



万联晨会

2025 年 07 月 17 日 星期四

概览

核心观点

【市场回顾】
周三 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 0.03%，深成指收跌 0.22%，创业板指收跌 0.22%。沪深两市成交额 14418.54 亿元。申万行业方面，社会服务、汽车、医药生物领涨，钢铁、银行、有色金属领跌；概念板块方面，动物疫苗、仿制药一致性评价、青蒿素领涨，金属铅、硅能源、金属锌领跌。港股方面，恒生指数收跌 0.29%，恒生科技指数收跌 0.24%；海外方面，美国三大指数集体收涨，道指收涨 0.53%，标普 500 收涨 0.32%，纳指收涨 0.25%。

【重要新闻】
【国常会研究做强国内大循环重点政策举措】国务院总理李强 7 月 16 日主持召开国务院常务会议，研究做强国内大循环重点政策举措落实工作。会议指出，做强国内大循环是推动经济行稳致远的战略之举。要找准关键着力点，深入实施提振消费专项行动，系统清理制约居民消费的不合理限制，优化消费品以旧换新政策，顺应居民消费需求增加多元化供给，扩大新质生产力、新兴服务业等领域投资，把内需潜力充分释放出来，不断增强国内大循环内生动力。

【第三届中国国际供应链促进博览会在京开幕】第三届中国国际供应链促进博览会 16 日在京开幕，国务院副总理何立峰出席开幕式并致辞。何立峰指出，中国是全球产业链供应链的重要环节，一直以实际行动保障全球产业链供应链稳定运行，为深化全球产业链供应链合作、促进世界经济复苏贡献力量。中国将坚持分工协作、开放包容，做全球产业链供应链互利共赢的推动者，促进全球产业链供应链数字化、智能化、绿色化转型升级。

研报精选

政策与新趋势共振，把握结构性机会

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,503.78	-0.03%
深证成指	10,720.81	-0.22%
沪深 300	4,007.20	-0.30%
科创 50	997.63	0.14%
创业板指	2,230.19	-0.22%
上证 50	2,740.90	-0.23%
上证 180	8,805.57	-0.22%
上证基金	6,956.90	0.00%
国债指数	226.02	0.04%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	44,254.78	0.53%
S&P500	6,263.70	0.32%
纳斯达克	20,730.49	0.25%
日经 225	39,663.40	-0.04%
恒生指数	24,517.76	-0.29%
美元指数	98.39	-0.23%

主持人： 叶柏良
Email: yeb1@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周三 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 0.03%，深成指收跌 0.22%，创业板指收跌 0.22%。沪深两市成交额 14418.54 亿元。申万行业方面，社会服务、汽车、医药生物领涨，钢铁、银行、有色金属领跌；概念板块方面，动物疫苗、仿制药一致性评价、青蒿素领涨，金属铅、硅能源、金属锌领跌。港股方面，恒生指数收跌 0.29%，恒生科技指数收跌 0.24%；海外方面，美国三大指数集体收涨，道指收涨 0.53%，标普 500 收涨 0.32%，纳指收涨 0.25%。

【重要新闻】

【国常会研究做强国内大循环重点政策举措】国务院总理李强 7 月 16 日主持召开国务院常务会议，研究做强国内大循环重点政策举措落实工作。会议指出，做强国内大循环是推动经济行稳致远的战略之举。要找准关键着力点，深入实施提振消费专项行动，系统清理制约居民消费的不合理限制，优化消费品以旧换新政策，顺应居民消费需求增加多元化供给，扩大新质生产力、新兴服务业等领域投资，把内需潜力充分释放出来，不断增强国内大循环内生动力。

【第三届中国国际供应链促进博览会在京开幕】第三届中国国际供应链促进博览会 16 日在京开幕，国务院副总理何立峰出席开幕式并致辞。何立峰指出，中国是全球产业链供应链的重要环节，一直以实际行动保障全球产业链供应链稳定运行，为深化全球产业链供应链合作、促进世界经济复苏贡献力量。中国将坚持分工协作、开放包容，做全球产业链供应链互利共赢的推动者，促进全球产业链供应链数字化、智能化、绿色化转型升级。

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

研报精选

政策与新趋势共振，把握结构性机会

——2025 年中期食品饮料行业投资策略报告

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

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

食品饮料细分行业投资观点:

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

(2) 边际改善赛道: ①啤酒: 成本下降提升盈利能力, 餐饮复苏带动中高端啤酒需求回升。2024 年啤酒行业业绩承压, 2025Q1 业绩有所改善, 盈利能力保持增长。2025 年下半年有望保持边际改善趋势, 改善来自三点: 一是餐饮复苏, 以及体育赛事, 如苏超火爆带来啤酒消费的提升; 二是主要原材料和包材成本的价格下降带来毛利率的提升; 三是产品结构持续升级, 尤其产品结构偏低的啤酒企业如燕京啤酒、珠江啤酒升级空间更大。中长期来看, 啤酒行业消费量趋于稳定, 成长主要来自产品结构升级, 预计精酿啤酒成为下一个增长点。②调味品: 成本红利延续, 复合、健康需求方兴未艾。大豆价格持续下降, 其他主要原材料价格也波动下降, 预计 2025 年多数原材料价格处于低位, 为行业兑现更多利润空间。B 端餐饮需求在消费刺激政策下有望回暖, C 端家庭需求延续健康化趋势, 中长期来看, 复合调味品切中 B/C 端多种痛点, 调味品复合化是行业发展重要趋势。建议关注业绩较好、在复合调味品和健康食品领域合理布局的调味品企业。③乳制品: 成本筑底迹象明确, 价格战有望趋缓。需求放缓导致乳制品行业营收有所回落, 预计 2025 年随着渠道库存的逐步清理, 以及消费刺激政策下乳制品需求的回暖, 乳制品行业销售收入能恢复到低个位数的增长。原奶价格自 2021 年下半年以来持续下降, 预计 2025 年原奶成本向上拐点临近, 乳企仍能享受成本红利, 且价格战有望趋缓, 损失计提有望降低。建议关注业绩表现较好的乳制品龙头。

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

风险因素: 经济增长不及预期风险, 政策风险, 食品安全风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要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本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场