

# 年胜一年，内外兼修方得大成之道

## ——2025年食品饮料行业策略



易碧归 分析师  
Email:yibogui@lcjq.com  
证书:S1320523020003

### 投资要点：

**2024年复盘：需求总量承压，结构分化。**社零消费全年增长3.5%，CPI全年上涨0.2%，内需不足，关键问题在于人口结构（长期问题）、收入水平及结构（短期可行），亟需政策发力提振。

**2025年展望：饮食内外兼修，稳中有进。**我们认为，饮食后续行情的主要支撑有三：

一是消费补贴力度和效果——居民增收增补贴+免签、退税政策扩围完善，内外需刺激两手抓，饮食公司库存去化或将加速，业绩确定性增强；

二是饮食的估值修复潜力——伴随市场波动加剧、投资者风险偏好降低、央行即将开展的降准降息，饮食低估值、低境外营收占比与高分红、高业绩韧性优势凸显，市场预期拐点或先于盈利拐点，存在估值修复机会；

三是行业创新加速——饮食在产品（细分、联名）、渠道（平台、自营）、消费人群（Z世代、银发经济）方面的创新尝试有望厚积薄发，期待潮流式爆品的出现，贡献增量业绩。

**细分行业机会：大众品优于白酒或将持续。**具体来看：①白酒：战略性投资地位相对减弱，但有望在顺周期、高毛利、控货管理加强背景下的实现估值修复，后续行业发展的关键是需求培育。②调味品：可关注餐饮恢复和连锁化加快带来的市场集中度提升机会，功能性、复合性产品的研发和销售仍具潜力，成本上涨传导或利于行业利润空间提升；③乳品：强内需刺激（生育鼓励与健康意识提升）和厚利润安全垫双重驱动，有望迎来品类升级带来的国产替代和需求扩容机会。④休闲零食：市场集中度仍低，供应链优势凸显，关注规模扩张后的营收增长情况。⑤啤酒：产量稳定，销售量价承压，关注新品突围和结构性升级（低度化、风味化）进程。

**风险提示：**需关注全球脱钩加剧带来的贸易风险超预期、消费政策刺激不及预期、行业竞争加剧、上游成本上涨超预期、食品安全风险等风险。

**投资评级：看好（维持）**

### 市场表现



### 相关报告

饮食 ETF：消费改善与估值修复共推价值提升

2024.09.25

乳制品行业深度：筑基已成，潜力犹存

2024.05.27

尘埃落定，饮食机会几何？——2024年食品饮料行业年度策略

2024.03.08

## 目 录

---

1. 食饮 2024 年复盘：总量承压，结构分化.....	5
1.1 社零消费：同比增速持续放缓，需求相对低迷.....	5
1.2 指数表现：食饮在深度调整后迎来快速修复 .....	7
2. 食饮 2025 年展望：内外兼修，稳中有进.....	10
2.1 外部环境：特朗普关税冲击持续，国内消费政策刺激加码.....	10
2.2 消费趋势：消费价格分层深化，消费品类以“新”代“旧” .....	13
2.3 行情展望：预期修复或先于盈利改善，配置价值逐渐显现.....	16
3. 细分表现：大众品优于白酒或将持续 .....	17
3.1 白酒：业绩表现分化加大，需求培育是关键 .....	17
3.2 调味品：伴随外食多增，有望与餐饮供应链共繁荣.....	21
3.3 乳制品：把握品类升级的国产替代与需求扩容机会 .....	24
3.4 休闲零食：市场集中度提升缓慢，渠道红利仍存 .....	25
3.5 啤酒：关注创新产品突围，或将带动高端化继续 .....	27
4. 投资机会 .....	29
5. 风险提示 .....	30

## 图表目录

图 1	24 年社零消费同比增速持续放缓 (%) .....	5
图 2	24 年消费对 GDP 增长的拉动减少 (百分点) .....	5
图 3	25 年预计食品烟酒的价格上涨相对强劲 (%) .....	6
图 4	24 年我国人均食品烟酒消费支出同比增速放缓 (%) .....	7
图 5	24 年我国人均可支配收入同比增速出现结构分化 (%) .....	7
图 6	国内消费人群缩减或将持续 (%) .....	7
图 7	24 年饮食指数经历深度调整后迎来快速修复行情, “春季躁动”表现偏弱 .....	8
图 8	24 年饮食在申万一级行业累计涨幅中排名倒数第四 (%) .....	8
图 9	近两年春节前后的饮食线下销售额 (百万元) .....	9
图 10	24 年饮食细分行业涨跌幅排名 (%) .....	10
图 11	我国房地产投资增速仍存拖累 (%) .....	11
图 12	我国进出口增速均显低迷 (%) .....	11
图 13	25 年对美贸易顺差或将进一步缩小 .....	11
图 14	我国消费人群年龄段分布趋于均衡 (%) .....	14
图 15	高位存款并非抑制居民消费的主要力量 .....	14
图 16	食饮品类不断推陈出新 .....	14
图 17	24 年房地产销售低迷一定程度上抑制家庭消费 (亿元) .....	15
图 18	24 年乘用车消费出现明显降级趋势 (%) .....	15
图 19	北上广深二手房平均售价连续 4 年下跌 (元/平方米) .....	15
图 20	北上广深租售比高位, 地产价格调整仍有一定空间 (倍) .....	15
图 21	我国 2023 年居民消费占 GDP 比重仅 39.2% .....	17
图 22	公募基金对饮食的配置比例再创新低 (%) .....	17
图 23	饮食板块估值仍处低位 (倍) .....	17
图 24	饮食板块配置价值逐渐显现 .....	17
图 25	24 年飞天茅台价格经历较大调整 (元/瓶) .....	18
图 26	800-1000 元价格带代表性白酒单品价格变动 (元/瓶) .....	18
图 27	24 年我国白酒消费者饮酒场景多元化 .....	21
图 28	24 年我国白酒消费者购买白酒以中高端价格带为主 .....	21
图 29	24 年我国白酒消费者对 35-49 度白酒有明显偏好 .....	21
图 30	24 年我国白酒消费者对清香和浓香型有明显偏好 (%) .....	21
图 31	预计 2025 年调味品规模增速放缓, 市场以结构升级为主 .....	22
图 32	24 年调味品生产成本回落, 释放利润弹性 (元/吨) .....	22
图 33	疫后餐饮恢复较快, 2025 年有望维持增长态势 .....	23
图 34	我国餐饮连锁化率不断提升 (%) .....	23
图 35	22 年以来生鲜乳价格连续下跌 .....	24
图 36	我国奶牛存栏与牛奶产量仍处高位 (万头) .....	24
图 37	乳制品出口略有提速 (万美元) .....	25
图 38	我国休闲零食市场规模超万亿 (亿元) .....	26
图 39	2023 年我国休闲零食细分品类占比 .....	26
图 40	传统商超渠道逐步缩减 .....	27
图 41	我国直播电商市场延续增长趋势 .....	27
图 42	我国啤酒产量与行业利润率趋于稳定 .....	28
图 43	23-24 年啤酒生产成本比较稳定 (元/吨) .....	28
图 44	2024 年中国精酿啤酒市场竞争格局 .....	29
表 1	24 年必选消费当月同比增速相对稳定, 可选消费波动加大 (%) .....	5
表 2	饮食细分子行业的营收与净利润增长情况 .....	9
表 3	特朗普关税 2.0 到来 .....	11
表 4	2023 年以来我国消费提振举措一览表 .....	13
表 5	近几年主要消费特点与代表行市场行为 .....	16
表 6	多数白酒上市公司累计库存酒量近五年连创新高 .....	18

表 7	白酒上市公司的营收与利润情况（%）	19
表 8	2023-2024 年白酒企业的代表性控货策略与出货动态	20
表 9	调味品上市公司营收和利润情况（%）	23
表 10	24 年乳企龙头盈利能力有望持续提升	24
表 11	2023 年乳制品细分品类的规模增速	25
表 12	零食上市公司营收与利润情况	26
表 13	代表性量贩零食的发展现状	27
表 14	主要啤酒企业销售量情况（万千升）	28
表 15	代表性精酿啤酒品牌及其特色	29

## 1. 食饮 2024 年复盘：总量承压，结构分化

### 1.1 社零消费：同比增速持续放缓，需求相对低迷

我国内需不足问题突显，消费总量承压。2024 年我国社会消费品零售总额同比增长 3.5%，较 2023 年增速放缓 3.7 个百分点。一方面，社零增速不及与经济增速，体现国内消费品需求相对低迷。GDP 全年同比增长 5%，消费对经济的拉动从 2013-2023 年十年平均 3.7 个百分点减少至 2024 年的 2.2 个百分点。另一方面，社零消费结构呈现必选韧性、可选分化的态势，显示出我国居民消费倾向趋于谨慎。24 年必选消费当月同比增速相对稳定，其中粮油食品类每月同比增长约 10%，饮料烟酒类淡旺季消费特征明显；可选消费波动较大，其中化妆品、家电类受政策补贴提振明显，四季度出现个别爆发增长月；大件消费如汽车、建材等相对低迷；珠宝类受金银价格高位影响需求略有缩减。

图1 24年社零消费同比增速持续放缓（%）

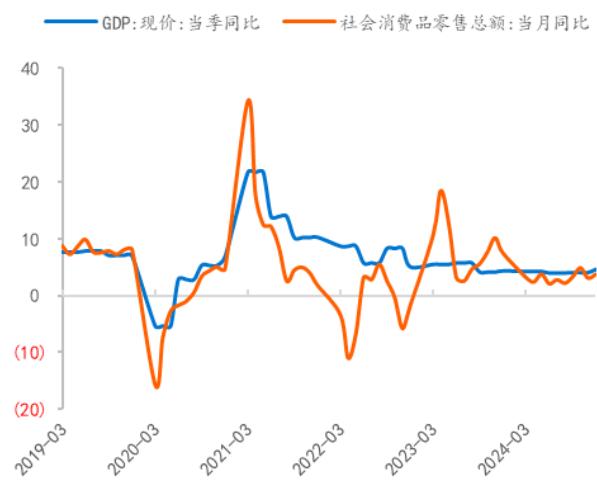
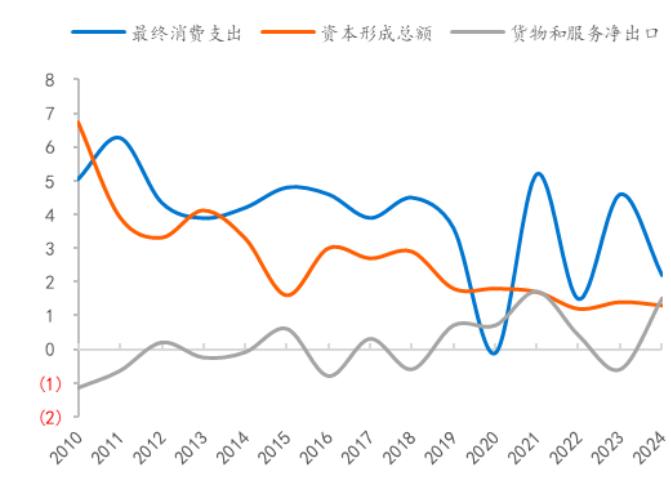


图2 24年消费对GDP增长的拉动减少（百分点）



资料来源：国家统计局，联储证券研究院

资料来源：国家统计局，联储证券研究院

表1 24年必选消费当月同比增速相对稳定，可选消费波动加大（%）

	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12
粮油、食品类	11.00	8.50	9.30	10.80	9.90	10.10	11.10	10.10	10.10	9.90
饮料类	5.80	6.40	6.50	1.70	6.10	2.70	-0.70	-0.90	-4.30	-8.50
烟酒类	9.40	8.40	7.70	5.20	-0.10	3.10	-0.70	-0.10	-3.10	10.40
服装鞋帽、针纺织品类	3.80	-2.00	4.40	-1.90	-5.20	-1.60	-0.40	8.00	-4.50	-0.30
日用品类	3.50	4.40	7.70	0.30	2.10	1.30	3.00	8.50	1.30	6.30
中西药品类	5.90	7.80	4.30	4.50	5.80	4.30	5.40	1.40	-2.70	-0.90
化妆品类	2.20	-2.70	18.70	-14.60	-6.10	-6.10	-4.50	40.10	-26.40	0.80
金银珠宝类	3.20	-0.10	-11.00	-3.70	-10.40	-12.00	-7.80	-2.70	-5.90	-1.00
体育、娱乐用品类	19.30	12.70	20.20	-1.50	10.70	3.20	6.20	26.70	3.50	16.70
书报杂志类	10.70	-2.00	-5.10	0.80	-2.70	-3.90	5.10	-4.80	-10.10	-12.20
家用电器和音像器材类	5.80	4.50	12.90	-7.60	-2.40	3.40	20.50	39.20	22.20	39.30
文化办公用品类	-6.60	-4.40	4.30	-8.50	-2.40	-1.90	10.00	18.00	-5.90	9.10
家具类	0.20	1.20	4.80	1.10	-1.10	-3.70	0.40	7.40	10.50	8.80
通讯器材类	7.20	13.30	16.60	2.90	12.70	14.80	12.30	14.40	-7.70	14.00
石油及制品类	3.50	1.60	5.10	4.60	1.60	-0.40	-4.40	-6.60	-7.10	-2.80
建筑及装潢材料类	2.80	-4.50	-4.50	-4.40	-2.10	-6.70	-6.60	-5.80	2.90	0.80
汽车类	-3.70	-5.60	-4.40	-6.20	-4.90	-7.30	0.40	3.70	6.60	0.50
其他	0.40	3.70	4.40	3.50	3.40	3.70	6.90	9.70	2.70	8.00

数据来源：国家统计局，联储证券研究院

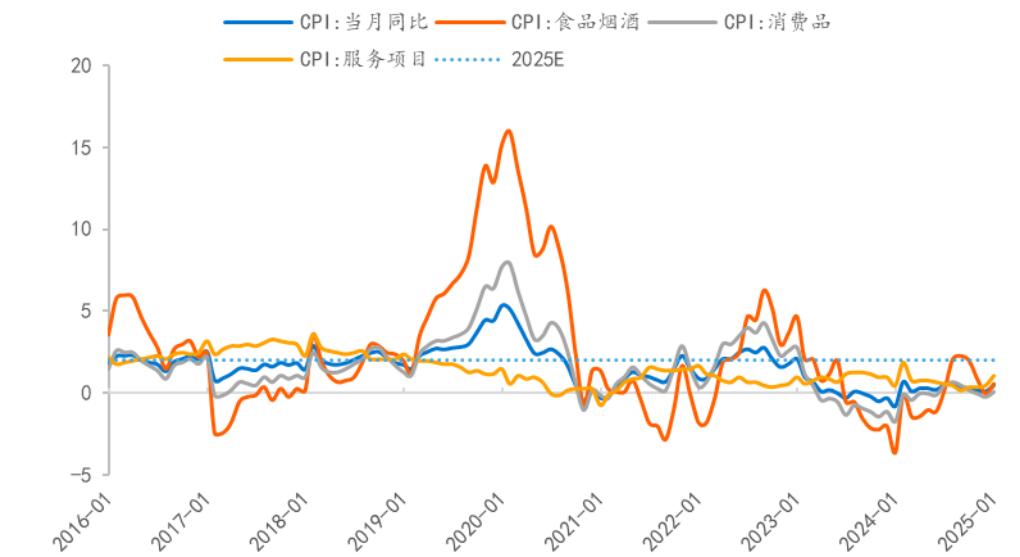


**CPI 持续低位运行，2025 年实现温和上涨的预期较强。**2024 年我国 CPI 上涨仅 0.2%，较年初目标的 3% 相距甚远，不仅反映出在内需不足背景下，结构性供大于求的市场导致行业价格竞争加剧；也反映居民收入增长预期降低、价格敏感度提升的现状。2025 年《政府工作报告》中，将居民消费价格涨幅预期目标从连续四年 3% 的目标下调为 2% 左右，体现对物价合理回升指导的实际性。基于此，价格弹性较大的食品烟酒 CPI 增速有望打开上行空间，对 CPI 的拉动或将强于服务类价格。

**内需偏弱的根本原因是收入压力，人均收入的总量与结构亟待优化。**2024 年消费增长放缓，我们认为：一是因为收入增速下降，制约消费能力。2024 年我国居民人均可支配收入同比增长 5.34%，较 23 年下降 0.99 个百分点，城乡人均食品烟酒支出的增速也同样放缓 1.13、1.31 个百分点至 4.87%、5.88%；二是家庭财富效应减少，消费意愿下降。疫后人均财产净收入同比增速持续下降，从 21 年 10.2% 降至 24 年的 2.2%；三是经济预期不高，消费信心不振。24 年国内宏观经济上行存在一定压力，企业盈利减少，人均工资性收入增速明显放缓，从 21 年 9.6% 的同比增速降至 24 年的 5.8%，上班族对超前消费、高端消费的接受度降低。

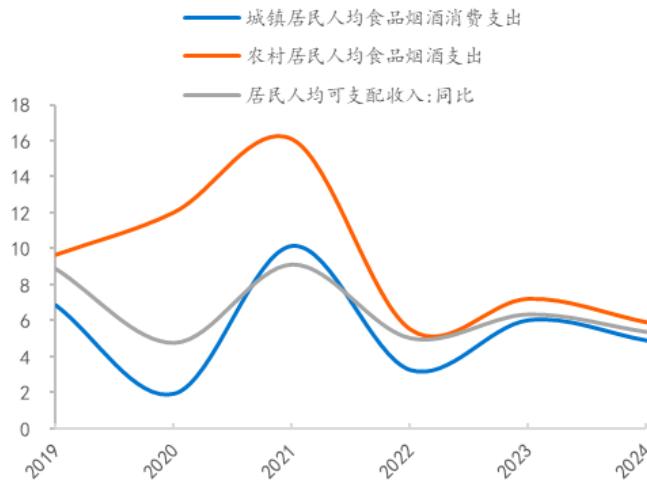
**量价驱动方面，消费提振或需从量增向接续升级转变。**未来 5-10 年的国内消费增长较难靠量增实现，仍应靠结构升级实现，因为人口数减少是长期问题，而收入、预期提升可以在短期内得以有效提振。2023 年国内 20-59 岁消费主力人群占比仅 56.73%（峰值占比在 2011 年约 62.78%），22-24 年我国人口自然增长率连续三年为负，消费量缩减或将持续。

图3 25年预计食品烟酒的价格上涨相对强劲（%）



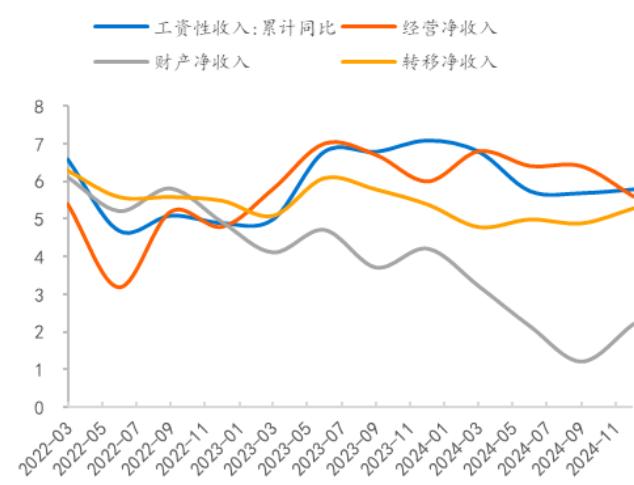
资料来源：国家统计局，联储证券研究院

图4 24年我国人均食品烟酒消费支出同比增速放缓（%）



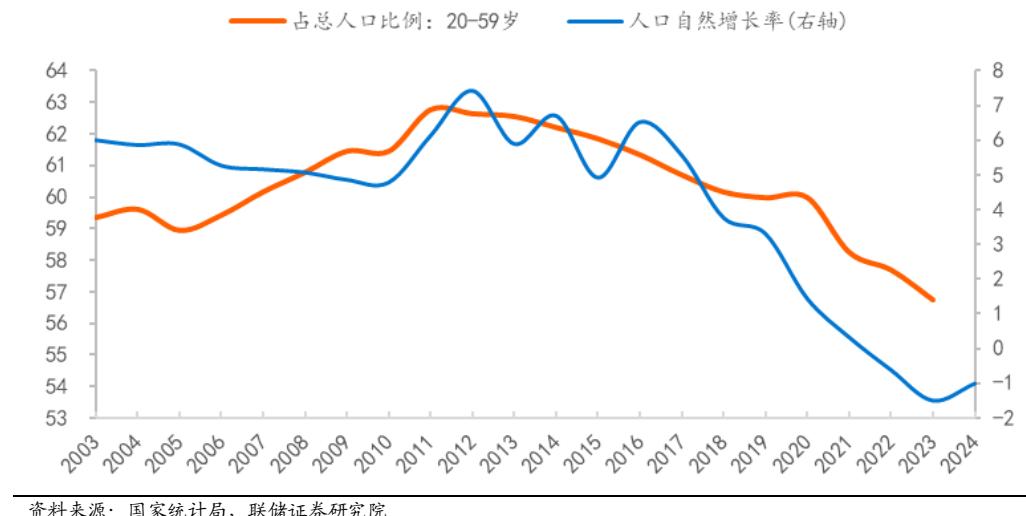
资料来源：国家统计局，联储证券研究院

图5 24年我国人均可支配收入同比增速出现结构分化（%）



资料来源：国家统计局，联储证券研究院

图6 国内消费人群缩减或将持续（%）



资料来源：国家统计局，联储证券研究院

## 1.2 指数表现：饮食在深度调整后迎来快速修复

**2024年饮食板块在深度调整后迎来快速修复，表现相对弱势。**2024年食品饮料行业全年累计跌幅达8%，在申万一级行业排名倒数第四。一季度由于春节期间动销平稳、白酒控货挺价、年报披露显示增长韧性等因素支撑，饮食板块短暂起了一波行情；二、三季度在需求疲软、茅台价格调整、行业库存压力出现、大盘调整等多重因素影响下加速下跌；至9月中下旬开始，政治局会议的积极定调反映重大政策利好信号出现，我们及时提示饮食ETF配置机会，饮食迎来四季度快速修复行情，年底回稳震荡。

**2025年“春季躁动”表现先弱后强，情绪因素是行情主导。**2025年春节后至两会的“窗口期”内，饮食表现先弱后强，跟涨逻辑逐渐从消费实质改善转向增量政策预期。饮食“先弱”是因为：一方面，自2025年以来，春节期间（24年12月-25年2月）饮食各品类线下销售额与前期（23年12月-24年2月）相比均有减少，反映消费实质未有改善，对饮食公司的业绩预期降低；另一方面，以深证和宇树机器人为代表的科创产品取得突破并引发高度关注，市场资金向科创板流去对传统饮食板块造成一定抽水。“后强”主要是因增量政策出台带来的预期

提振以及估值高切低的情绪转移，从3月初蜜雪冰城港股上市、“两会”召开，一直

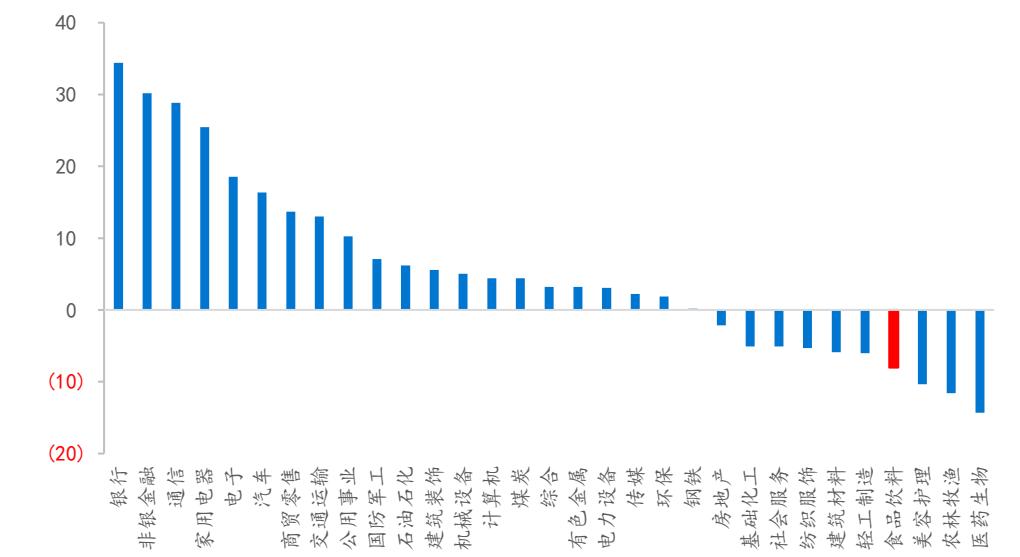
到3月16日中共中央、国务院印发《提振消费专项行动方案》后，从情绪追涨到价值发现，市场寻求估值高切低，走出了消费仍弱，但消费股不弱的表现，食饮板块波幅变大。

图7 24年食饮指数经历深度调整后迎来快速修复行情，“春季躁动”表现偏弱



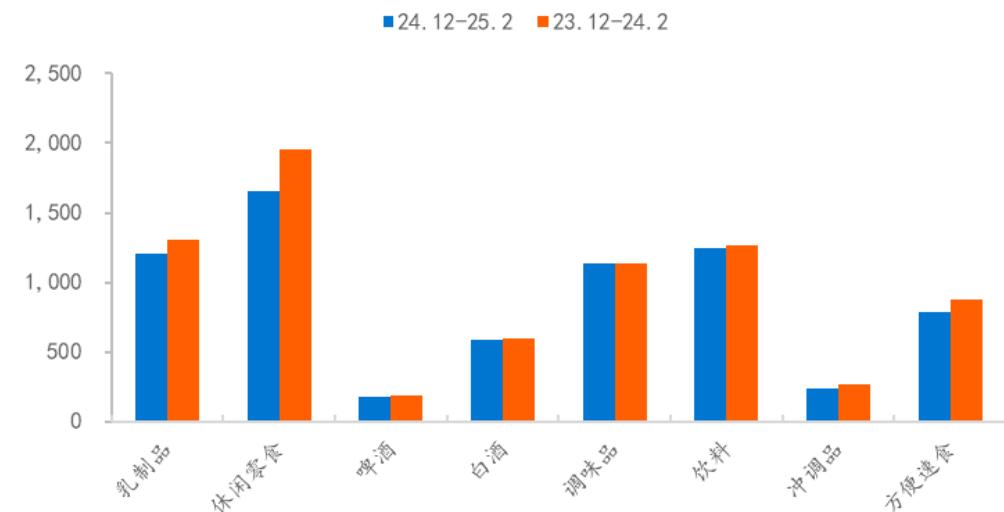
资料来源：iFinD，联储证券研究院

图8 24年食饮在申万一级行业累计涨幅中排名倒数第四（%）



资料来源：iFinD，联储证券研究院

图9 近两年春节前后的饮食线下销售额 (百万元)



资料来源：马上赢，联储证券研究院

**基本面来看，饮食行业增长放缓，但经营仍相对稳健。**2020-2023年饮食上市公司总营业收入3年CAGR为8.71%，扣非归母净利3年CAGR为13.59%；24年前三季度饮食上市公司总营收同比增长3.9%，扣非归母净利同比增长10.48%，整体增收也增利，但增速下滑，营收增长仍弱于利润增长，反映24年增长主要是靠供给端优化驱动，需求侧偏弱。细分行业业绩表现差距较大：白酒、调味品营收利润双增但增速明显放缓；软饮料、零食找到了渠道和产品创新之路，业绩表现相对亮眼，营收利润均有双位数增长；乳品销量下降营收缩水，但原奶成本下降和费用管控加强有效支撑利润率提升；保健品、预加工食品则是受行业竞争加剧、产品开发进程偏缓的影响，营收利润双减。

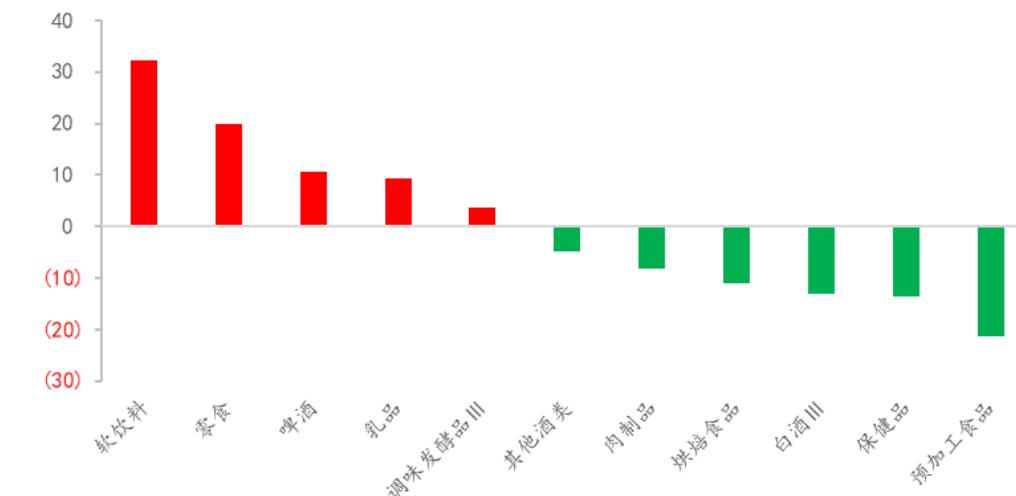
**细分涨跌幅来看，大众品强于白酒，行情涨跌大致与基本面对应。**2024年饮食细分行业涨跌幅从高到低分别为软饮料(32.17%)、零食(19.76%)、啤酒(10.71%)、乳品(9.21%)、调味品(3.67%)、其他酒(-4.82%)、肉制品(-8.19%)、烘焙食品(-11%)、白酒(-13.1%)、保健品(-13.62%)、预加工食品(-21.24%)。

表2 食饮细分子行业的营收与净利润增长情况

	营收增速 (%)			归母净利润增速 (%)		
	20-23年 CAGR	23年	24年 Q1-3	20-23年 CAGR	23年	24年 Q1-3
软饮料	11.39	13.07	12.52	4.67	8.94	24.27
零食	0.28	0.25	58.03	-16.14	23.58	26.88
啤酒	8.00	6.16	-1.91	19.10	16.94	7.73
乳品	8.03	1.14	-8.79	19.64	22.71	6.78
调味发酵品	8.41	2.27	7.25	3.93	22.10	41.27
其他酒类	8.24	11.12	-4.28	13.67	731.02	-27.80
肉制品	-7.32	-8.09	-5.29	-27.80	-53.95	15.10
烘焙食品	9.51	10.63	-0.23	-8.39	5.60	-4.06
白酒	16.41	15.97	9.24	18.98	18.88	10.68
保健品	11.19	19.35	-10.18	-6.54	79.77	-39.75
预加工食品	11.93	5.62	-2.16	5.69	3.17	-7.76

数据来源：iFinD，联储证券研究院

图 10 24 年饮食细分行业涨跌幅排名 (%)



资料来源：iFinD，联储证券研究院

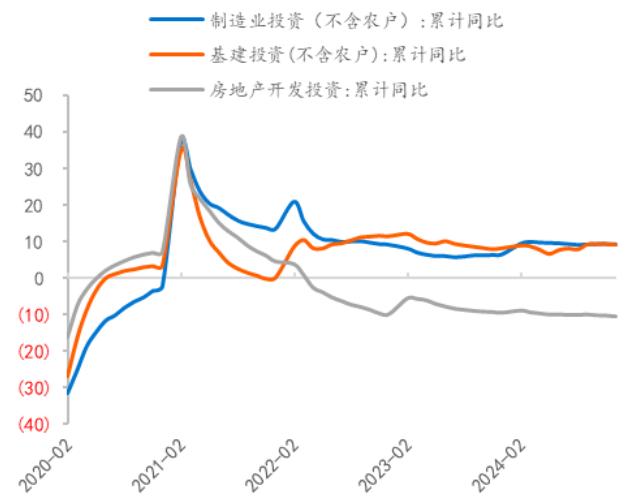
## 2. 食饮 2025 年展望：内外兼修，稳中有进

### 2.1 外部环境：特朗普关税冲击持续，国内消费政策刺激加码

拉动经济增长的三驾马车中，消费驱动逻辑相对顺畅。当下全球经济格局深刻演变、宏观经济压力较大，我国经济发展策略正积极调整。投资方面，一是制造业和基建投资增长空间逐渐受限，其增速自 2021 年起年平均增速均在 10% 左右，且投资效果显现存在时滞，增速过快可能在需求不振背景下进一步压缩上游利润；与此同时，房地产正处于下行周期，开发投资 2024 年减少 10.6%，市场止跌回稳仍需以时间换空间。

进出口方面，美国对中加关税、带头逆全球化的政策举措将对我国对外贸易造成较大拖累，而出口对象的转移和出口产品的迭代仍需时间。就特朗普对华关税的影响来看，2017-2019 年的关税 1.0 时期直接导致 2018 年一波抢出口，随后 2019 年对美进出口差额减少 8.46%；2024 年至今，以“对中国商品加征‘更高关税’，目标税率可能达 60% 以上甚至更高”的政策目的与步步实施的现有举措来看，特朗普关税政策随意性较强，25 年对美贸易顺差将进一步缩小。

相对而言，消费拥有较大增长潜力，一方面，我国庞大的人口基数和不断升级的消费需求为消费市场持续扩张提供了坚实基础，政策发力空间足，将消费增长作为经济主要驱动的空间上限较高、惠民效果较好；另一方面，食品饮料整体境外营收占比不高，长期经营相对稳健，受外部风险冲击有限。

**图11 我国房地产投资增速仍存拖累（%）**


资料来源：国家统计局，联储证券研究院

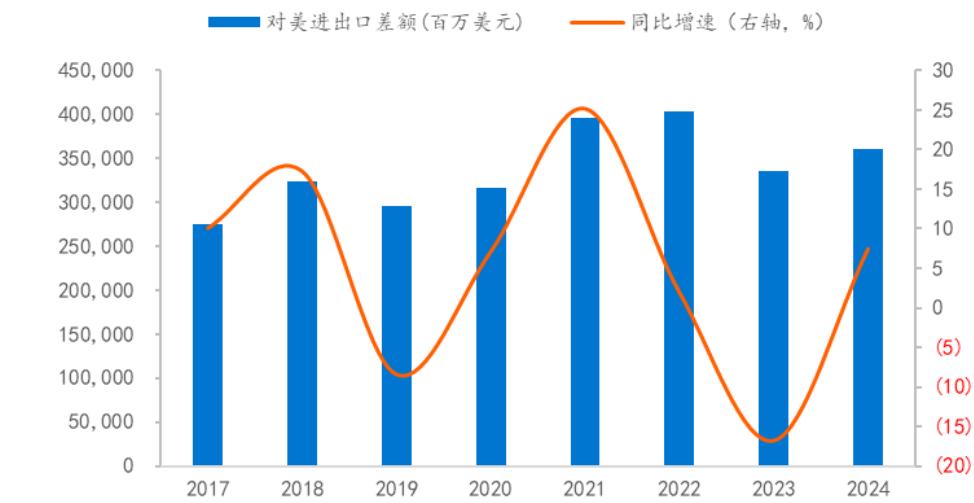
**图12 我国进出口增速均显低迷（%）**


资料来源：海关总署，联储证券研究院

**表3 特朗普关税 2.0 来到**

时间	贸易相关的表态和举措
2017 年 8 月	美国对华发起 301 调查
2018-2019 年	对四类清单合计超 6 成自中国进口商品加征关税，包括初级金属、机械设备、电机电气设备等，以保护美国相关产业，美对平均关税税率由 2018 年初 3% 升至 20% 左右
2024 年 1 月	竞选演讲中表示，若当选将对中国商品加征“更高关税”，目标税率可能达 60% 以上甚至更高
2024 年 2 月	政策备忘录中计划扩大对华芯片、人工智能等关键技术出口管制，并限制中国获取美国敏感技术
2024 年 3 月	演讲时提出通过税收优惠和惩罚性关税，迫使美国企业将供应链从中国转移至本土或盟友国家
2024 年 4 月	竞选广告中指责中国“操纵汇率”和“倾销商品”，称将要求中国减少对美贸易顺差
2024 年 5 月	主张全面审查中美贸易关系，声称将取消中国“最惠国待遇”，并对中国在美投资设限
2025 年 2 月	签署行政令，决定对所有进口自中国的商品加征 10% 的关税
2025 年 3 月	对进口自中国的商品额外加征 10% 关税，使平均税率升至 39.3%
2025 年 4 月	美对中加征 125% “对等关税”

数据来源：公开资料整理，联储证券研究院

**图13 25 年对美贸易顺差或将进一步缩小**


资料来源：iFinD，联储证券研究院

**消费刺激政策逐步加码，餐饮消费预期有望优先修复。**疫后我国从发放消费券、新能源汽车补贴、家电以旧换新补贴、文旅活动支持、线上促销补贴、降低房贷利率等多个方面加大消费刺激，但从 2024 年的消费表现来看，提振效果有限。基于此，2025 年

政策刺激已经从商务部、发改委、工信部、文旅部等单个部门组织逐步加码到在中共中央、国务院指导下各个部门协同发力，3月16日中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》（下称《方案》），将有效推动饮食消费预期优先修复。

对于《方案》，我们认为有五点值得关注：

**一、方案主要起牵头管总的作用，预期提振多于实质改善。**《方案》中涉及从居民增收促进、消费能力保障、服务消费提质、大宗消费更新、消费品质提升、消费环境改善、限制措施优化、完善支持政策共八方面内容，对消费提振活动的方向指引十分明确，筹备的可行举措也十分全备，但《方案》对各项消费提振举措具体的实施规模、范围、时间等细节未进行具体展开。一方面，这反映对内需刺激和信心提振的重视，对财税、金融、产业、投资都提出了消费协同要求；另一方面，也体现出“多试点-等效果-再发力”、陆续推进、逐步展开的政策导向和节奏。基于此，我们认为，目前消费板块的主要驱动逻辑仍为增量政策出台背景下的估值修复。

**二、消费提振方式更趋务实，从侧重于供给补贴转向重视需求补贴。**过去强调供给侧的减税降费、降本增效等改革进程，旨在增强企业的竞争力和生产力，但随着市场环境的变化，现在政策更加注重需求端的补贴。现阶段扩大消费补贴（例如新能源汽车、绿色家电、消费电子等领域）、着力增收减负（例如提高养老、医疗和生育等方面的财政补贴），都侧重于直接作用消费者，有效增加居民实际购买力、激发消费欲望。

**三、以旧换新补贴加力短期有效，长期可能透支需求。**提振消费措施中，25年增加3000亿元超长期特别国债（较24年增加一倍）支持两新政策的消费品以旧换新是相对明确的。据发改委数据，25年1-2月全国新能源乘用车零售约134万辆，家电一级能效产品销售额241亿元，同比分别增长26%和36%；6000元以下手机市场销量约3300万台，销售额约860亿元，周均销量、销售额分别较补贴前一周增长19%、29%，以旧换新开局良好。但需要注意的是，乘用车、家电等耐用品的需求较服务、餐饮类消费有明显上限，补贴效果可能边际减少。

**四、消费环境不断优化，积极引入外需成为新突破点。**随着我国消费环境的不断优化和对外开放的不断深化，外需引入或将成为新突破点。2024年，中国免签入境外国人超2011万人次，过境免签政策适用人数同比上升113.5%。免签、免税政策的实施和扩围，大幅降低了外国游客来华的门槛，有力带动跨境旅游、餐饮、住宿等相关产业的发展。

**五、内需改善需要“真金白银”、“把握当下”，后续刺激政策仍可期待。**目前《方案》指引下，提振消费举措还处于尝试阶段，例如消费贷的额度、利率和年限调整，之后很有可能出台更有实效、更直接的举措，比如发放大额餐饮、消费品补贴、多地育儿补贴等，改善实际消费体验。需求刺激不止是工资、财产、经营收入和社会基本保障的提升，也应是科创、军事、金融并进带来的发展信心提振。

表4 2023年以来我国消费提振举措一览表

时间	发起单位	主要内容	影响
“消费促进年”系列活动 (2023年2月)	商务部	通过发放消费券、举办“全国消费促进月”“国际消费季”等活动，重点覆盖餐饮、零售等领域；推动夜间经济、文旅消费融合，鼓励地方打造特色餐饮街区、美食节等场景。	通过线上线下联动激活消费市场，推动餐饮、零售行业复苏。
《关于促进绿色消费的实施方案》(2023年4月) 《关于恢复和扩大消费的若干措施》(2023年5月)	国家发改委 国务院	鼓励新能源车购置、完善充电设施、推广节能家电，提出到2025年绿色消费占比显著提升。 20条具体措施，包括优化汽车限购政策、支持刚性和改善性住房需求、发展“即时零售”等新业态。	加速新能源汽车渗透率提升，推动家电行业向绿色智能化转型。
“百城千屏”超高清视频推广(2023年6月) 暑期文旅消费促进计划(2023年7月) “家电以旧换新”行动(2023年8月) 《关于释放旅游消费潜力的意见》(2023年9月)	工信部 文化和旅游部 商务部、财政部 国务院办公厅 商务部指导，天猫、京东等平台参与	在100个以上城市部署超高清终端，推动4K/8K内容制作和终端普及。 发放文旅消费券，推出夜间文旅项目，支持景区门票减免。 中央财政安排资金支持家电以旧换新，覆盖冰箱、空调等品类，补贴比例达10%。 优化签证政策、完善免税购物、开发“文旅+康养”等新业态。	释放汽车、住房大宗消费潜力，推动线上线下融合消费。 拉动数字消费硬件升级，促进文娱、体育等产业内容创新。 暑期旅游收入同比增长超50%，带动餐饮、住宿等关联行业。 推动家电行业去库存，预计全年带动消费超500亿元。 吸引国际游客，提升免税消费规模，推动文旅产业多元化。
双十一电商平台联合促销 (2023年10月)	商务部、国	推出跨店满减、直播带货补贴，重点推广国货品牌和农产品。	预计拉动电商交易额超万亿，助力中小企业和乡村振兴。
2024年中央经济工作会议 (2023年12月)	国务院	将“扩大内需”列为2024年首要任务，提出“提振新能源汽车、电子产品等大宗消费”，鼓励以旧换新和绿色消费；强调优化消费环境，支持民营经济发展，增强居民消费信心；设定2024年GDP增长目标为5%左右，居民消费价格涨幅目标3%左右；提出“推动汽车、家电、家装厨卫等消费品以旧换新”，并计划通过补贴、消费券等形式落地；支持智能家居、文娱旅游、体育赛事等消费增长点；提升境外游客在华支付便利性，扩大免税消费场景。	为全年消费刺激政策定调，推动汽车、家电等产业升级，促进消费结构优化。
2024年政府工作报告 (2024年3月)	国务院	新能源汽车：加大购车补贴、充电设施建设支持，试点公共领域车辆电动化(如公交、出租车新能源化)；新型消费：推动智能家居、绿色建材等消费，发放消费券。	明确消费在经济增长中的核心地位，培育壮大新型消费，加速传统消费向绿色、智能方向转型。
“两新”政策(2024全年)	国家发改委、商务部、工信部	提出“加大逆周期调节力度”，重点支持汽车、家电以旧换新，并放宽部分城市限购政策；部署增量财政政策，包括消费补贴和减税降费。	2024年新能源汽车销量同比增长超30%，带动电池、充电桩等产业链发展；多地消费券发放拉动短期消费增长约5%-10%。
中央政治局会议(2024年7月)	中共中央政治局	全面降准0.5个百分点，释放长期资金约1万亿元；下调LPR利率10个基点。	刺激政策推动三季度汽车销量环比增长15%，家电零售额回升。
央行降准降息(2024年9月)	中国人民银行	政策重点支持居民消费信贷，降低购车、装修等贷款成本。	降低居民负债压力，推动四季度消费信贷需求增长，股市和楼市短期回暖。
2025年“两新”政策延续 (2025年3月)	国家发改委、工信部	宣布2025年新能源汽车补贴政策延续，并新增对二手车置换的补贴。 推动公共领域车辆全面电动化试点扩围至100个城市	预计2025年新能源汽车销量继续增长态势，进一步巩固产业链优势。
《提振消费专项行动方案》(2025年3月)	中共中央、国务院	城乡居民增收促进行动 消费能力保障支持行动 服务消费提质惠民行动 大宗消费更新升级行动 消费品质提升行动 消费环境改善提升行动 限制措施清理优化行动 完善支持政策	解决根本 克服困难 打开场景 扩宽品类 增强体验 创造条件 排除杂音 协同支持

数据来源：公开资料整理，联储证券研究院

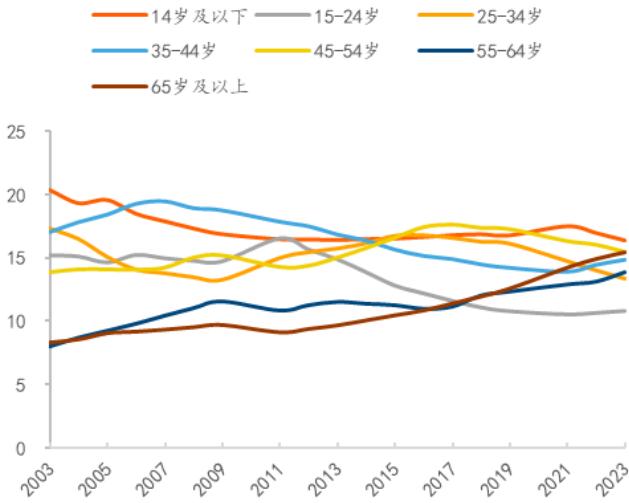
## 2.2 消费趋势：消费价格分层深化，消费品类以“新”代“旧”

2025年消费趋势主要还将围绕价格分层、品类焕新发展。主要原因有三：

一是消费人群的分层。我国各年龄段人口分布趋于均衡，老龄化和少子化进程加快，2023年各代际(以10年计)占比均在10-15%左右，相对于2003年8-17%的比例差距，消费主力明显分散，多元化需求增加。基于此，近三年食饮品类不断推陈出新，功能化、年轻化趋势开始显现。

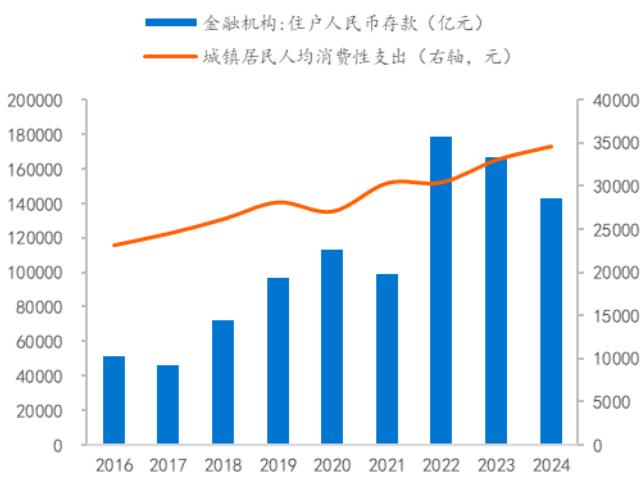


图14 我国消费人群年龄段分布趋于均衡（%）



资料来源：国家统计局，联储证券研究院

图15 高位存款并非抑制居民消费的主要力量



资料来源：国家统计局，中国人民银行，联储证券研究院

图16 食饮品类不断推陈出新

植物基食品  
品牌：Beyond Meat、Impossible Foods  
新品：植物基肉类替代品，如植物基汉堡、香肠等。

健康零食  
品牌：良品铺子、百草味  
新品：低糖、低脂、无添加剂的坚果、干果和能量棒。

功能性食品  
品牌：各大保健食品品牌  
新品：添加益生菌、膳食纤维等功能成分的食品。

“减法”系列：海天减盐酱油、千禾“零添加”系列、  
低钠盐、低糖果酱。  
“加法”系列：王家渡川菜调料系列、饭爷下饭酱系  
列、新锐品牌推出的特色调味品。

白酒：  
酱香型白酒：推出更多年份和价位的产品。  
年轻化白酒：尝试推出更符合年轻人喜好的白酒  
产品，如低度白酒、果味白酒等。

啤酒：风味化精酿、无醇、超高端啤酒。

葡萄酒：  
国产葡萄酒：品质提升，推出更多高端产品。  
起泡酒：推出更多口味和价位的起泡酒。

其他：果酒、米酒、低度调制酒、年轻化黄酒。



预制菜：叮咚买菜“拳击虾”系列、盒马“3R”系列升级、各餐饮品牌预制菜。

方便速食：拉面说“地域限定”系列、海底捞“一人食”系列、白象香菜方便面、螺蛳粉品牌推陈出新。

低糖/无糖饮料  
品牌：可口可乐、百事可乐  
新品：推出低糖或无糖版本的碳酸饮料和果汁饮料。

茶饮料  
品牌：喜茶、奈雪的茶、元气森林  
新品：新口味的茶饮，如花果茶、奶盖茶、气泡水，以及功能性茶饮（如添加维生素

植物基饮料  
品牌：Oatly、Alpro  
新品：燕麦奶、杏仁奶等植物基饮料。

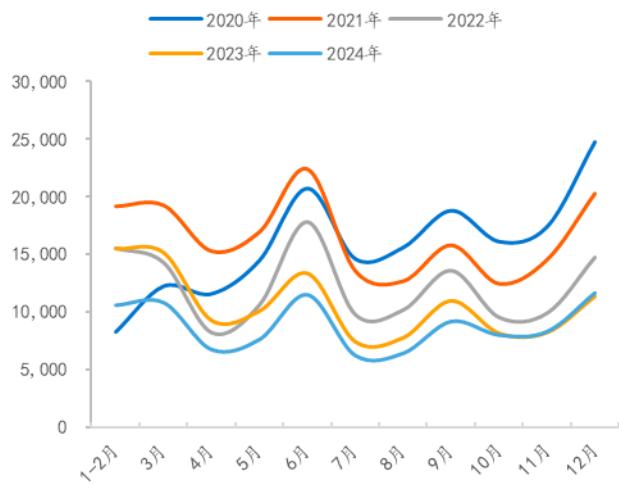
功能性饮料  
品牌：红牛、乐虎、东鹏  
新品：添加能量、增强免疫力等功能成分的饮料。

功能性乳制品  
品牌：蒙牛、伊利、飞鹤  
新品：金典HMO婴幼儿奶粉、金典超滤牛奶、减盐芝士片、特仑苏“有机A2β-酪蛋白牛  
奶”、冠益乳“益生菌+膳食纤维”酸奶、每日鲜语娟姗牛奶、星飞帆“脑磷脂群”奶粉。

资料来源：公开资料整理，联储证券研究院

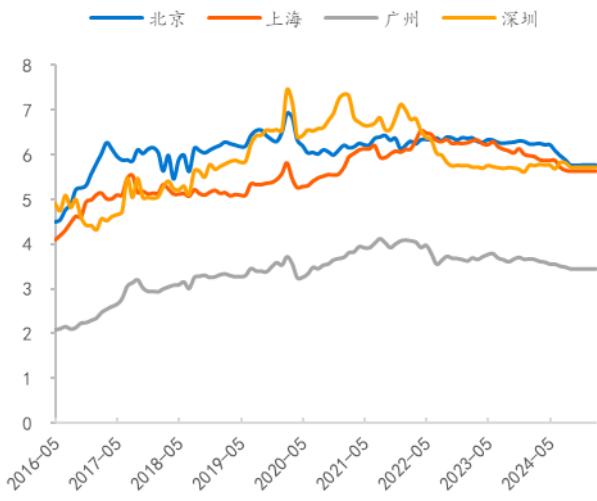
二是消费能力的分层。一方面，房地产下行周期仍未结束，资产贬值，财富效应减少，房贷压力下部分消费意愿不强。以北上广深为代表的二手房平均售价连续4年下跌，2025年北上广深房屋租售比仍高达1:600-1:700，相对于1:200-1:300的合理范围，地产价格调整仍有一定空间。我们认为，高位存款并非抑制居民消费的主要力量，住户人民币存款与人均消费性支出无明显相关关系，但住房销售的低迷对家庭消费带来一定抑制。叠加25年全球资本市场波动性加大，家庭财富增长相对缓慢。消费降级可直接从乘用车销售中高端品牌销量增速明显下滑窥到一二。另一方面，经济预期偏弱，需求不足背景下就业竞争激烈，人才回流与社会基础保障增强推动了地级市、县级市的消费升级持续，这在24年量贩零食和茶饮市场的欣欣向荣中有所反映。基于此，我们认为消费者们对于消费价格的敏感程度差异较大，短期消费分层仍将深化。

图17 24年房地产销售低迷一定程度上抑制家庭消费(亿元)



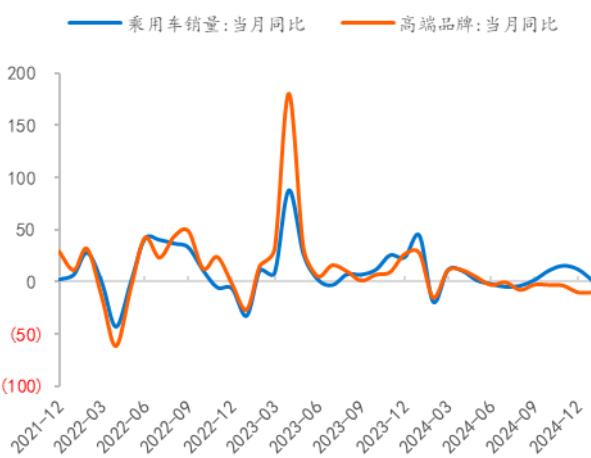
资料来源：国家统计局，联储证券研究院

图19 北上广深二手房平均售价连续4年下跌(元/平方米)



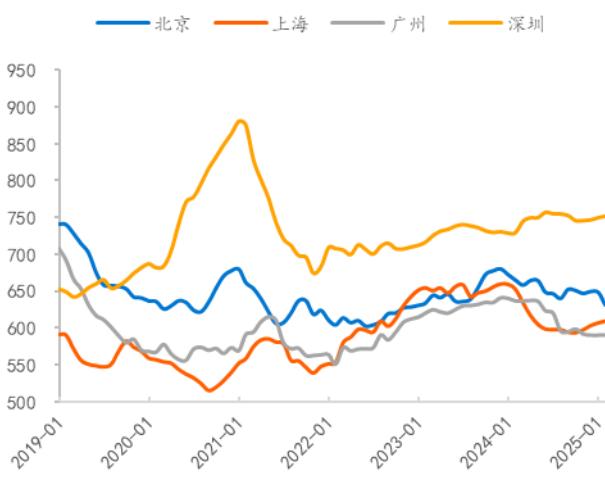
资料来源：吉屋网，联储证券研究院

图18 24年乘用车消费出现明显降级趋势(%)



资料来源：中国汽车工业协会，联储证券研究院

图20 北上广深租售比高位，地产价格调整仍有一定空间(倍)



资料来源：诸葛启航，联储证券研究院

三是消费领域的分层。近几年的消费倾向呈现出传统消费追求性价比、新兴消费追求情感价值的特点，这种精细化发展过程中，饮食行业需在降本增效的基础上，实现潮流IP、场景体验、技术、会员服务等赋能提升，从性价比消费向情绪消费、功能性消费、圈层消费转型。

表5 近几年主要消费特点与代表行市场行为

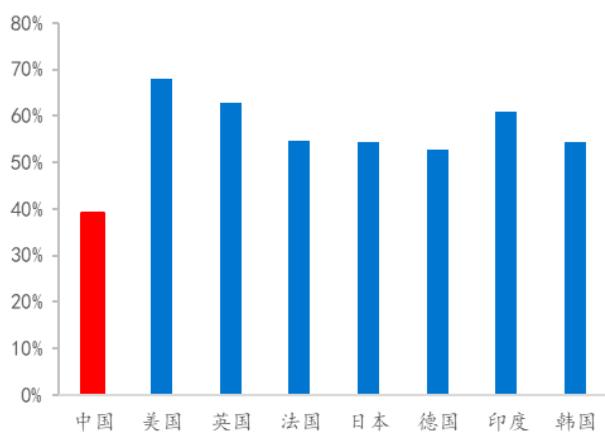
主要消费特点	代表性市场行为
性价比消费	拼多多 2023 年 Q2 财报显示年活跃买家达 8.8 亿，客单价提升 35% 折扣零售市场规模突破 1.5 万亿，临期食品赛道年增速超 150% (艾媒咨询)
1688	平台产业带商家数量同比增长 80%，下沉市场订单占比达 65%
Costco	开市客付费会员续费率 92%
情绪消费	<b>【限定款】</b> 星巴克"城市限定杯"引发抢购潮，溢价 300% 仍供不应求 <b>【潮玩 IP】</b> 泡泡玛特 2024 年财报显示营收 130.38 亿元，同比 +106.92%，归属于母公司股东利润 31.25 亿元，同比 +188.77%
	<b>【体验 IP】</b> 上海迪士尼 2023 年门票收入突破 100 亿元，二次消费占比超 60% <b>【情感体验】</b> 情绪疗愈类 APP"潮汐"用户突破 5000 万，付费转化率 25%
	<b>【主题联名】</b> 好利来联名《间谍过家家》推出主题蛋糕，首日销售额破千万 <b>【新型娱乐】</b> 剧本杀产业规模突破 240 亿，沉浸式文旅项目投资额增长 120%
功能性消费	健康食品市场规模达 8000 亿元，功能性零食占比提升至 28% (CBNData) 智能家居设备出货量突破 2.6 亿台，适老化产品增速达 120% (IDC)
	运动科技市场年复合增长率 25%，Keep 智能健身镜用户留存率超 70% 华为 WATCH D 实现医疗级血压监测，带动可穿戴设备均价提升至 1800 元
圈层消费	<b>【国潮】</b> 汉服产业规模超 120 亿，十三余等国风品牌客群复购率超 50% <b>【宠物】</b> 宠物智能用品赛道增速达 90%，小佩智能猫厕所市占率突破 28%
	<b>【电竞】</b> 电竞周边消费突破 600 亿，雷蛇定制外设溢价率达 200% <b>【二次元】</b> B 站会员购聚焦二次元衍生品，2023 年手办品类 GMV 增长 140%
	<b>【潮鞋】</b> 得物 App 建立球鞋鉴定体系，拉动平台客单价突破 1500 元 <b>【露营】</b> 小红书露营话题浏览量超 35 亿，挪客 Naturehike 两年业绩翻 7 倍

数据来源：公开资料整理，联储证券研究院

## 2.3 行情展望：预期修复或先于盈利改善，配置价值逐渐显现

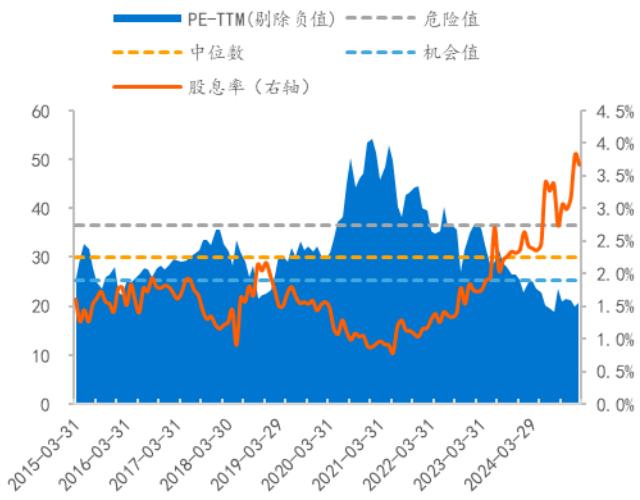
我国消费增长和估值修复空间较大，饮食板块配置价值逐渐显现。从消费实质来看，我国 2023 年居民消费占 GDP 比重仅 39.2%，相对许多发达经济体 50-70% 的消费占比而言增长空间较大；从持仓资金来看，公募基金对饮食的持仓 24Q4 仅 11.76%，近五年最低，伴随基金考核趋严，对饮食的配置有望提升；从板块估值来看，饮食处在近十年来估值水平的 10% 分位数以下，具有较高安全边际。截至 2025 年 3 月 17 日，食品饮料行业 PE-TTM (剔除负值) 为 22.12，仍处机会值以下。对标恒生消费指数和必需性消费业指数两会后的涨幅，A 股饮食板块仍有补涨空间，后续在消费政策刺激、内需释放推动下，有望“年胜一年”。

图21 我国2023年居民消费占GDP比重仅39.2%



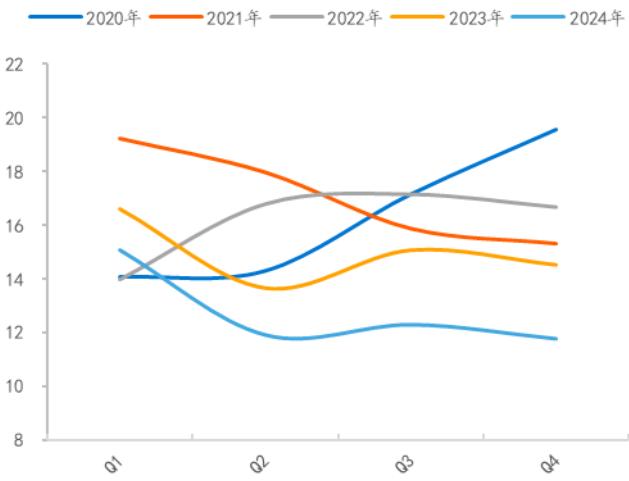
资料来源：CEIC, 联储证券研究院

图23 食饮板块估值仍处低位（倍）



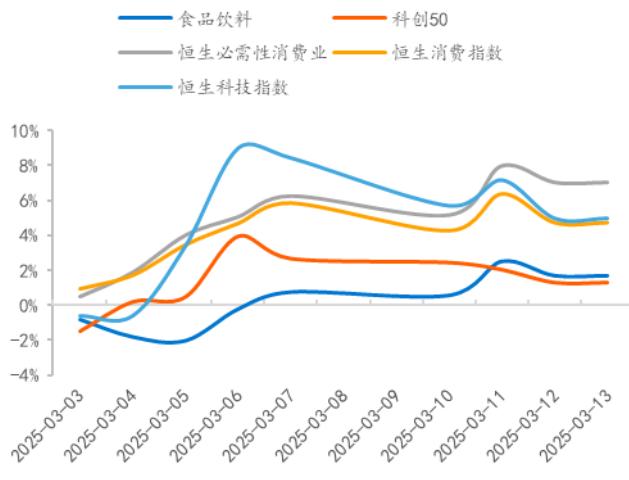
资料来源：iFinD, 联储证券研究院

图22 公募基金对食饮的配置比例再创新低（%）



资料来源：iFinD, 联储证券研究院

图24 食饮板块配置价值逐渐显现



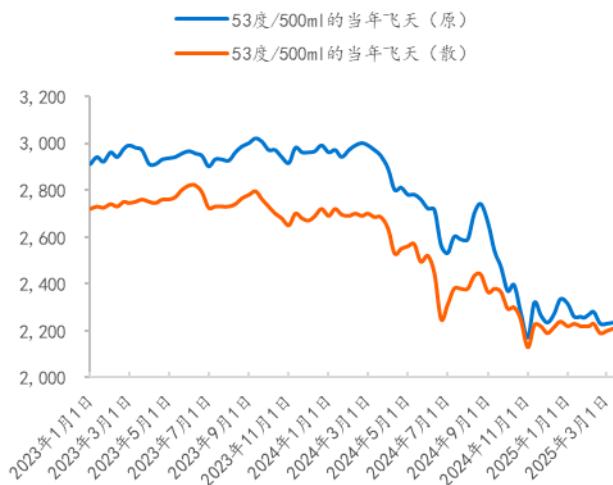
资料来源：iFinD, 联储证券研究院

### 3. 细分表现：大众品优于白酒或将持续

#### 3.1 白酒：业绩表现分化加大，需求培育是关键

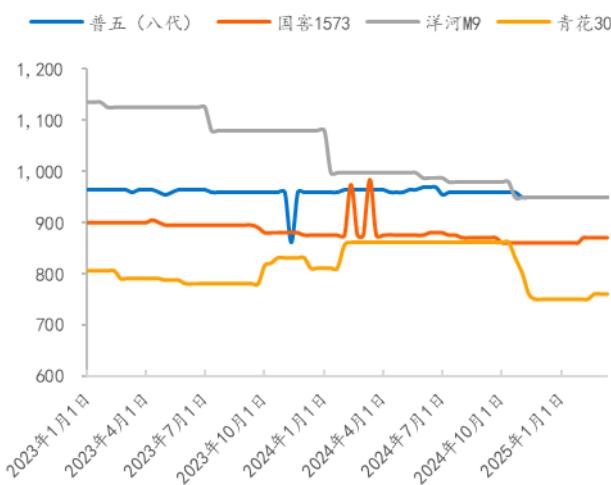
作为顺周期的白酒行业，2024-2025年面临内忧外患，调整比较充分。一方面，黄金避险和科技突破凝聚人气，白酒的战略资产投资属性减少。市场对于白酒公司的关注热度下降，进攻选择多为科技，防守选择多为黄金，白酒行业高毛利、提价升级的可持续性受到质疑，估值溢价缩减较多。另一方面，白酒营收利润增速放缓，需求收缩导致库存压力加大。23年白酒企业营收、利润同比增长15.97%、18.88%。24Q1-3同比增长9.24%、10.68%，业绩仍保持韧性但增速明显放缓。需求收缩影响下，一是库存压力增加，多数白酒上市公司累计库存酒量近五年连创新高；二是，高端白酒价格下跌，以茅五泸为代表的经典单品终端销售均在23-24年有下调（考虑价格倒挂和开瓶扫码红包等促销活动），动摇白酒行业过往多年的驱动主因。

图25 24年飞天茅台价格经历较大调整（元/瓶）



资料来源：今日酒价，联储证券研究院

图26 800-1000元价格带代表性白酒单品价格变动（元/瓶）



资料来源：今日酒价，联储证券研究院

表6 多数白酒上市公司累计库存酒量近五年连创新高

	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	水井坊	古井贡酒	洋河股份	酒鬼酒	皇台酒业	伊力特	老白干酒	舍得酒业	今世缘	天佑德酒
单位	吨	吨	吨	吨	吨	吨	吨	吨	千升	千升	千升	千升	吨
2023	293790	48322	42251	57997	34537	39176	5671	8053	1505	20053	8571	17784	5889
2022	276623	23328	54573	53295	38311	46496	7375	7490	2480	20023	8448	13019	4868
2021	260746	21161	52853	49468	19619	44228	5914	7567	1774	16228	8967	11569	5433
2020	249236	14219	35855	41637	10726	23898	2993	3367	1617	8175	5383	6081	4410
2019	241668	15831	45350	33426	13988	18157	3460	3998	1773	7566	3018	7838	4109
2018	236527	12970	50170	34351	10508	24864	2883	1014	3713	13637	3198	7720	3883
2017	235999	12598	39846	25802	10072	27309	2772	1182	6812	14899	3907	6344	4880

数据来源：iFinD，联储证券研究院

具体 2024 年三季度财报来看：大众价格带白酒受益于消费降级和大众品升级，利润增长领先行业；苏徽地方酒由于消费韧性较强、宴席需求比较旺盛，受整体需求缩减影响相对较少；全国性中高端酒因产品定位差异分化较大；高端白酒维持业绩增长保持稳定。其中，山西汾酒 2024 年仅玻汾这一单品营收就突破百亿，我们认为原因有三：一是极致性价比，50 元价位实现纯粮酿造（高粱、大麦、豌豆），毛利率仍达 50%以上；二是场景转变，将消费场景从“宴请”转向“自饮”，北方市场出现“玻汾配饺子”的民间消费潮；三是渠道深耕，在县城超市采用“整箱陈列+开瓶返现”策略，终端渗透率超 90%。基于此，汾酒凭借中高端产品控货挺价、大众价格带产品质量过硬、拓展场景和人群，在多价格带布局、全国性销售的品牌中取得亮眼业绩。

**表7 白酒上市公司的营收与利润情况 (%)**

证券名称	23 年营收增速	24Q3 营收增速	23 年扣非归母净利润增速	24Q3 扣非归母净利润增速
顺鑫农业	-9.3	-16.9	15.0	230.6
老白干酒	13.0	6.3	28.6	34.3
古井贡酒	21.2	19.5	46.6	25.6
迎驾贡酒	22.1	13.8	36.0	23.9
金徽酒	26.6	15.3	21.0	23.1
山西汾酒	21.8	17.2	29.2	20.4
今世缘	28.0	18.8	25.6	16.6
贵州茅台	18.0	16.9	19.0	15.1
水井坊	6.0	5.6	5.3	11.2
泸州老窖	20.3	10.8	27.4	10.2
五粮液	12.6	8.6	13.0	9.2
伊力特	37.5	0.6	125.5	6.0
口子窖	16.1	-1.9	10.8	-4.9
皇台酒业	13.0	0.6	-350.6	-9.4
洋河股份	10.0	-9.1	6.1	-17.4
天佑德酒	23.5	4.9	33.5	-45.4
舍得酒业	16.9	-15.0	5.6	-48.0
酒鬼酒	-30.1	-44.4	-48.8	-89.3
金种子酒	23.9	-24.9	72.0	-128.9
岩石股份	49.3	-83.0	99.6	-174.3

数据来源：IFinD，联储证券研究院

**2025 年业绩增长亮点不多，但估值修复机会仍存。**我们认为，白酒行业正处于公司供给端控量和渠道库存去化的阶段，高端白酒业绩维稳，中高端的区域白酒应春节亲友聚会消费场景增多有望迎来销售旺季。整体行业 25 年的费用投放有望增加，白酒企业年初设立的增长目标基本能符合实际动销，我们预计多数酒企保持 10% 左右的增长确定性较强。此外，白酒有望伴随内需刺激政策的陆续出台，下半年库存去化逐步加快。

**白酒二次成长可期，需求培育是关键。**历览白酒发展百年，行业竞争优势多次转变，从产能为王——渠道为王——品牌为王经历了 1.0 时代。当今消费环境中，白酒企业也多有强化经营管理之举，从精细化管理（20-22 年）——控货稳价（22-23 年）——需求培育（24-25 年），或将迈入需求为王的 2.0 时代。从 22-23 年年底的酒企控货举措及市场影响可以看出，稳价效果边际减少。这一方面是因为前期产能扩张带来库存压力，叠加渠道利润减少带来抛售压力，使得控货力度逐渐减弱；另一方面，25 年初又来停货潮，五粮液、老窖、洋河、酒鬼酒等大小品牌都有产品参与，比起挺价，酒企目的更倾向于去库存。从酒企对低度、减醇、风味白酒的研发尝试与日韩酒类市场的发展经验可以预见，白酒二次成长需要在高端巩固品牌、低端打造性价比的同时，做好腰部产品的需求培育。

表8 2023-2024年白酒企业的代表性控货策略与出货动态

	控货策略	出货动态	市场影响
贵州茅台	<p>经销商配额调整: 2023年Q4暂停部分经销商飞天茅台配额, 重点向自营渠道(茅台、线下直营店)倾斜, 新品放量: 2024年推出“茅台1935”千元价格带产品, 直营渠道收入占比从2022年的44%提升至2024年, 全年计划出货量提升至5,000吨(2023年为3,000吨), 抢占次高端市场。</p> <p>非标产品控量: 2023年缩减生肖茅台、精品茅台等非出口增量: 2023年海外市场出货量同比增长25%, 标产品投放量, 通过限量供应维持终端价格(如生肖茅台重点布局东南亚华人圈及欧美高端餐饮渠道。台批价从5,000元回落至3,800元)。</p>		<p>23年春节期间飞天茅台批价稳定在2,700-2,800元, 渠道库存降至1个月以内, 但经销商利润空间压缩引发部分渠道商转型。</p>
五粮液	<p>阶段性停货: 2023年8月暂停第八代五粮液(普五)高端产品增量: 2024年计划将经典五粮液出货量发货, 消化渠道库存, 2024年春节前恢复供货后批价提升至2,000吨(2023年为800吨), 终端指导价2,899元/瓶。</p> <p>数字化控盘: 通过“云店系统”监控经销商库存, 对窜货、区域差异化: 华东市场主推低度五粮液(39度), 低价倾销的经销商削减配额(2023年处罚违规经销商西南市场加大1618系列投放, 缓解普五价格压力。超50家)。</p>		<p>普五库存从2023年H1的2.5个月降至2024年H1的1.2个月, 但经典五粮液动销乏力, 批价跌破2,000元。</p>
泸州老窖	<p>国窖1573停货保价: 2023年11月暂停国窖1573全特曲60版放量: 2023年出货量同比增长40%, 国发货, 消化库存并稳定批价(从860元回升至910元定位400-500元价格带, 填补次高端空缺)。</p> <p>国窖1573库存恢复: 2024年3月恢复供货后实行“按月配额制”。华东市场突击: 2024年在江苏、浙江等地加大“窖低产品缩量: 2024年削减头曲、二曲等低端产品产龄90年”促销力度, 终端返点提高至15%。能, 聚焦特曲、窖龄系列。</p>		<p>国窖1573库存恢复至1.5个月, 但华东市场仍面临洋河、今世缘挤压。</p>
山西汾酒	<p>青花30复兴版控量: 2023年Q3暂停发货, 严控窜青花20放量: 2023年出货量超6,000吨, 同比增长35%, 成为500元价格带核心单品。</p> <p>玻汾限产: 2024年缩减玻汾(黄盖玻)产量, 推动终端全国化扩张: 2024年华南市场出货量目标增长50%, 在广东、福建增设经销商至300家。</p>		<p>青花系列占比提升至45%(2022年为38%), 但玻汾控量导致部分低端市场份额被牛栏山侵蚀。</p>
洋河股份	<p>梦之蓝M6+停货: 2023年10月暂停M6+发货, 消化库存并推动批价从580元回升至620元。</p> <p>梦之蓝M9放量: 2023年出货量同比增长60%, 终端价1,500元/瓶, 抢占超高端市场。</p> <p>海天系列去库存: 2024年针对海之蓝、天之蓝实施“一数字化赋能: 2024年上线“洋河智慧云仓”, 动态调节区域间货源分配, 减少窜货。</p>		<p>M6+库存从2.8个月降至1.5个月, 但海之蓝批价仍徘徊在120元(出厂价105元), 渠道利润微薄。</p>
郎酒	<p>青花郎提价控货: 2023年12月将青花郎出厂价上调20元至1,099元/瓶, 同步缩减经销商配额10%。</p> <p>红花郎控区域: 2024年对河南、山东等窜货高发区域实行“配额冻结”。</p>	<p>兼香战略推进: 2023年郎牌特曲(兼香型)出货量增长70%, 定位200-300元价格带。</p> <p>高端定制: 2024年推出“青花郎·庄园酱酒”限量版, 单价超3,000元, 试水超高端私人订制市场。</p>	<p>青花郎批价回升至920元, 但经销商对频繁提价政策抵触情绪增加。</p>
习酒	<p>独立后渠道重整: 2023年脱离茅台集团后, 清理原有茅台系经销商, 新签约经销商超800家。</p> <p>君品习酒控量: 2024年H1暂停发货, 消化库存并推动批价从580元回升至650元。</p>	<p>全国化布局: 2023年华东、华南市场出货量增长120%, 新增体验店200家。</p> <p>新品试水: 2024年推出“习酒·珍藏1988”纪念版, 单价1,288元, 主打收藏市场。</p>	<p>经销商结构优化后渠道利润回升, 但品牌认知度仍高度依赖酱酒品类红利。</p>

数据来源: 公开资料整理, 联储证券研究院

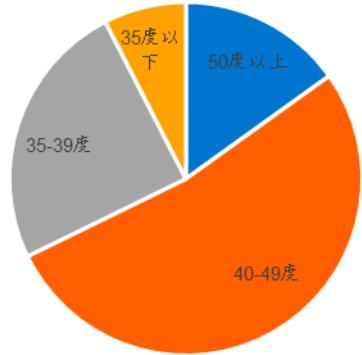
**积极迎接Z世代的饮酒口味, 在低度化和风味化上创新产品和场景。**白酒企业需求培育方向或有四: 一是场景变小, 应对政商务需求减少, 家庭、个人消费增多, 白酒不仅要在大桌出现, 也要营造可想象的、产品适配的小桌聚会场景; 二是性价比变高, 在供给结构性过剩背景下, 品牌、价格、质量, 需至少三选二打造突出优势; 三是度数变低, 迎合健康需求; 四是风味变多, 以“白酒+”的方式向洋酒化、啤酒化进行创新尝试, 研发中式shot组合, 同时社交平台推广, 在产品和渠道方面更加迎合Z世代消费人群、培育消费习惯。

图27 24年我国白酒消费者饮酒场景多元化



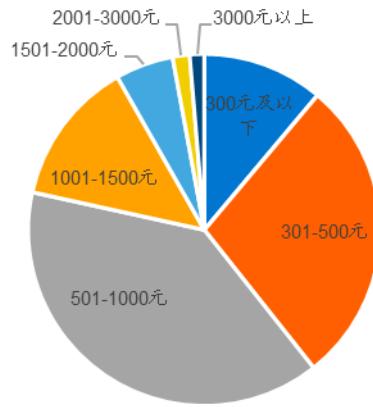
资料来源: iiMedia Research, 联储证券研究院

图29 24年我国白酒消费者对35-49度白酒有明显偏好



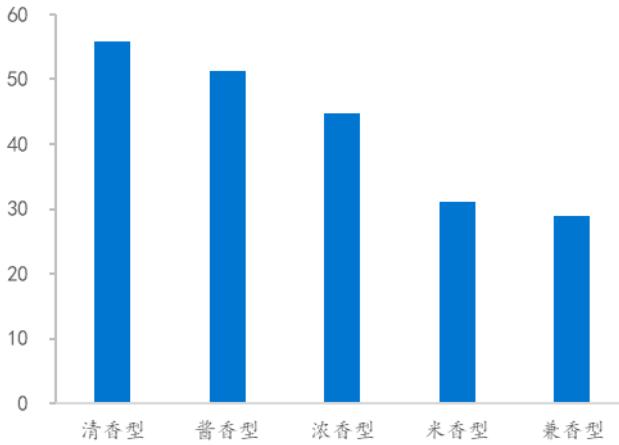
资料来源: iiMedia Research, 联储证券研究院

图28 24年我国白酒消费者购买白酒以中高端价格带为主



资料来源: iiMedia Research, 联储证券研究院

图30 24年我国白酒消费者对清香和浓香型有明显偏好(%)

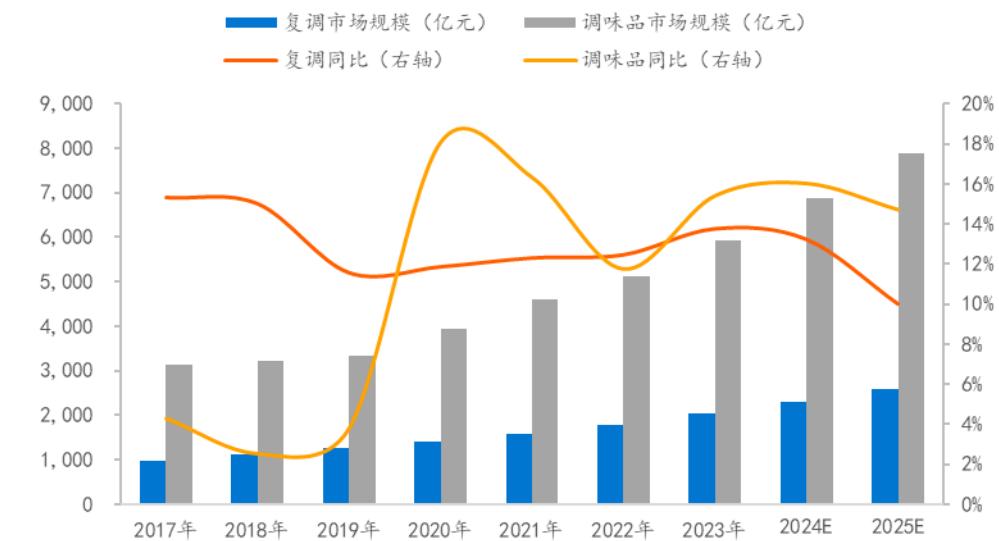


资料来源: iiMedia Research, 联储证券研究院

### 3.2 调味品: 伴随外食多增, 有望与餐饮供应链共繁荣

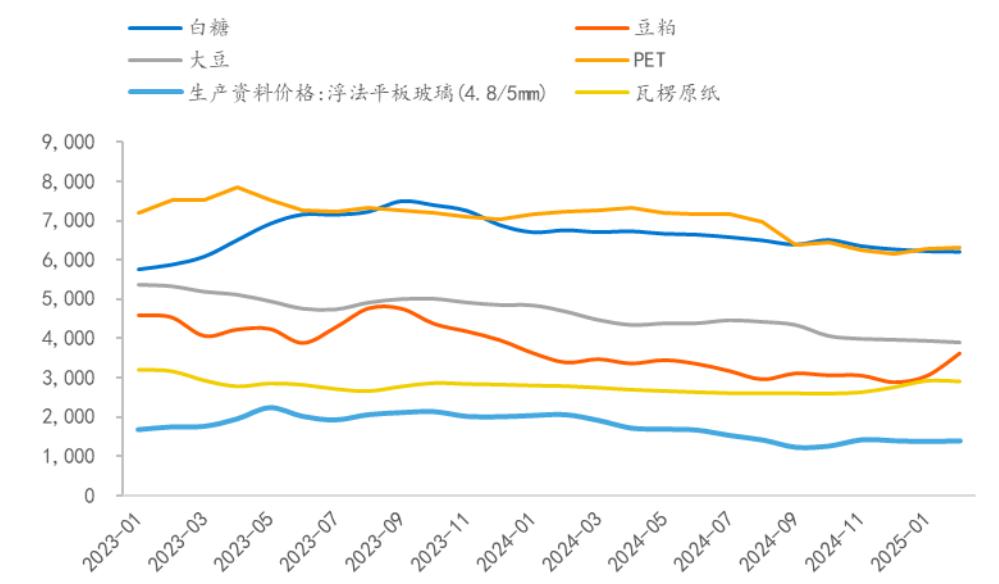
**2024年调味品市场规模增速边际放缓, 预计成本小幅上涨。**2024年我国餐饮复苏不及预期直接影响调味品市场需求, 餐饮收入增长仅5.3%, 相对于23年20.4%的高增而言, 复苏偏缓, 调味品市场已突破6000亿规模, 结构性升级特点明显。复合性、功能性调味品的补充预计将支撑24年市场规模增速达10%以上, 以莲花控股、仲景食品、安记食品为代表的复合调味料业务均有双位数增长, 而传统调味品生产企业的营收利润增长承压。24年生产成本延续低位, 25年或将伴随全球贸易格局变化波动加大, 有上涨可能, 调味品行业的后续发展仍需靠消费端发力。

图31 预计2025年调味品规模增速放缓，市场以结构升级为主



资料来源：iiMedia Research, 联储证券研究院

图32 24年调味品生产成本回落，释放利润弹性（元/吨）



资料来源：iFinD, 联储证券研究院

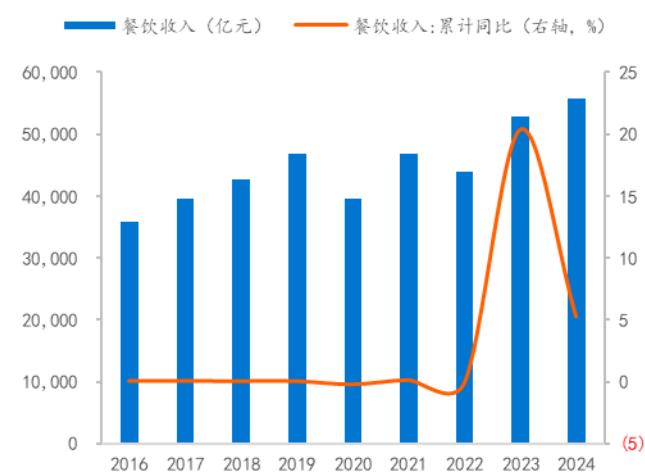
**表9 调味品上市公司营收和利润情况 (%)**

证券名称	24Q3 营收增速	23 年营收增速	24Q3 扣非归母净利润增速	23 年扣非归母净利润增速
莲花控股	19.836	24.2256	77.0013	89.0339
仲景食品	14.2081	12.7708	10.5061	74.6928
安记食品	-7.2766	13.4537	-39.4206	69.7354
千禾味业	-1.8544	31.6165	-10.2521	56.6648
天味食品	5.8377	17.016	38.0963	38.6255
日辰股份	11.783	16.4921	35.3789	22.986
宝立食品	9.7187	16.3109	-12.4407	12.6629
安琪酵母	13.0352	5.7449	3.69	-0.8694
中炬高新	-0.1737	-3.7811	19.2549	-5.7916
涪陵榨菜	0.5561	-3.8641	5.6032	-7.5971
海天味业	9.3787	-4.1013	11.1417	-9.5728
佳隆股份	-8.7388	25.1326	1021.711	-10.5062
恒顺醋业	-6.5143	-1.5245	-19.7194	-37.492
朱老六	-8.0549	-20.7122	-27.6305	-60.6369
ST 加加	-14.919	-13.7757	-103.138	-114.931

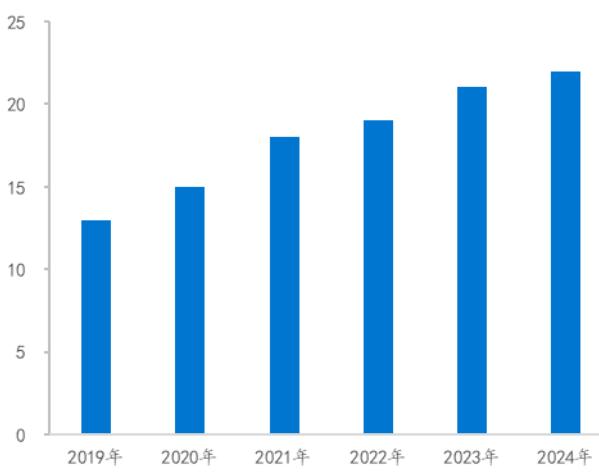
数据来源: iFinD, 联储证券研究院

**品类分化较大, 预计复合化趋势仍将持续。**自 2023 年以来, 传统基础调味品增速放缓, 据中国调味品协会数据, 酱油、食醋等品类年增长率降至 3%-5%。而复合调味料、健康化产品及地域特色品类成为增长引擎, 据凯度消费者数据, 复合调味料全国销售额同比增长 19%, 零添加酱油市场份额已达 28%, 川渝风味调料在华东地区销售额年增 65%。

**伴随餐饮复苏和连锁化率提升, 复合调味品有望与餐饮供应链共繁荣。**一方面, 餐饮消费券有望加力扩围, 支持外食多增, B 端调味料个性化定制化需求增多; 另一方面, 餐饮连锁化率从 2019 年的 13% 提升至 22%, 利好调味品龙头和复合调味料的销量增长。

**图33 疫后餐饮恢复较快, 2025 年有望维持增长态势**


资料来源: 国家统计局, 联储证券研究院

**图34 我国餐饮连锁化率不断提升 (%)**


资料来源: 美团, 红餐大数据, 联储证券研究院

**技术驱动与消费需求双重驱动将重塑行业价值。**技术驱动方面, 智能化革命持续提效: 海天味业 AI 发酵控制系统降低能耗 22%、千禾味业区块链溯源体系覆盖 80% 产品线。消费需求方面, 健康化赛道持续深化: 减盐酱油技术迭代使钠含量降至 400mg/100ml

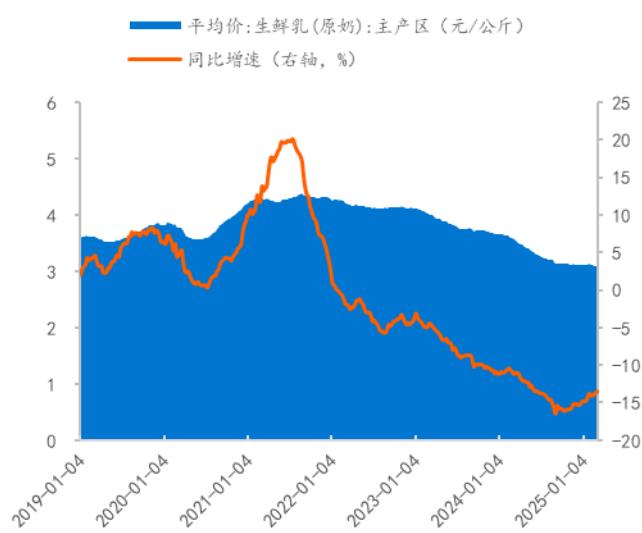


以下(李锦记薄盐醇味鲜)、功能性调料如益生菌蚝油(欣和醯官醋)进入临床测试阶段。预计产品的技术升级、配方研发和跨界融合可能创造2025年行业新增量。

### 3.3 乳制品：把握品类升级的国产替代与需求扩容机会

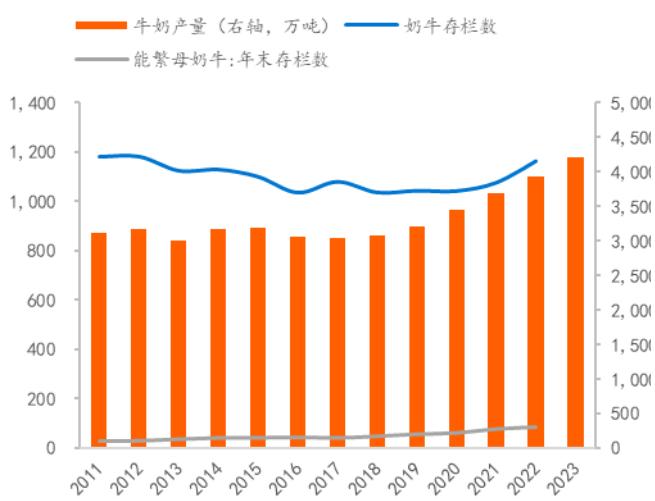
**生鲜乳价格下行，乳企成本可控。**2024年我国原奶价格从年初3.66元/公斤持续下跌至25年2月的3.09，跌幅达15.57%，龙头乳企净利率进一步提升，24年上半年伊利、蒙牛净利率均较23年分别提升4.5、0.7个百分点，叠加管理技术升级，蒙牛通过智慧牧场管理系统将公斤奶成本可控制在3.4元以内，成本下行增厚乳制品行业利润安全。由于23年我国牛奶产量仍超4000万吨，能繁母奶牛和奶牛存栏均处高位，预计原奶价格仍延续低位，乳企成本可控。

图35 22年以来生鲜乳价格连续下跌



资料来源：农业农村部，联储证券研究院

图36 我国奶牛存栏与牛奶产量仍处高位（万头）



资料来源：iFinD，联储证券研究院

表10 24年乳企龙头盈利能力有望持续提升

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
伊利	毛利率	37.8%	37.4%	36.0%	30.6%	32.3%	32.6%	34.8%
	销售费用率	24.9%	23.4%	22.2%	17.5%	18.6%	17.9%	19.4%
	毛销差	13.0%	14.0%	13.7%	13.2%	13.7%	14.7%	15.4%
	净利率	8.1%	7.7%	7.3%	7.9%	7.7%	8.2%	12.7%
	毛利率	37.4%	37.6%	37.7%	36.8%	35.3%	37.2%	40.3%
	销售费用率	27.3%	27.3%	28.3%	26.7%	24.1%	24.5%	28.4%
	蒙牛	毛销差	10.1%	10.3%	9.3%	10.1%	11.2%	12.6%
	净利率	4.4%	5.2%	4.6%	5.7%	5.7%	5.0%	5.7%

数据来源：iFinD，联储证券研究院

**常温液奶之外，品类需求扩容的同时市场竞争加剧。**24年上半年的销售费用率有明显提升，乳企除常温液奶之外的品类竞争加剧。**B端**茶饮需求旺盛，乳企建立专供体系，寻求上游供应突围。中国连锁经营协会(CCFA)《2023新茶饮白皮书》指出，现制茶饮行业年度原料采购总额突破800亿元，其中乳制品占比约18%-20%（含奶浆、鲜奶、奶油等），对应乳制品采购规模约144-160万吨。其中，伊利向蜜雪冰城、古茗年供应超45万吨定制奶浆，光明与奈雪的茶联合开发冷萃厚乳。**C端**区域低温鲜奶渗透提升，乳企市场抢占加速。区域乳企通过“72小时鲜奶”等概念构建壁垒，新乳业2024年上半年低温鲜奶收入同比增长24.3%，在川渝市场市占率达39%。全国性乳企也同时发力，蒙牛每日鲜语24H1在华东铺设近5000台智能冷藏柜，终端设备的单点日均销量提升约40%。



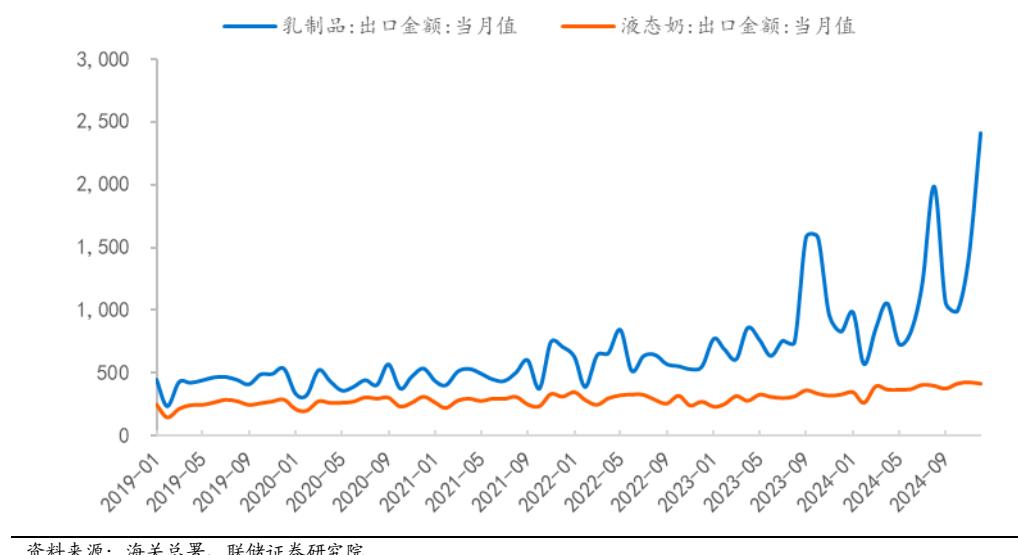
干乳制品海外品牌占比较多，但国产替代与出口有加速迹象。国产替代方面：妙可蓝多 24H1 奶酪市占率突破 40%，百吉福、恒天然等外资品牌通过本土化生产降低成本，奶酪市场培育仍在初期，部分产品终端售价略有下降，但整体零售额增速相对领先。出口增长方面：据海关总署数据，2024 年上半年冰淇淋及其他冰制品出口量增长 31.9%，其中东南亚占比达 46.8%。乳企在东南亚的海外冰淇淋生产基地产能逐步释放，预计本地化生产可使终端价降低 10-20%，但 25 年需重点关注越南、印尼、菲律宾等国的关税政策影响。

表11 2023 年乳制品细分品类的规模增速

类别	市场规模 (亿元)	同比增速 (%)	CR5 (%)	零售额 CAGR (2018-2023)	发展阶段
常温液奶	1198	4.90%	90.70%	6.70%	进入成熟期
酸奶	1192	-3.30%	75.00%	-7.80%	高速增长后 降速
巴氏奶	392	0.20%	60.60%	5.50%	加速增长
奶酪	约 110	-18%	CR3>70%	13%	初级阶段

数据来源：Euromonitor, 联储证券研究院

图37 乳制品出口略有提速 (万美元)



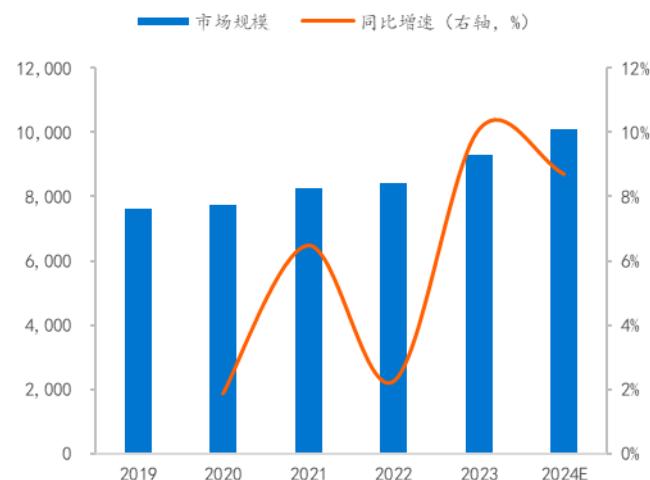
资料来源：海关总署，联储证券研究院

强内需刺激和厚利润安全垫双重驱动，乳制品行业有望成为最大公约数。一方面，各地生育补贴政策的陆续出台可能有效刺激乳制品需求，银发经济发展下的健康意识提升也将推动乳制品的结构性消费升级持续；另一方面，行业内部双寡头竞争格局相对稳定，高端液奶、奶粉及奶油奶酪等品类的国产替代仍有较大增长潜力，低廉的原奶价格保障了乳企的利润空间。预计 25 年在内需刺激和扎实业绩的驱动下，行业延续增长态势。

### 3.4 休闲零食：市场集中度提升缓慢，渠道红利仍存

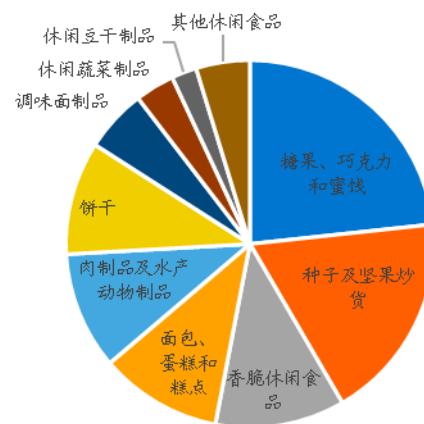
零食市场规模增速放缓，细分品类增速断层。2024 年休闲零食市场规模已超万亿元，细分品类中，糖巧蜜饯、坚果炒货、香脆食品仍占市场份额达 53%。多家机构预测增速将逐步放缓至个位数，细分品类增速差异拉大。健康化品类如功能性坚果（添加益生菌/褪黑素）增速达 28%；情绪价值品类如创意造型糖果销售额增长 47%；传统品类如膨化食品增速降至 1.2%。

图38 我国休闲零食市场规模超万亿（亿元）



资料来源：Frost&amp;Sullivan, 联储证券研究院

图39 2023年我国休闲零食细分品类占比



资料来源：Frost&amp;Sullivan, 联储证券研究院

**市场集中度提升缓慢，平台型企业增收相对占优。**就2024年三季度营收来看，依靠高性价比和渠道快速拓展的万辰集团、三只松鼠、盐津铺子均实现营收利润双增，依靠自主生产单品、未及时拓展新品的零食企业略有逊色。零食行业营收合计仅约五百亿，体现出市场集中度提升仍然缓慢。零食行业CR10下降2.1个百分点至31.7%，竞争依旧激烈，新锐品牌如王小卤通过抖音渠道实现超车，2023年虎皮凤爪销量破亿袋。平台型企业增收相对占优反映零食行业高性价比、去中心化的消费趋势仍在强化。卫龙辣条品类市占率从19.4%下滑至16.7%。

表12 零食上市公司营收与利润情况

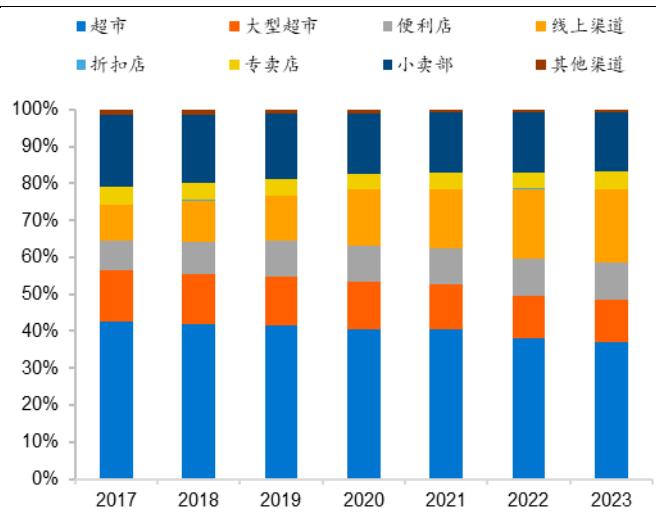
证券名称	营收 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利 (亿元)	归母净利同比 (%)
万辰集团	206.13	320.63	0.84	221.48
三只松鼠	71.69	56.46	3.41	211.55
良品铺子	54.80	-8.66	0.19	-102.59
洽洽食品	47.58	6.24	6.26	31.44
盐津铺子	38.61	28.49	4.93	12.90
来伊份	25.23	-15.96	-0.43	-138.91
劲仔食品	17.72	18.65	2.15	72.89
甘源食品	16.06	22.23	2.77	32.01
黑芝麻	15.88	-17.37	0.42	39.53
好想你	11.77	7.90	-0.61	-15.63
有友食品	8.87	16.77	1.21	17.07

数据来源：iFinD, 联储证券研究院

**2025年渠道红利或有缩减，供应链优势仍存。**线下有便利店、仓储式会员超市、社区生鲜超市、零食量贩店等业态快速兴起，线上模式也进一步创新，传统B2C、C2C外出现O2O、社交电商、直播电商等新零售业态，休闲零食销售进入全渠道融合阶段。预计2025年渠道红利将有所缩减。一方面，线上直播电商市场增速放缓，从22-23年30%以上的同比增长逐渐降至24年的20%以下，多品牌的官方自营渠道也基本铺建完毕；另一方面，线下零食量贩店在23-24年开店速度极快，25年或有增速边际放缓和盈利兑现压力。基于此，需重点关注零食企业在规模扩张后的业绩增长情况。零食企业对供应链优势的经营管理能力也值得关注，如将“直采+仓储+低价感受”的前期营销优势有效向“生产自动化+便利店化+自有品牌”的后期经营优势转变，平台型零食企业的发展将仍具较大潜力。

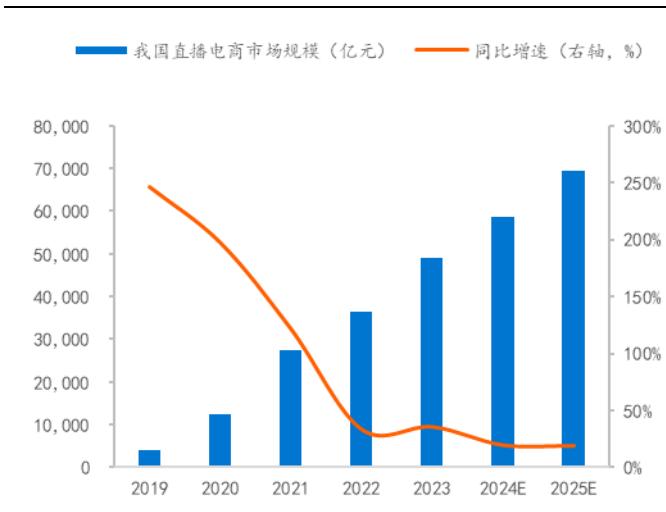
行业将延续产品、渠道创新以迎接消费群体重构。QuestMobile 行为数据显示：Z 世代客单价同比提升 19%，但复购周期延长至 23 天；京东健康研究院数据显示：银发族消费占比提升至 18%，偏好低 GI 糕点客群增长 62%。基于目前消费群体和消费习惯的重构，零食行业的创新仍大有可为。一方面，零食企业需拓展线上和线下的全渠道销售平台，以会员制、折扣活动、量贩店等形式适应零食产品高频低价的消费习惯；另一方面，还需以联名、包装、风味化、功能化等方式进行单品创新，适应消费者尝新、情绪驱动、追求健康的需求。

图40 传统商超渠道逐步缩减



资料来源：Euromonitor, 联储证券研究院

图41 我国直播电商市场延续增长趋势



资料来源：iresearch, 联储证券研究院

表13 代表性量贩零食的发展现状

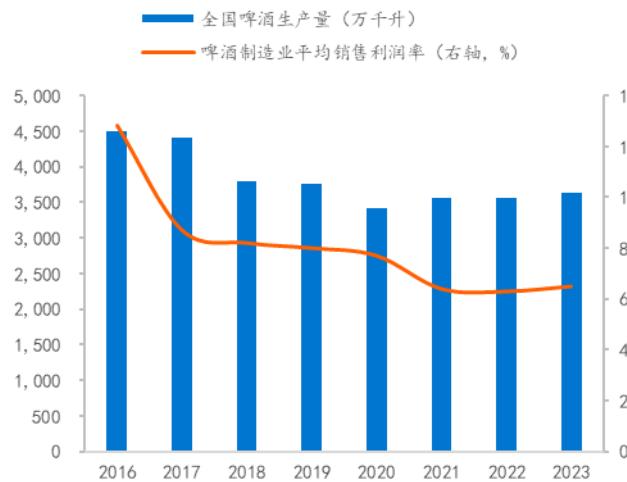
品牌	零食很忙	赵一鸣	好想来 (万辰系)	零食有鸣	戴永红	零食优选	糖巢	爱零食	鸣鸣很忙 (合并)
成立时间	2017 年	2015 年	2011 年	2019 年	1996 年	2019 年	2011 年	2020 年	2024 年
省份	湖南	江西	江苏	贵州到四川	湖南	湖南	福建	湖南	-
门店数	7500+	8000+	10000+	4000+	1000+	2000+	2100+	1400+	15000+
SKU 数量	2000+	2000+	2000+	3000+	2100+	2000+	3000+	-	-
规模	23H1 营收 37.81 亿，净利润 1.21 亿	23H1 营收 27.86 亿，净利润 0.76 亿	2024 年营收预计 300-330 亿	2022 年 ≥ 20 亿元	2024 年 40 亿元	2022 年 ≥ 20 亿元	-	-	24 年营收 555 亿元
其他	会员数量 ≥ 5000 万	会员数量 ≥ 2500 万	IP 盲盒 +	-	≥ 630 万	-	会员数量 ≥ 1000 万	-	-

数据来源：公开资料整理，联储证券研究院

### 3.5 啤酒：关注创新产品突围，或将带动高端化继续

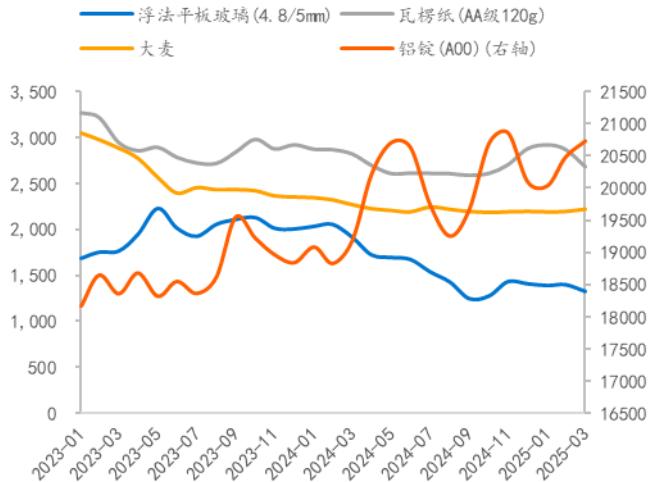
近五年产量稳定，生产成本预计可控。2024 年我国啤酒产量约为 3521.3 万千升，近五年来相对稳定，产能管理效率在前期密集关厂之后有所提升，市场规模增长主要受限于需求。生产成本相对可控，自 23 年俄乌战争影响大麦涨价后，24 年持续回落，预计 25 年企稳；玻璃和铝锭价格 24 年略有分化，叠加中国啤酒瓶新国标(GB 4544-2023)全面实施，约 30% 中小厂商面临生产线改造压力，啤酒企业包装成本或有小幅上涨。

图42 我国啤酒产量与行业利润率趋于稳定



资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图43 23-24年啤酒生产成本比较稳定 (元/吨)



资料来源: iFinD, 联储证券研究院

**销售量价承压，期待新品突围。**从青啤、燕啤、重啤、华润四家的半年度销售情况来看，2023年下半年起合计销售量呈同比下滑态势，23H2和24H1同比分别下降3.27%、3.49%，终端需求下滑导致啤酒销售量价承压。行业平均销售利润率自2016年来12.8%下降至2023年的6.5%，预计精酿市场成为下一轮竞争重点。

表14 主要啤酒企业销售量情况 (万千升)

	青岛啤酒	燕京啤酒	重庆啤酒	华润啤酒
29H1	473	257.85	48.27	637.5
29H2	332	123.31	94.34858	505.9
20H1	440.6	209.69	46.52	603.9
20H2	341.4	143.77	242.36	506.1
21H1	476.9	213.16	154.99	633.7
21H2	316.1	148.93	278.94	471.9
22H1	472	215.18	164.84	629.5
22H2	335	161.84	285.66	480.1
23H1	502.3	229.04	172.68	657.1
23H2	298.4	165.2	299.75	458
24H1	463	230.49	178.38	634.8

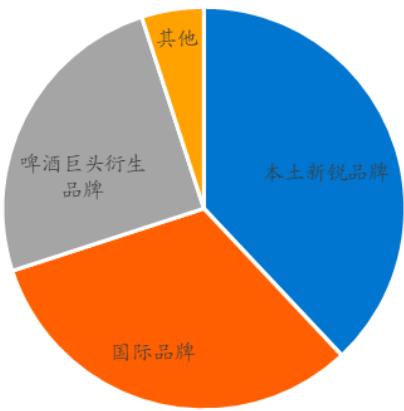
数据来源: iFinD, 联储证券研究院

**精酿啤酒市场增长潜力较大，龙头参与可能加剧价格竞争。**相对于美国精酿渗透率的13%，我国尚不足5%，精酿啤酒市场增长潜力较大，2024年超3,500家精酿酒厂覆盖二三线城市，有望带动啤酒行业结构性升级持续。目前精酿啤酒已形成本土新锐品牌、国际品牌、啤酒龙头衍生品牌三足鼎立的竞争格局。工业啤酒巨头如2018年青岛啤酒的IPA系列入局、2023年嘉士伯收购精酿品牌BrewDog部分股权，区域精酿品牌尝试共建共享酿造工厂如华南精酿产业联盟，2025年生产成本有望进一步降低、消费者培育进一步强化。

**啤酒产品升级需强化“小众风味”差异化与“饮料化”。**就啤酒企业的并购投资行为来看，华润啤酒2023年收购金沙酒业拓展“啤白融合”、2024年收购安徽区域品牌“黄山啤酒”，酒精饮料类融合性产品或将加快发展；就实际消费偏好来看，全球无/低酒精啤酒(<0.5%vol)2023年销量增长12%，我国精酿啤酒增速维持9%左右，低度数、高品质的消费需求仍有升级空间；就我国现有代表性精酿啤酒的主打特点来看，结合地域、

节令、其他消费品/场景特色的风味产品比较受消费者欢迎。预计 2025 年啤酒在内需刺激与新品突破的基础上有望实现消费再升级。

图44 2024年中国精酿啤酒市场竞争格局



资料来源：中研普华，联储证券研究院

表15 代表性精酿啤酒品牌及其特色

品牌	特色
高大师 (Master Gao)	作为中国首家精酿品牌，2024 年推出“二十四节气”系列，联合故宫推出“清明上河图”联名款，抖音直播单场 GMV 破 800 万元，复购率达 42%。
熊猫精酿 (Panda Brew)	依托“精酿+川菜”场景绑定，2024 年西南地区市占率提升至 18%，下沉市场终端网点突破 5 万家。
拳击猫 (Boxing Cat)	百威旗下精酿品牌，以“电竞+精酿”模式覆盖 70%头部电竞赛事，年轻用户转化率提升 35%，2024 年海外收入占比达 15%。
鹅岛(Goose Island)	百威旗下高端品牌，推出“太空酵母 IPA”，联合 NASA 推出限量款，天猫旗舰店销售额突破 1.2 亿元。
香格里拉精酿	主打“高原青稞艾尔”，2024 年西藏市场占有率为 65%，获欧盟有机认证，出口欧洲溢价 200%。
优布劳 (Ubrew)	2023 年销量同比增长 180%，复购率达 35%；2024 年终端网点突破 3 万家，三线城市覆盖率超 60%。
京 A 精酿 (Jing-A Brewing)	北京市场占有率为 30%，单店月均销量超 10 吨，客单价 120-150 元。
区域特色品类	云南“咖啡世涛”、内蒙古“奶嘴口艾尔”

数据来源：公开资料整理，联储证券研究院

## 4. 投资机会

**2024 年是需求总量承压，结构分化的一年。**社零消费全年增长 3.5%，CPI 全年上涨 0.2%，从数据或是体感来看，消费低迷已经成为现实，必选消费有一定韧性，可选消费分化加大，关键问题如人口结构（长期问题）、收入水平及结构（短期可行），亟需政策发力提振。

**2025 年将是政策加码、内需逐渐释放的一年。**一方面，财政补贴保护内需的活动、覆盖人群、各类消费品层层递进，社会保障的加强夯实消费的基本盘；另一方面，开放免签、扩大各领域开放程度、降低全社会物流成本行动，均显示出鼓励“挣外快”养内需、促增长的政策方向。两手齐抓，应当能对后续的消费环境和预期改善提供有利支撑。

**饮食板块行情或将走出政策预期先行，实际改善随后的节奏。**主要支撑有三：

一是消费补贴力度和效果——居民增收增补贴+免签、退税政策扩围完善，内外需刺激两手抓，饮食公司库存去化或将加速，业绩确定性增强；

二是饮食的估值修复潜力——伴随市场波动加剧、投资者风险偏好降低、央行即将开展的降准降息，饮食低估值、低境外营收占比与高分红、高业绩韧性优势凸显，市场预期拐点或先于盈利拐点，存在估值修复机会；

三是行业创新加速——饮食在产品（细分、联名）、渠道（平台、自营）、消费人群（Z世代、银发经济）方面的创新尝试有望厚积薄发，期待潮流式爆品的出现，贡献增量业绩。

**细分行业机会：大众品优于白酒或将持续。具体来看：**

- ① 白酒：战略性投资地位相对减弱，但有望在顺周期、高毛利、控货管理加强背景下的实现估值修复，后续行业发展的关键是需求培育。
- ② 调味品：可关注餐饮恢复和连锁化加快带来市场集中度提升机会，功能性、复合性产品的研发和销售仍具潜力，成本上涨传导或利于行业利润空间提升；
- ③ 乳品：强内需刺激（生育鼓励与健康意识提升）和厚利润安全垫双重驱动，有望迎来品类升级带来的国产替代和需求扩容机会。
- ④ 休闲零食：市场集中度仍低，供应链优势凸显，关注规模扩张后的营收增长情况。
- ⑤ 啤酒：产量稳定，销售量价承压，关注新品突围和结构性升级（低度化、风味化）进程。

**短期投资建议关注政策导向的即时热点机会，谨慎情绪过热；中期投资建议关注存量稳定、增量突出的细分板块机会，跟踪经营业绩；长期投资建议关注饮食行业 ETF 的低位建仓、定投机会，重视分红回报。**

## 5. 风险提示

需关注全球脱钩加剧带来的贸易风险超预期、消费政策刺激不及预期、行业竞争加剧、上游成本上涨超预期、食品安全风险等风险。

### 免责声明

联储证券股份有限公司（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提供。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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

### 联储证券研究院

#### 青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F  
邮编：266100

#### 上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层  
邮编：200135

#### 北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F  
邮编：100029

#### 深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F  
邮编：518000