

2025 年 12 月 24 日

投资评级：看好（维持）

#### 证券分析师

张东雪  
SAC: S1350525060001  
zhangdongxue@huayuanstock.com  
林若尧  
SAC: S1350525070002  
linruoyao@huayuanstock.com  
周翔  
SAC: S1350525070003  
zhouxiang@huayuanstock.com

#### 联系人

#### 板块表现：



## 曙光渐显，在分化中前行

### ——食品饮料 2026 年投资策略报告

#### 投资要点：

**消费的复苏到哪个阶段了？**这是本篇报告首先明确的问题，复盘不同消费板块的复苏节奏，既有差异又有共性，差异来源于行业供需、产业链结构等，共性体现在存量市场竞争是主流现象，企业提升销量以消化产能、提升自身运营效率以适应市场变化是核心发展方向，所以我们认为 **ROA 是消费企业经营复苏前瞻指标**，同时对不同细分板块展开分析。

透过 ROA，结合企业与渠道的表现判断行业复苏节奏，我们总结企业与渠道调整的阶段分别为：①供大于求→②企业及渠道存量竞争价格战→③渠道利润压缩甚至亏损，部分渠道库存高企→④渠道现金流紧张→⑤企业协助渠道去库存、费效降低，企业或收入下滑、或净利率下降→⑥渠道利润好转，渠道供需新平衡→⑦企业收入同比增速转正。**从行业复苏节奏先后来看，当前时点软饮料、零食 > 餐饮供应链 > 调味品、乳制品、啤酒 > 白酒。**

**我们希望通过日本 90 年代消费分化的分析，对逆势增长行业的底层逻辑进行剖析——行业属性切中时代叙事，需求痛点满足与细分品类低渗透率是赢家共性。**日本 90 年代消费分化，一端是突出性价比的“百元店”和“发泡酒”快速发展，另一端是具备强健康属性的细分品类仍具发展和溢价空间。能够在存量市场中抓住结构性机遇的行业通常具备两大条件：1）精准解决需求痛点，如应对老龄化社会的健康焦虑和收入低预期下的性价比需求；2）行业本身渗透率处于低位，具备从传统行业吸纳份额的空间。**从具体行业发展来看，我们观察到日本彼时性价比平替的快速起势，以及传统行业的专业化、细分化发展，带动细分品类渗透率提升。**

**投资策略：重视 ROA 企稳的调整尾声、复苏起点板块，首先这些板块可能存在估值修复的机会，其次在这类板块中寻找“价”或“量”仍景气的细分赛道，我们认为价仍是优选逻辑，量是次选。**

**从价的逻辑来看：**CPI 上行或将成为渗透率较高的传统行业的“宏大叙事”，有望带动板块估值修复，如白酒、啤酒、乳制品，这些或仍是承接增量资金尤其是“红利+”资金的主要板块。其中，白酒建议关注贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒；重点推荐优然牧业、中国圣牧，建议关注伊利股份、蒙牛乳业、青岛啤酒股份。

**从量的逻辑来看：**①性价比消费中，供应链效率高者获得量增，如餐饮供应链建议关注巴比食品、安井食品、锅圈、天味食品、有友食品；软饮料建议关注东鹏饮料、农夫山泉、华润饮料。②渗透率低的行业或可穿越周期，参考日本，低度酒重点推荐百润股份；功能性食品除了渗透率提升逻辑，仍可通过专业化、精准定位等方式提高品牌溢价，重点推荐科拓生物，建议关注西麦食品、仙乐健康。③出海带来增量市场，重点推荐安琪酵母，建议关注百龙创园。

**风险提示：需求修复不及预期风险、食品安全风险、原材料成本大幅波动的风险**

## 目录

|                                                                         |    |
|-------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. 资产回报率是消费复苏的前瞻指标 .....                                                | 7  |
| 1.1. 食品饮料周期图谱：行业供需结构和企业经营效率是关键变量 .....                                  | 7  |
| 1.2. 食品饮料细分板块复苏节奏判断 .....                                               | 10 |
| 2. 渗透率不同，命运不同：鉴往知来 .....                                                | 16 |
| 2.1. 日本消费结构重塑，并非“不消费”，而是“换个活法” .....                                    | 16 |
| 2.2. 行业逆势增长的底层逻辑：需求痛点满足与低渗透率 .....                                      | 17 |
| 2.2.1. 性价比平替：发泡酒与利口酒、餐饮 .....                                           | 17 |
| 2.2.2. 高渗透率下的专业化、细分化发展：无糖茶、乳制品深加工 .....                                 | 20 |
| 3. 投资策略：重视 ROA 反转板块，价或量景气仍是投资主线，价优于量 .....                              | 26 |
| 3.1. CPI 上行带来的格局改善、估值修复：渗透率较高的传统板块 .....                                | 26 |
| 3.1.1. 白酒板块绝对收益属性凸显，或仍是承接增量资金的主力板块 .....                                | 26 |
| 3.1.2. 啤酒企业吨酒价格若能持续提升，估值有望修复 .....                                      | 27 |
| 3.1.3. 乳制品：原奶价格拐点或在 2026 年到来，深加工改善供需格局，或能破解液态奶<br>“天花板”，下游传导仍依赖需求 ..... | 29 |
| 3.2. 性价比餐饮量增明显，供应链效率高者或将在竞争中胜出 .....                                    | 32 |
| 3.3. 渗透率提升带来量增：低度酒&威士忌等供给侧推力边际向上 .....                                  | 35 |
| 3.3.1. 威士忌行业产能亟待释放，龙头百润股份表现可期 .....                                     | 36 |
| 3.4. 功能性与健康化带来量增：细分龙头凭借低渗透率红利穿越周期 .....                                 | 38 |
| 3.4.1. 益生菌：功能加法驱动行业渗透率加速提升 .....                                        | 38 |
| 3.4.2. 燕麦：人口趋势、品类创新等驱动品类渗透 .....                                        | 39 |
| 3.4.3. 代糖：减糖是需求本质，功能加法是增长方向 .....                                       | 40 |
| 3.5. 出海带来量增：安琪出海成功案例复盘，自下而上视角观察消费出海潜力的共性 .....                          | 41 |
| 4. 投资建议 .....                                                           | 43 |
| 4.1. 复盘历史估值，目前食品饮料板块胜率较高 .....                                          | 43 |
| 4.2. 相关标的 .....                                                         | 45 |
| 5. 风险提示 .....                                                           | 46 |

## 图表目录

|                                                          |    |
|----------------------------------------------------------|----|
| 图表 1: 消费调整周期图谱 .....                                     | 7  |
| 图表 2: 基于 ROA 视角, 探寻餐饮周期阶段, 大众品或率先筑底 .....                | 9  |
| 图表 3: 食品饮料/白酒/食品加工板块营收增速/% .....                         | 10 |
| 图表 4: 食品饮料/白酒/食品加工板块净利润增速/% .....                        | 10 |
| 图表 5: 餐饮各细分板块复苏节奏 .....                                  | 11 |
| 图表 6: 调味发酵品整体处于加速寻底阶段 .....                              | 12 |
| 图表 7: 速冻食品整体边际改善 .....                                   | 12 |
| 图表 8: 零食板块景气度整体偏高, 经营效率提升驱动板块 ROA 向上 .....               | 12 |
| 图表 9: 啤酒板块当前资产周转率有所承压, ROA 提升主要来自利润率水平增长 .....           | 13 |
| 图表 10: 软饮料 ROA 持续提升, 板块内各细分板块所处周期不同 .....                | 13 |
| 图表 11: 乳制品板块资产周转率承压, 当前处于调整尾声 .....                      | 14 |
| 图表 12: 伊利液态奶营收承压 .....                                   | 14 |
| 图表 13: 伊利运营承压高峰已过, 当前亦在调整 .....                          | 14 |
| 图表 14: 白酒板块 ROA 处于下行初期 .....                             | 15 |
| 图表 15: 白酒板块资产周转率加速下跌 .....                               | 15 |
| 图表 16: 2025 年 Q1-3 白酒收入同比下滑, 回款增速下滑, 渠道库存逐步去化 .....      | 15 |
| 图表 17: 日本家庭支出结构中服务型消费 90 年代占比快速提升 .....                  | 16 |
| 图表 18: 日本 2 人以上家庭消费结构变化 (单位: 日元) .....                   | 17 |
| 图表 19: 日本家庭月均耐用品支出 1991 年后整体呈下降趋势 (单位: 日元) .....         | 17 |
| 图表 20: 相较于 2000 年, 2024 年服饰鞋履支出占比下降, 食品、保健医疗占比上升 .....   | 17 |
| 图表 21: 发泡酒的酒税大幅低于啤酒 (单位: 日元) .....                       | 18 |
| 图表 22: 2003 年前, 发泡酒和预调酒占比不断提升, 替代啤酒份额 (单位: 千吨) .....     | 18 |
| 图表 23: 日本家庭持续小型化 .....                                   | 18 |
| 图表 24: 女性劳动力占劳动力总数比重快速提升 .....                           | 18 |
| 图表 25: 1990 年后日本 CPI 同比表现有所承压 .....                      | 19 |
| 图表 26: 外食率在 97 年最高达 39.6%, 而后呈下降趋势 .....                 | 19 |
| 图表 27: 外食产业 1997 年见顶后, 夜场、居酒屋等高价餐饮规模快速下降 (单位: 亿日元) ..... | 19 |
| 图表 28: 日企交际费支出在 92 年达到顶峰而后快速缩减 .....                     | 20 |

|                                                                     |    |
|---------------------------------------------------------------------|----|
| 图表 29: 夜场、居酒屋等高价餐饮占比下降 (单位: pct) .....                              | 20 |
| 图表 30: 外卖行业规模在 1998 年见顶后萎缩 .....                                    | 20 |
| 图表 31: “中食”崛起, 消费占比呈提升态势 .....                                      | 20 |
| 图表 32: 日本人口结构开启老龄化趋势 .....                                          | 21 |
| 图表 33: 日本无糖饮料 1985 年后占饮料市场比重快速提升 .....                              | 21 |
| 图表 34: 日本绿茶行业市场规模快速提升 .....                                         | 22 |
| 图表 35: 2011-2021 年, 包装水、茶饮料、能量饮料规模占比提升, 碳酸饮料占比下降<br>(单位: pct) ..... | 22 |
| 图表 36: 茶饮料中, 无糖茶占比近十年呈上升趋势 .....                                    | 22 |
| 图表 37: 日本保健品行业历史上三次政策调整 .....                                       | 23 |
| 图表 38: 日本保健品行业 2015 年后 FFC 政策推出亦未驱动行业二次增长, 说明行业总<br>量或已饱和 .....     | 23 |
| 图表 39: 日本保健品市场在 2015 年左右进入存量阶段 .....                                | 24 |
| 图表 40: 日本保健品市场在存量阶段, 仍有细分赛道结构性机遇, 运动健康品类快速增<br>长 .....              | 24 |
| 图表 41: 日本乳制品消费结构变迁 (1964-2024 年; 单位: 千吨) .....                      | 24 |
| 图表 42: 日本奶酪消费量占乳制品消费量比重 .....                                       | 24 |
| 图表 43: 2003-2023 年日本酸奶市场规模快速增长 .....                                | 25 |
| 图表 44: 11-24 年日本乳品行业中奶酪和酸奶的行业规模快速增长 .....                           | 25 |
| 图表 45: 白酒指数收益率与沪深 300 指数收益率对比 .....                                 | 26 |
| 图表 46: 白酒指数与沪深 300 指数收盘价 (总股本加权平均) 对比 (单位: 元) .....                 | 26 |
| 图表 47: 从酒企的收入同比增速表现看渠道库存去化进度 .....                                  | 27 |
| 图表 48: 青岛啤酒吨酒价格增速伴随宏观压力边际放缓 .....                                   | 28 |
| 图表 49: 原料成本下降带动的吨成本改善, 毛利率提升 .....                                  | 28 |
| 图表 50: 原材料成本变化趋势 .....                                              | 28 |
| 图表 51: 预计成本改善对 2026 年啤酒企业报表端利润贡献边际减弱 .....                          | 28 |
| 图表 52: 以青啤为例, 股价和估值表现或更看重高端化的兑现程度, 即吨酒价格的涨幅2!                       |    |
| 图表 53: 上游牧场公司股价与生鲜乳均价变动方向趋同 .....                                   | 30 |
| 图表 54: 奶价上行期, 牧场企业盈利能力相对应提升 .....                                   | 30 |
| 图表 55: 原奶供需平衡表 .....                                                | 30 |
| 图表 56: 原奶价格上行期, 乳企通常会推进结构升级来部分抵消成本上涨对毛利率的压<br>力 (以伊利为例) .....       | 31 |

|                                                                   |    |
|-------------------------------------------------------------------|----|
| 图表 57: 本轮原奶价格下降周期毛利率并未有提升, 我们认为主要系需求端乏力所致 (以伊利为例) .....           | 31 |
| 图表 58: 毛销差稳定, 且管理费用率改善的情况下, 净利率维持稳定 (以伊利为例) .....                 | 31 |
| 图表 59: 原奶周期下行下, 资产减值损失拖累利润表现, 压制净利率 (体现在生物资产减值和存货跌价, 以伊利为例) ..... | 31 |
| 图表 60: 我国人均奶酪消费量对比海外仍具提升空间 .....                                  | 32 |
| 图表 61: 2024 年, 我国乳固体规模占比对比海外仍具提升空间 .....                          | 32 |
| 图表 62: 餐饮行业总量压力大 (单位/pct) .....                                   | 33 |
| 图表 63: 日本头部上市餐企几乎都是平价餐饮 .....                                     | 33 |
| 图表 64: 借鉴日本, 外食率回落利好 C 端预制餐食 .....                                | 34 |
| 图表 65: 服务降级下的结构性机会 .....                                          | 35 |
| 图表 66: 2024 年, 人均 GDP 与人均预调酒饮用量呈现正相关 .....                        | 36 |
| 图表 67: 2024 年, 我国预调酒销量与啤酒销量的比值较低 .....                            | 36 |
| 图表 68: 五粮液小酌时光露酒 .....                                            | 36 |
| 图表 69: 乐堡苏打气泡酒 .....                                              | 36 |
| 图表 70: 我国参与者主要可分为国际烈酒集团、国内酒类公司以及本土威士忌企业三类 .....                   | 37 |
| 图表 71: 我国威士忌产区呈现“东丰南盛”和集群化特点 .....                                | 37 |
| 图表 72: 2023 年中国威士忌桶陈情况 .....                                      | 37 |
| 图表 73: 主要参与者威士忌桶陈最长年限 .....                                       | 37 |
| 图表 74: 我国益生菌市场景气度高, 需求快速扩张 .....                                  | 38 |
| 图表 75: 对比海外, 我国益生菌渗透空间大 .....                                     | 38 |
| 图表 76: 我国燕麦片市场规模持续扩张 .....                                        | 39 |
| 图表 77: 燕麦具备多样化消费场景和品类延伸空间 .....                                   | 39 |
| 图表 78: 2022 年 1-8 月全球主要国家及地区燕麦消费量 .....                           | 40 |
| 图表 79: 我国代糖市场快速增长 .....                                           | 41 |
| 图表 80: 全球天然代糖占比整体持续提升 .....                                       | 41 |
| 图表 81: 2030 年功能性代糖需求量空间测算 .....                                   | 41 |
| 图表 82: 消费品出海模式中, 供应链出海发展较好, 进度较快 .....                            | 42 |
| 图表 83: 安琪酵母国际业务收入占比持续提升 .....                                     | 42 |
| 图表 84: 安琪酵母埃及工厂盈利能力强 .....                                        | 42 |
| 图表 85: 安琪酵母海外业务成功复盘 .....                                         | 43 |
| 图表 86: 当前的估值水平, 从历史上看, 白酒板块未来一年的收益率为正的概率较大 .....                  | 44 |

图表 87：啤酒目前处于历史估值底部，从历史看，当前估值未来一年正收益的概率较大4

图表 88：当前的估值水平，从历史上看，调味发酵品板块未来一年的收益率为正的概率  
较大.....45

图表 89：预加工食品估值处于历史较低位置.....45

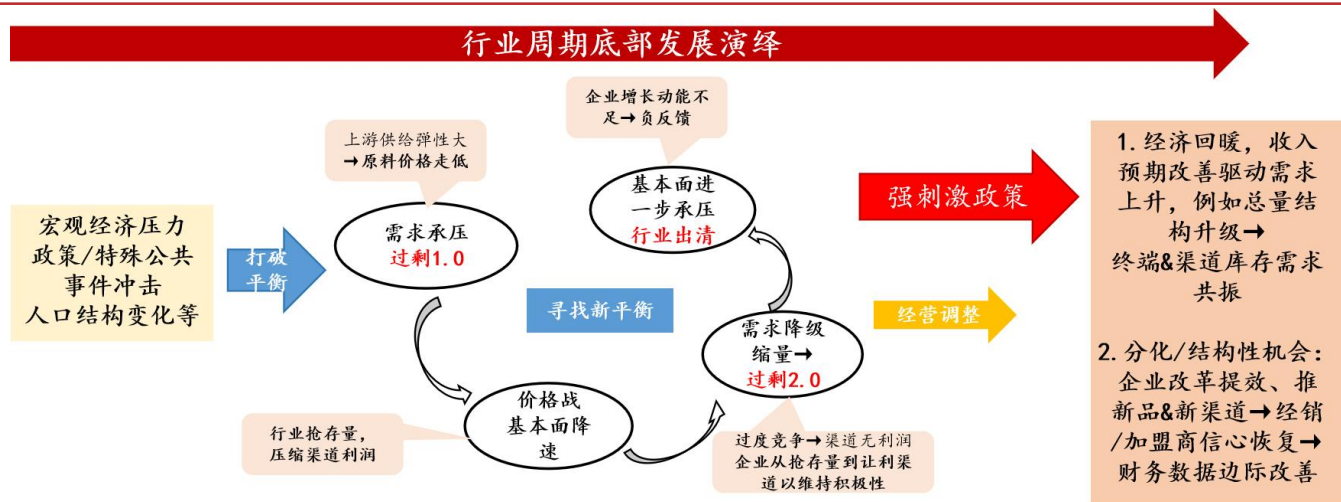
## 1. 资产回报率是消费复苏的前瞻指标

消费的复苏到哪个阶段了？这是我们首先要明确的问题，复盘不同消费板块复苏的节奏，其既有差异又有共性，差异来源于行业供需、产业链结构、竞争格局等，共性体现在供大于求、存量竞争背景下，我们认为企业的资产回报率更能体现复苏节奏，我们也试图通过 ROA（资产回报率）去前瞻地判断不同细分板块复苏的进程。

### 1.1. 食品饮料周期图谱：行业供需结构和企业经营效率是关键变量

根据供需-周期理论，行业受外部环境影响出现供需失衡，从而经历“繁荣、衰退、萧条、复苏”四个阶段。回顾我国食品饮料行业 2015-2025 年的最近一轮大周期，首先，宏观经济回暖叠加财富效应驱动需求高景气度，供需两端在结构升级趋势下寻找新平衡，企业基于需求增长趋势开启了新一轮的产能扩张。但在 2020-2021 年需求见顶后，新产能投产造成过剩，较多行业供大于求；行业开始通过价格战等方式抢存量，在产业链中地位较弱的渠道利润先被压缩。2023 年开始供需的矛盾更加显著，渠道盈利进一步向下甚至出现亏损，期间经销商去库存或退出，企业的费效降低，导致上市公司报表业绩承压直至供给出清、达成新平衡。

图表 1：消费调整周期图谱



资料来源：华源证券研究所自制

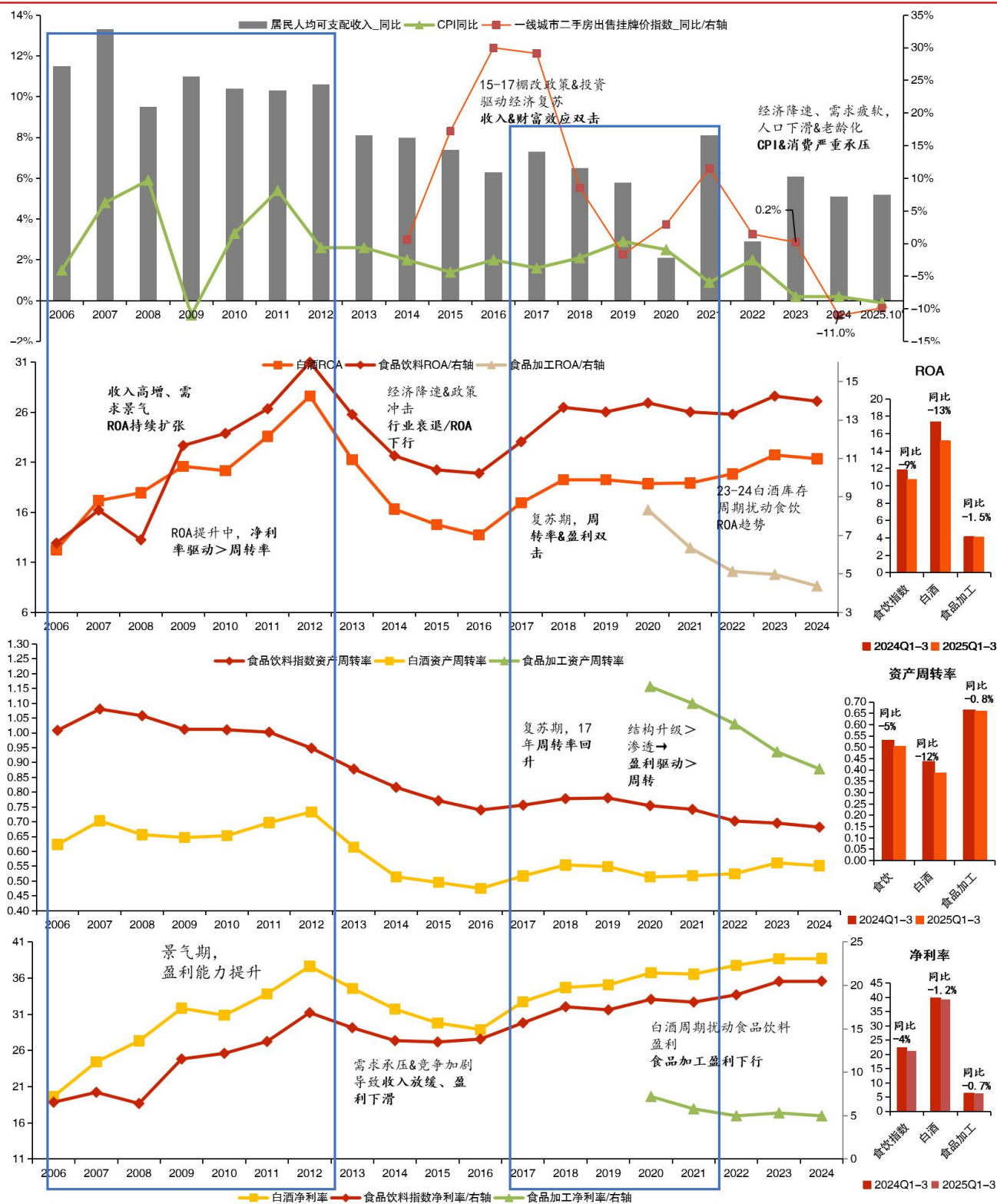
复盘行业数轮周期，我们发现相对于波动较为灵敏的收入、利润增速，板块 ROA 的变化能更好地反映行业目前周期阶段以及发展趋势；其中资产周转率的变化是明确行业周期趋势性转变的核心指标，再结合预收/应收账款、现金流等指标，可以更好地判断周期拐点。

为什么资产周转率能更有效地反映当下行业周期变化趋势？以本轮近十年的大周期为例，2014-2015 年食品饮料板块出现收入提速、盈利转正，但行业过剩问题延续，板块经营效率继续下降，但在企业求变提效下资产周转率降幅收窄、探底；直至 2016-2017 年消费复苏，需求高弹性可以放大企业经营提效的成果，带动行业 ROA 同比转正，资产周转率与净利率齐升。

而在 2020–2021 年需求见顶后，食品饮料 ROA 在净利率驱动下仍上涨两年，主要系白酒库存周期更长、收入占比提升，导致食品饮料 ROA 变化出现阶段失真；但需求过剩问题导致行业收入降速、经营效率（资产周转率）下降。同时，我们选取报表端对需求敏感度更高的食品加工指数，而后者 ROA 自 2020 年以来持续下降（资产周转率与净利率整体齐跌）。

在供给大于需求的产能过剩时代，CPI 不再快速上升，存量市场竞争是主流现象，企业提升销量以消化产能、提升自身运营效率以适应市场变化是核心发展方向，这是我们选择 ROA 作为消费企业经营复苏前瞻指标的核心原因。

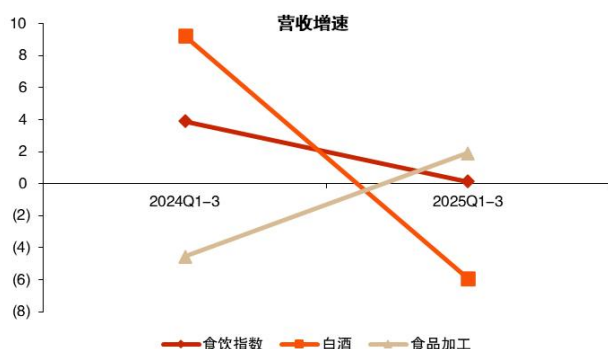
图表 2：基于 ROA 视角，探寻餐饮周期阶段，大众品或率先筑底



资料来源: ifind, 华源证券研究所

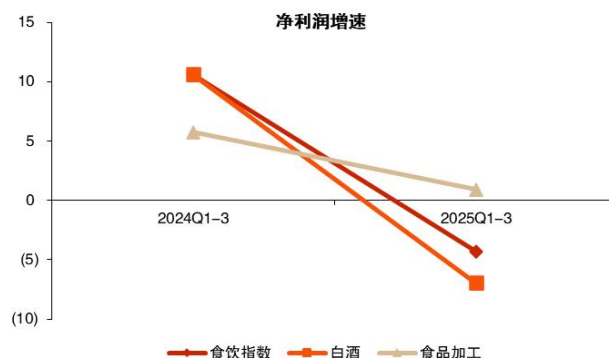
注: ROA 和净利率单位均为%; 右侧柱状图的 Roa/资产周转率/净利率同比变动的计算方式为【(本期指标-上期指标)/上期指标】

图表 3：食品饮料/白酒/食品加工板块营收增速/%



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 4：食品饮料/白酒/食品加工板块净利润增速/%



资料来源：ifind，华源证券研究所

整体来看,今年以来食品饮料板块 ROA 降幅扩大,25Q1-3 同比-9%(24 年同比-1.9%),其中同期资产周转率/净利率分别同比-5%/-4%,渠道深度调整、需求加速寻底等周期下行特征明显;同时,25Q1-3 食品饮料板块营收同比增速降至 0.1%,净利润增速更是由正转负,进一步验证行业 ROA 降幅扩大、需求周期下行的现状。我们认为食品饮料板块 ROA 表现主要受白酒行业拖累明显,25Q1-3 白酒行业 ROA 较去年同期下降 13%,而同期板块营收、净利润增速由正转负,基本契合同期 ROA 表现。但率先调整的食品加工板块有望迎来筑底,25Q1-3 板块 ROA 同比降幅显著收窄至 1.5%,其中资产周转率/净利率同比降幅收窄至 0.8%/0.7%,而同期食品加工板块营收同比增速为 1.9%(去年同期-4.5%),与上文板块资产周转率显著收窄相吻合。

## 1.2. 食品饮料细分板块复苏节奏判断

透过 ROA,还需要结合企业与渠道的表现判断行业复苏节奏,我们总结企业与渠道调整的阶段分别为:①供大于求→②企业及渠道存量竞争价格战→③渠道利润压缩甚至亏损,部分渠道库存高企→④渠道现金流紧张→⑤企业协助渠道去库存、费效降低,企业或收入下滑、或净利率下降→⑥渠道利润好转,渠道供需新平衡→⑦企业收入同比增速转正。从行业复苏节奏先后来看,当前时点软饮料、零食>餐饮供应链>调味品、乳制品、啤酒>白酒。

图表 5：食品饮料各细分板块复苏节奏

|                            | 白酒                                   | 餐饮供应链<br>(预加工食品)            | 调味品                      | 啤酒                              | 乳制品                                                  | 软饮料                                                 |
|----------------------------|--------------------------------------|-----------------------------|--------------------------|---------------------------------|------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|
| ROA (25Q1-Q3降幅扩大/收窄)       | 降幅扩大                                 | 降幅显著收窄                      | 降幅扩大                     | 持平微升                            | 持平微升                                                 | 持平微升                                                |
| 主流企业收入表现 (25Q1-Q3同比增长/下降)  | 下降                                   | 增长/逐季提速                     | 增长/逐季提速                  | 增速至略微下滑                         | 增速至略微下滑                                              | 稳定增长                                                |
| 主流企业净利率表现 (25Q1-Q3同比增长/下降) | 下降                                   | 下降/Q3转增                     | 增长                       | 增长                              | 稳定                                                   | 增长                                                  |
| 渠道利润 (开始亏损/亏损幅度加大/恢复盈利)    | 亏损幅度加大                               | 盈利企稳                        | 盈利下降                     | 稳定                              | 盈利下降                                                 | 稳定                                                  |
| 行业调整所处阶段总结                 | 渠道亏损幅度加大，现金流紧张，传导至上市公司报表，进入全面去渠道库存阶段 | 渠道触底，行业周期从严重过剩进入供给收敛、需求触底待升 | 总量(B端餐饮)加速向下，渠道持续调整、需求寻底 | 需求端触底，原料成本改善驱动ROA提升，后续盈利仍依赖需求恢复 | 原材料成本下降叠加需求下滑，导致市场缩量竞争下利润率恶化，进入原材料周期底部向上，以及需求触底待改善阶段 | 无糖茶、功能饮料增速放缓但仍有空间；包装水空间格局趋于成熟；其他饮料如植物蛋白、碳酸饮料等进入缩量阶段 |
| 竞争格局                       | 全国龙头及区域龙头集中度提升                       | 全国龙头集中度提升                   | 全国龙头集中度提升                | 全国性龙头集中度承压                      | 原材料价格下降，导致行业格局分散                                     | 细分品类中整体格局稳定                                         |

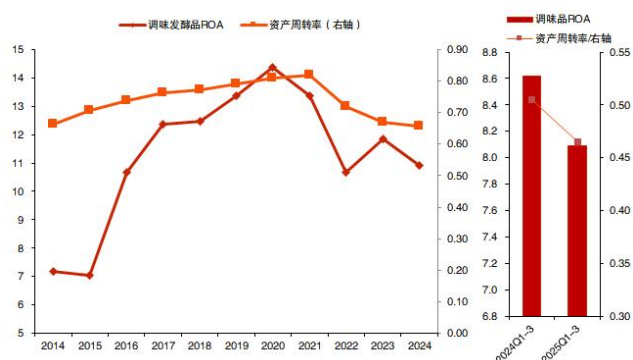
资料来源：华源证券研究所自制

**餐饮供应链：明年复苏逻辑有望持续强化。**其中 2025 年速冻食品板块率先边际改善，尤其安井等龙头加速产品推新、收入边际提速或构成行业边际复苏的重要信号，而调味发酵品短期随餐饮需求承压继续调整，有待新一轮品类创新驱动复苏。具体来看：

1) **调味发酵品整体处于渠道调整、需求寻底期**，主要系今年 B 端需求受损严重 (Q1-3 餐厅调味品采购金额同比-7.6%)，导致调味品行业即便在积极并购整合，但整体收入增速显著放缓，25Q1-3 板块资产周转率同比降幅较 24 年扩大；且由于调味品消费频次低、产品创新空间小且渠道变化慢，预计行业短期随餐饮总量继续调整。若国家能逐步出台扩大服务消费政策，B 端调味品需求量或有所改善，但对比上一轮复苏周期，总量天花板明显。其中酱油等传统调味品继高鲜、减盐、零添加等新品后，仍有待品类创新驱动结构升级；而复调仍有渗透率提升空间、增长抓手更多，其中全国化单品发展相对成熟，地域化、功能性以及定制化等细分单品仍有较大发力空间。

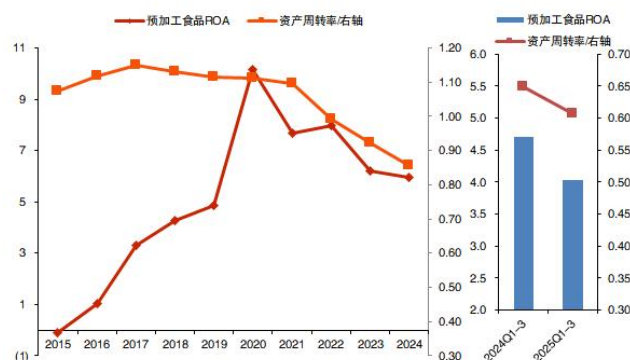
2) **速冻食品板块迎来基本面边际改善，行业周期从严重过剩进入供给收敛、需求触底待升阶段**；期间，行业龙头通过产品推新、渠道改革等提升经营效率 (Q1-3 资产周转率同比降幅较 24 年收窄)，实现报表端边际改善。近年来，行业从缩量竞争 (龙头收入增长停滞、盈利下行) 调整至渠道触底、竞争趋缓，板块龙头收入重启增长、盈利逐步修复。在弱复苏、渠道分化的背景下，预制菜肴、冷冻烘焙等细分品类仍在持续渗透，同时产品创新、品质升级依旧存在较大空间，其中行业龙头加速产品推新、收入边际提速或构成行业边际复苏的重要信号。若后市国家出台扩大服务消费等政策，需求改善预期，有望强化新品对收入弹性的贡献；但对比上一轮景气期，龙头在国内渠道渗透率、品类创新空间都明显受限，增长中枢、产业议价力等都难以恢复。

图表 6：调味发酵品整体处于加速寻底阶段



资料来源：ifind，华源证券研究所；注：ROA 单位为%

图表 7：速冻食品整体边际改善



资料来源：ifind，华源证券研究所；注：ROA 单位为%

**零食：在量贩等新渠道崛起下，零食板块景气度相对较高，近年来 ROA 在资产周转率驱动下整体呈提升态势。但随着量贩开店速度放缓、存量竞争加剧，我们认为零食板块的明年看点或从结构性的营收抓手转向结构性的盈利逻辑兑现；预计板块基本面整体延续分化，其中有友食品全渠道扩张空间大，而盐津与卫龙有望受益于魔芋品类渗透与成本红利兑现，万辰凭借产业议价力、规模效应提振盈利能力。**

我国零食行业容量大，但供需两端分散，整体呈现“品类丰富、品牌不足”等特征。而行业竞争门槛低、产品生命周期较短以及消费者品牌粘性不高等，导致零食制造商对渠道的依赖性较大，即零食厂商必须借助渠道资源/推力实现产品的广泛覆盖和深度渗透。因此，相较于品类创新红利，渠道变革往往蕴含着更大的行业机会；例如近年崛起的量贩零食、会员制商超渠道，率先拥抱、深度参与其中的零食厂商有望成功实现规模跃迁、逆势提升份额。

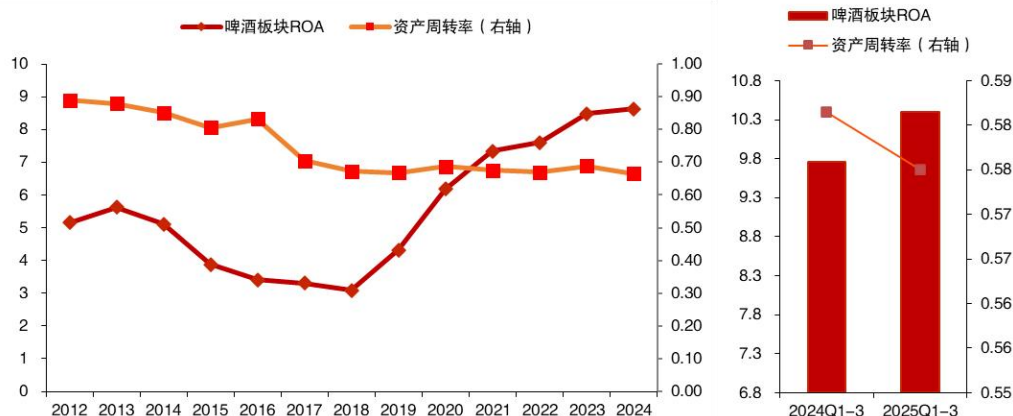
图表 8：零食板块景气度整体偏高，经营效率提升驱动板块 ROA 向上



资料来源：ifind，华源证券研究所；注：ROA 单位为%

**啤酒：高端化行至中局，当前行业整体承压，处于调整中后期。**啤酒行业经过过去几年的高端化升级阶段，整体 ROA 已提升至较高水平，结构升级进程已过半，当前叠加外部环境对大众消费的压制，啤酒作为可选消费亦受到一定影响，近年来资产周转率持续承压，除燕京、珠江等区域龙头仍有大单品的成长性外，行业龙头整体增速已显著放缓。在行业总量稳定的未来预期下，盈利端增长预期相对弱化，后续预计复苏阶段亦难以复刻此前高端化初期的盈利弹性，后续更应关注 CPI 上行背景下吨酒价格 and 市场竞争程度的变化。

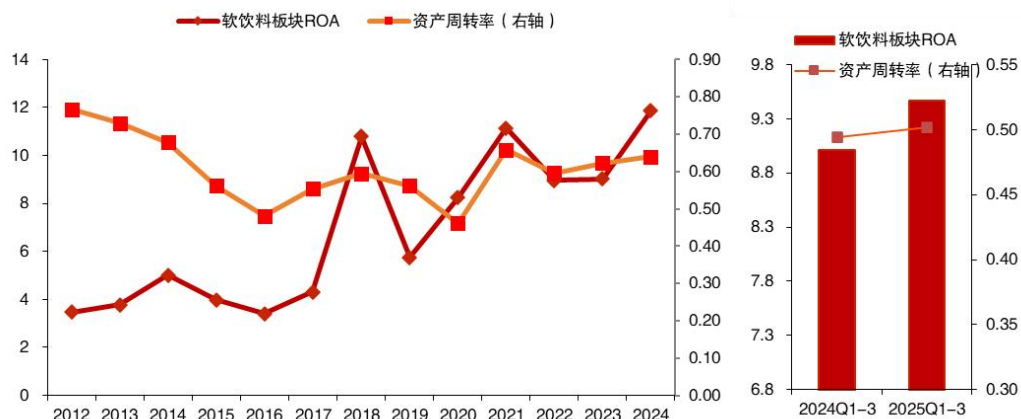
图表 9：啤酒板块当前资产周转率有所承压，ROA 提升主要来自利润率水平增长



资料来源：ifind，华源证券研究所；注：ROA 单位为%

**软饮料：宽品类行业具备跨越周期的特性，各细分赛道所处周期各不相同，饮料企业所处细分赛道的表现决定了企业自身发展。**软饮料属于宽品类，具备众多细分行业，如无糖茶、包装水、碳酸饮料、运动饮料等，各行业所处发展阶段各不相同，当前东鹏特饮为软饮料指数板块权重最高标的（权重 60%+），而由于其本身所处赛道增长显著，叠加其精益化的运营，驱动饮料板块周转率和 ROA 水平近年来持续提升，需注意的是这并非板块性表现。

图表 10：软饮料 ROA 持续提升，板块内各细分板块所处周期不同

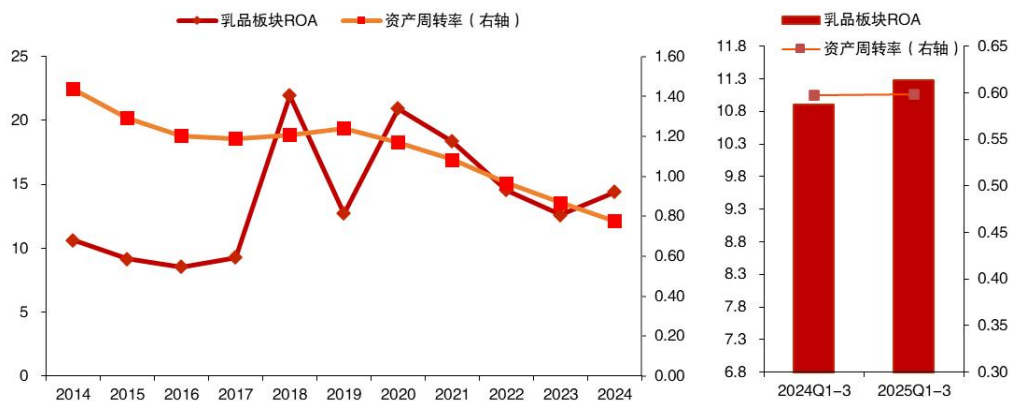


资料来源：ifind，华源证券研究所；注：ROA 单位为%

**乳制品：处于行业调整尾声，企业收入利润压力最大时期已过，原奶价格上涨或加速龙头份额提升、业绩修复。**由于液体乳经过多年发展，已初步满足我国大众的普及需求，而近年来需求端的乏力亦使得乳品企业营收承压，伊利作为乳制品板块内权重最高的企业（权重

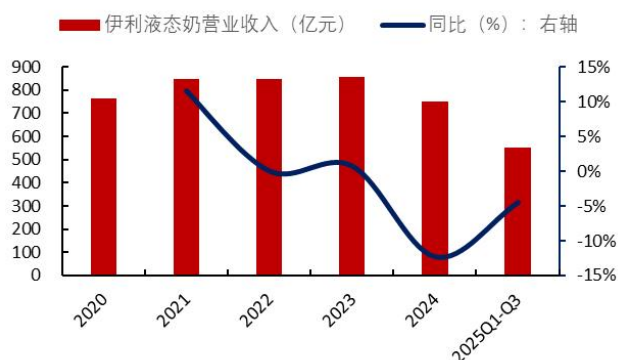
80%+)，近年来液态奶表现明显承压，但经过 22-24 年三年时间调整，当前液态奶降幅收窄，营运效率逐步稳定，我们判断乳制品行业整体处于行业周期中的萧条尾声阶段，但考虑到液态奶业务渗透率已达成成熟阶段，后续行业的增长或来自其他细分板块的增长，如乳制品深加工等。

图表 11：乳制品板块资产周转率承压，当前处于调整尾声



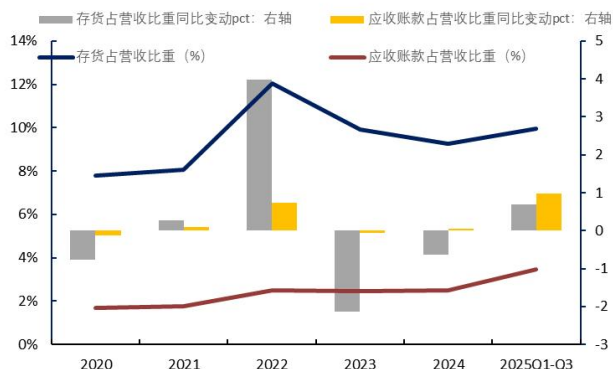
资料来源：ifind，华源证券研究所；注：ROA 单位为%

图表 12：伊利液态奶营收承压



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

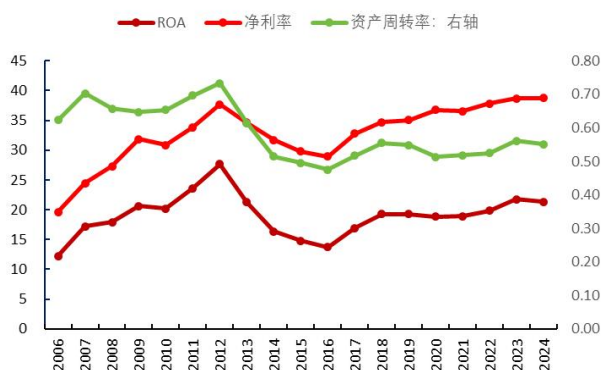
图表 13：伊利运营承压高峰已过，当前亦在调整



资料来源：Wind，华源证券研究所

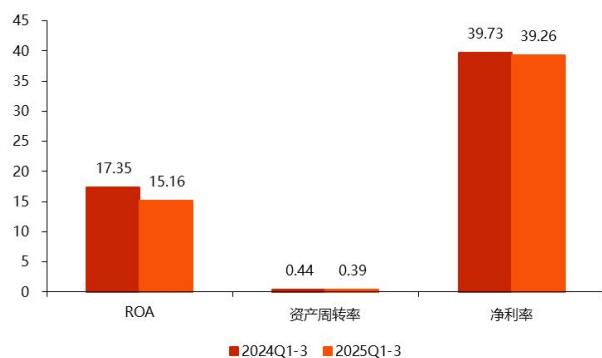
**白酒：**过去 2-3 年渠道利润收窄至亏损，酒企业绩风险逐步出清，进入全面去渠道库存阶段。复盘上轮周期，白酒的调整需要经历：①经销商盈利下滑至亏损；②经销商回款下滑&酒厂预收款环比下滑；③酒厂收入下滑、经销商去库；④真实需求好转，经销商打款意愿回升、酒厂收入增速回正。目前行业处于第③阶段。

图表 14：白酒板块 ROA 处于下行初期



资料来源：ifind，华源证券研究所；注：ROA 与净利率单位为%

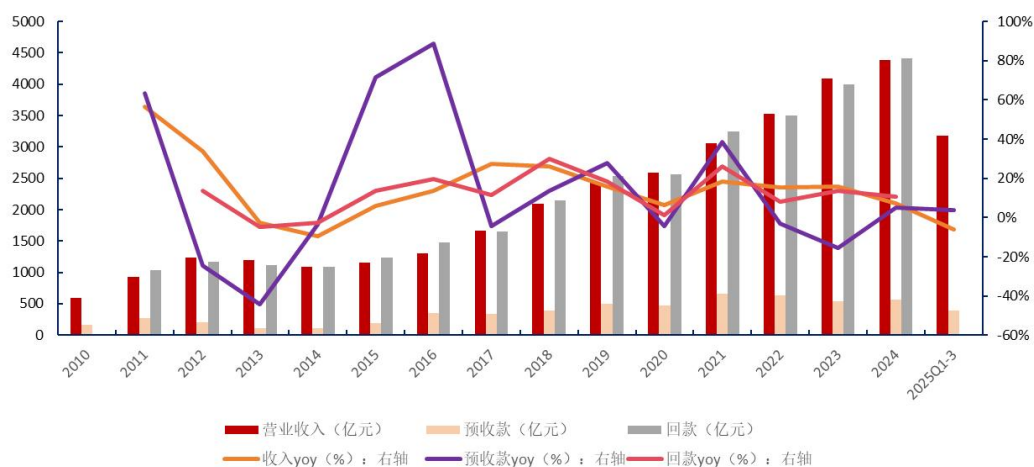
图表 15：白酒板块资产周转率加速下跌



资料来源：ifind，华源证券研究所；注：ROA 与净利率单位为%

今年以来白酒板块收入及回款均有所调整，大部分酒企已经在渠道库存去化的过程中，茅台的价格企稳或是此阶段调整结束的标志，当前茅台批价仍有下行压力，截至 2025 年 12 月 11 日，飞天批价 1500+元/瓶，拼多多线上价格 1399 元/瓶。

图表 16：2025 年 Q1-3 白酒收入同比下滑，回款增速下滑，渠道库存逐步去化



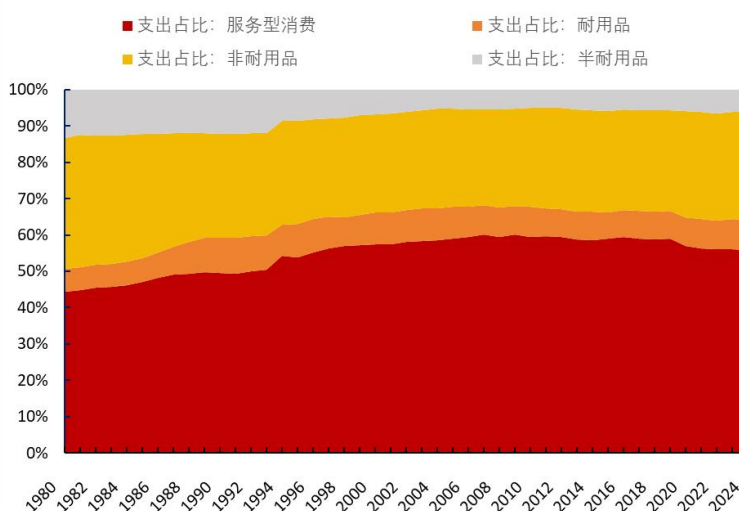
资料来源：ifind，华源证券研究所

## 2. 渗透率不同，命运不同：鉴往知来

### 2.1. 日本消费结构重塑，并非“不消费”，而是“换个活法”

90年代日本家庭支出结构由商品消费向服务型消费转变，精神满足需求主导。根据日本总务省统计局《家计调查年报》，日本平均每户家庭的月均消费支出在1993年达到顶峰（约33.5万日元）后，而后缓慢收缩。由于日本此时经济已跻身发达国家水平，国民在物质需求上基本得到满足，因此需求逐步由物质满足转向精神满足，消费结构亦随之从商品消费向服务消费转型。服务型消费支出占比从1980年的44.29%提升至1993年的50.42%，首次超过商品型消费，而后亦呈上升趋势，2024年日本服务型消费的占比已超57%。

图表 17：日本家庭支出结构中服务型消费 90 年代占比快速提升

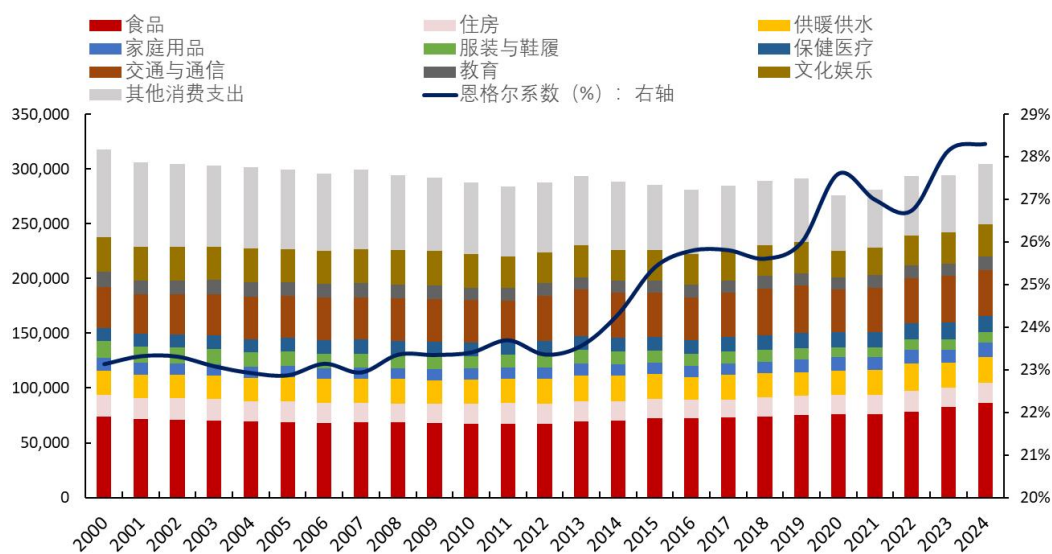


资料来源：ifind，华源证券研究所

相比之下，日本商品消费亦呈现可选消费收缩，必选消费重构的结构分化。1990年后日本CPI同比表现有所承压，部分时期为负，促使消费者对性价比的关注不断提升，在消费结构上呈现出“可选消费收缩、必选消费重构”的特征。

- 可选收缩：随着居民资产负债表调整，“可选消费”持续被挤压，耐用品（汽车、家具等）、服饰鞋帽的支出占比总体呈下降趋势。消费者不再追求奢侈品等高价消费，转而消费高性价比的基础款商品，直接催生了服装行业的优衣库的成功。
- 必选重构：2000年到2015年，2人以上家庭每户月均食品支出在绝对值上虽然微降，但恩格尔系数（食品支出占比）反而从2000年的23.1%上升至2015年的25.4%左右。同样的性价比平替崛起趋势在食品饮料领域的表现则为发泡酒对啤酒的替代，“中食”对“外食”的替代，以及餐饮行业中的吉野家、食其家等平价快餐的快速兴起。除食品支出外，随着人口结构老龄化，“银发经济”催生健康保健需求，日本家庭在保健医疗方面的支出上升趋势明显。

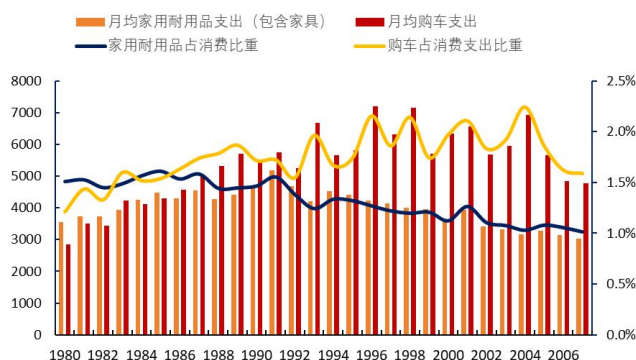
图表 18：日本 2 人以上家庭消费结构变化（单位：日元）



资料来源：日本总务省统计局，华源证券研究所

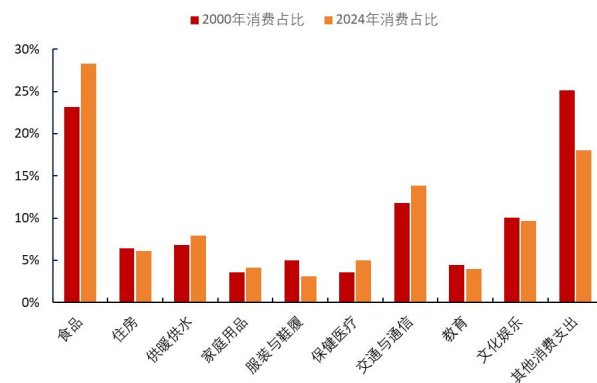
注：家庭指 2 人以上家庭

图表 19：日本家庭月均耐用品支出 1991 年后整体呈下降趋势（单位：日元）



资料来源：日本总务省统计局，华源证券研究所

图表 20：相较于 2000 年，2024 年服饰鞋履支出占比下降，食品、保健医疗占比上升



资料来源：日本总务省统计局，华源证券研究所

## 2.2. 行业逆势增长的底层逻辑：需求痛点满足与低渗透率

行业属性切中时代叙事是发展的底层逻辑，需求痛点满足与细分品类低渗透率是赢家共性。日本消费者在 90 年代后呈现出明显的消费分化，一端是突出性价比的“百元店”和“发泡酒”快速发展，另一端是具备强健康属性的细分品类仍具发展和溢价空间；细剖其本质，能够在存量市场中抓住结构性机遇的行业通常具备两大条件：1）精准解决需求痛点，如应对老龄化社会的健康焦虑和特定时代背景下的性价比需求；2）行业本身渗透率处于低位，具备从传统行业吸纳份额的空间。从具体行业发展来看，我们观察到日本彼时性价比平替的快速起势，以及传统行业的专业化、细分化发展，带动细分品类渗透率提升。

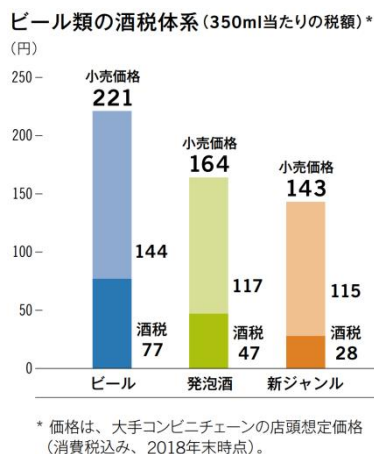
### 2.2.1. 性价比平替：发泡酒与利口酒、餐饮

性价比平替的品类迅速扩张，这一品类不创造需求，而是以更低的成本和更高效率满足消费者已有的基本需求。典型案例如零售折扣化的快速兴起，松本清依靠“超值精选”系列

（价格比普通商品低 30-50%）在 1991-1996 年营业额增长 3 倍，门店数量从 100 家增至 500 家；如今的百元店巨头“大创百货”诞生于 1991 年，“百元店”的性价比属性切中彼时代叙事，其门店数量从 1993 年的 10 家逆势增长到 2000 年的 2000 家，销售额突破 3000 亿日元。

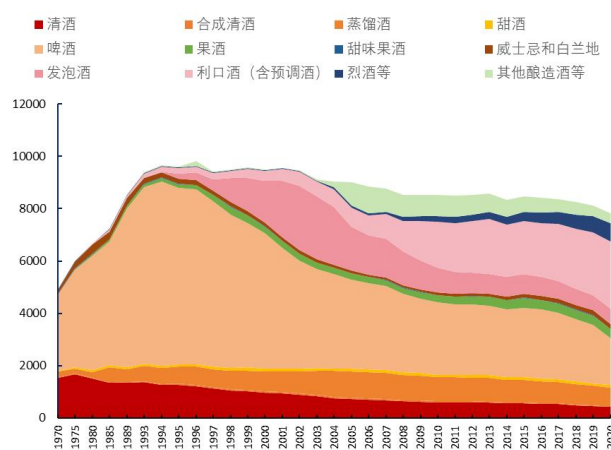
■ **发泡酒与利口酒——规则套利下的性价比平替，性价比主导渗透率快速提升。**由于日本酒税政策多次依据麦芽比例含量提高啤酒税率，因此啤酒企业研发出麦芽比例更低的“发泡酒”和其他利口酒，这类产品价格比传统啤酒便宜 30-40%，且产品口味更多元，完美契合“口红效应”，因此消费者迅速转向这种“高性价比饮酒方案”，发泡酒和利口酒的市场规模亦快速增长，替代啤酒市场份额。

图表 21：发泡酒的酒税大幅低于啤酒（单位：日元）



资料来源：朝日啤酒年报，华源证券研究所

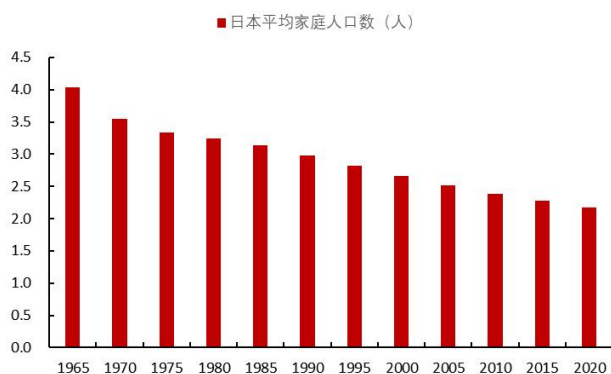
图表 22：2003 年前，发泡酒和预调酒占比不断提升，替代啤酒份额（单位：千吨）



资料来源：日本国税厅，华源证券研究所

■ **“外食”衰落：随着日本家庭小型化以及女性劳动力占比提升，外食率经历了 1975-1997 年的提升，1997 年最高峰达 39.6%，而后伴随金融危机等宏观环境压力，外食作为非必需消费被削减。**

图表 23：日本家庭持续小型化



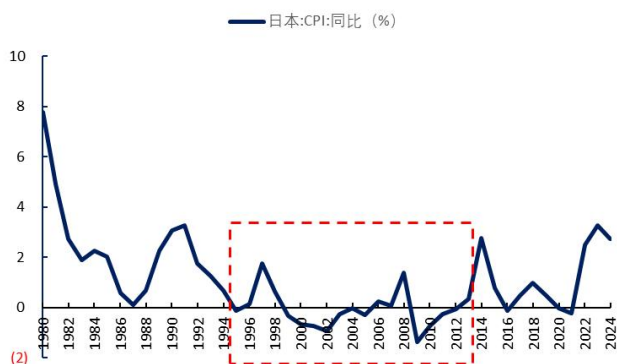
资料来源：日本国立社会保障人口问题研究所，华源证券研究所

图表 24：女性劳动力占劳动力总数比重快速提升



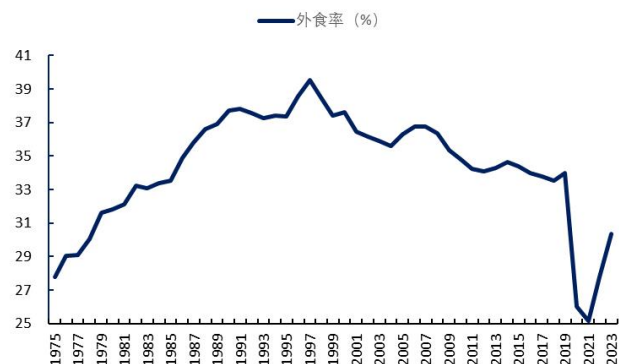
资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 25：1990 年后日本 CPI 同比表现有所承压



资料来源：ifind，华源证券研究所

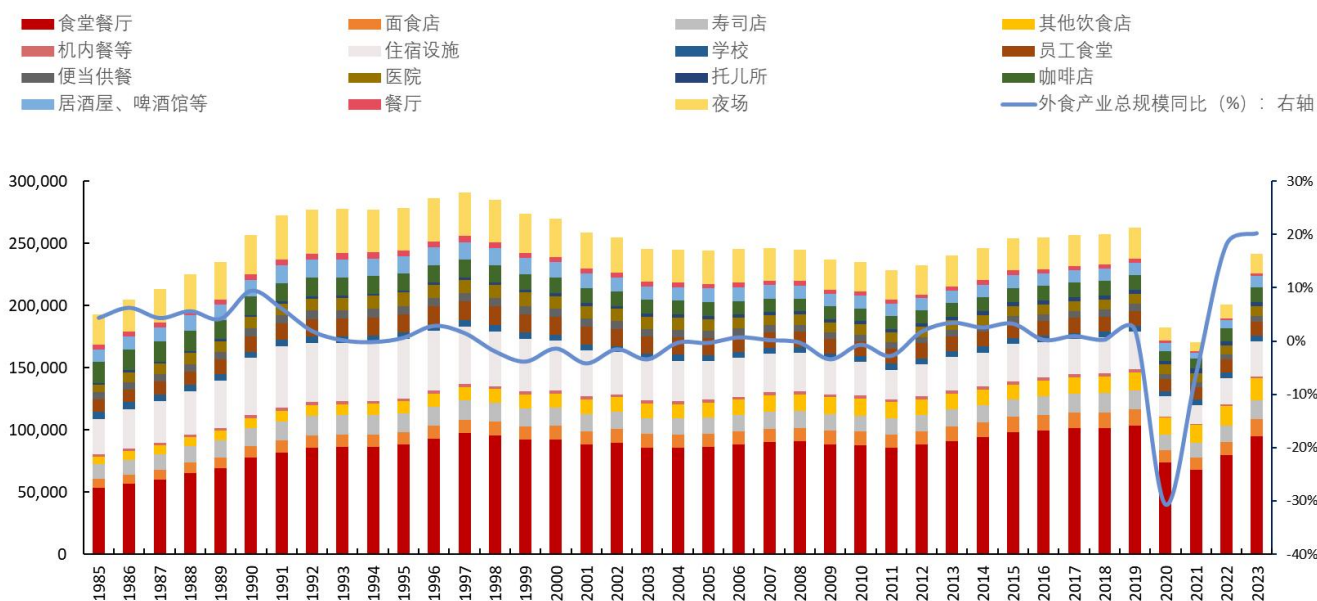
图表 26：外食率在 97 年最高达 39.6%，而后呈下降趋势



资料来源：公益财团法人“食の安全・安心财团”，华源证券研究所

- ✓ **外食产业内部结构分化：**1997 年后客单价较高的居酒屋、夜场受创最严重，核心原因在于 B 端买单能力的减弱。日本高端餐饮高度依赖企业的商务招待需求，在 90 年代初期，日本企业每年挥霍超过 6 万亿日元用于招待，支撑起高端餐饮业，而后伴随宏观压力企业削减招待费用，高端餐饮需求面临下滑局面。反之面食店和普通低价餐饮消费占整体外食规模比重则呈上升趋势。

图表 27：外食产业 1997 年见顶后，夜场、居酒屋等高价餐饮规模快速下降（单位：亿日元）



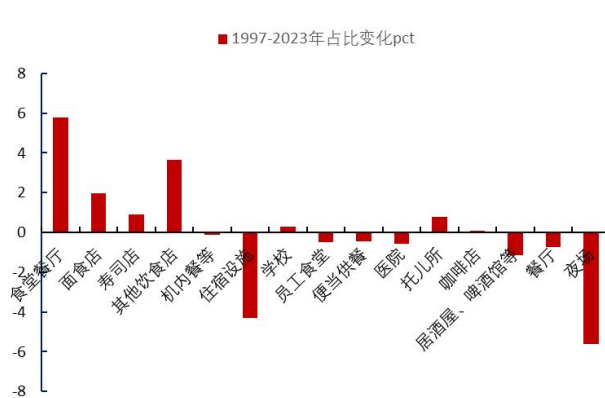
资料来源：公益财团法人“食の安全・安心财团”官网，华源证券研究所

图表 28：日企交际费支出在 92 年达到顶峰而后快速缩减



资料来源：日本国税厅，华源证券研究所

图表 29：夜场、居酒屋等高价餐饮占比下降（单位：pct）



资料来源：公益财团法人“食の安全・安心財団”官网，华源证券研究所

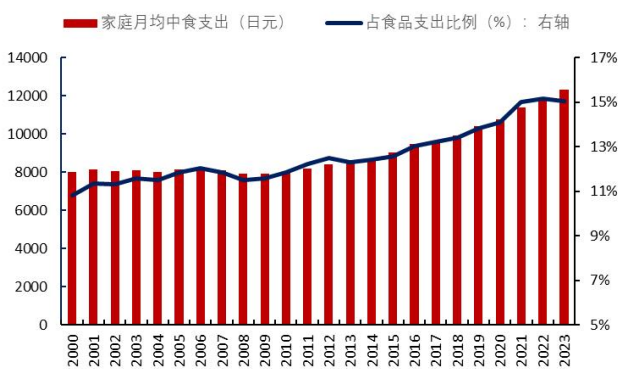
- “中食”崛起：考虑到家庭小型化和女性就业率提升下，从零开始做饭（内食）的时间成本变相提升，因此，介于“内食”与“外食”之间的预制食品（熟食、便当、冷冻食品）成为了最优解。“中食”，即预制菜、冷冻食品、便当，迅速崛起，根据日本总务省统计局数据显示，日本 2 人以上家庭用于“预制食品”的支出占比从 2000 年的 10.8% 逆势提升至 2023 年的 15.1%。日本餐饮需求的解决方案从“服务溢价”转向了“效率溢价”，中央厨房集中生产熟食，实际上是帮助消费者分摊了烹饪成本，因此具备“省时、省力、高质价比”属性的超市、便利店的熟食部对餐厅生意形成冲击。

图表 30：外食行业规模在 1998 年见顶后萎缩



资料来源：公益财团法人“食の安全・安心財団”官网，华源证券研究所

图表 31：“中食”崛起，消费占比呈提升态势



资料来源：日本总务省统计局，华源证券研究所

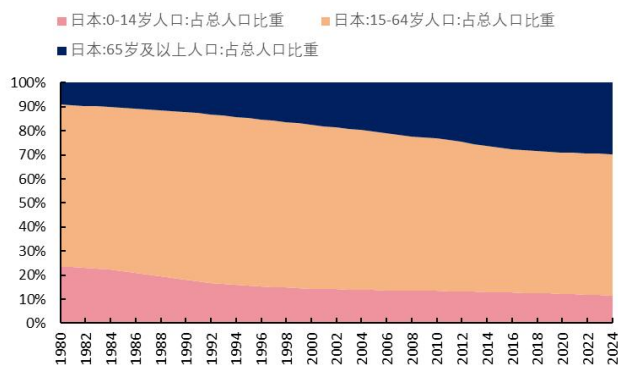
## 2.2.2. 高渗透率下的专业化、细分化发展：无糖茶、乳制品深加工

90 年代的日本食品饮料行业各板块渗透率均已达到较高水平，在高渗透率的情况下，我们观察到普通食品向功能性食品的升级是一大趋势，在这个过程中，大品类会逐步衍生出更

多专业化细分品类，而细分品类渗透率的提升则创造了在存量竞争环境下，企业可以实现弯道超车的结构性机遇。

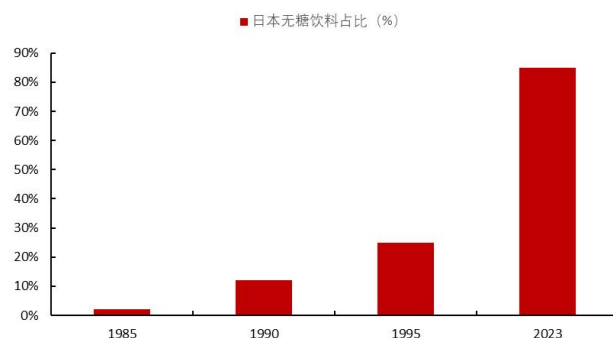
- **无糖茶与功能性饮料——健康化消费趋势主导行业快速发展。**不同于可乐等“快乐水”，茶饮料被赋予了“降脂、抗氧化”的功能属性，而 1990 年以前日本无糖饮料占比尚小。随着人口老龄化，大众对健康的焦虑逐步替代对口味的追求，消费者愿意在削减其他开支的同时，维持甚至增加对健康产品的投入，无糖饮料（尤其是无糖茶）迎来了快速增长。

图表 32：日本人口结构开启老龄化趋势



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 33：日本无糖饮料 1985 年后占饮料市场比重快速提升



资料来源：第一财经公众号，金达威公司可转债公告，华源证券研究所

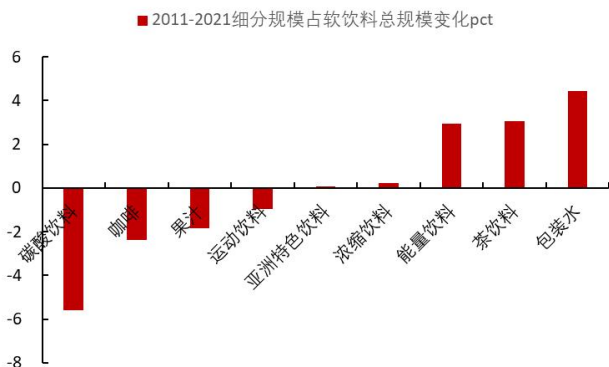
- ✓ **其中绿茶品类增速迅速。**根据伊藤园历史数据，日本绿茶饮料市场规模在 1995 年至 2005 年的十年间增长了 4 倍以上，远超同期经济增速。伊藤园“OoiOcha”等无糖茶大单品完美迎合了老龄化社会对“减糖”、“降脂”的迫切需求。无糖茶成为穿越周期的黄金赛道，说明具备“减法属性”（无糖、无脂）的产品契合彼时日本发展叙事。

图表 34：日本绿茶行业市场规模快速提升



资料来源：伊藤园财报，华源证券研究所

图表 35：2011-2021 年，包装水、茶饮料、能量饮料规模占比提升，碳酸饮料占比下降（单位：pct）



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

图表 36：茶饮料中，无糖茶占比近十年呈上升趋势



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

- **保健品市场高速增长——老龄化下的健康红利，板块实现高渗透率后亦朝向专业化、细分化发展。**1991 年，日本政府出台了《特定保健食品制度》，允许保健食品标示保健功能，在彼时日本人口老龄化的宏观背景下，消费者对于医疗支出的增长刺激保健品行业规模快速增长。持续到 2005 年之后，日本保健食品增速从高处回落至低个位数水平，一度变为负增长，我们认为主要系行业经过快速的渗透率提升后已相对成熟，因此就算 2015 年《功能性标示食品》的出台大幅降低了市场准入门槛也未改变行业低速增长的趋势。但是保健品行业在存量中仍具备渗透率高增的细分蓝海赛道，运动营养市场在该政策出台后快速升温，规模同比增速一度突破 25%，在保健品行业占比由 2009 年的 4.2% 增长到 2023 年的 11%。尽管膳食补充剂仍是日本保健品市场的主体，但运动营养领域的兴起表明，消费者在基本需求得到满足后，对健康产品的专业认知或将不断提升，从而推动行业向更加细分化和专业化方向发展。

图表 37：日本保健品行业历史上三次政策调整

| 维度     | 特定保健食品 (FOSHU)                                                                             | 营养机能食品 (FNFC)                                 | 功能性标示食品 (FFC)                                                                                        |
|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 推出时间   | 1991年                                                                                      | 2001年                                         | 2015年                                                                                                |
| 定义     | 具有特定保健成分的食品，有助于维持和促进健康                                                                     | 提供以补充身体健康生长、发育和维持健康所必需的特<br>定营养成分为目的食品        | 适用于没有疾病的人群(未成<br>年人、孕妇和哺乳期的女性<br>除外)。基于科学证据的补充<br>某些营养成分                                             |
| 可标示成分  | 认证内容主要为七大功效类<br>别                                                                          | 产品可用成分和用量需按照<br>规定使用，包含13种维生素<br>、6种矿物质、1种脂肪酸 | 机能性相关成分，需为可定<br>量定性的成分                                                                               |
| 摄取主要目的 | 健康的维持、增进(含降低<br>疾病风险)                                                                      | 补充日常饮食摄取不足的营养<br>成分                           | 健康的维持、增进(不得声称<br>具有减少疾病的风险)                                                                          |
| 审评方式   | 政府对其有效性、安全性进<br>行审批，认证严格，需要经<br>过临床试验，大约需花费数<br>十万美元并历经两年审查；<br>获得消费者事务厅批准后，<br>可以声称被批准的功能 | 其功能已经科学证据证<br>实，符合营养功能标准规定<br>的声称，无需审批或注册     | 上市前60天在消费者事务厅<br>进行备案，提供证明食品安<br>全和有效性科学文献或临床<br>试验等功能评估的依据，政<br>府不对产品的安全性和有效<br>性进行审核但经营者需对产<br>品负责 |
| 与中国类比  | 类似中国保健食品中的注册<br>制类保健食品                                                                     | 类似中国保健食品中的备案<br>制类保健食品                        | 类似中国功能性食品                                                                                            |

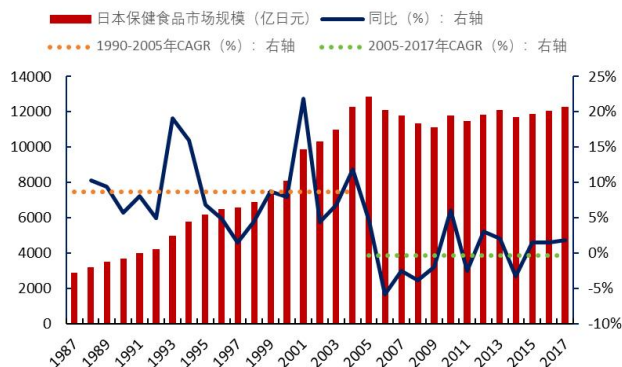
资料来源：艾瑞咨询，华源证券研究所

图表 38：日本保健品行业 2015 年后 FFC 政策推出亦未驱动行业二次增长，说明行业总量或已饱和



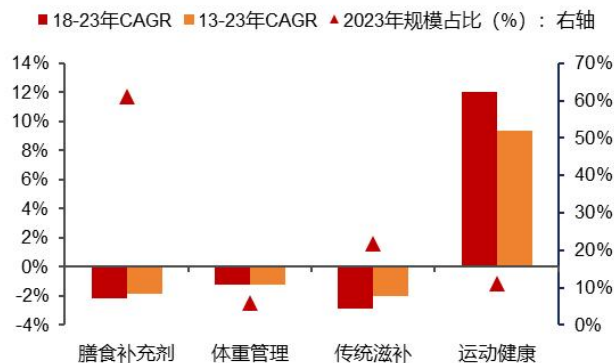
资料来源：艾瑞咨询，华源证券研究所

图表 39：日本保健品市场在 2015 年左右进入存量阶段



资料来源：FOODAILY，华源证券研究所

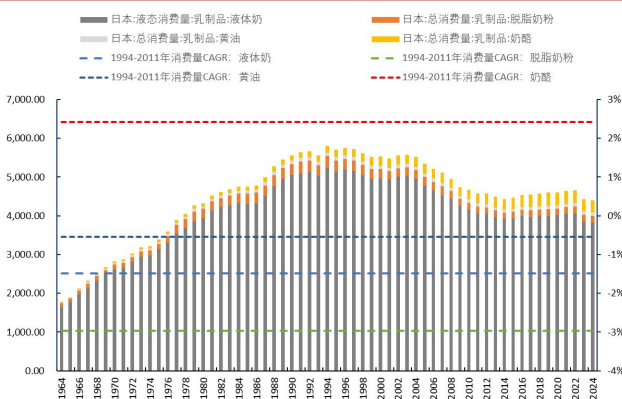
图表 40：日本保健品市场在存量阶段，仍有细分赛道结构性机遇，运动健康品类快速增长



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

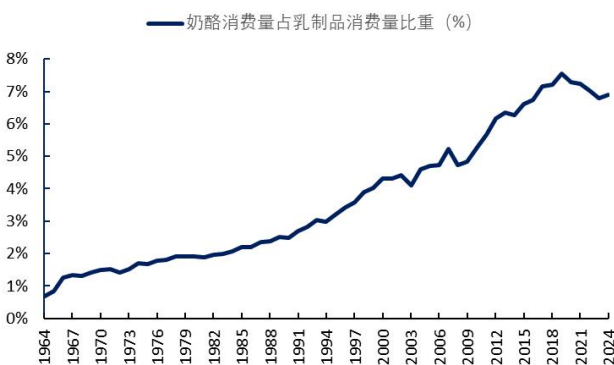
- **乳制品深加工——质价比提升，功能溢价对抗通缩：**日本液态奶消费较早见顶，但乳企通过深加工和功能性实现了价值链提升，奶酪（Cheese）和酸奶（Yogurt）渗透率的提升，一方面得益于饮食习惯的西化，另一方面则是乳企不断推出功能性酸奶（如 LG21 乳酸菌等），将乳制品从单纯的“营养补充”升级为“健康管理”工具，如明治（Meiji）为日本酸奶市场头部企业，其在 2000 年后大力推广功能性酸奶（如 LG21、R-1）。此类产品因宣称具备“抑制幽门螺杆菌”或“增强免疫力”的特定功效，精准击中了老龄人群的需求痛点，同时产品的爆火亦带动了整个功能性酸奶市场的快速增长。根据 Credence Research 数据测算，2023 年日本功能性酸奶占酸奶市场比重已达 49.8%。根据 Spherical Insights 预测，日本功能性酸奶 2025–2035 年规模复合增速预计可达 7.23%。

图表 41：日本乳制品消费结构变迁(1964–2024 年;单位: 千吨)



资料来源：wind，美国农业部，华源证券研究所

图表 42：日本奶酪消费量占乳制品消费量比重



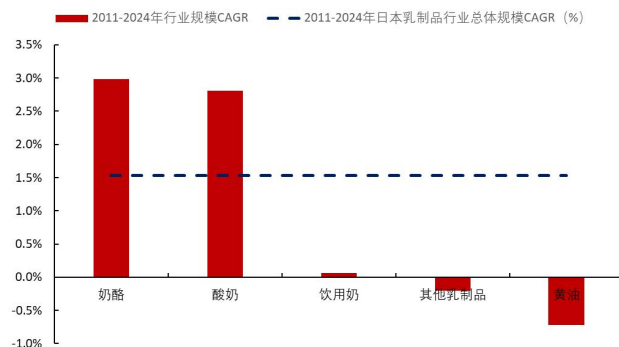
资料来源：wind，美国农业部，华源证券研究所

图表 43：2003-2023 年日本酸奶市场规模快速增长



资料来源：日本总务省统计局，华源证券研究所

图表 44：11-24 年日本乳品行业中奶酪和酸奶的行业规模快速增长



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

可以发现日本 90 年代开始，大众消费产生了分化，仍有较多细分行业保持了强劲的增长势头，增长除了来源于消费分化，还来自于行业自身属性切中时代叙事（性价比平替的繁荣），以及跟随消费者需求变化下行业的专业化、细分化发展（无糖茶、功能性酸奶渗透率提升）。

当前我国食品饮料行业正站在类似的十字路口，大部分传统板块的行业渗透率已达较高水平，我们认为相比于期待总量的快速反弹，更应寻找能够贴合当下及未来消费者性价比需求的极致供应链赛道，以及在传统行业中寻找专业化的发展方向，如健康化、结构升级机遇。建议关注零食量贩店、平价餐饮，以及无糖茶、功能性饮料、益生菌等行业。

### 3. 投资策略：重视 ROA 反转板块，价或量景气仍是投资主线，价优于量

重视 ROA 企稳的调整尾声、复苏起点板块，我们认为首先这些板块将存在估值修复的机会，其次在这类板块中寻找“价”或“量”仍景气的细分赛道，价仍是最优选逻辑，量是次选：

从价的逻辑来看：CPI 上行或将成为渗透率较高的传统行业的“宏大叙事”，带动板块估值修复，如白酒、啤酒、乳制品，这些或仍是承接增量资金尤其是“红利+”资金的主要板块。

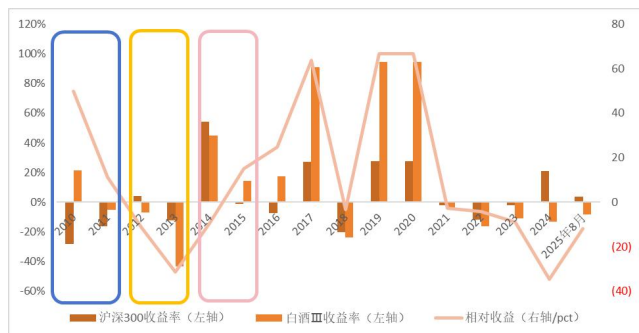
从量的逻辑来看：①性价比消费中，供应链效率高者或将获得量增，如餐饮供应链、软饮料；②渗透率低的行业或可穿越周期，参考日本如低度酒、功能性食品，后者除了渗透率提升逻辑，仍可通过专业化、精准定位等方式提高品牌溢价；③出海带来增量市场。

#### 3.1. CPI 上行带来的格局改善、估值修复：渗透率较高的传统板块

##### 3.1.1. 白酒板块绝对收益属性凸显，或仍是承接增量资金的主力板块

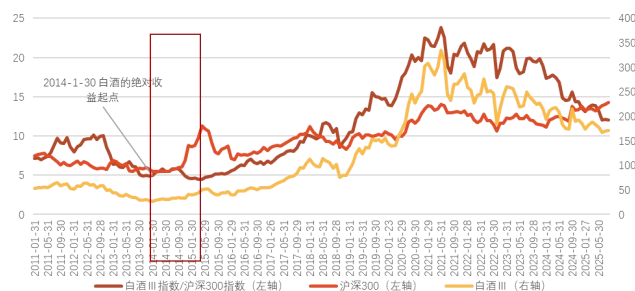
我们判断白酒板块绝对收益起点已现。从周期角度看白酒，当 2012–2015 年白酒渠道及上市公司业绩的调整路径清晰可知时，学习效应开始体现，我们判断绝对收益和相对收益的拐点或提前于上轮周期。2012–2015 年白酒指数见底在 2014 年春节后（绝对收益开始的时间点），当时经销商渠道库存清理完毕、旺季后批价稳住，我们预计此轮周期见底将会在绝大部分品牌经销商去库的阶段，当前就处于这一阶段，茅台批价稳住或是更明确的信号。

图表 45：白酒指数收益率与沪深 300 指数收益率对比



资料来源：ifind，华源证券研究所；注：白酒指数采用申万白酒三级，数据日期截至 2025 年 8 月 14 日

图表 46：白酒指数与沪深 300 指数收盘价（总股本加权平均）对比(单位：元)



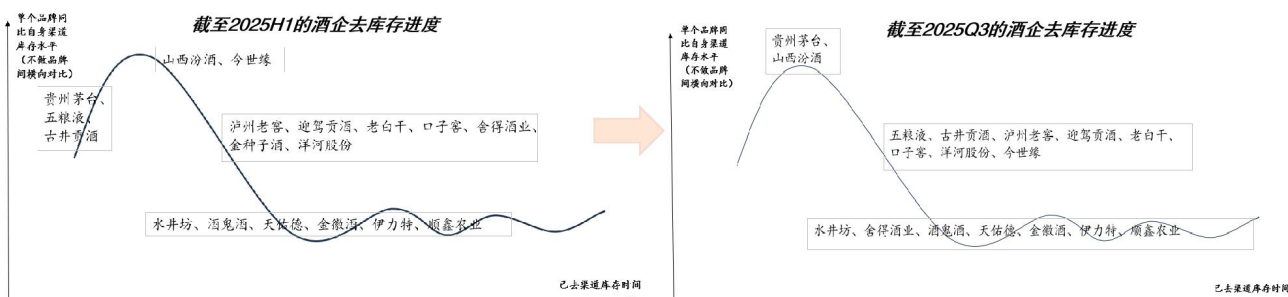
资料来源：ifind，华源证券研究所；注：白酒指数采用申万白酒三级

2015 年 Q3 是白酒跑赢沪深 300、且有正收益的时间段，其中重要背景是当时沪深 300 开始大幅度回调，同时白酒的真实需求开始复苏，白酒的避险属性凸显。我们认为“高切低”风格一旦形成，白酒跑赢沪深 300 的时间点或也会提前，而报表业绩开始下滑、风险出清或是板块触底回升的信号，且预计先于真实需求复苏。

图表 47：从酒企的收入同比增速表现看渠道库存去化进度

图表：从上市公司季度收入同比增速，看渠道库存调整节奏

|      | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 贵州茅台 | 12%    | 12%    | 10%    | 14%    | 15%    | 16%    | 16%    | 17%    | 20%    | 22%    | 14%    | 20%    | 18%    | 17%    | 15%    | 13%    | 11%    | 7%     | 1%     |
| 五粮液  | 20%    | 18%    | 11%    | 11%    | 13%    | 10%    | 12%    | 10%    | 13%    | 5%     | 17%    | 14%    | 12%    | 10%    | 1%     | 3%     | 6%     | 0%     | -53%   |
| 古井贡酒 | 26%    | 29%    | 21%    | 43%    | 28%    | 30%    | 22%    | 25%    | 25%    | 27%    | 23%    | 9%     | 26%    | 17%    | 13%    | 5%     | 10%    | -14%   | -52%   |
| 金徽酒  | 48%    | 26%    | 11%    | -35%   | 39%    | 12%    | -9%    | 1%     | 27%    | 21%    | 48%    | 17%    | 20%    | 8%     | 16%    | 31%    | 3%     | -4%    | -5%    |
| 山西汾酒 | 77%    | 73%    | 48%    | -25%   | 44%    | 0%     | 33%    | 50%    | 20%    | 32%    | 14%    | 27%    | 21%    | 17%    | 11%    | -10%   | 8%     | 0%     | 4%     |
| 迎驾贡酒 | 49%    | 57%    | 27%    | 14%    | 37%    | 2%     | 24%    | 16%    | 22%    | 29%    | 22%    | 19%    | 21%    | 19%    | 4%     | -4%    | -12%   | -24%   | -21%   |
| 今世缘  | 35%    | 27%    | 16%    | 16%    | 25%    | 14%    | 26%    | 28%    | 27%    | 31%    | 28%    | 27%    | 23%    | 22%    | 10%    | -8%    | 9%     | -30%   | -27%   |
| 老白干酒 | 0%     | 22%    | 11%    | 14%    | 20%    | 25%    | 28%    | -5%    | 10%    | 10%    | 13%    | 18%    | 13%    | 9%     | 0%     | -10%   | 3%     | -2%    | -48%   |
| 泸州老窖 | 41%    | 6%     | 21%    | 29%    | 26%    | 24%    | 22%    | 16%    | 21%    | 30%    | 25%    | 9%     | 21%    | 11%    | 1%     | -17%   | 2%     | -8%    | -10%   |
| 口子窖  | 51%    | 35%    | 24%    | 6%     | 12%    | -8%    | 6%     | -2%    | 21%    | 34%    | 5%     | 10%    | 11%    | 6%     | -22%   | 9%     | 2%     | -48%   | -46%   |
| 舍得酒业 | 154%   | 119%   | 65%    | 45%    | 83%    | -16%   | 31%    | 6%     | 7%     | 32%    | 8%     | 28%    | 4%     | -23%   | -31%   | -51%   | -25%   | -3%    | -16%   |
| 洋河股份 | 14%    | 21%    | 17%    | 56%    | 24%    | 17%    | 18%    | 6%     | 16%    | 16%    | 11%    | -22%   | 8%     | -3%    | -45%   | -52%   | -32%   | -44%   | -29%   |
| 水井坊  | 70%    | 692%   | 39%    | 14%    | 14%    | 10%    | 7%     | -25%   | -40%   | 2%     | 21%    | 51%    | 9%     | 17%    | 0%     | 5%     | 3%     | -31%   | -59%   |
| 酒鬼酒  | 190%   | 97%    | 129%   | 11%    | 86%    | 5%     | 2%     | -27%   | -43%   | -32%   | -37%   | 22%    | -49%   | -13%   | -67%   | -66%   | -30%   | -57%   | 1%     |
| 伊力特  | 255%   | -24%   | 19%    | -26%   | 15%    | 5%     | -60%   | -33%   | 19%    | -6%    | 144%   | 86%    | 12%    | 4%     | -23%   | -7%    | -4%    | -45%   | -29%   |



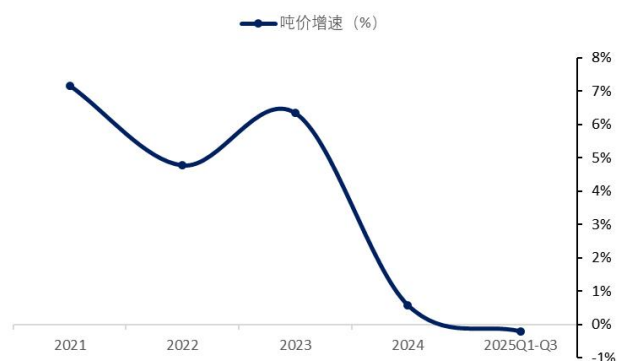
资料来源：ifind，华源证券研究所

白酒行业需求仍处于探底阶段，我们认为酒企间的分化会愈发明显，这种分化或将主要取决于渠道的改革，白酒板块线上收入占比明显低于其他消费行业，渠道模式相对传统，主要是一级经销商-二级经销商-终端门店的模式。在存量竞争加剧的背景下，ROIC 更高的渠道或将抢占更多份额，传统的经销商渠道模式每个层级均有仓储、运营、运输费用的重复投入，相比之下，新零售渠道对仓储、运输等统一规划、配置，渠道经营效率更高，预计将抢占传统经销商渠道的份额，故在新零售渠道有优势的品牌或将占优，业绩表现也有望优于同行，我们认为主要集中在高端头部品牌茅五汾及区域一线龙头，尤其是近年来清香品牌势能较强的山西汾酒。

### 3.1.2. 啤酒企业吨酒价格若能持续提升，估值有望修复

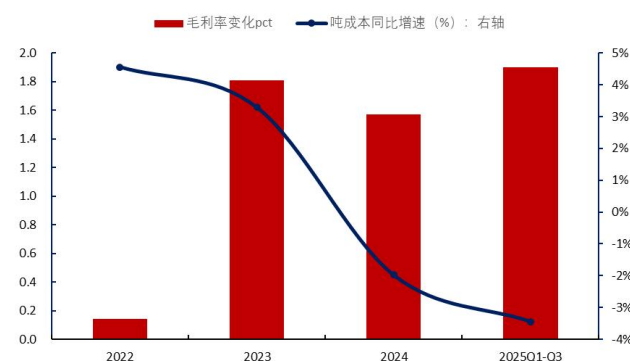
啤酒股价表现承压，核心或看吨酒价格企稳回升。近年来，伴随宏观环境扰动，我国啤酒行业需求端承压，产品结构升级驱动的吨价增速收窄。成本端来看，过去原材料成本对啤酒企业吨成本改善贡献显著，驱动毛利率持续提升，但就 25 年 10 月份数据来看，大麦、铝价同比均有上涨，且其他项目成本下行幅度边际放缓，预计 2026 年原材料成本端对啤酒企业吨成本改善贡献收窄，毛利率或更多依托价格驱动。

图表 48：青岛啤酒吨酒价格增速伴随宏观压力边际放缓



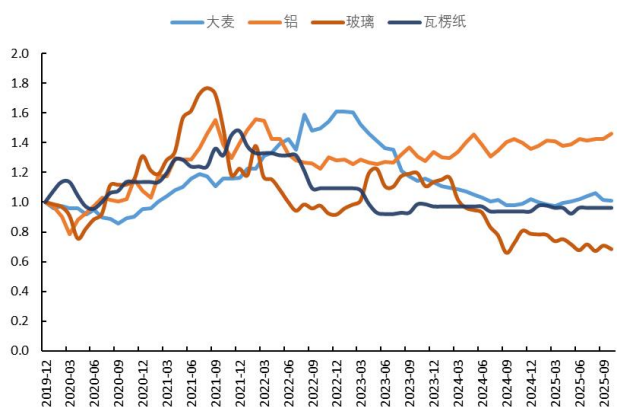
资料来源：青岛啤酒公司公告，Wind，华源证券研究所

图表 49：原料成本下降带动的吨成本改善，毛利率提升



资料来源：青岛啤酒公司公告，Wind，华源证券研究所

图表 50：原材料成本变化趋势



资料来源：Wind，华源证券研究所；注：以 2019 年 12 月价格作为基数

图表 51：预计成本改善对 2026 年啤酒企业报表端利润贡献边际减弱

| 截至10月同比改善 |        |      |        |       |
|-----------|--------|------|--------|-------|
| 年份        | 大麦     | 铝    | 玻璃     | 瓦楞纸   |
| 2023年     | -23.6% | 6.7% | 22.5%  | -9.8% |
| 2024年     | -14.4% | 8.9% | -39.4% | -4.8% |
| 2025年     | 3.2%   | 2.7% | -5.8%  | -0.6% |

资料来源：Wind，华源证券研究所

可以发现，尽管 24-25 年啤酒企业已享受到原材料成本改善带来的业绩贡献，但由于量价承压，且由于啤酒企业盈利主线为产品结构升级，一定程度上压制了股价和估值表现。

图表 52：以青啤为例，股价和估值表现或更看重高端化的兑现程度，即吨酒价格的涨幅



资料来源：Wind，青岛啤酒公司公告，华源证券研究所

**2026 年估值基本面能否共振核心或仍看吨酒价格企稳回升。**若 2026 年原料成本上行，啤酒板块或将迎来“试金石”阶段。据中国酒业协会，中国五大啤酒集团（华润雪花、青岛啤酒、燕京啤酒、百威啤酒、嘉士伯）近年来市占率已超过 90%，竞争格局高度稳固。历史上 2018 年和 2021 年的成本上行期，啤酒企业通常会通过结构升级对冲成本压力。若 2026 年 CPI 温和上行，或为啤酒企业改善价盘提供宏观环境支撑，或促进板块估值修复。

### 3.1.3. 乳制品：原奶价格拐点或在 2026 年到来，深加工改善供需格局，或能破解液态奶“天花板”，下游传导仍依赖需求

**研究原奶的价格周期是乳制品投资的关键课题，上游牧场投资时点基本位于奶价向上拐点。**一般来说，上游牧场股价和奶价呈现正相关关系，主要系奶价上涨，上游牧场由于主销产品价格上涨，通常能够享受到盈利能力的有效提升，反之亦然，因此上游的投资时点通常在原奶价格拐点向上时刻，我们预计奶价拐点在 2026 年到来。

图表 53：上游牧场公司股价与生鲜乳均价变动方向趋同



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 54：奶价上行期，牧场企业盈利能力相对应提升

|       | 奶价变动 (%) | 息税前利润率变动pct |         |         |
|-------|----------|-------------|---------|---------|
|       |          | 现代牧业        | 优然牧业    | 中国圣牧    |
| 2017年 | ▼-0.6%   | ▼-4.55      | ▲7.29   | ▼-56.20 |
| 2018年 | ▲2.6%    | ▲9.77       | ▲4.90   | ▼-16.52 |
| 2019年 | ▲6.4%    | ▲15.92      | ▲0.32   | ▲58.11  |
| 2020年 | ▲9.9%    | ▲5.04       | ▲3.66   | ▲4.39   |
| 2021年 | ▲1.7%    | ▼-3.75      | ▲2.26   | ▼-1.74  |
| 2022年 | ▼-3.7%   | ▼-6.97      | ▼-9.71  | ▼-3.85  |
| 2023年 | ▼-11.2%  | ▼-2.04      | ▼-10.19 | ▼-11.45 |
| 2024年 | ▼-15.0%  | ▼-10.38     | ▲2.12   | ▼-3.94  |

资料来源：Wind，华源证券研究所

原奶价格来看，截至 2025 年 11 月末，我国生鲜乳（原奶）主产区价格经过约 4 年下跌已经跌至 3.03 元/公斤，较 21 年高峰时价格 4.38 元/公斤下降幅度达 30.8%，为近 15 年来较低价格，根据我们对需求侧的判断以及对上游供需关系的展望，预计原奶供需拐点有望在 2026 年迎来，届时原奶价格或逐步回升。

图表 55：原奶供需平衡表

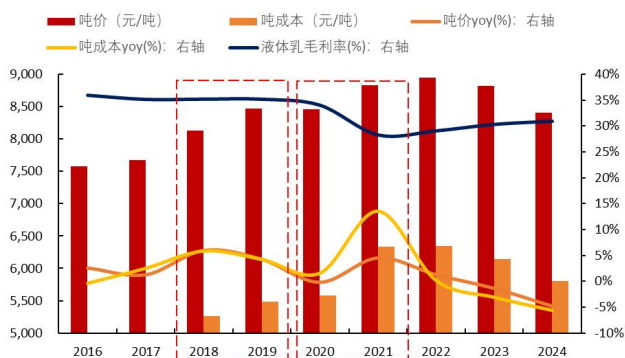
| 供需平衡表                |          | 2015     | 2020     | 2022     | 2023   | 2024    | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 白奶                   | 销售量 (万吨) | 898.09   | 983.79   | 1038.53  | 1091   | 1081.44 | 1049.0 | 1080.5 | 1102.1 | 1124.1 |
|                      | 销售量YOY   |          |          |          | 5%     | -1%     | -3%    | 3%     | 2%     | 2%     |
| 酸奶                   | 销售量 (万吨) | 521.86   | 814.43   | 680.66   | 621.88 | 543.28  | 495.7  | 510.5  | 520.7  | 525.9  |
|                      | 销售量YOY   |          |          |          | -9%    | -13%    | -9%    | 3%     | 2%     | 1%     |
| 乳饮料                  | 销售量 (万吨) | 1079.19  | 665.67   | 639      | 631.92 | 643.78  | 637.3  | 631.0  | 631.0  | 631.0  |
|                      | 销售量YOY   |          |          |          | -1%    | 2%      | -1%    | -1%    | 0%     | 0%     |
| 奶酪                   | 销售量 (万吨) | 9.91     | 19.49    | 25.28    | 24.07  | 24.78   | 26.0   | 27.6   | 29.5   | 31.8   |
|                      | 销售量YOY   |          |          |          | -5%    | 3%      | 5%     | 6%     | 7%     | 8%     |
| 黄油和涂抹酱               | 销售量 (万吨) | 4.56     | 7.27     | 8.78     | 9.44   | 10.19   | 11.5   | 12.6   | 13.2   | 13.9   |
|                      | 销售量YOY   |          |          |          | 8%     | 8%      | 12%    | 10%    | 5%     | 5%     |
| 奶粉 (广义)              | 销售量 (万吨) | 32.82    | 33.72    | 34.92    | 35.63  | 36.05   | 36.8   | 37.5   | 38.3   | 39.0   |
|                      | 销售量YOY   |          |          |          | 2%     | 1%      | 2%     | 2%     | 2%     | 2%     |
| 配方奶粉                 | 销售量 (万吨) | 55.76    | 65.22    | 58.96    | 53.34  | 51.17   | 51.17  | 51.17  | 51.17  | 51.17  |
|                      | 销售量YOY   |          |          |          | -10%   | -4%     | 0%     | 0%     | 0%     | 0%     |
| 原奶总需求-欧睿销量还原成原奶 (万吨) |          | 3649     | 4190     | 3985     | 3868   | 3710    | 3605   | 3692   | 3764   | 3832   |
| yoy                  |          |          |          |          | -3%    | -4%     | -3%    | 2%     | 2%     | 2%     |
| 原奶总供给量 (万吨)          |          | 3336     | 4551     | 5394     | 5295   | 4521    | 4024   | 3680   | 3760   | 3857   |
| yoy                  |          |          |          |          | -2%    | -15%    | -11%   | -9%    | 2%     | 3%     |
| 1) 测算国内原奶产量 (万吨)     |          | 2639     | 3464     | 4269     | 4403   | 3942    | 3618   | 3395   | 3533   | 3675   |
| yoy                  |          |          |          |          | 3%     | -10%    | -8%    | -6%    | 4%     | 4%     |
| 存栏量 (万吨)             |          | 1,099.40 | 1,043.30 | 1,160.10 | 1171   | 995     | 896    | 824    | 841    | 857    |
| yoy                  |          |          |          |          | 1%     | -15%    | -10%   | -8%    | 2%     | 2%     |
| 假设成乳牛占比40%           |          | 40%      | 40%      | 40%      | 40.0%  | 40%     | 40%    | 40%    | 40%    | 40%    |
| 单产 (吨/年)             |          | 6.00     | 8.30     | 9.20     | 9.40   | 9.90    | 10.10  | 10.30  | 10.51  | 10.72  |
| yoy                  |          |          |          |          | 2%     | 5%      | 2%     | 2%     | 2%     | 2%     |
| 2) 进口量-还原成原奶量 (万吨)   |          | 698      | 1087     | 1125     | 892    | 580     | 406    | 284    | 227    | 182    |
| yoy                  |          |          |          |          | -21%   | -35%    | -30%   | -30%   | -20%   | -20%   |
| 供需缺口 (万吨)            |          | -313     | 361      | 1409     | 1426   | 811     | 419    | -13    | -5     | 25     |

资料来源：欧睿国际，中国奶业年鉴，新华网等，华源证券研究所

复盘历史上原奶价格波动对中游乳企盈利能力的影响可发现：1）在原奶价格上涨周期，行业竞争格局阶段性趋缓，乳企销售费用率通常有所改善；同时，企业普遍通过终端提价或推动产品结构升级来部分对冲成本上行带来的毛利率压力，从而带动毛销差中枢上移；2）在原奶价格下行周期，成本端改善直接驱动毛利率回升，但行业竞争往往随之加剧，销售费用率趋于抬升；不过，由于上行阶段已实现的产品结构优化具备一定刚性，整体毛销差中枢仍较前期有所提升；而当原奶价格在低位长时间盘整时，成本与费用端均趋于稳定，毛销差亦维持相对平稳。

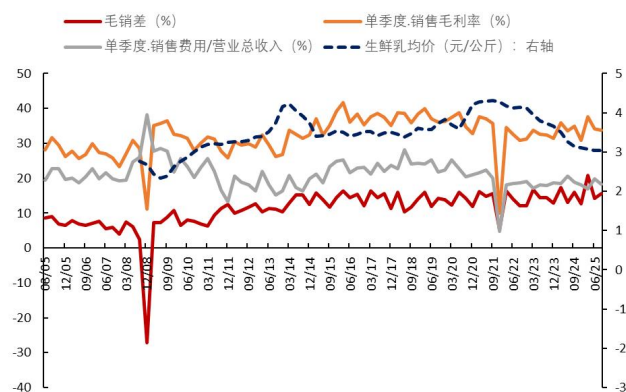
值得注意的是，在本轮原奶价格下行周期中，当前原奶价格已跌破 2014 - 2015 年水平，但乳企毛利率并未如期改善，毛销差整体维持稳定。我们认为，这主要源于需求端持续疲软；后续毛利率能否回升，仍将取决于终端需求的恢复情况。

图表 56：原奶价格上行期，乳企通常会推进结构升级来部分抵消成本上涨对毛利率的压力（以伊利为例）



资料来源：伊利股份公司公告，华源证券研究所

图表 57：本轮原奶价格下降周期毛利率并未有提升，我们认为主要系需求端乏力所致（以伊利为例）

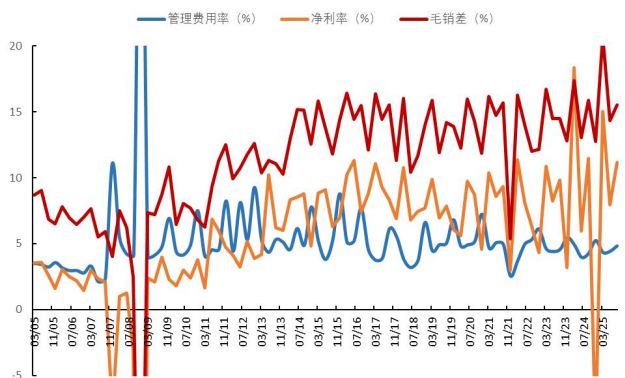


资料来源：Wind，华源证券研究所

当前市场对中游乳企的关注焦点集中于原奶价格拐点，普遍预期将重演过往周期规律：即奶价上行后，行业竞争趋缓，小品牌低价产品加速出清，头部乳企销售费用率有望改善，进而推动毛销差回升。

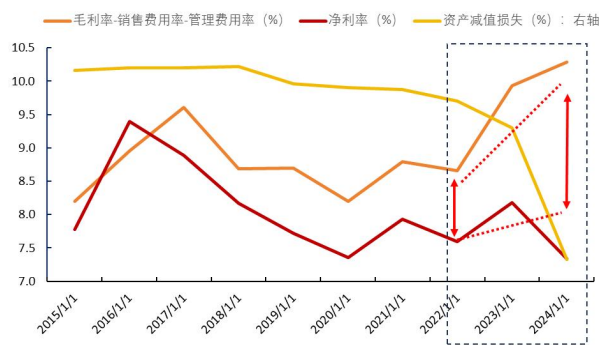
然而，我们认为，若终端需求持续弱于预期，产品结构可能面临下移压力，对毛利率形成拖累；而在需求承压阶段，头部企业能否实质性优化销售费用率亦存疑。即便销售费用率有所改善，在毛利率受压制的背景下，毛销差是否能复刻历史奶价上行期的扩张趋势仍具不确定性。因此，中长期盈利修复的关键仍在于市场需求的实质性回暖。相对确定的是，随着原奶价格进入上行周期，乳企报表端此前计提的存货及生物资产减值损失有望转回，或将带来短期净利率的阶段性的修复。

图表 58：毛销差稳定，且管理费用率改善的情况下，净利率维持稳定（以伊利为例）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 59：原奶周期下行下，资产减值损失拖累利润表现，压制净利率（体现在生物资产减值和存货跌价，以伊利为例）



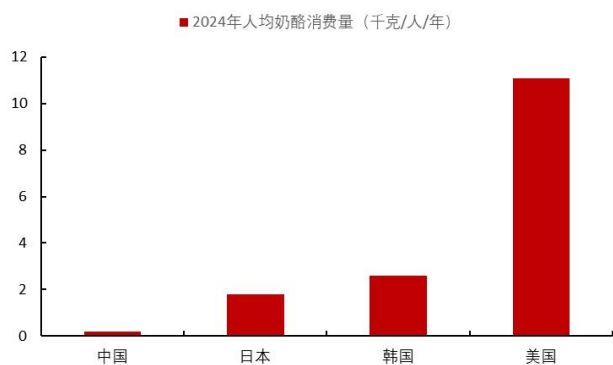
资料来源：Wind，华源证券研究所

尽管乳企的业绩弹性主要取决于需求端表现，但关注原奶价格拐点对中游乳企仍具意义，或可成为推动乳制品产业升级的契机。2024 年，我国奶牛养殖规模化率已达 78% 的较高水

平，原奶价格后续大幅反弹的可能性较低，预计复苏将较为温和。在原奶价格处于相对低位的背景下，乳企有望加快布局奶酪、黄油、奶油等高毛利、高附加值的乳固体产品，一方面有助于有效消化阶段性过剩的奶源，另一方面也将促进产品结构优化，进而提升整体净利率水平。

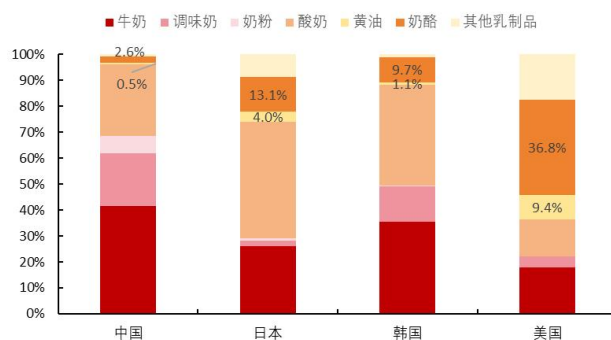
**乳制品深加工渗透有望推动我国乳制品行业二次升级。**2024 年中国人均乳制品消费量为 40.6 公斤，距《中国食物与营养发展纲要（2025—2030 年）》提出的 2030 年 47 公斤目标仍有差距。随着健康意识提升，低温乳品及奶酪等干乳制品市场潜力大，有望带动原奶需求增长。目前我国乳制品以饮用奶为主，乳固体占比偏低：2024 年，我国奶酪人均消费量约为日本和韩国的 1/10、美国的 1/50。参考日本经验，其乳制品深加工在液态奶销量见顶后仍持续发展，叠加我国乳糖不耐受人群比例高，为深加工提供持续动力。乳企有较强动力发展高毛利、高附加值的奶酪、黄油等乳固体，既可消化过剩奶源，也有助于产业升级和净利率改善。

图表 60：我国人均奶酪消费量对比海外仍具提升空间



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

图表 61：2024 年，我国乳固体规模占比对比海外仍具提升空间



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

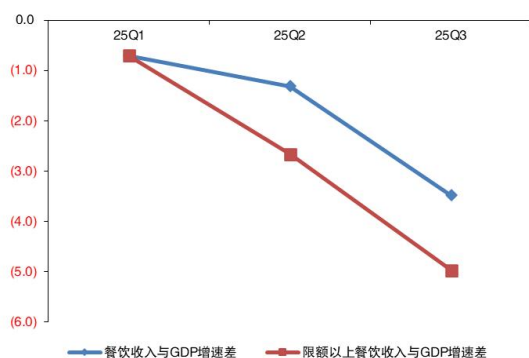
### 3.2. 性价比餐饮量增明显，供应链效率高者或将在竞争中胜出

今年我国餐饮等连锁业态经营加速分化；其中，契合性价比消费以及受益于“外卖大战”的公司率先实现基本面改善，其共性特征是客流量增长驱动的单店收入转正、加盟商信心恢复驱动的开店加速。而在总量需求承压的背景下，我们认为行业或延续服务降级、效率提升的趋势。其中，结构性机遇包括：1）**降级利好的性价比餐饮**，例如高频低客单价的正餐堂食、快餐简餐；2）**B→C 家庭场景增加**，例如社区餐食业态、C 端预制菜等；3）**产业链效率提升**，其中包括渠道端、生产端改革重塑，例如万店+垂类业态的代表量贩零食、连锁火锅食材超市等。

- **性价比餐饮有望加速连锁化**：镜鉴日本同业，老龄化&家庭小型化时代或为高性价比连锁中餐提供历史机遇；尤其在消费降级、禁酒令等影响下，今年餐饮客单价持续下降，

性价比餐饮迎来快速发展。例如，50–70 元客单价的中式正餐需求景气度相对较高。其中，平价正餐龙头小菜园依托自建中央厨房、净菜加工厂与冷链物流体系，成功建立食材低价高质的优势，同时精细烹饪指引、自产料包以及炒菜机器人保证出品标准化，未来核心菜品低成本、高翻台率有望支撑其加速连锁扩张。另外，巴比食品基于全国工厂布局，开始推出小笼包堂食店，客单价定位 10–20 元、契合餐饮性价比消费趋势，未来有望加速全国化扩张。总之，**性价比餐饮加速扩张，或驱动行业连锁化率持续提升。**

图表 62：餐饮行业总量压力大（单位/pct）



资料来源：国家统计局，华源证券研究所

图表 63：日本头部上市餐企几乎都是平价餐饮

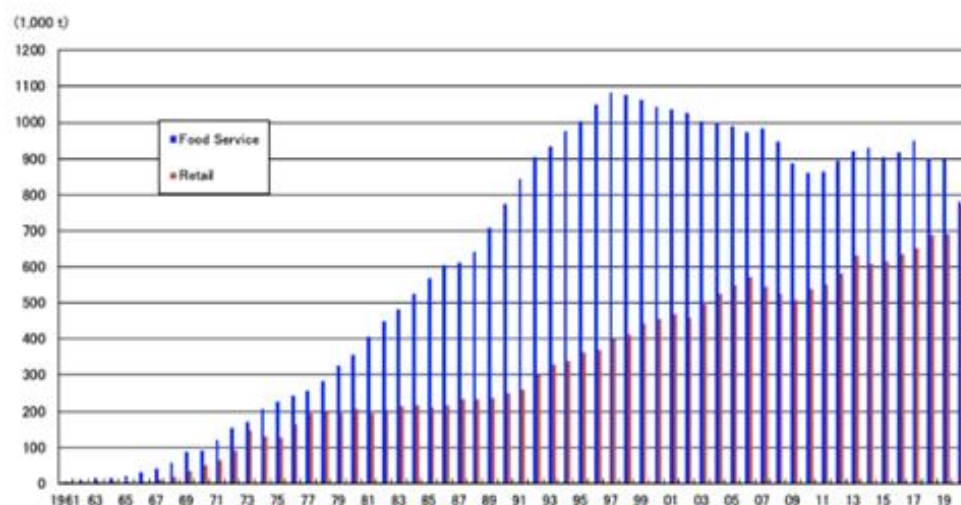
| 公司名称        | 主打品类   | 代表门店  | 门店数量    |
|-------------|--------|-------|---------|
| 泉膳 (Zensho) | 平价牛肉饭  | 食其家   | 直营店超1万家 |
| 吉野家         | 平价牛肉饭  | 吉野家   | 约3000家  |
| 麦当劳 (日本)    | 快餐汉堡   | 麦当劳   | 约3000家  |
| 云雀          | 平价家庭餐厅 | Gusto | 约3000家  |
| 萨莉亚         | 平价家庭餐厅 | 萨莉亚   | 约1600家  |
| Tori doll   | 平价乌冬面  | 丸龟制面  | 约2000家  |
| Food&Life   | 平价寿司   | 寿司郎   | 约1150家  |

资料来源：My Metaclassmate Platform 公众号，锦缎研究院等，华源证券研究所

- **B→C 场景增加，本质仍为性价比，定位家庭餐食的业态有望加速成长：**我们认为服务降级既催化性价比餐饮，也利好家庭餐食场景，同时消费者对美味、便捷的需求不变，从而利好定位家庭餐食方案的连锁业态。其中，锅圈作为国内领先的在家餐食供应商，致力于提供“好吃不贵”的在家吃饭解决方案。今年，锅圈不仅受益于外食降级，而且通过门店调改、爆品套餐（品类拓展）以及会员精细运营等优化门店运营及销售，并在 H2 旺季迎来开店加速；看好公司新乡镇店持续渗透以及锅圈小炒等新店型，五年万店目标下，明年开店有望提速。

图表 64：借鉴日本，外卖率回落利好 C 端预制餐食

Production Volume of Frozen Food for Food Service & Retail in Japan

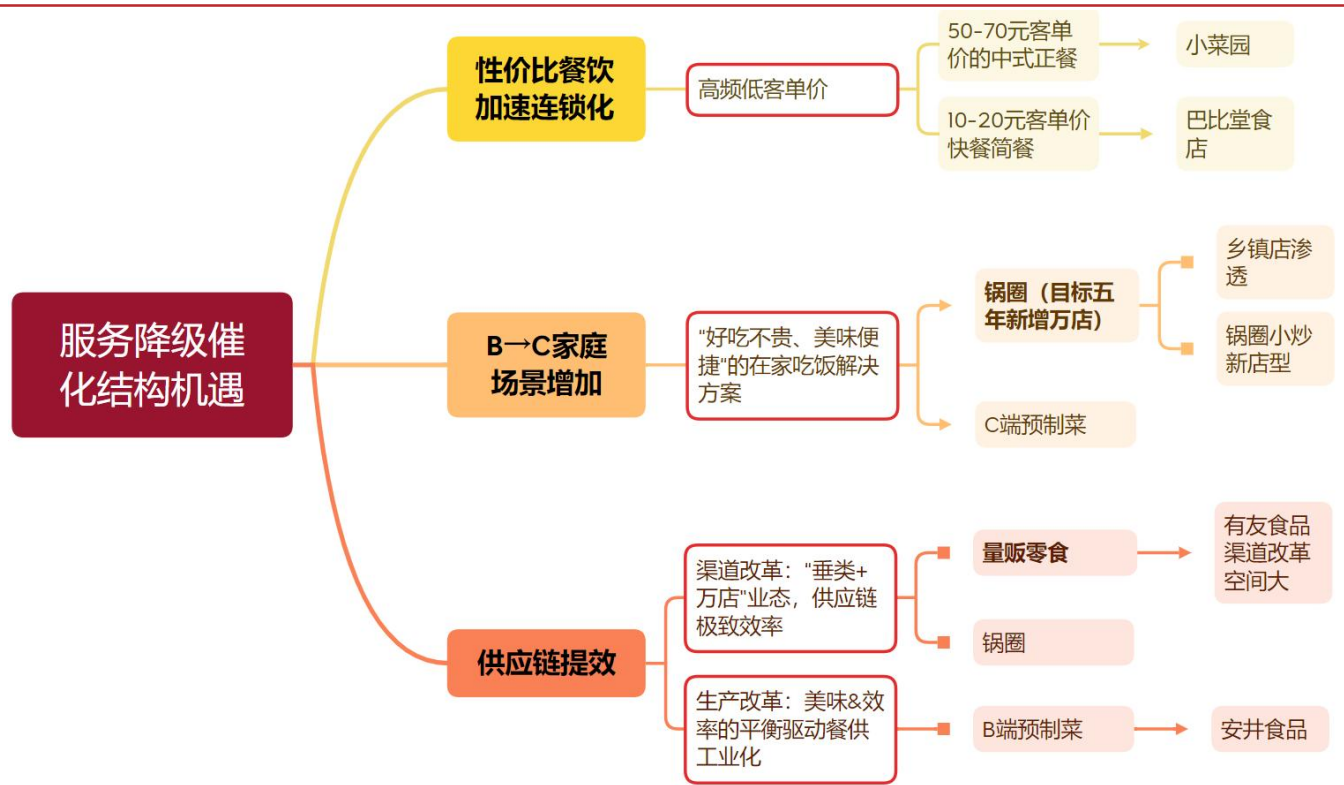


资料来源：日本冷冻食品协会，华源证券研究所

其中 food service 指 to B 业务，Retail 指 C 端预制餐食

- 效率提升机遇：**下游需求压力往往倒逼供应链改革，1）**渠道改革创新**，例如“垂类+万店”业态正凭借极致的供应链效率、性价比优势，替代传统低效的分销链条。其中，作为硬折扣模式代表，量贩零食本质是客流量驱动成长的生意，即凭借“好快多省”的模式优势，充分享受到下沉市场升级、渠道效率提升的红利；尽管量贩零食行业门店数量增长放缓，但凭借效率优势持续虹吸传统渠道。2）**生产端改革：美味&效率平衡驱动餐饮供应链工业化**，而下游餐饮龙头正通过净菜工厂、中央厨房以及炒菜机器人等解决出餐标准化、高损耗、依赖人力等问题，实现降本增效；相应地，以安井为代表的餐供龙头有望持续受益。

图表 65：服务降级下的结构性机会

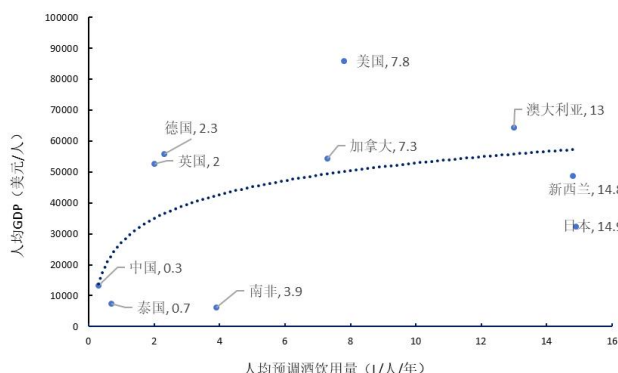


资料来源：华源证券研究所自制

### 3.3. 渗透率提升带来量增：低度酒&威士忌等供给侧推力边际向上

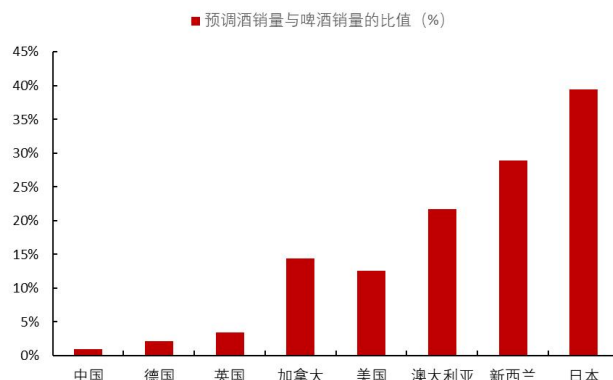
我国低度酒行业贴合个性化消费趋势，在后续供给侧推力不断增强下，渗透率有望快速提升。除啤酒以外的低度酒行业在我国更多是以多元口味的预调酒形式存在，其多样化的产品形态和口感口味天然具备个性化的空间，因此更多满足的是年轻群体个性化的需求。但是由于过去传统白酒企业行业集中度仍在提升，而啤酒企业亦有结构升级的盈利主线，因此低度潮酒行业缺乏大型厂商培育，导致渗透率仍处于较低水平，但近年来已有较多厂家入局该赛道，如威士忌（由于威士忌饮用方式大部分为兑水或加冰饮用，实际也可看作低度酒），但由于国产厂商起步较晚，当前市场仍以进口主导，预计后续在供给侧推力逐步释放下，低度酒行业渗透率有望快速提升。

图表 66：2024 年，人均 GDP 与人均预调酒饮用量呈现正相关



资料来源：欧睿国际，ifind，华源证券研究所

图表 67：2024 年，我国预调酒销量与啤酒销量的比值较低



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

**低度酒市场参与者日益多元，活跃度提升，加速消费者教育。**我国酒类消费群体正快速年轻化，年轻人逐步成为酒类消费主力群体。年轻人饮酒场景从商务转向亲友聚会、独饮，“悦己”导向增强，健康舒适成为核心诉求。为适应新消费趋势，白酒企业如五粮液推出 20 度果味露酒；啤酒本身属低度酒（3% - 5%），果啤更具备潮流包装与饮料化口味，已实质参与低度潮酒竞争。部分啤酒厂商亦主动布局，如重庆啤酒旗下乐堡推出苏打气泡酒系列。

参考日本经验，低度酒在新品高频迭代中扩容：日本预调酒市场每年新增新品数量超百款。其中，三得利创新能力突出，其不仅会推出季节/地区限定款促进产品迭代，还会通过产品创新降低体验门槛——如 2009 年 Highball 切入威士忌人群，2018 年柠檬气泡酒及 2019 年其 RTD 版本推动单品市占率从 3.2% 升至 2024 年的 10.9%。预计在啤酒高端化到达一定阶段、销量增长承压背景下，啤酒厂商将加快布局低度潮酒，强化创新，成为供给侧重要推力。

图表 68：五粮液小酌时光露酒



资料来源：淘宝网，华源证券研究所

图表 69：乐堡苏打气泡酒



资料来源：京东，华源证券研究所

### 3.3.1. 威士忌行业产能亟待释放，龙头百润股份表现可期

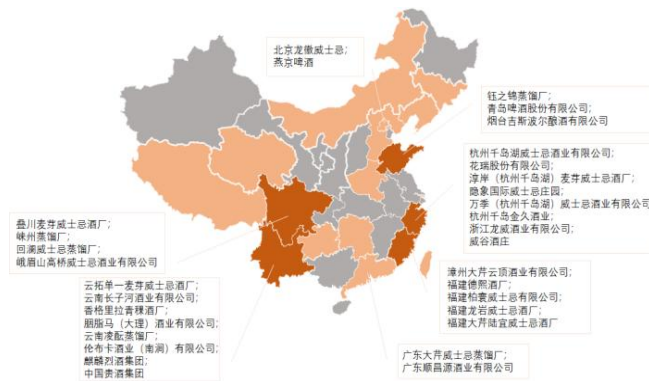
威士忌的饮用方式使其可被看作低度酒饮，而品类本身注重多元化的特性使得“舶来品”属性并不构成国产发展阻力。威士忌加冰作为如今威士忌饮用方法中的流行做法，一方面可以得到清爽的饮用口感，另一方面将威士忌高酒精度进行了充分稀释，降低了消费者的品鉴门槛，因此其亦可看作低度酒饮的一种。截至 2025 年中，中国大陆威士忌生产经营单位已达 51 家，且超半数的项目已进入生产阶段，从参与者背景看，主要为国际烈酒集团、国内酒类公司以及本土威士忌企业三大类为主。从地理分布上看，我国威士忌酒厂遍布 12 个省市自治区，呈现出“东丰南盛”和集群化特点，四川的邛崃、峨眉山以及浙江的淳安，已逐渐成为三大新兴威士忌产区。

图表 70：我国参与者主要可分为国际烈酒集团、国内酒类公司以及本土威士忌企业三类

| 参与者类别  | 品牌    | 酒厂               |
|--------|-------|------------------|
| 国际烈酒集团 | 保乐力加  | 叠川麦芽威士忌酒厂        |
|        | 奥歌诗丹迪 | 淳岸（杭州千岛湖）麦芽威士忌酒厂 |
|        | 帝亚吉欧  | 云拓单一麦芽威士忌酒厂      |
| 国内酒类公司 | 郎酒集团  | 峨眉山高桥威士忌酒业有限公司   |
|        | 青岛啤酒  | 青岛啤酒五厂精酿啤酒生产基地   |
| 本土企业   | 百润股份  | 嵊州蒸馏厂            |
|        | 大芹威士忌 | 福建大芹陆宜威士忌酒厂      |

资料来源：《Whisky L! 2025 威士忌年度报告》，杭州日报等，华源证券研究所

图表 71：我国威士忌产区呈现“东丰南盛”和集群化特点



资料来源：《Whisky L! 2025 威士忌年度报告》，华源证券研究所

注：该图片仅为示例，非中华人民共和国完整地图

新规完善，预计 2026–2027 年国产威士忌供给侧将逐步释放。我国将于 2026 年 2 月 1 日起正式实施全新国家标准《烈性酒质量要求第 1 部分：威士忌》（GB/T11856.1–2025），其中对于原酒在橡木桶内陈酿时间规定不得低于 3 年，而截至 2025 年，部分威士忌酒厂的存酒年限已超过 2 年，预计 2026–2027 年国内威士忌供给侧大量原酒陈酿时间将满足新规条件，加之我国大部分威士忌酒厂现阶段采取以无年份原酒产品切入威士忌市场，未来两年我们预计国内威士忌供给侧将迎来大量产能释放。

图表 72：2023 年中国威士忌桶陈情况

| 桶陈时间   | 桶陈总量     |
|--------|----------|
| 10 年以上 | 0.1 万吨以内 |
| 5–10 年 | 0.6–1 万吨 |
| 2 年及以下 | 5.5 万吨   |

资料来源：华夏酒报，华源证券研究所

图表 73：主要参与者威士忌桶陈最长年限

| 酒厂名称            | 投产时间                         | 存酒年限  |
|-----------------|------------------------------|-------|
| 保乐力加叠川麦芽威士忌酒厂   | 2021 年 8 月                   | 约 4 年 |
| 帝亚吉欧云拓单一麦芽威士忌酒厂 | 2023 年试生产，<br>2024 年 3 月正式投产 | 约 2 年 |
| 百润股份嵊州蒸馏厂       | 2021 年 10 月                  | 约 4 年 |

资料来源：金融界，每经网，新华社，华源证券研究所

百润选取邛崃作为威士忌建厂地，2017 年启动建厂规划，2021 年开始灌桶并陈酿至今，原酒储备充足且已达 3 年的最低出桶时限，截至 2025 年 6 月邛崃蒸馏厂规划年产能已达全国威士忌行业总产能的 80%，在未来 4-5 年内原酒储备预计提升至 100 万桶，跟同行业其他蒸馏厂相比有明显产能优势。同时，百润作为我国预调鸡尾酒的龙头，对我国年轻消费者口味研究已有所积淀，预计未来也将助力其威士忌品类的发展。

### 3.4. 功能性与健康化带来量增：细分龙头凭借低渗透率红利穿越周期

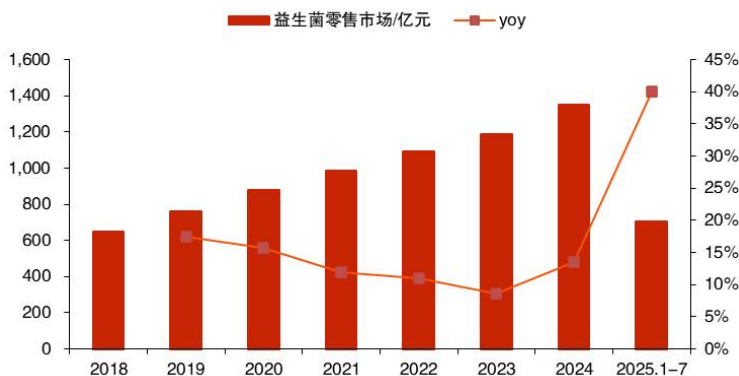
#### 3.4.1. 益生菌：功能加法驱动行业渗透率加速提升

我国益生菌市场长坡厚雪，健康需求崛起驱动行业功能化、细分化发展，并推动上游原料市场加速扩张；另外，菌粉原料的国产化空间大，且替代机遇或已至。

当前健康化消费趋势明确，并且消费者在专业人士的科普与传播下，不断深化对益生菌功效的认知，包括肠胃健康、体重管理、脑健康、女性健康等方面的作用。同时，益生菌临床试验多领域齐头并进，响应消费者需求，国内益生菌消费预计将持续蓬勃发展：1）终端口径：根据魔镜洞察，2025 年 1-7 月我国益生菌市场总销售额达 704 亿元，同比增速近 40%，其中，减重类益生菌市场在抖音等线上渠道快速发展；2）出厂口径：预计 2024 年我国益生菌出厂市场规模约 100-150 亿（例如，根据欧睿、飞瓜数据，同年具体市场规模约 138 亿），并且仍然保持双位数增长。后续空间来看，随着人口老龄化和健康化需求提升，我国人均益生菌消费额对比欧美国家亦有较大提升潜力。

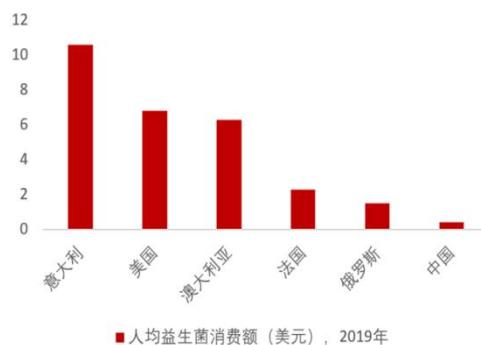
另一方面，我国益生菌产业起步晚，规模化商用益生菌主要来自海外品牌，其中科汉森、杜邦在我国益生菌原料菌粉市场仍占据主导地位；但从需求端看，消费偏好从“源自美国”、“源自丹麦”向“源自中国本土”转变，叠加科学研究已证实不同国家人群肠道菌群存在差异，本土益生菌需求旺盛。供给端看，近年来国内菌粉原料市场快速发展，部分企业研发实力强大，凭借相似的产品质量、更低的价格水平与优质的服务响应取胜进口产品。

图表 74：我国益生菌市场景气度高，需求快速扩张



资料来源：前瞻经济学人公众号、嘉世咨询，魔镜洞察，华源证券研究所

图表 75：对比海外，我国益生菌渗透空间大



资料来源：华经情报网，华源证券研究所

**科拓生物为我国益生菌行业领导者，BC 端双轮驱动成长。**科拓生物用超 20 年时间持续的研发投入，构建了从基础研究（寻菌、保种）、功能验证（临床循证）到规模化生产（智能制造）和场景化应用（产品与解决方案）的完整且坚固的产业壁垒。公司菌株库沉淀了上万种菌株（其中已产业化的益生菌 120 余种），目前围绕核心菌株累计完成 87 项临床试验，研究涵盖肠道健康、免疫调节、体重管理等。生产方面，公司内蒙古呼和浩特工厂建设完成后，涵盖亚洲单体产能最大的益生菌智能生产基地，进一步支撑公司 B 端益生菌业务持续增长。另外，公司通过合作、并购等方式来推进 C 端业务，例如公司战略投资青禾世相，携手其旗下的“呜咔实验室”品牌合作开发适合青少年的即食型益生菌产品。

### 3.4.2. 燕麦：人口趋势、品类创新等驱动品类渗透

**我国燕麦市场需求景气度高，人口趋势、消费客群&场景拓展、品类创新等驱动行业渗透。**燕麦产品过去以中老年用户为主，并持续受益于人口老龄化。而近年，伴随大众饮食健康意识的提升，高纤维、低 GI 的燕麦片精准契合年轻群体控糖、减脂、养生等需求，同时燕麦片加工工艺的进步和新产品形态的开发，更好地满足了年轻人对燕麦产品食用的便捷性、时尚性、口味和口感及质地等多元化的需求，推动了年轻人对燕麦产品的消费。总之，品类扩张以及消费场景延伸为行业带来新的增长点；例如从热食到冷食，从早餐到休闲场景，近期出现代餐化趋势；预计未来燕麦品类的拓宽以及相关休闲食品、谷物饮料、保健食品等市场的增长都将带动燕麦消费整体提升。

根据华经产业研究院，2023 年中国燕麦片市场规模成长至接近 114 亿元，预计 2028 年市场规模将达到 160 亿元左右，2023-28 年 CAGR 约 7%。鉴于欧美发达国家燕麦行业人均消费量及中国目前燕麦片消费人群、场景持续扩展的趋势，预计燕麦片市场未来成长空间广阔；例如，2022 年欧盟燕麦消费量达 756 万吨，中国燕麦消费规模为其 13%。

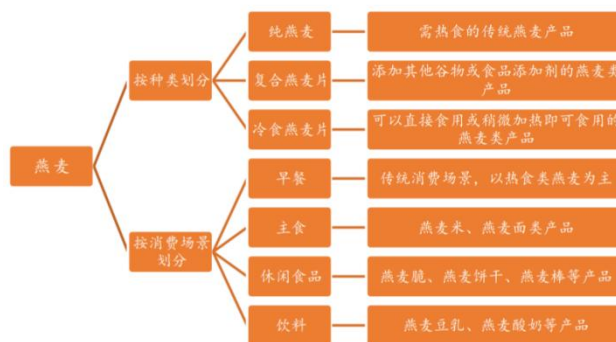
图表 76：我国燕麦片市场规模持续扩张



资料来源：华经产业研究院，FBIF 食品饮料创新公众号，华源证券研究所

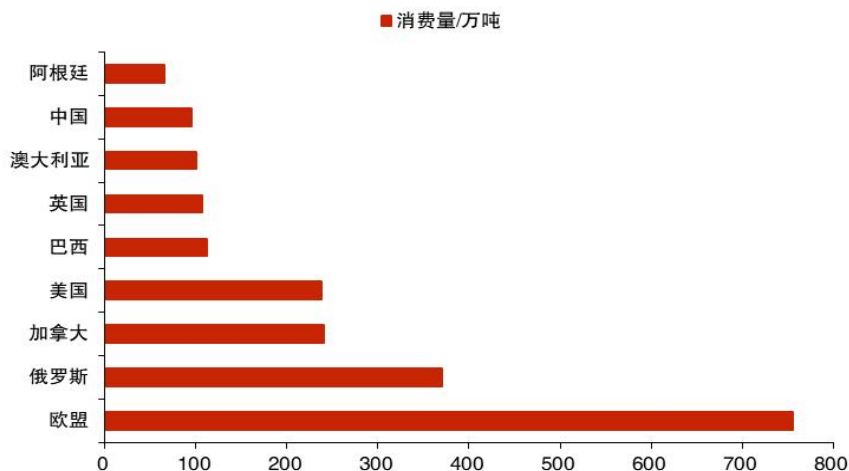
注：2022 年数据采用 21-23 年 CAGR 计算所得

图表 77：燕麦具备多样化消费场景和品类延伸空间



资料来源：华源证券研究所自制

图表 78：2022 年 1-8 月全球主要国家及地区燕麦消费量



资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

西麦食品是我国燕麦行业的领军企业，“燕麦+大健康”战略打开新曲线。西麦食品创立于 1994 年，30 年专注于燕麦健康产业发展；目前公司已构建了燕麦全产业链，核心品类包括纯燕麦片、复合燕麦片、冷食燕麦片以及其他产品；根据欧睿咨询调研数据，2022 年在大陆燕麦谷物市场中，公司市场份额超过桂格，位居品牌首位。2024 年，公司启动“大健康”战略、打造增长新曲线；根据公司公告，当前轻滋补及药食同源相关市场规模已达 200 亿元，持续扩容同时格局分散、头部品牌空缺带来市场机遇。对此，公司 2024 年携手一阳生集团成立控股子公司“西一生物科技”，今年推出子品牌西麦食养（主打“轻滋补”系列产品）。

### 3.4.3. 代糖：减糖是需求本质，功能加法是增长方向

居民减糖需求驱动代糖（甜味剂）市场快速发展；其中，天然代糖需求景气度相对更高，尤其是阿洛酮糖等新兴品类，具备天然、健康及功能等复合优势，应用领域广，预计未来在政策催化下渗透率提升空间大。

目前我国无糖化饮食处于兴起阶段，根据观研报告网数据，2024 年我国代糖市场规模突破 100 亿元，2020-2024 年 CAGR 达 19%。而代糖主要分为人工合成和天然代糖（含糖醇）两大类。其中，天然代糖对比人工代糖具备来源自然（安全性较高）、口感清爽等优势，市场份额提升，例如赤藓糖醇已成为无糖饮料的首选，而截至 2024 年，饮料占国内甜味剂应用市场约 51%；未来随着提取技术成熟、成本下降，天然代糖持续向饮料、烘焙、糖果及乳制品等领域渗透，预计 2030 年市场占比超 60%。

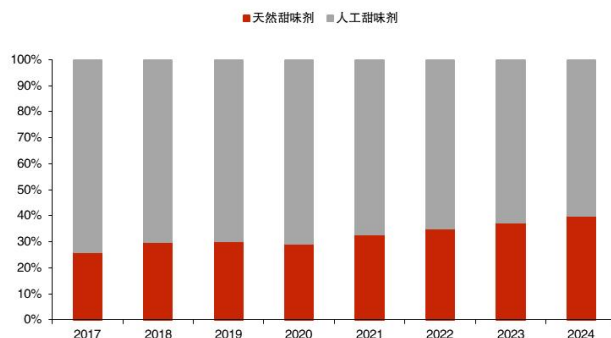
阿洛酮糖是继赤藓糖醇之后下一个战略级天然代糖，不仅口感接近蔗糖（甜度约为蔗糖的 70%），且具备低热量、低 GI、稳定、不破坏肠道菌群等优点，健康属性明显。另外，相比其他代糖，阿洛酮糖能与食物中的蛋白质发生美拉德反应，还能降低冷冻食品的冰点，故大幅拓展了代糖的应用场景，例如茶饮食品、烘焙食品、冷冻甜品、小炒甚至调味品全场景。尽管目前由于转化率低、成本较高，产业化才刚刚开始，但随着今年 7 月国内获批政策落地，阿洛酮糖有望迎来快速发展。我们测算，预计 2030 年饮料、烘焙、糖果、冷冻饮料各领域的代糖增量空间为 424 万吨蔗糖甜度，其中功能性代糖增量空间约为 157-259 万吨蔗糖甜度，相当于 224-371 万吨阿洛酮糖。

图表 79：我国代糖市场快速增长



资料来源：观研天下公众号，华源证券研究所

图表 80：全球天然代糖占比整体持续提升



资料来源：功能食品圈公众号、观研天下公众号，华源证券研究所

图表 81：2030 年功能性代糖需求量空间测算

|      | 代糖增量甜度空间<br>(万吨) | 保守      |             | 中性      |             | 乐观      |             |
|------|------------------|---------|-------------|---------|-------------|---------|-------------|
|      |                  | 功能性代糖占比 | 甜度空间/<br>万吨 | 功能性代糖占比 | 甜度空间/<br>万吨 | 功能性代糖占比 | 甜度空间/<br>万吨 |
| 饮料   | 116.9            | 20%     | 23.4        | 30%     | 35.1        | 40%     | 46.8        |
| 糖果   | 112.1            | 35%     | 39.2        | 50%     | 56.0        | 65%     | 72.8        |
| 冷冻饮品 | 68.2             | 45%     | 30.7        | 60%     | 40.9        | 75%     | 51.2        |
| 饼干糕点 | 126.7            | 50%     | 63.3        | 60%     | 76.0        | 70%     | 88.7        |
| 合计   | 424              |         | 157         |         | 208         |         | 259         |

资料来源：wind，中商产业研究院，华源证券研究所自制

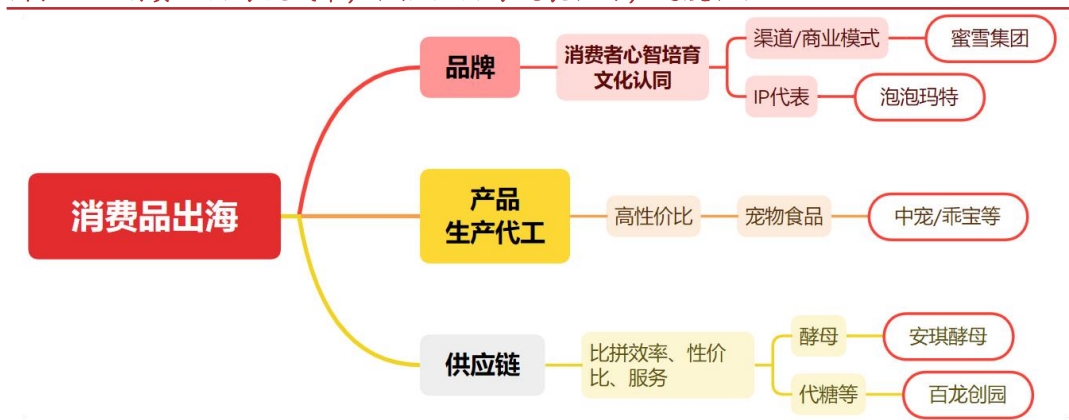
注：食糖消费量等基础数据取 2022 年

### 3.5. 出海带来量增：安琪出海成功案例复盘，自下而上视角观察消费出海潜力的共性

我国消费品出海大抵分为产品、品牌（渠道）以及供应链等模式；目前食品饮料板块中，供应链出海进度相对较快。其中，产品出海的主要代表是宠物食品代工；品牌出海方面，泡泡玛特是典型代表，相似地，渠道/商业模式出海的代表是蜜雪集团，但国内食品饮料龙头品牌出海整体进展较慢；关于供应链出海，目前酵母与代糖等细分行业发展较好，并跑出安琪、百龙

等细分龙头。为什么供应链出海模式整体进度较快，我们认为核心是相对品牌出海需要 C 端消费者心智以及背后的文化认同，供应链出海强调功能效率、性价比以及服务等。

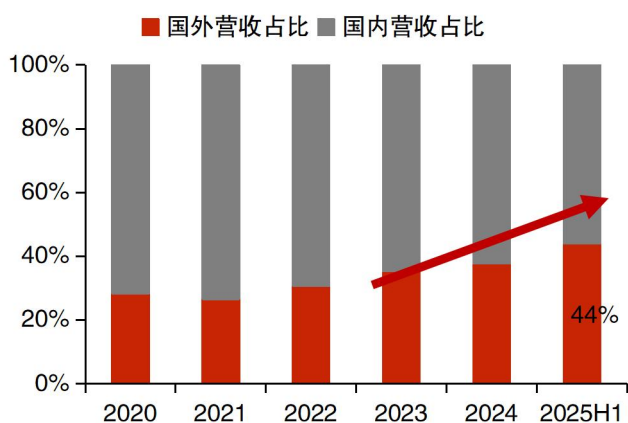
图表 82：消费品出海模式中，供应链出海发展较好，进度较快



资料来源：华源证券研究所自制

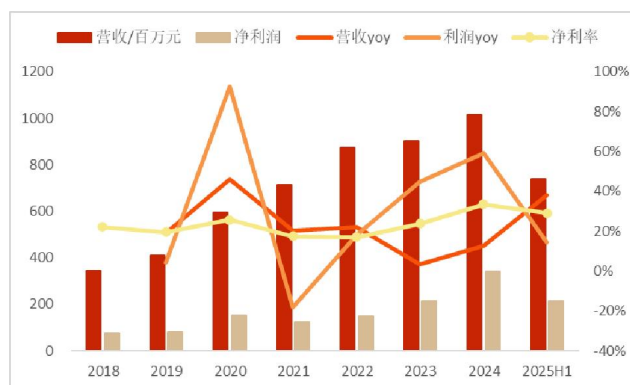
我们以行业内出海相对成功的安琪酵母为例；公司是全球第二大酵母企业，世界最大的酵母抽提物供应商，2025H1 营收约 79 亿元，其中国际业务占比提升至 44%左右。我们认为安琪酵母出海的成功性体现在：1）酵母作为人类主食烘焙面点的核心配料，刚需属性强，且与人口总量关联度高，故海外市场天然空间更大，尤其是发展中国家；2）国际业务增速更快且增长抓手清晰，2021-24 年 CAGR 约 26.5%（同期总收入 CAGR 为 12.5%），市场端聚焦人口增速快、干酵母更匹配的非洲&亚太区域，品类端酵母稳步推进、酵母抽提物快速放量、酵母蛋白打开新曲线；3）海外工厂盈利质量更高，2024 年收入/净利润占比分别为 11%/31%；公司目前建有埃及、俄罗斯工厂，前者 25H1 营收增速、净利率分别为+38%/29.6%，俄罗斯工厂 25Q1-3 净利率分别为 18.9%，显著高于同期整体净利率 9.8%。

图表 83：安琪酵母国际业务收入占比持续提升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 84：安琪酵母埃及工厂盈利能力强



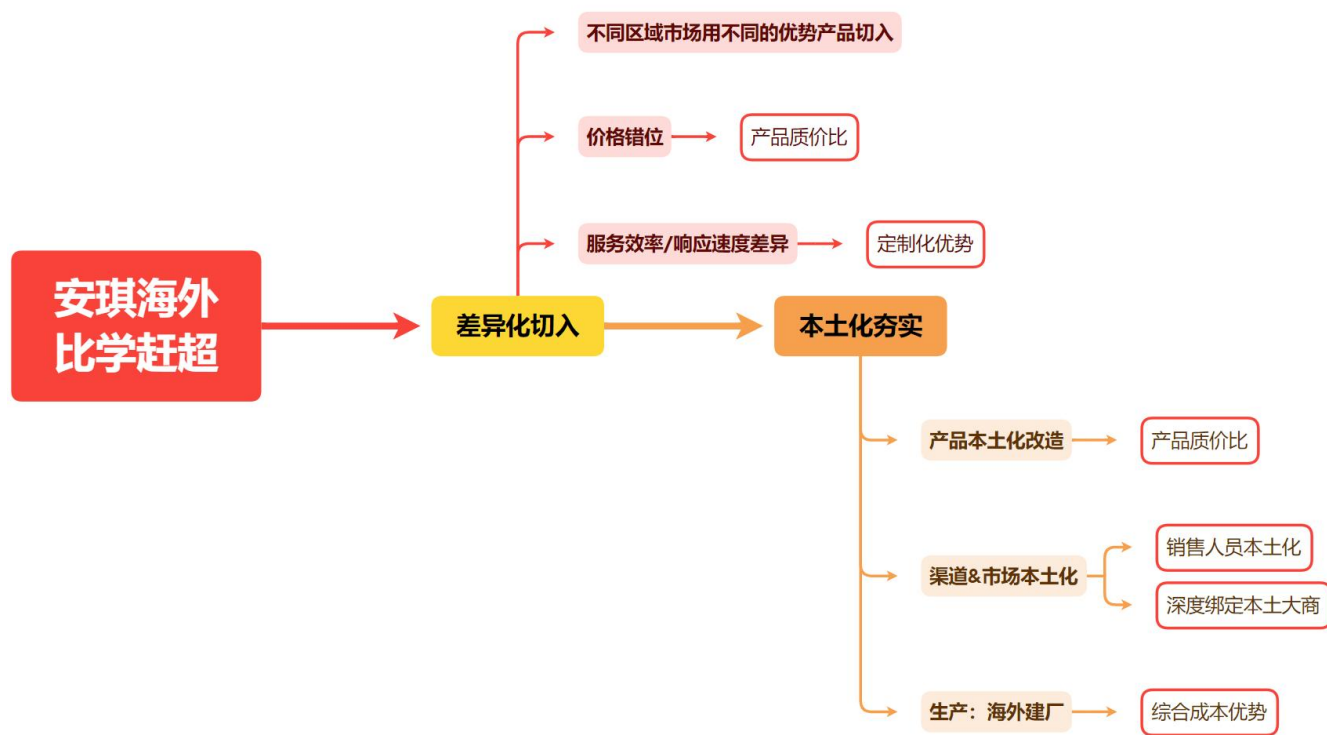
资料来源：公司公告，华源证券研究所

我们认为公司在国际市场实现“比学赶超”的核心是差异化切入、本土化夯实；具备产品品质价比高、渠道广而密、市场响应领先等优势，并逐步形成品牌心智。1）差异化切入：对

比乐斯福等传统知名品牌，公司通过差异化产品、渠道及价格策略在全球不同区域市场实现错位竞争；例如在非洲、亚太等发展中国家，干酵母较鲜酵母具备长保、运输等优势，同时公司通过耐高糖酵母、超级酿酒酵母等优势产品顺利切入。而针对欧美等鲜酵母优势市场，公司则通过差异化优势品类（高纯度 YE、酵母蛋白及动物营养等）打开市场，包括对接服务联合利华、雀巢等国际巨头。

2) **本土化夯实**：产品维度，公司在切入当地市场后持续开发本土化产品，例如在中东开发的耐冰酵母解决发酵效率；渠道&市场维度，公司深化海外市场的建设，将相对粗放的总代经销模式优化为开发本土大 B、深度下沉的精细分销模式，期间公司积极招揽本土化销售人才，同时深度绑定本土大商（例如与阿尔及利亚大商成立合资公司、共同开发非洲市场）；生产维度，公司从产品顺利出口到海外建厂模式跑通，海外产能占比不断提升，其中埃及、俄罗斯工厂不仅拥有本土廉价糖蜜原料，而且具备独特的区位、关税优势。

图表 85：安琪酵母海外业务成功复盘



资料来源：华源证券研究所自制

借鉴安琪酵母海外业务的成功经验，我们认为食品饮料出海潜力的关键是 1) 行业空间：海外市场是否足够广，而非国内市场的补充；2) 企业能力：是否具备差异化切入以及持续本土化改造的能力。

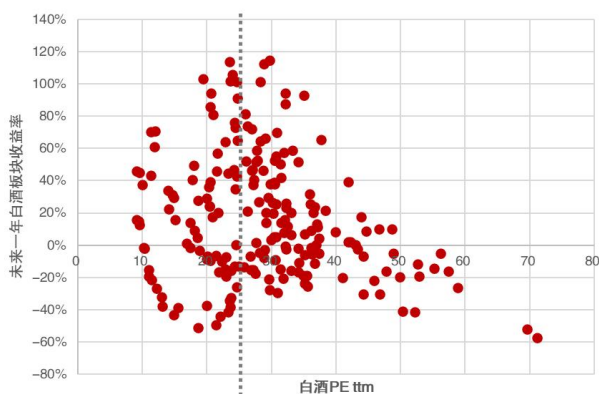
## 4. 投资建议

### 4.1. 复盘历史估值，目前食品饮料板块胜率较高

从食品饮料细分板块看，白酒板块目前估值处于历史相对低位，复盘上轮周期，白酒的调整需要经历：（1）经销商盈利下滑至亏损；（2）经销商回款下滑&酒厂预收款环比下滑；（3）酒厂收入下滑、经销商去库；（4）真实需求好转，经销商打款意愿回升、酒厂收入增速回正。从周期角度看白酒，当市场 2012–2015 年白酒渠道及上市公司业绩的调整路径清晰可知时，学习效应开始体现，我们判断绝对收益和相对收益的拐点会提前于上轮周期。悲观假设白酒板块 2025 年净利润下滑 30%，板块估值在 25 倍（对应 2025 年 12 月 16 日市值）；而按照历史统计，当估值在 25X 左右时，未来一年收益率为正的概率仍然较大。

大众品方面，啤酒板块目前处于估值底部区间，近十五年 PE 估值分位数为 1.2%，而按照历史统计，当前估值在 20X 左右时，同期仅一个样本，且对应未来一年收益率为正。而调味发酵品板块从 20 年估值高点已调整五年，目前 PE 约 30X，处于近十五年历史估值的 1/4 分位数，且从历史样本数看未来一年收益率为正的概率显著更高。另外，预加工食品板块当前估值为 27 倍，近十五年 PE 估值分位数约 31%，但从历史样本看当前估值对应未来一年收益率表现均衡。

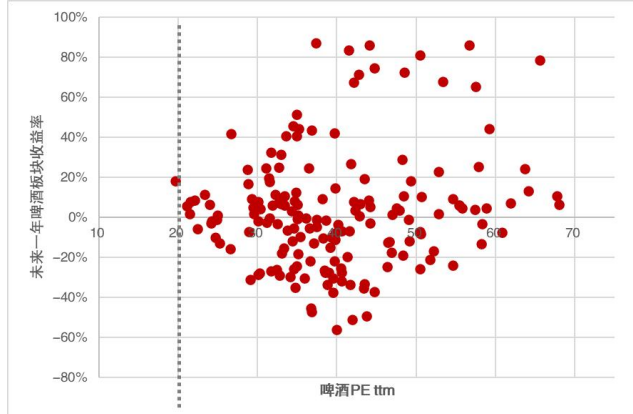
图表 86：当前的估值水平，从历史上看，白酒板块未来一年的收益率为正的概率较大



资料来源：ifind，华源证券研究所

注：上图是选取 2008–2024 年 200 个估值点以及每个估值点对应的未来 1 年的白酒板块涨跌幅（总股本加权），用以描述估值高低与未来涨跌幅是否存在相关关系

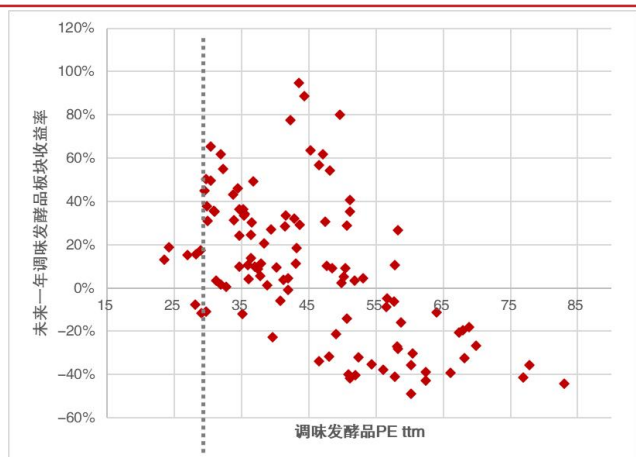
图表 87：啤酒目前处于历史估值底部，从历史看，当前估值未来一年正收益的概率较大



资料来源：ifind，华源证券研究所

注：上图是选取 2010–2024 年 165 个估值点以及每个估值点对应的未来 1 年的啤酒板块涨跌幅（总股本加权）

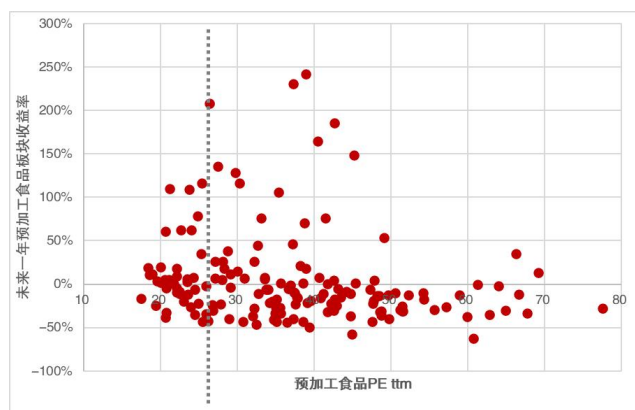
图表 88：当前的估值水平，从历史上看，调味发酵品板块未来一年的收益率为正的概率较大



资料来源：ifind，华源证券研究所

注：上图是选取 2010-2024 年 165 个估值点以及每个估值点对应的未来 1 年的调味发酵品板块涨跌幅(总股本加权)

图表 89：预加工食品估值处于历史较低位置



资料来源：ifind，华源证券研究所

注：上图是选取 2010-2024 年 165 个估值点以及每个估值点对应的未来 1 年的预加工食品板块涨跌幅(总股本加权)

## 4.2. 相关标的

重视 ROA 企稳的调整尾声、复苏起点板块，首先这些板块可能存在估值修复的机会，其次在这类板块中寻找“价”或“量”仍景气的细分赛道，价仍是最优选逻辑，量是次选：

从价的逻辑来看：

CPI 上行或将成为渗透率较高的传统行业的“宏大叙事”，有望带动板块估值修复，如白酒、啤酒、乳制品，这些或仍是承接增量资金尤其是“红利+”资金的主要板块。其中，白酒建议关注贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒；重点推荐优然牧业、中国圣牧，建议关注伊利股份、蒙牛乳业、青岛啤酒股份。

从量的逻辑来看：

- ① 性价比消费中，供应链效率高者获得量增，如餐饮供应链建议关注巴比食品、安井食品、锅圈、天味食品、有友食品；软饮料建议关注东鹏饮料、农夫山泉、华润饮料。
- ② 渗透率低的行业或可穿越周期，参考日本，低度酒重点推荐百润股份；功能性食品除了渗透率提升逻辑，仍可通过专业化、精准定位等方式提高品牌溢价，重点推荐科拓生物，建议关注西麦食品、仙乐健康。
- ③ 出海带来增量市场，重点推荐安琪酵母，建议关注百龙创园。

## 5. 风险提示

**需求修复不及预期风险：**目前内需修复预期不断走强，然而，若明年经济刺激力度、消费复苏数据验证不及预期，板块可能面临调整性风险。

**食品安全风险：**如若行业内或公司出现食品安全问题，将影响全行业及相关产业链的终端销售情况，从而对公司经营及盈利能力带来不利影响。

**原材料成本大幅波动的风险：**例如餐饮、啤酒、休闲食品原材料成本占比较高，上游原材料价格大幅波动将影响相关行业公司的盈利能力。

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。