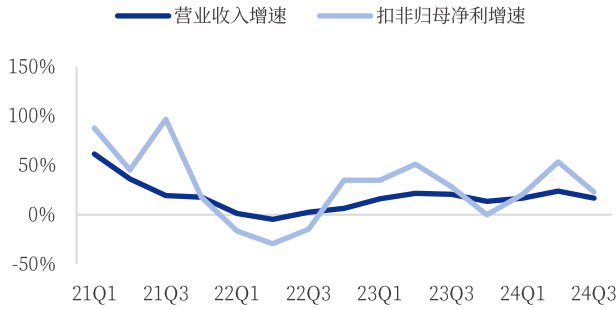
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、饮料：关注竞争趋缓、性价比与景气品类三大方向

(一) 2024 年复盘：需求具备韧性，头部企业表现更优

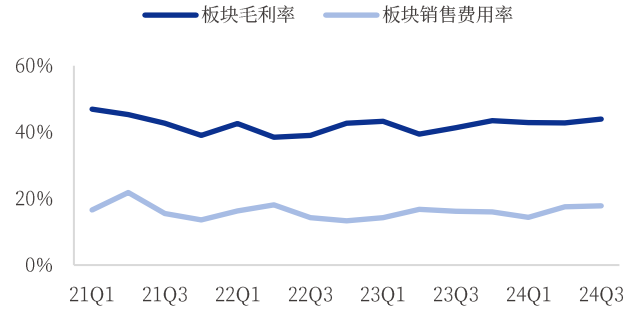
2024 全年业绩具备韧性。24Q1 软饮料板块收入/扣非归母净利润分别同比+16.7%/+20.6%，24Q2 分别同比+24.0%/+53.5%，24Q3 分别同比+16.8%/+22.9%，维持较快增长水平，主要得益于：1) 户外、出行等消费场景需求旺盛贡献量增；2) 个别头部企业加速全国化推动板块收入快速增长；3) 成本红利释放，推动毛利率上行。

图27：软饮料板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图28：软饮料板块毛利率与销售费用率（重点公司口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

饮料板块内部分化明显。1) 业绩高速增长，例如东鹏饮料，主要得益于大单品加速全国化，以及第二增长曲线补水啦动销旺盛。2) 业绩具备韧性，例如香飘飘，管控费用投放力度后净利润增速环比改善。3) 业绩承压，例如欢乐家、养元饮品主要归因于销售费用同比明显增加。

图29：2024 年软饮料重点公司业绩表现（部分）

	收入增速						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
东鹏饮料	24.1%	30.0%	35.2%	40.9%	39.8%	47.9%	47.3%
香飘飘	37.0%	35.2%	20.4%	3.1%	6.8%	-7.5%	-6.1%
李子园	1.1%	-0.9%	2.0%	0.2%	-3.2%	-3.0%	4.5%
欢乐家	43.7%	17.1%	7.8%	15.6%	6.6%	-0.2%	0.2%
承德露露	2.1%	2.4%	6.4%	27.5%	7.5%	15.4%	-3.0%
养元饮品	8.8%	10.2%	10.4%	-9.4%	3.9%	-19.1%	-18.8%
	归母净利润增速						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
东鹏饮料	44.3%	49.0%	33.2%	39.7%	33.5%	74.6%	78.4%
香飘飘	109.8%	28.3%	-12.3%	-4.2%	331.3%	-9.7%	-0.6%
李子园	45.0%	21.1%	4.7%	-27.3%	-3.8%	-49.3%	13.9%
欢乐家	66.0%	40.9%	32.5%	19.7%	-3.7%	-99.2%	-97.2%
承德露露	1.6%	21.5%	4.6%	7.4%	3.0%	-37.8%	-2.3%
养元饮品	39.9%	5.2%	20.4%	-61.9%	20.0%	-15.7%	-47.3%
	毛利率						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
东鹏饮料	43.5%	42.7%	41.5%	44.9%	42.8%	46.1%	45.8%
香飘飘	31.0%	23.6%	38.5%	43.9%	33.6%	25.7%	40.9%
李子园	36.6%	36.8%	35.7%	34.2%	38.2%	38.3%	41.0%
欢乐家	36.9%	37.7%	38.6%	41.1%	38.7%	31.9%	30.3%
承德露露	47.6%	37.3%	37.5%	37.7%	43.7%	36.0%	40.7%
养元饮品	46.9%	39.9%	45.6%	46.9%	47.2%	46.3%	45.5%
	销售费用率						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
东鹏饮料	15.7%	15.9%	17.5%	20.4%	17.1%	14.3%	17.9%
香飘飘	26.8%	37.3%	25.9%	17.4%	24.0%	35.6%	26.1%
李子园	11.7%	7.8%	13.3%	14.9%	10.8%	18.6%	16.1%
欢乐家	9.1%	13.9%	14.9%	12.5%	12.9%	21.0%	18.3%
承德露露	18.0%	8.6%	5.6%	8.5%	16.0%	18.9%	10.0%
养元饮品	8.5%	16.7%	13.0%	13.5%	7.3%	23.9%	16.3%

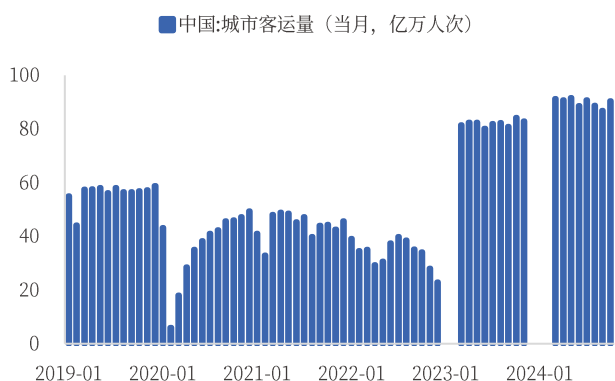
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 2025 年展望：关注竞争趋缓、性价比与景气品类三大方向

1. 出行旺盛支撑需求，销量仍有增长动力

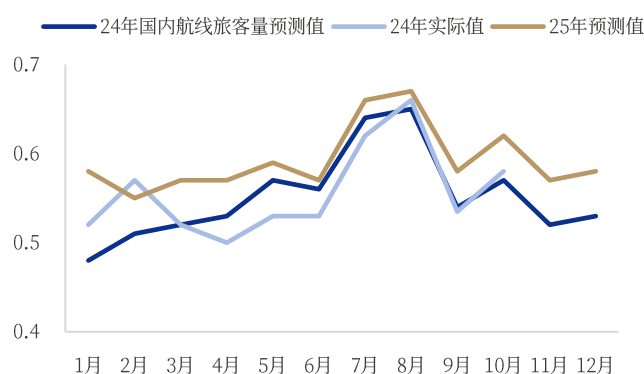
预计出行仍然旺盛，利好饮料终端动销。1) 日常出行：线下办公等刚性出行逐渐回归常态，2024 年城市客运量同比持续增长，预计 2025 年日常出行景气有望维持。2) 假日出行：2024 年月度出游客运量已基本修复至 2019 年同期水平，伴随 24H2 消费政策刺激，实际优惠补贴发放+居民对未来信心边际转好；叠加 11 月《全国年节及纪念日放假办法》修订后，2025 年起法定公共假期增加+调休制度合理化，出行需求有望持续增长，消费场景增加利好饮料终端动销。

图30：2024 年日常出行修复后稳中有升



资料来源：Wind，交通部，中国银河证券研究院

图31：预计 2025 年出行仍将保持旺盛态势（亿人次）

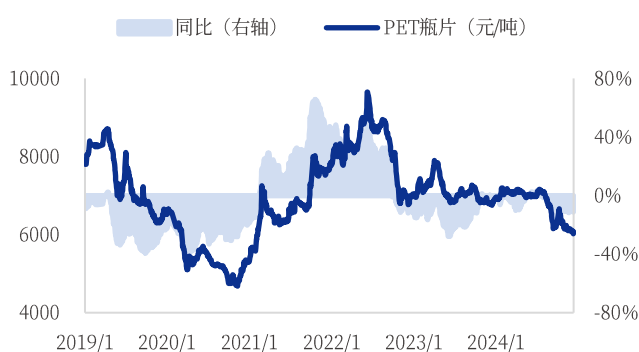


资料来源：去哪儿航旅大数据，中国银河证券研究院

2. 成本红利延续，利好盈利弹性释放

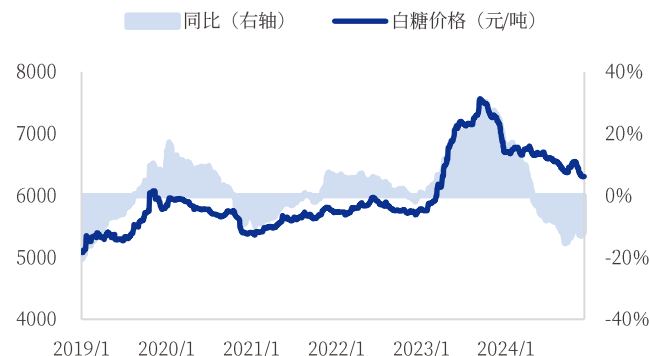
截至 2024 年 12 月 10 日，PET 瓶片价格同比-10.9%，24H2 以来持续下行；白糖价格同比下降 10.4%，5 月开始同比增速转负后一度加速回落。当前原材料价格位置相对 24H1 优势显著，预计高基数下 25H1 成本红利有望延续，利好盈利弹性释放。

图32：PET 瓶片价格 24H2 持续下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图33：白糖价格同比回落



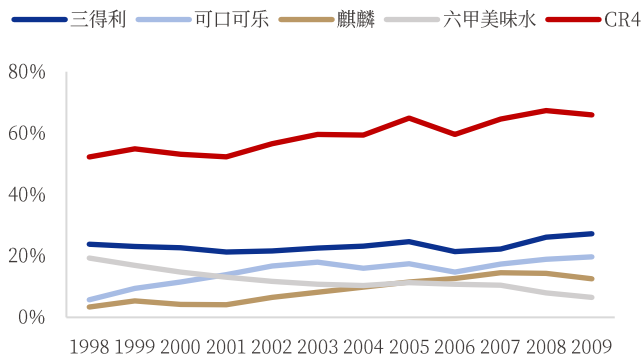
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3. 方向一：关注竞争格局改善的细分板块

包装水（农夫山泉与华润饮料）：短期竞争格局或边际改善。2024 年包装水行业竞争趋紧，厂商在不同层面开展价格促销，我们判断 2025 年行业竞争有望边际改善，主要基于以下 3 点原因：

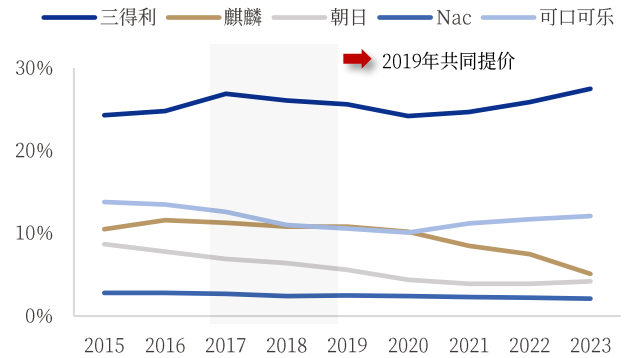
1) 24Q4 淡季包装水主流单品终端售价回升，出厂端费用投入力度亦在环比减弱；2) 我们跟踪多个头部品牌关于 25 年竞争策略，农夫山泉仍会持续投入绿水但力度或不超 24 年，华润饮料上市后对利润端诉求较强、包装水的费用投入更多为跟随策略，可口可乐与康师傅则表示不会参与水的价格战；3) 参考日本经验，包装水集中度长期向三得利、可口可乐等头部企业集中，虽然行业发生 2 次价格竞争（2005-2010 年、2018 年），但龙头与龙二企业韧性明显更强。

图34: 1998-2009 年日本矿泉水行业市场集中度快速提升



资料来源: 日本饮料总研, 中国银河证券研究院

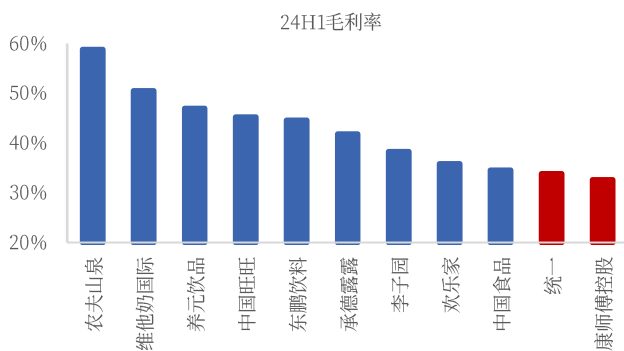
图35: 2011-2023 年龙头市场份额稳固



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院

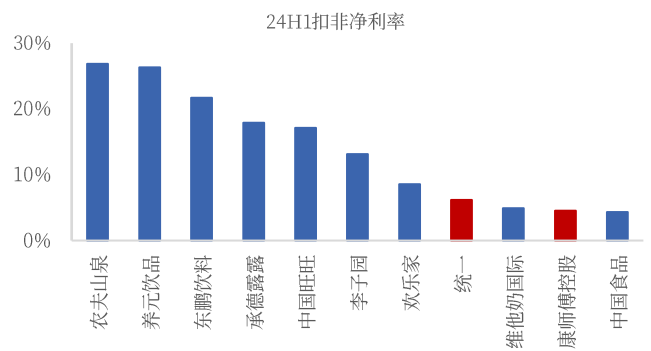
康师傅与统一: 预计两强竞争趋缓态势延续, 盈利能力改善空间仍大。2024 年康师傅提价以及统一减少费用投放, 行业竞争趋缓, 我们预计 2025 年将延续趋缓态势, 主要基于以下原因: 1) 在保证收入稳健增长的同时, 公司 2025 年仍然注重利润率的改善; 2) 目前提价对终端份额的影响逐渐减小, 短期呈现企稳特征。市场担心 2024 年提价导致利润基数压力较高, 但我们认为不必过于担忧, 对标食品饮料行业其他公司, 康统的净利率提升空间仍然较大, 品类结构改善与内部提效为主要路径。此外, 复盘 2018 年提价周期, 2019 年 (提价次年) 康师傅与统一的盈利能力仍在改善。

图36: 康师傅与统一毛利率在全行业中较低



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图37: 康师傅与统一扣非净利率在全行业中较低

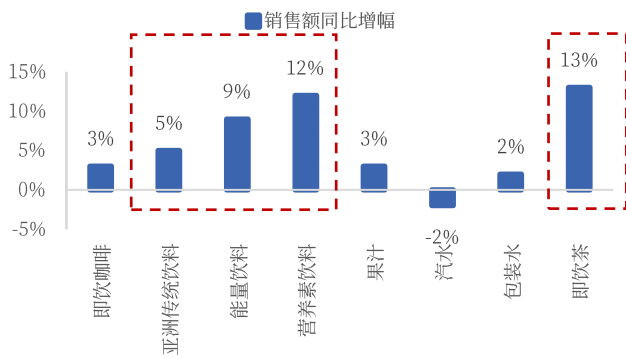


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

4. 方向二: 关注具备品类景气的细分行业

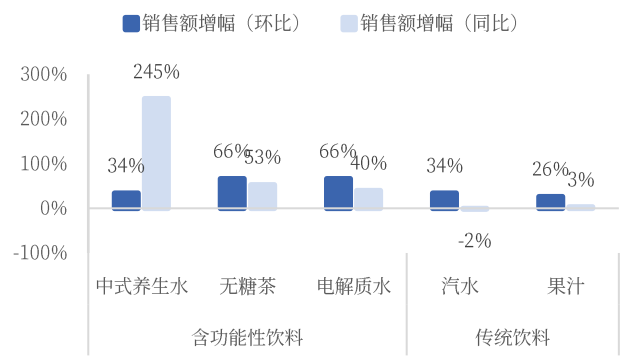
2024 年至今, 一些符合健康趋势、功能性较强以及具备价格优势的细分品类迎来景气繁荣, 如即饮茶、功能饮料、亚洲传统饮料等, 其中无糖茶、电解质水、椰子水、中式养生水增速尤为突出, 我们重点分析上述品类在 2025 年的景气延续性。

图38: 即饮茶、功能饮料、亚洲传统饮料增速较高 (2024年6-8月)



资料来源: 尼尔森, 中国银河证券研究院

图39: 无糖茶、电解质水与养生水品类2024年景气度较高

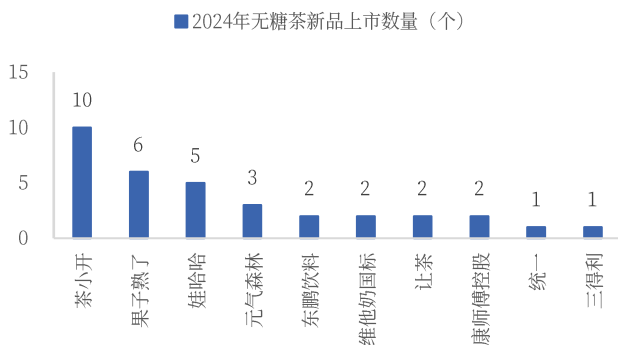


资料来源: 尼尔森, 中国银河证券研究院

注: 中式养生水为2024年6-7月, 其余细分品类为2024年6-8月数据

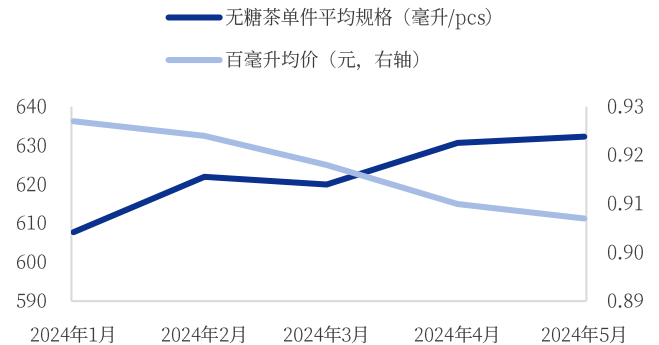
无糖茶: 基于价格带下降与规格扩充, 预计2025年将持续保持较高景气。根据第三方监测的终端数据, 新口味以及3-4元/500ml的无糖茶产品明显增多, 同时600-1250ml大规格产品数量与份额明显提升, 我们认为价格带的下降以及SKU的延展将扩大消费群体、消费场景与消费频次。

图40: 无糖茶2024年1-4月持续上新



资料来源: 马上赢, 中国银河证券研究院

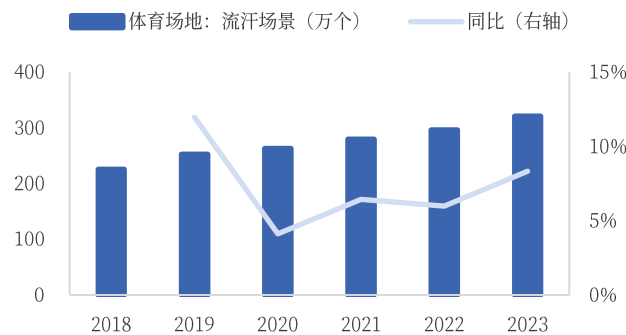
图41: 无糖茶规格与均价或延续性价比趋势



资料来源: 马上赢, 中国银河证券研究院

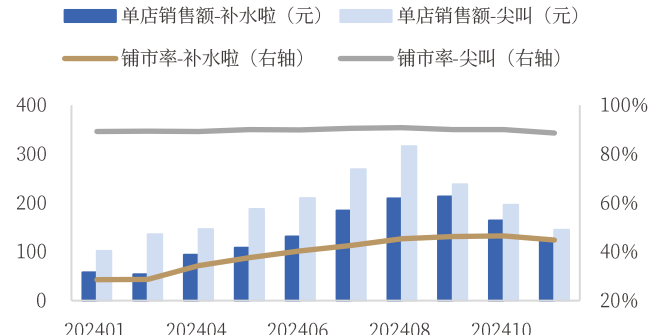
能量饮料与运动饮料: 将受益运动场景数量增加与渗透率提升。健身风潮兴起, 快速补水需求增长, 叠加头部品牌持续培育, 运动饮料、电解质水等符合健康功能化的产品迎来机遇。伴随户外场景持续复苏, 消费者运动频次与专业度均有提高, 品类将延续较高景气度。

图42: 全国体育场地数量稳定增长



资料来源: 国家体育总局, 中国银河证券研究院

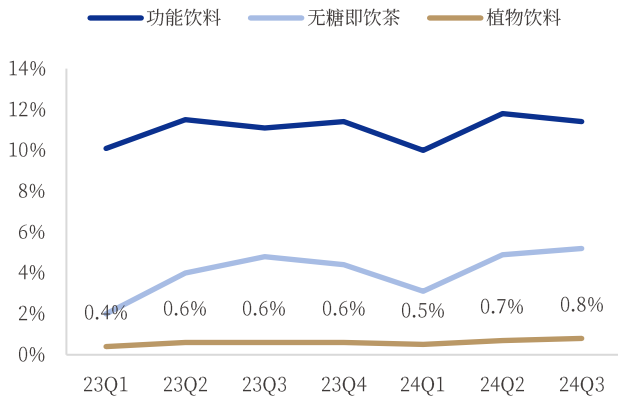
图43: 2025年运动饮料旺季有望实现更快动销



资料来源: 马上赢, 中国银河证券研究院

植物饮料/养生水：健康消费趋势下处于高速成长期。从景气度来看，我们认为植物饮料/中式养生水既符合健康消费趋势，又具备一定功能性，目前以白领为主要消费群体，随着口味的增加以及拓展更多年轻消费群体，行业有望在 2025 年延续高增态势。**从竞争格局来看，**目前主要玩家包括华润饮料、元气森林等，其中华润饮料推出菊花茶（至本清润系列），主打中式健康与国潮风，布局 4 元价格带具备性价比优势，有望快速发挥渠道杠杆效应。

图44：植物饮料占比快速提升



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

图45：植物饮料终端市场竞争格局（2024 年）

排名	商品名称	集团	中位价 (元)	均价 (元)	市场份额 (Max=20%)
1	怡宝至本清润菊花茶植物饮料原味450ml	怡宝	4.00	4.08	15%
2	元气自在水红豆薏米水植物饮料500ml	元气森林	5.00	5.19	12%
3	元气自在水红枣枸杞水植物饮料500ml	元气森林	5.00	5.21	10%
4	怡宝至本清润低糖菊花茶植物饮料1L	怡宝	5.00	5.21	8%
5	惠尔康蜂蜜菊花茶248ml*24	惠尔康	18.80	17.71	5%
6	三得利无糖植物茶麦茶饮料500ml	三得利	4.90	4.25	4%
7	元气自在水清爽绿豆水植物饮料500ml	元气森林	5.00	5.14	3%
8	元气森林麦茶植物饮料原味600ml	元气森林	4.00	4.45	2%
9	王老吉吉年小青梅植物饮料310ml*20	白云山	50.00	50.59	1%
10	泰山仙草蜜330g	泰山食品	3.50	3.52	1%

资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

(三) 重点公司

展望 2025 年饮料板块，建议关注竞争格局改善的细分板块，以及仍然具备景气的细分品类。

东鹏饮料：特饮大单品加速全国化，第二成长曲线持续验证。短期来看，动销旺盛叠加渠道库存下降，新财年开启后有望迎来新一轮增长；长期来看，随着消费群体与场景的拓展，以能量饮料与运动饮料为代表的功能饮料有望持续实现品类扩容，公司具备先发优势有望受益。结合短期与长期维度，我们认为公司业绩的确定性与成长性较稀缺。预计 2024~2026 年归母净利润分别同比 +60.9%/30.6%/23.2%，2024/12/31 收盘价 248.52 元，对应 PE 为 39/30/24X。

华润饮料：包装水业务盈利能力有望改善，饮料业务或受益渠道杠杆效应。短期来看，24Q4 淡季包装水竞争趋缓，主流单品终端售价继续回升，预计行业竞争格局带来的不利因素将逐渐消弭。公司持续精耕渠道，通过增强团队作战力、加大冷柜陈列等方式实现单点效益提升；提高自产比例、优化供应链，将带动盈利能力持续改善。长期来看，公司不断完善品类结构，菊花茶有望凭借渠道网络实现单品的快速增长，推动整体收入与利润率迅速提升；其他的无糖茶、果汁、功能饮料、咖啡奶茶等品类，长期同样存在增长潜力。预计 2024~2026 年归母净利润分别同比 +23.8%/24.2%/19.5%，2024/12/31 收盘价 11.74 港元，对应 PE 为 17/14/12X。

欢乐家：迎战春节礼赠与宴席旺季，静待终端动销改善。短期来看，公司产品具备一定礼赠属性，伴随逐渐步入动销旺季+春节备货期提前，叠加费投节奏或环比放缓，我们判断业绩有望实现环比改善。长期来看，1) 传统业务，公司水果罐头与椰子饮料具备高性价比优势，并且渠道仍有较大下沉空间，有望实现稳健增长；2) 新业务，一方面饮料品类导入零食量贩，有望分享渠道红利，另一方面凭借供应链优势+奥尼尔品牌代言人+渠道优势，椰子水或将打造成第二增长曲线。此外，公司积极布局椰子原料销售业务，亦有望贡献收入增量。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别同比 -36.9%/+30.6%/+12.4%，2024/12/31 收盘价 15.46 元，对应 PE 为 39/30/27x。

表4: 软饮料板块重点公司盈利预测与估值

标的	2024/12/31 收盘价 (元/港元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
东鹏饮料	248.52	32.8	42.9	52.8	39	30	24
欢乐家	15.46	1.8	2.3	2.6	39	30	27
华润饮料	11.74	16.5	20.4	24.4	17	14	12

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

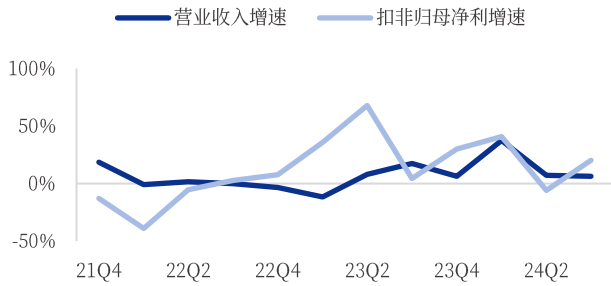
注: 华润饮料收盘价单位为港元, 其余为人民币元

五、零食：产业逻辑有望延续，渠道变革步入下半程

(一) 2024 年复盘：收入稳健增长，业绩有所分化

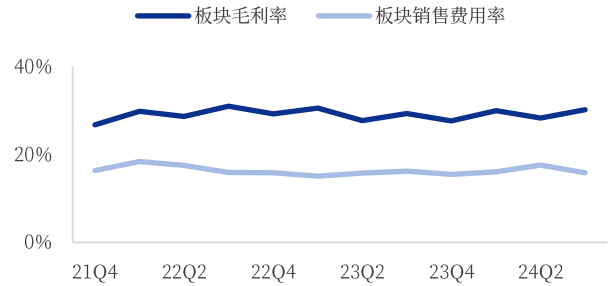
2024 年板块收入韧性较强，盈利具备一定弹性。24Q1 零食板块收入/扣非归母净利润分别同比+37.5%/+40.8%，24Q2 分别同比+7.0%/-6.0%，24Q3 分别同比+6.3%/+20.2%，收入端维持增长，主要受益于部分上市企业把握住细分品类与渠道红利。利润端，尽管部分产品的价格调整和渠道结构的变化造成一定扰动，但规模效应、成本红利和供应链优化驱动盈利能力弹性释放。

图46：零食板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图47：零食板块毛利率与销售费用率（重点公司口径）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

业绩增速分化，把握品类与渠道机遇的企业表现更优。盐津铺子、三只松鼠持续发力多品类和全渠道，收入端维持高增；甘源食品、洽洽食品、有友食品主动调整，合作渠道并推出优质产品，业绩增速前低后高；劲仔食品进入新品培育与渠道调整阶段，收入增速略有放缓，利润弹性仍然充沛；其他部分零食企业受消费能力影响仍然承压。

图48：2024 年零食重点公司业绩表现（部分）

	收入增速						
	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%
劲仔食品	68.4%	35.2%	45.9%	26.5%	23.6%	20.9%	12.9%
盐津铺子	55.4%	57.6%	46.2%	20.2%	37.0%	23.4%	26.2%
甘源食品	22.2%	48.1%	37.3%	10.9%	49.8%	4.9%	15.6%
三只松鼠	-38.5%	-3.1%	38.6%	29.2%	91.8%	43.9%	24.0%
有友食品	-12.5%	11.2%	11.5%	-27.6%	18.0%	3.0%	28.0%
	归母净利润增速						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
洽洽食品	-14.4%	-37.5%	-13.5%	-15.1%	35.1%	7.6%	21.4%
劲仔食品	95.7%	20.2%	48.4%	122.6%	87.7%	58.7%	42.6%
盐津铺子	81.7%	98.9%	67.3%	32.6%	43.1%	19.1%	15.6%
甘源食品	145.0%	246.5%	95.3%	67.0%	65.3%	16.9%	17.1%
三只松鼠	18.7%	52.0%	40.9%	39.7%	60.8%	51.2%	221.9%
有友食品	121.4%	-16.8%	-40.2%	-79.7%	-8.8%	-0.1%	75.2%
	毛利率						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
洽洽食品	28.5%	20.6%	26.8%	29.3%	30.4%	25.0%	33.1%
劲仔食品	26.0%	26.5%	26.8%	32.6%	30.0%	30.8%	30.1%
盐津铺子	34.6%	36.0%	32.9%	31.1%	32.1%	33.0%	30.6%
甘源食品	36.3%	34.9%	37.5%	36.0%	35.4%	34.4%	36.8%
三只松鼠	28.3%	18.7%	24.4%	20.8%	27.4%	21.9%	24.5%
有友食品	33.8%	31.7%	27.0%	24.8%	31.4%	30.2%	28.9%
	销售费用率						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
洽洽食品	10.7%	8.5%	8.4%	9.0%	12.3%	10.0%	7.9%
劲仔食品	11.9%	10.5%	11.9%	9.0%	13.1%	12.1%	12.2%
盐津铺子	13.8%	11.5%	11.8%	13.2%	13.0%	13.5%	12.1%
甘源食品	13.7%	11.8%	9.9%	11.1%	13.1%	13.5%	11.4%
三只松鼠	15.2%	21.2%	19.3%	16.3%	16.3%	21.1%	19.1%
有友食品	9.4%	10.9%	13.8%	14.8%	11.8%	12.1%	9.3%

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(二) 2025 年展望：关注品类+渠道红利进入新阶段后的成长节奏

质价比线索下渠道+品类双轮驱动，引发自 2021 年以来零食行业的结构性景气。零食量贩、会员仓储等渠道通过自身效率革新，向市场提供出更具质价比的选择；与此同时，部分品类较好地契合了当前的消费风尚，共同推动本轮结构性增长。

展望 2025 年，我们认为品类与渠道共振的产业逻辑仍将延续，品类端，新中式+健康化+代餐化将为长期主线；而新兴渠道行过半程，红利或将从“兼济天下”逐渐转向各个企业“因事制宜”。关注能够将前期行业红利转化为自身内功的企业，在短期拥抱确定性增长的同时，通过更强的产品打造能力和更高的供应链效率建立起护城河，从而实现长期增长。

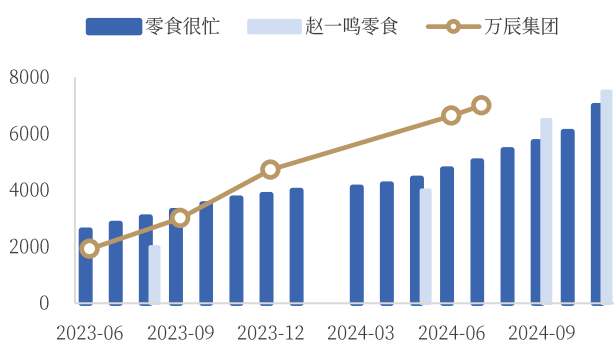
1. 渠道：多元渠道心智成型，红利边际减弱下关注企业的差异化增长

1.1 如何看待新兴渠道进入下半程后的节奏？

1.1.1 零食量贩：扩店增速或见拐点，渠道将兼顾规模与盈利

展望 2025 年，我们认为前期品牌将持续进行展店竞赛。1) “两超”鸣鸣很忙集团和万辰集团各自拓店目标积极：鸣鸣很忙 2024 年 6 月达成万店，据公司官网测算，其最终目标店铺总数的中枢约为 2.6 万家；按照当前开店节奏，万辰有望于 2025 年初突破万店，参考鸣鸣很忙，预计中短期将会持续加速布局。2) 第二梯队开始转型、竞争或将加剧：行业第二梯队企业爱零食 24 年 10 月底被三只松鼠收购，资本扶持与产品赋能下公司提出 2025 年 5000 家店的目标，相对于现有 1800 家门店有较大提升空间，短期内行业的加盟竞争将大概率延续。

图49：量贩零食各品牌展店数量（个）



资料来源：零食很忙、赵一鸣官网，万辰集团公司公告，中国银河证券研究院

图50：企业加盟补贴政策

渠道企业	近期加盟优惠政策	政策时间
鸣鸣很忙	1. 0加盟费、管理费、培训费、服务费、装修利润	2024.11.1
	2. 开店补贴最高10.8万元 3. 大招牌补贴300-500元/㎡ *24Q3促销补贴和高竞争门店补贴不再展示	2024.12.30
好想来	1. 0加盟费、选址费、服务费、配送费、管理费	延期至 2024.12.31
爱零食	1. 新开首店补贴16万元	2024.11.4
	2. 老店多开补贴20万元 *24H1单店补贴10万元，多店补贴12万元	2024.12.30

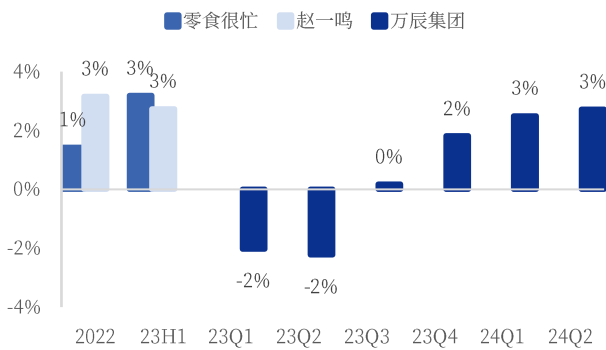
资料来源：鸣鸣很忙、好想来、爱零食官方公众号，中国银河证券研究院

从中长期维度，渠道龙头确立+盈利诉求提升，门店数量增长斜率或将放缓。

行业两超格局稳固。量贩企业的核心竞争力形成于资本投资，头部企业早期占据优质点位、快速扩张打造规模优势，进而实现成本领先并进一步优化供应链强化壁垒，有益于形成强者恒强的格局。伴随 2025 年两大渠道集团均达成万店，寡头格局更加清晰稳固，竞争有望从逐步回归有序。

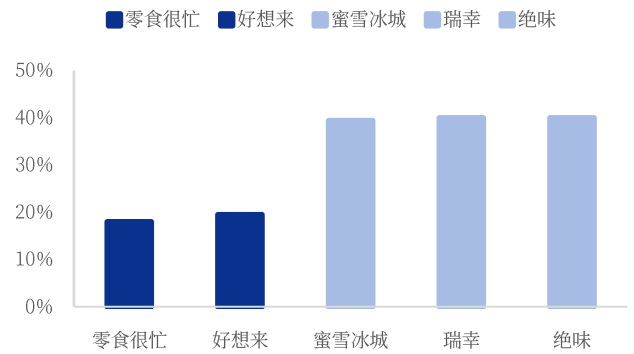
盈利诉求提升，需兼顾展店速度与店效。继续加密门店可能影响现有加盟商利益：当前部分区域门店布局接近饱和，以湖南为例，前五大量贩品牌门店数超过 5100 家，对应门店覆盖密度 1.28 万人/店；按照零食很忙官方公布的日正常营业额中枢 1.25 万元计算，人均零食年消费额需近 360 元，相对行业平均消费偏高。因此渠道企业重心将从大量补贴开店转向打造可复制的、更好的单店模型；门店扩张带给上游品牌的广谱性铺货红利或边际减弱，但伴随渠道区域拓展仍将有增量。

图51: 万辰集团和零食很忙的净利率提升



资料来源: 万辰集团、好想你公司公告, 中国银河证券研究院

图52: 万店业态门店毛利率情况

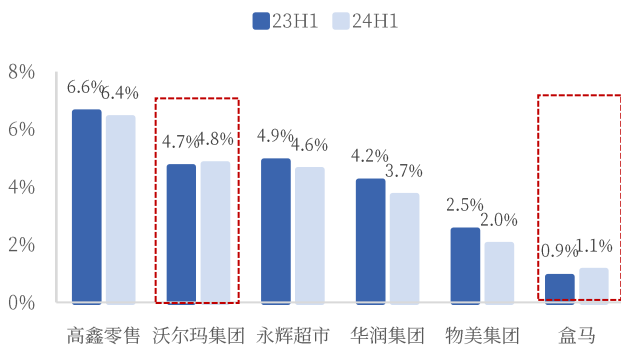


资料来源: 好想来、蜜雪冰城官网, 餐观局, 网易财经, 中国银河证券研究院

1.1.2 商超零售: 高质货盘+领先效率下会员店有望维持景气

展望 2025 年, 我们认为以山姆为代表的会员店将继续高增, 且选品能力赋能大单品打造。近年来传统商超流量在其他渠道的冲击下有所下滑, 零售行业开启效率改革; 相对于线上业态, 大卖场难以做到更低的链路成本, 因此胖东来、山姆等商超通过更优质的服务体验和产品品质破局。此外, 山姆背靠沃尔玛高效供应链体系和规模效应降低成本, 销售与门店布局实现逆势增长, 2025 年公司预计将延续快速开店。商超将持续从供方市场转向买方市场, 宽 SPU、窄 SKU 的模式背后是零售巨头对市场的有力洞察和精准选品能力, 上游品牌入驻的产品将在渠道心智下自带高品质基因。

图53: 传统卖场式微, 但会员店业态市场份额逆势增长



资料来源: 凯度消费者指数, 中国银河证券研究院

图54: 山姆近两年计划加速开店

	2024年	2025年计划	
1	南京江北店	嘉兴经开店	扬州邗江店
2	东莞寮步店	上海金桥店	合肥经开店
3	绍兴越城店	北京北七家店	天津红桥店
4	温州鹿城店	深圳宝安店	西安雁塔店
5	泉州晋江店	广州荔湾店	
6	武汉江岸店	张家港店	
7	成都武侯店	无锡惠山店	

资料来源: 联商网, 中国银河证券研究院

1.1.3 电商: 低价竞争有望退坡, 品牌回归常态化增长

展望 2025 年, 伴随营商环境从价格优先向价值优化, 品牌产品有望重回高地。24H1 内容电商与传统电商开启低价竞争, 但一方面低价白牌对平台的贡献有限; 另一方面部分品牌利润空间受到侵蚀后, 逐渐减少抖音平台投入。2024 年中旬天猫、抖音均逐渐放弃绝对低价, 双十一开始重新重视 GMV。据 36 氪报道, 年底抖音再次调整, 统一管理负责品牌行业运营的 A 组与中小、白牌商家的 B 组, 预计 2025 年平台有望向品牌倾斜流量资源。

1.2 如何理解红利边际减弱下企业的增长?

在较高基数和部分渠道自身发展进入新的稳健阶段的影响下, 渠道的广谱性红利预计会在 2025

年边际减弱。然而在流量去中心化的过程中，不同的渠道已经各自形成了定位，因此与渠道的合作有望跳出渠道增量本身，外溢到多个维度帮助企业查漏补缺、强化品牌心智，2025年可看三类成长：

1) 渠道后发企业，进入后享受铺货红利。部分企业因自身审慎或重视盈利等原因，尚未完全接入全量渠道，而其大单品的产品力在流通时代已经得到验证；渠道的前期缺位将冲淡红利边际消退的影响，入局后有望在短期迎来业绩的快速增长，参考卫龙接洽量贩、有友布局山姆。

2) 渠道合作中场，赋能企业进入新的市场。以零食量贩为例，尽管拓店速度后期可能放缓，但渠道在北方城市、下线城市具备持续渗透的空间，有望将品牌产品导入新的地域或协助下沉市场铺货，企业凭借自身产品力实现良性动销。

3) 渠道先发企业，通过打磨供应链实现更高效率。头部制造型企业正加快深化供应链建设，持续进行供应链提质增效，有利于把控产品质量、推动创新，同时降低成本保留对渠道的议价空间；供应链的能力将有效转化为长期竞争壁垒。

图55：不同渠道已形成各自定位

渠道	代表企业	触达目标	零食品类	零食价格	
线下	零食专卖	零食很忙、来伊份等	增强区域渗透	高	低
	会员店	山姆、Costco	强化品牌势能和品质背书	低	中
	KA/CVS	沃尔玛、全家	进入上线市场	中	高
	其他渠道	夫妻店等	下沉市场	中	低
线上	电商	天猫、京东、抖音	新品推广试销	高	中
	私域	微信等	存量黏性用户	低	中

资料来源：新经销，中国银河证券研究院

图56：各企业渠道布局情况

公司	渠道布局情况
劲仔食品	流通起家，入驻量贩和品规改革同时推动全渠道建设；当前线下BC为重点，线上抖音有所承压， 针对性引入电商和现代渠道的高管团队
三只松鼠	线上传统电商起家，抖音渠道能力突出并外溢赋能其他渠道；5月提出 线下分销后持续推进 ；10月底 收购爱零食、爱折扣
盐津铺子	KA起家，逐渐完成全渠道布局的转型，渠道结构占比较为均匀，积极与零食量贩合作，通过抖音+山姆打造新大单品
洽洽食品	渠道精耕为一号工程，加大城市合伙人的招聘力度和费用投放， 持续开发县域市场 ；产品在量贩和山姆销售良好； 电商渠道引入专业团队
卫龙美味	入驻量贩后快速增长； 助销+辅销模式 逐渐跑通，迎来渠道收获期
甘源食品	在海外市场通过经销商取得突破； 重要KA客户转直营 以应对商超渠道流量下滑； 调整电商负责人、搭建团队

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

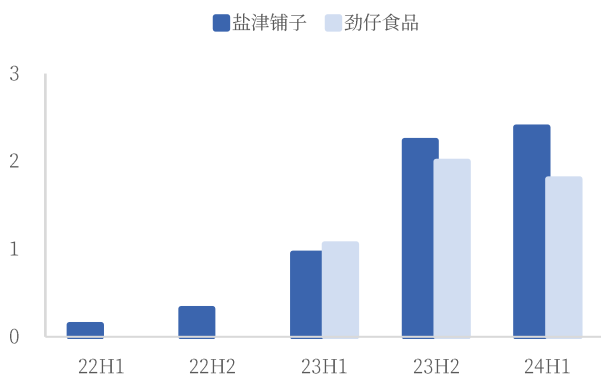
2. 品类：如何展望新品的增长斜率与竞争走向？

对标海外，品类基础布局完成后，本土化和健康化为长期主线，细分赛道出现结构性机会。2023-2024年市场优质品类涌现出一批潜力大单品，2025年将迎来成长和竞争格局确立的关键时期。

鹌鹑蛋：规模快速增长，从价格内卷转向品质为先。2022年起鹌鹑蛋实现产品场景的重定位，其后盐津铺子、劲仔食品引领，三只松鼠、无穷等品牌入局，市场规模快速增长。叠加原材料成本下行，中小厂家涌入，行业价格带在竞争中有所下行。2024年盐津品牌升级为蛋皇，6月入驻山姆后稳居多项榜单TOP1；劲仔在11月继无抗、富硒产品后推出行业首创溏心鹌鹑蛋，产品力市场反馈积极。当前盐津和劲仔已分别打造出区别于低价内卷的品牌，2025年有望在市场规模增长的基础上进一步实现份额提升。

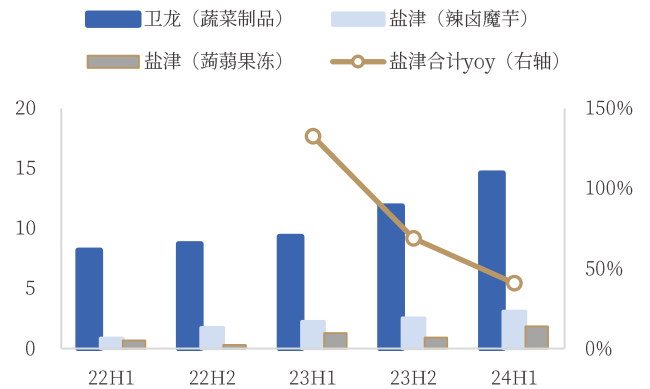
魔芋：美味+健康+性价比带动渗透率提升，在竞争中守正出新。魔芋为东方市场超级食材，而日本已验证品类的巨大潜力，当前我国与日本人均消费仍有较大距离。卫龙小魔女和盐津铺子大魔王相继面世，产品的形态创新再次共同推动魔芋品类繁荣。2024年麻酱口味出圈后，头部企业加快口味创新节奏，考虑到我国魔芋早期多作为食材或配菜，品牌将地方菜肴口味融合重组后加入零食；2025年魔芋零食有望在美味和健康的平衡中实现持续渗透。

图57: 鹌鹑蛋迎来快速增长 (收入, 亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

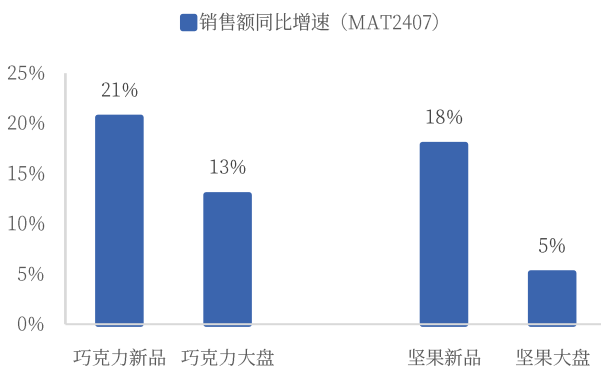
图58: 魔芋制品渗透率快速提升 (收入, 亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

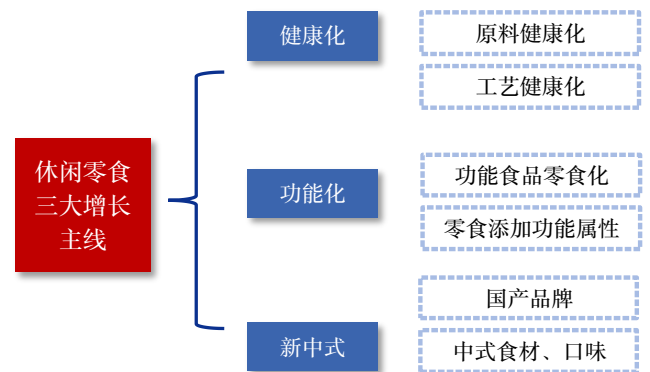
消费群体具备追新特性, 关注新品驱动的品类热点轮动。零食行业核心消费群体较为年轻, 对新品尝试意愿与接受程度较高, 新品被市场认知并放大后将带来业绩增量。2025年鹌鹑蛋与辣味魔芋有望持续增长, 或仍为各企业打造重心; 与此同时, 我们认为新潜力产品将遵循两条路径 1) 传统大品类的健康化重做或口味、形态创新, 如蒟蒻果冻、调味坚果、干脆面等; 2) 优质蓝海品类迎来新的企业布局, 如海味零食 (鱼豆腐、鳕鱼肠等)。

图59: 新品有望驱动品类增长



资料来源: 尼尔森 IQ, 中国银河证券研究院

图60: 关注符合健康化、功能化、新中式三大主线的产品创新



资料来源: 食家, 中国银河证券研究院

3. 投资方向

投资方向一: 关注前期布局景气品类与渠道的企业, 在确定性增长的同时加速效率提升。我们认为品类与渠道共振的产业逻辑仍将延续, 结构性红利有望持续释放: 渠道上, 自身拓店扩张+企业深化 SKU 合作+区域市场品牌渗透; 品类上, 大单品产品力得到市场认可, 市场扩容与市占提升同步推进。此外, 头部企业开始供应链提质增效, 有利于把控产品质量、推动创新, 且降本后留出对渠道的议价空间, 有望将短期红利内化为长期竞争力。

投资方向二: 关注传统流通时代大单品企业, 在战术边际调整后释放弹性。部分传统大单品企业早期曾形成适应当时的战术打法, 因此在渠道变革的过程中起步相对较晚。传统大单品成型在“产品为王”的市场环境中, 当前行业中多个新兴渠道的盈利模式已经基本跑通, 在优秀产品力的驱动下, 企业拥抱新兴渠道后有望快速释放弹性。

(三) 重点公司

劲仔食品：大蛋白矩阵加速成型，多元渠道持续优化。短期来看，伴随公司电商新高管到位，叠加 24 年 11 月“七个博士”品牌线上首发，终端动销良好，线上渠道有望在调整后回归增长。长期来看，劲仔核心业务条线契合健康与美味概念，公司加大品牌市场投入，实现鲮鱼的消费者触达和市场培育；作为鹌鹑蛋首发企业之一，已在原料端成本与质量形成优势，有望受益行业增长与市占提升双击。品牌和渠道双轮驱动，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别同比 +39.5%/21.8%/20.0%，2024/12/31 收盘价 13.70 元，对应 PE 为 21/17/14x。

三只松鼠：线下渠道拓展逐步深化，迈向分销百亿目标。短期来看，2025 年春节前置，公司礼盒完成多维度升级，其中低价格带产品备货旺盛，为平衡整体产能，7 款礼盒出厂价上调 10%，年货节旺季可期。长期来看，松鼠 10 月公告与爱零食、爱折扣深度合作，有望充分整合各方优势，洞察门店数据并实现增量。伴随生产基地与集约基地持续落地，总成本领先、全链路提效将护航高端性价比，进一步深化核心竞争力。线下渠道持续拓展，叠加开启投资并购之路，有望将本轮穿越周期沉淀的经验、现有资源与全域能力在新领域复用，再为三年目标补充动能。预计 2024~2026 年归母净利润分别同比 +82.6%/40.8%/33.2%，2024/12/31 收盘价 36.87 元，对应 PE 为 37/26/20X。

洽洽食品：短期关注旺季备货，长期有望穿越周期。短期来看，公司逐渐在高品质、强品牌与性价比之间找到平衡，重回礼赠旺季后将受益春节错期。利润端，葵花籽种植面积总体提升，预期价格延续下行，利润弹性有望持续释放。长期来看，公司基本盘优势稳固，且第三曲线打造在途；多元渠道发展或提升各品类在不同场景的渗透率。此外，作为瓜子行业龙头，洽洽加大葵花种子联合研发和推广合作，持续打磨供应链优势。公司 9 月发布股权激励草案，2026 年的百亿目标彰显信心，长期有望穿越周期。预计 2024~2026 年归母净利润分别同比 +24.1%/15.0%/13.5%，2024/12/31 收盘价 29.05 元，对应 PE 为 15/13/11X。

表5：零食板块重点公司盈利预测与估值

标的	2024/12/31 收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
劲仔食品	13.70	2.9	3.6	4.3	21	17	14
三只松鼠	36.87	4.0	5.6	7.5	37	26	20
洽洽食品	29.05	10.0	11.5	13.0	15	13	11

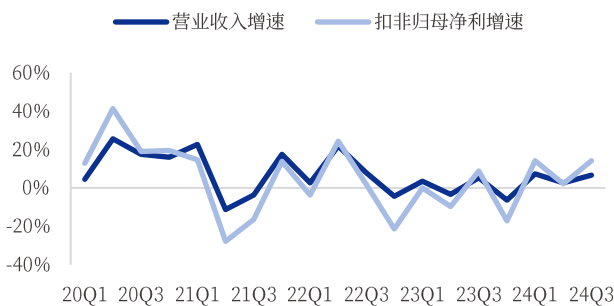
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

六、调味品与餐饮链：关注结构性机会与顺周期复苏

(一) 2024 年复盘：C 端韧性更强，B 端承压明显

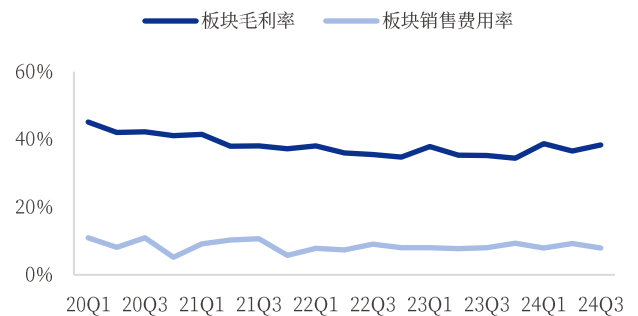
调味品 (C 端为主)：需求环比改善+原料价格下降，板块业绩环比提速增长。 24Q1 调味品板块收入/扣非归母净利润分别同比+7.3%/14.2%，24Q2 分别同比+2.7%/2.2%，24Q3 分别同比+6.6%/+14.2%，主要得益于：1) 前期库存去化，以及品类需求本身具备韧性；2) 大豆、包材等原材料成本持续回落；3) 企业产品内部变革与增质提效。

图61：调味品板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

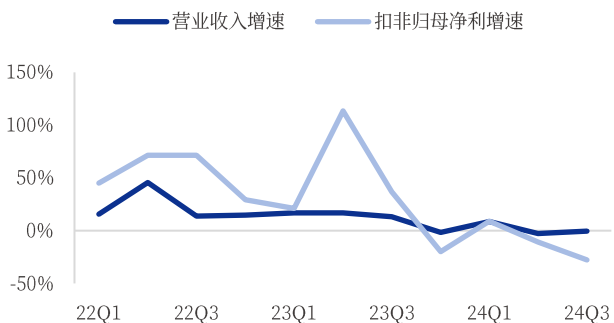
图62：调味品板块毛利率与销售费用率（重点公司口径）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

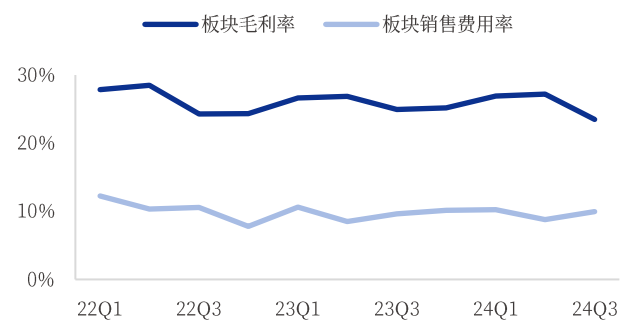
餐饮供应链 (B 端为主)：需求端复苏较慢，价格竞争导致盈利承压。 24Q1 餐饮链板块收入/扣非归母净利润分别同比+8.7%/+9.0%，24Q2 分别同比-2.7%/-10.9%，24Q3 分别同比-0.6%/-27.7%。收入端增速较慢主要受单价下降影响，而利润端增速低于收入端，主要系毛利率下降与费用率提升，反映行业价格竞争较为激烈。

图63：餐饮链板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图64：餐饮链板块毛利率与销售费用率（重点公司口径）



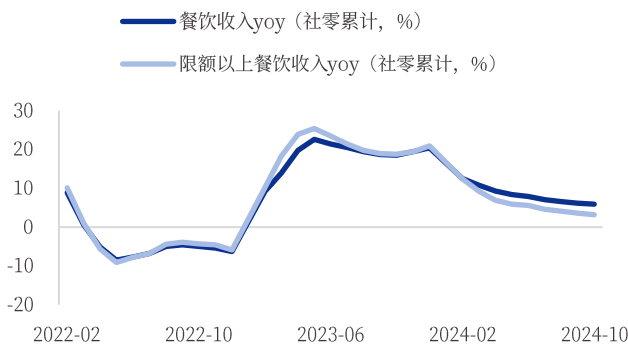
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(二) 2025 年展望：C 端关注结构性机会，B 端关注顺周期复苏弹性

1. B 端：顺周期复苏弹性更大，优选竞争格局更优的公司

预计 2025 年餐饮需求有望回暖。 2024 年 10 月社零餐饮增速已实现环比小幅改善，我们判断 2025 年有望延续稳步复苏态势，主要得益于：1) 宏观政策持续落地，整体经济与消费者信心有望回升，推动餐饮需求改善；2) 餐饮消费券发放，2024 年 10 月至今上海等地政府已经发放部分消费券拉动需求，我们认为 2025 年刺激内需的重要路径或是服务消费（以餐饮为主）。

图65: 2024年10月社零餐饮增速环比略有回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

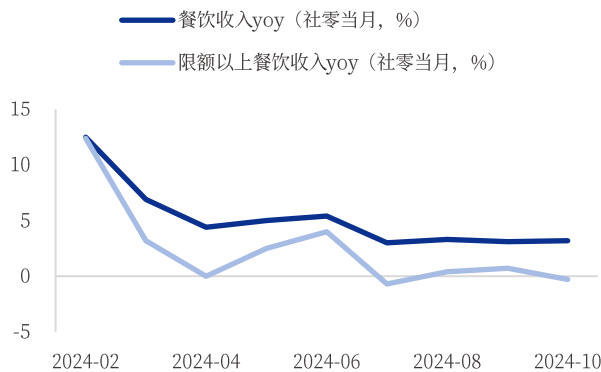
图66: 2024年10月至今各地发放餐饮消费券

地区	消费券名称	活动时间	折扣力度	消费券面额
北京	延庆冰雪餐饮消费券	11月22日-12月31日	8折	满200-40、满300-60、满500-100、满800-160、满1000-200
上海	“乐品上海”餐饮消费券	9月28日-12月28日	第一轮: 7-8.3折 第二/三轮: 7折	满300-50/90、满500-100/150、满800-200/240、满1000-300
	“乐享浦东”餐饮消费券	11月8日-2025年1月24日	5.6折-7折	满200-60、满400-160、满600-240、满900-400
	静安区商圈活力消费券	11月15日-12月13日	6折	满100-40元、满50-20元
广州	“食在广州”餐饮消费券	12月4日-2025年1月1日	7.5-8折	满200-50、满500-100、满1000-200
深圳	深圳前海消费券	11月15日-11月28日	7折	满50-15、满100-30、满200-60、满500-150、满1000-300
杭州	“食在杭州”餐饮专项消费券	10月27日-12月15日	第一轮: 8-9折 第二/三轮: 8折	(第一轮) 满100-10、满200-30、满300-50、满500-100

资料来源: 北京延庆, 上海发布, 上观新闻, 广东城市之声, 深圳前海, 西湖之声, 中国银河证券研究院

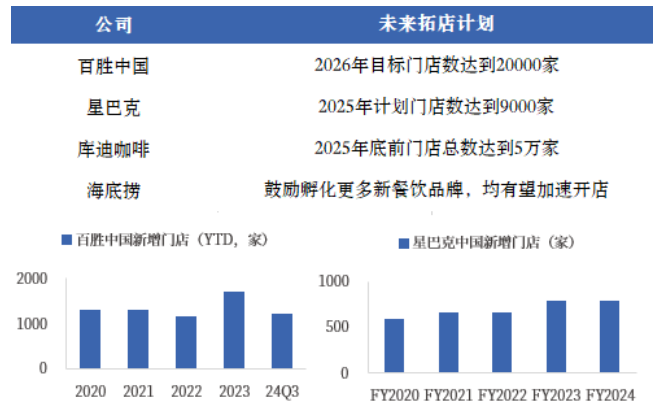
方向一: 预计小 B 优于大 B。2024 年餐饮市场呈现明显分化特征, 小 B 端餐饮表现优于大 B 端餐饮, 反映为全部社零餐饮增速高于规上社零餐饮增速, 导致大 B 端供应链企业承压相对明显。展望 2025 年, 我们判断这一趋势将延续, 主要考虑到未来大 B 餐饮品牌仍然保持快速开店, 例如麦当劳、百胜中国等。

图67: 规上社零餐饮增速慢于全部社零餐饮增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图68: 头部餐饮拓店情况



资料来源: Foodaily, 财联社, 百胜中国、星巴克官网, 中国银河证券研究院

方向二: 预计复调优于速冻。从供给端出发, 2022 年至今复调上市公司新增资本开支呈现下降趋势, 包括颐海国际/天味食品/日辰股份, 供给压力相对可控; 而速冻预制菜上市公司的新增资本开支呈现增长态势, 包括安井食品/千味央厨/三全食品, 仍然面临供给较多的压力, 预计 2025 年仍需一定时间消化。

图69: 复调公司近几年资本开支增速低于速冻公司

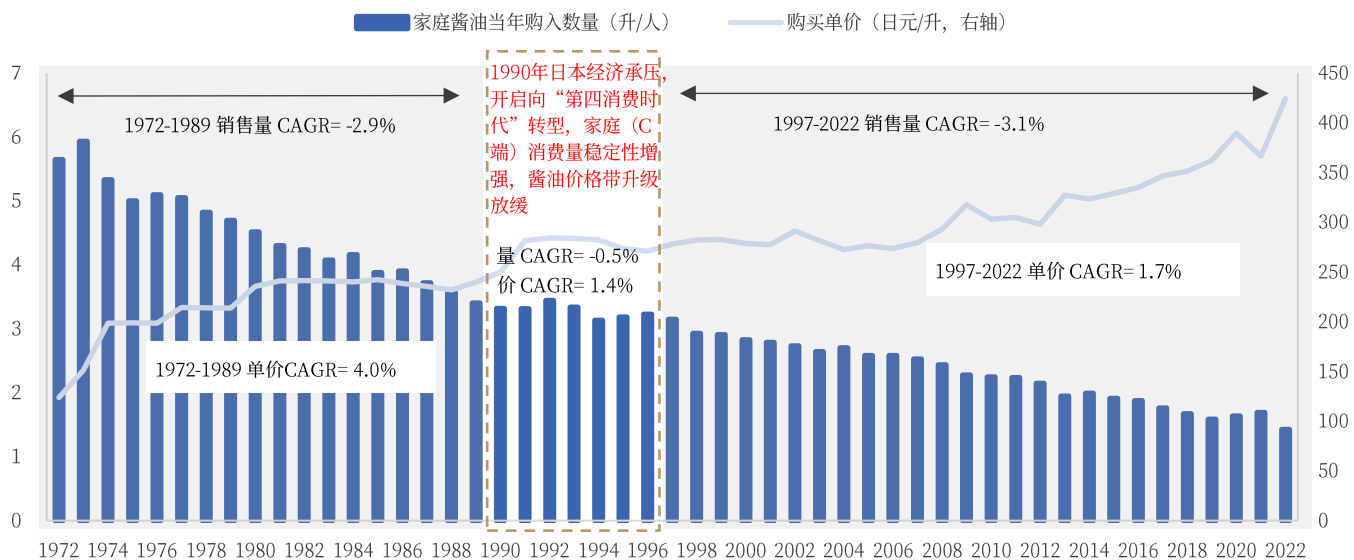
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24H1
复调							
颐海国际	118%	6%	29%	58%	-35%	-22%	-17%
天味食品	74%	102%	314%	60%	-30%	-55%	48%
日辰股份	41%	14%	1687%	-31%	147%	-62%	97%
速冻							
安井食品	53%	33%	15%	31%	18%	35%	-9%
千味央厨	326%	4%	-51%	92%	20%	11%	-8%
三全食品	80%	-41%	21%	0%	69%	-49%	-27%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. C端：需求具备韧性，关注结构性机会

预计 2025 年 C 端需求具备韧性、有望边际改善。若 2025 年宏观经济复苏节奏偏稳，我们预计在家庭烹饪仍然具备高性价比，参考日本 1991-1998 年期间 C 端调味品消费具备一定韧性，预计 2025 年 C 端调味品有望在量价方面实现边际改善。

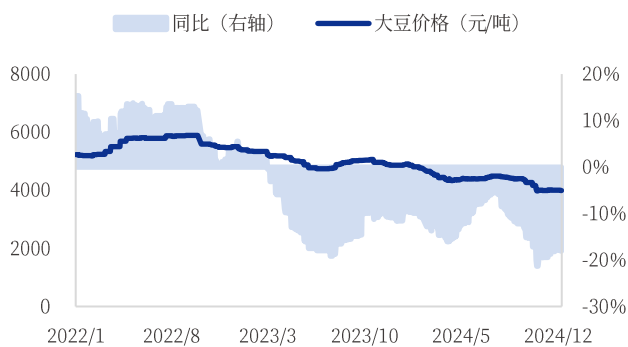
图70：日本酱油发展经验显示 1990-1996 年家庭需求更具韧性



资料来源：日本酱油行业协会，中国银河证券研究院

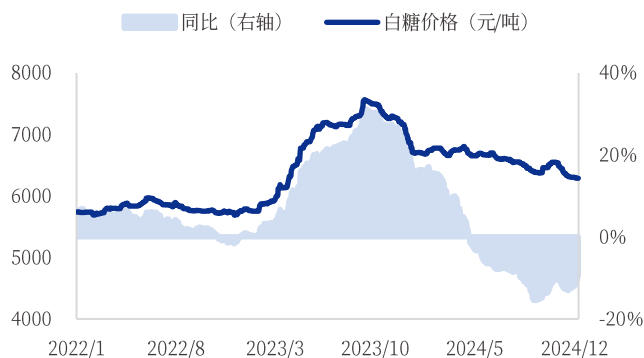
成本端：25 年主要原料将延续价格回落趋势。24Q4 原材料价格持续下行，截至 2024 年 12 月 12 日，大豆价格同比-18.0%，白糖价格同比-9.3%，玻璃价格同比-33.7%；涪陵榨菜 2024 年青菜头收购价格同比回落 27.3%。叠加企业锁价，25Q1 有望释放利润弹性。

图71：2023 年以来大豆价格同比持续回落



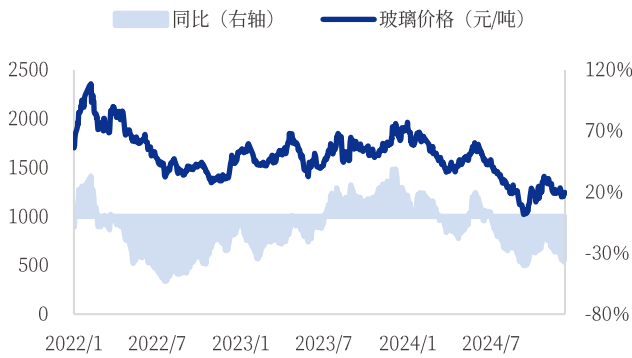
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图72：白糖价格 2024 年 5 月开始由增转降



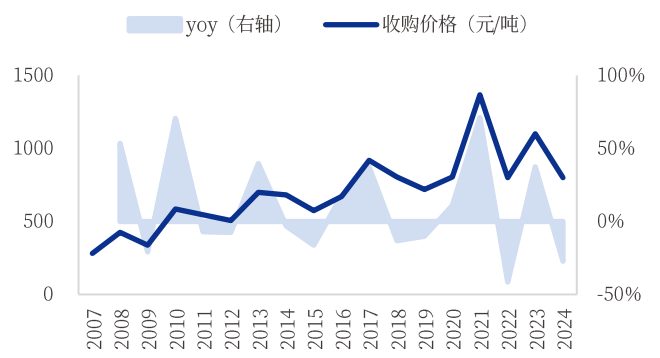
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图73：2024年玻璃价格多数时间同比下行



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图74：青菜头价格历史波动情况



资料来源：涪陵榨菜办, 涪陵榨菜公告, 中国银河证券研究院

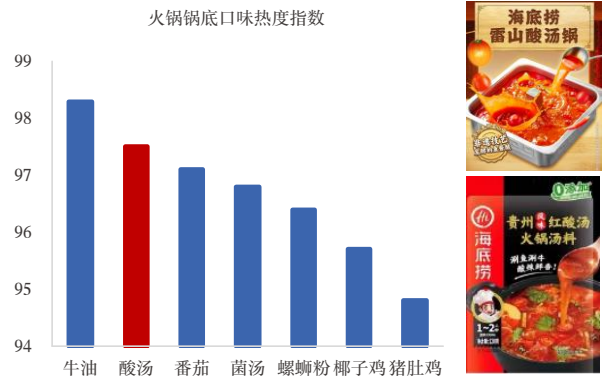
方向一：健康化、功能化、新口味是升级方向。关注“零添加”，22Q4-2023年受酱油添加剂事件催化零添加化渗透率高速提升，2025年考虑到零添加渗透率已达一定空间，并且行业相关标准有望最终落地，因此判断零添加渗透率或将步入稳定提升阶段。**关注“功能细分”，**从调味品核心价值（功能与调味）出发，我们认为2025年调味品的升级方向仍然是挖掘细分功能，例如凉拌酱油、海鲜汁、白灼汁。**关注新口味，**从历史经验来看往往是B端反哺C端，如此前的火锅、酸菜鱼、小龙虾等，2024年贵州与云南酸汤火锅兴起，预计2025年C端相关调料的需求有望实现高景气，相关布局公司包括颐海国际等。

图75：复合调味汁快速兴起



资料来源：海天味业官网, 中国银河证券研究院

图76：B端菜系推动地方风味复合调味品兴起（贵州酸汤）



资料来源：火锅参见, 海底捞官方公众号, 天猫超市, 中国银河证券研究院

方向二：内部调整到位的企业有望轻装上阵。面对市场环境压力，部分调味品公司积极开展内部变革，通过新品拓展、渠道精耕、管理提效等手段加以对冲风险。海天味业，新管理层就任+新品拓展+渠道调整到位，2024年弱需求背景下仍实现强有力的业绩改善，预计2025年趋势有望延续。**中炬高新**，2024年发布三年战略规划与股权激励计划，将在产品、渠道、营销、管理等多个维度实现变革，24Q1利润端改善已经初步兑现，24Q2虽有短期波动，但24Q3已经逐步改善。**涪陵榨菜**，2023年底新董事长就职，2024年积极布局第二增长曲线，叠加24H2使用低价的青菜头，利润端弹性有望延续至25H1。**千禾味业**，22Q4至2023年经历高速增长，2024年面临高基数压力增速明显放缓，24Q2开始去化库存，预计库存去化完毕后25年有望轻装上阵。

(三) 重点公司

综上所述，展望 2025 年调味品与餐饮链板块，建议关注 B 端顺周期复苏且格局较好的方向，关注 C 端符合产品升级与渠道变革方向且内部调整到位的公司。

海天味业：短期有望延续业绩改善趋势，中长期关注品类升级与渠道变革。短期来看，1) 收入端：考虑到公司内部变革成效持续兑现，叠加春节备货期提前，预计收入有望保持较快增长趋势；2) 成本端：大豆与包材价格同比下降，预计毛利率改善趋势有望延续。长期来看，渠道端，公司积极优化客户结构与推动渠道体系恢复；产品端，积极探索复调、有机及低糖低盐类等健康导向的调味品；管理方面，近期发布员工持股计划，有望增强内部员工积极性。总体来看，我们认为多重积极因素共振有望推动长期良好增长。预计 2024~2026 年归母净利润分别同比+11.2%/12.6%/14.5%，2024/12/31 收盘价 45.90 元，对应 PE 为 41/36/32X。

天味食品：需求旺季已至，期待动销逐渐回暖。短期来看，随着需求旺季来临叠加春节备货期前置，预计收入端有望延续改善趋势，重点关注动销节奏。长期来看，1) 考虑到新增企业数量与现有企业产能扩张进度，预计行业竞争延续阶段性趋缓；2) 经销商持续优化精耕，公司渠道长期竞争力有望增强；3) 客户结构优化，一方面加快小 B 端扩张与签约团餐客户贡献收入，另一方面积极布局电商、新零售渠道；4) 底料、酸菜鱼、小龙虾调料等核心单品通过产品矩阵优化延长产品生命周期，同时钵钵鸡、卤味料、大盘鸡调料等潜力单品有望推动收入延续较快增长；5) 毛利率与费用率中短期有望延续向好趋势。预计 2024~2026 年归母净利润分别同比+30.0%/15.0%/14.6%，2024/12/31 收盘价 13.34 元，对应 PE 为 24/21/18X。

安井食品：经营有望环比改善，长期关注战略调整红利释放。短期来看，考虑到逐渐步入速冻销售旺季，叠加基数较低，预计业绩有望实现环比改善。长期来看，公司逐渐调整经营策略，静待变革红利释放：1) 由“高质中高价”转向“高质中价”，有望提振销量与推动份额增长；2) “BC 兼顾、全渠发力”，新品与新渠道开拓有望贡献增量；3) 研发属地化转型进一步赋能区域爆品打造，持续贡献收入增量，各地生产基地规划基本完成，未来盈利能力有望步入改善通道。4) 公司推出新一轮股权激励，有助于增强骨干凝聚力，助力长远发展。预计 2024~2026 年归母净利润分别同比+3.0%/10.0%/10.7%，2024/12/31 收盘价 81.48 元，对应 PE 为 17/15/14X。

表6：调味品与餐饮链板块重点公司盈利预测与估值

标的	2024/12/31 收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
海天味业	45.90	62.6	70.5	80.7	41	36	32
天味食品	13.34	5.9	6.8	7.8	24	21	18
安井食品	81.48	14.3	15.8	17.5	17	15	14

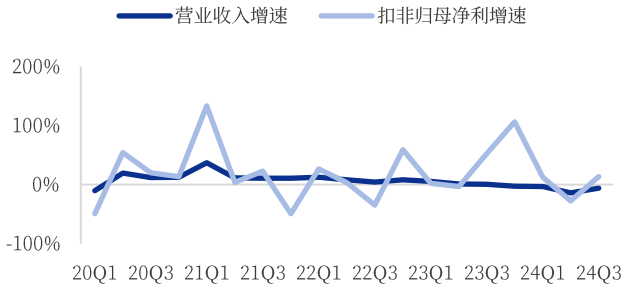
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

七、乳制品：原奶价格有望企稳，龙头调整利于轻装上阵

(一) 2024 年复盘：终端需求持续承压，原奶成本红利仍存

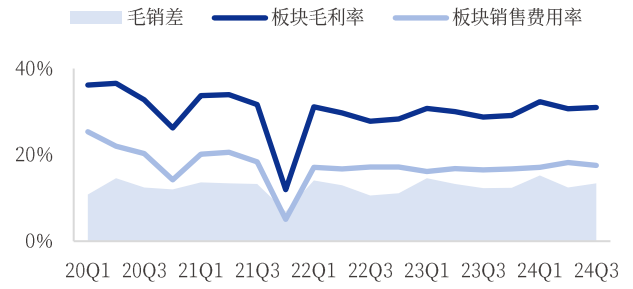
2024 年板块需求持续承压，盈利先行修复。24Q1 乳制品板块收入/扣非归母净利润分别同比-3.6%/12.5%，24Q2 分别同比-14.0%/-27.8%，24Q3 分别同比-6.3%/+13.5%，虽然需求偏弱导致收入端仍然承压，但当前受益于原奶价格红利，叠加头部企业库存去化后价盘逐渐稳定，行业盈利先行修复、弹性更强。

图77：乳制品板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图78：乳制品毛利率与销售费用率（重点公司口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

剔除其他因素扰动，乳企利润同比高增。收入端，伊利 24Q2 主动控货去库后减轻压力，婴配粉受益马太效应持续增长；新乳业、天润乳业受益低温品类消费黏性和自身优质新品，业绩相对稳健；其他企业持续承压。利润端，多数企业同比实现高增，主要得益于奶价下行带来的成本红利。

图79：2024 年乳制品重点公司业绩表现

	收入增速						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
伊利股份	7.7%	1.1%	2.7%	-1.8%	-2.6%	-16.5%	-6.7%
光明乳业	-2.4%	-1.3%	-6.4%	-14.8%	-9.2%	-10.9%	-12.7%
燕塘乳业	10.9%	4.3%	1.6%	0.7%	-11.6%	-11.4%	-13.1%
天润乳业	16.3%	9.8%	12.2%	13.0%	1.5%	5.9%	2.7%
三元股份	0.5%	-0.9%	-7.1%	2.6%	-5.2%	-13.1%	-18.5%
新乳业	8.8%	12.7%	7.3%	10.6%	3.7%	-0.9%	-3.8%
	归母净利润增速						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
伊利股份	2.7%	2.9%	59.4%	-23.5%	63.8%	-40.2%	8.5%
光明乳业	13.1%	30.1%	-117.4%	7423.2%	-8.1%	-28.2%	-973.3%
燕塘乳业	41.8%	85.3%	70.4%	143.1%	-42.9%	-42.7%	-44.3%
天润乳业	55.6%	-2.5%	-63.7%	-101.1%	-91.7%	-145.8%	200.5%
三元股份	0.4%	237.2%	8.9%	117.2%	73.3%	-68.4%	-250.7%
新乳业	40.6%	20.5%	19.1%	-2.1%	46.9%	17.7%	22.9%
	毛利率						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
伊利股份	33.8%	32.5%	32.4%	31.5%	35.8%	33.6%	34.9%
光明乳业	20.0%	20.3%	15.5%	23.2%	19.6%	20.0%	18.1%
燕塘乳业	25.4%	28.8%	27.6%	21.8%	24.3%	27.3%	25.4%
天润乳业	20.1%	21.0%	17.6%	17.6%	16.4%	18.0%	19.9%
三元股份	24.1%	24.4%	21.7%	21.5%	23.8%	26.6%	20.7%
新乳业	27.1%	28.8%	26.4%	25.2%	29.4%	29.1%	28.8%
	销售费用率						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
伊利股份	17.1%	18.0%	17.9%	18.7%	18.4%	20.6%	19.0%
光明乳业	11.8%	12.5%	13.0%	10.6%	11.5%	11.9%	14.5%
燕塘乳业	10.3%	9.3%	10.6%	10.9%	12.6%	10.4%	12.0%
天润乳业	5.6%	5.2%	5.7%	5.2%	5.7%	6.2%	6.4%
三元股份	18.4%	16.6%	15.9%	12.7%	17.0%	17.5%	18.7%
新乳业	15.5%	15.8%	14.0%	15.9%	17.1%	15.2%	15.3%

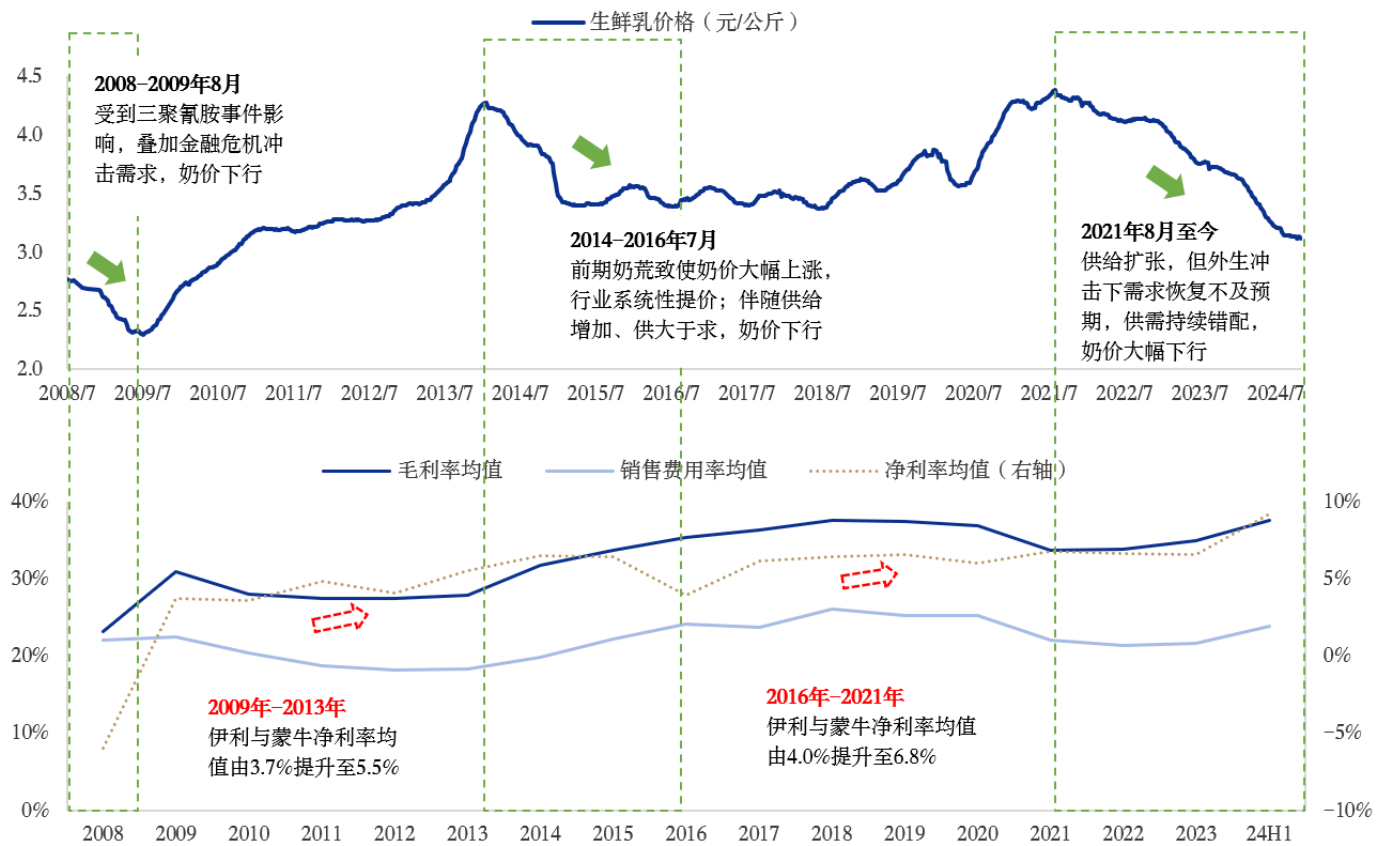
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 2025 年展望：关注供需逐渐平衡后原奶价格企稳

2021 年 8 月以来原奶价格进入新一轮下行周期，截至目前已持续三年有余，当前价格从 2021 年高点回落约-29%，较前几轮周期时间更长、幅度更深，主要系供需调节机制受到结构性影响：1) 前期经济修复的范围相对局限，需求复苏斜率偏缓；2) 规模化牧场抗亏损能力强于社会化牧场，占比提升后供给被动出清的速度降低。

展望 2025 年，我们认为供给与需求均有望边际改善，原奶价格从弱下行转至企稳的过程中，乳企盈利能力将持续提升。供给端，2024 年上游亏损面持续加大，中小企业清退+头部乳企联合大型牧业主动进行产能去化，存栏奶牛已呈现下行趋势，原奶供给有望在 2025 年同比收缩；需求端，在 24H2 政策持续刺激下亦有望迎来改善。伴随供需错配的矛盾逐渐缓解，2025 年原奶价格有望第一阶段实现降幅收窄，乳企迎来收入改善+成本红利；第二阶段逐渐企稳，竞争缓和下乳企盈利能力向上提升。

图80：本轮下行时间更长、幅度更深，2025 年有望迎来盈利能力持续改善

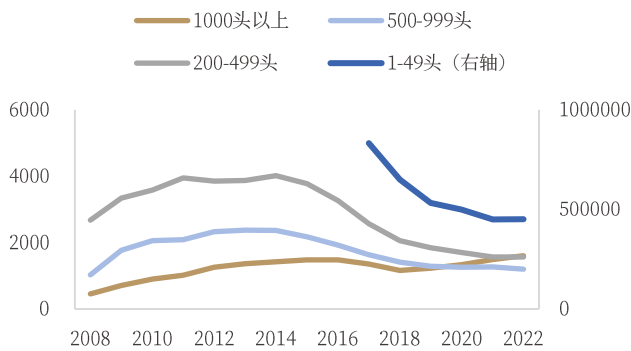


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

1. 供给

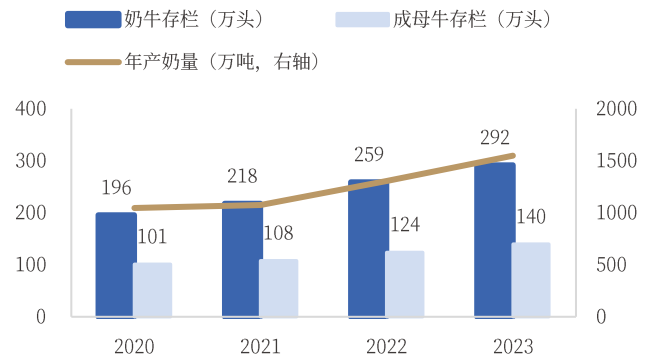
牛只数量降速较低+单产持续提升，致使本轮供给去化偏缓。本轮奶价深度下行，供给端的因素有四，1) 2020-2021 年大型牧场集中建设，叠加奶牛存在两年养殖周期，扩产效应滞后释放；2) 规模化养殖牧场的比例增加，抗风险能力更强，存栏量逆势增长，2023 年 TOP30 牧业集团年产奶量达到全国总量 51%；3) 苜蓿、豆粕、玉米等饲养原料价格回落，据荷斯坦，折合公斤奶成本下降约 10% (0.15~0.2 元)，减缓中小牧场被动出清；4) 奶业技术和素质不断强化，单产持续提升。

图81: 奶牛饲养规模场数出现结构性分化 (年存栏, 单位: 户)



资料来源: Wind, 中国畜牧兽医年鉴, 中国银河证券研究院

图82: TOP30 牧业集团存栏量与产奶量持续增长



资料来源: 荷斯坦, 新乳业, 中国银河证券研究院

展望 2025 年, 上述因素均有望向促成产能去化的方向移动:

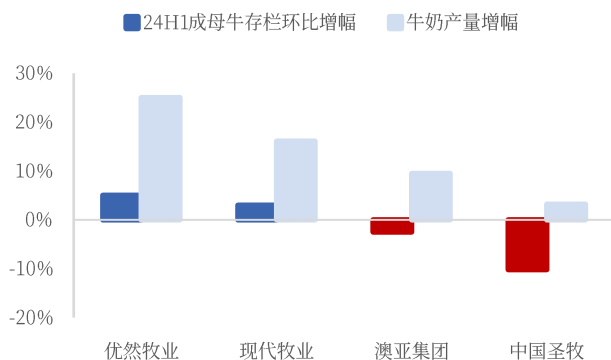
1) **牧场建设进度放缓, 扩建因素影响减小。**从 2025 年倒推两年奶牛养殖周期, 2023 年牧场扩建热潮已过; 伴随当前扩建项目减少、进度放缓或暂停, 有望降低供给压力。以澳亚集团为例, 2024 年 2 月 9 日, 公司将醇源牧场 4 的建设截止期由 2024 年 12 月进一步延长至 2025 年 12 月; 8 月 28 日, 公司再度公告暂停建设醇源牧场 4, 继续监控原奶市场供需情况再择机发展。

2) **大型牧场与下游乳企协同推进产能去化。**规模化牧场为去产能的中坚力量; 上市公司报表端反映, 2024 年上游中国圣牧、澳亚集团, 下游光明乳业、天润乳业等均主动加大淘汰牛力度。据国家奶牛产业技术体系首席科学家李胜利教授, 规模牧场存栏开始下降; 预计 2025 年趋势有望延续。

3) **部分原料价格预期回升, 或加快中小牧场出清。**2024 年饲养原料价格对利润正向贡献, 2025 年成本概率转向上行; 考虑到 24 年 5 月奶价与成本已经出现倒挂, 成本端压力加重可能加快中小牧场出清。苜蓿草: 2024 年国内种植面积总体缩减, 且优质苜蓿库存较低, 叠加美国加征关税可能, 2025 年价格或将上涨。玉米: 据农业农村部, 东北部分区域收获期雨水偏多、11 月气温偏高, 预计产量略减且储存难度加大, 叠加需求端玉米深加工保持高位等, 2025 年价格有望回升。豆粕: 据钢联资讯, 预计 2025 年豆粕价格中枢企稳, 波动或以窄幅为主, 25Q1 存在反弹预期。

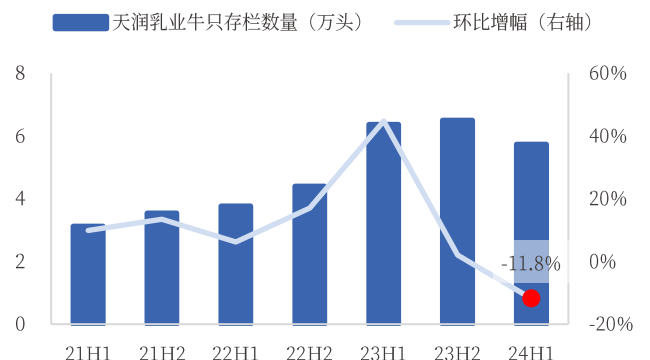
4) **2025 年夏季热应激效应有望使单产环比下降。**参考 2024 年夏季, 据河南奶业协会, 6-8 月份热应激使产奶量下降 7%; 预计 2025 年夏季将为观察供需平衡的重要窗口。

图83: 部分大型牧场开始淘汰低产奶牛、优化畜群结构



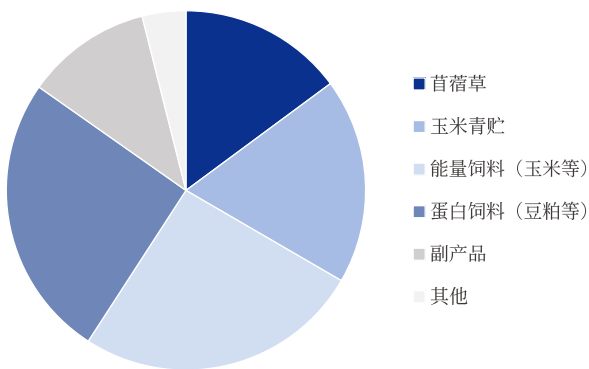
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图84: 乳企协同推动产能去化



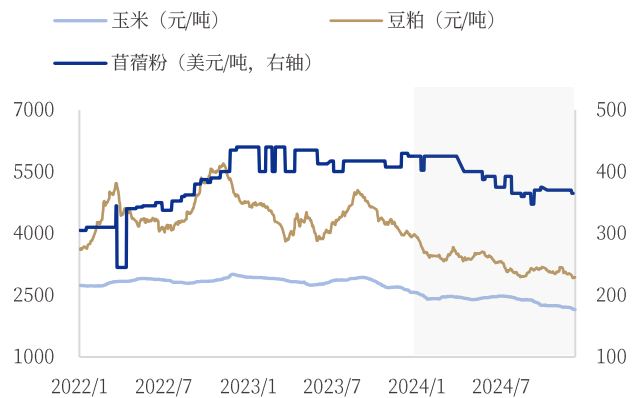
资料来源: 天润乳业公司公告, 中国银河证券研究院

图85: 奶牛常规日粮配方成本



资料来源: 畜牧人网站, 中国银河证券研究院

图86: 2024 饲料成本价格呈现下行趋势



资料来源: Wind, 农业农村部, 中国银河证券研究院

2. 需求

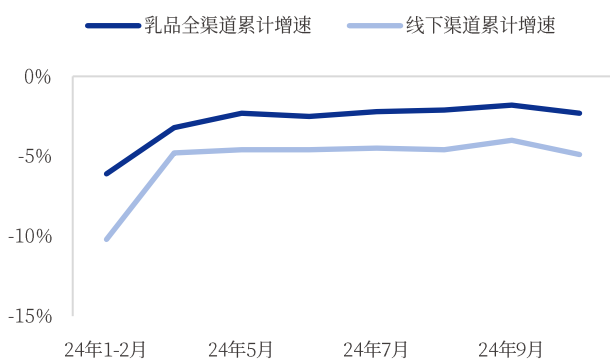
政策组合发力, 助力需求改善。2024年9月26日, 农业农村部等七部门联合印发《关于促进肉牛牛奶生产稳定发展的通知》, 需求侧, 针对促进牛肉牛奶消费提出三条举措, 分别从原奶消费的普适价值、特定场景与具体操作上给予指引方向, 将有助提振行业终端消费能力与消费意愿; 政策发布后, 辽宁等省份已积极响应推进。

1) **强化必需消费品认知。**2023年我国人均奶类消费量仅为全球平均水平的39.9%, 且未达到《中国居民膳食指南(2022)》摄入推荐量, 提升空间充足。运用多种方式开设宣传专栏、加强营养价值与常识科普, 有望强化消费者对牛奶“必需品”属性认知, 提高渗透率与人均消费。

2) **推广学生奶惠及覆盖。**2023年全国学生饮用奶在校日均供应量2775万份, 惠及3210万名学生, 对应《国家“学生饮用奶计划”推广规划(2021-2025年)》中2025年日均供应量3200万份/覆盖人数3500万人仍存在15.3%/9.0%提升空间。

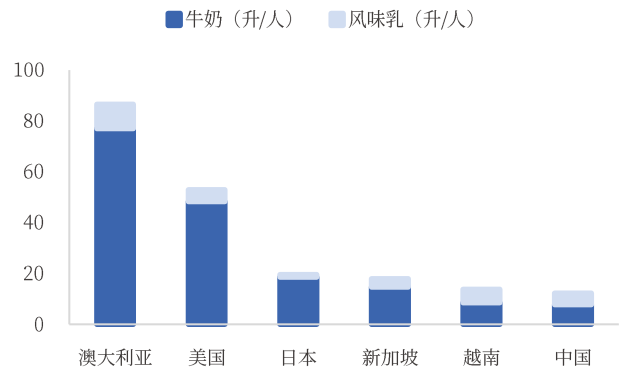
3) **补贴终端消费能力。**高线城市乳制品消费培育较为充分, 下线城市前期礼品礼赠属性明显, 当前具备较大的转向自饮的消费潜力。23Q1-Q3县级市已展现高于高线城市的销售额增速, 消费券等补贴有望进一步刺激需求。

图87: 政策促进下需求端有望逐步回暖



资料来源: 尼尔森IQ, 中国银河证券研究院

图88: 我国人均消费对比海外存在较大差距



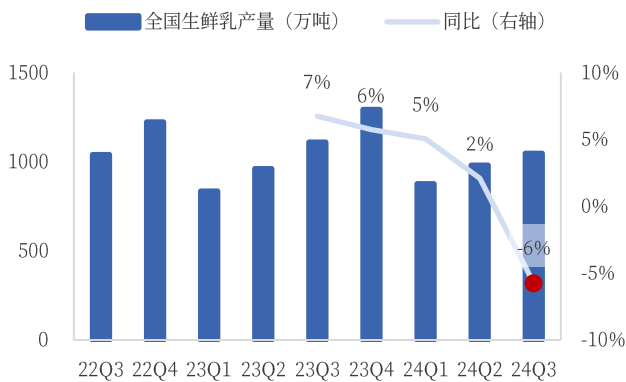
资料来源: 欧睿, Wind, 中国银河证券研究院

预计 2025 年整体需求有望温和复苏，内部结构性变化趋势延续。若 2025 年宏观经济回暖叠加支持政策落地，我们预计乳制品行业需求将迎来改善，除政策直接刺激导向的场景外，1) 低基数下送礼、休闲场景持续修复，利好常温白奶、常温酸奶；2) 鲜奶、有机、强功能化产品符合未来消费趋势，预计终端需求仍将旺盛。此外，伴随促销力度减弱，在销量增长的同时有望迎来价格修复。

3. 供需匹配与价格判断

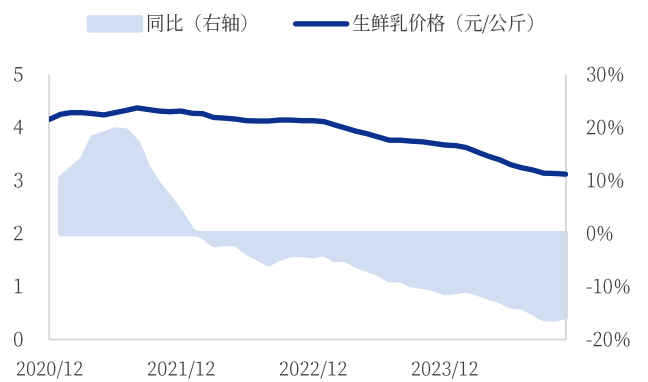
产能去化与需求刺激下已有好转，预计 2025 年供需有望实现紧平衡。据国家统计局数据显示，2024 年第三季度全国牛奶产量 1046 万吨，同比下降 5.8%；10 月全国主产区生鲜乳均价 3.13 元/公斤，环比-0.3%，跌幅较上月收窄 1.6pcts。考虑到供求各自边际改善，我们判断 2025H2 行业有望逐步实现紧平衡，原奶价格将从降幅收窄转向低基数下的企稳回升。

图89：24Q3 全国生鲜乳供给同比收缩



资料来源：奶牛微看，中国银河证券研究院

图90：生鲜乳价格同比降幅企稳



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

投资方向一：行业中长期产业周期有望反转，龙头或将先行修复并实现份额提升。2025 年预计行业供需均将边际改善，伴随原奶价格下行幅度逐渐收窄，龙头竞争有望缓和。建议关注存在壁垒的龙头乳企，2024 年主动调整渠道、轻装上阵后，盈利能力有望持续改善；叠加自身奶源、研发和渠道优势，周期反转后份额或进一步提升。

投资方向二：品类红利与近场渠道兴起贡献结构性机会。虽然未来行业整体增长逐渐趋缓，但品类生命周期分化，低温、奶酪等未来渗透率与人均消费量有望持续提升，此外渠道结构变化，C 端近场渠道兴起（即时零售等），B 端茶饮、咖啡繁荣带来乳基需求旺盛，板块需求仍然有结构性机会。

(三) 重点公司

伊利股份：对外调整+对内提效，已步入长期价值区间。短期来看，公司库存去化成效显著，原奶与包材成本红利延续+竞争相对趋缓，利润中枢或稳中有进。中长期来看，1) 收入端，公司积极布局乳品与非乳业务产品的创新升级，且已在产业链形成强护城河，有望受益市场份额提升，并向全球领先乳企站位迈进；2) 利润端，数字化赋能+精益管控+品类结构升级将推动净利率继续提升。预计 2024~2026 年归母净利润分别同比+13.8%/-4.4%/+9.4%，2024/12/31 收盘价 30.18 元，对应 PE 为 16/17/15X。

新乳业：结构升级+内部提效，“鲜战略”下盈利能力持续提升。短期来看，预计业绩延续较快增长，主要系：1) 差异化品类叠加 DTC 等渠道红利，带动收入端稳健增长；2) 产品结构优化和成本红利，促进盈利能力改善。长期来看，低温品类渗透率提升的趋势不改，公司坚持鲜立方战略，将凭借精准卡位+多品牌+产品创新把握低温品类红利；以 DTC 渠道为增长重要引擎提升市场份额。毛利率改善、上游优化与费效提升三大抓手，将共同推动净利率向五年倍增战略规划进发。预计 2024~2026 年归母净利润分别同比+29.0%/21.4%/18.5%，2024/12/31 收盘价 14.51 元，对应 PE 为 22/19/16X。

表7：乳制品板块重点公司盈利预测与估值

标的	2024/12/31 收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
伊利股份	30.18	118.6	113.4	124.1	16	17	15
新乳业	14.51	5.6	6.7	8.0	22	19	16

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

八、投资建议

若 2025 年宏观经济回暖叠加相关消费刺激政策落地，有望推动行业需求端温和改善，结构性分化仍然是主要特征，建议持续关注 C 端具备中长期产业逻辑的板块，同时预计顺周期属性较强+竞争格局较好的板块亦受益。

白酒板块：稳健标的，关注贵州茅台、五粮液、山西汾酒、迎驾贡酒、今世缘、古井贡酒；弹性标的，关注水井坊与泸州老窖。

啤酒板块：个股关注青岛啤酒股份，华润啤酒，燕京啤酒。

非酒板块，建议关注 3 条主线：

- 1) 顺周期+估值修复弹性仍大+竞争格局较优的板块，例如 B 端调味品、部分餐饮供应链公司，包括海天味业、安井食品、宝立食品。
- 2) 业绩具备韧性，C 端中长期产业逻辑清晰的板块，例如零食、饮料板块，包括东鹏饮料、华润饮料、欢乐家、劲仔食品、三只松鼠、洽洽食品；C 端调味品亦建议关注，重点公司包括天味食品、中炬高新、恒顺醋业、涪陵榨菜。
- 3) 三季报边际改善+中长期产业周期有望反转，例如乳制品板块，包括伊利股份、新乳业。

表8: 重点公司盈利预测与估值

2024/12/31		收盘价 (元/港元)	总市值 (亿元/亿港元)	归母净利润 (亿元)			PE			投资评级
股票代码	股票名称			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600519.SH	贵州茅台	1,524.00	19,144	844.7	944.1	1041.3	23	20	18	推荐
000858.SZ	五粮液	140.04	5,436	322.2	349.3	376.5	17	16	14	推荐
600809.SH	山西汾酒	184.21	2,247	124.4	140.3	158.6	18	16	14	推荐
603369.SH	今世缘*	45.23	567	36.5	41.7	47.7	16	14	12	-
603198.SH	迎驾贡酒*	53.94	432	27.4	31.2	35.2	16	14	12	-
000596.SZ	古井贡酒*	173.30	833	56.7	65.5	74.5	16	14	12	-
000568.SZ	泸州老窖*	125.20	1,843	143.5	153.1	169.3	13	12	11	-
600779.SH	水井坊*	53.52	261	13.7	14.9	16.6	19	18	16	-
0168.HK	青岛啤酒股份	56.80	992	45.0	49.1	53.2	17	16	15	推荐
0291.HK	华润啤酒	25.25	819	54.4	61.7	67.9	15	13	12	推荐
000729.SZ	燕京啤酒*	12.04	339	11.3	12.5	15.1	30	27	22	-
605499.SH	东鹏饮料	248.52	1,292	32.8	42.9	52.8	39	30	24	推荐
300997.SZ	欢乐家	15.46	69	1.8	2.3	2.6	39	30	27	谨慎推荐
2460.HK	华润饮料	11.74	282	16.5	20.4	24.4	17	14	12	推荐
603288.SH	海天味业	45.90	2,552	62.6	70.5	80.7	41	36	32	推荐
603317.SH	天味食品	13.34	142	5.9	6.8	7.8	24	21	18	谨慎推荐
600872.SH	中炬高新	22.02	172	8.1	9.7	11.5	21	18	15	推荐
003000.SZ	劲仔食品	13.70	62	2.9	3.6	4.3	21	17	14	推荐
300783.SZ	三只松鼠	36.87	148	4.0	5.6	7.5	37	26	20	谨慎推荐
002557.SZ	洽洽食品	29.05	147	10.0	11.5	13.0	15	13	11	推荐
600887.SH	伊利股份	30.18	1,921	118.6	113.4	124.1	16	17	15	推荐

002946.SZ	新乳业	14.51	125	5.6	6.7	8.0	22	19	16	推荐
603345.SH	安井食品	81.48	239	14.3	15.8	17.5	17	15	14	推荐
603170.SH	宝立食品	15.22	61	2.8	3.3	3.9	22	18	16	谨慎推荐

注：*为 Wind 一致盈利预测，其余为中国银河证券研究院预测

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

九、风险提示

需求复苏不及预期的风险。2024年9月以来多项政策利好终端消费；若后续经济复苏的力度与持续性不及预期，或将导致消费意愿与消费场景的修复偏缓，致使行业增长承压。

价格持续下跌的风险。若宏观经济改善不及预期、部分行业供给去化不及预期，可能产生终端价格持续下跌，或价格回升速度不及预期的风险。

竞争改善不及预期的风险。原材料成本下行驱动新的竞争者持续加入市场，叠加质价比概念兴起，部分赛道竞争一度趋紧；若竞争改善不及预期，行业企业可能面临发展速度放缓的风险。

渠道变革冲击超预期的风险。近两年行业部分赛道快速增长得益于渠道扩张，当前新一轮渠道变革终局未定，若渠道变革冲击超预期，可能对行业收入造成影响。

食品安全风险。在食品的采购、运输、储存等过程中均可能出现引发食品安全风险的随机因素。若发生食品安全问题，将对行业和公司的声誉与业务产生重大不利影响。

图表目录

图 1: 2024 年至今食品饮料累积涨幅在全行业位居第 28 名	4
图 2: 食品饮料行业指数 2024 全年走势 (SW 行业指数)	4
图 3: 食品饮料行业单季度收入、利润增速 (SW 行业指数)	4
图 4: 2025 年社零增速有望回升	5
图 5: 2025 年 CPI 有望温和回升	5
图 6: 食品饮料指数估值处于近 10 年底部	5
图 7: 食品饮料板块重仓股持股市值占比	5
图 8: 中国白酒行业产量年度累计值及累计同比	6
图 9: 中国白酒行业产量月度同比	6
图 10: 白酒行业的几轮周期	6
图 11: A 股 18 家白酒上市公司历年合计营收和净利同比增速	7
图 12: A 股 18 家白酒上市公司历年合计 (营收+预收款) 增速	7
图 13: 华致酒行收入和归母净利润同比增速	7
图 14: 各白酒公司季度收入同比增速	7
图 15: 公募基金白酒板块持股市值 (亿元)	8
图 16: 公募基金白酒板块持股数量 (亿股)	8
图 17: 主动型公募基金对白酒板块持股数量	8
图 18: 近 4 个季度主动型基金重仓持股数量变化	8
图 19: 白酒板块 P/E	9
图 20: 白酒个股 2024-25 利润预测和 P/E	9
图 21: 白酒板块企业现金流和分红 (单位: 亿元)	9
图 22: 白酒企业分红比例	9
图 23: 中国啤酒产量当月同比	11
图 24: 大麦价格 (美元/吨)	11
图 25: 青岛啤酒利润、资本开支和现金分红情况 (单位: 百万元)	12
图 26: 重庆啤酒利润、资本开支和现金分红情况 (单位: 百万元)	12
图 27: 软饮料板块单季度收入、利润增速 (重点公司口径)	13
图 28: 软饮料板块毛利率与销售费用率 (重点公司口径)	13
图 29: 2024 年软饮料重点公司业绩表现 (部分)	13
图 30: 2024 年日常出行修复后稳中有升	14
图 31: 预计 2025 年出行仍将保持旺盛态势 (亿人次)	14
图 32: PET 瓶片价格 24H2 持续下行	14
图 33: 白糖价格同比回落	14
图 34: 1998-2009 年日本矿泉水行业市场集中度快速提升	15

图 35: 2011-2023 年龙头市场份额稳固.....	15
图 36: 康师傅与统一毛利率在全行业中较低	15
图 37: 康师傅与统一扣非净利率在全行业中较低	15
图 38: 即饮茶、功能饮料、亚洲传统饮料增速较高 (2024 年 6-8 月)	16
图 39: 无糖茶、电解质水与养生水产品类 2024 年景气度较高.....	16
图 40: 无糖茶 2024 年 1-4 月持续上新.....	16
图 41: 无糖茶规格与均价或延续性价比趋势	16
图 42: 全国体育场地数量稳定增长.....	16
图 43: 2025 年运动饮料旺季有望实现更快动销.....	16
图 44: 植物饮料占比快速提升.....	17
图 45: 植物饮料终端市场竞争格局 (2024 年)	17
图 46: 零食板块单季度收入、利润增速 (重点公司口径)	19
图 47: 零食板块毛利率与销售费用率 (重点公司口径)	19
图 48: 2024 年零食重点公司业绩表现 (部分)	19
图 49: 量贩零食各品牌展店数量 (个)	20
图 50: 企业加盟补贴政策.....	20
图 51: 万辰集团和零食很忙的净利率提升	21
图 52: 万店业态门店毛利率情况.....	21
图 53: 传统卖场式微, 但会员店业态市场份额逆势增长.....	21
图 54: 山姆近两年计划加速开店.....	21
图 55: 不同渠道已形成各自定位.....	22
图 56: 各企业渠道布局情况.....	22
图 57: 鹌鹑蛋迎来快速增长 (收入, 亿元)	23
图 58: 魔芋制品渗透率快速提升 (收入, 亿元)	23
图 59: 新品有望驱动品类增长.....	23
图 60: 关注符合健康化、功能化、新中式三大主线的产品创新	23
图 61: 调味品板块单季度收入、利润增速 (重点公司口径)	25
图 62: 调味品板块毛利率与销售费用率 (重点公司口径)	25
图 63: 餐饮链板块单季度收入、利润增速 (重点公司口径)	25
图 64: 餐饮链板块毛利率与销售费用率 (重点公司口径)	25
图 65: 2024 年 10 月社零餐饮增速环比略有回升	26
图 66: 2024 年 10 月至今各地发放餐饮消费券	26
图 67: 规上社零餐饮增速慢于全部社零餐饮增速	26
图 68: 头部餐饮拓店情况.....	26
图 69: 复调公司近几年资本开支增速低于速冻公司	26
图 70: 日本酱油发展经验显示 1990-1996 年家庭需求更具韧性	27
图 71: 2023 年以来大豆价格同比持续回落	27

图 72: 白糖价格 2024 年 5 月开始由增转降	27
图 73: 2024 年玻璃价格多数时间同比下行	28
图 74: 青菜头价格历史波动情况	28
图 75: 复合调味汁快速兴起	28
图 76: B 端菜系推动地方风味复合调味品兴起 (贵州酸汤)	28
图 77: 乳制品板块单季度收入、利润增速 (重点公司口径)	30
图 78: 乳制品毛利率与销售费用率 (重点公司口径)	30
图 79: 2024 年乳制品重点公司业绩表现	30
图 80: 本轮下行时间更长、幅度更深, 2025 年有望迎来盈利能力持续改善	31
图 81: 奶牛饲养规模场数出现结构性分化 (年存栏, 单位: 户)	32
图 82: TOP30 牧业集团存栏量与产奶量持续增长	32
图 83: 部分大型牧场开始淘汰低产奶牛、优化畜群结构	32
图 84: 乳企协同推动产能去化	32
图 85: 奶牛常规日粮配方成本	33
图 86: 2024 饲料成本价格呈现下行趋势	33
图 87: 政策促进下需求端有望逐步回暖	33
图 88: 我国人均消费对比海外存在较大差距	33
图 89: 24Q3 全国生鲜乳供给同比收缩	34
图 90: 生鲜乳价格同比降幅企稳	34
表 1: 白酒重点公司盈利预测和估值	10
表 2: 啤酒公司量价表现	11
表 3: 啤酒重点公司盈利预测和估值	12
表 4: 软饮料板块重点公司盈利预测与估值	18
表 5: 零食板块重点公司盈利预测与估值	24
表 6: 调味品与餐饮链板块重点公司盈利预测与估值	29
表 7: 乳制品板块重点公司盈利预测与估值	35
表 8: 重点公司盈利预测与估值	36

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，食品饮料行业分析师。经济学硕士，2022年加入中国银河证券研究院，5年食品饮料研究经验，重点覆盖非酒板块。

刘来珍，食品饮料行业分析师。上海交通大学金融学硕士，7年食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn