



大众品中报业绩总结

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）

liuchengqian@gjzq.com.cn

chenyujun@gjzq.com.cn

需求持续承压，龙头凸显韧性

投资逻辑：

大众品板块半年报显示整体需求承压且市场竞争普遍加剧，这主要体现在以下三个维度，1) 量价维度，在充分竞争的环境中以及下游渠道向上挤压成本的背景下，单价呈现下降的趋势。2) 结构维度，产品结构升级速度放缓且基本为提质不提价，如零添加概念食品、低温奶、复合调味品等品类渗透速度放缓，且价格下探到大众价位水平，大众普遍关注质价比。3) 竞争维度，随着渠道愈发多元化和碎片化，获取潜在客群的付费成本提高，企业持续探索新渠道合作模式，销售费用端面向市场投放、广告营销等费用增长。因此整体来看，大众品板块收入和业绩总体处于承压加剧阶段。其中零食和软饮料具备结构性景气赛道相对占优，而餐饮链、乳制品等需求总体疲软。

在此背景下，仍有两类企业表现突出，1) 各自子板块龙头业绩韧性增长，如海天、酵母、农夫等在需求承压背景下持续巩固产品和渠道优势，稳步提升市场份额。2) 具备品类红利企业仍呈现较高的成长性，如魔芋、能量饮料、无糖茶等品类受益于健康、功能等概念传播，渗透率大幅提升，盐津、卫龙、东鹏等个股实现高速增长。

具体细分板块来看：

休闲食品：1) 零食：业绩表现分化，行业已从渠道驱动逐步转向品类驱动，魔芋品类龙头盐津/卫龙 25H1 收入端均有近 20% 的增长，其他部分个股因渠道分流和新品放量不及预期表现承压。卫龙成为零食板块业绩超预期标的，系内部提效抵消成本压力。2) 卤味连锁：卤味连锁则延续收缩态势，各家半年报收入均呈下滑趋势，核心受消费端客单价下降及门店收缩影响，部分企业通过关停低效门店、控制费用对冲压力。

餐饮链：1) 基础调味品：餐饮大盘需求疲软、居民端结构升级速度放缓，25Q2 海天/中炬/千禾收入增速分别为 +7%/-9%/-30%，海天稳健增长系积极拓展渠道和产品增量。酵母 Q2 收入/业绩同比+11%/+15%，成本下行业绩弹性兑现。2) 复合调味品：复调表现优于基调，但内部仍有分化。C 端需求稳健，B 端表现分化，系各家挖潜新客户能力差异，其中定制餐调企业通过提供新的解决方案保持稳健增长。火锅底料、中式复调等 C 端大单品渗透速度放缓。3) 速冻食品：餐饮相关度较高，整体业绩承压。速冻丸子、冷冻烘焙龙头通过新品开发、新零售渠道拓展 Q2 收入实现正增长。但受下游餐饮客户降本增效影响，企业竞争加剧、促销活动增加，毛利率端受损较多，盈利能力多数承压。**软饮料：**从收入端来看，Q2 高温催化叠加雨水天气较少，行业旺季动销较去年有所改善，但受外卖补贴影响，部分品类如有糖茶、果汁等受到挤压。无糖茶、电解质水、椰子水等健康化、功能化品类持续提升渗透率，农夫修复包装水市占率，H1 收入/业绩分别+10%/+22%。东鹏 Q2 收入/业绩分别+34%/31%。其他多数个股因大单品需求疲软收入端仍承压。利润端，原材料成本持续下行，但因规模效应不佳对冲成本利好。

乳制品：液奶需求持续承压，成本端仍具备红利。收入端分结构来看，低温奶、奶粉、奶制品等业务表现好于常温奶，龙头库存处于合理水平，Q2 多数企业收入端出现环比改善，主要系低基数+多元业务拓展。成本端，Q2 原奶价格同比持续下降但幅度收窄，行业毛利率仍维持较高水平，且在促销收窄背景下期间费率持续优化，业绩弹性大幅释放。

展望后续，我们推荐 2 条主线，1) 基本面扎实，业绩兑现能力强，未来 2-3 年仍有成长性看点的赛道（如魔芋、能量饮料、无糖茶等），推荐盐津铺子、卫龙美味、东鹏饮料、农夫山泉。2) 观察各板块需求改善的拐点，尤其餐饮链和乳制品需求承压时间长，待顺周期环境有望快速修复，目前估值已下修到合理布局区间、个股在分红回购等加持下股息率可形成较强支撑。建议关注颐海国际、安琪酵母。

风险提示

宏观经济增速放缓、原材料价格上涨风险、区域市场竞争风险、食品安全问题风险



内容目录

一、休闲食品：魔芋驱动零食高景气，卤味连锁仍处于调整阶段.....	4
二、餐饮链：调味品刚需相对稳健，新零售渠道具备亮点.....	8
三、软饮料：旺季动销同比好转，细分赛道持续高景气.....	13
四、乳制品：液奶需求持续承压，成本下行业绩弹性兑现.....	15
五、风险提示.....	17

图表目录

图表 1： 休闲食品板块标的 25H1/25Q2 营收和净利润对比.....	4
图表 2： 22-24 年鸣鸣很忙、万辰集团收入及门店数倍增.....	5
图表 3： 山姆、奥乐齐在中国门店数稳步提升.....	5
图表 4： 健康食材新品放量速度快（单位：亿元）.....	5
图表 5： 洽洽、甘源大单品营收增速放缓（单位：亿元）.....	5
图表 6： 休闲食品板块标的 25H1/25Q2 毛利率和净利率对比.....	6
图表 7： 棕榈油、葵花籽价格上涨.....	6
图表 8： 鸭苗价格较高点明显回落.....	6
图表 9： 休闲食品板块标的 25H1/25Q2 销售、管理和研发费率对比.....	7
图表 10： 休闲食品板块 25-27 年重点标的盈利预测.....	7
图表 11： 海天酱油品类维持稳健增长态势（单位：亿元）.....	8
图表 12： 25Q2 社零餐饮收入总额持续降速.....	9
图表 13： 25Q2 限额以上餐饮企业收入增速放缓.....	9
图表 14： 餐饮链板块标的 25H1/25Q2 营收和净利润对比.....	9
图表 15： 复合调味品 T0C 端近年来增速放缓.....	10
图表 16： 基础调味品核心原材料成本处于低点.....	11
图表 17： 24H1 复合调味品核心原材料成本稳定.....	11
图表 18： 餐饮链板块标的 25H1/25Q2 毛利率和净利率对比.....	11
图表 19： 餐饮链板块标的 25H1/25Q2 销售、管理及研发费率对比.....	12
图表 20： 餐饮链重点公司 25-27 年盈利预测.....	12
图表 21： 软饮料板块标的 25H1/25Q2 营收和归母净利润对比.....	13
图表 22： 农夫山泉包装水实现市占率修复.....	13
图表 23： 无糖茶、电解质水等维持高增长（单位：亿元）.....	13
图表 24： 软饮料板块标的 25H1/25Q2 毛利率和净利率对比.....	14
图表 25： 25H1 软饮料行业原材料成本持续下行.....	14
图表 26： 25H1 统一和康师傅饮料净利率明显改善.....	14



图表 27: 软饮料板块标的 25H1/25Q2 销售、管理及研发费率对比.....	15
图表 28: 软饮料板块重点公司 25-27 年盈利预测.....	15
图表 29: 乳制品板块标的 25H1/25Q2 营收和归母净利润对比.....	16
图表 30: 伊利液态奶营收下滑.....	16
图表 31: 蒙牛液态奶营收下滑.....	16
图表 32: 生鲜乳价格持续下降.....	16
图表 33: 乳制品产量累计同比下降.....	16
图表 34: 乳制品板块标的 25H1/25Q2 毛利率、净利率对比.....	17
图表 35: 乳制品板块标的 25H1/25Q2 销售、管理及研发费率对比.....	17
图表 36: 乳制品板块重点公司 25-27 年盈利预测.....	17



一、休闲食品：魔芋驱动零食高景气，卤味连锁仍处于调整阶段

■ 收入端：零食 Q2 表现分化，卤味连锁持续收缩

1、休闲零食：伴随着魔芋等大单品持续驱动，下游新渠道如零食量贩旺季加速开店，行业维持高景气度。从现披露的公司业绩表现来看，上半年存在明显分化，我们认为主要系板块红利已逐步从渠道过渡为品类，拥有较高景气度、高性价比品类具备放量基础。如盐津铺子、有友食品、卫龙美味凭借魔芋、鸭掌筋等大单品放量实现双位数增长，25H1 收入端分别增长 20%/46%/17%。

但仍有部分企业受品类景气度下降及传统渠道人流下滑影响，上半年收入承压。如洽洽食品、甘源食品、劲仔食品 25H1 收入分别-5%/-9%/-1%。其中洽洽和甘源受传统优势渠道如商超、流通渠道下滑拖累较为明显，劲仔则受第二曲线鹌鹑蛋表现不及预期拖累。核心来看，新渠道红利已过增长最快阶段，优势品类挖潜和深耕为后续增长主要驱动力。

图表1：休闲食品板块标的 25H1/25Q2 营收和净利润对比

公司名称	营业收入(亿元, %)						归母净利润(亿元, %)					
	25H1	YOY	25Q1	YOY	25Q2	YOY	25H1	YOY	25Q1	YOY	25Q2	YOY
盐津铺子	29.4	20%	15.4	26%	14.0	14%	3.7	17%	1.8	12%	1.9	22%
甘源食品	9.4	-9%	5.0	-14%	4.4	-3%	0.7	-55%	0.5	-42%	0.2	-71%
劲仔食品	11.2	-1%	6.0	10%	5.3	-10%	1.1	-22%	0.7	-8%	0.4	-36%
洽洽食品	27.5	-5%	15.7	-14%	11.8	10%	0.9	-74%	0.8	-68%	0.1	-88%
有友食品	7.7	46%	3.8	39%	3.9	52%	1.1	42%	0.5	16%	0.6	77%
卫龙美味	34.8	17%					7.3	18%				
三只松鼠	54.8	8%	37.2	2%	17.5	23%	1.4	-52%	2.4	-22%	-1.0	NA
良品铺子	28.3	-27%	17.3	-29%	11.0	-24%	-0.9	-492%	-0.4	-158%	-0.6	NA
万辰集团	225.8	107%	108.2	124%	117.6	93%	4.7	50359%	2.1	3344%	2.6	NA
绝味食品	28.2	-16%	15.0	-11%	13.2	-20%	1.8	-41%	1.2	-27%	0.6	-58%
煌上煌	9.8	-7%	4.5	-3%	5.4	-11%	0.8	27%	0.4	36%	0.3	16%
紫燕食品	14.7	-11%	5.6	-19%	9.1	-6%	1.0	-47%		-72%	0.9	-38%
周黑鸭	12.2	-3%					1.1	228%				

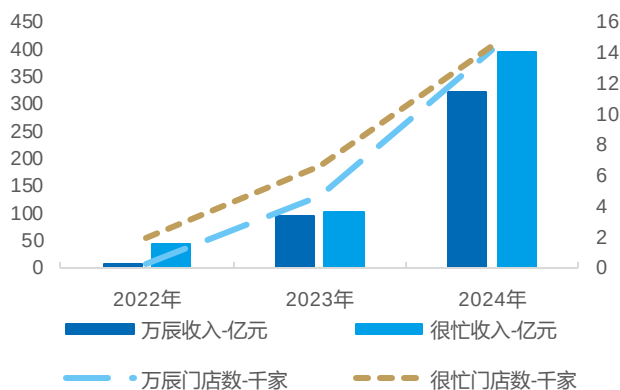
来源：Wind, 国金证券研究所(注：港股不披露季报故没有 Q2 财务数据拆解，下同；NA 代表持续亏损或者扭亏为盈)

从渠道表现来看，流量逐步向具备便利性、性价比、多元选择的渠道转移。1) 天猫、京东、抖音、拼多多、O2O 到家等持续瓜分线上流量，流量竞争越演越烈，相关费用持续攀升。2) 线下商超人流持续下滑，部分流通渠道受损明显，但新兴会员商超、零食专营、CVS 等业态持续发力。如量贩零食龙头鸣鸣很忙 24 年门店数量超 14394 家，25 年仍在持续开店。山姆会员店 22 年底约 40 家，24 年底开设至 53 家。

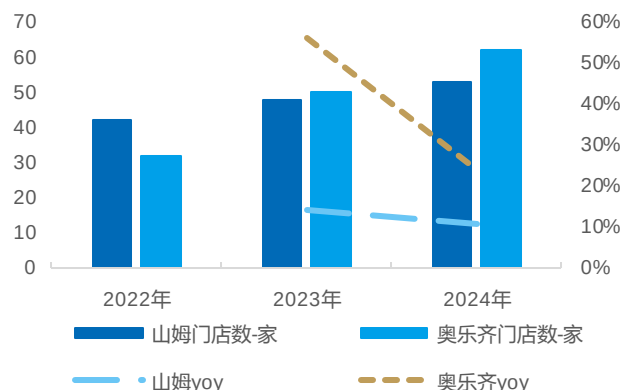
分公司来看，1) 盐津 25H1 经销/电商/直营 KA 渠道销售额分别为 23.03/5.74/0.63 亿元，同比+30.09%/-0.97%/-42.00%。经销渠道高增系大魔王品牌势能辐射全渠道，其中零食量贩、定量渠道快速铺货终端增速亮眼，会员店蛋皇品类月销维持高位。2) 甘源经销/电商/直营及其他渠道 25H1 分别实现收入 6.96/1.53/0.83 亿元，分别同比-19.84%/+12.42%/+154.63%。具体来看，预计零食量贩、会员商超保持稳健增长，其他 KA 渠道下滑幅度收窄，海外已铺新品但尚未明显放量。3) 劲仔 25H1 线下/线上渠道收入分别同比+0.85%/-6.82%，线下开发经销商并强化单店产出，零食量贩合作 sku 增长上半年保持微增态势。



图表2: 22-24 年鸣鸣很忙、万辰集团收入及门店数倍增



图表3: 山姆、奥乐齐在中国门店数稳步提升



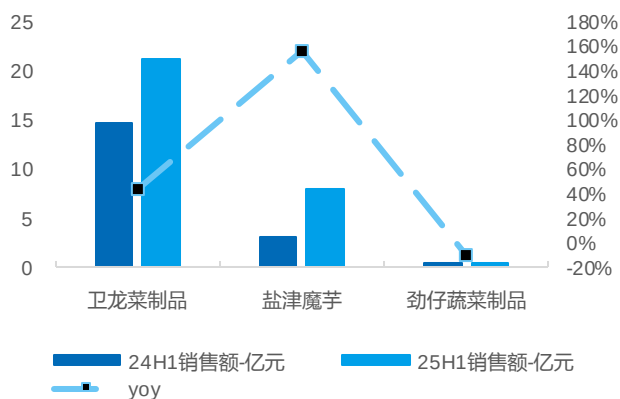
来源: 鸣鸣很忙招股书, 万辰集团公司公告, 国金证券研究所

来源: 中国连锁经营协会, 21 经济网, 国金证券研究所

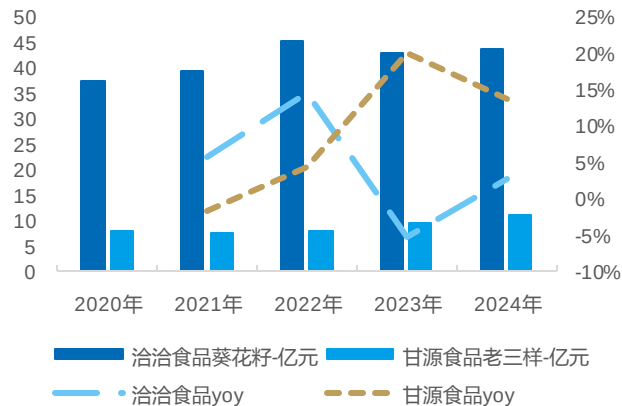
从产品表现来看, 零食品类较多且竞争格局较为分散, 各家主营产品错位竞争, 上半年魔芋、鸭掌、鹌鹑蛋等品类仍呈现较强的增长势能。1) 盐津魔芋/卫龙菜制品 25H1 分别实现营收 7.9/21.1 亿元, 分别同比增长 155%/44%。2) 劲仔、洽洽大单品上半年收入表现相对稳健, 但鹌鹑蛋、坚果等第二曲线表现不及预期, 对整体造成拖累。

魔芋、蒟蒻、鹌鹑蛋逐渐成为热门细分赛道, 因其食材具备高蛋白、低卡路里、营养丰富等特征, 满足消费者对于健康、减脂的需求。分公司来看, 盐津 25H1 辣卤魔芋/其他辣卤/蛋类零食/果干果冻/其他分别实现收入 7.91/5.30/3.09/4.28/0.61 亿元, 同比 +155.10%/-9.93%/+29.57%/+9.01%/+42.62%。甘源 25H1 老三样/综合果仁及豆果/其他系列分别实现营收 4.83/2.73/1.74 亿元, 同比 -2.9%/-19.9%/-11.5%。劲仔食品 25H1 鱼制品/豆制品/蔬菜制品/禽肉制品收入分别为 7.57/1.15/0.34/1.96 亿元, 同比 +7.61%/+3.61%/-10.69%/-24.00%。

图表4: 健康食材新品放量速度快 (单位: 亿元)



图表5: 洽洽、甘源大单品营收增速放缓 (单位: 亿元)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

2、卤味连锁: 收入端延续收缩态势。绝味食品、周黑鸭、煌上煌、紫燕食品均出现收入下滑, 主要受消费端客单价下降及门店收缩影响。部分企业通过关停低效门店、控制费用实现利润修复, 但整体板块仍承受较大压力。量价维度均具备压力, 各家采取收缩策略。从 25H1 收入情况来看, 绝味/周黑鸭/煌上煌/紫燕收入同比-16%/-3%/-7%/-11%。

■ 盈利端: 规模效应走弱, 费用投放加大

1、休闲零食: 毛利率端由于主要原材料成本提升&渠道结构变化, 行业内各公司 Q2 毛利率大多同比下降, 如盐津/甘源/劲仔/洽洽 25Q2 分别同比-2/-2/-2/-4pct, 其中洽洽下滑较多系葵花籽和坚果原材料价格均有上涨, 且单一原材料占比较高。但下游渠道型企业如万辰集团 25Q2 毛利率同比上升 1%, 系公司规模效应显现、门店经营效率提升。



从费用端来看，25Q2 销售淡季行业需求转弱，零食企业普遍加大广告宣传、会展活动等费用投放，盐津/甘源/劲仔/洽洽销售费率分别同比-4/+6/+2/+4pct。而管理及研发费率方面，多数公司延续降本增效策略，Q2 同比普遍持平或略有下降，其中盐津费用控制效果明显，主要系公司主动优化电商渠道低毛利和代工产品，定量装等高毛利率渠道占比提升。

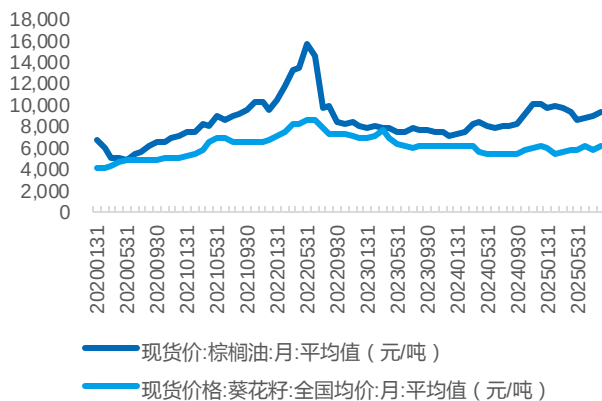
图表6：休闲食品板块标的 25H1/25Q2 毛利率和净利率对比

公司名称	毛利率(%)						净利率(%)					
	25H1	同比变动	25Q1	同比变动	25Q2	同比变动	25H1	同比变动	25Q1	同比变动	25Q2	同比变动
盐津铺子	29%	-3%	28%	-4%	31%	-2%	13%	0%	12%	-1%	14%	1%
甘源食品	33%	-1%	34%	-1%	33%	-2%	8%	-8%	10%	-5%	5%	-12%
劲仔食品	29%	-1%	30%	0%	29%	-2%	10%	-3%	11%	-2%	8%	-3%
洽洽食品	20%	-8%	19%	-11%	21%	-4%	3%	-8%	5%	-8%	1%	-8%
有友食品	27%	-3%	27%	-4%	28%	-2%	14%	0%	13%	-3%	15%	2%
卫龙美味	47%	-3%					21%	0%				
三只松鼠	25%	-1%	27%	-1%	22%	0%	3%	-3%	6%	-2%	-6%	-4%
良品铺子	24%	-2%	25%	-2%	24%	-2%	-3%	-4%	-2%	-5%	-5%	-3%
万辰集团	11%	1%	11%	1%	12%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
绝味食品	29%	0%	31%	1%	29%	-2%	6%	-3%	8%	-2%	4%	-4%
煌上煌	31%	-1%	35%	0%	29%	-1%	8%	2%	10%	3%	6%	1%
紫燕食品	22%	-3%	18%	-3%	25%	-3%	7%	-5%	3%	-5%	10%	-5%
周黑鸭	59%	3%					9%	6%				

来源：Wind，国金证券研究所

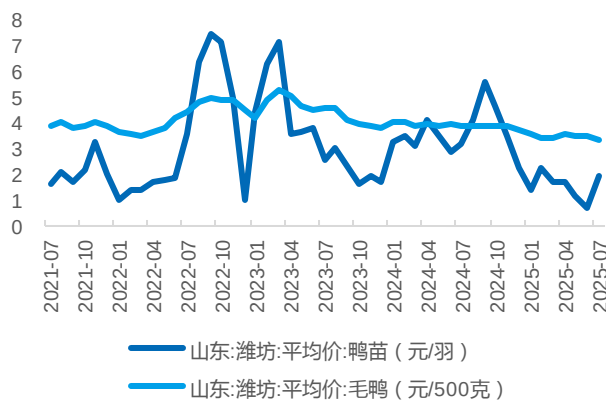
2、卤味连锁：原材料端，从 25 年上半年来看，鸭副、禽肉价格下行显著缓解成本压力，但从规模效应角度来看，多数公司因收入端承压，因此毛利率具备下行压力，绝味食品/周黑鸭/煌上煌/紫燕食品 25H1 毛利率分别同比持平/+3%/-1%/-3%。目前鸭副和禽类原材料价格较为稳定，预计 H2 仍可延续原材料价格，利润弹性持续释放。

图表7：棕榈油、葵花籽价格上涨



来源：Wind，国金证券研究所

图表8：鸭苗价格较高点明显回落



来源：Wind，国金证券研究所

从费用端来看，为应对市场竞争和刺激旺季需求，龙头企业加强费用投放，绝味食品/紫燕食品 25H1 销售费率均同比+1pct。而煌上煌和周黑鸭聚焦降本增效，减少促销相关活动 25H1 销售费率分别-1%/-3%。各家管理费用偏刚性，受销售规模下降影响，管理费率呈现提升趋势，25H1 绝味食品/周黑鸭/煌上煌/紫燕食品管理及研发费率分别+2pct/持平/持平/+1pct。



图表9：休闲食品板块标的 25H1/25Q2 销售、管理和研发费率对比

公司名称	销售费率(%)						管理+研发费率(%)					
	25H1	同比变动	25Q1	同比变动	25Q2	同比变动	25H1	同比变动	25Q1	同比变动	25Q2	同比变动
盐津铺子	11%	-3%	11%	-2%	10%	-4%	5%	-1%	5%	-1%	5%	-2%
甘源食品	19%	5%	17%	4%	20%	6%	7%	2%	6%	2%	7%	2%
劲仔食品	14%	1%	13%	0%	14%	2%	7%	1%	6%	0%	7%	2%
洽洽食品	12%	1%	11%	-2%	14%	4%	7%	1%	6%	1%	9%	0%
有友食品	9%	-4%	9%	-3%	8%	-4%	3%	-1%	3%	0%	3%	-1%
卫龙美味	15%	-1%					6%	-2%				
三只松鼠	21%	3%	19%	2%	24%	3%	3%	1%	2%	0%	5%	1%
良品铺子	25%	5%	24%	6%	26%	2%	4%	-2%	3%	-2%	5%	-2%
万辰集团	3%	-1%	3%	-1%	3%	-2%	3%	0%	3%	0%	3%	0%
绝味食品	10%	1%	10%	2%	10%	0%	9%	2%	8%	1%	11%	3%
煌上煌	11%	-3%	11%	-3%	11%	-3%	12%	0%	13%	-1%	11%	0%
紫燕食品	6%	1%	6%	1%	6%	1%	7%	1%	9%	2%	6%	1%
周黑鸭	39%	-1%					9%	0%				

来源：Wind, 国金证券研究所

■ 盈利预测及投资建议

伴随着魔芋等大单品持续驱动,下游新渠道如零食量贩旺季加速开店,行业维持高景气度。零食板块业绩上半年存在明显分化,我们认为主要系驱动因素已逐步从渠道过渡为品类,此前快速扩张的量贩零食、抖音电商等渠道 GMV 增速放缓,而拥有健康属性、高性价比品类具渗透率快速提升。与此同时,我们观察到下游量贩零食龙头利润率持续超预期,系规模效应释放。而卤味连锁板块需求因主动关店和客单价下降呈现较大的压力,下半年有望在门店质量提升、模型调改后实现单店收入企稳。

中长期来看,我们仍推荐两条主线,1)大单品空间广阔,成长性强的零食个股。大单品具备较强的经营势能,可以帮助放大品牌声量,打开渠道空间,同时改善利润率水平。我们依旧看好魔芋、鹌鹑蛋等品类红利,持续推荐盐津铺子、卫龙美味,建议关注劲仔食品调改节奏。2)经营效率持续提升,开店+单店收入双轮驱动的量贩零食龙头,建议关注万辰集团。

图表10：休闲食品板块 25-27 年重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入(亿元)			YOY			归母净利润(亿元)			YOY			PE		
		25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
休闲零食	盐津铺子	65	79	94	22%	22%	19%	8	10	12	29%	23%	22%	26	21	17
	劲仔食品	26	29	32	6%	15%	15%	3	3	4	-3%	22%	20%	19	19	14
	甘源食品	23	26	30	0%	16%	14%	3	4	4	-28%	35%	20%	18	14	14
	卫龙美味	75	91	107	20%	21%	18%	14	17	21	33	21	20	21	17	14
连锁卤味	绝味食品	57	60	64	-9%	6%	7%	4	5	9	56%	40%	17%	25	20	11
	紫燕食品	31	33	35	-7%	5%	7%	2	3	3	-30%	20%	16%	53	35	35

来源：Wind, 国金证券研究所(注：股价截至 9 月 1 日,港币汇率为 1 HKD=0.91CNY,绝味食品和紫燕食品采用 Wind 一致预期)



二、餐饮链：调味品刚需相对稳健，新零售渠道具备亮点

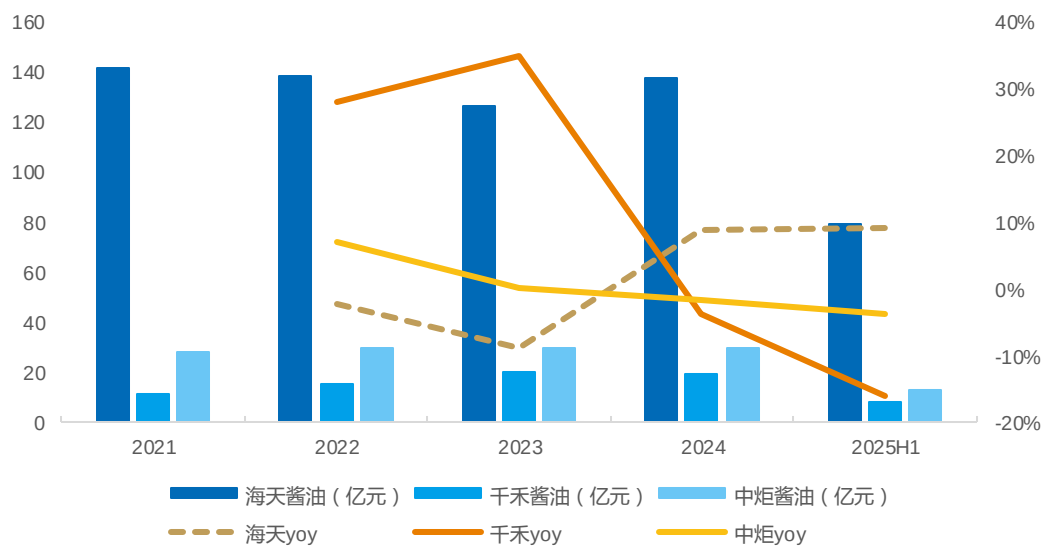
■ 收入端：受餐饮需求扰动，行业总体承压

1、基础调味品：存量市场竞争加剧，龙头具备经营韧性

整体来看，餐饮大盘需求疲软、居民端结构升级速度放缓，具体表现在1)下游餐饮需求平淡，社零餐饮进入Q2淡季后增速明显切档。2)餐饮端存在降本增效压力，预制菜、复合调味品使用比例提升，对于提升出餐效率，实现口味标准化有重要作用。另外大众连锁餐饮仍呈现复苏态势，中高端餐饮需求明显承压，具备一定程度分化。3)对于C端而言，零添加健康化风潮延续，但市场竞争进一步加剧，导致平价零添加产品占比提升，吨价升级速度放缓。

从龙头差异化的业绩表现来看，25Q2海天/中炬/千禾收入增速分别为+7%/-9%/-30%，我们认为海天持续逆势增长系：1)市场增量挖掘：海天的渠道结构中BC占比更为均衡，改革思路更为灵活。公司深刻反思内部产品和渠道存在的问题，持续强化对于餐饮客户柔性定制需求的响应，同时加大力度挖掘C端碎片化渠道，实现B/C两方面的增量。2)产品矩阵差异：海天产品矩阵更加丰富，Q2从产品拆分开看，全品类（含蚝油、调味酱）基本实现双位数增长。而千禾和中炬主要依赖优势大单品酱油，但目前酱油市场逐步趋于饱和，市场竞争加剧背景下，持续提升市占率难度较大。3)经营能力差异：海天作为调味品赛道龙头，与第二名收入拉开显著差距，系公司内部激励机制有效、管理层对于市场需求感知度强且变革效率高，因此公司品牌、渠道力持续巩固。相较于中炬和千禾，今年上半年分别有管理层换届、食品安全事件扰动，海天整体发展路径更为稳健。

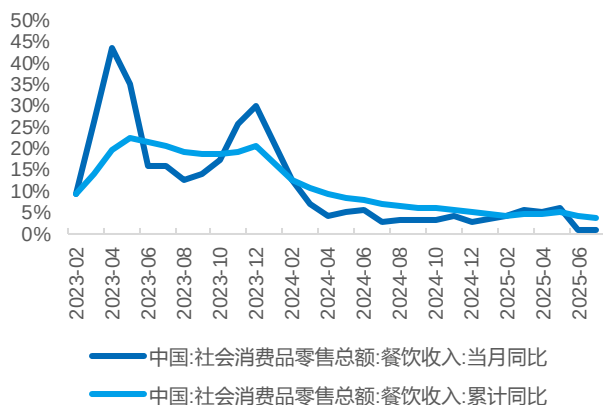
图表11：海天酱油品类维持稳健增长态势（单位：亿元）



来源：各公司公告，国金证券研究所

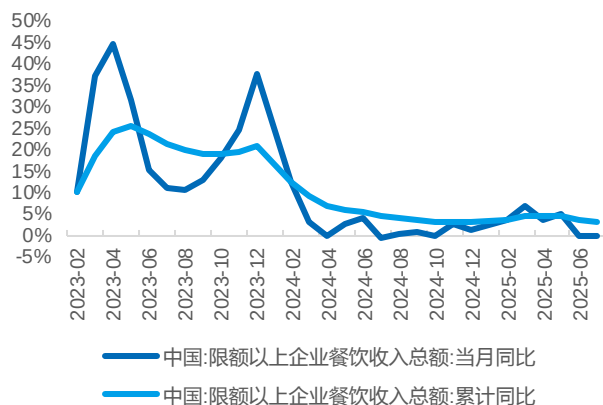


图表12: 25Q2 社零餐饮收入总额持续降速



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表13: 25Q2 限额以上餐饮企业收入增速放缓



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表14: 餐饮链板块标的 25H1/25Q2 营收和净利润对比

公司名称	营业收入(亿元, %)						归母净利润(亿元, %)					
	25H1	YOY	25Q1	YOY	25Q2	YOY	25H1	YOY	25Q1	YOY	25Q2	YOY
海天味业	152.3	8%	83.2	8%	69.1	7%	39.1	13%	22.0	15%	17.1	12%
中炬高新	21.3	-19%	11.0	-26%	10.3	-9%	2.6	-27%	1.8	-24%	0.8	-32%
千禾味业	13.2	-17%	8.3	-7%	4.9	-30%	1.7	-31%	1.6	4%	0.1	-87%
天味食品	13.9	-5%	6.4	-25%	7.5	22%	1.9	-23%	0.7	-58%	1.2	63%
颐海国际	29.3	0%					3.1	0%				
宝立食品	13.8	8%	6.7	7%	7.1	10%	1.2	8%	0.6	-4%	0.6	22%
日辰股份	2.0	9%	1.0	10%	1.0	7%	0.4	23%	0.2	37%	0.2	11%
恒顺醋业	11.3	12%	6.3	36%	5.0	-8%	1.1	18%	0.6	2%	0.5	41%
安琪酵母	79.0	10%	37.9	9%	41.1	11%	8.0	16%	3.7	16%	4.3	15%
涪陵榨菜	13.1	1%	7.1	-5%	6.0	8%	4.4	-2%	2.7	0%	1.7	-5%
仲景食品	5.2	-2%	2.8	1%	2.5	-6%	1.0	0%	0.5	-5%	0.5	6%
安井食品	76.0	1%	36.0	-4%	40.0	6%	6.8	-16%	3.9	-10%	2.8	-23%
三全食品	35.7	-3%	22.2	-2%	13.5	-4%	3.1	-6%	2.1	-9%	1.0	1%
千味央厨	8.9	-1%	4.7	1%	4.2	-3%	0.4	-40%	0.2	-38%	0.1	-42%
立高食品	20.7	16%	10.5	14%	10.2	18%	1.7	26%	0.9	15%	0.8	41%

来源: Wind, 国金证券研究所

2、复合调味品: 定制餐调持续拓客, C 端需求相对稳健

复调表现优于基调, 但内部仍有分化。行业体现为 C 端需求稳健, B 端表现分化 (系各家挖潜新客户能力差异)。颐海国际上半年收入持平, 中式复调、方便速食受益于新客户拓展, 及新品或大单品渗透率提升实现稳步增长, 但火锅调料主要系关联方拖累下滑; 宝立食品与日辰股份上半年保持增长 (25H1 收入+8%/+9%), 得益于 B 端客户持续扩展及预制菜等场景渗透; 仲景食品、天味食品均有下滑 (25H1 收入-2%/-5%), 主要系大单品渗透率相对较高, 新渠道仍在合作适应过程中, 但天味 Q2 已呈现修复态势。

具体来看, 颐海国际 25H1 关联方/第三方/其他餐饮客户收入分别为 8.64/19.03/1.55 亿元, 同比-12.68%/+1.95%/+131.75%。从量价角度看, 针对关联方上半年持续调价, 叠加其他 B 端客户拓展, 价的维度均有承压, 火锅底料/中式复调/方便速食 25H1 单价分别同比-1.94%/-8.19%/-6.51%。

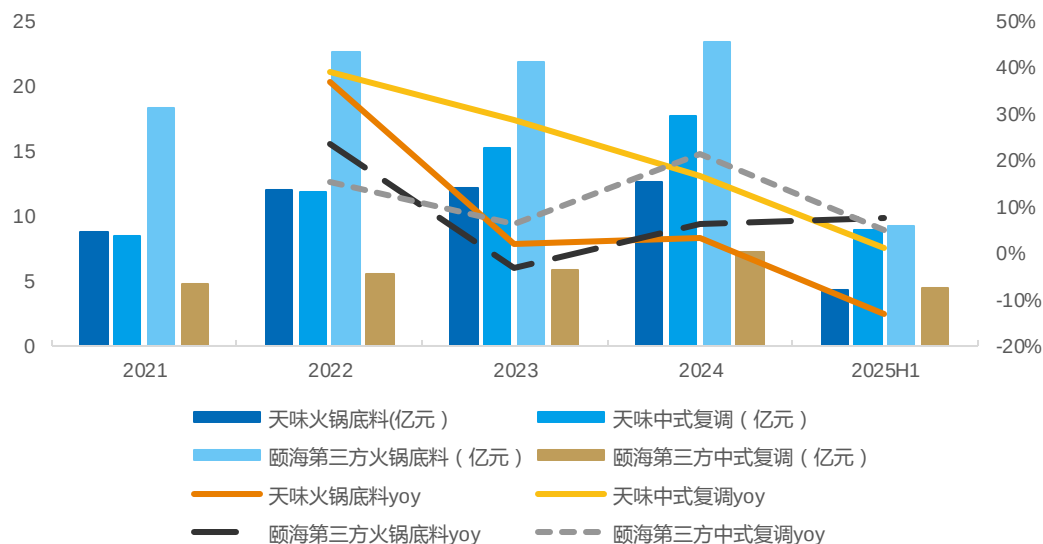
宝立食品 25Q2 复合调味品实现营收 3.28 亿元, 同比+9.22%(Q1 同比-1%, 环比实现提速), 下游西式快餐连锁客户门店持续扩张, 性价比消费趋势下具备韧性。25Q2 轻烹解决方案实现营收 3.35 亿元, 同比+14.98%, 空刻加强对于口味及品类方面创新, 以及强化线下渠



道开拓，延续修复态势。

天味食品随着经营策略调整见效及市场需求的逐步恢复，Q2 基本面触底改善。食萃和加点点滋味补齐持续补齐线上渠道短板，并帮助改善盈利能力。具体来看其 25Q2 线下/线上分别实现营收 5.39/2.04 亿元，同比+9.54%/+66.69%。

图表15：复合调味品 TOC 端近年来增速放缓



来源：各公司公告，国金证券研究所

3、速冻食品：餐饮渠道承压显著，新零售增长具备看点

Q2 速冻板块需求相对疲软，主要系下游餐饮 B 端需求略承压，C 端通过产品创新及新零售渠道拓展保持相对增长韧性。安井食品/立高食品/千味食品 25Q2 营收同比+6%/+18%/+3%。分公司来看，安井菜肴类增长延续，火锅料和米面略有承压，Q2 依旧保持个位数增长。立高得益于稀奶油产品放量及会员商超渠道新品贡献，Q2 营收维持双位数增长。千味积极开拓新零售等渠道，大 B 端需求相对平稳，传统小 B 端略有压力。

■ 盈利端：成本红利释放，规模效应收缩扰动

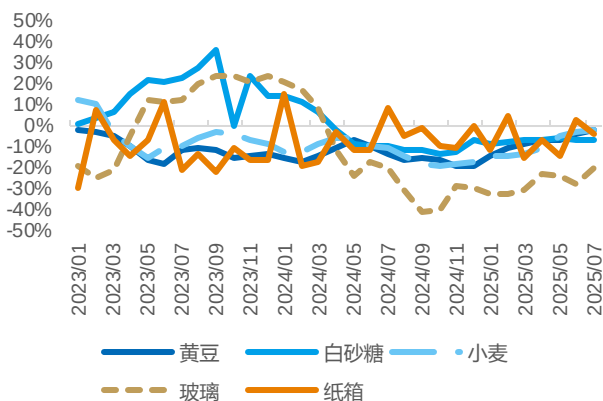
1、基础调味品：自 23 年初各项原材料价格逐步回落，但酿造周期因素导致毛利率延迟反馈，25H1 报表端全面享受原材料下行红利。25H1 海天/中炬/千禾/恒顺毛利率分别为 39%/38%/36%/38%，分别同比+3pct/+2pct/+1pct/+2pct。

其中，海天味业毛利率改善突出主要系包材辅料、大豆成本下行，同时预计产品结构优化亦有帮助。中炬高新 25Q2 美味鲜毛利率/净利率分别为 39.78%/6.89%，同比+2.93pct/-2.88pct，毛利率持续改善系原材料红利体现、产品结构优化、工厂效率提升。千禾味业 25Q2 毛利率 32.64%，同比-2.52pct，预计受折旧摊销等刚性支出扰动，对冲结构改善及成本下行红利。

从费率角度看，基础调味品偏存量市场竞争较为激烈，叠加收入端承压规模效应缩减，因此销售/管理费率普遍有提升，其中 25Q2 海天/中炬/千禾/恒顺的销售费率分别同比持平/+4pct/+6pct/+3pct；管理费率分别同比持平/持平/+3pct/+3pct。各家销售费用增长主要系广告支出、终端促销等活动增加。但从毛销差角度来看，基础调味品企业基本维持稳定。

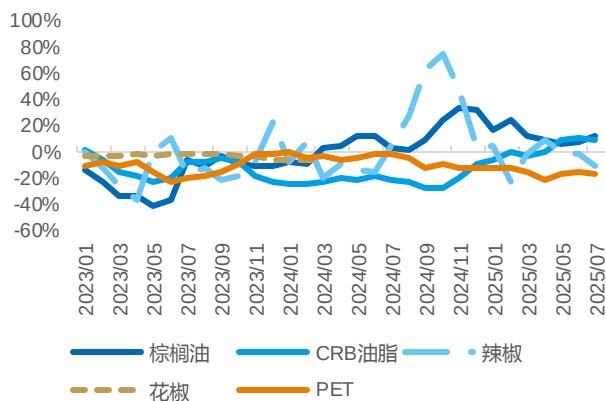


图表16: 基础调味品核心原材料成本处于低点



来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 24H1 复合调味品核心原材料成本稳定



来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 餐饮链板块标的 25H1/25Q2 毛利率和净利率对比

公司名称	毛利率(%)						净利率(%)					
	25H1	同比变动	25Q1	同比变动	25Q2	同比变动	25H1	同比变动	25Q1	同比变动	25Q2	同比变动
海天味业	39%	3%	40%	3%	40%	4%	26%	1%	26%	2%	25%	1%
中炬高新	38%		39%	2%	39%	3%	12%	-1%	16%	0%	7%	-2%
千禾味业	36%	1%	39%	3%	33%	-3%	13%	-3%	19%	2%	3%	-11%
天味食品	38%	-1%	41%	-3%	37%	4%	14%	-3%	12%	-9%	15%	4%
颐海国际	30%	0%					11%	0%				
宝立食品	33%	2%	33%	1%	35%	3%	8%	0%	9%	-1%	8%	1%
日辰股份	37%	0%	39%	1%	37%	-1%	17%	2%	17%	3%	17%	1%
恒顺醋业	38%	2%	35%	-6%	42%	10%	10%	1%	9%	-3%	11%	4%
安琪酵母	26%	2%	26%	1%	26%	2%	10%	0%	10%	1%	10%	0%
涪陵榨菜	53%	3%	56%	4%	52%	3%	34%	-1%	38%	2%	28%	-4%
仲景食品	44%	1%	46%	1%	44%	1%	19%	1%	17%	-1%	21%	2%
安井食品	20%	-3%	23%	-3%	18%	-3%	9%	-2%	11%	-1%	7%	-3%
三全食品	24%	-2%	25%	-1%	23%	-2%	9%	0%	9%	-1%	8%	0%
千味央厨	23%	-2%	24%	-1%	23%	-2%	4%	-3%	5%	-3%	3%	-2%
立高食品	30%	-2%	30%	-3%	31%	-2%	8%	1%	8%	0%	8%	1%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 中炬高新 24H1 扭亏)

2、复合调味品: 复调企业因客户结构不同, 毛利率表现存在分化。从原材料端看, 油脂、辣椒、花椒单价总体来看呈现稳中有降趋势。T0 B 占比较高颐海/宝立/日辰 25H1 毛利率上行, 分别同比持平/+2pct/持平。T0 C 占比较高的天味食品 25Q2 毛利率同比+3.6pct, 毛利率大幅改善系原料成本下行叠加产品结构改善。

从费率角度看, 复调企业 T0C 龙头为推进新品推广和渠道下沉, 亦加大费用投放, 其中 25H1 天味/颐海销售费率分别+1/+1pct。而针对 B 端市场的日辰/宝立 25H1 销售费率分别-3/+1pct, 积极寻求内部降本增效对冲下游餐饮客户传导降价的压力。

3、速冻食品: 25H1 整体成本压力延续缓和, 龙头成本控制能力强, 但行业价格竞争使得相关企业促销力度同比加大, 对板块毛利率形成拖累。安井/千味/三全/立高 25Q2 毛利率分别同比-3/-2/-2/-2pct, 毛利率下滑幅度较 Q1 持续扩张。期间费率方面, 各公司持续优化内部提效, 基本维持平稳, 仅立高食品因渠道结构变化 25Q2 同比-1pct。


图表19：餐饮链板块标的 25H1/25Q2 销售、管理及研发费率对比

公司名称	销售费率(%)						管理+研发费率(%)					
	25H1	同比变动	25Q1	同比变动	25Q2	同比变动	25H1	同比变动	25Q1	同比变动	25Q2	同比变动
海天味业	6%	0%	6%	0%	7%	0%	5%	0%	4%	0%	6%	0%
中炬高新	14%	3%	9%	1%	19%	4%	11%	1%	11%	2%	12%	0%
千禾味业	16%	3%	12%	1%	22%	6%	7%	1%	5%	0%	9%	3%
天味食品	16%	1%	22%	5%	10%	-1%	8%	0%	8%	2%	7%	-2%
颐海国际	13%	1%					5%	1%				
宝立食品	16%	1%	14%	0%	16%	1%	4%	0%	4%	0%	5%	0%
日辰股份	5%	-3%	5%	-3%	5%	-2%	12%	0%	13%	-1%	11%	0%
恒顺醋业	18%	1%	17%	0%	19%	3%	9%	0%	8%	-3%	11%	3%
安琪酵母	6%	0%	6%	1%	6%	0%	7%	0%	7%	-1%	7%	0%
涪陵榨菜	15%	3%	13%	1%	17%	5%	4%	0%	3%	0%	4%	0%
仲景食品	15%	-1%	19%	2%	11%	-4%	8%	1%	8%	1%	9%	1%
安井食品	6%	0%	7%	-1%	5%	0%	3%	-1%	3%	0%	3%	-1%
三全食品	12%	0%	12%	0%	13%	0%	4%	1%	3%	0%	6%	1%
千味央厨	7%	1%	8%	2%	6%	0%	11%	0%	10%	0%	12%	1%
立高食品	11%	-1%	10%	-2%	11%	-1%	9%	-2%	8%	-2%	9%	-3%

来源：Wind, 国金证券研究所

■ 盈利预测与投资建议

餐饮链：下游餐饮需求平淡，居民端结构升级速度放缓，景气度底部企稳。餐饮大盘需求疲软、居民端呈现结构性增长（复合化、健康化品类渗透率持续提升），自下而上寻找个股阿尔法尤为关键。

我们认为调味品具备较强的经营韧性，且龙头更容易在逆境中发挥出经营优势。主要体现在 1) 消费场景偏向于刚需，主流消费渠道仍聚焦在传统流通等终端，渠道变革对行业冲击影响较小，龙头经销体系布局早，经销商关系绑定较深。2) 消费者选择调味品时，更重视口味和性价比。龙头具备标准化且高效率的生产工艺流程，可以保证自身盈利能力同时兼顾二者。因此，我们建议重视龙头竞争优势，及积极寻求新的增长机会（如海外市场开发、其他餐饮客户开发）的个股，建议关注安琪酵母、颐海国际。

速冻食品方面，考虑到下游 B 端客户占比较高，且定制化需求占比相对偏低，在市场竞争加剧背景下，极易受到下游餐饮客户传导的降本压力。我们建议关注在 C 端持续发力新品的安井食品、立高食品，新品铺货上架有望持续提供稳健的业绩增量。后续倘若餐饮需求改善，将带来较大的业绩弹性。

图表20：餐饮链重点公司 25-27 年盈利预测

板块	公司名称	收入（亿元）			YOY			归母净利（亿元）			YOY			PE		
		25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
基础调味品	海天味业	297	328	363	10%	11%	11%	72	81	90	14%	12%	10%	32	29	26
	中炬高新	48	52	57	-13%	7%	9%	8%	9%	10%	-15%	15%	13%	20	17	15
	千禾味业	31	34	38	0%	10%	12%	5	6	6	-11%	22%	15%	28	23	20
	安琪酵母	168	186	206	11%	11%	11%	16	19	22	23%	17%	14%	19	16	14
复合调味品	天味食品	33	37	41	-4%	11%	10%	6	6	7	-10%	15%	12%	23	20	18
	宝立食品	30	34	38	12%	13%	12%	3	3	4	15%	14%	15%	20	18%	16%
速冻食品	立高食品	44	50	56	16%	13%	11%	4	4	5	32%	20%	17%	24	20	17
	千味央厨	19	21	23	3%	8%	9%	1	1	1	-2%	20%	17%	37	31	27
	安井食品	159	171	185	5%	8%	8%	14	16	18	-3%	11%	11%	17	16	14

来源：Wind, 国金证券研究所（注：股价截至 9 月 1 日，立高食品、千味央厨、安井食品采用 wind 一致预期）



三、软饮料：旺季动销同比好转，细分赛道持续高景气

■ 收入端：外部因素致行业竞争加剧，结构上健康化、功能化趋势延续

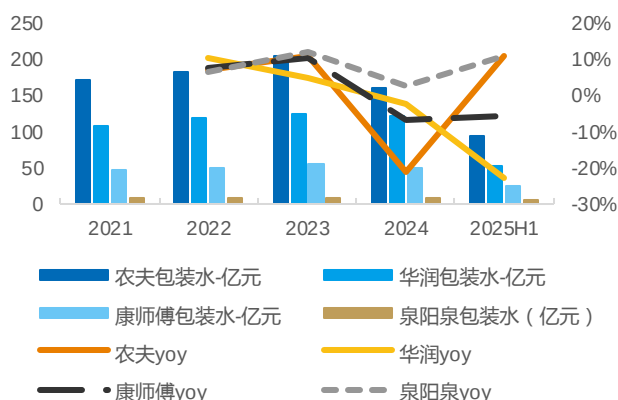
从收入端来看，Q2 高温催化叠加雨水天气较少，行业旺季动销较去年有所改善，但受外卖补贴影响，部分品类如有糖茶、果汁等受到挤压。另外随着老品类行至成熟期，消费者对于口味汰换、健康减脂的需求催生了一批新品类，无糖茶、电解质水、椰子水等品类相继爆发，驱动相关企业收入高增长，行业呈现传统品类竞争加剧、新兴品类爆发力强的特征。以农夫为代表的龙头注重价盘修复，减少促销活动，在声誉逐步修复后，包装水基本盘回暖。以东鹏为代表的能量饮料龙头，凭借刚需&高频次的产品属性，以及广泛的渠道网络基础持续铺货第二曲线，展现出较强的成长性。与此同时，多数老品受竞争加剧影响承压，如 25H1 百润股份/李子园/香飘飘/养元饮品收入增速分别为-9%/-9%/-12%/-16%。

图表21：软饮料板块标的 25H1/25Q2 营收和归母净利润对比

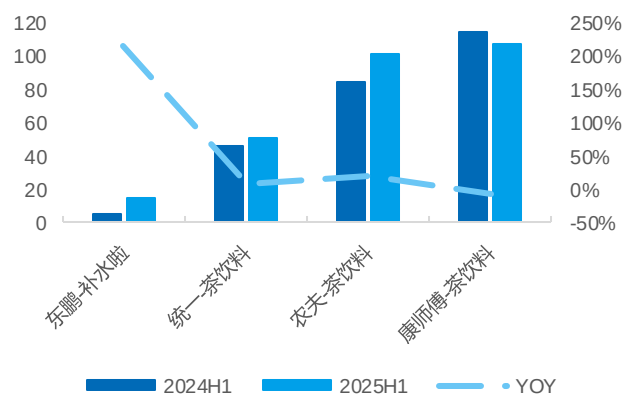
公司名称	营业收入(亿元, %)						归母净利润(亿元, %)					
	25H1	YOY	25Q1	YOY	25Q2	YOY	25H1	YOY	25Q1	YOY	25Q2	YOY
东鹏饮料	107.4	36%	48.5	39%	58.9	34%	23.7	37%	9.8	48%	13.9	31%
百润股份	14.9	-9%	7.4	-8%	7.5	-9%	3.9	-3%	1.8	7%	2.1	-11%
李子园	6.2	-9%	3.2	-4%	3.0	-13%	1.0	1%	0.7	16%	0.3	-22%
香飘飘	10.4	-12%	5.8	-20%	4.6	0%	-1.0	NA	-0.2	-174%	-0.8	NA
承德露露	13.8	-15%	10.0	-18%	3.8	-6%	2.6	-12%	2.2	-13%	0.4	-9%
养元饮品	24.7	-16%	18.6	-20%	6.1	-3%	7.4	-28%	6.4	-27%	1.0	-32%
农夫山泉	256.2	10%					76.2	22%				
华润饮料	62.1	-19%					8.1	-29%				
康师傅控股	400.9	-4%					22.7	20%				
统一企业中国	170.9	9%					12.9	33%				

来源：Wind, 国金证券研究所(注：港股不披露季度数据，康师傅和统一因饮料业务占比较高故放在软饮料板块进行分析)

图表22：农夫山泉包装水实现市占率修复



图表23：无糖茶、电解质水等维持高增长 (单位：亿元)



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

东鹏延续此前高增长态势，25H1/Q2 收入增速分别为 36%/34%，东鹏高基数下维持高增长系，1) 传统品类能量饮料具备性价比优势，随着品牌力和渠道力双向巩固，消费受众覆盖度和重体力人群饮用频次增加。25Q2 东鹏特饮收入 44.60 亿元，同比+18.7%。2) 电解质水“补水啦”通过复用特饮渠道，拓展新的饮用场景（学校、户外）呈现爆发性增长，25H1 营收 14.93 亿元，同比增加 213.71%，全年翻倍可期。3) 公司持续强化终端网点建设，终端网点增至 420 万，经销商 3200 余家。



随着大众健康意识提升，软饮料低糖/无糖化趋势逐步明确，无糖茶品类实现快速增长。据欧睿数据显示，茶饮料自 2021 年开始恢复增长态势，并呈现加速增长态势。农夫山泉/康师傅/统一企业中国 25H1 茶饮料规模分别为 100.9/106.7/50.7 亿元，增速分别为 +19.7%/-6.3%/+9.0%，其中无糖茶为增长核心驱动力，有糖茶受现制茶饮竞争略有承压。

■ 盈利端：原材料成本持续下行，费率抬升对冲后净利率企稳

从成本端来看，随着占比较大的 PET/白糖/纸箱等原材料价格持续下行，板块个股毛利率持续改善，25H1 农夫/康师傅/统一毛利率同比+2pct/+2pct/持平，其中农夫毛利率同比改善预计系绿水结构占比下降、茶饮业务规模效应体现、及原材料成本下降。受其他原材料及产品结构影响，仍有多数企业毛利率持平或略降，25Q2 百润/东鹏/李子园/香飘飘毛利率分别-1pct/持平/-2pct/+1pct

图表24：软饮料板块标的 25H1/25Q2 毛利率和净利率对比

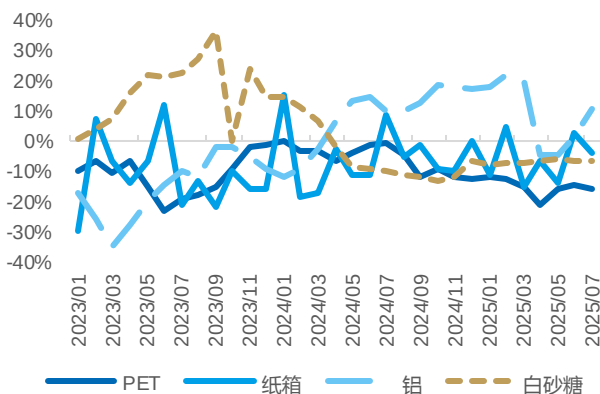
公司名称	毛利率(%)						净利率(%)					
	25H1	同比变动	25Q1	同比变动	25Q2	同比变动	25H1	同比变动	25Q1	同比变动	25Q2	同比变动
东鹏饮料	45%	1%	44%	2%	46%	0%	22%	0%	20%	1%	24%	-1%
百润股份	68%	0%	70%	1%	71%	-1%	26%	1%	25%	3%	28%	-1%
李子园	39%	1%	43%	5%	37%	-2%	15%	1%	21%	4%	10%	-1%
香飘飘	29%	-1%	31%	-2%	27%	1%	-9%	-7%	-3%	-7%	-17%	-5%
承德露露	46%	4%	48%	4%	40%	4%	19%	1%	22%	1%	11%	0%
养元饮品	45%	-1%	46%	-1%	44%	-2%	30%	-5%	35%	-3%	17%	-7%
农夫山泉	60%	2%					30%	3%				
华润饮料	47%	-3%					13%	-2%				
康师傅控股	34%	2%					6%	1%				
统一企业中国	34%	0%					8%	1%				

来源：Wind, 国金证券研究所

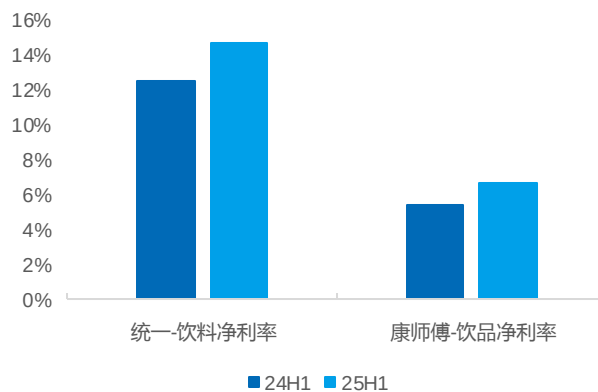
从费率端来看，淡季需求承压+市场竞争加剧，各家普遍强化费用投放，最终毛销差实现小幅提升。25Q2 百润/东鹏/李子园/承德露露/养元饮品销售费率分别持平/持平/+1pct/+7pct/+3pct；管理及研发费率分别+2pct/持平/持平/持平/-1pct。农夫/康师傅/统一 25H1 销售费率分别-2pct/+1pct/-1pct，管理+研发费率均持平，农夫在毛利率承压背景下强化对于费用的管控，康师傅公司自年初聚焦价盘修复，减少搭赠比例和促销投放，费率稳中有降。

最终从净利率的角度看，单 Q2 多数企业实现改善。25Q2 百润/东鹏/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品净利率分别+1pct/持平/+1pct/-7pct/+1pct/-5pct。农夫/康师傅/统一 25H1 净利率分别同比+3/+1/+1pct，龙头因具备规模优势，净利率仍保持稳健增长态势。

图表25：25H1 软饮料行业原材料成本持续下行



图表26：25H1 统一和康师傅饮料净利率明显改善



来源：Wind, 国金证券研究所

来源：各公司公告, 国金证券研究所



图表27：软饮料板块标的 25H1/25Q2 销售、管理及研发费率对比

公司名称	销售费率(%)						管理+研发费率(%)					
	25H1	同比变动	25Q1	同比变动	25Q2	同比变动	25H1	同比变动	25Q1	同比变动	25Q2	同比变动
东鹏饮料	16%	0%	17%	0%	15%	0%	3%	0%	3%	0%	3%	0%
百润股份	22%	-4%	21%	-8%	19%	0%	11%	2%	10%	2%	11%	2%
李子园	15%	0%	11%	0%	20%	1%	8%	1%	8%	0%	8%	1%
香飘飘	32%	4%	27%	3%	39%	3%	12%	2%	11%	2%	14%	0%
承德露露	20%	4%	18%	2%	26%	7%	2%	0%	1%	0%	4%	0%
养元饮品	13%	3%	9%	2%	27%	3%	2%	0%	2%	0%	5%	-1%
农夫山泉	20%	-2%					4%	0%				
华润饮料	30%	0%					3%	0%				
康师傅控股	23%	1%					4%	0%				
统一企业中国	22%	-1%					3%	0%				

来源：Wind，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

高温催化下需求逐步改善，叠加健康化、功能性饮料持续渗透，景气度拐点向上。从上半年总结来看，部分传统品类（含糖茶、果汁、奶茶等）受闪购补贴分流略有承压，而健康性、功能性、大包装品类表现较好，龙头个股具备较强阿尔法。中长期仍看好基本盘稳健增长+第二曲线爆发力强的东鹏饮料、农夫山泉，建议关注高股息主线统一企业中国、康师傅控股、以及具备新品铺市的百润股份。

图表28：软饮料板块重点公司 25-27 年盈利预测

板块	公司名称	收入（亿元）			YOY			归母净利（亿元）			YOY			PE		
		25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
软饮料	东鹏饮料	212	266	325	34%	25%	21%	46	59	74	41%	26%	25%	33	26	21
	农夫山泉	500	577	661	16%	16%	15%	150	177	204	24%	18%	15%	32	27	24
	华润饮料	121	132	144	-11%	9%	9%	15	19	22	-6%	21%	19%	16	13	11
	康师傅控股	801	823	841	-1%	3%	2%	42	41	50	15%	10%	7%	13	12	12
	统一企业中国	326	346	366	8%	5%	6%	23	25	28	22%	12%	10%	17	15	14
	百润股份	34	39	45	10%	16%	15%	8	10	12	13%	22%	17%	37	30	26

来源：Wind，国金证券研究所（注：股价截至 9 月 1 日，汇率采用 1HKD=0.91CNY，康师傅控股和统一企业中国采用 wind 一致预期）

四、乳制品：液奶需求持续承压，成本下行业绩弹性兑现

■ 收入端：行业整体需求偏弱，原奶阶段性供给过剩

25H1 乳制品整体需求偏弱，原奶阶段性供给过剩影响行业表现。龙头企业之间分化明显，部分公司凭借低温奶及新品类保持韧性。伊利股份/蒙牛乳业/新乳业/天润乳业 25H1 分别实现营收 619.3/415.7/25.7/14.0 亿元，同比+3%/-7%/+3%/-3%。其中伊利股份和新乳业在 Q2 收入端呈现边际改善趋势。

2025Q2 伊利液奶/奶粉/冷饮业务同比分别-0.8%/+9.7%/+38.0%，液奶终端需求偏弱主要系常温液奶持续承压，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。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。

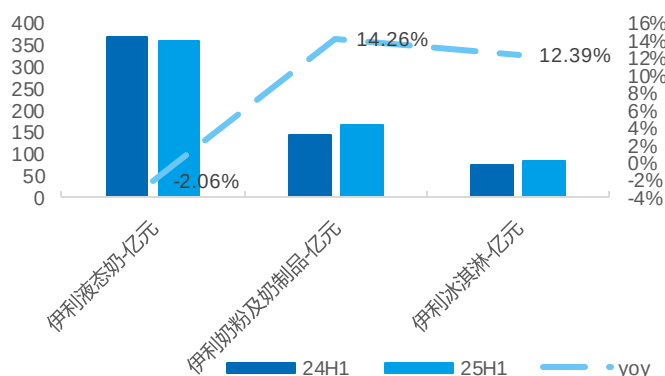


图表29：乳制品板块标的 25H1/25Q2 营收和归母净利润对比

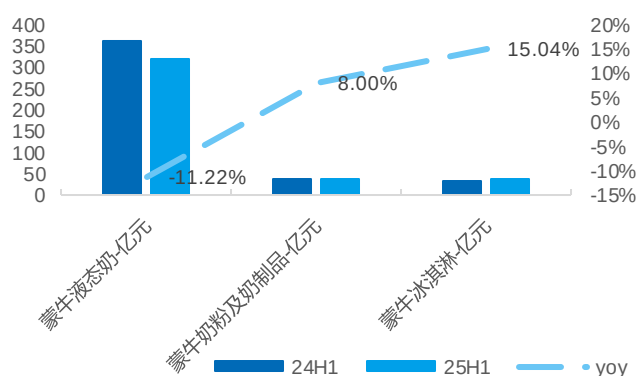
公司名称	营业收入(亿元, %)						归母净利润(亿元, %)					
	25H1	YOY	25Q1	YOY	25Q2	YOY	25H1	YOY	25Q1	YOY	25Q2	YOY
伊利股份	619.3	3%	330.2	1%	289.1	6%	72.0	-4%	48.7	-18%	23.3	45%
妙可蓝多	25.7	34%	12.3	30%	13.3	37%	1.3	73%	0.8	100%	0.5	43%
新乳业	55.3	3%	26.2	0%	29.0	5%	4.0	34%	1.3	48%	2.6	27%
天润乳业	14.0	-3%	6.2	-3%	7.7	-4%	-0.2	NA	-0.7	-1713%	0.5	NA
蒙牛乳业	415.7	-7%					415.7	-7%				

来源：Wind，国金证券研究所

图表30：伊利液态奶营收下滑



图表31：蒙牛液态奶营收下滑



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

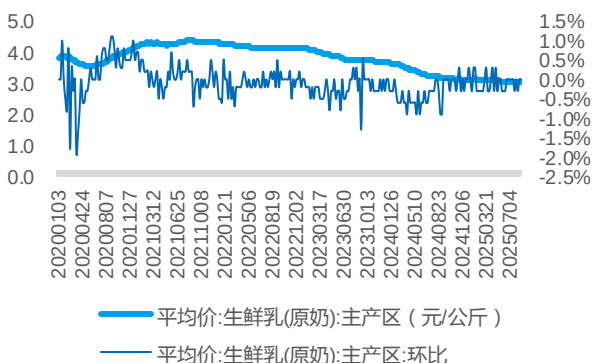
■ 盈利端：原奶价格持续低位运行，行业整体毛利率处于较高水平

原奶价格持续低位运行，行业整体毛利率处于较高水平。部分企业因促销加剧，净利率受到影响。伊利股份/蒙牛乳业/新乳业 25H1 毛利率分别为 36%/42%/30%，均同比+1pct，核心系原奶价格下降。

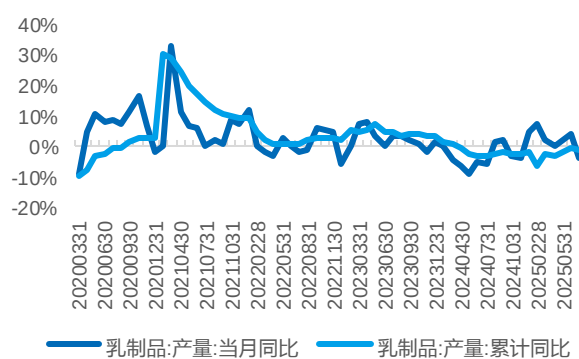
从费率端来看，行业内多数公司销售费率下降，主要原因系优化折扣促销、减少广告营销。分公司来看，伊利股份/蒙牛乳业/新乳业 25H1 销售费率分别为 18%/28%/17%，分别同比-1pct/持平/持平。管理及研发费率各公司基本保持不变。

其中蒙牛净利率下滑系上游相关产业链影响，因联营公司现代牧业主动淘汰低效牛只改善结构，以及原材料市场奶价下跌，导致上半年归属于股东净亏损 9.1 亿元，因此公司上半年归母净利润同比-16.37%。但从经营利润角度看，仍受益于原材料价格下降和公司主动优化费用管控，25H1 同比提升 13.4%。

图表32：生鲜乳价格持续下降



图表33：乳制品产量累计同比下降



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所


图表34：乳制品板块标的 25H1/25Q2 毛利率、净利率对比

公司名称	毛利率(%)						净利率(%)					
	25H1	同比变动	25Q1	同比变动	25Q2	同比变动	25H1	同比变动	25Q1	同比变动	25Q2	同比变动
伊利股份	36%	1%	38%	2%	34%	1%	12%	-1%	15%	-3%	8%	2%
妙可蓝多	30%	-4%	31%	-2%	30%	-6%	5%	1%	7%	2%	4%	0%
新乳业	30%	1%	29%	0%	30%	1%	7%	2%	5%	2%	9%	2%
天润乳业	16%	-1%	15%	-2%	19%	1%	-2%	0%	-12%	-12%	7%	11%
蒙牛乳业	42%	1%					5%	-1%				

来源：Wind，国金证券研究所

图表35：乳制品板块标的 25H1/25Q2 销售、管理及研发费率对比

公司名称	销售费率(%)						管理+研发费率(%)					
	25H1	同比变动	25Q1	同比变动	25Q2	同比变动	25H1	同比变动	25Q1	同比变动	25Q2	同比变动
伊利股份	18%	-1%	17%	-2%	20%	-1%	4%	0%	4%	-1%	4%	0%
妙可蓝多	17%	-5%	17%	-6%	18%	-5%	7%	0%	6%	-1%	7%	0%
新乳业	17%	0%	17%	0%	16%	1%	4%	-1%	4%	-1%	3%	-1%
天润乳业	6%	0%	7%	1%	6%	0%	4%	0%	5%	0%	4%	0%
蒙牛乳业	28%	0%					5%	0%				

来源：Wind，国金证券研究所

■ 投资建议

从供给端来看，上游牧场前期大幅亏损，预计主动减少奶牛存栏量；同时从替代品效应来看，随着牛肉价格提升、肉奶协同效应放大，奶牛屠宰率提升；海外率先进入减产周期，进口大包粉价格提升，替代成本高。尽管步入 25 年，供需不平衡导致生鲜乳价格持续走低，但同比降幅自 25 年 3 月开始收窄，体现上游加速去化信号。

从需求端来看，白奶作为蛋白质补充主要来源，仍呈现一定的刚需属性。同时行业面临结构转型，随着冷链物流技术发展以及生产成本下降，低温奶占比持续提升。同时各类乳制品（非液态乳）如黄油、奶酪、奶油等产品应用场景拓展，为乳制品行业带来新的增长点。

供需有望重获平衡，利润弹性持续释放。龙头企业在 24 年主动调整渠道库存、适当喷粉，随着下游库存的消化以及需求端的好转，有望在下半年重回增长通道。当下原奶价格仍偏低，大乳企具备上游奶源协同优势，伴随着上一轮资本开支见顶回落，整体利润弹性可同步释放。建议关注伊利股份、新乳业。

图表36：乳制品板块重点公司 25-27 年盈利预测

板块	公司名称	收入（亿元）			YOY			归母净利（亿元）			YOY			PE		
		25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
乳制品	伊利股份	1199	1247	1299	4%	4%	45	114	124	134	35%	9%	8%	16	14	13
	蒙牛乳业	831	851	880	-6%	3%	3%	42	52	59	3927%	23%	13%	13	10	9
	新乳业	111	117	124	4%	6%	6%	7	8	10	30%	19%	16%	24	20	17

来源：Wind，国金证券研究所（注：股价截至 9 月 1 日，以上公司盈利预测均采用 wind 一致预期）

五、风险提示

- 宏观经济增速放缓——经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏。
- 原材料价格上涨风险——若原材料价格大幅提升将挤压企业利润。
- 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策。
- 食品安全问题风险——食品安全问题会对所处行业声誉等造成影响。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究