

大众品率先企稳改善，白酒加速释压

——食品饮料行业2025年中报总结报告

行业研究 · 行业专题

食品饮料

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

S0980523090001

证券分析师：杨苑

021-60933124

yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090003

证券分析师：柴苏苏

021-61761064

chaisusu@guosen.com.cn

S0980524080003

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

S0980525070005

联系人：王新雨

021-60875135

wangxinyu8@guosen.com.cn

核心观点：大众品龙头率先企稳改善，白酒加速释压，份额逻辑继续强化



- **2025H1 食品饮料行业整体展现出总量趋稳、结构分化的特征。** 2025Q1/Q2食品饮料板块收入同比+2.5%/+2.4%，归母净利同比+0.3%/-2.1%。Q1在政策支持以及春节假期加持下，消费需求渐进复苏；Q2白酒、餐饮供应链、啤酒行业受到规范吃喝相关政策的影响，消费场景缺失、需求走弱，饮料以及零食赛道中的部分细分品类维持高景气，份额逻辑在乳品、饮料、啤酒再次得到验证。
- **白酒：**2024年降速共识强化，多数酒企进入调整周期，Q2受政策扰动，经营压力传导至上市公司，并形成“降速释放风险”共识，二季度茅台/五粮液/山西汾酒渠道仍有调节空间，实现正增长，其余公司（除天佑德酒）收入下滑，毛利率、预收和净利率均有所恶化，但资本市场对短期收入及业绩增速下修预期较为充分，当前更加关注市场动销等边际改善情况，如茅五批价等仍是核心指标。
- **大众品：**受益于2024H1主动降库存减负以及2024Q4以来宏观政策发力背景下，2025H1细分赛道龙头率先实现经营改善，带动大众品板块整体呈现企稳改善趋势。部分细分赛道继续展现高景气，无糖茶/功能饮料/量贩零食/魔芋零食/泡卤零食龙头，如农夫/东鹏/卫龙/盐津等公司收入增速领先，品类红利及渠道扩张系主要驱动力。利润端表现差异显著，乳制品板块Q2受益于喷粉减少及信用减值下降，利润改善明显，如伊利等。零食板块中葵花子、棕榈油、魔芋精粉等价格上涨加剧成本压力，但部分公司规模效益及提质增效带动盈利能力改善；啤酒板块成本红利延续，非即饮渠道快速增长对销量提供较强支撑。
- **投资建议：**中报农夫、东鹏、燕啤、卫龙、海天、伊利、巴比等优质龙头释放积极信号，强化市场信心。当前预期改善先行，后续将通过消费信心改善进一步传导至食品饮料行业基本面，且行业内产品及渠道创新活力充足，同时7月以来相关政策扰动正逐步消退，建议重视食品饮料板块全年估值及业绩修复机会，积极寻找买点，**推荐标的：**白酒方面，泸州老窖、山西汾酒、迎驾贡酒等；大众品方面，农夫山泉、东鹏饮料、卫龙美味、盐津铺子、第一太平、巴比食品、燕京啤酒等。
- **风险提示：**需求恢复进程不及预期；国际贸易摩擦导致经济环境出现不可控变化；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧；市场资金波动加剧。

01

白酒：2025Q2板块收入、净利润同比转负，行业加速释压

整体看，2025H1白酒行业利润下滑11%，上市公司收入同比转降



- 2025年上半年，全国白酒规上企业营收3304.2亿元/同比增长0.19%；利润876.9亿元/同比-10.93%；规上企业数量887家，较去年同期下降超过100家。
- 2025H1白酒上市公司实现销售总收入2440.4亿元/同比-1.5%；归母净利润952.1亿元/同比-1.3%。
 - ✓ 高端酒企实现总收入1603亿元/同比+6.2%/占上市公司收入比例进一步提升至65.7%；净利润726亿元/同比+5.5%/占比76.2%。
 - ✓ 全国化次高端酒企销售收入312亿元/同比-5.4%/占比12.8%；净利润96亿元/同比-4.7%/占比10.1%。
 - ✓ 区域性酒企销售收入478亿元/同比-17.5%/占比19.6%；净利润128亿元/同比-25.3%/占比13.5%。

表：2025H1白酒行业及上市公司收入及净利润数据

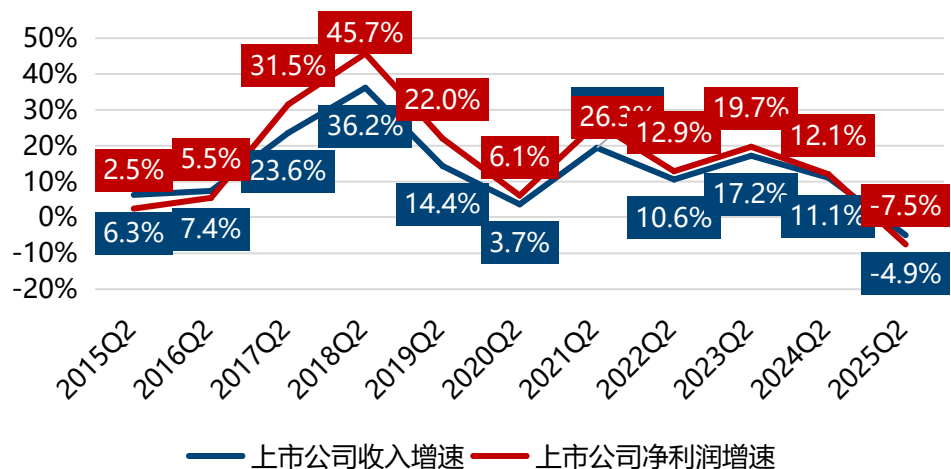
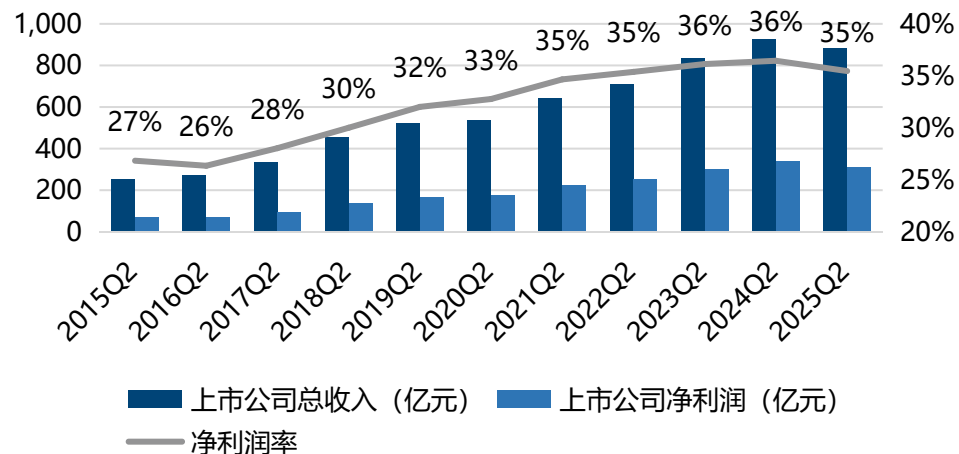
价位	公司	收入	收入增速	净利润	利润增速
全国化 高端	贵州茅台	910.9	9.2%	454.0	8.9%
	五粮液	527.7	4.2%	194.9	2.3%
	泸州老窖	164.5	-2.7%	76.6	-4.5%
	合计	1603.2	6.2%	725.6	5.5%
全国化 次高端	山西汾酒	239.6	5.4%	85.1	1.1%
	珍酒李渡	25.0	-41.7%	5.7	-23.5%
	舍得酒业	27.0	-17.4%	4.4	-25.0%
	水井坊	15.0	-12.8%	1.1	-56.5%
	酒鬼酒	5.6	-43.5%	0.1	-92.6%
	合计	312.2	-5.4%	96.4	-4.7%
区域性白酒	洋河股份	148.0	-35.3%	43.4	-45.3%
	古井贡酒	138.8	0.5%	36.6	2.5%
	今世缘	69.5	-4.8%	22.3	-9.5%
	迎驾贡酒	31.6	-16.5%	11.3	-18.0%
	口子窖	25.3	-20.1%	7.2	-24.6%
	老白干酒	24.8	0.5%	3.2	5.4%
	金徽酒	17.6	0.3%	3.0	1.1%
	伊力特	10.7	-19.5%	1.6	-17.8%
	天佑德酒	6.7	-11.2%	0.5	-35.4%
	金种子酒	4.8	-27.5%	(0.7)	-750.5%
	合计	477.9	-17.5%	128.4	-25.3%
光瓶酒	顺鑫农业	45.9	-19.2%	1.7	-59.1%
上市公司合计		2439.2	-1.5%	952.1	-1.4%
白酒行业		3304.2	0.19%	876.87	-10.93%

资料来源：公司公告、中国酒业协会，国信证券经济研究所整理；注：酒协公布利润为营业利润，与上市公司归母净利润口径不一致

整体看，2025Q2上市公司收入、净利润同比转负，净利率出现下滑

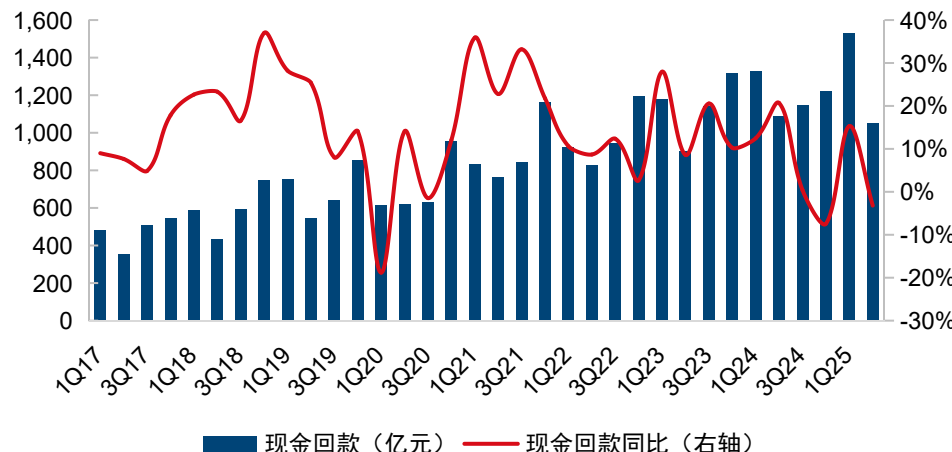
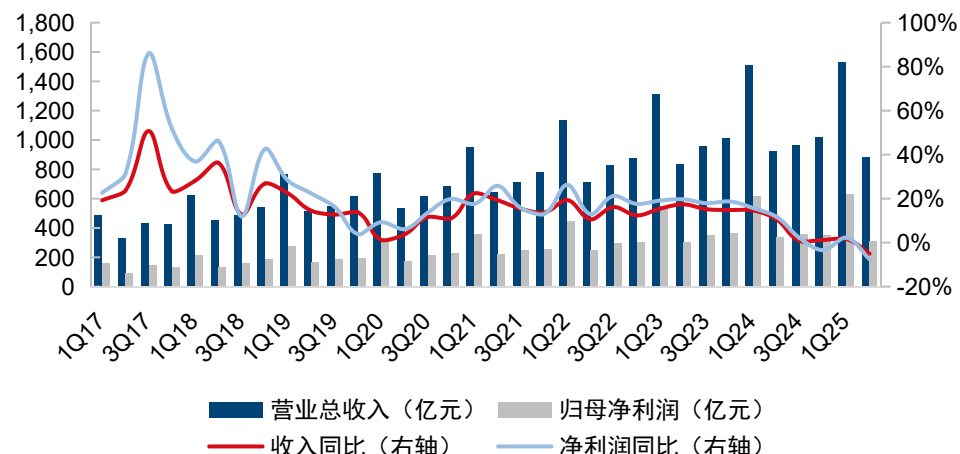
- 2025Q2为2016Q2以来首个收入及净利润下滑且净利率同比下降的单二季度。2025Q2白酒上市公司（前述19家企业）收入881亿元/同比-5%，净利润312亿元/同比-7.5%，现金回款1052亿元/同比-3.2%。

图：历年Q2上市公司总收入及归母净利润表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：采用前文19家白酒上市公司的数据

图：历史单季度白酒板块收入、净利润及销售收现表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：采用SW白酒II数据

收入及预收：2025Q2多数酒企同比下降，释放需求压力



第二季度为白酒消费淡季，叠加消费场景受损较大，主流白酒动销承压，酒企普遍以纾压渠道、减缓发货、去化库存为主，收入及回款表现均有较大压力。

- 头部酒企展现较强的抗压能力，茅五汾25Q2收入同比正增，仍能通过调整产品结构、发货节奏和渠道经营稳住市场份额，其中茅台飞天及非标酒发货节奏较快，系列酒Q2调整降速；五粮液增加1618、五粮春等产品费用投入；汾酒玻汾、青花系列占比提升。
- （收入+预收环比变化）口径下，老窖、汾酒、金徽酒录得同比正增，体现需求承压背景下维护了较好的厂商关系，其中老窖优化并完善渠道费用政策、回款节奏保持稳健；金徽酒截至25Q2末合同负债+24%，体现省内竞争格局改善下渠道对品牌仍有信心。

表：25H1及25Q2主要白酒上市公司营业总收入及合同负债情况

(亿元) 证券简称	1H25		2Q25					
	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy	收入+预收环比	yoy	截至Q2末合同负债	yoy
贵州茅台	910.94	9.2%	396.50	7.3%	363.69	-2.9%	55.07	-44.9%
五粮液	527.71	4.2%	158.31	0.1%	157.42	-16.8%	100.77	23.5%
泸州老窖	164.54	-2.7%	71.02	-8.0%	75.65	0.6%	35.29	50.7%
山西汾酒	239.64	5.4%	74.41	0.4%	76.06	0.7%	59.83	4.4%
水井坊	14.98	-12.8%	5.39	-31.4%	5.86	-16.9%	9.83	-8.2%
舍得酒业	27.01	-17.4%	11.25	-3.4%	10.76	-1.5%	1.57	-3.0%
酒鬼酒	5.61	-43.5%	2.17	-56.6%	1.73	-66.8%	1.35	-47.3%
珍酒李渡	24.97	-41.7%						
洋河股份	147.96	-35.3%	37.29	-43.7%	25.83	-45.5%	58.78	49.3%
古井贡酒	138.80	0.5%	47.34	-14.2%	24.88	-20.3%	14.28	-35.6%
今世缘	69.51	-4.8%	18.52	-29.7%	19.13	-16.4%	6.00	-4.4%
迎驾贡酒	31.60	-16.9%	11.13	-24.1%	10.97	-22.1%	4.40	-4.7%
口子窖	25.31	-20.1%	7.21	-48.5%	7.49	-44.1%	2.98	-5.9%
老白干酒	24.81	0.5%	13.14	-1.9%	7.11	-15.2%	12.75	-31.6%
伊力特	10.70	-19.5%	2.75	-44.9%	2.54	-45.8%	0.40	-34.6%
金种子酒	4.84	-27.5%	1.88	-24.2%	1.59	-19.9%	1.21	93.8%
金徽酒	17.59	0.3%	6.51	-4.0%	6.66	25.7%	5.98	23.9%
天佑德酒	6.74	-11.2%	2.42	3.9%	2.27	-1.9%	0.58	-15.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

销量及吨价：板块吨价承压明显，头部名酒适当加大高周转产品的投放



- 2025H1板块价格压力增大，吨价普遍同比下滑。我们判断系1) 第二季度政商务场景及需求受挫，主流酒企产品结构有所下移；2) 公司加大红包力度等促进消费者开瓶、抵减收入表现。
- 具体看，供需两端进一步向名酒绝对大单品集中。25Q2茅台酒同比+11%，预计飞天系发货节奏加快；五粮液侧翼产品表现好于普五；汾酒适当增加玻汾的投放力度。金徽酒受益于西北消费偏低、公司份额提升，仍实现结构升级。

表：白酒上市公司分产品系列单季度收入同比增速

公司名称	产品	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
贵州茅台	茅台酒	17.75%	12.92%	16.32%	13.94%	9.70%	10.99%
	系列酒	18.39%	42.52%	13.14%	5.07%	18.30%	-6.53%
山西汾酒	中高价酒类	24.9%	1.5%	6.7%	14.8%		
	其他酒类	9.9%	58.3%	25.6%	-59.3%		
	汾酒					8.2%	0.6%
水井坊	高档酒	-0.58%	14.70%	-2.03%	12.76%	6.71%	-36.96%
	中档酒	62.38%	-43.61%	87.15%	181.77%	-34.21%	67.68%
舍得酒业	中高档酒类	3.31%	-19.33%	-35.66%	-60.48%	-28.46%	-15.65%
	低档酒	0.85%	-47.34%	-14.96%	-26.44%	-12.59%	62.25%
今世缘	特A+类	22.39%	21.07%	11.70%	-3.73%	6.60%	-32.07%
	特A类	26.49%	25.30%	9.55%	-7.18%	17.37%	-28.10%
	A及以下	9.09%	2.47%	-0.92%	-34.42%	-3.12%	-34.35%
迎驾贡酒	中高档白酒	24.27%	24.95%	7.12%	1.66%	-8.57%	-23.60%
	普通白酒	11.90%	6.50%	-9.16%	-28.58%	-32.09%	-32.90%
口子窖	高档白酒	10.57%	3.48%	-22.70%	9.37%	3.53%	-49.64%
	中档白酒	-12.22%	4.01%	-55.30%	115.13%	-12.50%	-7.68%
	低档白酒	85.57%	16.62%	26.54%	10.36%	-9.00%	7.49%
老干白酒	100元以上	35.23%	10.45%	9.95%	-34.61%	25.50%	-9.69%
	100元以下	13.16%	12.70%	2.29%	3.08%	-15.65%	7.84%
伊力特	高档	10.57%	1.00%	-11.84%	10.43%	8.77%	-39.84%
	中档	6.94%	24.33%	-35.10%	-34.35%	-30.75%	-57.47%
	低档	51.46%	8.46%	-66.06%	-61.97%	-40.95%	-29.64%
金徽酒	300元以上	86.48%	7.06%	42.06%	29.27%	28.14%	11.32%
	100-300元	24.13%	2.65%	14.92%	17.19%	14.24%	0.31%
	100元以下	-4.20%	13.32%	-24.33%	23.84%	-31.72%	-26.61%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：白酒上市公司分产品、分量价半年度增速

公司名称	产品	23H1	23H2	24H1	24H2	25H1
五粮液	整体销量	29.04%	20.04%	-15.50%	25.98%	44.59%
	整体吨价	-15.70%	-0.90%	33.08%	-17.26%	-27.89%
	五粮液	10.03%	18.25%	11.45%	3.78%	4.57%
	量	15.82%	20.82%	12.07%	0.73%	12.75%
	价	-5.00%	-2.13%	-0.56%	3.03%	-7.25%
	其他酒	2.65%	21.84%	17.77%	6.00%	2.73%
	量	33.66%	19.77%	-23.86%	34.71%	58.81%
泸州老窖	整体销量	10.45%	12.77%	10.37%	5.64%	2.09%
	整体吨价	13.75%	2.56%	5.14%	-13.56%	-4.62%
	中高档酒类	25.24%	17.78%	17.12%	-10.68%	-1.09%
	量	-3.00%	5.00%	25.71%	5.11%	13.33%
	价	29.11%	12.17%	-6.84%	-15.02%	-12.72%
	其他酒类	29.23%	17.74%	6.86%	7.41%	-16.96%
	量	21.20%	18.39%	0.56%	5.99%	-6.89%
酒鬼酒	整体销量	-44.07%	-30.49%	-18.77%	-38.87%	-34.25%
	整体吨价	8.67%	23.33%	-20.75%	-46.22%	-14.30%
	内参系列	-31.67%	-46.47%	-60.85%	-77.09%	-35.81%
	酒鬼系列	-42.46%	0.16%	-30.11%	-69.60%	-51.01%
	湘泉及其他	-39.45%	10.78%	-9.75%	-45.46%	-30.37%
	整体销量	8.69%	-43.34%	-0.27%	-53.26%	-32.35%
	整体吨价	6.88%	79.29%	5.17%	12.04%	-4.50%
洋河股份	中高档酒类	17.60%	-5.38%	4.78%	-54.09%	-36.52%
	普通酒	3.80%	61.69%	5.16%	-9.28%	-27.24%
	整体销量	11.43%	16.31%	12.75%	3.13%	10.67%
古井贡酒	整体吨价	13.31%	22.60%	8.46%	5.69%	-8.22%
	年份原浆	30.67%	23.21%	23.12%	9.66%	1.59%
	量	24.73%	15.62%	16.64%	5.88%	10.80%
	价	4.76%	6.72%	5.56%	3.42%	-8.31%
	古井贡酒	23.26%	-7.00%	11.47%	10.81%	-4.39%
	黄鹤楼及其他	1.63%	0.12%	26.58%	3.45%	6.68%
	整体销量	11.43%	16.31%	12.75%	3.13%	10.67%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

收现及现金流：渠道压力进一步向上游传导，酒企积极为渠道纾压

- 25Q2板块销售收现同比-3.3%，剔除茅五后同比-13.0%。第二季度动销速率降低，渠道库存较高，经销商资金压力较大，回款行为更加谨慎、优先仍有需求韧性的名优大单品，茅台、汾酒收现下滑幅度相对较小。五粮液、古井、金徽酒收现同比正增，预计和经销商票据到期回笼现金相关，本身渠道结构中优质大商占比较高、也体现出了一定韧性。
- 叠加公司增加消费者端费用投放、生产经营支出刚性等影响，25Q2经营性现金流量净额进一步承压，同比-52.9%。

表：25H1及25Q2主要白酒上市公司销售收现及经营性现金流情况

证券简称	经营性现金流净额（亿元）				销售收现（亿元）			
	1H25	yoy	2Q25	yoy	1H25	yoy	2Q25	yoy
贵州茅台	131.19	-64%	43.10	-84%	950.87	9%	389.43	-4.6%
五粮液	311.37	132%	152.88	18%	694.67	40%	312.33	12.0%
泸州老窖	60.64	-26%	27.57	-29%	179.50	-11%	80.83	-15.1%
山西汾酒	59.80	-25%	-10.46	-218%	207.31	-4%	69.41	-6.1%
水井坊	-5.05	上年为负	0.70	上年为负	17.23	2%	9.91	29.5%
舍得酒业	0.67	上年为负	-1.57	上年为负	27.75	-19%	11.52	-24.2%
酒鬼酒	-2.34	上年为负	-1.07	-290%	4.54	-46%	2.22	-57.1%
洋河股份	6.16	-70%	-19.20	上年为负	123.78	-31%	25.73	-47.5%
古井贡酒	41.55	4%	23.09	48%	152.11	7%	69.79	18.7%
今世缘	10.75	-14%	-3.52	-244%	67.00	8%	20.23	-18.9%
迎驾贡酒	3.17	-48%	-1.79	上年为负	34.88	-10%	12.78	-17.9%
口子窖	-3.83	-9854%	-1.37	-227%	22.53	-19%	10.58	-24.1%
老白干酒	-0.46	-121%	-2.24	上年为负	25.13	-19%	8.30	-26.7%
伊力特	-2.12	上年为负	-1.53	上年为负	8.16	-24%	2.29	-24.0%
金种子酒	-1.19	上年为负	-0.47	上年为负	3.95	-40%	1.48	-33.4%
金徽酒	3.21	-7%	0.52	1651%	19.29	3%	7.49	17.2%
天佑德酒	0.54	136%	-0.46	上年为负	7.42	-11%	2.48	-2.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

毛利率及销售费用率：多数酒企25Q2毛销差同比下降，费用倾斜终端动销和消费者开瓶

国信证券

GUOSEN SECURITIES

- 25H1及25Q2多数酒企毛销差同比下降，主要酒企仍维持积极的费用投入水平促进动销开瓶。除产品结构沉降和价格受损外，弱需求环境下公司保持积极的费投力度（如增加宴席买赠政策、加大开瓶扫码红包等），进一步拖累毛销差表现。**25Q2看少数公司实现费效比提升**，1）老窖受益于数字化营销系统对渠道费用的精准化赋能，25Q2毛销差同比+0.25pcts；2）古井、老白干受益于省内市场份额稳固，公司在费用投入端较为克制防止打入渠道价值链，毛销差同比+1.6/+1.5pcts；3）舍得低基数下改善2.94pcts。
- 主流酒企在销售费用投入上进行优化聚焦，多数减少广告宣传费用，增加终端及消费者促销费用。老窖、汾酒、今世缘等销售人员薪酬同比增长，在行业调整阶段重视销售人员的激励。

表：25H1及25Q2主要白酒上市公司毛利率、销售费用率及毛销差情况

公司名称	毛利率		销售费用率		毛销差		毛利率		销售费用率		毛销差	
	1H25	yoy	1H25	yoy	1H25	yoy	2Q25	yoy	2Q25	yoy	2Q25	yoy
贵州茅台	91.3%	-0.46%	3.6%	0.44%	87.7%	-0.90%	90.4%	-0.26%	4.5%	0.46%	86.0%	-0.72%
五粮液	76.8%	-0.53%	10.2%	-0.37%	66.6%	-0.16%	74.7%	-0.32%	18.9%	1.54%	55.8%	-1.86%
泸州老窖	87.1%	-1.48%	9.2%	-0.41%	77.9%	-1.07%	87.9%	-0.95%	10.6%	-1.20%	77.3%	0.25%
山西汾酒	76.7%	-0.04%	9.9%	1.15%	66.7%	-1.19%	71.9%	-3.21%	11.5%	-0.02%	60.4%	-3.19%
水井坊	79.3%	-1.71%	36.3%	2.58%	42.9%	-4.29%	74.4%	-7.13%	52.1%	19.87%	22.3%	-27.00%
舍得酒业	65.7%	-3.73%	21.2%	1.05%	44.5%	-4.78%	60.6%	-0.33%	23.7%	-3.27%	36.9%	2.94%
酒鬼酒	68.6%	-4.77%	32.6%	-2.10%	36.0%	-2.67%	65.2%	-10.39%	40.3%	4.84%	24.9%	-15.22%
洋河股份	75.0%	-0.33%	14.5%	3.10%	60.5%	-3.43%	73.3%	-0.35%	20.9%	2.33%	52.4%	-2.69%
古井贡酒	79.9%	-0.54%	25.3%	-0.86%	54.6%	0.33%	80.2%	-0.26%	22.8%	-1.86%	57.5%	1.60%
今世缘	73.4%	-0.38%	14.8%	1.35%	58.6%	-1.74%	72.8%	-0.21%	19.0%	6.79%	53.8%	-7.01%
迎驾贡酒	73.6%	0.04%	9.7%	1.74%	63.9%	-1.69%	68.3%	-2.82%	13.4%	3.41%	54.9%	-6.23%
口子窖	73.1%	-2.78%	14.1%	-0.95%	59.0%	-1.83%	65.2%	-9.86%	18.2%	-0.59%	47.0%	-9.27%
老白干酒	68.0%	2.12%	27.5%	0.71%	40.4%	1.41%	67.4%	-1.06%	27.6%	-2.56%	39.8%	1.50%
金种子酒	42.9%	-0.59%	31.3%	12.13%	11.6%	-12.73%	44.8%	3.05%	34.6%	11.99%	10.2%	-8.94%
金徽酒	65.6%	0.53%	19.0%	-0.20%	46.7%	0.73%	63.7%	-1.01%	22.6%	1.59%	41.0%	-2.60%
伊力特	49.3%	-1.22%	7.2%	-3.62%	42.1%	2.40%	50.8%	2.61%	13.1%	-4.80%	37.7%	7.41%
天佑德酒	58.7%	-0.78%	23.5%	2.64%	35.2%	-3.42%	55.3%	3.97%	33.9%	-1.65%	21.5%	5.62%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：费用率的yoy表示同比增减

表：25H1部分白酒上市公司销售费用明细

销售费用明细项		25H1（百万元）	yoy
贵州茅台	广告宣传费	724.3	51.0%
	市场推广及服务费	2225.6	19.9%
五粮液	形象宣传费	921.5	-1.2%
	促销费	3561.2	3.5%
	仓储费及物流费	285.4	4.8%
	人工费用	371.8	-18.3%
泸州老窖	广告宣传费	614.4	-20.3%
	促销费	518.1	11.2%
	人工费用	214.8	1.3%
山西汾酒	广告及业务宣传费	1540.3	17.3%
	职工薪酬	484.5	29.1%
洋河股份	广告促销费	1450.2	-21.0%
	职工薪酬	449.5	-10.9%
	电商费用	32.5	39.8%
今世缘	广告费	418.5	-6.0%
	综合促销费	393.9	26.3%
	职工薪酬	145.4	6.1%
古井贡酒	综合促销费	1545.8	-8.3%
	广告费	715.1	3.9%
	职工薪酬	664.1	-1.8%
舍得酒业	职工薪酬	268.0	-10.8%
	广告宣传及市场开发费	235.9	-16.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

净利润及其他费用率：费用率规模效应减小，多数酒企净利润下降幅度大于收入



- 25Q2板块税金率同比+1.3pcts，主因销售和生产节奏错期影响。25Q2老窖、汾酒、洋河税金率增加较多系消费税影响，销售端下滑但生产端保持正常节奏，对净利率表现有所扰动；但从半年维度看，25H1多数酒企税金率变动幅度较为平稳，在1-2pcts的增加幅度内。
- 25H1/25Q2板块管理费用率同比-0.2/+0.1pcts。上半年多数酒企内部管理持续推进降本增效，25Q2在收入同比下降的背景下受到员工薪酬等刚性支出影响。
- 25H1及25Q2板块整体净利润跟随收入同比下降，产品结构沉降及费用投入积极影响，净利率同比-0.2/-1.0pcts。舍得、古井、老白干等在25Q2仍录得净利率提升，主因费效比改善驱动。

表：25H1及25Q2主要白酒上市公司税金率及管理费用率情况

证券简称	2025H1				2025Q2			
	税金率	yoy	管理费用率	yoy	税金率	yoy	管理费用率	yoy
贵州茅台	15.3%	-0.86%	4.1%	-0.54%	17.1%	0.07%	4.5%	-0.32%
五粮液	14.9%	0.72%	3.2%	-0.19%	15.5%	0.84%	4.2%	-0.04%
泸州老窖	13.3%	1.18%	2.6%	-0.38%	15.4%	3.72%	3.3%	-0.27%
山西汾酒	16.3%	0.94%	2.6%	-0.17%	22.3%	2.56%	4.3%	0.08%
水井坊	19.5%	5.00%	17.7%	3.41%	23.8%	8.28%	33.1%	13.17%
舍得酒业	13.2%	-1.66%	9.2%	-0.24%	15.4%	-0.59%	10.9%	-1.16%
酒鬼酒	19.7%	0.20%	13.1%	5.19%	18.9%	-1.02%	17.1%	9.26%
洋河股份	16.3%	1.40%	5.8%	1.73%	18.3%	6.02%	11.4%	4.17%
古井贡酒	15.7%	0.51%	4.8%	-0.02%	15.1%	-0.25%	5.7%	0.78%
今世缘	14.7%	1.19%	3.0%	0.21%	10.1%	0.12%	5.6%	1.71%
迎驾贡酒	14.9%	0.16%	4.0%	1.22%	15.8%	0.17%	5.5%	2.10%
口子窖	15.7%	0.97%	7.4%	1.21%	18.0%	2.53%	11.8%	4.57%
老白干酒	16.9%	0.60%	7.5%	-0.10%	17.2%	1.36%	6.7%	-0.23%
伊力特	14.0%	-0.96%	3.2%	0.24%	19.3%	4.19%	4.3%	0.78%
金种子酒	17.8%	1.92%	6.7%	-0.57%	16.5%	0.83%	8.7%	1.05%
金徽酒	15.0%	0.47%	9.2%	-0.46%	14.5%	-0.60%	13.0%	0.50%
天佑德酒	15.1%	0.65%	9.8%	-1.48%	14.8%	1.73%	14.9%	-5.36%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：费用率的yoy表示同比增减

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

表：25H1及25Q2主要白酒上市公司归母净利润及净利率情况

证券简称	归母净利润	2025H1			归母净利润	2025Q2		
		yoy	净利率	yoy		yoy	净利率	yoy
贵州茅台	454.03	8.9%	49.8%	-0.12%	185.55	5.2%	46.8%	-0.90%
五粮液	194.92	2.3%	36.9%	-0.69%	46.32	-7.6%	29.3%	-2.43%
泸州老窖	76.63	-4.5%	46.6%	-0.91%	30.70	-11.1%	43.2%	-1.52%
山西汾酒	85.05	1.1%	35.5%	-1.48%	18.57	-13.5%	25.0%	-4.03%
水井坊	1.05	-56.5%	7.0%	-7.07%	-0.85	-251.2%	-15.8%	-22.90%
舍得酒业	4.43	-25.0%	16.4%	-1.66%	0.97	139.5%	8.6%	5.15%
酒鬼酒	0.09	-92.6%	1.6%	-10.58%	-0.23	-147.8%	-10.5%	-20.00%
珍酒李渡	5.7477	-23.5%	23.0%	5.46%				
洋河股份	43.44	-45.3%	29.4%	-5.38%	7.07	-62.7%	18.9%	-9.63%
古井贡酒	36.62	2.5%	26.4%	0.50%	13.32	-11.6%	28.1%	0.83%
今世缘	22.29	-9.5%	32.1%	-1.63%	5.85	-37.1%	31.6%	-3.69%
迎驾贡酒	11.30	-18.2%	35.8%	-0.57%	3.02	-35.2%	27.1%	-4.78%
口子窖	7.15	-24.6%	28.3%	-1.71%	1.05	-70.9%	14.5%	-11.18%
老白干酒	3.21	5.4%	12.9%	0.61%	1.68	0.2%	12.8%	0.27%
伊力特	1.63	-17.8%	15.2%	0.31%	0.18	-52.7%	6.7%	-1.12%
金种子酒	-0.72	-750.5%	-14.9%	-16.59%	-0.33	-408.2%	-17.7%	-15.09%
金徽酒	2.98	1.1%	17.0%	0.14%	0.64	-12.8%	9.9%	-0.99%
天佑德酒	0.51	-35.4%	7.6%	-2.85%	-0.16	44.1%	-6.6%	5.70%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：费用率的yoy表示同比增减

展望2025H2，需求复苏仍具有不确定性，预计酒企理性降速



- 2025H1仅茅台、汾酒、古井完成年初制定的全年增长目标。2025上半年白酒整体消费需求仍有压力，尤其第二季度外部环境的扰动对酒企经营产生较大扰动，茅台时间过半、任务过半，汾酒、古井稳中有增。展望下半年，消费场景及需求复苏仍具有较强不确定性，酒企将以纾压渠道、去化库存、促进动销为主线任务，预计不会强制加压完成目标。

表：主要公司报表目标与当年实际完成情况

公司	目标	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
贵州茅台	报表目标		20%	3%	1%	4%	15%	15%	14%	10%	11%	15%左右	15%左右	15%左右	9%
	实际完成		17%	2%	3%	19%	50%	26%	16%	10%	12%	17%	18%	16%	
	完成情况		x	x	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	H1：9.2%
五粮液	报表目标	20%	15%	正增长	业绩平稳	10%	10%	26%	25%	10%	10%	10%左右	10%左右	10%左右	预计5%左右
	实际完成	34%	-9%	-15%	3%	13%	23%	33%	25%	14%	16%	12%	13%	7%	
	完成情况	√	x	x	√	√	√	√	√	√	√	√	√	x	H1：4.2%
泸州老窖	报表目标	32%	21%	12%	45%	16%	22%	25%	20%		15%	15%	15%	15%	稳中求进
	实际完成	37%	-10%	-49%	29%	20%	25%	26%	21%	5%	24%	22%	20%	3%	
	完成情况	√	x	x	x	√	√	√	√	x	√	√	√	x	H1：-2.7%
山西汾酒	报表目标		25%	平稳增长	平稳增长	10%	30%	40%	20%	20%	30%	25%	20%	20%	保持稳健增长
	实际完成		-6%	-36%	5%	7%	37%	47%	27%	18%	43%	31%	22%	13%	
	完成情况		x	x	√	x	√	√	√	x	√	√	√	x	H1：5.4%
洋河股份	报表目标	30%	10%	基本持平	5%	10%	10%	20%	12%	0%	10%	15%	15%	5-10%	/
	实际完成	36%	-13%	-2%	9%	7%	16%	21%	-4%	-9%	20%	19%	10%	-13%	
	完成情况	√	x	x	√	x	√	√	x	x	√	√	x	x	H1：-35.3%
舍得酒业	报表目标	18亿	22亿	17亿	18亿	73%	51%							正增长	
	实际完成	19.59	14.19	14.45	11.56	25%	12%	35%	20%	2%	84%	22%	17%	-24%	
	完成情况	√	x	x	x	x	x	x			√	x	x	x	H1：-17.4%
古井贡酒	报表目标				增长			14%	18%	11%	17%	15%	22%	21%	保持稳健增长
	实际完成				13%	15%	16%	25%	20%	-1%	29%	24%	21%	16%	
	完成情况				√			√	√	x	√	√	√	x	H1：0.5%
今世缘	报表目标				26亿	11%	15%	19%	30%	10%	15%	17%	100亿元	122亿元	5-12%
	实际完成				24.25	5%	16%	27%	37%	5%	25%	23%	28%	14%，115e	
	完成情况				x	x	√	√	√	x	√	√	√	x	H1：-4.8%

资料来源：公司公告、酒业家，国信证券经济研究所整理

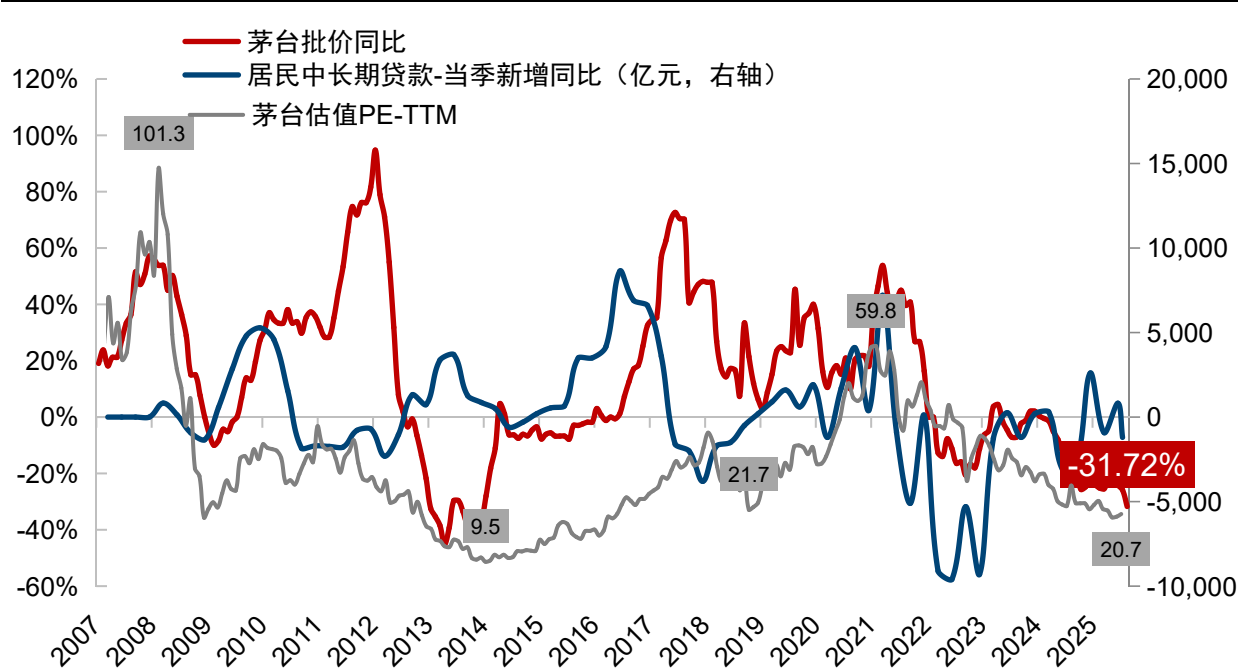
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

展望2025H2，景气度仍处于左侧磨底阶段，酒企积极改革适应长期发展需要



- 短期看，场景及需求环比改善，关注中秋国庆旺季验证节点。8月以来政策执行更加注重方式方法，部分地区宴席、聚饮、自饮等大众消费场景有所修复，中秋国庆旺季动销同比降幅预计环比Q2收窄；我们认为消费数据的实质性改善需要持续性的政策加持和消费者信心提振，酒企仍持续去化渠道包袱、逐步释放需求风险，表观增速预计仍有压力。
- 景气度指标看，茅台批价同比降幅预计进入磨底区间。截至8月底箱装飞天批价1830元，较去年同期-31.7%；在外部需求压力和消费信心缓慢复苏阶段（居民贷款数据仍在低位），飞天价格同比值或逐步探底。
- 中长期看，本轮行业调整主因产业结构和人口结构转变，酒企于调整阶段进行产品、渠道、组织改革，寻找长期增长势能。长期看伴随经济活跃度升温，白酒需求仍回归以商务、大众为主的消费场景，酒企积极开拓新商务团购、新零售渠道、低度化产品等，更适应长期发展需求。

图：飞天茅台批价同比增速反映经济预期，与估值走势具有较高拟合度



资料来源：今日酒价、Wind，国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：2025年白酒公司低度化新品推出及筹备情况

企业名称	产品名称	酒精度	规格	核心特点	(计划)推出时间
舍得酒业	舍得自在	29%vol	500ml	依托老酒储量，应用“降醇固香”等技术，追求低酒度与高风味的平衡	8月30日上市
古井贡酒	年份原浆轻度古20	26%vol	375ml/100ml	主打“轻饮无负担”，适配混饮，包装采用流光渐变瓶设计	8月19日上市
五粮液	一见倾心	29%vol	500ml	旨在以更温和的入口体验吸引新兴消费群体	8月26日上市
泸州老窖	国窖1573	28%vol	未明确	已研发完成	待时投放市场
	未命名	16%vol	未明确	超低度产品，已在研发中	研发中
	未命名	6%vol	未明确	超低度产品，已在研发中	研发中
水井坊	未命名新品	38° 以下	未明确	面向年轻消费群体，在部分市场试点	部分市场试点
洋河股份	微分子酒	33.8%vol	未明确	升级产品，强化“轻包装轻负担”的年轻定位	已升级
酒鬼酒	未命名	40° 以下	未明确	预计4款低度产品	筹备中

资料来源：微酒、酒业家，国信证券经济研究所整理

- 基本面看，消费需求和渠道信心慢速筑底，酒企报表端预计逐步释放压力。短期看消费场景和需求有所修复，但白酒行业整体需求和动销仍然承压，渠道利润伴随价格下探进一步收缩；本轮酒企在产品、渠道方面更具韧性，预计酒企报表端慢速释放风险、动态筑底。
- 估值端看，当前板块仍处历史较低分位数水平，市场对板块增速下修或下滑预期较为充分，边际利好催化下或先于基本面修复。1) 当前茅台批价逐步接近1800元，品价比进一步突出后社会库存有望加快去化，我们预计批价同比降幅在中秋后磨底，伴随同比值企稳估值也有修复空间；2) 历史复盘看，伴随库存见顶回落，估值拐点更加夯实；3) 积极性政策加持进一步提升经济预期；4) 酒企分红率指引积极，提供安全边际。
- 投资建议：1) 短期优势价位或优势区域份额提升、中长期顺周期增长的泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、金徽酒；2) 经营韧性突出的龙头贵州茅台、五粮液；3) 先于行业调整释压，产品、渠道逐步向上的舍得酒业等。

表：主要白酒上市盈利预测与估值

股票代码	股票名称	总市值(亿元)	营业总收入（亿元）		营业总收入yoy		归母净利润（亿元）		归母净利润yoy		PE		分红率	股息率
			2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025年	2025E
600519.SH	贵州茅台	18,675	1898.2	1964.3	9.0%	3.5%	931.7	966.0	8.0%	3.7%	20.0	19.3	75%	3.7%
000858.SZ	五粮液	4,990	910.7	957.0	2.1%	5.1%	311.3	320.6	-2.3%	3.0%	16.0	15.6	70%	4.4%
000568.SZ	泸州老窖	2,017	295.4	303.7	-5.3%	2.8%	123.7	130.1	-8.2%	5.2%	16.3	15.5	70%	4.3%
600809.SH	山西汾酒	2,442	370.3	390.1	2.8%	5.3%	122.2	130.6	-0.2%	6.9%	20.0	18.7	60%	3.0%
600702.SH	舍得酒业	223	48.1	53.1	-10.2%	10.3%	7.0	8.0	101.6%	14.2%	32.1	28.1	41%	1.3%
000799.SZ	酒鬼酒	218	11.1	13.1	-21.9%	17.8%	0.4	1.3	220.2%	227.5%	544.3	166.2		0.0%
002304.SZ	洋河股份	1,111	203.4	213.0	-29.6%	4.8%	45.5	48.2	-31.8%	5.8%	24.4	23.1	154%	6.3%
603369.SH	今世缘	529	106.2	110.9	-8.1%	4.5%	30.1	31.4	-11.8%	4.4%	17.6	16.8	44%	2.5%
000596.SZ	古井贡酒	899	230.1	241.6	-2.4%	5.0%	54.2	57.6	-1.7%	6.2%	16.6	15.6	57%	3.5%
603198.SH	迎驾贡酒	358	62.3	65.7	-15.1%	5.4%	21.4	23.0	-17.4%	7.4%	16.7	15.6	46%	2.8%
603589.SH	口子窖	207	49.1	50.8	-18.3%	3.3%	12.7	13.2	-23.5%	3.9%	16.3	15.7	47%	2.9%
603919.SH	金徽酒	113	30.7	33.0	1.4%	7.7%	3.8	4.0	-1.8%	5.5%	29.8	28.2	64%	2.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测&整理；注：数据截至2025/9/2

02

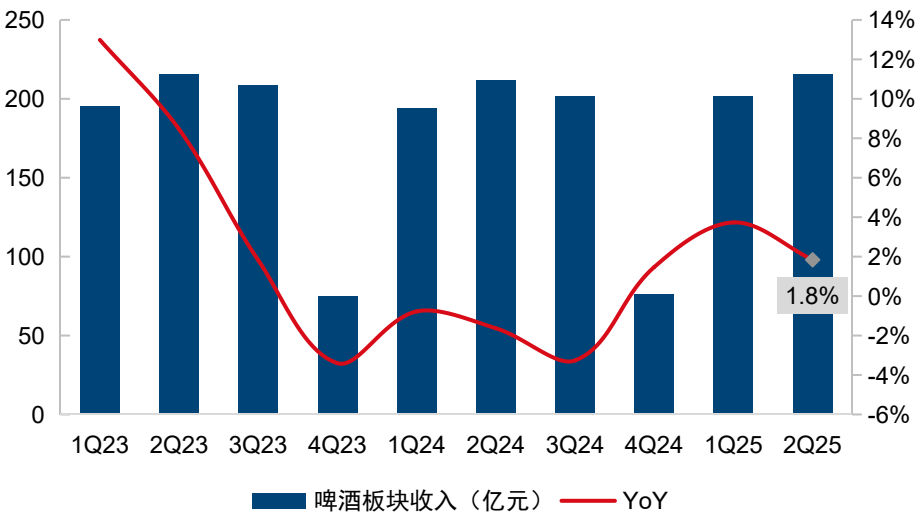
啤酒：2025年上半年销量如期修复，产品结构缓步提升

1、2025Q2啤酒行业景气度难言改善，啤酒龙头单季度销量增速普遍放缓

■ 2025Q2啤酒板块收入215.8亿元，同比+1.8%，环比Q1增速放缓；2025H1啤酒板块收入417.3亿元，同比+2.7%。Q1在宏观政策发力以及春节假期的带动下餐饮需求改善，且啤酒龙头年初携历史低位的库存进入补库存阶段，绝大多数啤酒龙头销量恢复增长，Q2春节后需求改善速度放缓，叠加6月规范吃喝相关政策对餐饮消费场景造成扰动，啤酒龙头销量增速普遍放缓。

注：此处啤酒板块包含A股7家啤酒公司

图：啤酒板块单季度收入增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：主要啤酒公司啤酒销量（万千升）及同比增速

	2024Q1		2024Q2		2024Q3		2024Q4		2025Q1		2025Q2		2025H1	
证券简称	销量	yoy	销量	yoy	销量	yoy	销量	yoy	销量	yoy	销量	yoy	销量	yoy
青岛啤酒	218.4	-7.5%	244.6	-8.1%	215.5	-5.1%	75.3	5.6%	226.1	3.5%	247.1	1.0%	473.2	2.2%
重庆啤酒	86.7	5.2%	91.7	1.5%	87.3	-5.6%	31.8	-8.1%	88.4	1.9%	91.7	0.0%	180.1	1.0%
燕京啤酒	-	-	-	-	114.2	0.1%	55.7	8.9%	99.5	-	135.7	-	235.2	2.0%
珠江啤酒	26.4	0.8%	43.5	1.8%	48.3	4.7%	25.8	2.1%	29.5	11.7%	44.0	1.1%	73.4	5.1%
百威亚太	211.2	-4.8%	254.6	-7.3%	246.3	-11.4%	136.1	-12.7%	197.4	-6.1%	238.9	-6.2%	436.3	-6.1%
百威亚太-中国	-	-6.2%	-	-10.3%	-	-14.2%	-	-18.9%	-	-9.2%	-	-7.4%	-	-8.2%
华润啤酒	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	648.7	2.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2、2025H1产品结构缓步提升，高端产品中燕京U8、97纯生、喜力销量增速领衔



- 2025H1啤酒龙头延续产品结构改善趋势，多数龙头均价提升，燕京啤酒、珠江啤酒均价增速居前。剔除季度间费用确认节奏波动，2025H1累计看，燕京啤酒、珠江啤酒啤酒均价同比+4.8%/+2.6%，领衔啤酒板块，主因大单品燕京U8、珠江97纯生销量维持25%以上的高速增长，对产品结构的拉动效果明显。华润啤酒2025H1次高端及以上产品销量同比增长中至高单位数（总销量同比+2.2%），其中喜力销量增速超20%，产品结构继续优化。青岛啤酒2025H1青岛主品牌销量同比+3.9%（总销量同比+2.2%），销量占比进一步提升至57.3%。重庆啤酒2025H1次高档产品中嘉士伯、乐堡、风花雪月均有较快增长，但因货折力度增大，高档酒收入同比仅持平，2025H1均价小幅下滑。
- 2025H1中高档啤酒产品的主要消费场景——中高端餐饮门店及夜场——持续疲弱，且消费者购买行为更趋谨慎，行业整体产品结构升级速度不快，8-10元档在燕京U8、97纯生带动下继续扩容，但10元以上主力产品销量承压，如百威的高端及超高端系列。

注：此处啤酒板块包含A股7家啤酒公司

表：主要啤酒公司啤酒均价（元/千升）及同比增速

	2024Q1		2024Q2		2024Q3		2024Q4		2025Q1		2025Q2		2025H1	
证券简称	均价	yoy	均价	yoy	均价	yoy	均价	yoy	均价	yoy	均价	yoy	均价	yoy
青岛啤酒	4,647.4	2.5%	4,054.9	-0.9%	4,125.7	-0.2%	4,221.2	1.7%	4,619.9	-0.6%	4,065.4	0.3%	4,271.8	-0.3%
重庆啤酒	4,819.8	1.3%	4,848.3	-0.7%	4,812.5	-1.6%	4,599.1	-5.4%	4,804.1	-0.3%	4,755.3	-1.9%	4,779.3	-1.1%
燕京啤酒	-	-	-	-	4,202.0	0.1%	3,268.5	-7.0%	3,846.1	-	3,487.4	-	3,357.5	4.8%
珠江啤酒	4,201.2	6.2%	4,319.5	6.2%	3,932.4	2.0%	3,276.0	0.1%	4,164.2	-0.9%	4,484.1	3.8%	4,222.4	2.6%
百威亚太	5,520.8	4.6%	4,915.8	-0.5%	4,687.0	2.2%	6,030.9	1.9%	5,312.9	-1.5%	5,019.5	2.4%	5,145.3	0.5%
百威亚太-中国	-	3.7%	-	-5.4%	-	-2.1%	-	-1.4%	-	-3.9%	-	1.1%	-	-1.4%
华润啤酒	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,570.4	0.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3、成本红利延续，企业重视内部效益提升，多数啤酒龙头盈利能力改善



- 2025Q2啤酒板块归母净利40.1亿元，同比+12.8%，环比Q1增速提升；2025H1啤酒板块归母净利65.4亿元，同比+12.1%。板块盈利能力提升主要受益于产品结构提升、成本红利及部分企业落实降本增效举措。
- 在吨价较快提升以及成本红利带动下，2025H1燕京啤酒、珠江啤酒毛利率同比提升超2个百分点。燕京啤酒内部改革红利继续释放，运营效率提升，销售费用率、管理费用率同比下降明显。2025H1华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒虽吨价增长不显著或小幅下滑，但受益于成本红利，毛利率同样提升。重庆啤酒2025Q2归母净利率同比下滑，主要系所得税率同比提升较多所致。百威亚太处于深度调整期，上半年市场费用投入增多，叠加所得税率同比提升，盈利能力下滑明显。

表：2025Q2主要啤酒公司盈利指标及同比变化

公司	毛利率	qoq	销售费用率	qoq	管理费用率	qoq	研发费用率	qoq	财务费用率	qoq	归母净利率	qoq
青岛啤酒	45.8%	3.1pcts	8.7%	0.0pcts	3.5%	0.2pcts	0.3%	0.1pcts	-1.0%	0.5pcts	21.8%	1.2pcts
重庆啤酒	51.2%	0.8pcts	17.4%	0.2pcts	3.1%	0.2pcts	0.1%	-0.1pcts	-0.1%	0.1pcts	8.7%	-1.1pcts
燕京啤酒	47.7%	-0.6pcts	6.0%	-4.0pcts	9.2%	-1.9pcts	1.5%	0.0pcts	-1.2%	0.3pcts	19.8%	5.1pcts
珠江啤酒	56.1%	3.0pcts	13.4%	0.3pcts	5.9%	0.5pcts	2.8%	-0.3pcts	-2.2%	-0.9pcts	23.1%	2.9pcts
百威亚太	51.8%	0.3pcts	-	-	-	-	-	-	-	-	10.4%	-4.0pcts
华润啤酒	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

表：2025H1主要啤酒公司盈利指标及同比变化

公司	毛利率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy	研发费用率	yoy	财务费用率	yoy	归母净利率	yoy
青岛啤酒	43.7%	2.1pcts	10.7%	-0.1pcts	3.3%	0.0pcts	0.2%	0.1pcts	-1.0%	0.4pcts	19.1%	0.9pcts
重庆啤酒	49.8%	0.6pcts	15.1%	-0.1pcts	3.3%	0.2pcts	0.1%	-0.1pcts	0.0%	0.1pcts	9.8%	-0.4pcts
燕京啤酒	45.5%	2.1pcts	10.3%	-0.5pcts	10.3%	-1.1pcts	1.6%	-0.1pcts	-1.2%	0.1pcts	12.9%	3.5pcts
珠江啤酒	51.8%	2.8pcts	14.3%	-0.1pcts	6.6%	0.3pcts	3.0%	-0.1pcts	-2.6%	-0.5pcts	19.1%	2.4pcts
百威亚太	51.4%	-0.1pcts	23.9%	0.7pcts	7.2%	0.0pcts	-	-	-0.1%	0.5pcts	13.0%	-2.9pcts
华润啤酒	48.9%	2.0pcts	15.6%	-2.0pcts	7.6%	1.3pcts	-	-	0.1%	-0.2pcts	24.2%	4.4pcts

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：行业库存良性，静待需求回暖，推荐燕京啤酒、华润啤酒等优质啤酒龙头

国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 6-7月啤酒行业的消费场景受到规范吃喝相关条例影响，啤酒消费较为平淡，但8月以来相关条例的影响正逐渐褪去，后续餐饮场景复苏将有助于将带动啤酒销量、产品结构双线边际改善。目前啤酒行业库存水平良性，主要龙头的估值均已回落至25倍PE以下，风险已完成出清，我们预计后续啤酒板块对政策发力、需求回暖的感知较快。全年啤酒龙头利润增长具备较强支撑，建议积极布局啤酒板块，继续优先推荐大单品快速增长、内部改革持续深化、业绩成长性强的**燕京啤酒**，推荐啤酒业务竞争优势突出、估值逐步修复的**华润啤酒**，推荐大单品持续增长、区域市场占有率持续提升的**珠江啤酒**，偏好低波高股息的资金可继续持有**重庆啤酒**。
- **燕京啤酒**：目前U8大单品价盘稳定，在湖南、四川、山东等外围市场已有突破，预计继续贡献较高的销量增速以及持续的产品结构提升动力。此外，公司内部改革举措继续推进，费用率仍有进一步下行空间，预计利润高弹性将持续兑现。综合来看，燕京啤酒处于利润快速释放期、业绩成长性居啤酒行业前列。
 - **华润啤酒**：应对啤酒需求结构变化，2024年公司率先开启战略调整，目前渠道体系更加多元立体，尤其是新零售渠道已取得较大突破；产品方面，高端喜力维持高速增长、次高端及以上增长点增多，且中端及大众价格带产品恢复量增趋势，成长动力更加充足，啤酒业务竞争优势进一步增强。
 - **珠江啤酒**：目前97纯生大单品延续增势，已在广东市场8-10元细分价格带形成品牌影响力，且公司积极完善产品矩阵，推出97纯生970ml大瓶装、珠江啤酒1985、珠江P9等产品，为进一步的渠道扩张加持。同时公司主要竞争对手在广东市场处于调整阶段，珠江啤酒有望持续扩大竞争优势。

表：主要啤酒公司盈利预测表

代码	名称	总市值（百万元）	EPS		PE		营业收入		营业收入同比增速		归母净利润		归母净利润同比增速		分红率	股息率
			2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2025E
600600.SH	青岛啤酒	94,812	3.48	3.76	20.0	18.5	32,846.4	33,609.1	2.2%	2.3%	4,750.0	5,126.6	9.3%	7.9%	75%	3.8%
0291.HK	华润啤酒	84,600	1.82	1.84	14.4	14.2	38,821.2	39,856.0	0.5%	2.7%	5,895.2	5,955.7	24.4%	1.0%	55%	3.8%
600132.SH	重庆啤酒	26,827	2.61	2.70	21.2	20.5	14,731.4	15,033.0	0.6%	2.0%	1,262.7	1,306.2	13.3%	3.4%	100%	4.7%
000729.SZ	燕京啤酒	35,514	0.56	0.67	22.6	18.9	15,587.1	16,574.8	6.3%	6.3%	1,570.3	1,878.9	48.8%	19.6%	50%	2.2%
002461.SZ	珠江啤酒	23,838	0.45	0.52	24.1	20.7	6,132.8	6,616.6	7.0%	7.9%	989.5	1,153.6	22.1%	16.6%	45%	1.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：以2025/08/31日收盘价计

03

零食：个股业绩表现延续分化，魔芋零食维持较高景气

1、量贩零食渠道扩店速度放缓，电商渠道竞争白热化，渠道红利有所减弱

■ 2025Q2零食板块收入202.1亿，同比+43.0%，环比Q1增速提升，主因2025Q1受到春节错期因素影响，年节备货主要集中在2024年年末。2025H1零食板块收入429.8亿元，同比+36.4%，相较2024年板块增速（+56.1%）有所放缓，主要系2025H1量贩零食渠道扩店速度放缓、电商竞争白热化，渠道红利有所减弱。

- 量贩零食渠道龙头万辰2025H1净开店1169家，相较于2024H1净开店1912家，扩店速度放缓。
- 2025H1卫龙美味、盐津铺子、劲仔食品线上渠道增速转负，主要系电商渠道竞争激烈、公司主动调整电商渠道策略有关。

图：零食板块单季度收入增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：主要零食公司分渠道收入（百万元）及同比增速

公司	2024A	同比增速	2025H1	同比增速
卫龙美味	6266	28.6%	3483	18.5%
线下渠道	5562	27.5%	3147	21.5%
线上渠道	705	38.1%	336	-3.8%
一线上经销	280	43.1%	108	-21.1%
一线上直销	424	34.9%	228	7.3%
盐津铺子	5304	28.9%	2941	19.6%
直营渠道	188	-43.7%	63	-42.0%
经销和其他渠道	3956	34.0%	2303	30.1%
电商渠道	1159	40.0%	574	-1.0%
洽洽食品	7131	4.8%	2752	-5.1%
经销模式	5669	-1.4%	1973	-18.5%
直营模式（含电商）	1462	38.3%	780	63.0%
劲仔食品	2412	16.8%	1124	-0.5%
线上销售	391	-6.2%	185	-6.8%
线下销售	2021	22.6%	939	0.9%
甘源食品	2257	22.2%	945	-9.3%
经销模式	1927	22.6%	696	-19.8%
电商模式	239	10.7%	153	12.4%
直营及其他模式	81	65.5%	83	154.6%
有友食品	1,182	22.4%	771	45.6%
线上渠道	68	204.3%	49	116.0%
线下渠道	1104	17.7%	714	42.3%
万辰集团	32329	247.9%	22583	106.9%
量贩零食	31790	262.9%	22345	109.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2、细分品类维持高景气度，少数公司成长性凸显

■ 品类间景气度差异较大。1) 魔芋零食维持高景气，2025H1卫龙美味蔬菜制品（主要系魔芋制品）收入同比+44.3%，盐津铺子魔芋制品收入同比+155.1%。泡卤零食代表企业有友食品2025H1收入同比+45.6%，主要受益于品类在山姆等新兴渠道的渗透，消费群体扩容。此外，突出健康属性的燕麦制品维持较快增速，2025H1西麦食品复合燕麦片/冷食燕麦片收入同比+27.6%/+27.2%。

表：2025H1主要零食企业分品类收入（百万元）及毛利率

公司	营业收入（百万元）				毛利率			
	2024A	同比增速	2025H1	同比增速	2024A	同比增幅	2025H1	同比增幅
卫龙美味	6266	28.6%	3483	18.5%	48.1%	0.5pt	47.2%	-2.6pt
调味面制品	2667	4.6%	1310	-3.2%	47.4%	1.6pt	48.4%	0.5pt
蔬菜制品	3371	59.1%	2109	44.3%	49.5%	-1.7pt	46.6%	-6.0pt
豆制品及其他产品	229	12.2%	64	-48.1%	35.6%	2.8pt	42.4%	5.0pt
盐津铺子	5304	28.9%	2941	19.6%	30.7%	-2.9pt	29.7%	-2.9pt
辣卤零食	1962	32.4%	1320	47.1%	31.6%	-4.1pt	50.1%	-1.4pt
一休闲魔芋制品	838	76.1%	791	155.1%				
一肉禽制品	377	10.9%	174	-16.7%				
一休闲豆制品	362	12.1%	187	12.7%				
一其他（含辣卤礼包等）	384	12.1%	168	-20.9%				
烘焙薯类	1158	17.3%	459	-18.4%	29.4%	-2.0pt	25.8%	-7.2pt
深海零食	675	9.1%	363	11.9%	53.2%	1.2pt	43.9%	-9.1pt
蛋类零食	580	81.9%	309	29.6%	22.1%	1.7pt	24.4%	2.7pt
洽洽食品	7131	4.8%	2752	-5.1%	28.7%	1.9pt	20.3%	-8.1pt
葵花子	4382	2.6%	1772	-4.5%	29.7%	4.5pt	20.9%	-7.7pt
坚果类	1924	9.7%	614	-7.0%	27.2%	-4.4pt	14.8%	-14.0pt
其他产品	773	8.0%	304	-13.8%	27.2%	2.3pt	24.5%	-2.7pt
劲仔食品	2412	16.8%	1124	-0.5%	30.5%	2.3pt	29.5%	-1.0pt
鱼制品	1533	18.8%	757	7.6%	32.1%	1.9pt	30.4%	-1.9pt
禽类制品	509	12.7%	196	-24.0%	21.0%	1.3pt	20.6%	-1.6pt
豆制品	247	13.9%	115	3.6%	32.2%	4.4pt	32.5%	1.5pt
蔬菜制品	79	9.6%	34	-10.7%	35.5%	4.9pt	24.9%	-10.9pt

公司	营业收入（百万元）				毛利率			
	2024A	同比增速	2025H1	同比增速	2024A	同比增幅	2025H1	同比增幅
甘源食品	2257	22.2%	945	-9.3%	35.5%	-0.8pt	33.6%	-1.3pt
综合果仁及豆果系列	705	39.8%	273	-19.9%	27.8%	0.3pt	24.3%	-3.8pt
青豌豆系列	524	12.6%	234	-1.6%	45.9%	-3.1pt	42.8%	-2.3pt
瓜子仁系列	302	10.5%	125	-9.5%	44.7%	-0.4pt	40.3%	-4.6pt
蚕豆系列	277	19.7%	125	2.1%	41.0%	-3.1pt	40.2%	-0.7pt
其他系列	439	21.2%	175	-11.5%	24.3%	4.3pt	24.8%	2.3pt
有友食品	1,182	22.4%	771	45.6%	29.0%	-0.4pt	27.6%	-3.3pt
泡凤爪类	785	8.6%	713	50.5%	31.6%	2.8pt		
皮晶类	93	6.3%			39.4%	3.3pt		
鸡翅类	48	23.8%			18.2%	-3.8pt		
其他泡卤风味肉制品	152	840.7%			16.5%	-16.1pt		
素食类	93	-2.1%	50	-1.6%	25.4%	-3.4pt		
西麦食品	1896	20.2%	1149	18.1%	41.5%	-3.1pt	43.6%	1.1pt
纯燕麦片	706	9.6%	421	13.2%	42.0%	-3.2pt	44.3%	-0.1pt
复合燕麦片	851	28.8%	556	27.6%	46.8%	-2.4pt	48.8%	2.3pt
冷食燕麦片	149	24.1%	86	27.2%	36.9%	-10.6pt		

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3、多数公司成本端承压，规模效益帮助少数公司盈利能力快速提升



- 2025Q2零食板块归母净利3.1亿元，同比+9.8%；2025H1零食板块归母净利12.1亿元，同比-10.1%。板块整体净利率水平下降，主要系万辰集团在零食板块的收入占比持续提升。板块盈利水平下降不具备个股代表性，实际上，个股盈利水平有升有降，主要影响因素为成本波动、以及规模效益大小。
- 成本端，葵花子、坚果、棕榈油、魔芋精粉价格上升，导致洽洽食品等公司受到不同程度的成本压力，2025H1洽洽食品/甘源食品/卫龙美味/盐津铺子毛利率同比-8.1/-1.3/-2.6/-2.9pt，其中部分公司通过内部提效控费有效对冲成本压力，例如2025H1卫龙美味/盐津铺子归母净利率同比-0.1/-0.3pt。此外，部分公司随着收入快速增长，规模效益释放明显，盈利能力实现较快提升，例如万辰集团2025H1/2025Q2归母净利率同比+2.1/+2.3pt。

表：2025Q2主要零食公司盈利指标及同比变化

公司	毛利率	qoq	销售费用率	qoq	管理费用率	qoq	研发费用率	qoq	财务费用率	qoq	归母净利率	qoq
洽洽食品	21.4%	-3.6pcts	14.1%	4.0pcts	7.1%	-0.5pcts	2.0%	0.6pcts	0.1%	2.3pcts	1.0%	-8.0pcts
盐津铺子	31.0%	-2.0pcts	9.8%	-3.7pcts	3.7%	-1.1pcts	1.2%	-0.6pcts	0.5%	0.3pcts	13.9%	0.9pcts
甘源食品	32.8%	-1.6pcts	20.0%	6.4pcts	5.5%	1.4pcts	2.0%	0.5pcts	-0.6%	0.2pcts	5.0%	-11.5pcts
劲仔食品	28.9%	-1.8pcts	14.3%	2.2pcts	4.6%	1.2pcts	2.7%	0.6pcts	-0.4%	0.1pcts	8.4%	-3.4pcts
万辰集团	11.8%	0.7pcts	2.9%	-2.0pcts	3.0%	-0.4pcts	0.0%	0.0pcts	0.1%	-0.1pcts	2.2%	2.3pcts
卫龙美味	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

表：2025H1主要零食公司盈利指标及同比变化

公司	毛利率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy	研发费用率	yoy	财务费用率	yoy	归母净利率	yoy
洽洽食品	20.3%	-8.1pcts	12.1%	0.6pcts	5.7%	0.5pcts	1.5%	0.4pcts	-0.5%	1.5pcts	3.2%	-8.4pcts
盐津铺子	29.7%	-2.9pcts	10.6%	-2.7pcts	3.5%	-1.0pcts	1.2%	-0.4pcts	0.4%	0.2pcts	12.7%	-0.3pcts
甘源食品	33.6%	-1.3pcts	18.6%	5.3pcts	5.1%	1.4pcts	1.6%	0.3pcts	-0.5%	0.2pcts	7.9%	-8.1pcts
劲仔食品	29.4%	-1.0pcts	13.8%	1.2pcts	4.3%	0.7pcts	2.3%	0.4pcts	-0.4%	0.6pcts	10.0%	-2.7pcts
万辰集团	11.4%	0.9pcts	3.1%	-1.4pcts	2.8%	-0.5pcts	0.0%	0.0pcts	0.1%	-0.1pcts	2.1%	2.1pcts
卫龙美味	47.2%	-2.6pcts	15.1%	-1.0pcts	5.8%	-2.5pcts	-	-	-	-	21.0%	-0.1pcts

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：优选确定性强的alpha型个股，重点关注魔芋零食品类红利的渗透



■ 随着量贩零食行业开店速度放缓，零食行业进入从渠道驱动为主，变为品类驱动为主、渠道为辅的增长模式，个股之间分化加剧，当前行业环境更加考验零食品牌方的产品突围能力及全渠道渗透能力。目前，魔芋零食的品类红利依然突出，两家龙头卫龙美味、盐津铺子的竞争优势突出，成长确定性强，我们维持重点推荐。

- **卫龙美味：**年初以来公司加强蔬菜制品的铺市、优化终端陈列、推出麻酱素毛肚新品，2025H1魔芋收入增速继续超40%。在魔芋赛道，卫龙已具备较为显著的品牌优势，公司不断推新打开魔芋品类天花板，7月与山姆合作上新牛肝菌魔芋。后续随着公司魔芋制品继续加强渠道渗透和产品创新，预计魔芋品类还将持续兑现高增速。短期看新品铺市、新渠道（山姆、海外）突破的催化，中长期看公司通过产品创新不断抬升魔芋品类天花板、打造新增长曲线。
- **盐津铺子：**公司前期重点培育大魔王品类品牌，目前品牌影响力持续提升，并赋能线下定量流通渠道快速扩张，2025H1魔芋收入增速155%，收入占比提升至27%。公司仍在不断培育新口味的魔芋产品，增强收入成长动能。短期看魔芋产品渗透的高成长性，中长期看更多品类品牌培育成功。

表：主要零食公司盈利预测表

代码	名称	总市值（百万元）	EPS		PE		营业收入		营业收入同比增速		归母净利润		归母净利润同比增速		分红率	股息率
			2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2025E
002847.SZ	盐津铺子	20,325	2.93	3.58	25.4	20.8	6,329.6	7,574.7	19.3%	19.7%	798.9	976.4	24.8%	22.2%	70%	2.8%
9985.HK	卫龙美味	30,838	0.61	0.74	20.9	17.1	7,526.7	9,063.0	20.1%	20.4%	1,472.4	1,799.4	37.7%	22.2%	75%	3.6%
002557.SZ	洽洽食品	11,316	0.80	1.28	28.0	17.5	7,384.7	7,841.0	3.6%	6.2%	403.6	647.6	-52.5%	60.5%	70%	2.5%
002991.SZ	甘源食品	5,422	2.59	3.30	22.4	17.6	2,290.5	2,610.4	1.5%	14.0%	241.9	307.2	-35.7%	27.0%	70%	3.1%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：以2025/08/31日收盘价计

04

乳饮：饮料景气延续旺季加速，乳制品需求平淡，推荐农夫、伊利、东鹏

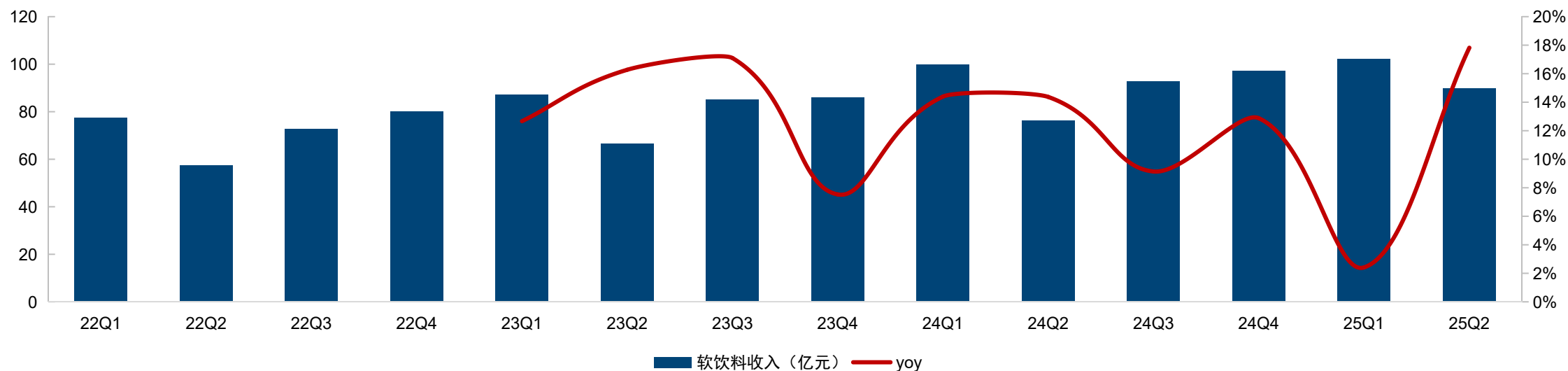
软饮料：功能化/健康化趋势明显，中大包装产品受青睐

饮料整体需求韧性强，功能化/健康化品类趋势明显，中大包装产品常见。受益于中低速增长阶段的“口红效应”，软饮料整体需求相对有韧性，25Q1/25Q2板块收入分别为102.2/89.8亿，同比+2.4%/+17.8%。

- 细分品类看，健康化的包装水、无糖茶、养生水；功能性的咖啡、电解质水、能量饮料更景气，果汁/碳酸饮料增速放慢。
- 细分规格看，中大包装产品表现更好，继大包装水之后，含糖茶、无糖茶、电解质水等相继跟进900-1000ml产品，满足餐饮、大即饮及家庭购物需求，契合“囤货”、“性价比”的消费心智，对部分“水替”品类，中大包装已成为基本盘。

基数影响下行业挤压式扩容明显，龙头饮料强者恒强。23H2是疫情放开、全面解封的第一个旺季，行业性提速明显，24H2高基数下部分品类略有降速，但挤压式扩容背景下龙头企业强者恒强，白热化竞争下收缩战线聚焦核心品类，并通过冰冻化陈列、数字化建设（扫码红包等形式）等夯实渠道优势，实现更优份额。

图：软饮料单季度收入及变化，25Q2重回高增



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

软饮料：成本红利体现，费率主导业绩分化明显，龙头业绩快于收入

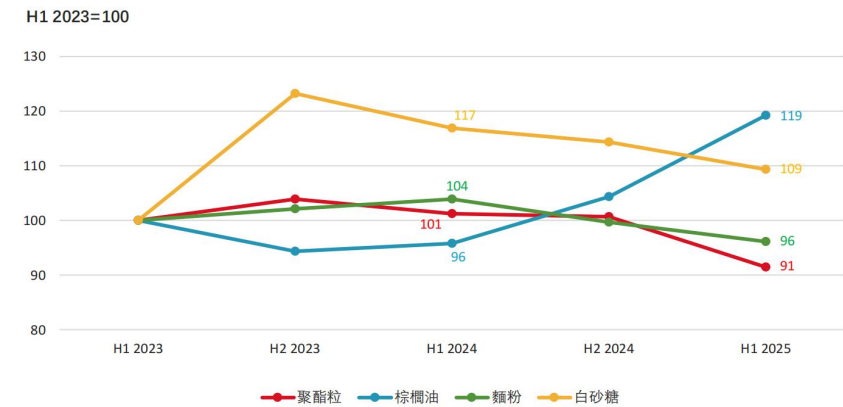
 国信证券
GUOSEN SECURITIES

成本红利体现明显，费率主导下盈利分化，龙头业绩普遍快于收入，小企业承压。

成本端饮料企业毛利率弹性较高，但环比有所减弱。白砂糖自23Q3起下行，PET自24Q4起接近双位数增长，李子园显著受益于大包粉，东鹏PET低点锁价，康师傅提价/统一减促均享受成本红利，农夫成本红利下全品类饮料盈利均有提升。

费率端规模效应主导，饮料企业最终盈利分化明显。今年旺季龙头加大冰柜投放，东鹏Q2加大冰柜投放叠加新品放量，25Q1/25Q2净利率分别+1.1/-0.6pcts，康师傅/统一则在提价&减促下盈利同比+1.3/1.4pcts，农夫受益于成本红利及包装水/无糖茶规模效应，最终盈利+2.9pcts。而中小饮料在加大费投下盈利依然承压，养元/露露/李子园/欢乐家/香飘飘25Q2净利率分别-7.3/-0.3/-1.1/-5.3/-5.2pcts。

图：PET、白砂糖等软饮主要原材料价格25H1延续下行



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：软饮料细分企业分季度毛利率、费用率及净利率同比情况

	毛利率yoy					销售费用率yoy					管理费用率yoy					净利率yoy				
	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
东鹏饮料	3.3%	4.3%	-1.0%	1.7%	-0.3%	-1.6%	0.3%	-1.5%	-0.4%	0.5%	-0.7%	-0.6%	-0.6%	-0.5%	0.3%	3.7%	3.6%	4.2%	1.1%	-0.6%
养元饮品	6.4%	-0.2%	-0.3%	-1.0%	-2.4%	7.3%	3.3%	-3.3%	1.7%	3.0%	0.7%	0.6%	-1.6%	0.2%	-0.6%	1.0%	-8.4%	15.7%	-3.4%	-7.3%
承德露露	-1.3%	3.2%	2.1%	4.4%	4.4%	10.3%	4.4%	-0.2%	2.1%	7.1%	1.3%	1.2%	0.9%	0.5%	-0.2%	-9.9%	0.1%	0.7%	1.4%	-0.3%
李子园	1.5%	5.2%	4.5%	4.6%	-1.6%	10.8%	2.8%	-3.7%	-0.1%	0.9%	1.8%	1.0%	0.7%	0.1%	1.2%	-10.1%	1.3%	5.0%	3.6%	-1.1%
欢乐家	-5.8%	-8.3%	-7.7%	-7.3%	-5.1%	7.0%	3.4%	0.5%	0.1%	-3.1%	0.3%	1.2%	1.7%	1.5%	2.6%	-11.2%	-11.4%	-4.3%	-7.3%	-5.3%
香飘飘	2.1%	2.4%	-0.2%	-2.4%	1.3%	-1.7%	0.2%	-0.5%	2.8%	2.9%	1.2%	1.0%	0.0%	1.8%	-1.9%	-1.9%	0.3%	0.6%	-6.7%	-5.2%
统一企业中国	2.7%		2.1%		0.5%	0.5%		0.3%		-0.9%	-0.1%		-0.1%		-0.2%	0.4%		0.3%		1.4%
农夫山泉	-1.4%		-1.5%		1.5%	-0.6%		-0.2%		-1.9%	-0.6%		-0.5%		0.2%	-0.2%		0.1%		2.9%
康师傅控股	2.1%		2.7%		1.8%	0.3%		0.2%		0.8%	0.2%		0.3%		0.2%	0.8%		1.0%		1.3%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理（康师傅/统一/农夫为半年度财务数据）

饮料：推荐经营加速的农夫山泉与全国化在途和平台化加速的东鹏饮料

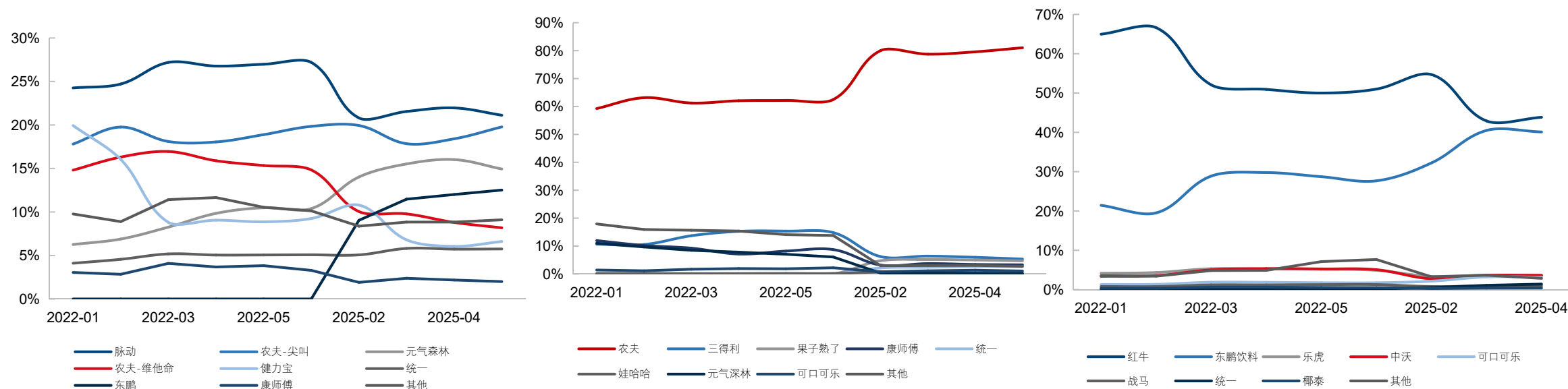


挤压式扩容背景下，龙头强者恒强，我们继续推荐经营加速的农夫山泉与全国化在途和平台化加速的东鹏饮料。

东鹏饮料：旺季或迎动销加速，东鹏补水啦、果之茶有望接力主品高增。补水啦进入4月以来翻倍增长，果之茶铺货效果好，已上调全年目标，公司积极通过冰柜陈列、扫码红包等形式，有望进一步获取增量。特饮→补水啦→果之茶的起量，本质上是组织力胜出和经营效率领先，我们推荐持续加速全国化和平台化的东鹏饮料，对应2025/2026年估值33/26X。

农夫山泉：中报盈利超预期提升，报表质量优秀，H2低基数下有望加速增长。我们维持盈利预测，预计2025-2027年公司实现归母净利润151.57/174.45/195.98亿元，同比25.0/15.1%/12.3%；实现EPS1.35/1.55/1.74元；当前股价对应PE分别为35/30/27倍。

图：软饮料各细分品类看，功能饮料仍然维持高景气增长



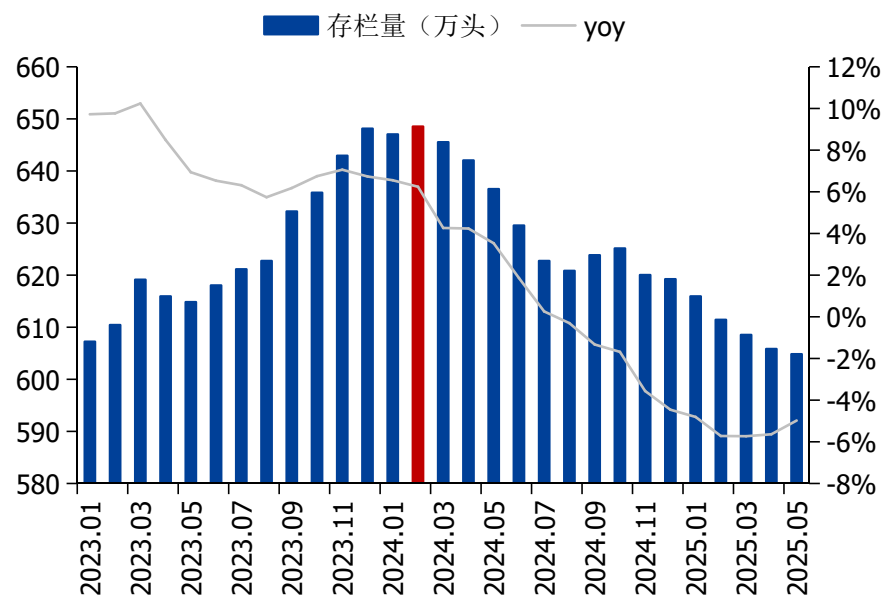
资料来源：Wind，马上赢，，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

上游：存栏缓慢去化中，原奶价格仍在下行区间

- 上游存栏缓慢去化中，原奶价格仍在下行区间，拐点预计。根据奶业协会及农业农村部数据，24年初奶牛存栏量已见顶，24年8月起同比增速转负，25年1-4月行业保持近3万头以上去化速度，**5月去化速度阶段性放缓（牛肉价格降幅环比平稳，饲料成本）**，预计5月末行业奶牛存栏接近604.8万头，相比年初下降14.4万头。展望H2，小牧业集团在青贮收储资金压力之下，仍会加速去化。叠加奶牛单产水平持续提升、成母牛占比提升，1-5月行业原奶供给量同比+1.7%。同时国内奶价仍在下行。但散奶价格同比有所回升，从24Q2散奶1元/kg回升至25Q2的2元/kg，印证供需缺口边际好转。

图：奶牛存栏量见顶回落，存栏缓慢去化中



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

图：国内奶价仍在下行区间

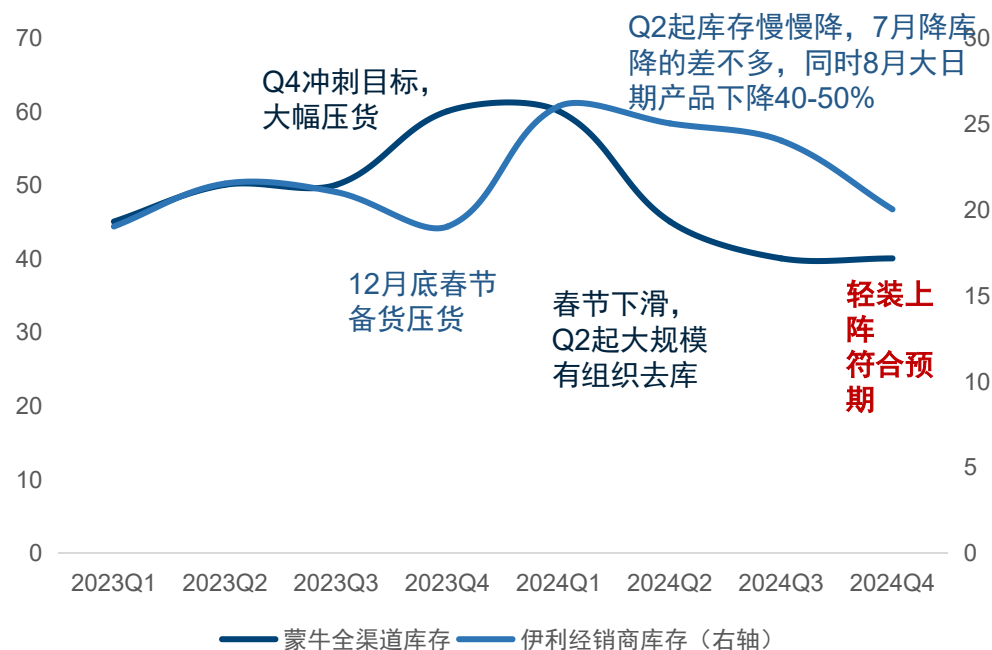


资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

下游：乳企去库调整到位，25年可期待环比改善，推荐盈利提升兑现的伊利

- 伊利蒙牛24年春节后主动调整销售节奏，渠道控货以恢复产品新鲜度、改善经销商盈利能力。
- 国家统计局口径下，25年1-5月乳制品产量同比-0.8%，尼尔森口径下行业终端动销同比个位数下滑。当前乳企去库之后，预计单价降幅收窄，销量维度略有下滑。预计短期购买力受损，需求仍在弱恢复中。
- 乳品交易成本阶段基本过去，上游缓慢去化，需求渐进复苏，生育补贴、学生奶、牛奶券等潜在利好政策有望刺激牛奶消费提升，预计25H2行业降幅有望边际收窄。其中低温表现好于常温，结构性机会明确。推荐收入环比改善、盈利延续提升的龙头乳企伊利股份。

图：蒙牛伊利库存情况，今年春节库存低位轻装上阵



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图：伊利25Q2奶粉延续高增，液奶环比改善。

液奶增速			
	25Q1	25Q2	25H1
伊利	-3.10%	-0.80%	-2.10%
蒙牛			-11.20%
新乳业			4.60%
奶粉增速			
	25Q1	25Q2	25H1
伊利	18.60%	9.70%	14.30%
飞鹤			-9%
蒙牛			2.50%
H&H			9.60%

资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

05

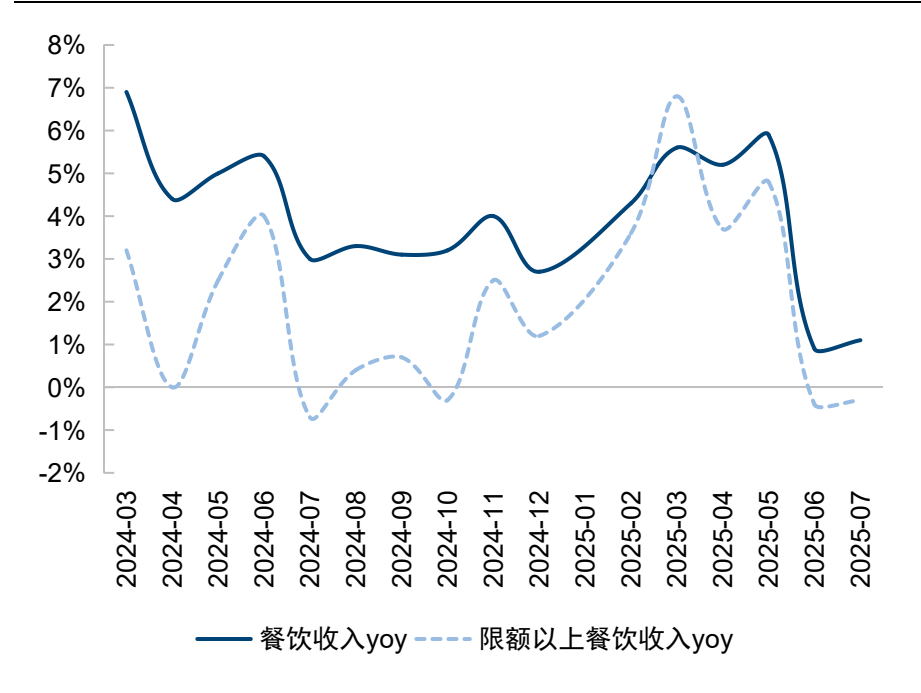
餐饮供应链：竞争态势延续，板块盈利能力承压

收入：餐饮收入增速放缓，外部扰动导致板块表现平淡



收入：消费场景略受影响，行业逐步进入传统淡季。根据国家统计局数据，2025年上半年社会消费品零售总额中餐饮收入的月度增速平均约为3.8%，其中限额以上餐饮企业收入平均增速约为3.6%，整体表现较为平淡；进入6月后，受消费场景受限的拖累，增速放缓更为明显。2025H1调味品板块和速冻食品板块收入分别实现476/210亿元，同比增长2.6%/0.6%；其中2025Q2收入分别为228/109亿元，同比增长3.7%/2.7%。虽然季度收入增速较前期有所回升，但整体仍显乏力,主要原因包括（1）二季度行业逐渐步入淡季，阶段收入占全年比重通常较低；（2）餐饮消费场景受到外部环境波动影响，在二季度略有承压；（3）终端消费需求尚未完全恢复，整体消费力仍不够充足。

图：2025Q2餐饮行业收入增速放缓



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：餐饮供应链板块公司2024年和2025Q1收入表现

(亿元) 证券简称	2024		2025Q1		2025Q2	
	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy
海天味业	152.30	7.6%	83.15	8.1%	69.15	7.0%
恒顺醋业	11.25	12.0%	6.26	36.0%	4.99	-8.2%
千禾味业	13.18	-17.1%	8.31	-7.1%	4.87	-29.9%
涪陵榨菜	13.13	0.5%	7.13	-4.8%	6.00	7.6%
安琪酵母	78.99	10.1%	37.94	8.9%	41.05	11.2%
天味食品	13.91	-5.2%	6.42	-24.8%	7.49	21.9%
宝立食品	13.80	8.4%	6.69	7.2%	7.11	9.5%
日辰股份	2.04	8.6%	1.01	10.5%	1.02	6.8%
安井食品	76.04	0.8%	36.00	-4.1%	40.05	5.7%
千味央厨	8.86	-0.7%	4.70	1.5%	4.15	-3.1%
三全食品	35.68	-2.7%	22.18	-1.6%	13.50	-4.4%
立高食品	20.70	16.2%	10.46	14.1%	10.24	18.4%
巴比食品	8.35	9.3%	3.70	4.5%	4.65	13.5%
味知香	3.43	4.7%	1.73	4.2%	1.70	5.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

毛利：调味品龙头毛利改善，行业竞争下单价承压



调味品毛利率改善明显，速冻食品价格端面临下行压力。2025H1调味品/速冻食品毛利率32.7%/23.1%，同比+2.8/-2.2pcts，其中2025Q2调味品/速冻食品毛利率31.9%/22.9%，同比+2.9/-2.6pcts。从成本方面看，2025年以来除棕榈油外，主要原材料价格大多处于同比较低水平。调味品板块由于头部企业持续推行降本增效，同时成本端红利仍在延续，毛利率同比有较明显提升。另一方面，速冻食品在B端和C端均因行业需求疲软而面临竞争加剧，同时消费降级趋势下低价产品更受欢迎，致使产品均价有所下行，对毛利率产生一定影响。

图：2025年以来原材料价格分化

	棕榈油	白鲢鱼	豆粕	猪肉	面粉	豆油	大豆	白糖
1月	32%	9%	-22%	14%	-3%	-2%	-19%	-7%
2月	32%	10%	-8%	7%	-3%	-2%	-17%	-8%
3月	17%	6%	-3%	6%	-2%	-2%	-14%	-7%
4月	10%	2%	-4%	4%	-2%	-2%	-11%	-8%
5月	8%	1%	-5%	2%	-2%	-2%	-11%	-8%
6月	11%	-1%	-9%	-11%	-2%	-1%	-10%	-9%
7月	11%	0%	-8%	-13%	-1%	-1%	-12%	-8%
8月	17%	0%	-3%	-20%	-1%	-1%	-11%	-8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：2025H1调味品毛利率有所改善，速冻食品毛利率主要受到价格端冲击

证券简称	2025H1	2025Q1	yoy	2025Q2	yoy
海天味业	40.1%	40.0%	2.7pcts	40.2%	3.9pcts
恒顺醋业	38.4%	35.5%	-5.9pcts	42.1%	9.6pcts
千禾味业	36.6%	38.9%	2.9pcts	32.6%	-2.5pcts
涪陵榨菜	54.1%	56.0%	3.8pcts	52.0%	2.8pcts
安琪酵母	26.1%	26.0%	1.3pcts	26.2%	2.3pcts
天味食品	38.7%	40.7%	-3.3pcts	37.0%	3.6pcts
宝立食品	33.7%	32.6%	0.6pcts	34.7%	2.6pcts
日辰股份	38.3%	39.2%	0.9pcts	37.3%	-0.7pcts
安井食品	20.5%	23.3%	-3.2pcts	18.0%	-3.3pcts
千味央厨	23.6%	24.4%	-1.0pcts	22.7%	-2.3pcts
三全食品	24.3%	25.3%	-1.3pcts	22.7%	-2.2pcts
立高食品	30.4%	30.0%	-2.6pcts	30.7%	-1.9pcts
巴比食品	27.0%	25.5%	-0.4pcts	28.2%	1.8pcts
味知香	20.8%	22.9%	-2.1pcts	18.8%	-5.9pcts

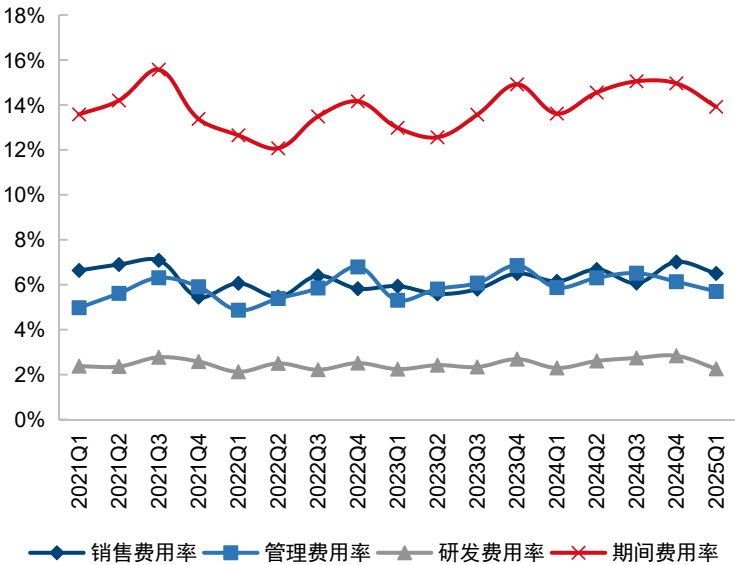
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

净利：行业竞争态势较为激烈，盈利水平继续承压



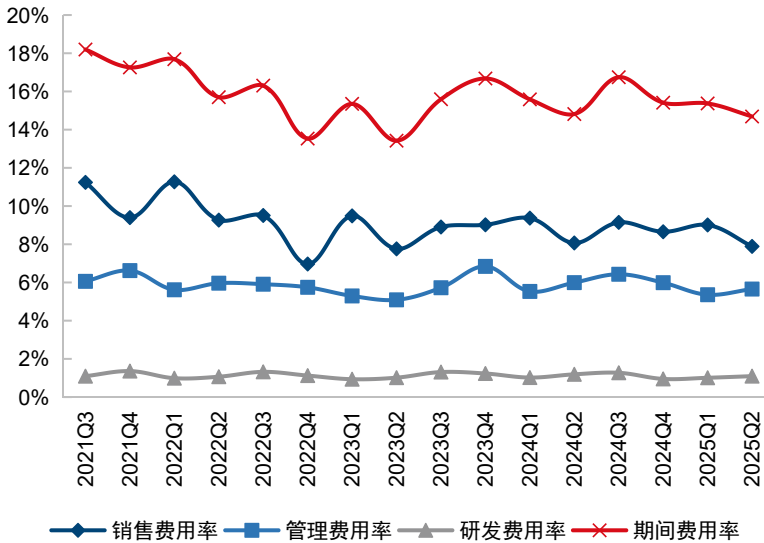
调味品市场费用投放增多，速冻食品利润率继续承压。2025H1调味品/速冻食品板块净利润81/16亿元，同比+10.4%/-14.3%，其中2025Q2板块净利润35/8亿元，同比+7.8%/-16.7%。2025H1调味品/速冻食品板块净利率17.0%/7.4%，同比+1.2/-1.3pct；2025Q2调味品/速冻食品板块净利率15.4%/7.4%，同比+0.6/-1.7pct。由于下游渠道竞争较为激烈，调味品行业普遍加大了市场费用的投入，例如海天/榨菜/宝立2025H1广告、市场费用率同比提升0.2/2.6/0.6pct。速冻食品板块则由于需求端持续疲弱以及逐渐进入淡季，叠加各公司均采用降本增效措施，市场投放费用有所收缩。在此基础上，餐饮供应链板块盈利水平整体有所承压。

图：调味品期间费用率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：速冻食品期间费用率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：餐饮供应链盈利能力变化

(亿元)	2025H1		2025Q1		2025Q2	
证券简称	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy
海天味业	38.17	14.8%	21.47	15.4%	16.69	13.9%
恒顺醋业	1.00	22.8%	0.48	6.1%	0.52	43.9%
千禾味业	1.71	-30.5%	1.59	4.6%	0.13	-86.7%
涪陵榨菜	4.15	-2.3%	2.57	-0.6%	1.58	-5.0%
安琪酵母	7.42	24.5%	3.37	14.4%	4.05	34.4%
天味食品	1.63	-22.6%	0.51	-65.4%	1.12	77.2%
宝立食品	1.11	12.1%	0.58	9.9%	0.54	14.7%
日辰股份	0.35	27.7%	0.18	44.9%	0.17	14.1%
安井食品	6.03	-21.9%	3.43	-18.3%	2.60	-26.1%
千味央厨	0.34	-41.9%	0.21	-37.7%	0.13	-47.6%
三全食品	2.24	-16.6%	1.64	-16.9%	0.60	-15.9%
立高食品	1.67	33.3%	0.86	27.3%	0.80	40.4%
巴比食品	1.01	15.3%	0.39	3.3%	0.62	24.3%
味知香	0.25	-38.7%	0.16	-16.7%	0.10	-56.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

调味品与速冻食品行业并购整合活跃。涪陵榨菜收购味滋美，进军复合调味料及预制菜领域；安井食品以4.445亿元并购鼎味泰70%股权，强化高端速冻产品线；天味食品控股“加点滋味”，加码线上布局。巴比食品先后收购“青露无双”和“馒乡人”，加密华东早餐市场终端网络。2025年上半年行业并购活跃，企业通过收购拓展产品线、获取渠道与技术，并顺应健康便捷化趋势，应对增长压力。

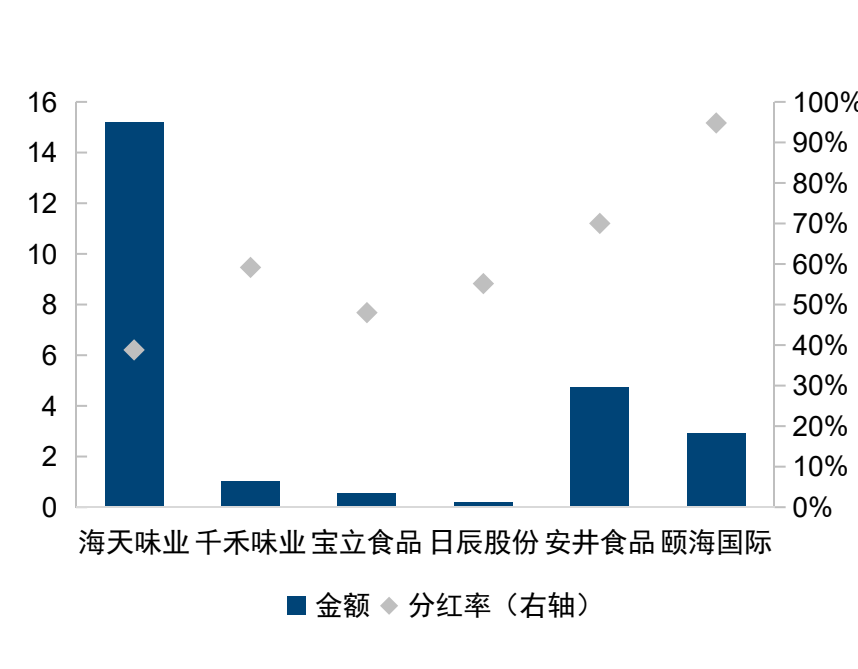
中期分红回馈股东。 2025年上半年，餐饮供应链板块多家企业以高分红形式积极回馈股东，显示出稳健的现金流能力和重视股东回报的管理导向。安井食品分红4.73亿元，分红率达70.0%；颐海国际分红2.93亿元，分红率高达94.8%。积极中期分红一方面反映出企业良好的盈利质量和财务实力，另一方面也体现出行业在复杂市场环境下仍致力于增强投资者信心、共享发展成果的意愿。

表：餐饮供应链板块并购整合活跃

公司	收购标的	持股比例	交易金额	时间点	战略意义
涪陵榨菜	四川味滋美	51%	/	2024年启动	拓展川式复合调味料及预制菜领域，获取B端餐饮渠道资源
安井食品	鼎味泰	70%	4.445亿元	2025年3月	补齐高端速冻食品（如鳕鱼制品、关东煮）和冷冻烘焙短板，接入中高端商超及餐饮渠道
天味食品	加点滋味	63.84%	/	2024年11月底	增强线上电商运营能力，丰富产品矩阵，触达年轻消费群体
巴比食品	南京青露无双	90%	/	2025年Q1	整合长三角地区超500家早餐门店，扩大区域市场密度
巴比食品	浙江馒乡人	/	/	2025年7月	加密华东市场，完成约250家门店供应链切换，深化区域资源协同

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：餐饮供应链板块实施中期分红情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

- 需求恢复进程不及预期；
- 国际贸易摩擦导致经济环境出现不可控变化；
- 原材料价格大幅上涨；
- 行业竞争加剧；
- 市场资金波动加剧。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032