

食品饮料

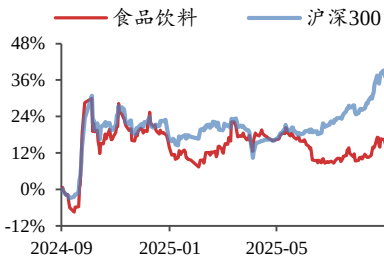
2025 年 09 月 04 日

中报综述：传统消费微光渐明，新消费繁花正盛

——行业投资策略

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《中报承压下微光渐显，业绩分化中孕育新机——行业周报》-2025.8.31
- 《白酒中报加速出清，大众品优先成长性——行业周报》-2025.8.24
- 《进入业绩披露期，关注绩优股表现——行业周报》-2025.8.17

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

张恒玮（分析师）

zhanghengwei@kysec.cn

证书编号：S0790524010001

张思敏（分析师）

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790525080001

● 市场表现：食品饮料年初至今跑输大盘

食品饮料跑输大盘，零食板块表现较好。2025 年 1-8 月食品饮料板块上涨 3.9%，跑输沪深 300 约 17.2pct，在一级子行业中排名居中（第二十七）。分子行业看，零食板块涨幅较好（+55.2%），熟食（+25.6%）、其他酒类（+21.4%）表现相对靠前。啤酒（-3.4%）、调味发酵品（-2.5%）走势较弱。零食板块表现较好，主要是万辰集团（+164.7%）、有友食品（+40.9%）、好想你（+36.2%）涨幅较多。整体来看在市场更多关注科技主题的背景下，食品饮料传统板块表现相对偏弱。

● 总量判断：承压基调未变，产业边际转暖

从宏观层面来看，2025Q2 我国 GDP 增速为 5.2%，环比 2025Q1 略有回落，也在市场预期之内。观察 2025Q2 社会消费品零售总额同比+5.4%，增速环比 2025Q1 回升 0.8pct，但传统消费行业依旧承压。观察 2025Q2 餐饮与限额以上餐饮增速，较 2025Q1 均有不同程度回落。展望 2025 年全年，我们预判消费复苏仍在缓慢进行中，预计下半年消费可能有所改善。

● 2025Q2 总结：承压基调下的环比改善

上市公司中报已经全部披露，整体来看 2025Q2 食品饮料板块营收同比增 5.6%，增速较 2025Q1（+4.6%）略有回暖；利润同比下滑 2.1%，增速较 2025Q1（+0.3%）有所回落。其中白酒二季度收入增速（-5.0%）较 2025Q1（+1.7%）有较大回调，主因在于禁酒令影响。大众品中零食（43.0%）增速较高。从中报业绩来看，白酒、啤酒、熟食等中报营收增速回落，一方面来自于禁酒令导致的酒类消费场景受限，另一方面卤制品企业在渠道结构调整过程中承担阶段性阵痛。除零食、保健品、饮料行业外，其他子行业 2025Q2 虽仍是低速增长，行业整体仍然承压，但增速已有回暖。此外中报还体现了两个特性：一是业绩分化进一步拉大，多数龙头企业业绩保持稳定，如贵州茅台、海天味业等业绩仍在市场预期内平稳增长，但部分二线品牌出现收入降速的情况，也体现出外部环境出现压力的背景下龙头市占率仍有提升趋势；二是新消费相关标的表现出较强的韧性，饮料类业绩表现突出、多数零食公司表现较好。我们判断 2025 年下半年多数行业应处于持续回暖过程，需求曲线可能缓慢上行，建议聚焦头部龙头公司进行布局。

● 投资机会展望：白酒底部渐显，大众品优先成长性

当前市场流动性充裕推动权益资产估值中枢上移，白酒板块作为前期超跌品种，估值提升先于基本面回暖。白酒当前处于需求压力阶段，尽管短期受禁酒令压制消费，但政策进一步收紧空间有限，且 8 月份部分白酒开瓶情况边际转暖，行业已有改善迹象。此外从中报酒企业绩来看，白酒已步入出清节奏，2025Q2 大部分酒企业绩承压，报表出清意味着风险释放，有利于后续回暖。我们建议关注范围可扩散至三条线：一是全国化次高端回补，如舍得酒业、山西汾酒等；二是关注区域龙头，如古井贡酒、今世缘等；三是关注高端酒的估值修复，如泸州老窖、贵州茅台等。大众品方面关注成长性。首先仍需关注新消费标的，此类标的通常具备业绩增速快、成长性好的特点，适宜长期持有。从中报业绩来看，卫龙美味、盐津铺子仍然保持较好增长。我们建议继续以新渠道（零食量贩系统、山姆会员店、抖音电商渠道等）、新品类（魔芋、威士忌单品）、新市场（海外市场）为主线，挖掘符合产业发展趋势的新消费标的。建议关注盐津铺子、西麦食品、东鹏饮料、有友食品、万辰集团、百润股份等，受益标的包括卫龙美味等。

● 风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原料价格波动风险。

目 录

1、食品饮料跑输市场，零食板块表现较好.....	5
1.1、2025年1-8月食品饮料板块跑输市场.....	5
1.2、个股涨跌幅：行业景气度较高、成长性较好的股票表现较好.....	7
1.3、2025Q2食品饮料配置比例持续下降，成交金额占比收缩.....	7
2、中报总结：传统消费压力仍存，新消费展现弹性.....	9
2.1、总量判断：承压基调未变，产业边际转暖.....	9
2.2、2025年中报总结：承压基调下的环比改善.....	10
3、行业：白酒调整蓄势，大众品持续分化.....	11
3.1、白酒：酒企普遍增长承压，行业进入下行周期.....	11
3.1.1、行业出现明显降速，酒企分化进一步加剧.....	11
3.1.2、二季度白酒普遍下滑，次高端首次出现.....	13
3.2、啤酒：旺季力争增长，巩固基础再提高.....	20
3.3、乳制品：乳制品需求仍承压，利润相对改善.....	23
3.4、肉制品：屠宰规模持续扩大、利润表现承压，肉制品吨利维持高位.....	25
3.5、调味品：2025Q2板块营收及盈利能力均呈回暖趋势，龙头优势凸显.....	27
3.6、休闲食品：2025Q2淡季背景下，新渠道新品类贡献企业增长.....	29
4、重点个股：优选龙头，关注消费复苏机会.....	31
4.1、贵州茅台：积极有为，战略清晰.....	31
4.2、山西汾酒：整体稳健，结构下移.....	32
4.3、舍得酒业：控制节奏，立足长远.....	33
4.4、泸州老窖：控制节奏，主动出清.....	33
4.5、青岛啤酒：稳住销量，力保增长.....	34
4.6、重庆啤酒：需求磨底，底部仍有支撑.....	34
4.7、伊利股份：2025Q2业绩表现稳健，盈利能力持续提升.....	35
4.8、新乳业：2025Q2利润超预期，产品结构持续优化.....	35
4.9、双汇发展：专业化改革成效显现，肉制品销量改善.....	36
4.10、海天味业：龙头优势尽显，长期稳健增长可期.....	36
4.11、中炬高新：坚定推进改革，费用投放力度加大.....	37
4.12、天味食品：2025Q2业绩如期改善，利润表现超预期.....	37
4.13、涪陵榨菜：2025H1收入实现正增，品牌推广力度加码.....	38
4.14、盐津铺子：收入增长稳健，利润表现较好.....	38
4.15、甘源食品：收入环比改善，利润持续承压.....	39
4.16、劲仔食品：短期利润有所承压，期待新品新渠道发力.....	39
4.17、万辰集团：门店持续拓展，经营效率提升.....	40
4.18、绝味食品：门店持续调整，静待经营反转.....	40
4.19、煌上煌：经营相对稳健，主动控制费用.....	41
4.20、东鹏饮料：高基数下较快增长，新品表现强劲.....	41
4.21、安琪酵母：利润弹性释放，新榨季糖蜜价格有望再降.....	42
4.22、嘉必优：下半年依然乐观，重组有望迎来新催化.....	42
4.23、立高食品：KA新品增长，控费抵消成本上行影响.....	43
5、风险提示.....	44

图表目录

图 1: 2025 年 1-8 月食品饮料涨跌幅市场排名 27/31	5
图 2: 2025 年 1-8 月零食在食品饮料子行业中表现较好	5
图 3: 2025 年 1-8 月食品饮料板块市值下降, 主要来自于估值下降	6
图 4: 当前食品饮料估值处于行业中等偏下水平	6
图 5: 2025 年 8 月末食品饮料估值环比基本持平	6
图 6: 2025 年 8 月食品饮料涨跌幅市场排名居中	6
图 7: 2025 年 8 月零食在食品饮料子行业中涨幅最好	7
图 8: 2025 年 1-8 月行业景气度高、成长性较好的股票表现居前	7
图 9: 2025Q2 食品饮料基金重仓比例回落至 8.0%	8
图 10: 主动权益基金食品饮料重仓比例回落至 5.6%	8
图 11: 2025Q2 白酒重仓比例回落	8
图 12: 2025Q2 非白酒子行业配置比例回升	8
图 13: 2025Q2 GDP 增 5.2%	9
图 14: 2025Q2 社零增速 5.4%, 环比略有回升	9
图 15: 2025 年 1-7 月食品制造企业营收与利润增速较 1-3 月均有回升	9
图 16: 2025 年 1-7 月食品饮料多数子行业产量增速较 1-3 月略有回升	10
图 17: 2009-2012 年期间, 白酒各价格带均有较快增长	12
图 18: 2015 年起次高端、高端价格带收入表现好于整体	12
图 19: 2017 年起全国白酒企业产量下滑 (万千升)	12
图 20: 2017 年开始, 全国白酒平均价格持续上涨	12
图 21: 上市白酒公司市场份额持续提升	12
图 22: 规模以上白酒企业数量 2018 年以来下降明显	12
图 23: 2025Q2 上市白酒企业收入同比减少 5.0%	13
图 24: 2025Q2 上市白酒企业利润同比减少 7.5%	13
图 25: 2025Q2 白酒企业预收账款规模环比减少	13
图 26: 2025Q2 白酒企业经营性现金净流入同比减少	13
图 27: 2025Q2 白酒企业整体毛利率同比下降	14
图 28: 2025Q2 上市白酒企业净利率同比下降	14
图 29: 2025Q2 白酒企业管理费用率同比增加	14
图 30: 2025Q2 白酒企业销售费用率同比上升	14
图 31: 2025Q2 高端收入增速更快	15
图 32: 2025Q2 高端利润增速最快	15
图 33: 飞天 (散瓶) 价格 2022 年相对平稳 (单位: 元)	17
图 34: 五粮液和国窖价格波动前行 (单位: 元)	17
图 35: 高端白酒规模持续增长	18
图 36: 高净值人群数量持续增长 (单位: 万人)	18
图 37: 高端酒历史销量增长稳健	18
图 38: 高端酒价格仍在可接受范围内	18
图 39: 销售额角度看预计 2025 年次高端份额继续提升	19
图 40: 销量角度看预计 2025 年次高端销量稳步提升	19
图 41: 2024 年安徽省内白酒品牌市占率达 70%	19
图 42: 2024 年江苏省内地产酒品牌市占率超 60%	19
图 43: 2025 年 7 月啤酒产量同比增 1.9%	20

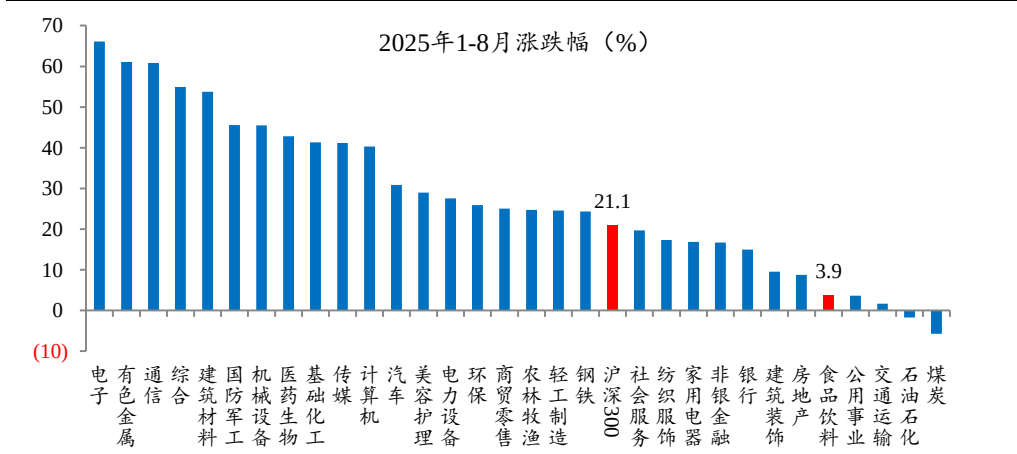
图 44: 2025 年 1-6 月啤酒累计产量同比降 0.3%.....	20
图 45: 进口大麦数量逐渐恢复到常态、囤货情况减少.....	22
图 46: 2025 年 6 月以来进口大麦价格有企稳回升迹象.....	22
图 47: 2025Q2 A 股上市乳企营收同比增 3.8%，归母净利同比增 40.5%.....	23
图 48: 2025 年 8 月 19 日全脂奶粉中标价同比+15.9%.....	23
图 49: 2025 年 8 月 21 日生鲜乳价格同比-10.5%.....	23
图 50: 2025Q2 龙头乳企营收增长.....	25
图 51: 2025Q2 乳企归母净利均呈现改善.....	25
图 52: 2025Q2 A 股上市肉企营收同比增加 3.7%，归母净利同比增加 1.4%.....	25
图 53: 2025 年 8 月 30 日生猪出栏价格同比-30.1%.....	26
图 54: 2025 年二季度生猪定点屠宰量同比增 21.4%.....	26
图 55: 2025 年 6 月生猪存栏数量同比+2.2%.....	26
图 56: 2025 年 7 月能繁母猪数量同比持平.....	26
图 57: 2025Q2 调味品营收净利分别同增 3.0%/7.3%.....	27
图 58: 2025Q2 酱醋公司营收净利分别同增 1.5%/5.9%.....	27
图 59: 2025Q2 调味品上市公司毛销差同比+2.7pct.....	27
图 60: 2025Q2 调味品上市公司归母净利率同比+0.8pct.....	27
图 61: 2025 年以来大豆市场价均价（元/吨）同比下降.....	28
图 62: 2025Q2 休闲食品行业整体营收和归母净利润增速环比均有恢复.....	29
图 63: 2025Q2 零食上市公司毛销差环比小幅收窄.....	30
图 64: 2025Q2 零食上市公司整体净利率环比回落.....	30
表 1: 2025Q1 食品饮料板块整体营收与利润增速均在低位.....	10
表 2: 高端白酒 2025Q2 营收和利润增速环比下降，毛利率、净利率下降.....	15
表 3: 2025Q2 次高端品牌（除舍得酒业）收入和净利润增速均有下滑.....	16
表 4: 大众高端白酒 2025Q2 业绩增速环比下降.....	16
表 5: 2025Q2 单季啤酒上市公司营收增速有所放缓.....	21
表 6: 2025Q2 多数啤酒企业毛利率同比提升.....	21
表 7: 2025Q2 主流酒企销售费用率同比略有上升.....	21
表 8: 2025Q2 大多数啤酒企业净利率同比提升.....	22
表 9: 2025Q2 龙头净利润增速个位数增长，珠江和燕京啤酒弹性更大.....	22
表 10: 调味品重点公司 2025Q2 营收增长分化，龙头优势凸显.....	28
表 11: 2025Q2 休闲食品重点公司经营表现不乏亮点.....	30
表 12: 重点公司盈利预测及估值.....	43

1、食品饮料跑输市场，零食板块表现较好

1.1、2025 年 1-8 月食品饮料板块跑输市场

食品饮料跑输大盘，零食板块表现较好。2025 年 1-8 月食品饮料板块上涨 3.9%，跑输沪深 300 约 17.2pct，在一级子行业中排名居中（第二十七）。分子行业看，零食板块涨幅较好（+55.2%），熟食（+25.6%）、其他酒类（+21.4%）表现相对靠前。啤酒（-3.4%）、调味发酵品（-2.5%）走势较弱。零食板块表现较好，主要是万辰集团（+164.7%）、有友食品（+40.9%）、好想你（+36.2%）涨幅较多。整体来看在市场更多关注科技主题的背景下，食品饮料传统板块表现相对偏弱。

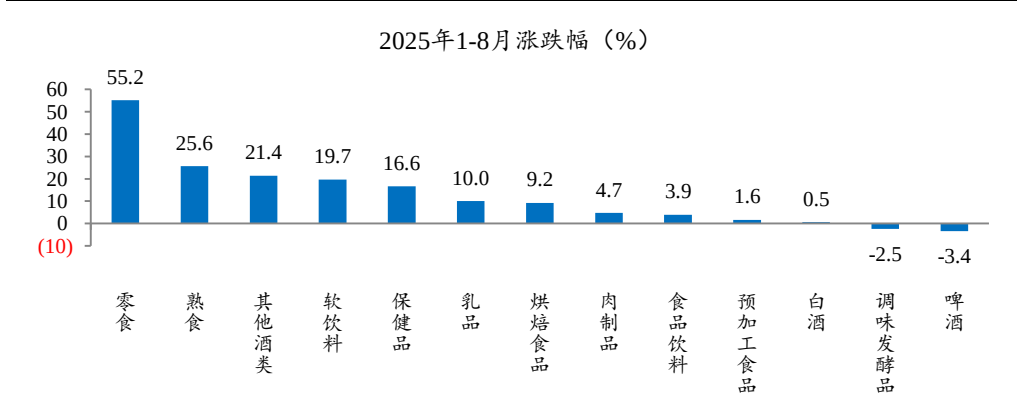
图1：2025 年 1-8 月食品饮料涨跌幅市场排名 27/31



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：板块涨跌幅为总市值加权平均，股价涨跌幅截至 2025 年 8 月 29 日

图2：2025 年 1-8 月零食在食品饮料子行业中表现较好



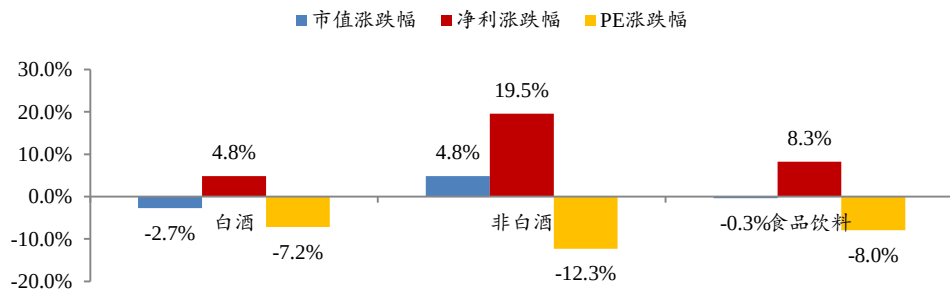
数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：板块涨跌幅为总市值加权平均，股价涨跌幅截至 2025 年 8 月 29 日

2025 年 1-8 月食品饮料板块市值下降，主要来自于估值下降。我们从市值分解角度观察，食品饮料 2025 年 1-8 月 PE 较 2024 年底回落 8.0%，预计 2025 年净利增长 8.3%，两者共同作用，年初至今板块市值下降 0.3%。其中：白酒估值同比下降 7.2%，预计 2025 年净利增长 4.8%，白酒板块市值下降 2.7%；非白酒估值下降 12.3%，预计 2025 年净利增长 19.5%，板块市值提升 4.8%。整体来看 2025 年初以来食品饮

料板块市值下降，估值下降是主要原因。

图3：2025年1-8月食品饮料板块市值下降，主要来自于估值下降

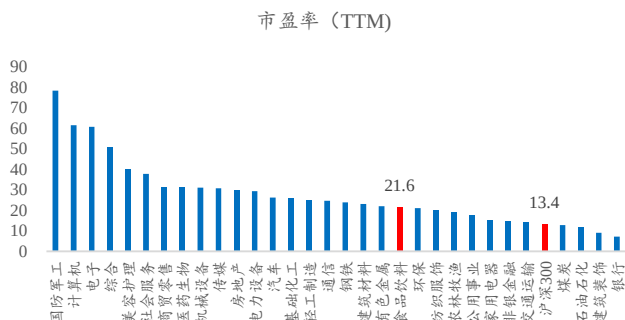


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2025年8月29日

食品饮料板块估值在31个行业处于中等偏下水平，环比基本持平。当前食品饮料估值（TTM）约21.6倍，与其他行业相比处于中等偏下位置，近期估值环比变化不大，但当前估值水平仍低于2019年初水平。

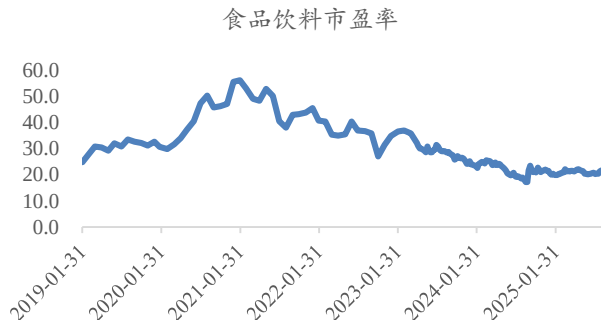
图4：当前食品饮料估值处于行业中等偏下水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：市盈率截至2025年8月29日

图5：2025年8月末食品饮料估值环比基本持平

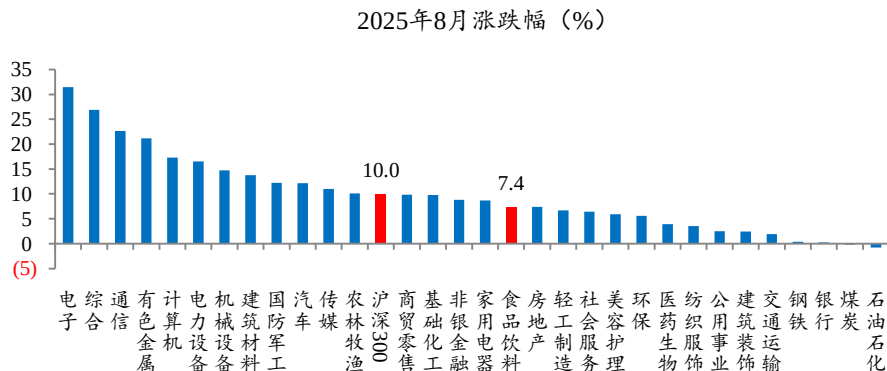


数据来源：Wind、开源证券研究所

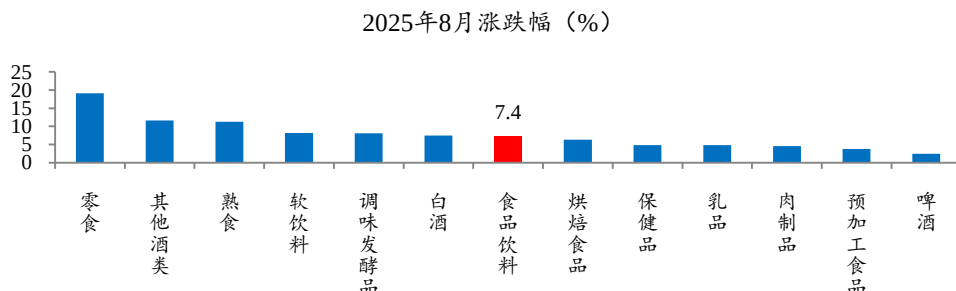
备注：估值截至2025年8月29日

2025年8月食品饮料股价涨幅跑输市场。2025年8月食品饮料板块上涨7.4%，跑输沪深300约2.6pct，在一级子行业中排名居中。分子行业看，零食（+19.1%）、其他酒类（+11.7%）、熟食（+8.2%）增速较快。

图6：2025年8月食品饮料涨跌幅市场排名居中



数据来源：Wind、开源证券研究所、备注：股价涨跌幅截至2025年8月29日

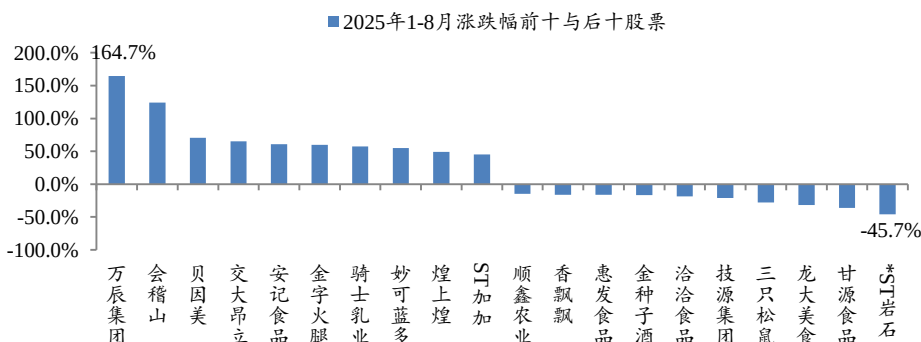
图7：2025年8月零食在食品饮料子行业中涨幅最好


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2025年8月29日

1.2、个股涨跌幅：行业景气度较高、成长性较好的股票表现较好

行业景气度高、成长性较好的公司股价表现居前。2025年食品饮料板块整体走势较为波动，4月前在中美关税背景下，内需提振预期加强，市场对于食品饮料板块较为关注。5月受到禁酒令政策影响，餐饮消费场景受限较多，导致白酒等板块回调明显。7月随着政策端边际调整，以及市场风格切换，带动板块股价有所回升，市场对于具有行业景气度高、基本面较好的股票更加关注。2025年1-8月板块涨幅前10股票中：万辰集团（+164.7%）、会稽山（+124.3%）行业景气度较高、成长性较好；排名后十股票基本都是业绩预期较低，公司处于经营低谷阶段。

图8：2025年1-8月行业景气度高、成长性较好的股票表现居前


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2025年8月29日

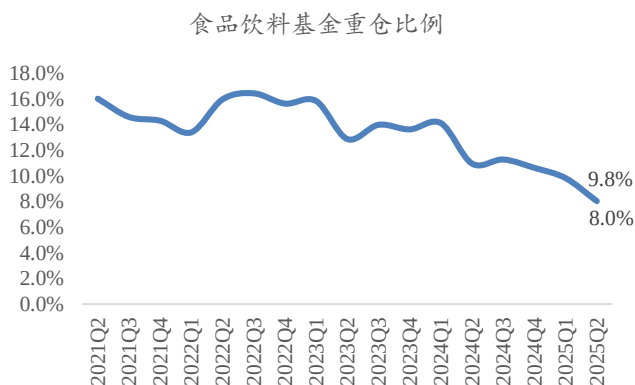
1.3、2025Q2 食品饮料配置比例持续下降，成交金额占比收缩

2025Q2 全市场基金食品饮料配置比例降至新低。从基金重仓持股情况来看（Wind中全部市场基金，一级子行业），2025Q2食品饮料配置比例（重仓持股市值占重仓股票总市值比例）由2025Q1的9.8%回落至8.0%水平，环比回落1.8pct，处于2020年以来新低位置。

2025Q2 主动权益基金减配食品饮料。我们选取主动权益基金（普通股票、偏股混合、灵活配置三类基金），从基金重仓持股情况来看，2025Q2食品饮料配置比例为5.6%，和2025Q1的8.1%相比，下降2.5pct，说明二季度主动权益基金大幅减少

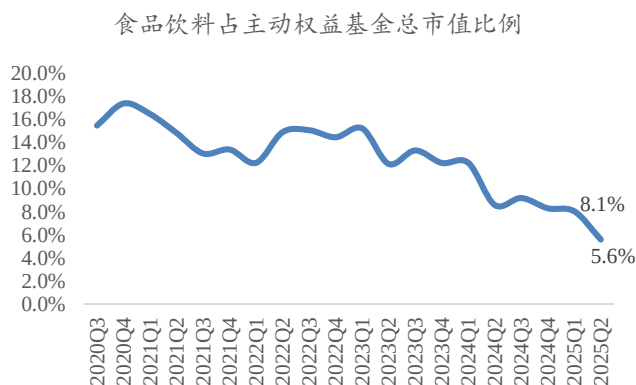
食品饮料配置。二季度由于禁酒令的影响，餐饮等消费场景进一步收缩，以白酒为代表的传统板块基本面情绪仍偏悲观，资金持续流出。7月份市场风格切换，板块基本面见底叠加资金避险需求，我们预计会有部分资金回流，但季度来看食品饮料板块配置比例仍是处于低位。

图9：2025Q2 食品饮料基金重仓比例回落至 8.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

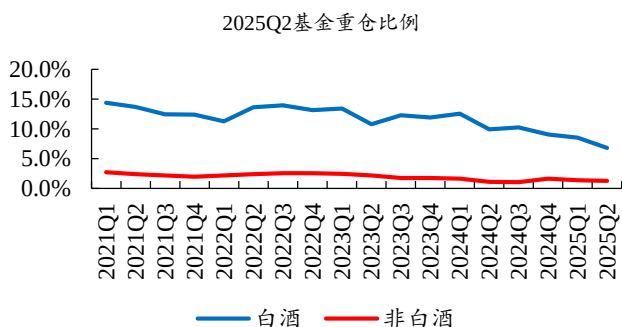
图10：主动权益基金食品饮料重仓比例回落至 5.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

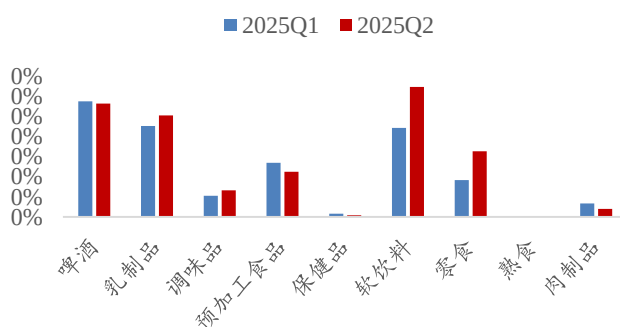
从子行业分解来看，基金重仓白酒比例由 2025Q1 的 6.57% 回落至 2025Q2 的 3.97% 水平，环比回落 2.6pct，基金减持了大部分白酒公司。2025Q2 扣除贵州茅台后的白酒重仓比例为 2.22%，较 2025Q1 回落 2.0pct。如果观察全市场基金口径，基金重仓白酒比例由 2025Q1 的 8.5% 回落到 2025Q2 的 6.8%。这反映出主动权益与被动基金均在减仓白酒。从主动权益基金二季度重仓白酒的持股数量来看，仅有口子窖、金徽酒、天佑德酒、舍得酒业被基金略有增持；而五粮液、泸州老窖、今世缘等多数酒企被基金减持较多（持仓变动股份数为负）。从持仓市值（金额）变化情况来看，仍然是口子窖、舍得酒业、金徽酒、伊力特、天佑德酒等基金持仓市值是正向变动，而泸州老窖、五粮液、山西汾酒、古井贡酒等多数酒企基金持仓市值环比一季度下降较多。整体来看二季度白酒普遍被基金减仓。2025Q2 整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回升 0.15pct 至 1.64% 水平，主要是软饮料、零售等子行业被基金增持较多。

图11：2025Q2 白酒重仓比例回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2025Q2 非白酒子行业配置比例回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、中报总结：传统消费压力仍存，新消费展现弹性

2.1、总量判断：承压基调未变，产业边际转暖

从宏观层面来看，2025Q2 我国 GDP 增速为 5.2%，环比 2025Q1 略有回落，也在市场预期之内。观察 2025Q2 社会消费品零售总额同比+5.4%，增速环比 2025Q1 回升 0.8pct，但传统消费行业依旧承压。观察 2025Q2 餐饮与限额以上餐饮增速，较 2025Q1 均有不同程度回落。展望 2025 年全年，我们预判消费复苏仍在缓慢进行中，预计下半年消费可能有所改善。

图13：2025Q2 GDP 增 5.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

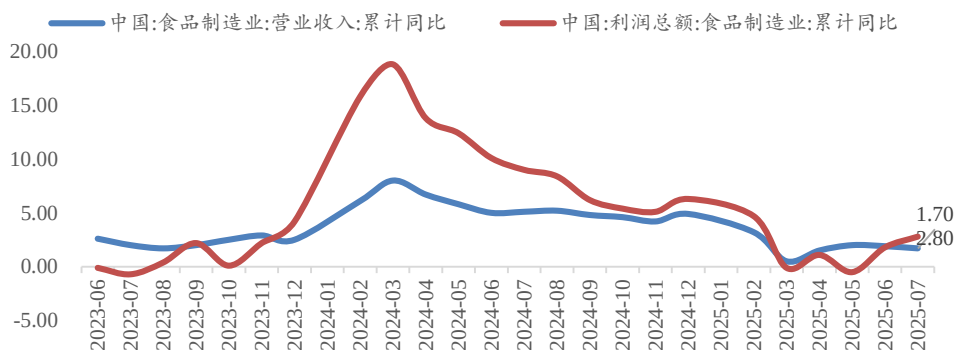
图14：2025Q2 社零增速 5.4%，环比略有回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

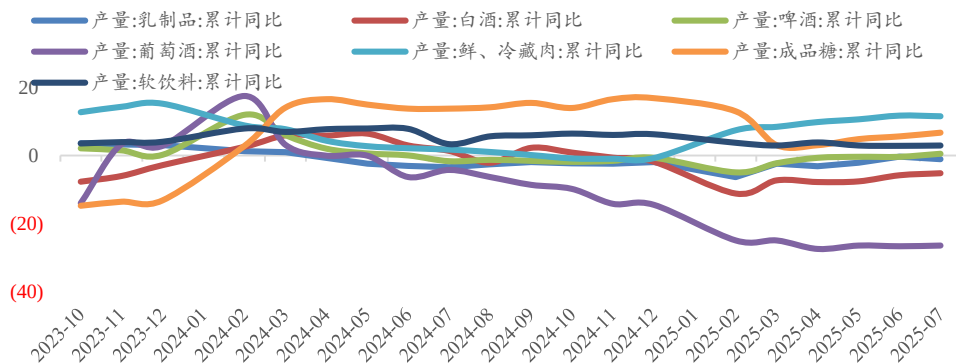
从微观层面来看产业表现，产量增速略有上行，收入与利润增速边际转暖但仍维持低位：食品制造企业 2025 年 1-7 月营收与利润增速分别为 1.7%与 2.8%，累计增速边际有上行趋势，但整体看仍在低增速区间。观察行业产量数据，与 2025 年 1-3 月相比，1-7 月多数子行业累计产量增速略有回升（除葡萄酒产量增速回落，软饮料增速持平）。整体来看行业产量在承压背景下，边际仍有修复。

图15：2025 年 1-7 月食品制造企业营收与利润增速较 1-3 月均有回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16： 2025 年 1-7 月食品饮料多数子行业产量增速较 1-3 月略有回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、2025 年中报总结：承压基调下的环比改善

上市公司中报已经全部披露,整体来看 2025Q2 食品饮料板块营收同比增 5.6%，增速较 2025Q1（+4.6%）略有回暖；利润同比下滑 2.1%，增速较 2025Q1（+0.3%）有所回落。其中白酒二季度收入增速（-5.0%）较 2025Q1（+1.7%）有较大回调，主因在于禁酒令影响。大众品中零食（43.0%）增速较高。从中报业绩来看，白酒、啤酒、熟食等中报营收增速回落，一方面来自于禁酒令导致的酒类消费场景受限，另一方面卤制品企业在渠道结构调整过程中承担阶段性阵痛。除零食、保健品、饮料行业外,其他子行业 2025Q2 虽仍是低速增长,行业整体仍然承压,但增速已有回暖。此外中报还体现了两个特性：一是业绩分化进一步拉大，多数龙头企业业绩保持稳定，如贵州茅台、海天味业等业绩仍在市场预期内平稳增长，但部分二线品牌出现收入降速的情况，也体现出外部环境出现压力的背景下龙头市占率仍有提升趋势；二是新消费相关标的表现出较强的韧性，饮料类业绩表现突出、多数零食公司表现较好。我们判断 2025 年下半年多数行业应处于持续回暖过程，需求曲线可能缓慢上行，建议聚焦头部龙头公司进行布局。

表1： 2025Q1 食品饮料板块整体营收与利润增速均在低位

	营收增速						利润增速					
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
食品饮料	7.0%	0.0%	3.5%	6.6%	4.6%	5.6%	16.0%	10.7%	2.3%	-13.0%	0.3%	-2.1%
肉制品	-6.7%	-7.8%	0.4%	4.9%	1.9%	3.7%	-21.4%	86.8%	23.4%	-304.1%	7.3%	1.4%
预加工食品	2.5%	-5.0%	-3.3%	-1.6%	-4.5%	0.7%	4.0%	-0.4%	-30.0%	21.3%	-3.1%	-19.5%
保健品	-5.2%	-4.1%	10.2%	21.5%	6.8%	22.4%	-25.4%	-48.7%	-61.5%	236.9%	-19.9%	38.0%
白酒	14.7%	10.6%	0.8%	1.2%	1.7%	-5.0%	15.7%	11.8%	2.1%	-3.4%	2.3%	-7.5%
啤酒	-0.8%	-1.6%	-3.3%	1.5%	3.7%	1.8%	16.3%	10.7%	-2.1%	13.7%	10.9%	12.8%
其他酒类	-2.4%	-2.9%	-7.8%	-12.4%	-4.3%	-3.9%	-30.0%	-3.2%	-45.0%	-6.0%	-1.6%	-28.2%
软饮料	14.4%	14.4%	9.1%	12.9%	2.4%	17.8%	26.9%	27.6%	18.2%	145.1%	-3.8%	18.8%
乳品	-3.9%	-13.6%	-6.1%	-5.1%	0.2%	3.8%	54.8%	-43.6%	2.5%	-249.2%	-16.9%	40.5%
零食	27.9%	1.8%	100.8%	109.2%	81.3%	43.0%	22.0%	-11.6%	44.8%	14.0%	-14.9%	9.8%
烘焙食品	6.8%	-0.4%	-1.8%	1.9%	2.3%	3.0%	11.5%	-7.3%	-8.4%	-36.9%	-24.7%	-25.7%
熟食	-7.9%	-8.1%	-10.1%	-18.4%	-11.8%	-14.0%	15.2%	6.0%	-5.0%	194.7%	-28.6%	-41.5%
调味发酵品	7.3%	4.7%	9.6%	12.7%	3.4%	6.1%	10.9%	239.1%	15.3%	-45.9%	7.2%	9.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们观测到二季度白酒企业中营收普遍低速增长已在市场预期范围内，高端白酒营收基本保持正增长，泸州老窖虽略有下滑但幅度不大，在禁酒令的影响下，高端白酒表现出较强的韧性。次高端白酒与地产酒（除山西汾酒外）均有下滑，一方面需求压力确实较大，另一方面表明大部分白酒企业已处于报表出清过程中。从二季度白酒需求、批价变化等角度我们认为白酒已经处于底部区间，一是禁酒令的影响已边际放缓；二是酒企目标务实，收缩供给增速以降低渠道压力；三是预判 2026 年酒企业绩增速在低基数背景下大概率逐季上行。库存去化以及价盘修复是后续观察重要指标。随着促经济政策落地，中长期来看宏观经济环境将呈现改善趋势，居民收入和消费意愿有望跟随改善，白酒消费预计渐进式回暖。

大众品二季度仍现分化，其中零食板块普遍业绩突出，主要是万辰集团营收增长较快（93.3%）。此外具备单品逻辑的企业表现较好，如有友食品抓住山姆会员渠道的红利期，叠加新品拓展，2025Q2 实现收入 52.5% 的高增长；软饮料板块 2025Q2 营收增长 17.8% 也实现较快增长，主要是东鹏饮料营收增长 34.1%。其他大众品公司如西麦食品凭借渠道多元化发展，也获得不错增长。而传统板块如乳制品、调味品、啤酒等行业仍维持低速增长，还是受到餐饮恢复较慢、需求弱复苏的影响。整体来看大众品板块承压仍是主基调，但部分子行业已有改善迹象；新消费相关公司业绩仍保持较高成长性，预计仍是下半年市场投资主流方向。

3、行业：白酒调整蓄势，大众品持续分化

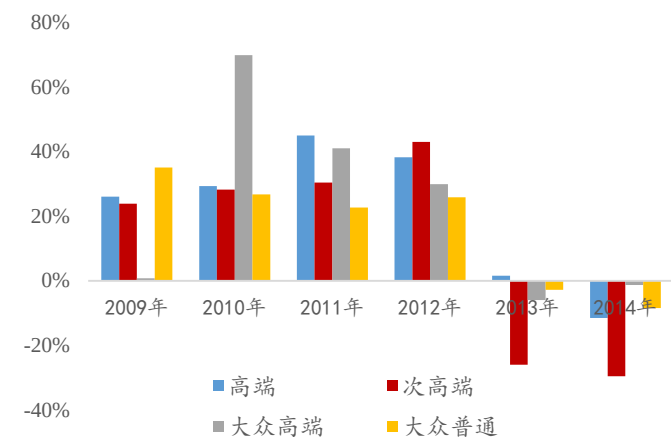
3.1、白酒：酒企普遍增长承压，行业进入下行周期

3.1.1、行业出现明显降速，酒企分化进一步加剧

2025 年 5 月底开始的严格控制体制内聚餐饮酒对行业需求和渠道信心有明显影响。从消费端看，受宏观经济压力影响，白酒整体需求有明显下降，商务需求持续承压，但居民消费相对刚性。从酒企端来看，渠道信心受影响较大，拒绝压货，并且渠道信心脆弱，二季度批价下行明显。2025 年，保证价格稳定、进行库存去化成为酒企和渠道的共识，行业去库存加速进行。

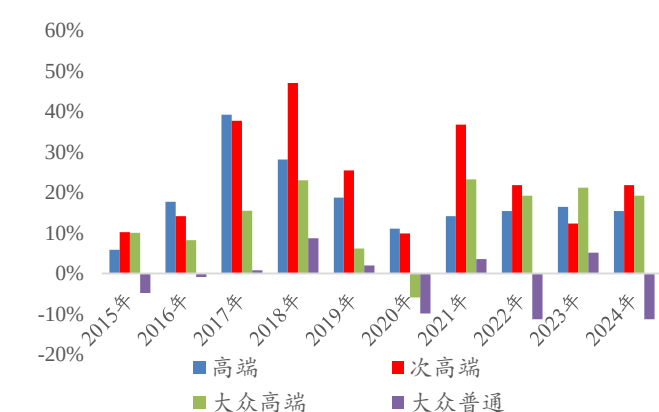
本轮白酒自 2024 年开始正式进入去库存周期，酒企分化加大。2009-2012 年期间，白酒行业普惠式扩容，各个价格带的白酒都有较好表现，但是自 2015 年开始，白酒消费者群体由过去政务消费引领转变为大众消费、商务消费为主，消费者对品牌、品质更加重视。2015 年以来高端白酒引领行业结构性增长，高端、次高端价格带增速明显快于中低端价格带，2024 年开始，飞天批价快速下滑，显示行业景气度下降，次高端酒企率先出现下滑，2025 年 2 季度开始，行业除茅五普遍出现下滑。

图17：2009-2012年期间，白酒各价格带均有较快增长



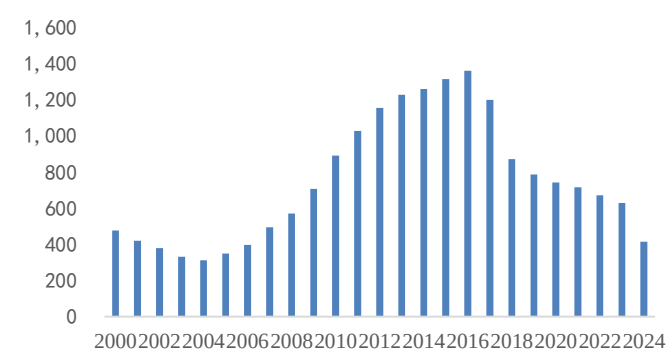
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2015年起次高端、高端价格带收入表现好于整体



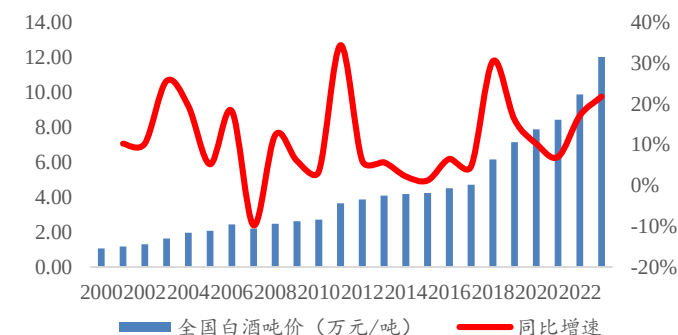
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2017年起全国白酒企业产量下滑（万千升）



数据来源：Wind、开源证券研究所

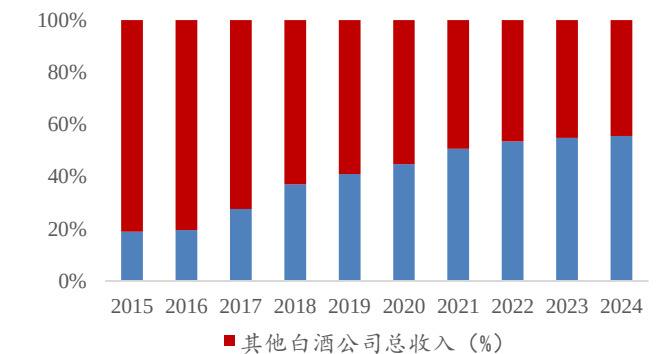
图20：2017年开始，全国白酒平均价格持续上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

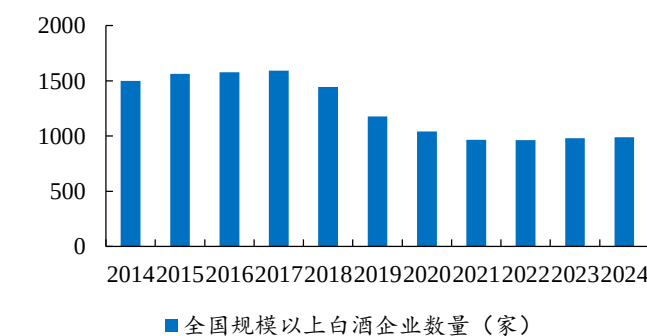
行业集中度持续提升，节奏分化越来越大。随着消费升级的快速演进，名优酒企之间也出现了明显的分化，提前在产品布局、渠道配合上做的较好的企业势能持续释放，而没有及时把握住升级时机的酒企发展遇到瓶颈。在当前存量竞争态势更加激烈的背景下，企业的综合内功显得更加重要：例如销售团队建设、对市场状态的判断、政策灵活度和执行能力、渠道关系建设和消费者服务能力等，不同品牌之间分化态势更加明显。

图21：上市白酒公司市场份额持续提升



数据来源：国家统计局、中国酒业协会、Wind、开源证券研究所

图22：规模以上白酒企业数量2018年以来下降明显

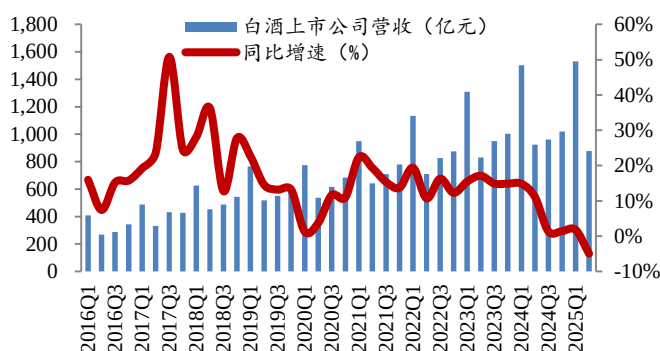


数据来源：国家统计局、中国酒业协会、开源证券研究所

3.1.2、二季度白酒普遍下滑，次高端首次出现

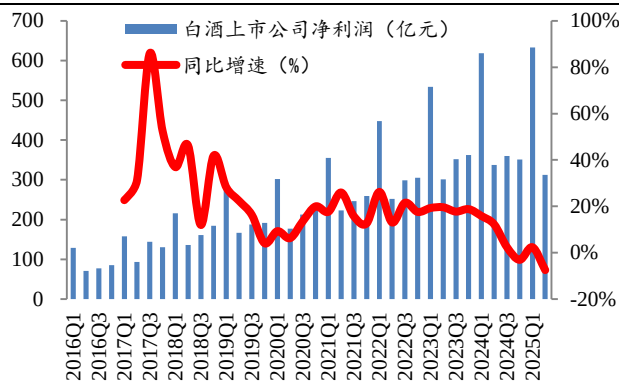
外部政策对需求和渠道信心打击很大，Q2 白酒上市公司整体收入和净利润自 2018 年以来首次出现下降。2024 年全年，一方面政商务消费需求有所承压；另一方面大众居民消费相对谨慎，中秋国庆期间宴席、餐饮等消费场景表现偏弱，全年库存矛盾突出，酒企普遍带高库存进入 2025 年春节，因此 2025Q1 报表增长表现不佳。进入 Q2，事业单位严格管控餐饮消费，执行过程中，对全社会的餐饮消费都有明显影响。Q1 的高库存以及需迅速下降使得渠道信心明显下降，渠道回款意愿偏弱，2025Q2 上市白酒公司整体收入 878.3 亿元，同比减少 5.0%，实现净利润 312.3 亿元，同比减少 7.5%。

图23：2025Q2 上市白酒企业收入同比减少 5.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2025Q2 上市白酒企业利润同比减少 7.5%

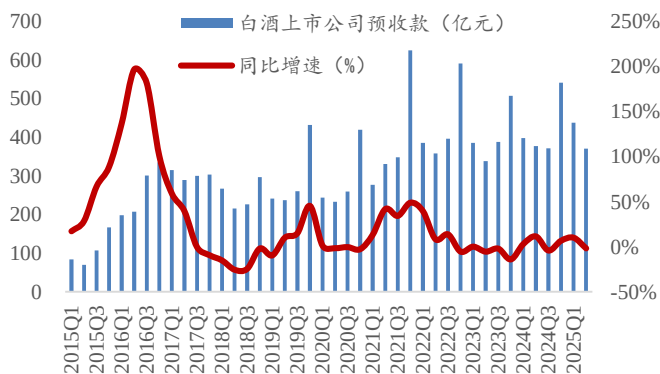


数据来源：Wind、开源证券研究所

2025 年二季度末预收款规模同比减少，经销商回款意愿降至冰点。由于 2024 年积累了较多库存，叠加 5 月份需求突然下降，经销商资金压力很大，大部分厂家选择主动调整，帮助渠道消化库存为主，并未在回款上做过多要求，酒企整体预收款规模相对表现较弱。2025 年 6 月末上市白酒公司合同负债总额 370.5 亿元，环比 2025 年 Q1 减少 67.4 亿元，同比 2025 年 6 月末减少 7.0 亿元。

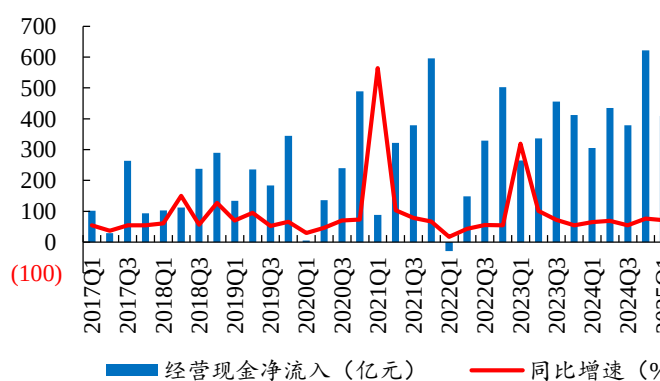
2025Q2 上市公司经营现金流入同比下降，主要系大部分酒企主动调整经营节奏。2024Q2-2025Q2 上市公司整体经营性现金净流入额同比增速分别为+29%、-17%、+51%、+34%、-53%。剔除贵州茅台和五粮液后，2025Q2 其他公司经营现金净流入同比下滑 72%。

图25：2025Q2 白酒企业预收账款规模环比减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

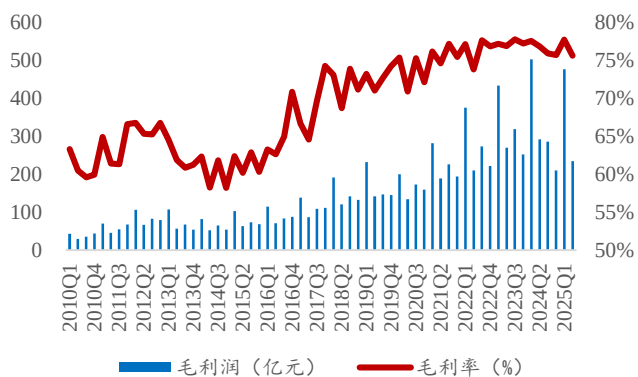
图26：2025Q2 白酒企业经营性现金净流入同比减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

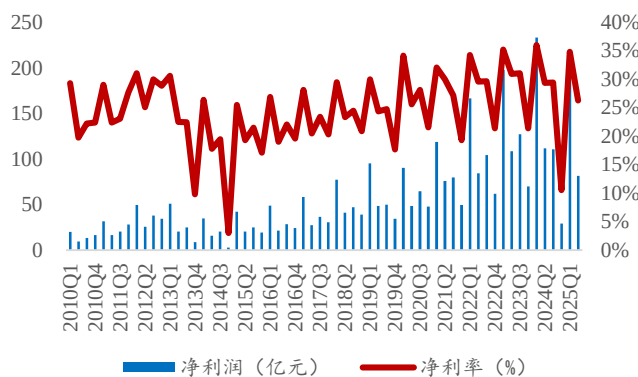
上市酒企毛利率下降，销售费用率提升下，净利率同比下降。2025Q2 上市白酒公司（剔除茅五）毛利率为 75.63%，同比 2024Q2 减少 1.20pct。考虑到渠道资金周转率下降，盈利能力承压，酒企进一步通过加大市场投放向渠道让利，但酒企销售费用投放更侧重终端和消费者端，通过扫码红包、瓶盖活动等方式，促进终端提升开瓶率。2025Q2 上市公司整体（剔除茅五）管理费用率和销售费用率分别为 10.88% 和 17.25%，同比分别+0.03pct、+0.07pct；净利率为 26.29%，同比下降 3.10pct。

图27：2025Q2 白酒企业整体毛利率同比下降



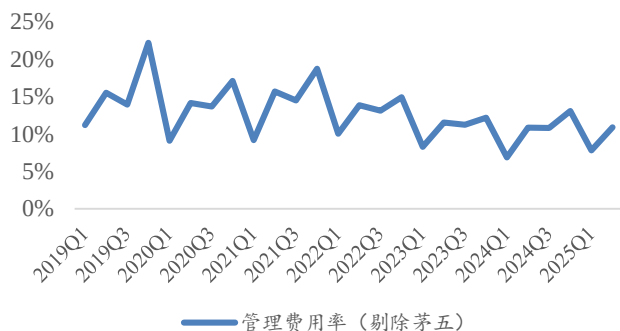
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2025Q2 上市白酒企业净利率同比下降



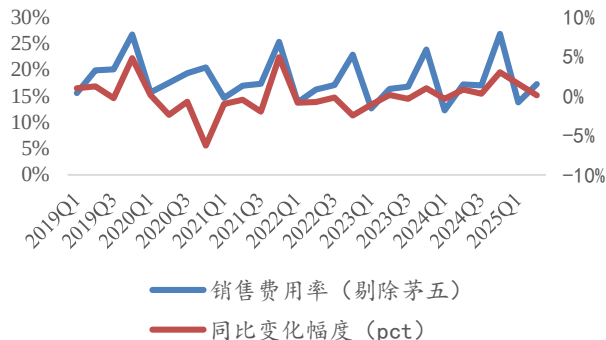
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2025Q2 白酒企业管理费用率同比增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

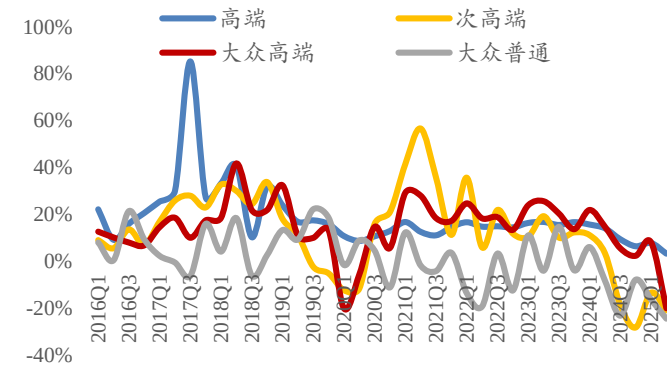
图30：2025Q2 白酒企业销售费用率同比上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

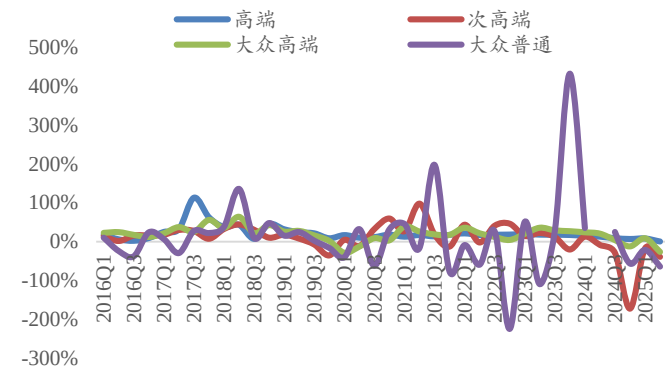
分价格带看：2025Q2 高端具有韧性，大众高端价格带加速下跌，次高端降幅未有明显收敛。自 2024 年以来，需求承压时间太长，渠道压力对各个价格带都有传导。分价格带来看，高端酒整体保持稳健增长，2024Q3-2025Q2 高端酒收入同比增速分别为+10%、+7%、+8%、+3%。次高端消费大多以商务消费为主，三季度商务和团购需求复苏较为疲软，业绩增速环比有所下降，2024Q3-2025Q2 次高端酒收入同比增速分别为-19%、-28%、-13%、-21%。大众区域酒变化最大，之前仍在稳健增长，25 年二季度突发性下降，2024Q3-2025Q2 大众高端酒收入增速分别为+6%、+2%、+8%、-20%。

图31：2025Q2 高端收入增速更快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2025Q2 高端利润增速最快



数据来源：Wind、开源证券研究所

高端白酒业绩增速环比下降，酒企主动进行调整，收入利润符合预期。高端酒企依托品牌优势和多元化需求保持了相对稳健增长，虽然收入利润增速环比下降，但考虑宏观环境影响，业绩表现符合预期。贵州茅台 Q2 仍然实现了稳健增长，公司是目前行业唯一收入业绩确定性强的企业了。五粮液 Q2 收入正增长，其实是高于资本市场预期的，市场其实希望公司早点主动出清，但是目前看，触底节奏还是要靠后一些了。泸州老窖自 2024 年开始就通过五码系统严格控制库存，Q2 下滑在市场预期之中，这次老窖更加尊重市场规律和渠道健康。

表2：高端白酒 2025Q2 营收和利润增速环比下降，毛利率、净利率下降

简称	项目/时间	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
贵州茅台	营收增速	18.0%	17.0%	15.6%	12.8%	10.7%	7.3%
	净利润增速	15.7%	16.1%	13.2%	16.2%	11.6%	5.2%
	毛利率	92.7%	90.9%	91.2%	93.0%	92.1%	90.6%
	销售费用率	2.5%	4.0%	4.1%	2.8%	2.9%	4.5%
	净利率	51.8%	47.7%	48.2%	49.8%	52.2%	46.8%
五粮液	营收增速	11.9%	10.1%	1.4%	2.5%	6.1%	0.1%
	净利润增速	12.0%	11.5%	1.3%	-6.2%	5.8%	-7.6%
	毛利率	78.4%	75.0%	76.2%	77.0%	77.7%	74.7%
	销售费用率	7.5%	17.3%	14.0%	13.7%	6.5%	18.9%
	净利率	40.3%	31.7%	34.0%	32.6%	40.2%	29.3%
泸州老窖	营收增速	20.7%	10.5%	0.7%	-16.9%	1.8%	-8.0%
	净利润增速	23.2%	2.2%	2.6%	-29.9%	0.4%	-11.1%
	毛利率	88.4%	88.8%	88.1%	84.4%	86.5%	87.9%
	销售费用率	7.8%	11.8%	11.8%	15.1%	8.2%	10.6%
	净利率	49.8%	44.8%	48.2%	27.3%	49.1%	43.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

商务消费活动受政策影响较大，次高端酒企仍处于承压阶段，业绩延续分化增长。受宏观经济影响，商务消费场景恢复节奏相对较慢，次高端酒企由于品牌势能、渠道建设和库存情况不同，因此在业绩表现上存在较大差异。分品牌看，山西汾酒在压力下仍然实现了增长，主要得益于丰富的产品结构，以及前几年有节奏的做好了库存的管理，做好了速度和质量的平衡。舍得酒业 2025Q2 下滑幅度大幅收窄，是

由于 2024 年二季度开始主动出清。水井坊、酒鬼酒 Q2 收入分别下降 31%、57%，下降幅度仍然较大，预计 2025 年仍是深度调整期。

表3：2025Q2 次高端品牌（除舍得酒业）收入和净利润增速均有下滑

简称	项目/时间	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
水井坊	营收增速	9.4%	16.6%	0.4%	4.7%	2.7%	-31.4%
	净利润增速	16.8%	29.6%	7.7%	-12.3%	2.1%	-251.2%
	毛利率	80.5%	81.5%	84.6%	82.3%	82.0%	74.4%
	销售费用率	35.1%	32.2%	8.4%	38.7%	27.5%	52.1%
	净利率	20.0%	7.1%	42.6%	15.1%	19.8%	-15.8%
舍得酒业	营收增速	4.2%	-22.7%	-30.7%	-51.1%	-25.1%	-3.4%
	净利润增速	-3.4%	-88.4%	-79.2%	-167.9%	-37.1%	139.5%
	毛利率	74.2%	60.9%	63.7%	53.7%	69.4%	60.6%
	销售费用率	16.3%	27.0%	24.8%	36.0%	19.4%	23.7%
	净利率	26.1%	3.5%	6.6%	-36.0%	22.0%	8.6%
山西汾酒	营收增速	20.9%	17.1%	11.4%	-10.2%	7.7%	0.4%
	净利润增速	30.0%	10.2%	10.4%	-11.3%	6.2%	-13.5%
	毛利率	77.5%	75.1%	74.3%	77.4%	78.8%	71.9%
	销售费用率	7.5%	11.5%	10.5%	17.6%	9.2%	11.5%
	净利率	40.8%	29.0%	34.1%	19.2%	40.2%	25.0%
酒鬼酒	营收增速	-48.8%	-13.3%	-67.2%	-66.2%	-30.3%	-56.6%
	净利润增速	-75.6%	-60.9%	-213.7%	-163.7%	-56.8%	-147.8%
	毛利率	71.1%	75.6%	64.0%	69.1%	70.7%	65.2%
	销售费用率	33.9%	35.5%	66.3%	58.4%	27.7%	40.3%
	净利率	14.9%	9.5%	-32.8%	-18.9%	9.2%	-10.5%
洋河股份	营收增速	8.0%	-3.0%	-44.8%	-52.2%	-31.9%	-43.7%
	净利润增速	5.0%	-9.7%	-73.0%	916.0%	-39.9%	-62.7%
	毛利率	76.0%	73.7%	66.2%	59.9%	75.6%	73.3%
	销售费用率	8.5%	18.5%	27.8%	118.8%	12.4%	20.9%
	净利率	37.3%	28.6%	13.6%	-140.1%	32.9%	18.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

区域头部酒企主动放缓经营节奏，整体增长骤降。二季度区域头部酒企业一改往日稳健增长，业绩增速骤降，主要系大众白酒消费需求表现平淡，江苏和安徽白酒需求环境承压，头部酒企主动调整经营节奏，释放报表压力。分品牌看，古井贡酒 Q2 营业总收入同比下降 14%；主要是定位次高端的古 20 增速有所回落。今世缘营收下降 27%，主要是过去几年高库存，公司主动借机调整。迎驾贡 2 季度增速不及预期，主要是公司主动控制库存，同时省内存量竞争趋势更加明显。口子窖 2 季度也不再稳健，下滑幅度扩大，真实的体现了需求压力。

表4：大众高端白酒 2025Q2 业绩增速环比下降

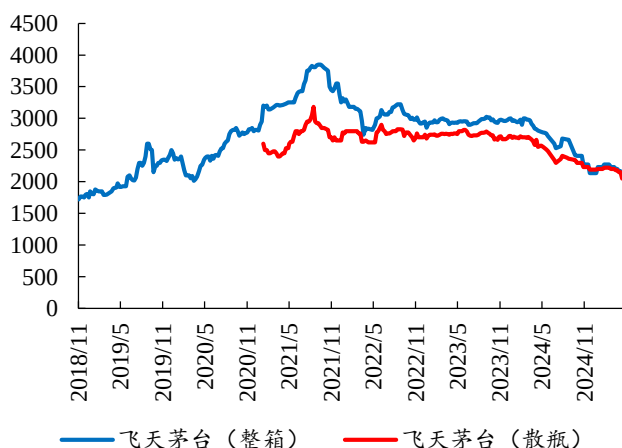
简称	项目/时间	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
古井贡酒	营收增速	25.9%	16.8%	13.4%	4.8%	10.4%	-14.2%
	净利润增速	31.6%	24.6%	13.6%	-0.7%	12.8%	-11.6%

	毛利率	80.3%	80.5%	77.9%	80.7%	79.7%	80.2%
	销售费用率	27.2%	24.6%	23.0%	30.1%	26.6%	22.8%
	净利率	24.9%	27.3%	22.3%	17.1%	25.5%	28.1%
口子窖	营收增速	11.1%	5.9%	-22.0%	9.0%	2.4%	-48.5%
	净利润增速	10.0%	15.1%	-27.7%	-7.5%	3.6%	-70.9%
	毛利率	76.5%	75.0%	71.9%	74.1%	76.2%	65.2%
	销售费用率	14.2%	12.2%	20.6%	38.3%	13.3%	19.0%
	净利率	33.3%	25.7%	30.3%	20.8%	33.7%	14.5%
	营收增速	22.8%	21.5%	10.1%	-7.6%	9.2%	-29.7%
今世缘	净利润增速	22.1%	16.9%	6.6%	-34.8%	7.3%	-37.1%
	毛利率	74.2%	73.0%	75.6%	77.7%	73.6%	72.8%
	销售费用率	18.0%	21.0%	24.1%	17.5%	16.8%	22.6%
	净利率	32.8%	35.3%	23.7%	20.3%	32.2%	31.6%
	营收增速	21.3%	19.0%	4.0%	-4.5%	-11.9%	-23.8%
	净利润增速	30.4%	28.0%	6.2%	-7.9%	-9.2%	-35.2%
迎驾贡酒	毛利率	75.1%	71.1%	75.8%	72.9%	76.5%	68.3%
	销售费用率	6.7%	10.0%	9.0%	11.4%	7.7%	13.4%
	净利率	39.3%	31.9%	36.3%	31.9%	40.5%	27.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

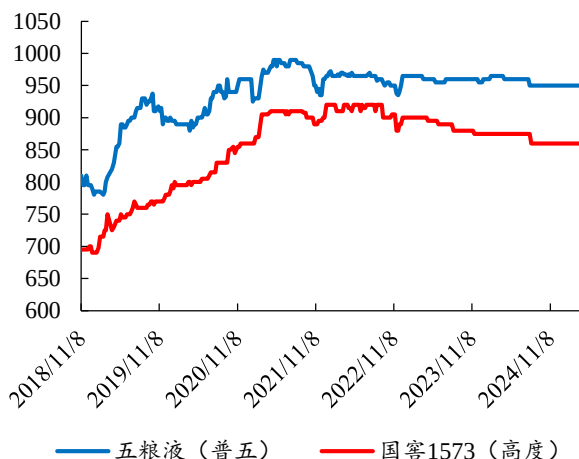
展望 2025 年全年，需求改善缓慢下，高端白酒价格预计仍要承压。2024 年春节期 间受益于高端礼赠需求较高，高端白酒整体批价相对平稳。春节后高端白酒批 价普遍有所下滑，一方面行业进入淡季，消费需求有所减少；另一方面贵州茅台在 大量投放公斤装、加快企业团购渠道放量，引发传统渠道担忧，导致茅台酒价格下 滑。但长期来看高端白酒批价有望迎来稳步上升趋势，一方面当前消费场景恢复较 快，高端宴请和礼赠需求得到释放；另一方面随着促经济政策逐步推出，社会经济 活跃性开始稳步恢复，商务活动有望逐步增多。

图33：飞天（散瓶）价格 2022 年相对平稳（单位：元）



数据来源：今日酒价、开源证券研究所

图34：五粮液和国窖价格波动前行（单位：元）

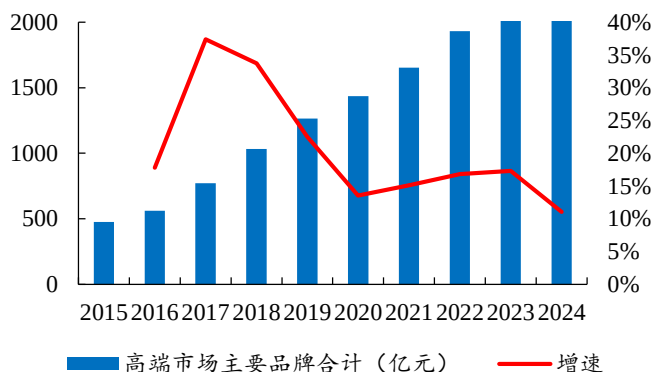


数据来源：今日酒价、开源证券研究所

长期来看，高端酒确定性与成长性兼备。居民消费持续升级是高端白酒扩容的 基础。2013 年以来我国居民收入快速增长，平均财富水平不断增加。一方面中产阶 级不断扩容，另一方面富裕阶层财富水平也持续提升。随着财富的提升，消费信心

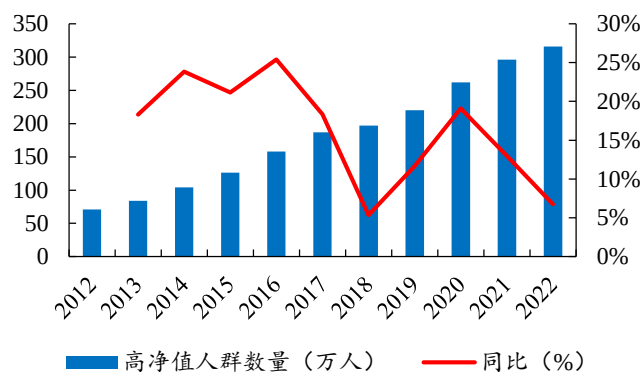
增加，消费者更多的追求高价格、高品质、能体现个人财富地位的商品。2015-2024 年，高端白酒市场规模复合增速 20.3%，随着高净值人群数量和资产量的提升，高端白酒市场仍将持续扩容。

图35：高端白酒规模持续增长



数据来源：Wind、酒业家、开源证券研究所

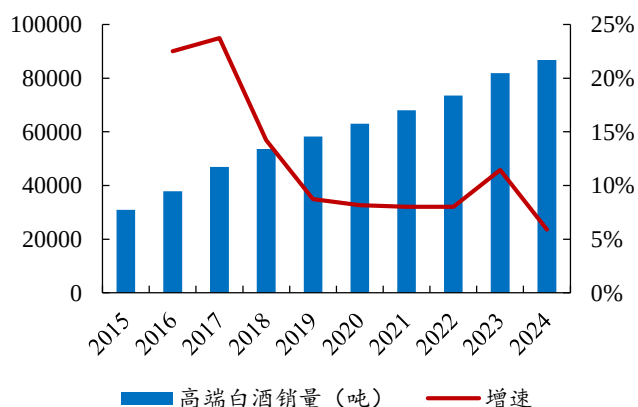
图36：高净值人群数量持续增长（单位：万人）



数据来源：Wind、开源证券研究所

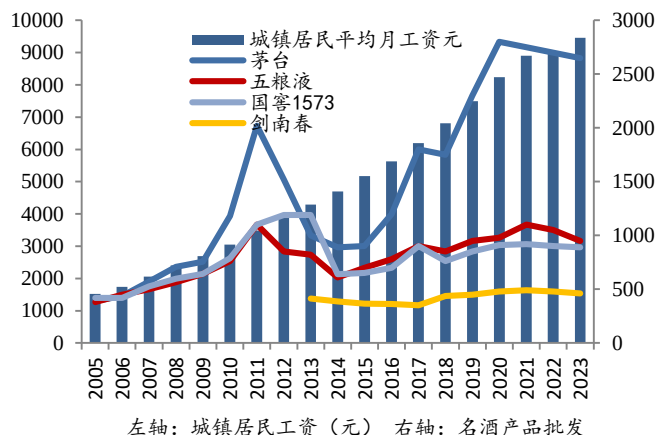
拆分来看，高端白酒量价均有提升空间。高端白酒 2024 年销量约 8.7 万吨，2015-2024 年复合增速 12.1%，受益于消费升级和品牌化带动，预计未来高端酒销量仍能保持年均 6%-10% 左右增速。2023 年末城镇居民平均月工资水平较 2011 年已经翻倍，飞天茅台、五粮液、国窖 1573 终端价格刚达到 2011 年时最高点水平。2023 年 11 月 1 日，飞天茅台宣布出厂价提升 20%，终端指导价不变，预计后续仍有提价动力和空间，打开了高端白酒价格的天花板，因此考虑到居民消费水平提升幅度与高端白酒产能的稀缺性，目前高端白酒价格仍有提升空间。

图37：高端酒历史销量增长稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：高端酒价格仍在可接受范围内



数据来源：Wind、今日酒价、开源证券研究所

2020-2024 年受到经济环境影响，次高端白酒经营状态波动较大。部分次高端企业仍处于渠道巩固、空白渠道建设阶段，产品使用场景以商宴为主。相较于高端白酒家喻户晓的品牌知名度以及区域白酒多年完善的渠道建设，部分次高端企业自 2015 年-2020 年才陆续重塑经销商体系，重点市场深耕程度仍有不足（山西汾酒大基地市场质量较好），仍有较多潜力市场等待开发：水井坊 2015 年开始重塑通路、酒鬼酒 2019 年正式开始以内参为先锋发力全国，舍得酒业 2020 年开始重新大规模招商。

2020 年以来线下消费场景受限令空白市场招商和销售员异地拓展阶段性受阻，消费者培育活动开展难度加大。次高端产品主要使用场景是商务宴请、企业活动等，疫情防控常态化对该场景影响较大，次高端酒企阶段性面临的调整 and 压力会较高端和大众产品更大一些。

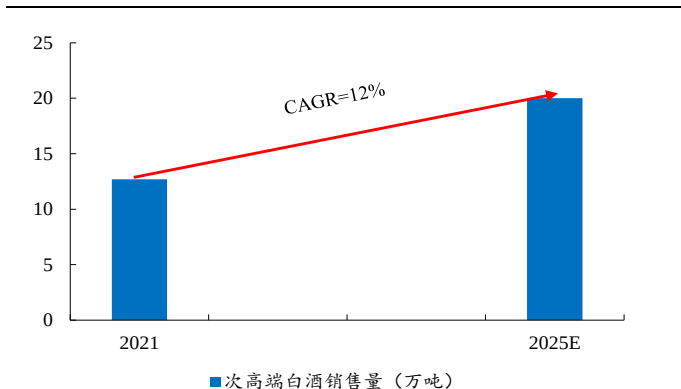
中长期经济复苏将拉动次高端酒价格带上移，次高端仍是成长潜力最大价格带。次高端酒消费升级与经济环境相关性较大，一方面在服务业、制造业经营改善后，居民就业率和收入水平得到提升，推动白酒消费升级趋势延续，大量 100-300 元消费群体将向升级至 300 元以上价格带，进而拉动次高端白酒价格提升。另一方面，经济增长下高端白酒批价将先于次高端白酒提升，随着五粮液和泸州老窖提升至千元价位后，将进一步打开次高端价格上限，为次高端酒价格上移提供良好环境。

图39：销售额角度看预计 2025 年次高端份额继续提升



数据来源：观研报告网

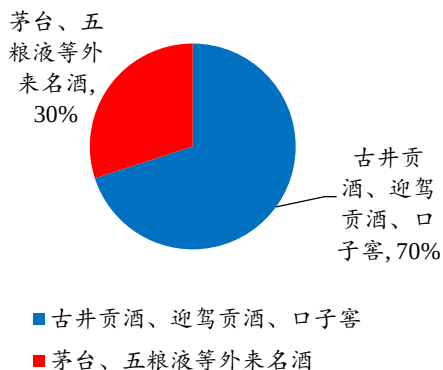
图40：销量角度看预计 2025 年次高端销量稳步提升



数据来源：观研报告网、开源证券研究所

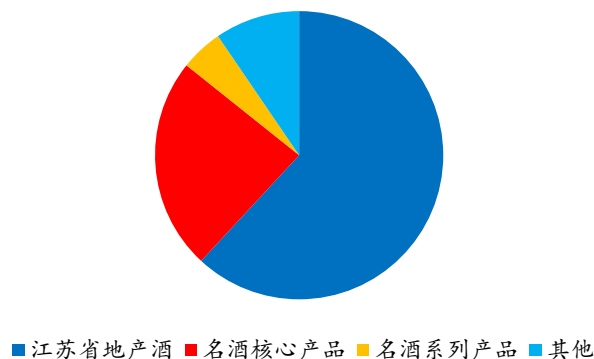
增量放缓背景下，区域酒企在基地市场集中度提升速度加快。面对严峻的行业环境，强势地产酒一方面通过强大的组织能力，进一步加大费用投入，咬定全年目标不放松。另一方面，渠道主动抛弃新兴品牌，加强与传统品牌的合作，区域强势市场份额进一步提升，从而实现了业绩的稳定增长。反观三四线弱势地产白酒，面对强势品牌的大力抢夺，弱势地产酒品牌营收普遍出现大幅下滑。

图41：2024 年安徽省内白酒品牌市占率达 70%



数据来源：Wind、酒业家、开源证券研究所

图42：2024 年江苏省内地产酒品牌市占率超 60%



数据来源：Wind、酒说、开源证券研究所

长期展望来看，区域白酒持续升级是主要增长动力。目前全国大部分地区大众宴席主流消费价格带区大部分在 200 元及以下，近年来区域强势酒企也在大本营市场积极推进产品升级，凭借坚实的渠道基础和消费者品牌忠诚度，近年来普遍在 300-500 元价格带布局上有了良好的成果，未来结构升级将是大众酒龙头业绩增长的主要驱动力之一。

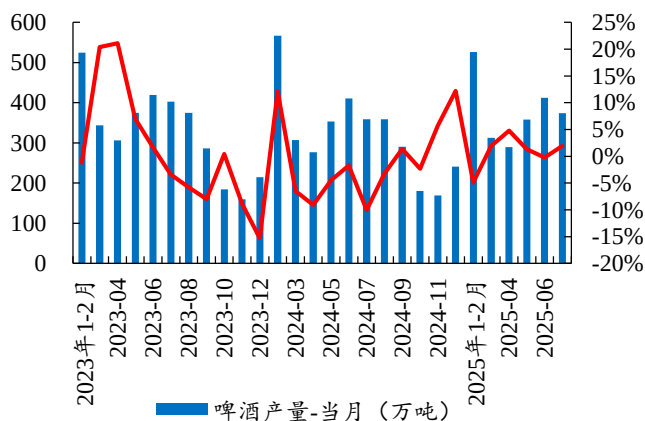
总结：1、上市公司自 2025 年 2 季度开始，真正开始出现报表出清，上市公司在形势倒逼下，与渠道达成共识，主动进行去库存，我们预计三季度开始，部分酒企会出现环比改善，2016 年 2 季度，行业普遍出现改善。

2、2 季度开始报表出清，后续改善确定性强。在分化进一步加剧的背景下，我们建议选择渠道压力减轻，边际变化明显的公司，推荐贵州茅台，山西汾酒，泸州老窖、舍得酒业。

3.2、啤酒：旺季力争增长，巩固基础再提高

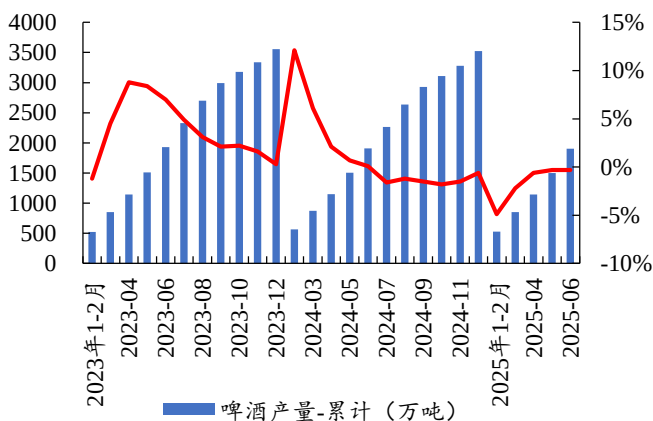
2025Q2 旺季需求承压。2025 年 1-6 月产量微幅下降，同比-0.3%；其中 4-6 月单月同比分别+4.8%、+1.3%、-0.2%，3 月份产量有一定修复，4 月啤酒产量恢复增长势头较好，但 5 月以后并未如市场预期补库存，主因行业受制于餐饮需求疲软以及禁酒令等因素影响。当前行业旺季即将过去，行业需求在波动中维持，渠道方面呈现餐饮渠道承压、新零售与即时零售渠道增长多方面变化，各大酒企积极探索新增长点。

图43：2025 年 7 月啤酒产量同比增 1.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：2025 年 1-6 月啤酒累计产量同比降 0.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2025Q2 各大企业增速有所回落，提升产品结构弥补销量承压影响。2025Q2 主要上市啤酒企业营收增速环比 2025Q1 有所回落，行业需求恢复仍有反复，主因餐饮需求疲软等因素影响。分公司来看，主要龙头青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒营收同比+1.28%、-1.84%、+4.96%、+6.11%，大多企业仍保持正增长。我们认为，2025Q2 啤酒行业呈现销量、结构修复偏慢的情况，但量价表现整体维持平衡状态。结构上中端、次高端啤酒仍有一定增长，结构上带动吨价略有增长。销量方面行业未能在旺季继续实现加速增长态势，在行业需求偏弱的大环境下，龙头企业或只能在结构上寻找增量弥补销量承压的影响。

表5：2025Q2 单季啤酒上市公司营收增速有所放缓

	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
青岛啤酒	-3.37%	-5.19%	-8.89%	-5.28%	7.44%	2.91%	1.28%
重庆啤酒	-3.76%	7.16%	1.54%	-7.11%	-11.45%	1.46%	-1.84%
珠江啤酒	1.16%	7.05%	8.07%	6.89%	2.11%	10.69%	4.96%
燕京啤酒	-4.41%	1.72%	8.79%	0.19%	1.32%	6.69%	6.11%
惠泉啤酒	-64.66%	2.86%	-1.33%	-0.38%	145.49%	0.35%	1.49%
兰州黄河	-11.73%	-26.86%	4.05%	-4.94%	-23.54%	-11.49%	-19.63%
*ST 西发	46.47%	-0.70%	81.12%	8.02%	34.07%	15.80%	-9.72%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2025Q2 继续受益原料价格下行，大多啤酒企业毛利率改善。从毛利率表现来看，2025Q2 啤酒企业毛利率大多有所改善，其中青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒等毛利率同比+3.05pct、+0.75pct、+3.00pct、-0.64pct。啤酒板块毛利率同比改善主因成本下降较多，其中主因麦芽等原料价格继续下降。从提升幅度来看，青岛啤酒、珠江啤酒提升幅度较大。从销售费用率来看，除燕京啤酒以外主流酒企销售费用率略有上升，主因 2025Q2 需求相对疲软，行业未能如期在旺季复苏。从净利率来看，啤酒企业净利率大多有所提升，主因成本改善。

2025Q2 龙头净利润增速实现正增长，区域龙头弹性更大。2025Q2 龙头利润增速大多呈现正增长。分公司看，各企业表现趋于收敛，区域酒企净利润增速更高，珠江啤酒、燕京啤酒等利润弹性较大，但增速环比 2025Q1 有所下降；龙头维持相对稳定增长。我们认为泛全国化或区域龙头仍有一定升级空间和区域性差异。

表6：2025Q2 多数啤酒企业毛利率同比提升

证券简称	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
青岛啤酒	27.47%	40.44%	42.79%	42.12%	26.24%	41.64%	45.84%
重庆啤酒	48.79%	47.90%	50.45%	49.17%	43.38%	48.42%	51.21%
珠江啤酒	27.70%	42.13%	53.11%	49.77%	28.84%	45.00%	56.11%
燕京啤酒	-6.57%	37.18%	48.33%	47.99%	9.86%	42.79%	47.70%
惠泉啤酒	-34.70%	30.64%	35.57%	35.87%	-4.01%	32.05%	37.06%
兰州黄河	-16.74%	10.81%	16.51%	26.87%	-49.50%	15.25%	12.67%
*ST 西发	30.40%	33.05%	39.47%	42.31%	39.43%	42.81%	41.56%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：2025Q2 主流酒企销售费用率同比略有上升

证券简称	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
青岛啤酒	41.42%	12.83%	8.75%	14.08%	37.18%	12.53%	8.74%
重庆啤酒	33.10%	13.13%	17.20%	14.74%	34.40%	12.74%	17.35%
珠江啤酒	23.43%	16.62%	13.06%	15.22%	15.96%	15.78%	13.36%
燕京啤酒	-0.58%	11.93%	10.01%	13.86%	2.60%	15.65%	6.02%
惠泉啤酒	15.18%	9.09%	6.71%	1.72%	1.26%	6.88%	7.55%
兰州黄河	24.67%	16.17%	27.83%	43.97%	33.88%	15.51%	25.35%
*ST 西发	1.74%	2.30%	3.42%	4.16%	3.19%	8.61%	4.42%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：2025Q2 大多数啤酒企业净利率同比提升

证券简称	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
青岛啤酒	-21.99%	15.99%	21.15%	15.85%	-20.09%	16.64%	22.26%
重庆啤酒	0.15%	20.94%	19.71%	20.64%	-26.38%	21.61%	17.54%
珠江啤酒	-2.12%	11.37%	20.49%	16.47%	0.82%	13.16%	23.35%
燕京啤酒	-16.75%	3.61%	16.66%	13.37%	-10.45%	5.94%	22.03%
惠泉啤酒	-68.98%	3.54%	12.81%	20.02%	-27.01%	4.32%	15.87%
兰州黄河	-176.89%	-15.37%	-20.72%	-60.26%	-275.04%	4.88%	-53.50%
*ST 西发	80.24%	10.61%	20.95%	26.03%	14.93%	18.57%	33.45%

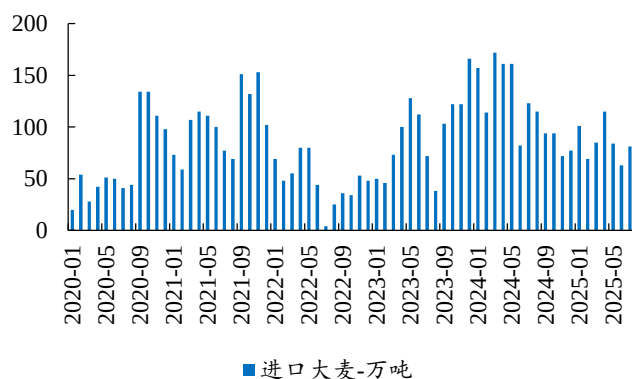
数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：2025Q2 龙头净利润增速个位数增长，珠江和燕京啤酒弹性更大

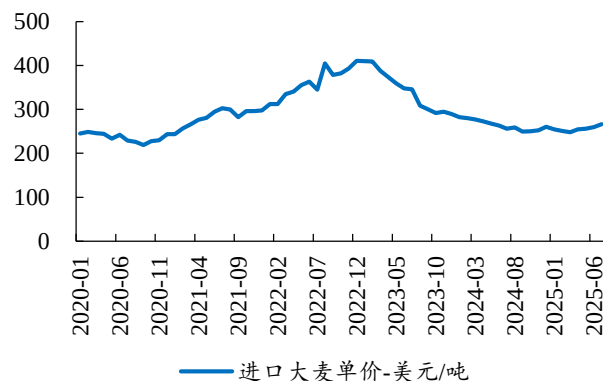
	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
青岛啤酒	-15.01%	10.06%	3.55%	-9.03%	-0.79%	7.08%	7.32%
重庆啤酒	-109.23%	16.78%	-5.99%	-10.10%	-2801.45%	4.59%	-12.70%
珠江啤酒	-171.86%	39.37%	35.63%	10.60%	118.74%	29.83%	20.18%
燕京啤酒	2.78%	58.90%	45.91%	19.84%	25.35%	61.10%	43.00%
惠泉啤酒	-68.59%	468.51%	23.62%	15.36%	4.08%	23.72%	25.86%
兰州黄河	-482.62%	70.92%	-135.74%	-381.35%	-5.63%	934.62%	-161.09%
*ST 西发	176.37%	102.74%	180.74%	203.76%	-92.01%	791.12%	104.95%

数据来源：Wind、开源证券研究所

继续巩固销量、结构，应对渠道多元化发展。2024 年以来行业受消费力下行、餐饮需求疲软影响，量价表现有所回落，中高档啤酒竞争逐渐激烈、增速放缓，行业高端化进程阶段性放缓。2025Q1 行业高基数下销量逐步修复，但 2025Q2 受制于禁酒令及餐饮需求疲软等因素影响，旺季表现未来再接再厉。同时行业渠道呈现多元化发展趋势，家庭渠道占比提升，新零售、即时零售渠道在费用补贴下增长较快，龙头企业积极抓住渠道新增量，在大环境相对疲软的环境中力争实现正增长，巩固基础，等待需求修复。尽管短期修复仍有一定的不确定性，但行业整体思路清晰，即销量修复为先、其次结构升级，各大企业瞄准中腰部价格带、壮大实力，为未来结构升级打下基础。

图45：进口大麦数量逐渐恢复到常态、囤货情况减少


数据来源：Wind、开源证券研究所

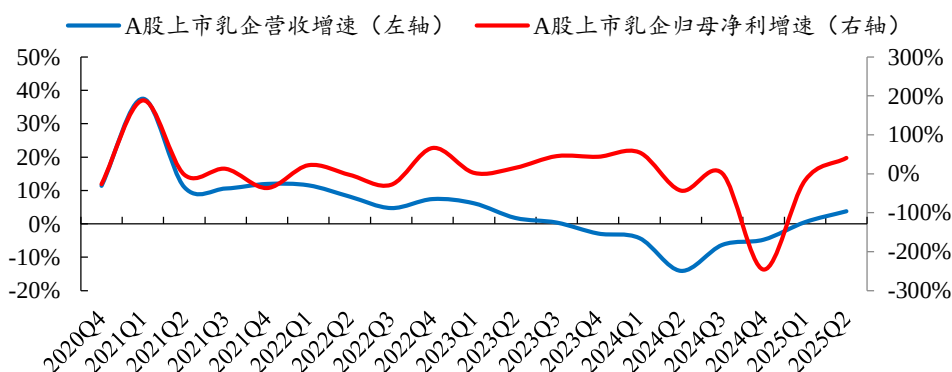
图46：2025 年 6 月以来进口大麦价格有企稳回升迹象


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、乳制品：乳制品需求仍承压，利润相对改善

乳制品需求仍偏弱，2025Q2 乳企营收、利润均呈现增长。二季度行业整体需求仍偏弱，渠道库存水平相对健康，在 2024 年同期基数较低的背景下，上市乳企 2025Q2 营收同比增 3.8%，下半年双节效应、深加工产能逐步落地有望带动需求进一步复苏；2025Q2 上市乳企归母净利润同比增 40.5%，二季度上游奶价仍持续下行带来成本红利，叠加渠道调整完成后买赠促销力度减小、产品价格有所回升，后续盈利端修复。尽管短期发展承压，但长期看中国人均牛奶饮用量仅为世界平均水平的 1/3，且各子行业发展程度不一，未来乳制品行业发展空间广阔。

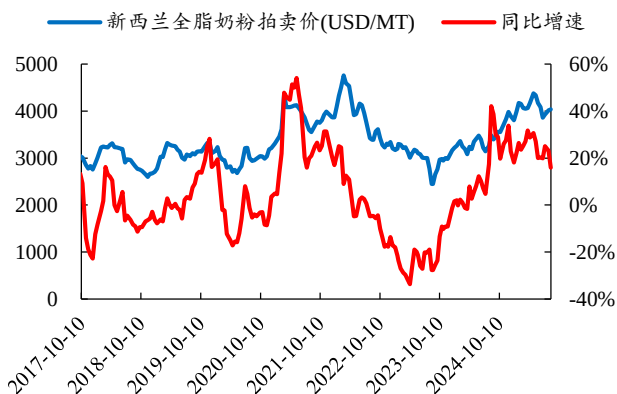
图47：2025Q2 A 股上市乳企营收同比增 3.8%，归母净利润同比增 40.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

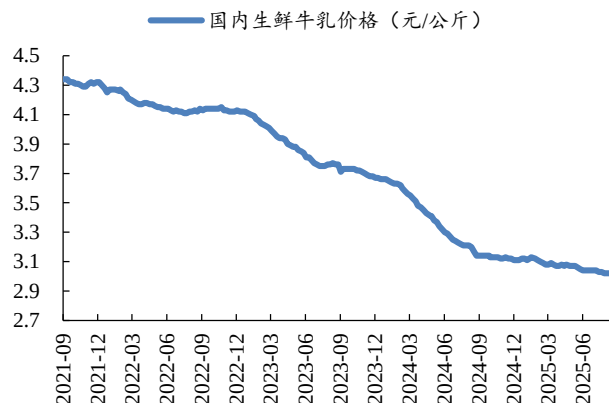
奶价延续下行趋势，预计下半年奶价压力趋缓。2025Q2 原奶供需环境仍宽裕，原奶价格延续下行趋势。8 月 21 日，国内生鲜乳价格 3.0 元/公斤，环比持平，同比-5.6%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。8 月 19 日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 4036 美元/吨，环比+0.6%，同比+15.9%，奶价同比上升。下半年双节效应、深加工产能逐步落地，叠加上游出清预计带动供需同步改善，2025 年原奶价格下行压力逐渐趋缓。长期看，我国奶牛存栏量仍处低位，在环保政策严格、土地资源紧缺的背景下，奶源供给增长仍较为缓慢；乳制品需求旺盛、上下游合作深化下，预计未来原奶长期会处于供需紧平衡状态，原奶价格相对平稳。

图48：2025 年 8 月 19 日全脂奶粉中标价同比+15.9%



数据来源：GDT、开源证券研究所

图49：2025 年 8 月 21 日生鲜乳价格同比-10.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

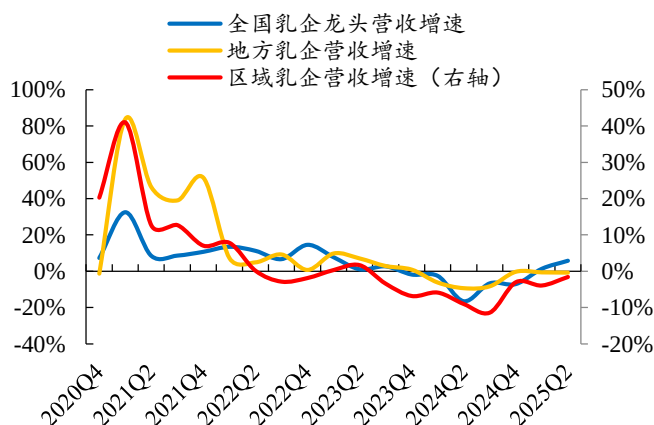
2025Q2 乳制品行业促销力度减小，全年仍将保持理性。2025Q2 原奶供给宽裕，乳制品需求仍偏弱，但主要乳企自 2024 年完成渠道调整工作后库存水平始终保持健康，促销力度减小。展望全年，原奶价格延续下行趋势，但因乳制品龙头企业均重视盈利能力提升，预计行业竞争仍较为理性。往长期展望，龙头乳企伊利股份、蒙牛乳业均要求保证盈利能力基础上的收入增长，费用投放更倾向于品牌等方面，形成品牌渠道合力，进一步增强企业核心竞争力，预计长期行业竞争会较为理性。

行业集中度可持续提升，龙头领先优势稳固。2025Q2 龙头伊利股份液态奶份额进一步提升，领先优势扩大；成人奶粉、冷饮均稳居市场第一。龙头伊利股份、蒙牛乳业不断升级产品结构、坚持精耕策略、完善上游奶源战略布局、持续提升品牌力，领先优势稳固，毛利率持续提升，市场份额仍有望不断扩大，乳制品行业集中度有望持续提升。

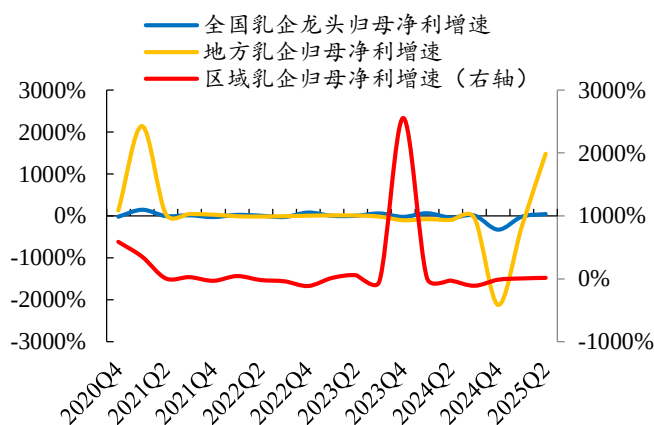
乳企营收均有下滑、净利稳步增长，全国乳企净利率改善明显。根据乳企规模和经营地域大小分类来看，全国性乳业（如伊利股份）多业务发展，终端需求延续弱势，二季度以来库存水平健康，收入稳健增长，2025Q2 营收同比增 5.9%，其中液体乳同比降 0.8%降幅环比收窄；受益原奶价格下行、产品结构改善，2025Q2 毛利率同比提升 0.6pct 至 34.2%；同时由于渠道库存健康、费用投放回收，销售费用率同比 -0.7pct；2025Q2 扣非后净利率同比增 2.4pct 至 8.3%。区域乳企（如光明乳业、新乳业、三元股份）2025Q2 营收同比降 1.6%，归母净利同比增 17.5%，归母净利率同比提升 0.7pct 至 4.1%。区域性乳企整体营收下滑，但部分乳企积极推动主业发展，如新乳业推动鲜奶、低温奶等高毛利主业增长，二季度主营业务收入基本稳健；原奶成本红利叠加产品结构优化下净利率明显提升。地区乳企（如燕塘乳业、天润乳业）收入也在下降，2025Q2 营收同比降 6.2%，归母净利同比增 178.8%，归母净利率同比增 5.7pct 至 8.7%。

乳制品行业估值较低，仍具配置价值。受宏观经济影响，乳制品行业弱复苏，不同子行业处于不同阶段，传统常温液态奶行业双寡头格局稳定，龙头注重净利率提升，竞争较为理性且偏于长期品牌投入；低温奶行业各个区域乳制品企业区域割据，仍处于跑马圈地时期。目前乳制品行业整体估值较低，未来可关注：（1）行业整体复苏，龙头乳企估值可修复；（2）所处子行业仍快速增长，盈利能力持续改善的公司。

推荐护城河稳固，领先优势稳固，多业务布局的龙头伊利股份。伊利股份具备产品、渠道优势，领先地位稳固。（1）产品端，布局多元品类，持续创新乳制品、探索非乳品类，完善业务版图。一方面以常温液奶为核心，伴随消费能力复苏，借助丰富产品矩阵及创新升级打造品牌力，夯实核心业务优势；另一方面继续发挥在奶粉板块的优势和潜力，新品持续发力，聚焦功能属性不断积累成人营养品的研发实力和运营能力，进一步优化产品结构；同时积极寻找新的消费趋势和机会，布局非乳品类。（2）渠道端，坚持传统渠道优势并进一步进行渠道深耕，同时积极尝试新兴渠道，打造多元渠道和 B 端运营能力。此外，公司国际化业务发展良好，产品已进入东南亚、美国、非洲等市场，同时优化全球供应链网络布局，未来有望借助全球经营网络加快国际化步伐。展望 2025 年全年，行业竞争理性，原奶成本继续触底叠加产品结构优化支撑毛利率提升，同时费用投放持续优化，盈利能力提升趋势明显；此外，随着原奶供需逐渐趋于平衡，奶价企稳回升后公司原奶相关减值有望进一步收窄，利润端弹性继续释放。长期来看，伊利股份集中度有望持续提升、多元化、全球化布局下业绩有望稳步增长，仍具有配置价值。

图50：2025Q2 龙头乳企营收增长


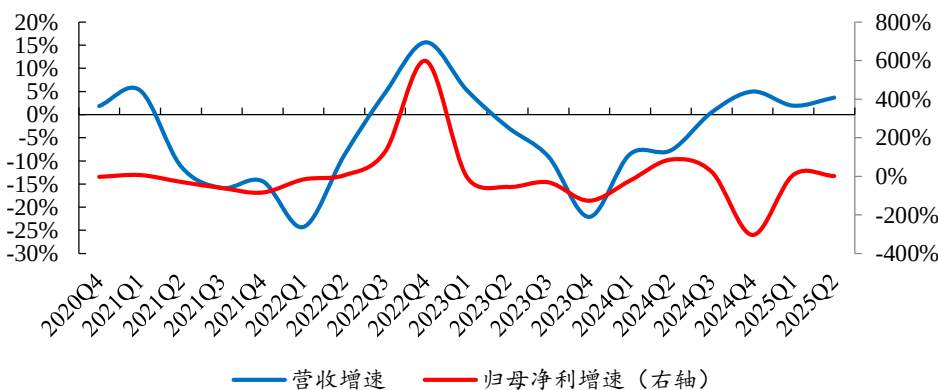
数据来源：Wind、开源证券研究所

图51：2025Q2 乳企归母净利润均呈现改善


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4、肉制品：屠宰规模持续扩大、利润表现承压，肉制品吨利维持高位

2025Q2 行业营收、净利均增长。肉制品上市企业 2025Q2 实现营收 262.0 亿元，同比增 3.7%；实现归母净利 13.3 亿元，同比增 1.4%。双汇发展 2025Q2 屠宰营收同比增 0.6%；屠宰利润同比降 61.7%，规模继续扩大、利润表现承压。肉制品方面，2025Q2 在终端去库完成、专业化改革效果显现的影响下，肉制品营收同比增 0.8%，利润同比增 4.4%。

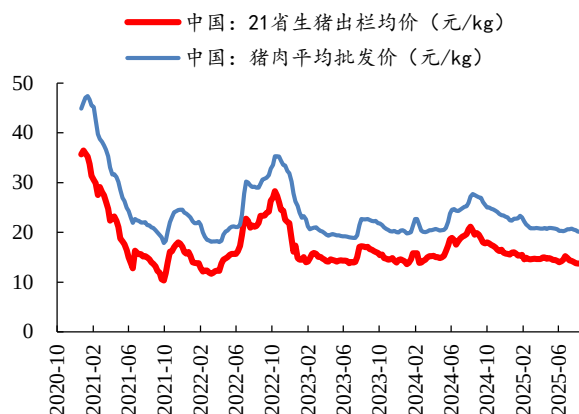
图52：2025Q2 A 股上市肉企营收同比增加 3.7%，归母净利同比增加 1.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

二季度生猪价格呈现下降趋势。8月30日，生猪出栏价格 13.6 元/公斤，同比-30.1%，环比-0.5%；猪肉价格 20.0 元/公斤，同比-27.4%，环比-0.8%。2025 年二季度猪价呈现下降趋势。

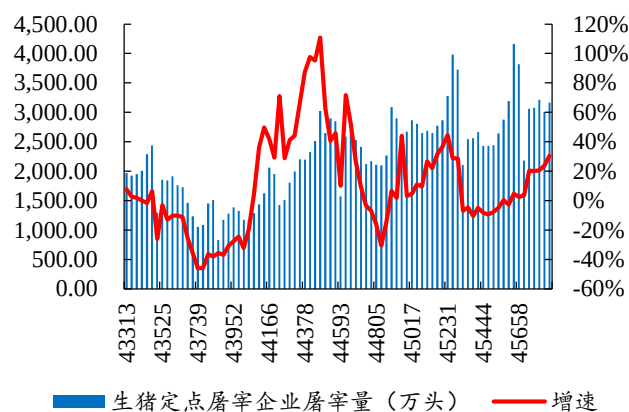
二季度屠宰量、生猪存栏量均有所提升，预计全年屠宰量稳步提升。2025Q2 生猪定点屠宰企业屠宰量为 9299 万头，同比增 21.4%。生猪存栏同比上升，2025 年 6 月生猪存栏同比+2.2%；2025 年 7 月，能繁母猪存栏 4042.0 万头，同比持平，环比持平。2025 年二季度双汇发展屠宰规模增长较好，下半年来看，公司将加快新客户和网点开发，提升生鲜品产销规模，同时通过精细加工、推广差异化产品等提升盈利水平。

图53：2025年8月30日生猪出栏价格同比-30.1%



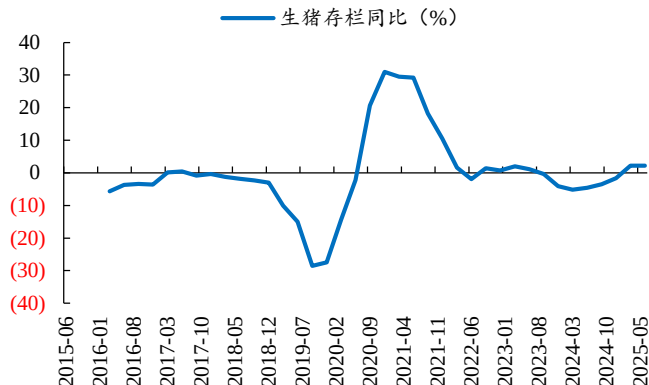
数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：2025年二季度生猪定点屠宰量同比增21.4%



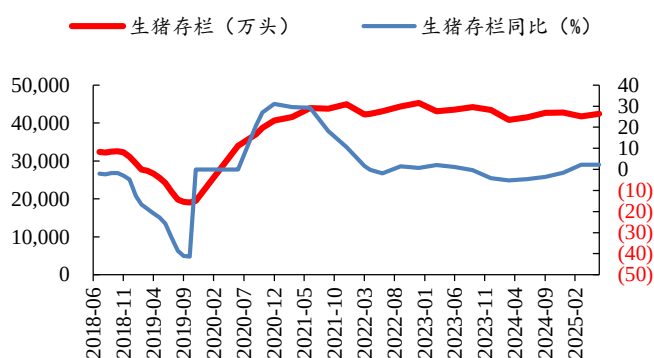
数据来源：Wind、开源证券研究所

图55：2025年6月生猪存栏数量同比+2.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图56：2025年7月能繁母猪数量同比持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

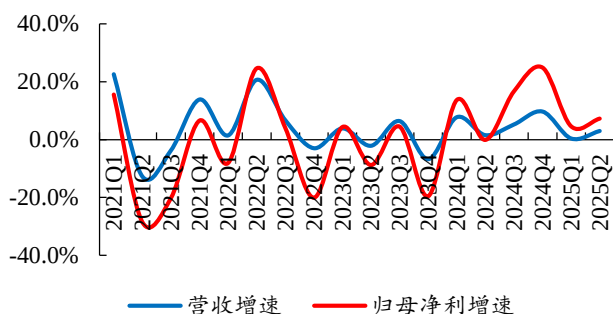
预计2025年肉制品吨利低于2024年，但仍维持高位。2025Q2 龙头双汇发展肉制品销售收入56.2亿元，同比增0.8%，拆分量价来看销量/单价分别约为32.8万吨、17.1元/公斤，同比分别+0.6%、+0.1%，销量增速转正大幅优于Q1，主因专业化改革效果显现、新渠道开拓顺利及薄弱市场专项提升。营业利润15.0亿元，同比增4.4%，从吨利来看，2025Q2 肉制品吨利为4569元，仍维持高位。展望下半年，肉制品成本预计下降、同时继续加大市场投入、加强高性价比产品推广上量，综合来看销量有望延续较好增长势头，吨利维持较高水平。

推荐已形成产业闭环，布局新赛道，吨利长期稳中有升的龙头双汇发展。双汇发展采用自繁自养方式布局养殖业，构建养殖、屠宰、肉制品加工和销售的产业闭环后，可进一步平滑成本波动，增强产业协同效应，提升屠宰及肉制品业务的盈利能力。2025Q2 公司的专业化改革效果初步显现，新渠道开拓顺利，上半年新兴渠道销量同增21%、销量占比达17.6%，公司积极拥抱新兴渠道以寻求成长性突破。屠宰业务较为稳定，体量有望稳步扩张。此外养殖成绩明显改善，完全成本持续下降，下半年将继续提高过程指标，降低完全成本，持续改善养殖业盈利。

3.5、调味品：2025Q2 板块营收及盈利能力均呈回暖趋势，龙头优势凸显

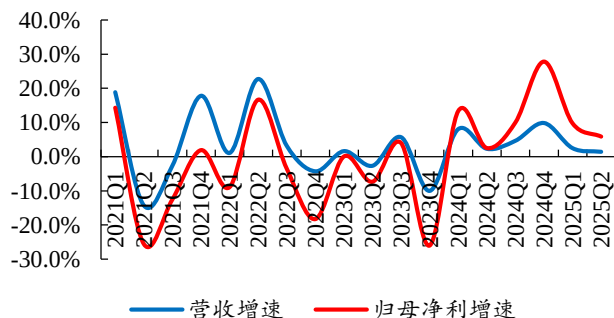
调味品上市公司 2025Q2 营收增速及盈利能力均呈回暖态势。2025Q2 调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技，中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据）整体实现营业收入 111.6 亿元，同比增长 3.0%；整体归母净利润（中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据）分别为 22.1 亿元，同比+7.3%。2025Q2 调味品公司整体营收增长回暖，我们认为主要系：（1）2024Q2 基数较低；（2）龙头公司改革成效逐步释放，改革红利逐步释放。利润端，今年黄豆等主要原材料价格相较于去年同期有所回落，利润增速快于收入表现，调味品板块盈利能力亦呈现回暖态势。

图57：2025Q2 调味品营收净利分别同增 3.0%/7.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中炬高新采用调味品业务美味鲜子公司数据）

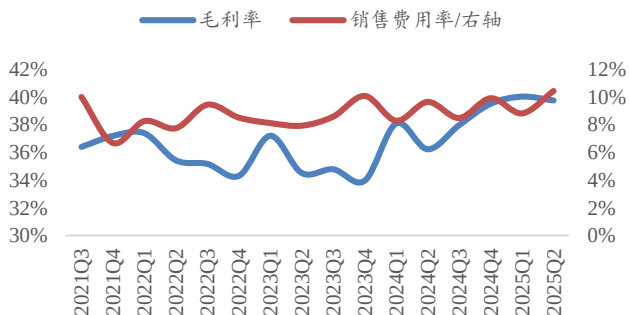
图58：2025Q2 酱醋公司营收净利分别同增 1.5%/5.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中炬高新采用调味品业务美味鲜子公司数据）

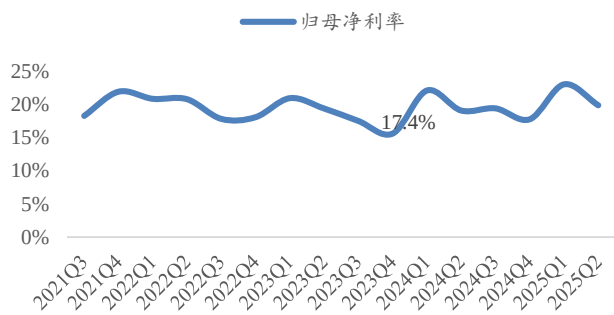
从盈利能力看，2025Q2 调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技）毛利率为 39.7%，同比+3.5pct，毛利率同比提升主要系原材料成本同比下降；2025Q2 调味品上市公司整体销售费用率为 10.4%，同比+0.8pct，销售费用投放力度略有加大。毛销差角度来看，2025Q2 毛销差呈现同比提升 2.7pct。综合成本及费用投放情况，2025Q2 调味品上市公司整体盈利能力仍有所提升，2025Q2 调味品上市公司归母净利率为 19.8%，同比提升 0.8pct。

图59：2025Q2 调味品上市公司毛销差同比+2.7pct



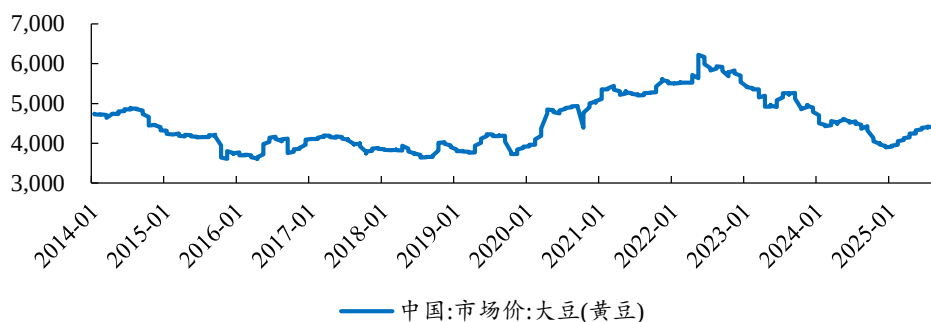
数据来源：Wind、开源证券研究所

图60：2025Q2 调味品上市公司归母净利率同比+0.8pct



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中炬高新采用调味品业务美味鲜子公司数据）

图61： 2025 年以来大豆市场价均价（元/吨）同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

2025Q2 调味品公司营收利润表现分化，海天味业龙头优势尽显。就调味品六家重点公司（海天味业、中炬高新、恒顺醋业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品）来看，基础调味品板块海天味业龙头稳健性及优势尽显，2025Q2 收入利润表现亮眼，海天味业收入/归母净利润分别增长 7.0%/11.6%，实现连续 6 个季度稳健增长。其他调味品公司中，除恒顺醋业在低基数背景下 2025Q2 利润实现高增外，中炬高新、千禾味业收入及利润均出现较大程度下滑。复合调味料板块天味食品逆转 2025Q1 收入利润双双下滑态势，2025Q2 在低基数+季节性单品放量因素驱动下实现恢复性增长，收入/利润分别同比+21.9%/62.7%。

表10：调味品重点公司 2025Q2 营收增长分化，龙头优势凸显

		2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
营收增速	海天味业	-9.3%	10.2%	8.0%	9.8%	10.0%	8.1%	7.0%
	中炬高新	-14.4%	8.6%	-12.0%	2.2%	32.6%	-25.8%	-9.1%
	恒顺醋业	2.4%	-24.9%	3.4%	5.6%	41.9%	36.0%	-8.2%
	千禾味业	-0.8%	9.3%	-2.5%	-12.6%	-10.3%	-7.1%	-29.9%
	涪陵榨菜	-0.8%	-1.5%	-3.4%	6.8%	-14.8%	-4.8%	7.6%
	天味食品	17.0%	11.3%	-6.8%	10.9%	21.6%	-24.8%	21.9%
毛利率	海天味业	32.3%	37.3%	36.3%	36.6%	37.7%	40.0%	40.2%
	中炬高新	6.7%	7.1%	6.3%	8.3%	11.1%	5.1%	5.9%
	恒顺醋业	33.6%	41.4%	32.5%	35.6%	31.3%	35.5%	42.1%
	千禾味业	35.4%	36.0%	35.2%	37.5%	40.1%	38.9%	32.6%
	涪陵榨菜	50.6%	52.1%	49.2%	56.2%	43.4%	56.0%	52.0%
	天味食品	40.3%	44.1%	33.3%	38.8%	40.8%	40.7%	37.0%
销售费用率	海天味业	4.9%	5.5%	6.6%	5.6%	6.6%	5.9%	7.0%
	中炬高新	10.7%	7.7%	14.8%	6.3%	8.8%	8.6%	18.9%
	恒顺醋业	35.8%	17.0%	16.3%	18.8%	19.0%	17.1%	19.4%
	千禾味业	11.9%	11.8%	16.0%	14.9%	13.0%	12.5%	22.4%
	涪陵榨菜	13.2%	12.2%	12.1%	17.2%	12.3%	12.9%	17.2%
	天味食品	18.5%	17.0%	10.7%	7.8%	15.3%	22.3%	10.0%
净利率	海天味业	22.0%	24.9%	23.7%	21.8%	23.5%	26.5%	24.8%
	中炬高新	250.3%	16.1%	9.8%	17.1%	20.1%	16.4%	7.4%
	恒顺醋业	-11.0%	12.0%	7.1%	5.0%	1.1%	9.0%	10.8%
	千禾味业	16.4%	17.3%	13.8%	14.4%	20.7%	19.3%	2.6%

净利率	涪陵榨菜	33.6%	36.3%	31.7%	33.9%	30.3%	38.2%	28.1%
	天味食品	14.9%	20.6%	11.5%	20.7%	17.3%	11.6%	15.4%
	海天味业	-15.2%	11.9%	11.1%	10.5%	17.8%	14.8%	11.6%
	中炬高新	-393.7%	59.7%	-28.3%	32.9%	-89.3%	-24.2%	-31.6%
	恒顺醋业	212.0%	-24.2%	-24.1%	80.0%	-114.0%	2.4%	40.6%
	千禾味业	-8.5%	6.7%	-14.2%	-22.6%	13.4%	3.7%	-86.7%
	涪陵榨菜	-17.3%	3.9%	-15.6%	17.9%	-23.1%	0.2%	-4.6%
	天味食品	39.9%	37.2%	-10.9%	64.8%	41.0%	-57.5%	62.7%

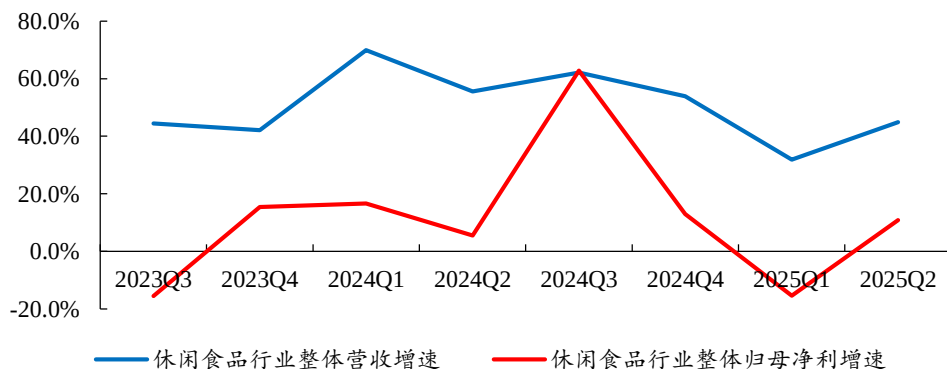
数据来源：Wind、开源证券研究所

展望全年，餐饮需求为调味品板块复苏的核心变量，同时龙头的优势在餐饮需求弱复苏之下逐步凸显，市场集中度有望逐步提升。收入端来看：（1）调味品需求与餐饮渠道相关性较大，为刺激内需，各地餐饮等消费政策频频推出，我们认为调味品板块需求也有望逐步改善；（2）部分调味品公司内部改革仍在推进，改革效果尚未充分释放，随着改革的进一步深化，我们预期改革效果有望逐步推动经营改善。**盈利端来看：**目前原材料成本下行趋势较为明显，成本红利已经逐步释放。从 2025 年全年维度，我们建议调味品两条布局思路：一是关注高景气度复合调味料赛道；二是关注基础调味品板块行业龙头的个股改善性机会。

3.6、休闲食品：2025Q2 淡季背景下，新渠道新品类贡献企业增长

2025Q2 进入零食传统淡季，新渠道新品类贡献增长。2025Q2 休闲食品产业持续推进渠道变革和品类创新，零食量贩业态经历近 3 年快速发展，万辰集团积极拥抱渠道变革趋势，公司 2025Q2 实现收入 117.62 亿元，同比增长 93.3%；除万辰集团外，休闲食品行业 A 股上市公司合计实现收入 79.60 亿元，同比增长 5.7%，符合行业淡季特征。2025Q2 休闲食品行业 A 股上市公司整体实现营业收入 197.22 亿元，同比增长 44.8%；整体归母净利润 3.06 亿元，同比增长 10.9%，可以看出 2025Q2 行业在外部需求偏弱背景下，淡季增速相对平稳；另外零食量贩业态持续推进产业渠道变革，万辰集团业务转型切入零食量贩行业后，2025Q2 收入和利润延续表现亮眼，渠道变革产业趋势红利持续释放。

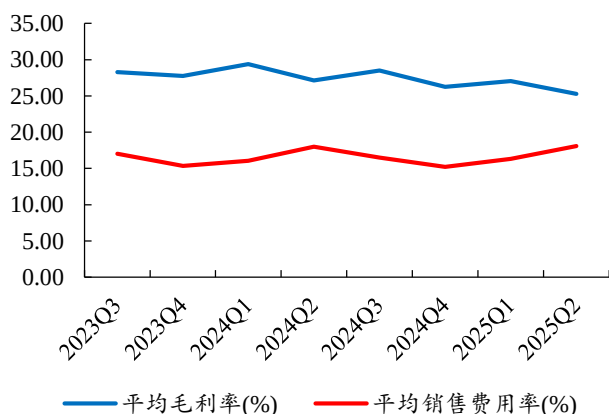
图62：2025Q2 休闲食品行业整体营收和归母净利润增速环比均有恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

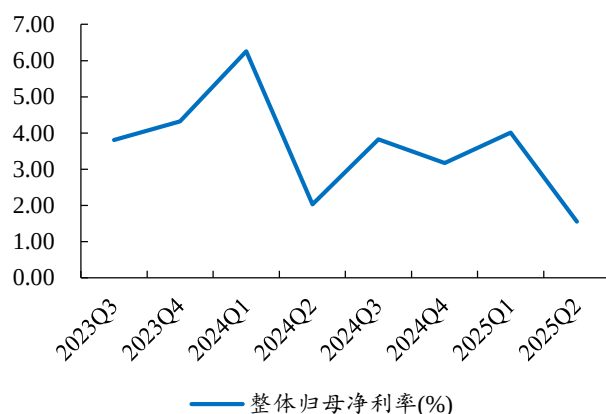
从盈利能力看，2025Q2 休闲食品 A 股上市公司的平均毛利率为 25.26%，同比下降 1.86pct，渠道结构和货折有所影响；2025Q2 休闲食品 A 股上市公司整体销售费用率为 18.1%，同比提升 0.07pct，保持相对平稳，2025Q2 整体毛销差环比有所收窄。2025Q2 休闲食品 A 股上市公司整体归母净利率为 1.55%，同比下降 0.48pct，淡季对行业有一定影响。

图63：2025Q2 零食上市公司毛销差环比小幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图64：2025Q2 零食上市公司整体净利率环比回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

2025Q2 休闲食品重点公司表现各有不同，优质公司受益于渠道变革和新品发展，取得较好增长。观察重点休闲食品六家 A 股上市公司（盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、三只松鼠、有友食品、万辰集团）2025Q2 表现，收入端增速各有不同，劲仔食品、甘源食品受到公司主动调整渠道策略影响，收入小幅下滑；盐津铺子、有友食品、三只松鼠在新产品方面受益魔芋产品、脱骨鸭掌等新产品，新渠道方面受益零食量贩、社交电商和会员商超，实现较好增长；万辰集团做为零食量贩渠道公司，充分受益产业趋势，快速拓店，收入增长亮眼。毛利率端，盐津铺子、有友食品渠道结构主动调整，规模效应有所提升，毛利率表现较好；费用端劲仔食品、甘源食品、三只松鼠营销和渠道费用投放，销售费用率环比有所提升，对利润增速有所影响。万辰集团拥抱零食量贩产业趋势，规模效应下利润释放，净利润表现亮眼。我们持续看好后续积极拥抱零食量贩、抖快社交电商和海外市场等新兴渠道的上市公司，以及拥抱魔芋等新品类趋势的上市公司，2025 三季度休闲食品公司整体基数相对较低，经营表现有望更好。

表11：2025Q2 休闲食品重点公司经营表现不乏亮点

		2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
营收增速 (%)	盐津铺子	37.0	23.4	26.2	30.0	25.7	13.5
	劲仔食品	23.6	20.9	12.9	11.9	10.3	-10.4
	甘源食品	49.8	4.9	15.6	22.0	-14.0	-3.4
	三只松鼠	91.8	43.9	24.0	36.3	2.1	22.8
	有友食品	18.0	3.0	28.0	42.9	39.2	52.4
	万辰集团	534.0	318.3	261.3	166.7	124.0	93.3
毛利率 (%)	盐津铺子	32.1	33.0	30.6	27.6	28.5	31.0
	劲仔食品	30.0	30.8	30.1	31.0	29.9	28.9
	甘源食品	35.4	34.4	36.8	35.1	34.3	32.8

	三只松鼠	27.4	21.9	24.5	21.8	26.7	21.6
	有友食品	31.4	30.2	28.9	25.7	27.1	28.0
	万辰集团	9.8	11.1	10.3	11.3	11.0	11.8
销售费用率 (%)	盐津铺子	13.0	13.5	12.1	11.5	11.2	9.8
	劲仔食品	13.1	12.1	12.2	10.6	13.4	14.3
	甘源食品	13.1	13.5	11.4	12.8	17.3	20.0
	三只松鼠	16.3	21.1	19.1	16.6	18.7	24.2
	有友食品	11.8	12.1	9.3	10.0	8.9	8.0
	万辰集团	4.05	4.86	4.16	4.57	3.31	2.88
	盐津铺子	13.1	13.0	12.5	10.0	11.5	13.8
净利率 (%)	劲仔食品	13.8	12.0	11.2	12.0	11.4	8.4
	甘源食品	15.6	16.5	19.7	15.2	10.5	4.9
	三只松鼠	8.5	-1.3	2.5	1.9	6.4	-5.9
	有友食品	15.7	12.9	12.6	12.2	13.1	15.0
	万辰集团	1.4	1.2	2.1	2.2	3.6	4.1
	盐津铺子	43.1	19.1	15.6	33.7	11.6	21.7
	劲仔食品	87.7	58.7	42.6	0.3	-8.2	-36.3
净利增速 (%)	甘源食品	65.3	16.9	17.1	-13.9	-42.2	-71.0
	三只松鼠	60.8	51.2	221.9	32.6	-22.5	-441.4
	有友食品	-8.8	-0.1	75.2	258.0	16.2	77.0
	万辰集团	-88.15	90.89	263.06	894.27	3,344.13	4,940.33

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、重点个股：优选龙头，关注消费复苏机会

4.1、贵州茅台：积极有为，战略清晰

上半年公司实现总营收910.9亿元,同比+9.2%;归母净利454.0亿元,同比+8.9%。单二季度实现总营收396.5亿元,同比+7.3%;归母净利185.6亿元,同比+5.2%。基本在预期之内。

茅台酒、系列酒均有较高增长。2025Q1茅台酒实现收入435.6亿元,同比+9.7%。主要原因是一季度发货节奏较2024年同期略快,再者公斤装一季度放量明显,对收入贡献较大。系列酒收入70.2亿元,同比+18.3%,预计1935继续招商放量贡献。

直销渠道增长提速。直销渠道实现收入232.2亿元,同比+20.2%,其中i茅台实现收入58.7亿元,同比+9.9%。直销渠道增长较快预计是企业团购渠道增长较快。批发代理渠道收入273.6亿元,同比+3.9%。其中经销商非标茅台配额基本走直营门店渠道,变相提价。

毛利率略有下降,期间费用优化,净利率提升。系列酒增速较快,拖累2025Q1毛利率下降0.54pct至91.97%,税金/销售/管理/财务同比-1.54/+0.46/-0.72/+0.55pct,净利率略微提升0.42pct至52.19%。茅台经销商渠道利润较厚,不存在行业中普遍出现的品牌向渠道让利补贴的情况,全年净利率预计维持平稳。

茅台酒环比加速,系列酒增速放缓。分产品看,茅台酒Q1/Q2分别实现营收

425.6/320.3 亿元，同比分别+9.7%/+11%。上半年公司茅台酒传统经销商渠道进度一直较去年略快，并且二季度加快了非标产品放货速度。同时需求环境变化，因此我们看到 5、6 月份茅台酒批价承压。7 月份开始，公司放货速度放缓，批价维持相对稳定。系列酒 Q1、Q2 收入分别为 70.2 亿/67.4 亿元，同比分别+18.3%/-6.5%，主要是 24 年同期基数较高，淡季系列酒基本实现了跟一季度旺季相近的销售绝对额。2025 年 1935 主动降档到 700 元价格带，市场反馈动销有明显增长。茅系产品降价抢份额策略清晰。

直销渠道降速明显，传统经销商渠道增速较快。直销、批发渠道 Q2 收入分别 +0.6%、+16.3%，其中直销占比 43.3%，环比回落 2.6pct。需求疲软趋势下，公司更加依赖传统经销商渠道，目前传统经销商渠道大部分飞天盈亏平衡线约 1700 元左右。

预收款表现不佳，需求压力得到体现。合同负债同比/环比-44.86/-32.81 亿元至 55.07 亿元，2025Q2 销售收现 389.43 亿，同比-4.64%。

毛利率略有下降，费用率提升，盈利能力下降。2025Q2 公司毛利率同比下降 0.26pct 至 90.42%，预计主要是茅台酒内部产品结构下降导致。销售费用率同比+0.46 至 4.45%，预计是系列酒市场费用提升、国外市场拓展导致。Q2 净利率下降 0.92pct 至 47.84%。

公司今年仍有作为，战略方向清晰：一方面调整产品结构，比如增加 1*4 箱茅台、公斤装产品等，同时调整渠道结构，比如接入即时零售等渠道，目的是增加消费者触达，扩大消费群体，积极转化竞品份额。公司未来业绩确定性强，首先推荐。

4.2、山西汾酒：整体稳健，结构下移

事件：25H1 实现收入 239.6 亿元，同比+5.4%；归母净利润 85.2 亿元，同比+1.1%。25Q2 实现收入 74.4 亿元，同比+0.4%；归母净利润 18.6 亿元，同比-13.5%。基本符合预期。

受需求环境影响，二季度环比降速，但仍然实现了正增长，体现了公司丰富的产品结构和扎实的全国化布局带来的优势。25H1 汾酒实现收入 233.9 亿，同比+5.8%，我们预计其中青花系列增速与整体相当，玻汾二季度投放较多，增速 10%+，腰部产品略有下降。其他酒类 4.8 亿，同比下降 10.6%。主要是竹叶青下滑较多。省内实现收入 87.3 亿，同比+4.04%，省外实现收入 151.4 亿，同比+6.2%。

预收款和现金流表现良好，与利润表匹配度高。25Q2 末公司合同负债 59.8 亿元，环比增加 1.6 亿元，同比增加 2.6 亿元。经销商利润水平仍然位于行业前列，回款秩序良好。25Q2 销售收现 69.4 亿元，同比下降 6.1%，主要是给应收账款略有增加。

毛利率下降，费用率保持稳定，净利率有压力。25Q2 公司次高端产品动销受环境影响，导致产品结构有明显下移，毛利率下降 3.2pct 至 71.9%。销售/管理/财务费用率分别-0.01/+0.08/+0.01pct，相对稳定。净利率下降 4.0pct 至 25.1%。公司过去几年净利率大幅提升，未来面对需求下降，净利率预计提升幅度放缓或者有小幅度下降。

在行业需求年轻化、追求醒酒快负担轻的趋势下，公司香型具有明显竞争优势，渗透率仍在提升，结合公司的产品结构、全国化市场优势，以及经销商良好的利润水平，预计未来仍有超额表现，维持推荐。

4.3、舍得酒业：控制节奏，立足长远

2025H1 营业收入 27.0 亿，同比-17.4%；归母净利润 4.4 亿，同比-25.0%。2025Q2 公司实现收入 11.3 亿元，同比-3.4%；实现归母净利润 0.97 亿元，同比+139.5%

点评：

Q2 收入降幅收窄，中低档酒高速增长，省外增速好于省内。

(1) 分产品看，2025Q2 中高档酒收入 7.39 亿元，同比-15.7%，其中高端千元藏品增长 100%，品味舍得自 24Q2 开始去库存，低基数下降幅收窄，且 7、8 月份逐步转正，舍之道增长 25%；低档酒收入 2.37 亿元，同比+62.3%，主要是沱牌 T68 有较高增长。

(2) 分区域看，2025Q2 省内收入 2.89 亿元，同比-21.2%，省外收入 6.86 亿，同比+4.8%。四川省内管控较为严格，且产品结构较高，受影响较大，省外低库存下已经同比恢复增长。

现金流表现不佳。2025Q2 销售收现 11.52 亿元，同比-24.2%，截至 2025Q2 末合同负债 1.57 亿元/环比-0.49 亿元。

毛利率平稳，费用率持续优化，净利率提升。

2025Q2 毛利率同比-0.33pcts，虽然低档酒增长较快，但低档酒内部结构改善对毛利率有提振作用。Q2 税金/销售/管理费用率同比-0.6/-3.3/-1.2pcts，公司今年着力推进控费优化，费用投放更加精准，下半年费用率降低趋势仍会持续，整体净利率同比+5.2pcts。

公司自 2024 年开展去库存挺价，聚焦核心市场、核心产品，目前效果凸显，下半年改善趋势持续，我们判断舍得表现较行业会有明显超额。

4.4、泸州老窖：控制节奏，主动出清

吨价下降明显，推测产品结构下降，国窖承压。2025H1 中高档酒类实现收入 150.5 亿元，同比下滑 1.1%，其中量/价分别+13.33%/-12.72%。价格下降明显预计因国窖承压，腰部产品增速预计好于整体。普通酒实现收入 13.50 亿元，同比下滑 16.96%，其中量价分别-6.89%/-10.82%。

现金流表现其实不弱。2025Q2 销售收现 80.8 亿元，绝对值高于收入。截至 2025Q2 末合同负债 35.3 亿元，环比+4.64 亿元，公司回款仍然有序，我们预计主要得益于公司 24 年起主动控制库存和发货节奏，产品价格保持稳定。

毛利率下降，严格进行费用优化，净利率略有下降。公司 2025H1 毛利率-1.48pct 至 87.1%，期间费用率-1.6pct 至 10.74%，其中销售费用率同比-0.41pct、管理费用率同比-0.38pct。归母净利率下滑 0.91pct 至 46.57%。

盈利预测与投资建议：公司 2024 年开始，采用数据系统，严格要求费用与开瓶相匹配，一方面费用得到精准投放，另一方面较好控制了渠道库存，价格 25 年以来始终保持稳定，未有明显波动，渠道秩序和利润保持健康水平，后续恢复弹性较大。

4.5、青岛啤酒：稳住销量，力保增长

公司业绩:2025H1 公司营收 204.9 亿元,同比+2.1%;扣非前后归母净利润 39.04、36.32 亿元,同比+7.21%、+5.99%。

销量力争增长,吨价略有修复。2025H1 公司啤酒销量同比+2.2%,吨价同比-0.1%,短期吨价虽然承压,但降幅收窄、逐步企稳;其中主品牌、副品牌销量同比+3.9%、+0%,中高档以上啤酒销量同比+5.1%。2025Q2 公司啤酒销量同比+1.0%、吨价同比+0.2%;其中主品牌、副品牌销量同比+3.9%、-2.2%,中高端以上啤酒销量同比+4.8%;2025Q2 总销量受餐饮需求疲软影响增长受限,吨价受益于结构调整有所回升,主品牌与中高端以上品牌增速相对稳定,经典系、青岛白啤、高端生鲜 1L 铝瓶及超高端产品取得稳定增长。

吨成本加速下降,毛利率明显改善。2025Q2 归母净利率同比+1.23pct,其中公司毛利率同比+3.05pct,其中吨价同比+0.2%、吨成本同比-5.1%,吨成本下降幅度扩大,主因大麦、包材等成本明显下降。销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.01、+0.24、+0.14、+0.50pct,费用率略有上升。

巩固销量,聚焦中高端。虽然 2025Q2 受餐饮需求低迷影响,旺季啤酒销量增长受限,但市场已有预期。当前公司将继续执行销量修复优先于产品结构修复的策略,稳步提升整体销量,重点修复 8 块左右中高端产品销量,壮大腰部品牌实力。我们仍看好公司新管理层上任后再接再厉,积极应对不利因素,扩大公司在中高端以上产品的优势。

4.6、重庆啤酒：需求磨底，底部仍有支撑

公司业绩:2025H1 公司营收 88.39 亿元,同比-0.24%;扣非前后归母净利润 8.65、8.55 亿元,同比-4.03%、-3.72%。2025Q2 公司营收 44.84 亿元,同比-1.84%,扣非前后归母净利润 3.92、3.88 亿元,同比-12.7%、-12.26%。

餐饮需求疲软导致结构有所承压。2025Q2 公司啤酒销量同比持平、吨价同比-1.9%,其中分档次看,高档、主流、大众啤酒收入同比-1.1%、-3.6%、+4.8%,结构上受需求疲软影响低档增长更快、结构有所下移,旺季需求低于预期。分区域看,西北、中区、南区营收同比+1.9%、-2.9%、-4.5%,中区和南区受需求影响有所下滑。

成本下降下毛利率有所提升,净利率短期承压。2025Q2 公司归母净利率同比-1.09pct;其中毛利率同比+0.76pct,其中大麦、铝罐等原料价格下降带动吨成本降 3.4%,降幅较 2025Q1 有所扩大,抵消结构和吨价下移影响。销售、管理、研发、财务费用率同比+0.15、+0.19、-0.06、+0.10pct,费用率水平略有上升。所得税有效税率拖累净利率 1.69pct。

现金流良好,高股息对股价仍有较强支撑。2025Q2 旺季受餐饮等需求疲软影响,导致收入承压,结构上有所下移,华南等高端市场有所下降,等待需求逐步改善。公司分红率较高,现金流良好,高分红、高股息有望延续。

4.7、伊利股份：2025Q2 业绩表现稳健，盈利能力持续提升

2025Q2 业绩符合预期。公司发布 2025 年中报，2025H1 收入 619.3 亿元，同比+3.4%；归母净利润 72.00 亿元，同比-4.4%。2025Q2 收入 289.1 亿元，同比+5.9%；归母净利润 23.26 亿元，同比+44.6%，业绩符合预期。

2025Q2 液奶同比降幅收窄，奶粉、冷饮业务表现较好。2025Q2 公司液奶/奶粉/冷饮业务同比分别-0.8%/+9.7%/+38.0%。(1) 液奶：终端需求偏弱影响下常温液奶持续承压，但受益于 2024 年同期低基数降幅环比收窄，同时公司优化子品牌组合策略带动结构提升，上半年常温液奶线下及主要电商平台市占率稳居第一；低温液奶线下铺市率同比提升、线上实现双位数增长。(2) 奶粉及奶制品：上半年婴配粉市占率达 18.1% (+1.3pct)，成人粉市占率提升至 26.1% (+1.8pct)，稳居行业第一。此外，上半年公司 C 端奶酪、乳脂市占率持续提升，达到 15.2%，B 端奶酪、乳脂业务同增超 20%。(3) 冷饮：继续稳居市场第一，渠道库存水平优良，2024 年同期低基数背景下实现高增。

销售费用率显著改善，减值有所收窄。2025Q2 毛利率 34.2% (YoY+0.6pct)，主因成本红利延续、业务结构持续优化。2025Q2 销售费用率为 19.9% (同比-0.7pct)，主因 2024 年同期加大销售费用投放调整渠道库存，而 2025Q2 费用收缩正常投放；同时管理/财务/研发费用率分别为 3.8%/0.7%/-0.7%，同比+0.5pct/-0.1pct/-0.5pct，整体相对稳定。同时，与原奶相关的资产减值、信用减值均有所收窄，综合来看，归母净利率 8.1% (YoY+2.2pct)，明显提升。

行业供需有望改善，结构优化支撑盈利能力持续提升。全年来看，下半年双节效应、深加工产能逐步落地有望带动需求进一步复苏，叠加上游继续出清，预计行业供需同步改善，收入端有望实现稳健增长。利润端奶价波动预计较小，产品结构持续优化有望支撑毛利率提升，同时，公司持续推进精细化管理和营销创新，费用投放持续优化，盈利能力有望不断提升。

4.8、新乳业：2025Q2 利润超预期，产品结构持续优化

公司发布 2025 年中报，Q2 利润超预期。公司 2025H1 收入 55.3 亿元，同比+3.0%；归母净利润 3.97 亿元，同比+33.8%。2025Q2 收入 29.0 亿元，同比+5.5%；归母净利润 2.63 亿元，同比+27.4%。收入基本符合预期，利润超预期。

主营业务表现稳健，低温品类快速增长。2025H1 整体主营业务表现稳健，液体乳实现收入 50.67 亿元 (同比+4.6%)，同时在公司主动收缩下，其他业务扰动变小。

(1) 分品类看，2025H1 低温品类销额同比增长超 10%，高端鲜奶、“今日鲜奶铺”均实现双位数增长，“活润”系列实现超 40% 的高速增长，新品占比保持双位数。(2) 渠道端 DTC 收入表现良好，其中远场电商双位数增长，盈利能力持续改善。(3) 区域端看，2024 年西南/华东收入同比+5.09%/+6.79%，其中大本营川乳实现正增长，华东地区主要为低温业务增速更快，西北区域夏进改革成效显著，经营持续向好。

净利率提升主因毛利率提升。2025Q2 公司毛利率 30.5% (YoY+1.4pct)，显著提升，主因高毛利的低温产品收入增长及低温内部结构优化，奶价在叠加售价、促销影响后对毛利率影响相对较小。费用方面，2025Q2 销售/管理/财务/研发费用率分别为 15.9%/2.9%/0.4%/0.8%，同比+0.7pct/-0.9pct/+0.1pct/-0.2pct。综合来看，2025Q2 归母净利率 9.1% (YoY+1.6pct)，提升显著。展望下半年，预计原奶价格温和波动，

市场竞争趋缓折价水平有望降低，产品及渠道结构优化将持续进行，有望支撑毛利率继续提升；费用率整体稳定优化，同时生物资产减值情形偏乐观，全年看净利率有望加速提升。

坚定聚焦核心品类及渠道，持续加大股东回报。展望未来，产品方面公司仍坚定实施鲜战略，聚焦核心的低温鲜奶、低温酸奶品类以及 DTC 渠道，稳步推动五年战略规划地完成。同时，公司中期分红大幅提升，每 10 股分红 0.7 元，分红总金额 6025 万元，占上半年利润的 15%，显示公司持续加大股东回报的决心。

4.9、双汇发展：专业化改革成效显著，肉制品销量改善

二季度业绩改善，保持高分红。公司发布 2025 年中报。2025H1 实现营收 284.1 亿元，同比+3.0%；归母净利润 23.23 亿元，同比+1.2%。Q2 单季营收 141.4 亿元，同比+6.2%；归母净利润 11.86 亿元，同比+15.7%。

肉制品销量改善、吨利高位运行，积极拥抱新兴渠道。2025Q2 肉制品实现营收 56.2 亿元，同比增 0.8%，拆分量价来看销量/单价分别约为 32.8 万吨、17.1 元/公斤，同比分别+0.6%、+0.1%，销量增速转正大幅优于 Q1，主因专业化改革效果显现、新渠道开拓顺利及薄弱市场专项提升。营业利润 15.0 亿元，同比增 4.4%，吨利约为 4569 元，仍维持高位。上半年新兴渠道销量同增 21%、销量占比达 17.6%，公司积极拥抱新兴渠道以寻求成长性突破。展望下半年，肉制品成本预计下降、同时继续加大市场投入、加强高性价比产品推广上量，综合来看销量有望延续较好增长势头，吨利维持较高水平。

猪价行情差异影响屠宰板块利润，养殖业务持续改善。2025Q2 屠宰业务实现营收 67.7 亿元，同比增 0.6%，营业利润 5989.9 万元，同比降 61.7%。生鲜产品销量 41.5 万吨（同比+12.2%），单价 16.3 元/公斤（同比-10.4%），头均利润 144 元（同比-65.9%）。规模持续增长，主因加大基础客户开发、增加网点等；利润下降明显，原因系 2024 年猪价前低后高、2025 年猪价持续下行造成的剪刀差，库存及减值变化较同期差异较大，影响生鲜品经营利润同比下降。下半年公司将加快新客户和网点开发，提升生鲜品产销规模，同时通过精细加工、推广差异化产品等提升盈利水平。养殖业方面，养殖成绩明显改善，完全成本持续下降，Q2 收入同增 34.7%，经营利润盈利 163.7 万元，下半年将继续提高过程指标，降低完全成本，持续改善养殖业盈利。

4.10、海天味业：龙头优势尽显，长期稳健增长可期

2025H1 公司营收/归母净利润 152.3/39.1 亿元（同比+7.6%/13.4%），其中 2025Q2 公司营收/归母净利润 69.2/17.1 亿元（同比+7.0%/11.6%），收入符合预期，利润略超预期。

2025H1 收入表现稳健，产品+渠道双点发力。产品端：2025H1 公司酱油/调味酱/蚝油营收分别+9.1%/12.0%/7.7%，其他品类营收同比+16.7%。其中 2025Q2 公司酱油/调味酱/蚝油/其他营收分别+10.3%/9.6%/9.8%/12.7%。渠道端：2025H1 线下渠道营收同比增长 9.1%，同时公司积极布局新零售渠道，赋能经销商利用抖音卖货，带动线上渠道同比增长 39.0%。2025H1 各区域均实现不同程度的增长，南部/东部/

西部/中部/北部地区营收分别同比增长 13.8%/13.6%/7.9%/9.1%/8.0%。

成本下降+规模效应释放，盈利能力稳步改善。2025H1 毛利率/净利率分别同比+3.26/+1.27pct 至 40.1%/25.8%；其中 2025Q2 毛利率/净利率分别同比+3.88/+1.01pct 至 40.2%/24.8%。毛利率提升主要系原材料成本下降、规模效应释放带来的成本节约，货折减少亦有小幅拉动。费用端，2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.35/+0.17/+0.22/+0.60pct。

龙头优势尽显，长期稳健增长可期。全年来看，我们认为公司有望保持稳健增长势头，同时通过生产效率提升及规模效应释放带来的毛利率改善有望持续。成本端，公司主要采购东北大豆，受关税等影响相对较小。费用端有望维持平稳状态。

4.11、中炬高新：坚定推进改革，费用投放力度加大

2025H1 公司营收/归母净利润 21.3/2.6 亿元（同比-18.6%/-26.6%），主要系调味品业务下滑所致，收入利润低于预期。

改革调整稳步推进，营收表现短期承压。目前公司仍处于改革调整期，2025H1 公司调味品业务收入下滑明显：（1）分产品看：2025H1 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他营收分别同比-16.7%/-22.0%/-49.4%/-3.2%；（2）分地区看，东部/南部/中西部/北部区域营收分别同比-28.6%/-16.3%/-16.1%/-9.6%。渠道端来看，公司 2025H1 净增经销商 245 名至 2799 名，渠道网络持续精耕布局。

成本下降带动毛利率提升，费用投放力度增加拉低净利率。2025H1 公司毛利率/净利率同比+2.42/-2.64pct 至 39.1%/12.1%。我们认为毛利率提升主要系黄豆、谷氨酸钠等原材料采购价格下行所致，同时公司优化产品结构亦有贡献。费用端：公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.78/+1.13/+0.06/+0.16pct，销售费用率增加主要系薪酬支出、渠道改造、加大费用投入力度所致。

坚定改革方向，内生+外延有望共同支撑长期发展。公司改革持续推进，改革决心坚定，期望通过内生增长+外延并购共同支撑公司稳健发展。在品牌端，公司邀请谢霆锋代言人有望提升品牌形象。此外，公司积极重视产业并购机会，期望补齐产品空白及短板。

4.12、天味食品：2025Q2 业绩如期改善，利润表现超预期

2025H1 公司营收/归母净利润分别为 13.9/1.9 亿元（同比-5.2%/-23.0%），其中 2025Q2 公司营收/归母净利润分别为 7.5/1.2 亿元（同比+21.9%/+62.7%），收入利润超预期。

产品+渠道驱动，2025Q2 营收恢复正增长。分品类：2025Q2 底料/菜谱式调料/其他营收分别同比+29.0%/+17.8%/+10.2%，扭转 2025Q1 营收下滑态势。我们认为主要原因系：（1）2024Q2 营收基数较低，底料业务恢复式增长；（2）2025Q1 渠道库存清理为 2025Q2 经营创造良性条件，且 2025Q2 公司积极布局季节性大单品小龙虾调料，带动菜谱式调料较快增长。另外，收购公司表现来看，2025H1 食萃/加点滋味分别实现营收 1.38/1.33 亿元，净利率分别为 17.1%/5.3%。

费用控制略显成效，2025Q2 盈利能力回升。2025Q2 毛利率/净利率同比分别

+3.6/+4.0pct 至 37.0%/16.4%。费用端，除财务费用率略有增加外，其他各项费用率均出现不同程度下降，2025Q2 销售/管理/研发费用率分别同比-0.7/-0.8/-0.7pct。费用率下降主要系规模效应释放，同时公司在广告及市场费用投入略有缩减。

产品渠道双轮驱动，期待并购协同效应释放。展望下半年，我们认为公司在 C 端渠道地位逐步稳固，且重点突破小 B 渠道，食萃及加点滋味收购完成有望补齐公司短板渠道，渠道完善有望支撑公司旺季收入快速增长。费用端，公司有望进一步收缩在商超传统渠道的费用率投放，同时加大对小 B 渠道的费用投放力度。

4.13、涪陵榨菜：2025H1 收入实现正增，品牌推广力度加码

2025H1 营收/归母净利润分别为 13.1/4.4 亿元（同比+0.5%/-1.7%），其中 2025Q2 营收/归母净利润分别为 6.0/1.7 亿元（同比+7.6%/-4.6%），基本符合预期。

2025Q2 扭转营收下滑态势，榨菜及萝卜表现较优。2025Q2 扭转 2025Q1 收入下滑态势，带动 2025H1 收入平稳微增。分品类看：2025H1 榨菜/萝卜/泡菜/其他品类营收分别同比+0.45%/+38.35%/-8.37%/+9.30%。目前公司在榨菜品类上实现多价格带布局，利用 60g 产品占领 2 元价格带，70g 产品定位 2.5 元价格带，80g 产品定位 3.0 元，120g 脆口产品定位 5 元价格带，同时布局 10 元价格带的量贩装产品、瓶装产品以及新产品榨菜芯产品。

成本红利逐步释放，品牌推广投入明显增加。2025H1 毛利率/净利率分别同比+3.29/-0.74pct 至 54.15%/33.57%，其中 2025Q2 毛利率/净利率分别同比+2.82/-3.59pct 至 52.00%/28.09%。毛利率提升主要系新采购季青菜头价格略有回落。费用端，2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+5.09/-0.02/+0.16/+0.20pct。销售费用率增加主要系增加市场推广费及品牌宣传费所致。

公司布局复调及预制菜赛道，渠道开发积极推进。2025H1 公司公告拟通过发行股份及支付现金方式购买味滋美 51%的股权，味滋美以 B 端为主，布局复调及预制菜。我们认为公司收购味滋美有助于渠道互补、渠道网络融合，支撑挖掘公司长期增长潜能。同时公司设立大客户群营业部，针对山姆、盒马等大型商超合作提供直营服务。

4.14、盐津铺子：收入增长稳健，利润表现较好

收入增长稳健，大单品势能强劲。公司 20245H1 实现收入 29.4 亿元，同增 19.6%，归母净利润 3.7 亿元，同增 16.7%；其中 2025Q2 实现收入 14.0 亿元，同增 13.5%，归母净利润 1.9 亿元，同增 21.7%。分产品看，公司 2025H1 辣卤魔芋、辣卤肉禽、辣卤豆制品、其他辣卤、烘焙薯类、果干果冻、深海零食、蛋类零食、其他系列产品分别实现收入 7.9、1.7、1.9、1.7、0.5、0.4、0.4、0.3、0.06 亿元，分别变化+155.1%、-16.7%、+12.7%、-20.9%、-18.4%、+9.0%、+11.9%、+29.6%、+42.6%，其中魔芋、蛋类增长较好。分区域看，公司 2025H1 华中、华东、西南西北、华南、华北东北、海外、线上分别实现收入 9.2、5.5、4.3、2.8、0.9、1.0、5.7 亿元，同比分别变化+7.9%、+76.1%、+32.5%、-17.2%、+68.5%、+67873.1%、-0.97%，海外基数较低，增长亮眼。

主动管控费用，利润表现优异。公司 2025Q2 毛利率 31.0%，同降 2.0pct，主因

货折和渠道结构调整影响。公司 2025Q2 销售费用率 9.8%，同降 3.7pct，受益于渠道结构和主动管控，同时股份支付费用减少；管理费用率 3.7%，同降 1.1pct，股份支付费用和公司费用控制有所贡献。公司 2025Q2 归母净利润 1.9 亿元，同增 21.7%，增长较好。公司辣卤魔芋单品销量率创佳绩，行业成长空间广阔，盐津铺子抓住品类红利，在口味创新、新渠道红利方面发力，实现亮眼增长。我们看好后续公司产品端持续发力魔芋核心单品和鱼豆腐等其他单品，渠道端调整抖音线上费效比，线下持续拥抱量贩，品牌力构建提升，实现高速增长。

4.15、甘源食品：收入环比改善，利润持续承压

境外销售增长亮眼，综合果仁品类下滑相对较多。公司发布 2025 年半年报，2025H1 实现收入 9.45 亿元，同比下滑 9.3%，归母净利润 0.75 亿元，同比下滑 55.2%；其中 2025Q2 收入 4.4 亿元，同比下降 3.4%，归母净利润 0.22 亿元，同比下降 71.0%。分产品看，2025H1 综合果仁、青豆、蚕豆、瓜子仁、其他系列分别实现收入 2.73、2.34、1.25、1.25、1.75 亿元，同比分别变化-19.9%、-1.6%、+2.1%、-9.5%、-11.5%，其中综合果仁和其他系列下滑较多。分区域看，2025H1 年华东、电商、西南、华中、华南、华北、境外、西北、东北分别实现收入 2.85、1.53、1.22、1.10、0.92、0.73、0.44、0.30、0.22 亿元，同比分别变化+3.6%、+12.4%、-29.8%、-31.5%、+27.3%、-39.9%、+162.9%、-34.7%、-35.7%，其中境外业务实现高增。公司传统渠道持续推进改革，部分商超渠道经销转直营，2025H1 公司经销模式收入实现收入 7.0 亿元，同比下降 19.8%，直营及其他模式收入 0.8 亿元，同比增长 154.6%。

2025Q1 费用支出较多，利润略低于预期。公司 2025Q2 毛利率 32.8%，同降 1.6pct，主因渠道结构影响。公司 2025Q2 销售费用率 20.0%，同增 6.4pct，主因公司增加品牌广告、展会费用和线上电商营销费用所致；2025Q2 管理费用率 5.5%，同增 1.4pct，主因薪酬福利和咨询费用增长。公司 2024Q2 公司净利润 0.2 亿，同降 71.0%，公司发力营销投入和渠道改革，费用支出对利润影响较大。展望远期，公司在组织、产品和渠道多角度推进改革，海外业务持续发力，东南亚市场空间广阔，后续有望重回快速增长。

4.16、劲仔食品：短期利润有所承压，期待新品新渠道发力

鱼制品稳健增长，完善全渠道覆盖。公司发布 2025H1 中报，实现营收 11.2 亿元，同比下滑 0.5%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比下滑 21.9%。公司短期费用投入较多，利润有所承压。分产品看，2025H1 公司鱼制品、禽类制品、豆制品、蔬菜制品分别收入 7.6、2.0、1.1、0.3 亿元，同比分别变化+7.6%、-24.0%、+3.6%、-10.7%，其中鱼制品增长稳健，禽类制品压力较大。分区域看，公司 2025H1 华东、华中、西南、华南、华北、西北、东北、境外、线上分别收入 3.0、1.4、1.5、1.4、1.1、0.7、0.2、0.1、1.9 亿元，同比分别变化+4.0%、-4.9%、+6.0%、+8.4%、-9.9%、-8.3%、-6.4%、+40.1%、-6.8%，其中海外受到零售商认可，实现亮眼增长，叠加经销商出口，实际出海金额为 1.8 亿元。

毛利率小幅承压，费用发力推广。公司 2025H1 为 29.5%，同降 0.95pct，单 2025Q2 公司毛利率为 28.9%，同比下滑 1.8pct，其中鱼制品毛利率 2025H1 为 30.4%，同比下滑 1.9pct，对毛利率影响较大。公司 2025Q2 销售费用率为 14.3%，同比提升 2.2pct，

主因投入新媒体推广；管理费用率为 4.6%，同比提升 1.2pct，主因职工薪酬提升。公司持续拓展产品矩阵，完善全渠道覆盖，期待公司后续在溏心鹤鹑蛋、短保豆干等新产品和零食量贩、山姆会员店等新兴渠道销售表现。

4.17、万辰集团：门店持续拓展，经营效率提升

门店持续扩张，收入增长亮眼。公司 2025H1 实现收入 225.8 亿元，同增 106.9%，归母净利润 4.72 亿元，同增 50358.8%；其中 2025Q2 实现收入 117.6 亿元，同增 93.3%，归母净利润 2.6 亿元，同比扭亏。主要受益零食量贩门店持续扩张，公司 2025H1 新开门店 1468 家，闭店 299 家，截至 2025 年 6 月末公司量贩门店数量 15365 家。公司 2025H1 零食量贩业务收入 223.45 亿元，同增 109.33%；其中 2025H1 期末在华东、华中、华北、西北、西南、华南、东北区域门店数分别为 8727、2061、1374、698、977、629、899 家，门店主要集中于华东、华中、华北区域。公司 2025H1 食用菌业务收入 2.38 亿元，同减 1.24%，保持相对稳健。

受益经营提效，利润率提升较好。公司 2025Q2 毛利率 11.8%，同增 0.7pct；2025H1 毛利率 11.4%，同增 0.9pct，其中零食量贩业务上半年毛利率 11.5%，同增 0.62pct，主要受益公司规模效应显现、门店经营效率提升。公司 2025Q2 销售费用率 2.9%，同降 2.0pct，管理费用率 3.0%，同降 0.4pct，受益于公司零食量贩业务在周转、拓展、人效和供应链方面持续优化，费效比明显提升。公司 2025H1 实现归母净利润 4.7 亿元，同增 50358.8%，基数较低，而 2025H1 量贩业务剔除股份支付费用后的净利润为 9.56 亿元，对应量贩业务净利率为 4.28%，超出我们预期。展望未来，公司持续稳步拓店，行业店型向省钱超市模式进化，品类从零食水饮向熟食、日化、冻品等方向拓展，提升消费者粘性，打开拓店空间。

4.18、绝味食品：门店持续调整，静待经营反转

门店经营仍承压，华东区域韧性较强。公司 2025H1 实现收入 28.2 亿元，同降 15.6%，归母净利润 1.75 亿元，同降 40.7%；其中 2025Q2 实现收入 13.2 亿元，同降 19.8%，归母净利润 0.55 亿元，同比下滑 57.6%。或因公司卤味门店仍有承压。分产品看，公司 2025Q2 禽类、畜类、蔬菜、其他鲜货、包装产品、加盟商管理 2025Q2 分别实现收入 7.2、0.1、1.4、1.1、1.1、0.1 亿元，同比分别下滑 24.3%、34.9%、16.2%、23.1%、21.3%、26.5%。分区域看，公司 2025Q2 西南、西北、华中、华南、华东、华北、非大陆区域分别收入 1.5、0.2、3.0、1.7、3.0、1.4、0.2 亿元，同比分别下滑 25.1%、17.9%、35.6%、52.4%、1.4%、41.2%、15.2%，华东区域韧性较强。

费用投入广宣，利润短期承压。公司 2025Q2 毛利率 28.9%，同比下降 1.6pct，主因线上平台货折促销和产品结构调整，目前鸭副原材料价格较为稳定。公司 2025Q2 销售费用率 10.4%，同增 0.4pct，广宣费用有所影响；管理费用率 9.7%，同增 2.8pct，主因职工薪酬增加。投资收入方面，公司 2025Q2 实现收益 0.19 亿元，同增 76.0%，表现较好。展望未来，公司作为行业龙头，未来有望门店经营逐步改善，美食生态圈企业平稳恢复，静待底部反转。

4.19、煌上煌：经营相对稳健，主动控制费用

门店收缩影响鲜货业务，等待经营反转。公司发布 2025 年半年报，公司 2025 上半年实现收入 9.8 亿元，同比下滑 7.2%，实现归母净利润 0.77 亿元，同比增长 26.9%；其中 2025Q2 公司实现收入 5.4 亿元，同比下滑 10.7%，归母净利润 0.33 亿元，同比增长 16.1%。分产品看，公司 2025 年上半年鲜货产品、包装产品、屠宰加工、米制品、检测和其他业务分别实现营收 6.0、0.19、0.41、3.1、0.004、0.15 亿元，分别同比变化-10.9%、-29.2%、+54.2%、-1.4%、-51.5%、-23.0%，其中鲜货业务和包装产品仍有承压，米制品业务需求相对稳定，屠宰业务基数较低，增速较快。截至 2025 年二季度末公司鲜货门店 2898 家，上半年净闭店 762 家，外部消费环境仍有影响。分地区看，公司 2025 年上半年江西、广东、浙江区域分别实现收入 4.4、0.85、3.2 亿元，同比分别下滑 7.1%、27.0%、2.6%，其中广东区域影响相对较大。

控制费用支出，利润有所增长。公司 2025Q2 毛利率为 29.3%，同比下降 0.8pct，或因二季度销量下降，折旧摊销相对增加所致，2025 年上半年原材料价格较为平稳，预计下半年鸭副产品等原材料持续保持平稳。公司 2025Q2 销售费用率为 11.0%，同比下降 2.8pct，主因线下门店支持及线上促销费用控制和人工成本下降所致；管理费用率为 8.0%，同比提升 0.1pct，保持相对平稳；公司二季度归母净利润 0.33 亿元，受益于控制促销费用，同比增长 16.1%。

4.20、东鹏饮料：高基数下较快增长，新品表现强劲

公司业绩：公司 2025H1 收入 107.4 亿元，同比增 36.4%，扣非前后归母净利润 23.7、22.7 亿元，同比增 37.2%、33.0%。2025Q2 单季收入 58.9 亿元，同比增 34.1%，扣非前后归母净利润 13.95、13.12 亿元，同比增 30.8%、21.2%。

东鹏饮料维持较快增长，补水啦延续高增长。2025H1 公司东鹏能量饮料营收同比+22.0%，高基数下东鹏保持较快增长；补水啦同比增 213.7%，增长势头依然强劲，主因网点覆盖率快速提升、产品势能攀升，新增 380、900ml 产品覆盖多场景；其他饮料产品同比增 65.2%，果之茶等新品表现较好。2025Q2 公司东鹏能量饮料营收同比增 18.8%，补水啦营收同比增 190.0%，2025Q2 势头依然强劲。分区域看，广东、华东、华中、广西、西南、华北等市场营收同比分别增 19.4%、34.0%、29.3%、31.2%、24.5%、74.1%，广东、广西等市场在补水啦、单点卖力提升带动下增速依然保持较快增长。

盈利能力高基数下略有波动。2025Q2 销售净利率高基数下同比-0.6pct 至 23.7%。其中毛利率同比-0.35pct，预计补水啦高速增长下产品结构影响，预计白糖等原料价格下降对毛利率有正贡献。公司销售、管理、研发、财务费用率同比+0.49、+0.29、-0.15、+0.57pct，整体费用上稳中有升，预计主因冰柜投入大幅增加和季度间波动影响所致，2025H1 整体费用率水平基本保持相对平稳。

新品开发模式日趋成熟。分产品看，老品维持 15%-20%左右增长，次新品补水啦增长势头依然强劲，新品果汁茶等表现较好；公司渠道优势突出，精准数字化营销赋能新品，新品开发模式更加成熟，产品矩阵日趋完善，公司仍有望保持稳定较快增长。

4.21、安琪酵母：利润弹性释放，新榨季糖蜜价格有望再降

公司业绩：2025H1 公司营业收入 78.99 亿元，同比+10.1%；扣非前后归母净利润 7.99、7.42 亿元，同比+15.7%、+24.5%。2025Q2 单季公司收入 41.05 亿元，同比+11.2%；扣非前后归母净利润 4.29、4.05 亿元，同比+15.4%、+34.4%。扣非净利润释放弹性主因糖蜜成本下降贡献。

国际市场保持快速增长，国内营收略有改善。分业务看，2025H1 酵母营收同比+12.4%，酵母产量同比+11.8%，酵母吨价略有增长，糖蜜成本下降对产品价格影响较小。2025Q2 酵母、制糖、包装营收同比+11.7%、+20.1%、+3.6%，酵母主业依然保持较快稳定增长，制糖业务主因基数影响。分区域看，2025Q2 年国内、国际市场营收同比+4.3%、+22.3%；国外依然保持快速增长，国内营收略有改善。

毛利率受益糖蜜成本下降明显改善。2025Q2 归母净利率同比+0.38pct，其中公司毛利率同比+2.27pct、环比提升 0.22pct，糖蜜成本下降效果逐渐显现。销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.08、+0.24、+0.03、0.22pct，费用率有所上升，政府补助减少导致其他收益科目拖累净利率 1.29pct。

新榨季糖蜜价格下降幅度可期。2025H1 上半年营收呈现逐季改善态势，糖蜜成本下降效果显现，毛利率连续 4 个季度环比改善。股权激励提升积极性，有望确保收入恢复双位数以上增长。当前我们认为新榨季糖蜜成本降幅可期，2025-2026 年糖蜜成本下降利润弹性大。

4.22、嘉必优：下半年依然乐观，重组有望迎来新催化

公司业绩：2025H1 收入 3.07 亿元，同比增 17.6%；扣非前后归母净利润 1.08 亿、1.00 亿元，同比增 59.0%、88.5%。2025Q2 营收 1.51 亿元，同比增 4.8%，扣非前后归母净利润 0.63、0.59 亿元，同比增 44.5%、71.4%。

收入规模维持高位，2025H2 有望再接再厉。2025H1 国内市场新国标红利持续兑现是 ARA 与 DHA 增长主要驱动因素。2025Q2 预计国内市场营收仍有增长，国际市场营收因高基数略有所下降（主因雀巢、达能 2024Q2 担忧航运紧张囤货较多）。当前来看，2025Q2 收入环比 2025Q1 基本持平，连续三个季度收入规模维持在 1.5 亿以上，势头依然较好。展望 2025H2，DHA 在替代鱼油、健康食品应用等方向上有望带来新增量。

毛利率同比大幅提升，环比继续改善，盈利能力创新高。2025Q2 归母净利率同比+11.46pct，单季净利率攀升至 41.76%。其中 2025Q2 毛利率同比+7.24pct，环比+1.87pct，预计主因规模效应明显，成本明显下降带动 ARA 与 DHA 毛利率持续提升；销售、管理、研发、财务费用率同比分别-0.88、+1.25、-0.97、+0.12pct。非经常损益部分信用减值损失冲回贡献 6.27pct，资产减值较少提升净利率 2.60pct，其他收益补贴等减少拖累净利率 4.58pct。

重组标的资产优质，预期差仍大。重组标的欧易生物承诺 2025-2027 年净利润累计不低于 2.7 亿元，平均每年 0.9 亿元（2024 年 Q1-Q3 净利润约 4319 万元），成长性较高。当前多组学分析正处于初步阶段，欧易生物海外市场拓展空间和技术应用空间大。资产重组完成后有望完善嘉必优前端底层研发实力，协同赋能有望加快新品开发、深挖客户价值。

4.23、立高食品：KA 新品增长，控费抵消成本上行影响

公司业绩：2025H1 收入 20.7 亿元，同比增 16.2%，扣非前后归母净利润 1.71、1.67 亿元，同比增 26.24%、33.28%。剔除股份支付影响后，归母净利润同比增 23.42%。2025Q2 收入 10.24 亿元，同比增 18.4%，扣非前后归母净利润 0.82、0.80 亿元，同比增 40.84%、增 40.36%。

KA 渠道仍是主要增长来源，新零售渠道持续表现较好。分业务板块看，2025H1 冷冻烘焙收入同比增约 6%，奶油、酱料等烘焙原料业务收入同比增 30%以上，其中稀奶油收入及酱料连锁客户增长较好。分渠道来看，流通渠道收入同比持平，主因烘焙渠道多元化发展，传统流通渠道需求受新零售等新渠道分流；KA 商超同比增约 30%，主因 KA 商超多款新品表现较好；餐饮、茶饮等新零售渠道同比增约 40%，主因渠道景气度较好，公司积极开拓新零售客户。

毛利率同比下降、环比提升，费用率控费效果较好。2025Q2 归母净利率同比 +1.28pct，其中公司毛利率同比-1.89pct、环比提升 0.73pct，同比表现预计主因烘焙油脂等原料价格上涨影响，环比表现预计主营公司集采储备原料避免原料价格上涨冲击。销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.88、-1.75、-0.76、+0.47pct，延续控费趋势，整体费用率相对平稳。

聚焦优质单品，延续提效降费，UHT 奶油国产替代势头良好。公司在整合销售渠道之后继续聚焦提供优质新品，推动奶油及冷冻产品较快增长，山姆等 KA 客户恢复增长，UHT 奶油国产替代势头较强。公司完善产线管理、优化管控机制、规模集采提升等多方举措持续提效降费，聚焦资源对接核心客户，收入和利润有望保持较快增长。

表12：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价（元）	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
贵州茅台	买入	1480.0	76.10	84.27	91.07	19.4	17.6	16.3
五粮液	买入	129.5	8.46	8.99	9.62	15.3	14.4	13.5
泸州老窖	买入	137.2	9.47	9.84	10.35	14.5	13.9	13.3
山西汾酒	买入	202.0	11.03	12.03	13.04	18.3	16.8	15.5
口子窖	增持	34.7	1.64	1.84	2.02	21.1	18.8	17.2
古井贡酒	增持	171.3	11.14	12.49	13.97	15.4	13.7	12.3
金徽酒	增持	22.1	0.80	0.91	1.06	27.6	24.3	20.8
伊利股份	买入	28.6	1.71	1.84	1.96	16.7	15.5	14.6
新乳业	增持	19.8	0.78	0.92	1.04	25.3	21.5	19.0
双汇发展	增持	25.2	1.51	1.59	1.68	16.7	15.9	15.0
中炬高新	增持	19.1	0.90	1.03	1.13	21.2	18.6	16.9
涪陵榨菜	增持	13.4	0.72	0.78	0.84	18.6	17.1	15.9
海天味业	买入	41.4	1.24	1.41	1.55	33.4	29.4	26.7
西麦食品	增持	21.8	0.77	0.99	1.18	28.3	22.0	18.5
嘉必优	买入	28.8	1.14	1.37	1.64	25.3	21.0	17.6

绝味食品	增持	16.2	1.04	1.11	1.19	15.6	14.6	13.6
煌上煌	增持	12.6	0.14	0.19	0.22	90.0	66.3	57.3
广州酒家	增持	17.0	1.00	1.12	1.22	17.1	15.2	13.9
甘源食品	买入	58.2	2.65	3.23	4.38	22.0	18.0	13.3
劲仔食品	增持	12.5	0.72	0.89	1.13	17.4	14.1	11.1
天味食品	增持	12.1	0.65	0.73	0.82	18.5	16.5	14.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025 年 8 月 29 日）

5、风险提示

（1）宏观经济波动风险：宏观经济环境直接影响居民收入水平和消费意愿，如果宏观经济下行，将影响白酒、大众品消费需求。

（2）消费复苏进度低于预期风险：消费复苏进度影响终端需求，若复苏进度低于预期、市场需求偏弱，公司终端动销将会承压，进而影响业绩。

（3）原材料价格波动风险：部分子行业中原材料占成本的比例较高，若原材料价格波动较大，将影响企业生产成本，从而影响公司盈利能力。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn