

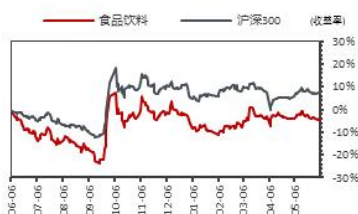
行业及产业

食品饮料

华润饮料阶段性承压，伊利股份盈利加速改善 ——食品饮料行业跟踪报告

强于大市

一年内行业指数与沪深 300 指数对比走势：



资料来源：聚源数据，爱建证券研究所

《食品饮料及新消费行业跟踪报告：茶饮上半年业绩亮眼，泡泡玛特新品成爆款》2025-09-02
《食品饮料行业跟踪报告：中报陆续落地，板块仍处低位》2025-08-25
《食品饮料行业跟踪报告：贵州茅台业绩符合预期，龙头韧性凸显》2025-08-19
《食品饮料行业跟踪报告：国资并购上市公司案例增多，小体量或更受青睐》2025-08-11
《食品饮料行业跟踪报告：育儿补贴政策出台，乳制品有望率先收益》2025-08-05

证券分析师

范林泉
S0820525020001
021-32229888-25516
fanlinquan@ajzq.com

联系人

朱振浩
S0820125020001
021-32229888-25515
zhuzhenhao@ajzq.com

投资要点：

- **周度跟踪：**本周（9.01-9.05）食品饮料行业-0.98%，表现强于上证指数（-1.18%），在 31 个申万子行业中排名第 16。食品饮料子板块中，涨跌幅由高到低分别为：预加工食品（+1.02%），肉制品（+0.48%），保健品（-0.55%），白酒（-0.63%），烘焙食品（-0.80%），调味发酵品（-1.46%），乳品（-1.54%），啤酒（-1.79%），软饮料（-2.65%），零食（-3.36%）和其他酒类（-3.42%）。食品饮料行业个股中，涨幅前五个股分别为欢乐家（+15.33%）、盖世食品（+14.00%）、干味央厨（+11.73%）、百合股份（+8.85%）、惠发食品（+8.59%）；跌幅前五个股分别为友友食品（-10.91%）、紫燕食品（-9.83%）、万辰集团（-9.26%）、新乳业（-8.04%）、百润股份（-7.85%）。
- **软饮料：华润饮料业绩阶段性承压，战略调整蓄力长期发展。**受行业竞争加剧、消费需求平淡以及渠道调整影响，华润饮料业绩阶段性承压，上半年实现营收 62.06 亿元，同比下降 18.52%，归母净利润 8.05 亿元，同比下降 28.63%。公司上半年毛利率 46.67%，同比下降 2.60pct，主要系行业竞争加剧导致促销力度加大、产品结构变化等因素影响，但纸箱、托盘等物料原材料成本下降、自产占比提升部分缓解了压力；费用端，公司加大营销投入力度以应对激烈竞争，上半年销售费用率同比增长 2.92pct 至 30.36%，管理费用率同比增长 0.43pct 至 2.33%，净利率同比下降 1.84pct 至 12.97%。2) 包装水业务短期承压，渠道调整影响收入。公司上半年包装水收入 52.51 亿元，同比下降 23.11%，主要受公司压减渠道层级、整合低效经销商，叠加行业需求偏弱、零食折扣店等新业态快速崛起冲击传统渠道等多重因素影响。3) 饮料业务第二增长曲线势能强劲。上半年饮料收入同比增长 21.29%至 9.55 亿元，延续高增态势。公司聚焦茶饮、果汁和运动功能三大品类，上半年密集推出 14 个 SKU，至本清润菊花茶系列保持双位数增长成为重要大单品，魔力运动饮料借势体育营销提升品牌认知，无糖茶全面升级迎合健康趋势。4) 渠道变革方面，公司推进扁平化改革，设立饮料专项经销商超 100 家，餐饮经销商数量翻番，并积极拓展零食折扣店等新兴渠道，已与零食有鸣四千多家门店合作。公司持续深化“水+饮料”双擎驱动战略，主动调整渠道体系，推进产能布局优化（预计年底自产率达 60%以上），虽短期业绩承压，但长期竞争力有望持续增强。
- **乳品：伊利股份盈利加速改善，彰显龙头韧性。**伊利股份上半年实现营收 619.33 亿元，同比增长 3.37%；归母净利润 72.00 亿元，同比下降 4.39%，主要系 24Q1 处置资产收益较高；上半年公司扣非归母净利润 70.16 亿元，同比增长 31.78%。1) 成本红利叠加费用优化，驱动盈利能力加速改善。受益于原奶价格下行周期的成本红利，公司上半年毛利率 36.05%，同比增长 1.27pct，加上费用管控成效显著，费用使用效率的持续提升以及在渠道健康基础上优化费用投放，上半年销售费用率同比下降 1.11pct 至 18.30%。上半年净利率同比下降 0.94pct 至 11.63%，其中 Q2 净利率同比上升 2.16pct 至 8.05%，主要系原奶价格降幅收窄，资产、信用减值收窄对当期利润贡献显著。2) 分产品看，液态奶企稳，上半年实现营收 361.26 亿元，同比下降 2.06%，整体市场份额稳居行业第一，其中 Q2 实现营收 164.85 亿元，同比 -0.85%，下滑环比缩窄；产品结构持续优化，低温白奶品类营收增长超 20%，“畅轻”品牌营收双位数增长，新品“优酸乳嚼柠檬”作为首创轻乳果汁饮品驱动优酸乳品类营收两位数增长。上半年奶粉及奶制品实现营收 165.78 亿元，同比增长 14.26%，营收占比提升至 27%，其中婴配粉业务取得历史性突破，零售额市占率达 18.10%，跃居全国第一；成人奶粉零售额市场份额达 26.1%，稳居行业第一，“新活”中高端产品增长超 20%，“倍畅”羊奶粉收入增长超 30%。冷饮产品表现亮眼，上半年实现营收 82.29 亿元，同比增长 12.39%，市场份额保持行业第一。3) 渠道端，积极布局即时零售、会员店、零食折扣店等新兴渠道，新渠道销售占比已近三成，并通过定制化产品策略有效管理渠道价格体系。整体来看，公司积极进行渠道调整，布局新兴渠道和下沉市场，通过多元化品类布局有效抵御液态奶周期压力，奶粉、冷饮表现亮眼，同时持续推进费用精益化管理，叠加原奶成本红利，盈利能力加速改善。上半年行业原奶供需关系已有改善，产能持续去化，展望下半年，随着双节旺季来临，原奶供需

有望趋于平衡，全年经营目标有望达成。

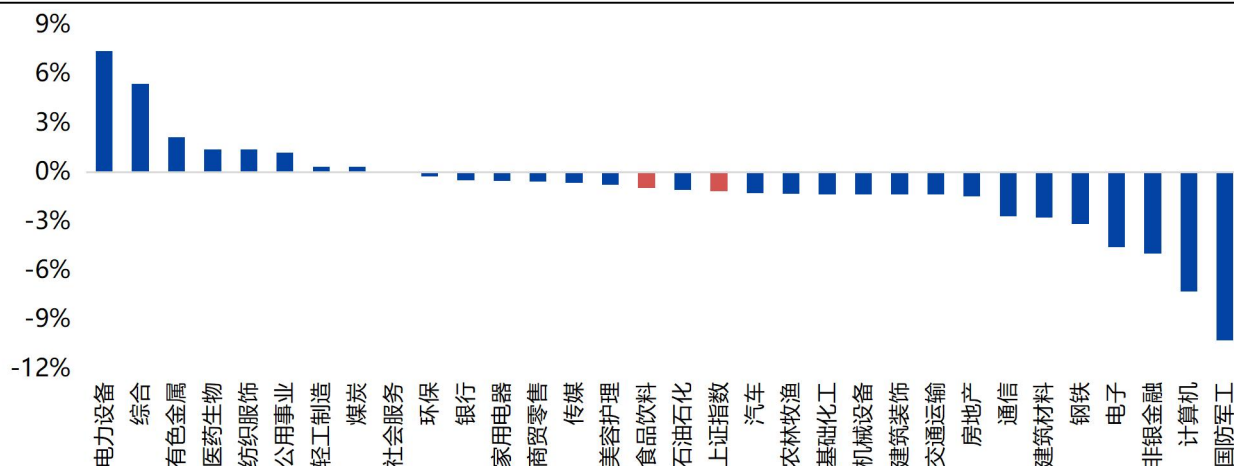
■ **投资建议：**

白酒：随着政策压力逐渐消退，在扩消费政策催化下，需求有望弱复苏，动销有望进入降幅收窄通道。行业目前处于估值低位，悲观预期充分，随着中报落地，业绩压力充分释放。头部酒企带动提高分红比例，股息率提升，筹码结构优化，具备一定配置吸引力。行业调整期首选业绩确定性强的优质头部公司，建议关注批价相对稳定、护城河稳固且股息率已具备吸引力的**贵州茅台、五粮液、山西汾酒**。

大众品：聚焦高景气的成长主线，部分赛道仍有新品和新渠道催化，市场对于“稀缺”成长标的将给予一定的估值溢价，建议关注增长态势较好的**农夫山泉、东鹏饮料**。

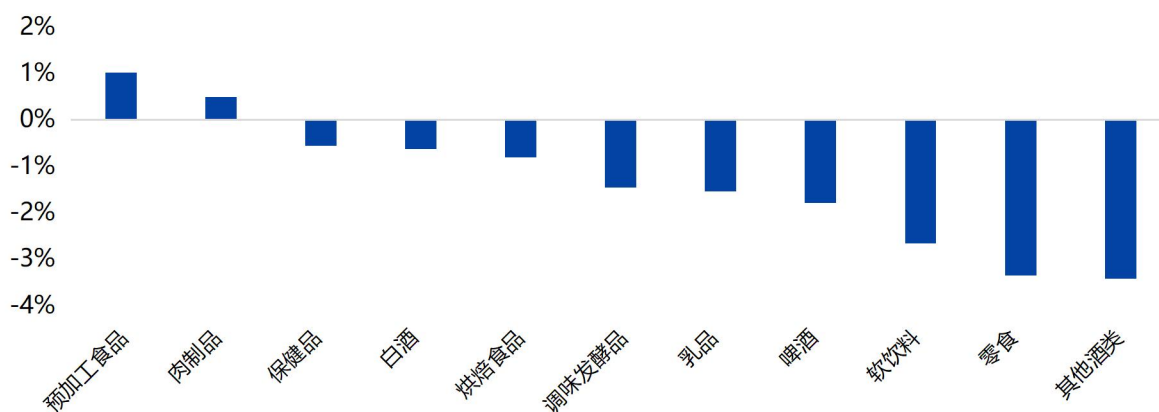
■ **风险提示：**消费需求不及预期，行业竞争加剧，餐饮恢复不及预期，原材料成本大幅上涨等。

图表 1：本周上证指数-1.18%，食品饮料行业-0.98%



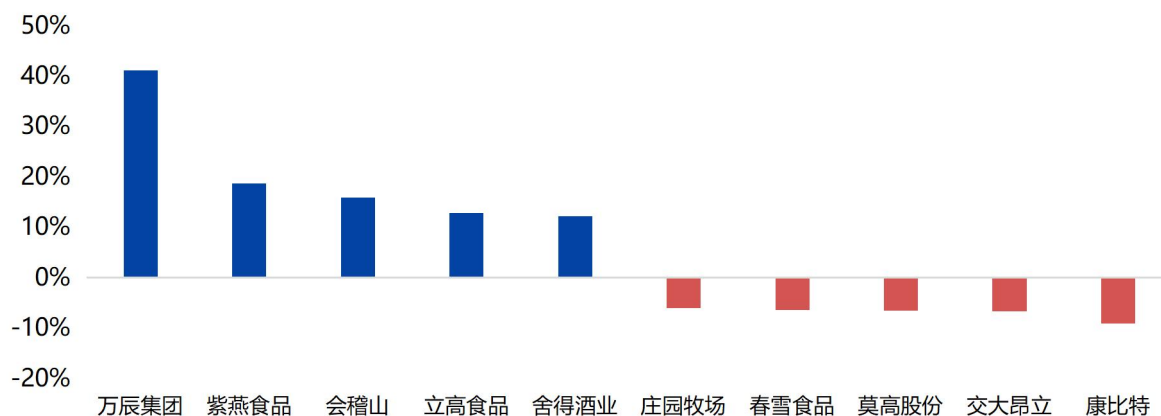
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 2：预加工食品领涨



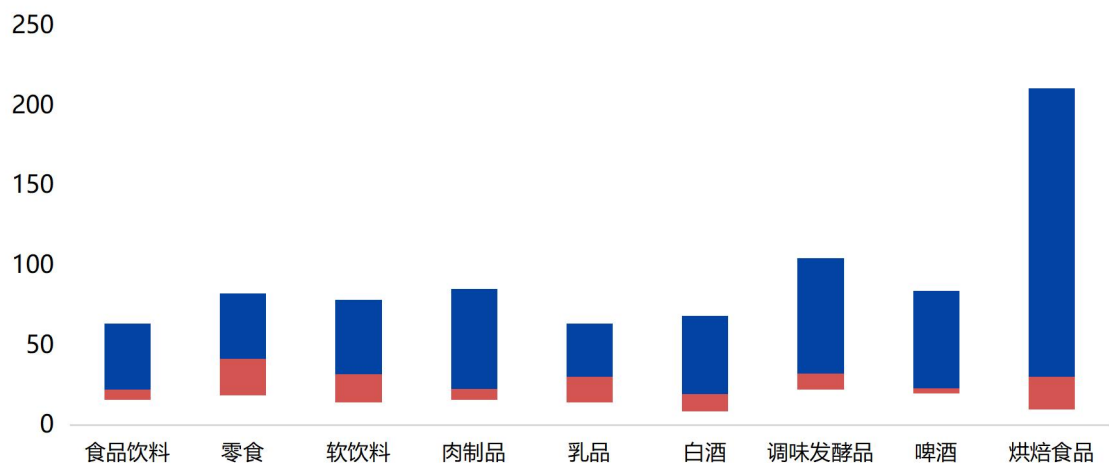
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 3：本周食品饮料行业涨幅前五、跌幅前五公司



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 4：食品饮料行业 PE-TTM 历史分位水平（2011 年至今）



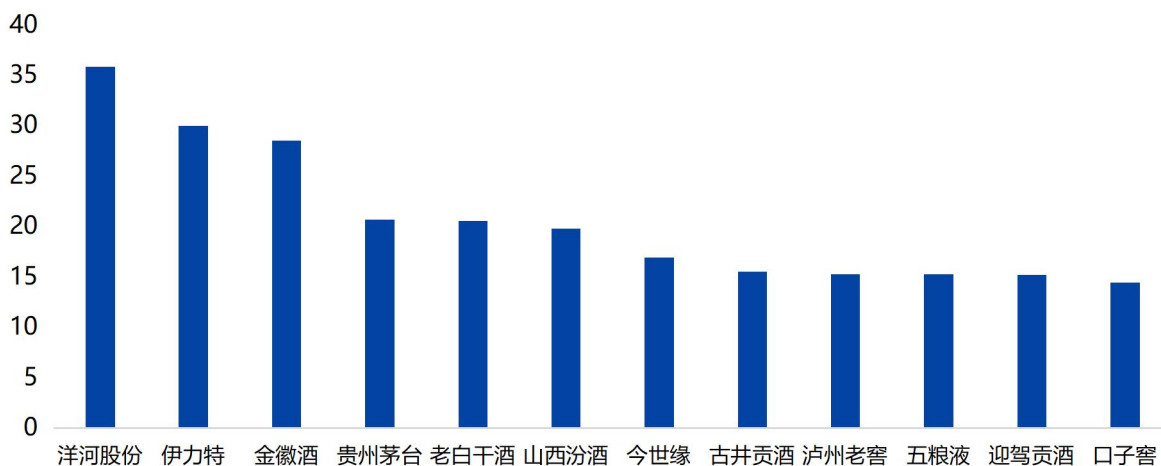
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 5：食品饮料行业估值位于近 15 年 17%分位数 (PE-TTM)



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 6：主要白酒企业 PE-TTM 估值



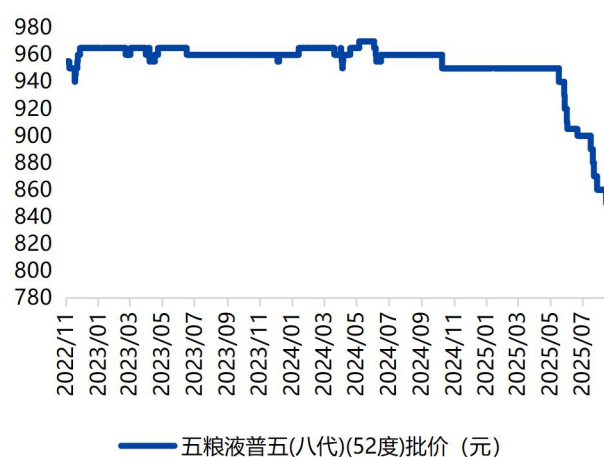
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 7：飞天茅台批价走势（元/瓶）



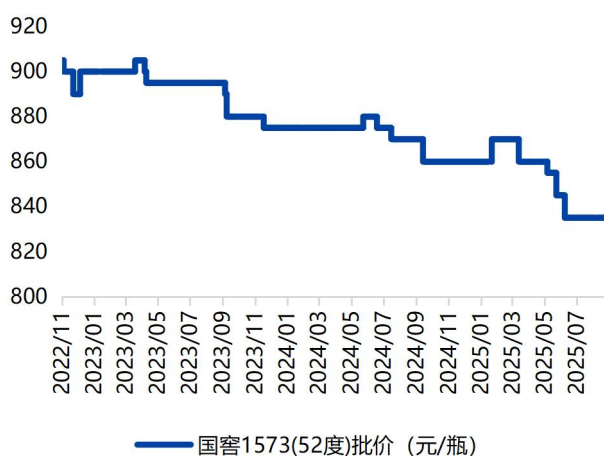
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 8：普五（八代）批价走势（元/瓶）



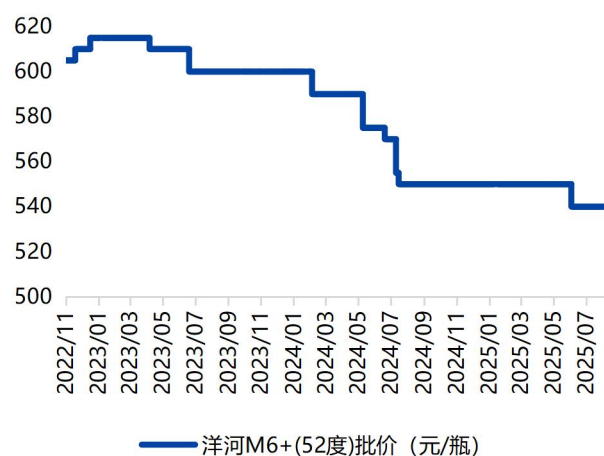
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 9：国窖 1573 批价走势（元/瓶）



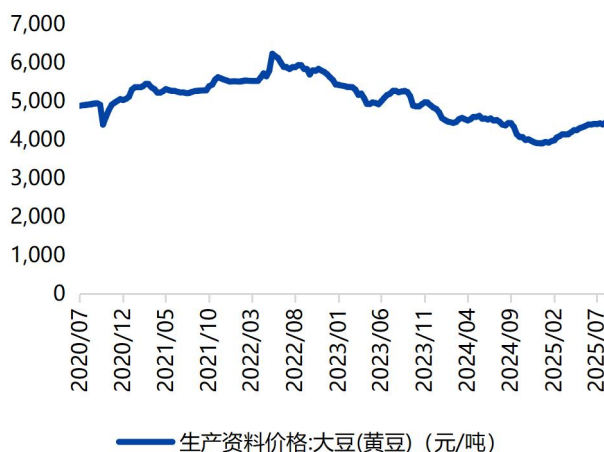
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 10：洋河 M6+ 批价走势（元/瓶）



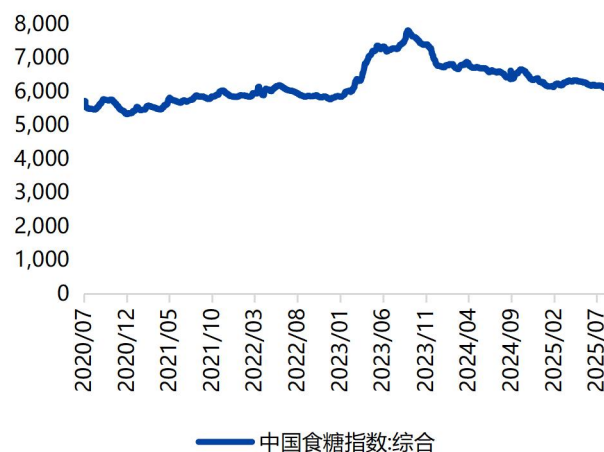
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 11：生产资料价格:大豆（黄豆）



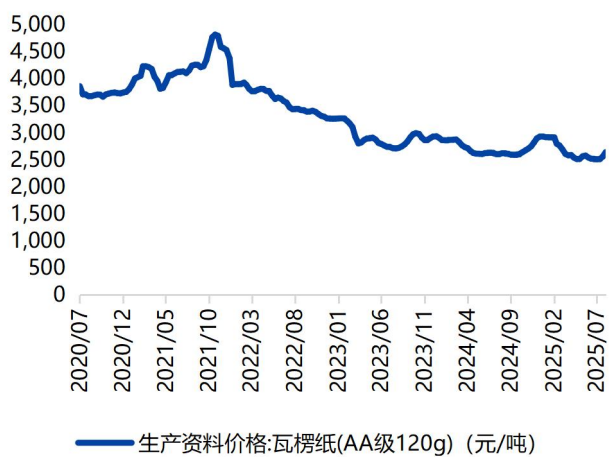
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 12：中国食糖指数:综合



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 13: 生产资料价格:瓦楞纸 (AA 级 120g)



资料来源: iFinD, 爱建证券研究所

图表 14: 现货价:玻璃



资料来源: iFinD, 爱建证券研究所

爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。