

食品饮料

节前备货关键节点，关注动销及库存变化

投资要点：

【白酒】考虑到板块仓位回落幅度及时长相对充分，白酒作为顺周期板块，预期带动估值修复往往先于基本面。从估值端来看，目前白酒板块虽较Q2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。建议关注保价控量、具备降维打击、市占率提升能力的**茅台、五粮液**，以及alpha势能延续的**汾酒、古井**。

【啤酒】重点推荐高端化核心标的**青岛啤酒**、提效改革叠加单品逻辑的**燕京啤酒**。

【软饮料】建议关注：1) 功能饮料赛道龙头且逐步探索出第二增长曲线的**东鹏饮料**；2) 基本面具备积极预期的**香飘飘**。

【预调酒】重点推荐预调酒行业龙头**百润股份**，公司历史行情通常为大单品所驱动的PE扩张，行情较快，操作上更适合左侧布局。11月19号，公司威士忌正式上市，当前公司25年PE为27倍上下，我们认为具备较大赔率。

【乳制品】重点推荐利润导向明显的全国乳企巨头**伊利股份**，关注其产品结构优化带来的毛利率改善情况以及费用率投放情况。建议关注低温奶乳企**新乳业**。

【休闲零食】零食步入年货节旺季、经销商备货积极叠加新渠道微信小店的催化，板块景气度维持在较好水平。建议关注**西麦食品、甘源食品、三只松鼠**。

【调味品&餐饮】调味品重点推荐**安琪酵母**：国内量的韧性强、海外增长势能高，新榨季成本红利释放有望提振公司业绩增长弹性。**中炬高新**：旺季、渠道备货前置叠加低基数催化下，改革红利逐步兑现等有助于盈利延续高弹性。推荐**天味食品、宝立食品、安井食品**。

【烘焙供应链】烘焙供应链重点推荐**立高食品**：稀奶油高增，商超、餐茶饮渠道持续扩张，全年业绩弹性较强；**海融科技**：未来出海逻辑最为通顺，已有海外产能&渠道且有扩产预期，有望持续放量。

【保健品&代糖】长期来看“银发一族”和“年轻一代”作为驱动行业增长的核心群体，在健康意识提升、老龄化背景下，行业发展动能充足、空间广阔。建议关注：**汤臣倍健、百合股份、莱茵生物**（甜菊糖、罗汉果糖）、**华康股份**（木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇）、**百龙创园**（阿洛酮糖、膳食纤维、益生元）。

【餐饮】重点推荐餐饮、食品以及宾馆业务三轮驱动，协同发展的**同庆楼**；极致化供应链，快餐龙头的**百胜中国**；业务立品牌，食品业务带来新增长的**广州酒家**；深耕下沉餐饮市场的**呷哺呷哺**。建议关注：**海底捞、九毛九、全聚德、茶百道**。

【宠物】推荐海内外双循环的**中宠股份**，自有品牌三大要素齐具的**乖宝宠物**，境外业务同环比改善、境内业务持续布局的**佩蒂股份**，出口业务具有较强弹性的**依依股份**，建议关注：流动性改善带来估值回升的**路斯股份**，食品和用品双轮驱动的**源飞宠物**。

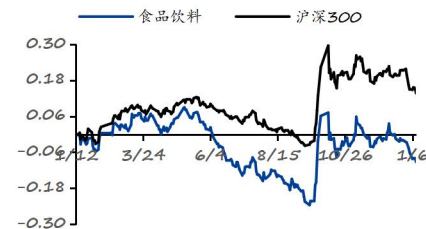
【黄金珠宝】需持续关注高金价下终端消费情况，等待旺季表现。推荐：产品及渠道双增长的**潮宏基**；结构调整基本完成，高股息的**周大生**；拥有强渠道和强品牌力，股改焕发新增长的**老凤祥**。

风险提示

经济波动影响消费水平、食品安全风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动。

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)

lc30103@hfzq.com.cn

分析师：张东雪(S0210523060001)

zdx30145@hfzq.com.cn

分析师：童杰(S0210523050002)

tj30105@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、旺季来临，催化不断——2025.01.05
- 2、抽丝剥茧，洞察食品饮料的五个层面——2025年餐饮年度策略——2025.01.02
- 3、食品饮料周观点更新——2024.12.29



正文目录

| | |
|------------------|----|
| 1 白酒..... | 3 |
| 2 啤酒..... | 4 |
| 3 软饮料..... | 4 |
| 4 预调酒..... | 5 |
| 5 乳制品..... | 5 |
| 6 休闲食品..... | 6 |
| 7 调味品&餐产供应链..... | 7 |
| 8 烘焙供应链..... | 7 |
| 9 保健品..... | 8 |
| 10 代糖..... | 8 |
| 11 餐饮..... | 9 |
| 12 宠物..... | 10 |
| 13 黄金珠宝..... | 10 |
| 14 风险提示..... | 11 |



1 白酒

政策端，稳增长举措积极，助力经济修复的信号明显，但需求的恢复不能一蹴而就，宏观各项政策落地带来的效果需要时间去陆续显现，短期内白酒板块的量价压力仍在。从中秋、国庆动销情况看，预计中低价格带同比基本持平，次高端和高端预计有所下滑。其中，300元以内价位以大众消费为主、成长性相对较好，400元以上价位商务需求较为疲软。

我们预计 Q4 及开门红压力仍在，但考虑到目前市场预期较为悲观，实际销售表现或更加平稳。25 年报表端或以调整为主，但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。若酒企目标理性设定，渠道库存通过旺季持续去化，行业累积的包袱卸掉，行业将进入更加健康的新阶段。25H2 白酒企业将大面积进入低基数，现阶段酒企 25 年目标设定对本轮白酒周期走势非常重要。从量价角度来看，酒企目前积极维护核心产品价格，非核心产品若以价换量，则白酒整体价格带仍有层层踩踏的风险。

个股方面，贵州茅台已发布 2024 年度生产经营情况公告，经公司初步核算，2024 年度公司预计实现营业总收入约 1738 亿元，同比增长约 15.44%；预计实现归母净利润约 857 亿元，同比增长约 14.67%。其中，公司 24Q4 预计实现营收 506.77 亿元，同比增长 12.01%。公司年初制定的经营目标为营业总收入较上年增长同比 15% 左右，今年顺利完成，龙头实力在压力环境下进一步凸显。分系列看，2024 年公司系统梳理形成陈年、飞天、低度三大系列为主体的“橄榄型”产品结构，推进了 60 余款新品开发。2025 年，公司已明确“保持飞天 53 度 500ml 茅台酒价格相对稳定”的目标，将调整飞天和珍品等产品的投放量，进一步强化普茅大单品作为橄榄型产品矩阵“金字塔”底座中的地位，增量主要通过开发 750ml、700ml 等规格的茅台酒新品及非标产品贡献。

系列酒方面，2025 年系列酒预计进一步承担公司增长主引擎，帮助茅台酒缓解压力、维稳价格。2025 年茅台酱香酒公司的任务目标为销售额增速不低于贵州茅台过去 5 年的平均增速（约 14%）。在费用投入方面，茅台酱香酒明年投入费用额度较 2024 年计划增加 15 亿元，增幅超 50%。其中，大单品茅台 1935 将以 500-800 元价格段，围绕长三角、珠三角、京津冀等地区精耕；此外，公司力争用 2 年左右时间把茅台王子打造成茅台酱香酒的第二支百亿元大单品，预计或将加大铺货和投入力度，进一步抢夺大众消费市场。

此外，本周五粮液多地暂停供货。我们认为，虽然旺季停货较为罕见，但普五批价走势现阶段对经销商回款等方面也有较大影响，挺价重要性较高。当前普五渠道库存相对不高，在旺季刚需的促进下，预计停货对价格的影响预计在相对短的时间内可实现。根据酒价参考，普五 1 月 10 日当天批价已上涨 5 元。结合 1218 经销



商大会上，五粮液已表示会“加大力度抓好产品量价平衡，破除经销商盈利问题”，我们认为本次旺季停货也彰显了公司对量价平衡、渠道利润保障的决心。

考虑到板块仓位回落幅度及时长相对充分，白酒作为顺周期板块，预期带动估值修复往往先于基本面。从估值端来看，目前白酒板块虽较 Q2 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。建议关注保价控量、具备降维打击、市占率提升能力的茅台、五粮液，以及 alpha 势能延续的汾酒、古井。

2 啤酒

本周，青岛啤酒/华润啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/乐惠国际涨跌幅分别为 -4.96%/-5.41%/-3.32%/-8.49%/-4.36%/-3.77%

销量方面，我们预计 25 年全年啤酒销量将保持稳定，而啤酒板块各公司由于基地市场的不同，销量方面预计将有所差异。

高端化方面，由于此前高端餐饮前期恢复进度略低于预期，一定程度上压制了高端档次啤酒的销售，但在各厂商高端化战略下，吨酒价格增速持续，23 年华润啤酒、青岛啤酒均保持了吨酒价格增速的中单位数增长，考虑到啤酒价格绝对值较低，我们预计高端化趋势将得以延续。

展望 2025 年，我们认为啤酒市场总量增长预计较为有限，收入端增长主要来自结构升级，当前啤酒高端化升级方兴未艾，而高端啤酒更高毛利的属性，预计也将持续抬升各厂商的盈利水平。同时，在我国终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税的背景下，大麦价格的下行预计将给啤酒企业贡献高端化以外的盈利弹性。

重点推荐高端化核心标的青岛啤酒、提效改革叠加大单品逻辑的燕京啤酒。

3 软饮料

本周，东鹏饮料/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品/农夫山泉/欢乐家这几大主要软饮料上市企业的涨跌幅分别为 12.4%/-3.51%/-7.49%/-2.18%/-4.19%/-2.67%/-6.62%，对比食品饮料板块的超额收益分别为 15.86%/-0.05%/-4.03%/1.28%/-0.73%/0.79%/-3.16%

我们维持此前观点，认为饮料板块中的个别公司有一定的超额收益机会，主要来自单个企业展现的复苏形态。

总体来看，我们认为饮料板块复苏态势显著，但投资机会更多为个股 α 而非板块 β ，对于在该板块寻找投资机会而言，我们认为应精选具备两大要素的企业：



1) 所处赛道潜力高：在负贝塔环境中寻找阿尔法机会，往往收益也将被一定程度上抵消，因此我们应首选具备增长潜力的细分赛道，如无糖茶、能量饮料、植物蛋白饮料等；

2) 企业自身管理能力优秀：若企业自身管理能力较强，加之行业向好发展，往往能够取得较强的市场地位，基本面将同时享受行业扩容和格局改善的双重提振，而 EPS 的高增往往伴随着市场信心的增强，PE 扩张将有望收获戴维斯双击的收益。

建议关注：1) 功能饮料赛道龙头且逐步探索出第二增长曲线的东鹏饮料；2) 基本面具备积极预期的香飘飘。

4 预调酒

市场普遍对预调酒行业销量能否实现持续增长有一定的分歧，我们认为未来预调酒行业的规模将稳定扩张。

a) 从大方向出发，低度酒板块为全球销量占比最大的酒饮市场，我们认为伴随消费场景的持续丰富和消费习惯在代际变迁下的多样化，板块或存在结构性机会，而预调酒作为我国最具创新潜力的一大低度酒品类，预计将受益于该类消费趋势。

b) 从行业出发，我们认为当前大众对预调酒的认知逐步提升，匹配的消费场景也逐渐开辟，如露营、飞盘、桌游等，行业已步入健康发展道路，预计行业规模将伴随新消费群体的崛起、新场景的开辟及消费习惯的高线城市化而有序扩容。

我们认为，当前我国预调酒行业未来发展预计有三大路径：1) 城镇化率提升带动消费习惯高线化，预调酒触达面积增大，行业渗透率被动提升；2) “她经济”进一步发展，同时 Z 世代崛起承接酒类主要消费群体，新消费场景和分众化的消费需求成为主流趋势，驱动具备个性化基因的预调酒行业扩容；3) 行业供给侧推力增强，市场教育力度提升，即参与者增多，包括但不限于传统啤酒、饮料企业；切割不同细分市场的大单品频频涌现，连线成面带动消费者认知深化。

我们认为我国预调酒行业仍处于发展初期，消费人群和场景仍在培育中，短期内行业规模主升浪仍需要素积累，包括但不限于城镇化率提升、啤酒高端化增速放缓等，但长期来看，随着 Z 世代崛起、消费场景的多元化，行业具备较大增长空间。

百润股份作为预调酒行业龙头企业，公司历史行情通常为大单品所驱动的 PE 扩张，行情较快，操作上更适合左侧布局，11 月 19 号，公司威士忌正式上市，当前公司 25 年 PE 为 27 倍上下，我们认为具备较大赔率，重点推荐。

5 乳制品

1月3日，主产区生鲜乳平均价3.12元/公斤，环比前周+0.32%；本周，伊利股份/蒙牛乳业/光明乳业/天润乳业/新乳业涨跌幅分别为-2.63%/-6.82%/-3.62%/-7.28%/4.17%，对比食品饮料板块的超额收益分别为0.83%/-3.36%/-0.16%/-3.82%/7.63%。我们预计24年原奶价格仍处于下行区间，企业端的降本控费、龙头乳企追求净利率目标、区域乳企新品新渠道的拓展拉动营收增长仍将是整个竞争格局的主旋律，双寡头伊利蒙牛的竞争趋于常态化，并且全国性乳企也在布局低温品类，蚕食区域乳企的竞争优势，全国性乳企的竞争优势更加明确。我们认为产能去化仍需时间，奶价短期还将在低位，供需平衡的拐点预计将在25年下半年到来。

重点推荐：利润导向明显的全国乳企巨头伊利股份，关注其产品结构优化带来的毛利率改善情况以及费用率投放情况。建议关注低温奶乳企新乳业

6 休闲食品

我国休闲零食行业受渠道革新红利影响较大，由于量贩零食渠道重度红利期已过，市场对板块渠道红利可持续性有一定担忧。我们认为，长期来看，量贩零食市场距离饱和期还有较远距离，从万辰集团的表现来看，受收入规模增长和门店密度的提升，量贩零食业务规模效应日益显现，同时仓储利用率和周转效率、拓展和运营人效持续提升，物流费率不断优化，推动量贩零食业务的费效比有效提升，带动量贩净利率仍在持续提升。今年前三季度，万辰量贩零食业务累计营收202.28亿元，净利润3.92亿元，剔除计提的股份支付费用后净利润5.41亿元；单三季度实现累计营收95.54亿元，净利润2.01亿元，剔除计提的股份支付费用后净利润2.61亿元。随着龙头企业大量收并购，现阶段门店数量已不再是龙头企业的最高目标，随着行业格局逐渐清晰，量贩龙头在发展速度上更追求高质量、可持续地发展，行业从野蛮快速增长逐渐进入健康发展新阶段。

此外，12月18日，微信团队宣布，微信小店正式开启“送礼物”功能的灰度测试，除去珠宝首饰、教育培训两个类目，商品款式原价不高于1万元的商品将默认支持“送礼物”功能，带动板块大涨。节日需求叠加腾讯社交功能的一个过往案例是2015年微信与央视春晚达成合作，用户可以通过微信“摇一摇”抢红包，微信官方数据显示，除夕当天微信用户互动总量达110亿次，微信钱包绑卡用户突破2亿，除夕至初八期间吸引超800万用户。我们认为，从长期视角来看，微信作为即时通讯APP，用户规模和用户使用频次上具有先天优势；从短期视角看，年货节拉开序幕，礼赠作为电商新场景，品牌受益大于白牌；个股中，产品属性中礼赠属性较强、同时企业相对重视线上流量打造的企业或将率先收益。

零食步入年货节旺季、经销商备货积极叠加新渠道微信小店的催化，板块景气度维持在较好水平。建议关注西麦食品、甘源食品、三只松鼠。

7 调味品&餐产供应链

本周（1.6-1.10）调味发酵品/预加工食品板块行情调整加剧，周跌幅分别达4.91%/5.05%。主要标的表现方面，海天味业、安琪酵母、涪陵榨菜、天味食品、中炬高新、安井食品、千味央厨本周对应涨跌幅分别为-5.19%/-2.75%/-4.07%/-1.16%/+0.61%/-7.48%/-5.04%。

调味品板块建议把握需求景气度回升、成本费率优化的龙头标的。其中，酵母龙头安琪国内销售持续提速、海外保持高增，预计明年主业高增长势能延续，叠加成本费用红利释放，利润端有望共振。海天味业今年表现强者恒强，且受益于调味品需求回暖、渠道库存周期改善，预计明年基本面韧性高。而中炬高新不仅受益于酱油β修复，而且少数股东损益在贡献利润增量，尤其明年在百亿目标引领下，公司并购扩张的预期强，预计利润弹性高。天味食品受益于复调高需求景气度，同时主业增长逻辑顺、看点多，包括培育战略经销商转型为专属经销商，抢占增长资源，同时并购食萃、加点滋味。

速冻食品板块 Q3 基本面相对承压，米面等细分赛道受弱需求下价格竞争影响，但预制菜肴景气度相对较好。展望 Q4 传统速冻旺季，鉴于 9 月中旬以后整体餐饮需求回暖，叠加 25 年春节提前备货，看好多数公司 Q3 业绩触底反弹，Q4 开始呈现基本面改善。

调味品重点推荐安琪酵母：国内量的韧性强、海外增长势能高，新榨季成本红利释放有望提振公司业绩增长弹性。**中炬高新：**旺季、渠道备货前置叠加低基数催化下，短期业绩确定性较强，改革红利逐步兑现等有助于盈利延续高弹性。**天味食品：**Q3 业绩高增，复调需求景气度边际改善，公司在 BC 端均有抓手下主业成长逻辑顺。**宝立食品：**主业销售改善，业绩压力缓解，基本面改善预期强。

餐饮供应链重点推荐安井食品：作为速冻和餐供龙头，当前公司经营韧性以及相对优势已得到充分显现，且在政策利好餐饮产业链预期下，公司中长期布局价值凸显。

8 烘焙供应链

本周（1.6-1.10）立高食品、海融科技、南侨食品、五芳斋、佳禾食品股价表现分化，期间涨跌幅分别为-9.81%/-3.05%/-2.09%/+2.91%/-8.48%。本周南侨食品披露 12 月营收公告，其中公司该月实现营收 3.25 亿元，同增 10.66%；此外，本周立高食品披露投资者关系活动记录表，其中公司商超渠道旺季市场反馈好，25 年对甜甜圈、麻薯等品类期望高，且针对 1 月棕榈油等原料价格回落后续考虑延长订单。尽管烘焙供应链板块 Q3 基本面相对承压，但稀奶油赛道景气度相对较好。行业方面，受益



于下游现制烘焙茶饮需求恢复，23年-24H1烘焙原料展现业绩增长弹性；而且24年H1板块呈结构性复苏，其中稀奶油有望受益于国内原奶价格低点实现加速进口替代，此外小B渠道复苏以及出海逻辑也值得关注。

烘焙供应链重点推荐立高食品：主业在稀奶油产线高增、商超和餐茶饮渠道补能下有望稳步快增，同时业绩充分受益于采购优化、成本改善以及精控费用，预计全年展现增长弹性；**海融科技：**未来出海逻辑通顺，已有海外产能&渠道且有扩产预期，有望持续放量；且在员工持股计划中，增速目标逐年提升体现公司未来发展信心。

9 保健品

本周，汤臣倍健/仙乐健康/H&H国际控股/科拓生物涨跌幅分别为-3.21%/-1.88%/-4.44%/-4.78%，对比食品饮料板块的超额收益分别为0.26%/1.58%/-0.98%/-1.32%。我国保健品行业空间广阔，短期来看，保健品行业受“百日行动”打假负面新闻、跨境电商法带来的监管趋严等事件影响增速有一定回落，但长期来看“银发一族”和“年轻一代”作为驱动行业增长的核心群体，在健康意识提升、老龄化背景下，行业发展动能充足、空间广阔。

年轻一代正逐渐成为保健品消费的主力军，引领行业新趋势。随着人们生活质量的提高以及亚健康人数的增长，健康需求从“银发一族”逐渐向“年轻一代”发展。老龄化加剧以及Z世代人群健康意识的提升使得中国保健品渗透率出现独特的“U型分布”。颜值养生、朋克养生、零食化养生已成为年轻人的养生风尚。由于年轻人高盐高糖、辛辣重口的饮食习惯以及久坐办公，使得对益生菌、钙类以及颜值经济驱动下的胶原蛋白肽饮等品类的需求保持增长。在近日举办的第七届进博会上，仙乐健康带来的营养软糖系列形态多样，包括夹心、双层、扭花等，让营养和美味合二为一，满足年轻群体需求。

建议关注：汤臣倍健、百合股份。

10 代糖

本周，百龙创园/华康股份/莱茵生物/晨光生物/三元生物/保龄宝涨跌幅分别为-3.36%/-3.35%/+0.55%/-3.46%/-0.94%/-0.14%，对比食品饮料板块的超额收益分别为+0.10%/+0.11%/+4.01%/+0.00%/+2.53%/+3.32%，多数有所下跌但均跑赢板块。整体来看，近年随着全球“减糖”趋势持续演绎、各国“糖税”及减糖政策陆续强化，无糖/低糖消费兴起，同时人工甜味剂的安全性不断被讨论，天然代糖的占比快速提升，我们认为未来天然甜味剂或将有更大的替代空间。植物提取甜味剂来源天然，市场广阔，且作为高倍甜味剂相较蔗糖依然具备价格优势，有望维持快速扩容；此



外在合成生物学制备路线的加持下，产品力有望持续提升，进一步打开市场空间。功能性糖醇风味表现优异，也是高低倍甜味剂复配中不可或缺的组成部分，且功能性糖醇在提供甜味外仍有食品添加剂、医药、日化等用途，需求端稳步扩容。此外，阿洛酮糖作为新一代甜味剂，具有无糖、低热量、加工特性优良、具备美拉德反应等特点，与蔗糖甜感相近，国内使用获批在即，全球需求伴随多数国家逐步获批快速增长。

建议关注：植提甜味剂需求旺盛、业绩有弹性且合成生物产能落地的莱茵生物（甜菊糖、罗汉果糖）、24年下半年重大产能落地且拟横向收购豫鑫糖醇的华康股份（木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇）、阿洛酮糖获批在即龙头受益的百龙创园（阿洛酮糖、膳食纤维、益生元）。

11 餐饮

本周 SW 酒店餐饮指数涨跌幅为-7.10%，对比食品饮料板块（-3.46%），表现略有分化，其中百胜中国/九毛九/海伦司/特海国际/海底捞/洪九果品/同庆楼/广州酒家/奈雪的茶/呷哺呷哺/全聚德/西安饮食期间涨跌幅分别为-5.42%/-14.56%/-16.95%/-16.94%/-9.26%/+0.00%/-7.93%/-6.19%/-15.67%/-16.00%/-4.36%/-12.36%。

海底捞持续推陈出新，为企业餐饮树立行业新标杆。在 2025 年首个工作日，海底捞携手小米科技园在北京开设了首家企业火锅店，试营业期间广受欢迎。该店就餐区设有 20 多个大小不同的餐桌和 2 个包间，可同时容纳 100 多人就餐。门店根据员工需求创新设计，不仅提供灵活的餐桌布局和私密空间，还结合企业文化打造专属体验，例如“海底捞金”挑战赛和定制包间命名，激发员工用餐乐趣。菜单上，采用小份菜满足多样化需求，同时与园区外门店保持菜品一致，增强消费者认同感。通过“红石榴计划”，海底捞深挖校企场景需求，在产品与服务创新中快速迭代，满足员工多时段、多样化的用餐偏好。这一策略彰显了海底捞在火锅业务多元化的背景下灵活应变的能力，为品牌持续创能。

中国茶饮业迈入“万店时代”，综合实力铸就蜜雪冰城王座。2025 年 1 月 1 日蜜雪冰城更新招股书推进上市，截至 2024 年 9 月 30 日其在国内外 11 个国家门店超 45000 家，是全球最大现制饮品企业，且现制茶饮中仅蜜雪冰城突破万店。截至 2024 年 9 月，蜜雪冰城门店的日店均出杯量约 662 杯，增长约 4%，并且推出了 105 款新品，冰鲜柠檬水、新鲜冰淇淋等销量领先。品牌建设方面，“雪王”IP 成为核心，多平台互动吸引年轻消费者。面对餐饮内卷，蜜雪冰城从规模拓展向深度发展，凭借生态链、创新和执行优势不断巩固其领先地位。



持续潜心摸索，星巴克运营创新铸造突围利器。在新兴品牌不断崛起的市场背景下，星巴克通过推出“启航项目”探索“一拖二”模式，以多店社区（MSC）的形式提升运营效率，实现资源整合与成本优化。该模式突破传统单店管理结构，由一名资深经理人同时管理两家门店，并配套增设值班主管岗位，为员工创造更多晋升机会。面对瑞幸、库迪等本土品牌的价格和效率竞争，星巴克试图通过强化数字化布局与外卖服务拓展市场空间，同时重塑“第三空间”理念的吸引力。在市场逻辑变迁下，星巴克还需平衡情怀与实际运营之间的矛盾，通过提升产品创新力、优化管理体系，才能在竞争激烈的咖啡赛道中稳住领先地位并重塑品牌价值。

重点推荐：餐饮、食品以及宾馆业务三轮驱动，协同发展的同庆楼；极致化供应链，快餐龙头的百胜中国；业务立品牌，食品业务带来新增长的广州酒家；深耕下沉餐饮市场的呷哺呷哺。建议关注：海底捞、九毛九、全聚德、茶百道。

12 宠物

海外去库存后出口加速恢复，海关数据同比高增。海外：看去库存修复及产能落地后新订单的兑现，目前宠物食品出口同比高增，主要贸易伙伴美国持续修复，东南亚等新兴地区正高速增长。24年出口数据表现将持续亮眼，上市公司的出口业务增长与行业共振，且由于稳固的客户关系及更强的交货能力，有望迎来更强恢复弹性。

宠物总体市场规模增长减缓，但稳步向好。国内：在激烈竞争背景下，一级投融资步调放缓，腰部企业过去大额投放营销费用的模式或不可持续，看好品牌格局的进一步优化，另一方面，伴随费效比和营销策略打磨，叠加规模效应的显现，利润端的释放或可期待。根据中国宠物行业白皮书，23年我国城镇宠物消费市场规模为2793亿元，同比增长3.2%，增速放缓。23年宠物犬数量同比增长1.1%至5175万只，宠物猫数量同比增长6.8%至6980万只，宠物犬重回增长区间，宠物猫仍是近年来主旋律。从宠均消费来看，23年宠物犬年均消费2875元/只，同比下降0.20%。宠物猫年均消费1870元/只，同比下降0.75%。我们认为，宠物市场的增长仍然具有确定性，但是单宠的年均消费下降也侧面反映出了市场的强竞争环境和消费者倾向于高性价比消费的趋势。

推荐海内外双循环的中宠股份，自有品牌三大要素齐具的乖宝宠物，境外业务同环比改善、境内业务持续布局的佩蒂股份，出口业务具有较强弹性的依依股份，建议关注：流动性改善带来估值回升的路斯股份，食品和用品双轮驱动的源飞宠物。

13 黄金珠宝

据 iFind，本周（1.03-1.10）上海金交所黄金现货收盘价环比+1.11%至633.82元



/克。近几周黄金波动较大，金价波动预计与俄乌冲突以及美国大选有一定影响，此前黄金跌幅较大主要系受美国大选落定影响，特朗普再次当选美国总统，其过往政策主张通过减税、放松监管等手段来刺激经济，该政策或将推高美国通胀水平，同时亦会提升实际利率从而增加持有黄金的成本，并且特朗普多次公开表示对强势美元的支持，其对美元的强势立场亦可能会导致美元汇率提升，从而削弱黄金对非美国投资者的吸引力，压制金价表现。另外，特朗普曾表示一旦上任将推进俄乌战争尽快结束，导致避险情绪降温。

需持续关注高金价下终端消费情况，等待旺季表现。推荐：产品及渠道双增长的潮宏基；结构调整基本完成，高股息的周大生；拥有强渠道和强品牌力，股改焕发新增长的老凤祥。

14 风险提示

经济波动影响消费水平、食品安全风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动



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

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）

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 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn