

2025 年 09 月 01 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

半年报季如期收官，新老消费可圈可点

—食品饮料行业周报

推荐(维持)

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

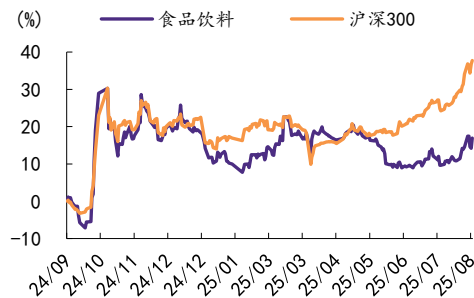
联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料(申万)	6.6	0.6	13.1
沪深 300	10.3	17.1	35.4

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《食品饮料行业周报：半年报利空充分释放，关注新老消费轮动》2025-08-25
- 2、《食品饮料行业周报：关注底部白酒和休闲零食，新消费业绩持续兑现》2025-08-17
- 3、《食品饮料行业周报：进入中报披露期，新消费基本面延续高景气》2025-08-12

一周新闻速递

行业新闻：1) 1-6 月白酒行业销售收入 3304.2 亿元；2) 我国首条清酒全产业链智能化生产线出酒；3) 绍兴酒酿造规范团标立项。

公司新闻：1) 贵州茅台：茅台 1935 酒（高端）开启预售；2) 今世缘：2 万吨车间将全面投产；3) 郎酒：加强合肥市场落地饱和投入。

投资观点

白酒板块：本周反弹主要系板块轮动所致。从白酒板块二季度业绩表现来看，龙头茅台依旧延全年目标稳健增长，其他酒企二季度均启动业绩出清，主动开启渠道、产品结构调整，业绩表现基本符合市场预期，Q2 利空预期充分释放，Q3 动销边际回暖，板块配置性价比持续显现。**建议关注顺周期与高股息龙头：**贵州茅台、五粮液、泸州老窖、汾酒等，以及**弹性个股：**酒鬼酒、舍得酒业、水井坊、今世缘、珍酒李渡等。

大众品板块：龙头表现韧性凸显。**调味品板块来看，**海天业绩韧性较强，其他基调企业均受餐饮需求承压影响，复调企业 C 端需求占比较高，同时 Q1 春节错期节奏调整到位，渠道降至正常水平，二季度迎来首先修复。**餐饮供应链来看，**市场竞争延续，安井、千味央厨、立高等头部速冻企业主动拥抱商超调改定制化渠道，收入端表现企稳，利润端受原材料波动影响表现较为分化。**休闲食品板块来看，**渠道变革红利延续，但基数效应致使业绩增速边际放缓，盐津、卫龙等渠道布局均衡、品类红利处于释放期的企业业绩依旧保持高速增长，万辰保持开店趋势，且利润兑现亮眼，市场竞争格局进一步稳固。**总体来看，**行业龙头企业在外部需求阶段性调整下依旧延续稳健表现，原材料成本周期变化对于利润端的影响在企业规模效应释放、采购决策优化下逐渐平滑，禁酒令对于餐饮需求影响明显，关注后续政策端转向后市场需求释放进度。

新消费板块：新消费板块需求高景气度下，预计个股业绩稳步释放，基本面驱动动力充沛。**新茶饮板块来看，**受益于外卖大战驱动，现制茶饮充分受益，头部茶饮企业开店顺利推进，同店表现环比进入修复通道，供应链建设基础完善的品

牌有望在后续市场加密阶段降低边际成本投入。餐饮板块来看，以小菜园、绿茶为代表的连锁餐饮行业受益于外卖业务拉动，收入体量同比增长，同时规模效应下原材料采购议价权提升，盈利能力持续优化。

我们的观点：当前大众品预期持续修复中，重点关注西麦食品、有友食品、东鹏饮料、小菜园、绿茶集团、莲花控股、锅圈等。

饮料板块临近旺季，零售渠道变革下关注新消费机会，重点关注沪上阿姨、茶百道、古茗、蜜雪集团、霸王茶姬、锅圈、老铺黄金、祥源文旅、重庆百货、周六福等，持续关注奈雪的茶。

生育政策出台叠加原奶周期反转预期下，催化板块需求，重点关注孩子王、优然牧业、现代牧业、伊利股份和蒙牛乳业等。

维持食品饮料&商社行业“推荐”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济波动风险；推荐公司业绩不及预期的风险；行业竞争风险；食品安全风险；行业政策变动风险；消费税或生产风险；原材料价格波动风险等。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2025-09-01 股价	EPS			PE			投资评级
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
000568.SZ	泸州老窖	137.19	9.15	8.42	9.15	14.99	16.29	14.99	买入
000596.SZ	古井贡酒	171.30	10.44	11.72	13.20	16.41	14.62	12.98	买入
000799.SZ	酒鬼酒	68.26	0.33	0.46	0.60	206.85	148.39	113.77	买入
000858.SZ	五粮液	129.53	8.21	8.67	9.26	15.78	14.94	13.99	买入
002304.SZ	洋河股份	73.91	4.43	2.42	2.60	16.68	30.54	28.43	买入
002847.SZ	盐津铺子	74.51	2.35	2.95	3.57	31.71	25.26	20.87	买入
300972.SZ	万辰集团	211.80	1.63	4.63	6.68	129.94	45.75	31.71	买入
300973.SZ	立高食品	50.39	1.58	2.12	2.56	31.89	23.77	19.68	买入
600519.SH	贵州茅台	1480.00	68.64	74.81	81.16	21.56	19.78	18.24	买入
600702.SH	舍得酒业	68.38	1.04	1.88	2.14	65.75	36.37	31.95	买入
600779.SH	水井坊	47.04	2.75	2.90	3.16	17.11	16.22	14.89	买入
600809.SH	山西汾酒	202.02	10.04	9.94	10.51	20.12	20.32	19.22	买入
603288.SH	海天味业	41.44	1.14	1.22	1.34	36.35	33.97	30.93	买入
603345.SH	安井食品	74.30	5.06	4.33	4.76	14.68	17.16	15.61	买入
603369.SH	今世缘	43.29	2.72	2.40	2.57	15.92	18.04	16.84	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、一周新闻速递..... 5

1.1、行业新闻 5

1.2、公司新闻 5

2、本周重点公司反馈..... 6

2.1、本周行业涨跌幅 6

2.2、本周公司涨跌幅 8

2.3、食品饮料行业核心数据趋势一览 8

2.4、重点信息反馈 13

3、行业评级及投资策略..... 16

4、风险提示..... 18

图表目录

图表 1：本周行业涨跌幅一览（%） 6

图表 2：2024.9.24-2025.8.30 消费行业细分板块涨跌幅..... 6

图表 3：2024.9.24-2025.8.30 食品饮料板块二级行业涨跌幅..... 6

图表 4：2024.9.24-2025.8.30 食品饮料板块三级行业涨跌幅..... 7

图表 5：2024.9.24-2025.8.30 白酒板块个股涨跌幅..... 7

图表 6：食品饮料重点公司一周涨跌幅一览 8

图表 7：2024 年白酒累计产量 414.50 万吨，同-7.72%..... 9

图表 8：2024 年白酒行业营收 7964 亿元，同+5.30%..... 9

图表 9：调味品行业市场规模从 2014 年 2595 亿增至 2024 年 6871 亿，10 年 CAGR 为 10.23% 9

图表 10：百强企业调味品产量从 2013 年 700 万吨增至 2022 年 1749 万吨，9 年 CAGR 为 10.72% 9

图表 11：全国大豆市场价（元/吨） 10

图表 12：白砂糖现货价（元/吨） 10

图表 13：国内 PET 切片现货价(纤维级):国内（元/吨） 10

图表 14：瓦楞纸市场价（元/吨） 10

图表 15：2025 年 7 月规上企业啤酒产量 422.6 万千升，同增 2.6%..... 11

图表 16：2025 年 7 月啤酒行业产量累计同增 0.6%..... 11

图表 17：2025 年 7 月葡萄酒行业产量 5.0 万千升..... 11

图表 18：2025 年 7 月葡萄酒行业产量累计同降 26.5% 11

图表 19：休闲食品市场规模从 2016 年 0.82 万亿增至 2022 年 1.2 万亿，6 年 CAGR 为 6% 12

图表 20：休闲食品各品类市场份额 12

图表 21：能量饮料市场规模从 2019 年 786 亿增至 2024 年 1116 亿，4 年 CAGR 为 7.28% 12

图表 22：2019-2023 年全国线下饮料各品类销售额占比及增长..... 12

图表 23：预制菜市场规模 2019-2024 年 CAGR 为 23%，预计 2026 年达到 7490 亿元..... 13

图表 24：餐饮收入从 2010 年 1.8 万亿增至 2024 年 5.57 万亿，14 年 CAGR 为 9% 13

图表 25：重点关注公司及盈利预测 17

1、一周新闻速递

1.1、行业新闻

1. 1-6月白酒行业销售收入 3304.2 亿元
2. 1-7月酒饮茶制造业营收 9347.1 亿元
3. 1-7月吕梁市白酒产量 19.2 万千升
4. 1-7月江苏省白酒产量 9.35 万千升
5. 1-7月浙江省啤酒出口量增长 46.7%
6. 我国首条清酒全产业链智能化生产线出酒
7. 河南酒企发布 17 款简装白酒
8. 仁怀试行核心产区认证赋码管理办法
9. 绍兴酒酿造规范团标立项
10. 白酒运输车辆专属标准开始实施
11. 杏花村超 10 亿酒文旅项目即将开工

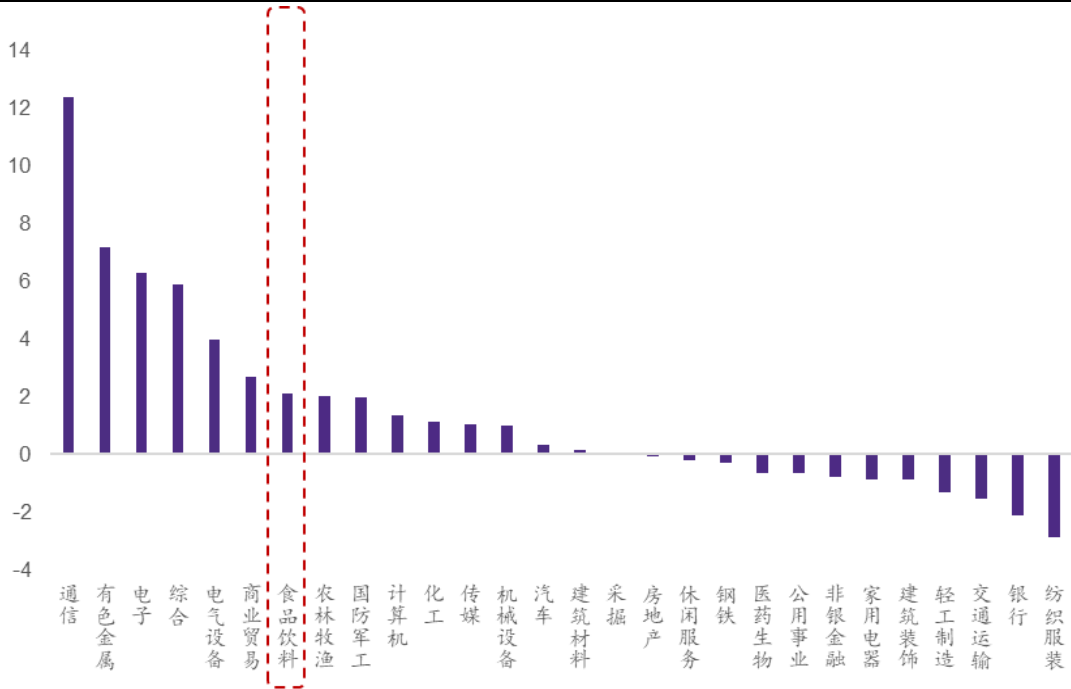
1.2、公司新闻

1. 贵州茅台：1) 茅台 1935 酒（高端）开启预售；2) 茅台文化体验馆新疆、河南双城落地；3) 茅台技开公司到访仁怀酒协；4) 张德芹提茅台三个“不会变”
2. 五粮液：1) 501 古窖池项目国庆开放；2) 五粮液 29 度新品开启预售；3) 华涛率队调研浙江
3. 泸州老窖：泸州老窖赴闽拜访多家企业
4. 舍得酒业：1) 二季度 T68 销售增幅较大；2) 舍得酒业与绿然科技集团战略合作
5. 山西汾酒：1) 上半年营收 239.64 亿元；2) 汾酒部署新周期生产工作
6. 今世缘：2 万吨车间将全面投产
7. 迎驾贡酒：上半年营收 31.6 亿元
8. 珍酒李渡：珍酒李渡谈智能生产
9. 李渡酒业：1) 李渡老窖停止招商；2) 多款大单品停货
10. 郎酒：1) 加强合肥市场落地饱和投入；2) 郎酒庄园·会员尊享酒即将面世
11. 华润啤酒：1) 雪花啤酒纸箱配套建厂项目投运；2) 华润啤酒回应四川市场停止向即时零售供货；3) 雪花啤酒兴安公司推出全麦啤酒

2、本周重点公司反馈

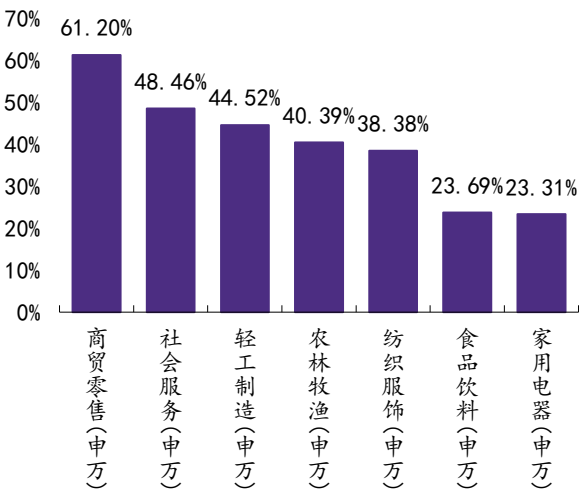
2.1、本周行业涨跌幅

图表 1：本周行业涨跌幅一览（%）



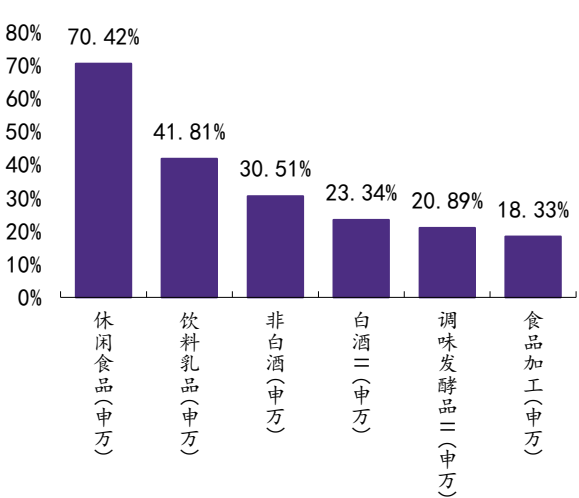
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：2024. 9. 24-2025. 8. 30 消费行业细分板块涨跌幅



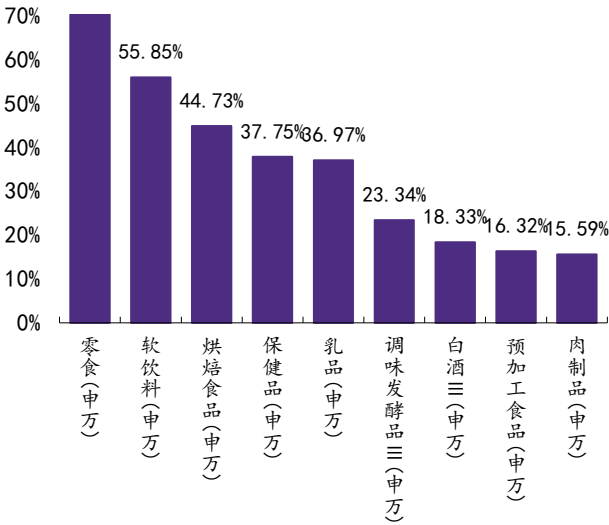
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 3：2024. 9. 24-2025. 8. 30 食品饮料板块二级行业涨跌幅



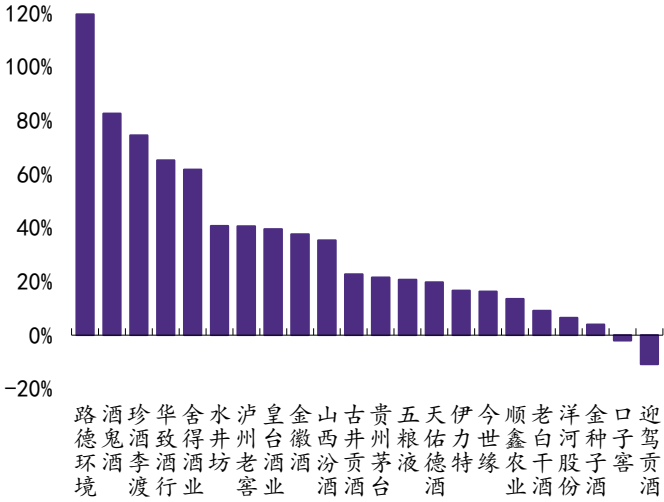
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 4：2024. 9. 24-2025. 8. 30 食品饮料板块三级行业涨跌幅



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 5：2024. 9. 24-2025. 8. 30 白酒板块个股涨跌幅



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.2、本周公司涨跌幅

图表 6：食品饮料重点公司一周涨跌幅一览

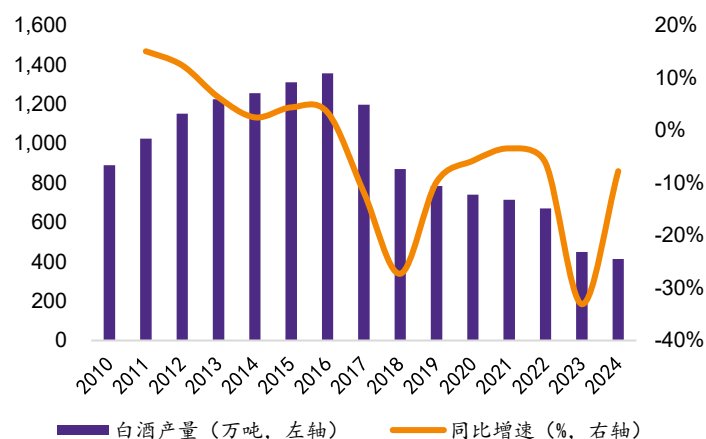
	证券简称	股票代码	收盘价	本周涨跌幅
白酒	涨幅前五			
	舍得酒业	600702.SH	68.38	12.26%
	金徽酒	603919.SH	22.07	9.75%
	酒鬼酒	000799.SZ	68.26	7.77%
	泸州老窖	000568.SZ	137.19	4.97%
	古井贡酒	000596.SZ	171.30	4.24%
	跌幅前五			
	路德环境	688156.SH	22.60	-2.67%
	伊力特	600197.SH	16.12	-0.98%
	金种子酒	600199.SH	11.12	-0.27%
	口子窖	603589.SH	34.68	0.09%
	顺鑫农业	000860.SZ	16.43	0.24%
大众品	涨幅前五			
	爱普股份	603020.SH	10.87	20.11%
	紫燕食品	603057.SH	26.05	18.79%
	H&H 国际控股	1112.HK	14.75	14.08%
	立高食品	300973.SZ	50.39	12.88%
	ST 加加	002650.SZ	6.86	10.29%
	跌幅前五			
	国联水产	300094.SZ	3.70	-11.90%
	蜜雪集团	2097.HK	431.80	-9.55%
	优然牧业	9858.HK	3.88	-9.35%
	奈雪的茶	2150.HK	1.47	-8.70%
	海伦司	9869.HK	1.28	-7.25%

资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

2.3、食品饮料行业核心数据趋势一览

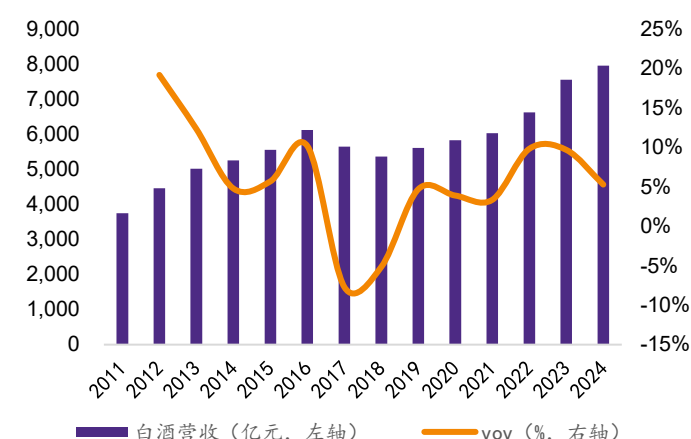
白酒行业：

图表 7：2024 年白酒累计产量 414.50 万吨，同-7.72%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

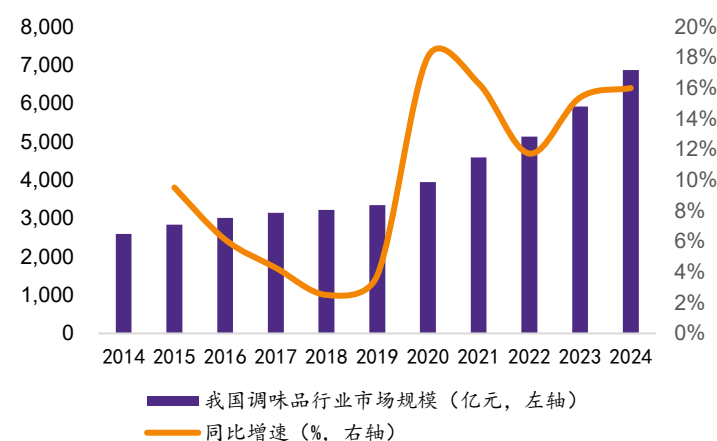
图表 8：2024 年白酒行业营收 7964 亿元，同+5.30%



资料来源：中国酒业协会，中国白酒网，国家统计局，华鑫证券研究

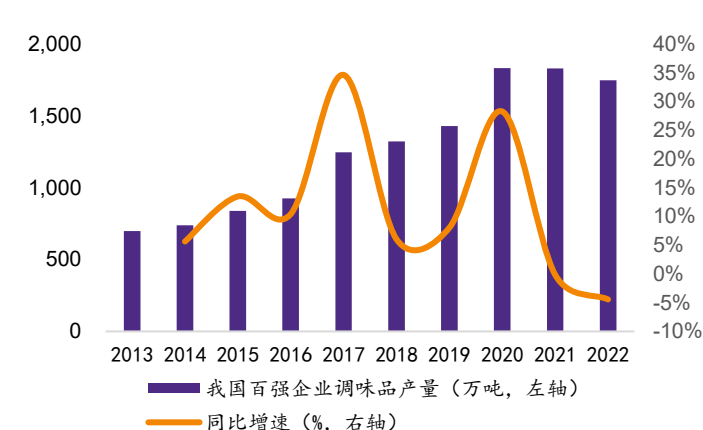
调味品行业：

图表 9：调味品行业市场规模从 2014 年 2595 亿增至 2024 年 6871 亿，10 年 CAGR 为 10.23%



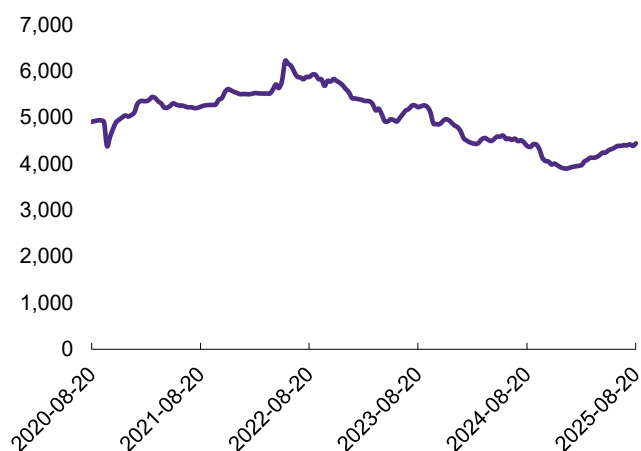
资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 10：百强企业调味品产量从 2013 年 700 万吨增至 2022 年 1749 万吨，9 年 CAGR 为 10.72%



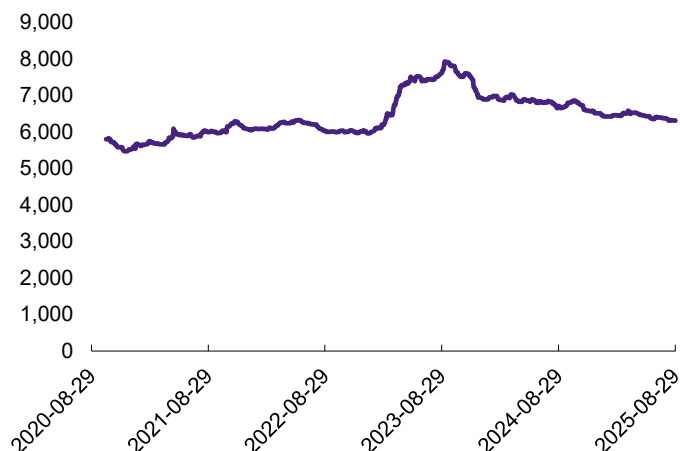
资料来源：中国调味品协会，前瞻产业研究院，中商情报网，华鑫证券研究

图表 11：全国大豆市场价（元/吨）



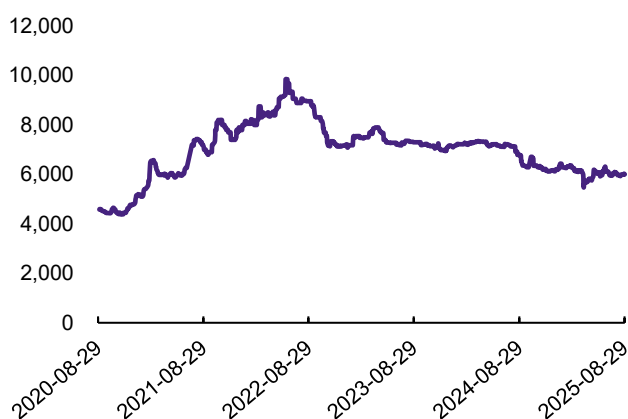
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 12：白砂糖现货价（元/吨）



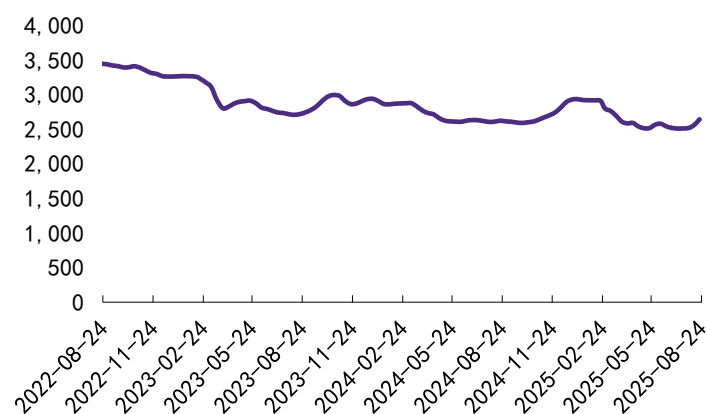
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 13：国内 PET 切片现货价(纤维级):国内（元/吨）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

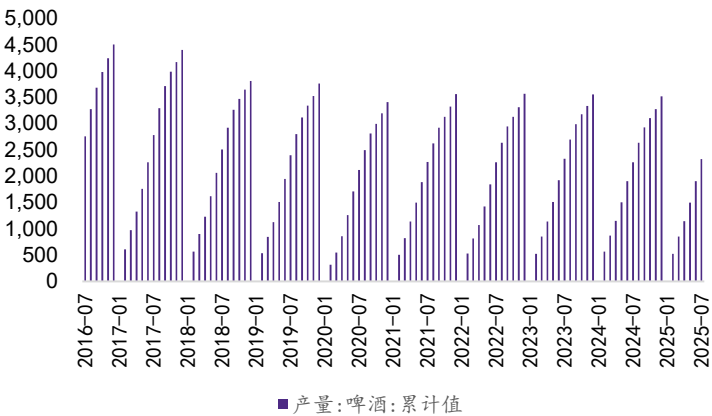
图表 14：瓦楞纸市场价（元/吨）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

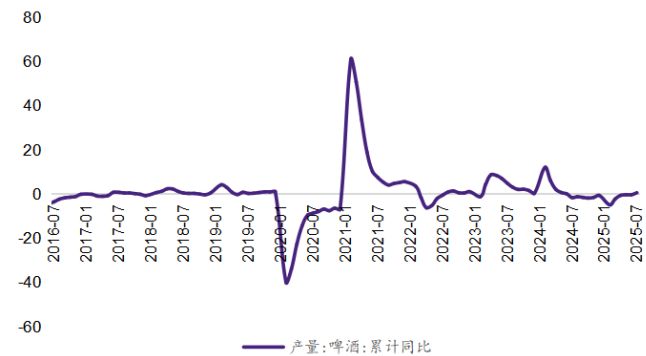
啤酒行业：

图表 15：2025 年 7 月规上企业啤酒产量 422.6 万千升，同增 2.6%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

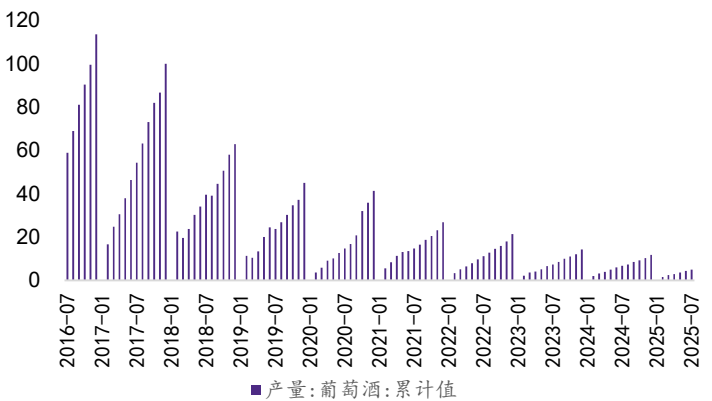
图表 16：2025 年 7 月啤酒行业产量累计同增 0.6%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

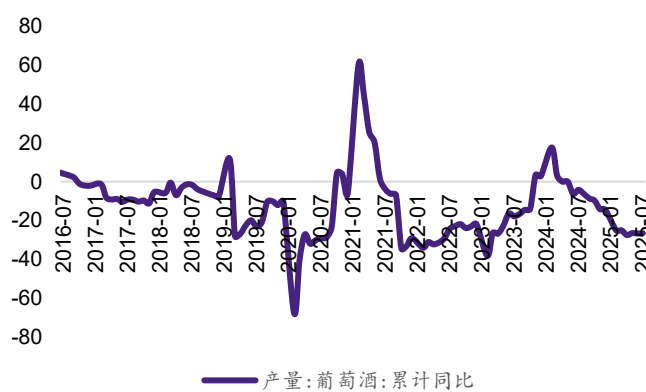
葡萄酒行业：

图表 17：2025 年 7 月葡萄酒行业产量 5.0 万千升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

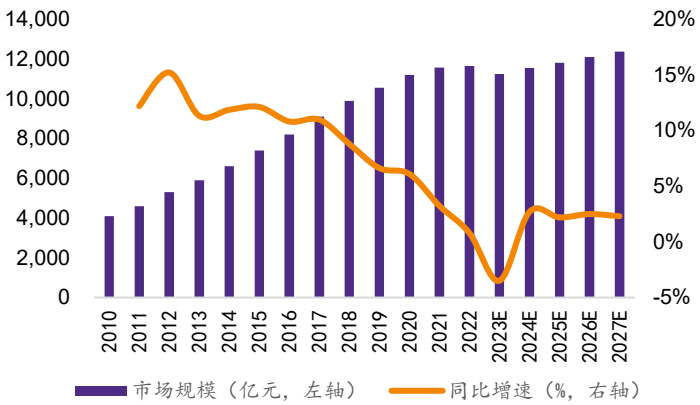
图表 18：2025 年 7 月葡萄酒行业产量累计同降 26.5%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

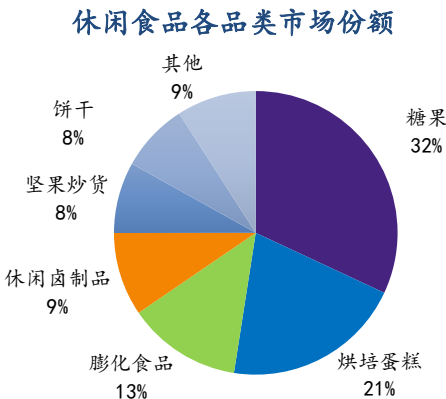
休闲食品行业：

图表 19：休闲食品市场规模从 2016 年 0.82 万亿增至 2022 年 1.2 万亿，6 年 CAGR 为 6%



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

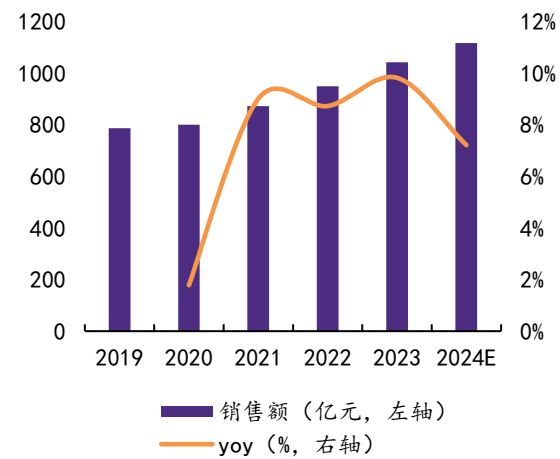
图表 20：休闲食品各品类市场份额



资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

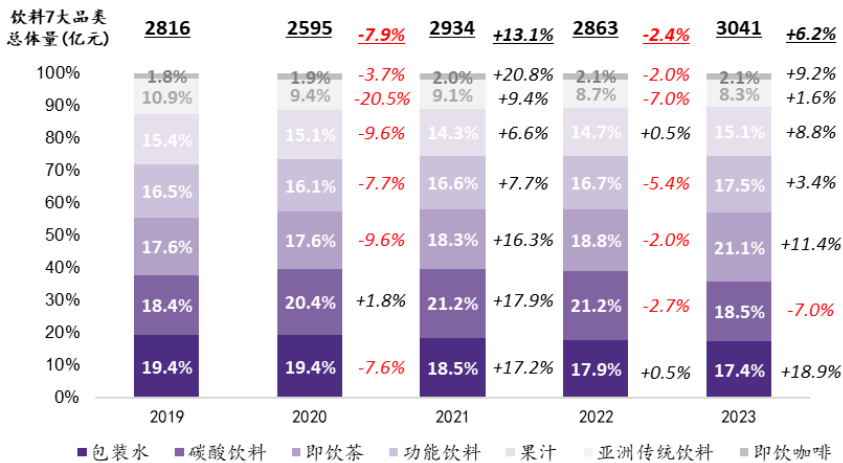
软饮料：

图表 21：能量饮料市场规模从 2019 年 786 亿增至 2024 年 1116 亿，4 年 CAGR 为 7.28%



资料来源：弗若斯特沙利文，华鑫证券研究

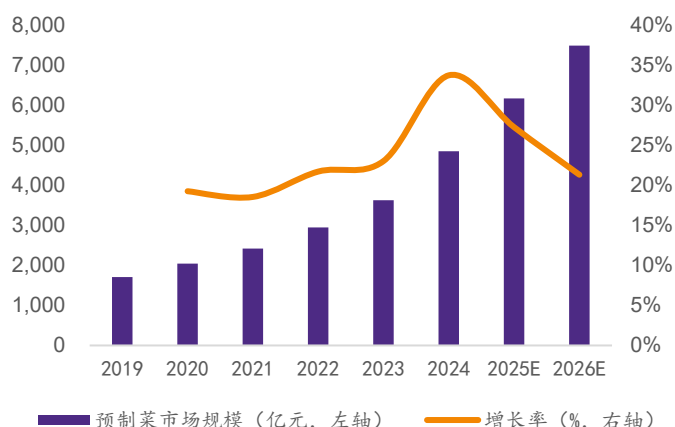
图表 22：2019-2023 年全国线下饮料各品类销售额占比及增长



资料来源：Future Marketing，尼尔森 IQ，华鑫证券研究

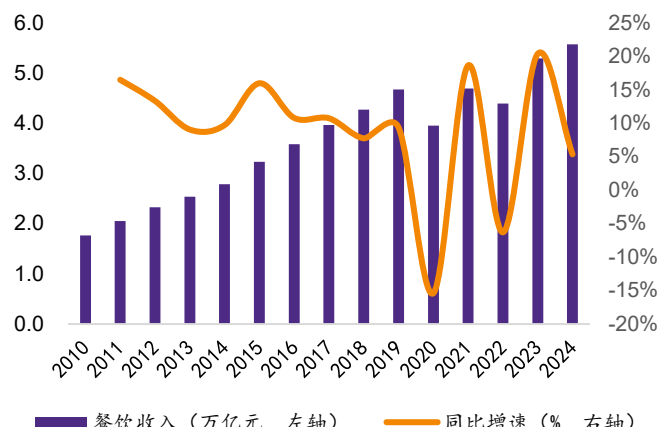
预制菜：

图表 23：预制菜市场规模 2019-2024 年 CAGR 为 23%，预计 2026 年达到 7490 亿元



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 24：餐饮收入从 2010 年 1.8 万亿增至 2024 年 5.57 万亿，14 年 CAGR 为 9%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.4、重点信息反馈

金徽酒：2025Q2 公司毛利率同减 1pct 至 63.67%，主要系品鉴、赠饮活动力度加大，销售/管理费用率分别同增 2pct/0.5pct 至 22.62%/13.04%，公司全面推行费用管理，优化费用结构，后续费用率有望进一步下降，净利率同减 2pct 至 9.21%。截至 2025Q2 末，公司合同负债 5.98 亿元（同增 24%），为后续发展蓄力。产品结构持续优化，2025Q2 公司 300 元以上白酒收入为 1.36 亿元（同增 11%），公司通过用户工程、终端营销等活动拉动金徽 18 年/28 年产品稳步增长；100-300 元白酒收入 3.40 亿元（同增 0.3%），金徽五星、能量系列稳定放量；100 元以下白酒收入 1.45 亿元（同减 27%），主要系宴席场景承压，同时 2024 年同期三星、四星集中涨价致使经销商回款基数高。分区域来看，政策端影响较为明显，其中 2025Q2 省内收入 4.76 亿元（同减 5%），省内集中力量去做消费者培育以及产品结构优化调整工作，省外收入 1.44 亿元（同减 9%），其中新疆、陕西市场营销转型较快。

西麦食品：公司 2025Q2 毛利率同增 3pct 至 43.50%，主要系产品结构优化、澳麦原粮成本下降所致，公司基本锁定全年原料价格，预计后续毛利率持续兑现，销售费用率同增 3pct 至 30.72%，主要系广宣力度加大所致，后续费用谨慎投放，全年费用率预计保持稳定，管理费用率同减 1pct 至 5.74%，净利率同增 0.3pct 至 5.54%，盈利能力稳步优化。2025H1 纯燕麦片/复合燕麦片营收分别为 4.21/5.56 亿元，分别同增 13%/28%，纯燕凭借品牌领先优势，增速优于行业整体，复合燕麦通过推进品类创新维持增长动能，红枣燕麦、五红五黑等单品销量表现突出，同时高毛利的复合燕麦营收高增也进一步优化产品端盈利能力。2025H1 冷食燕麦片营收 0.86 亿元（同增 27%），主要系德赛康谷贡献，2025Q2 德赛业务盈

利边际改善，预计下半年销售规模逐季向上。**线下渠道来看**，KA 等商超渠道整体仍面临流量压力，但公司产品凭借品牌效应支撑，渠道韧性较强；零食量贩渠道增速与门店开拓速度保持一致，后续通过产品调整等方式优化渠道动销；山姆渠道老品下架调整，新品预计下半年上架，关注上架后市场反馈与动销效果。**线上渠道来看**，保持平台领先优势，克制费用投放，后续电商承担更多新品测试功能，提高推新成功率。

舍得酒业：2025Q2 公司毛利率同减 0.3pct 至 60.60%，销售/管理费用率分别同减 3pct/1pct 至 23.73%/10.92%，降本增效成效释放，后续持续加强费用管控力度，费投进一步向终端倾斜，综合来看，二季度利润环比修复，净利率同增 5pct 至 8.56%。**产品端**，2025Q2 公司 2025Q2 中高档酒营收 7.39 亿元（同减 16%），主要受政策端影响，后续高端产品线继续强化舍得十年，品味舍得延续库存消化；普通酒营收 2.37 亿元（同增 62%），Q3 以来，公司产品终端开瓶同比转正，消费者端库存推进消化，关注自下而上向渠道端的传导进度。**分区域来看**，2025Q2 省内收入 2.89 亿元（同减 21%），省外收入 6.86 亿元（同增 5%），区域表现呈现分化态势，山东、河北、四川等强势市场表现优于大盘。

今世缘：2025Q2 毛利率同减 0.2pct 至 72.81%，主要系产品结构变化所致，销售/管理费用率分别同增 7pct/2pct 至 19.02%/5.65%，主要系公司在外界消费环境承压下增加固定费投，营收下滑致使规模效应收缩，综合来看，盈利能力边际承压，净利率同减 4pct 至 31.58%。**产品端**，2025Q2 公司特 A+ 类/特 A 类/A 类/B 类产品营收分别为 11.42/5.83/0.48/0.20 亿元，分别同减 32%/28%/40%/13%，次高端产品受场景萎缩影响明显。**区域端**，2025Q2 公司省内/省外营收分别为 16.11/1.91 亿元，分别同减 32%/18%，截至 2025H1 末，公司经销商共 1299 家，较年初净增加 71 家，二季度省外表现相对优于省内，后续省内协同推进乡镇精耕，省外聚焦国缘品牌布局与培育工作，启动“四级市场”体系建设，强化市场开拓能力。

三全食品：2025Q2 公司毛利率同减 2pct 至 22.72%，主要系阶段性促销力度加大所致；销售费用率同减 0.3pct 至 12.71%，主要系渠道结构优化及运营效率提高所致；管理费用率同增 1pct 至 4.89%，主要系建筑物维修费增长所致；净利率同增 0.4pct 至 7.77%。公司通过产品创新、多渠道发力、供应链优化以及创新管理工具等措施提升经营效率，收入降幅持续收窄，盈利能力显现企稳回升态势。**分产品看**，2025H1 公司速冻面米制品/速冻调制食品/冷藏及短保类收入分别同比-2%/-15%/+44%至 30.94/3.94/0.44 亿元，销量分别同比+2%/-38%/+51%，其中速冻调制食品下滑主要系中低端火锅料产品受餐饮市场低迷影响销售承压。公司积极推动老品变革与新品布局，水饺、汤圆新品均实现较高增长；未来将持续聚焦性价比+大健康方向，打造肉制品第二增长极，尝试商超熟食品类创新，并探索跨界业务合作，为消费者提供情绪价值，进一步拓展公司业务版图。**分渠道看**，2025H1 公司经销/直营/直营电商收入分别同比-3%/-5%/+14%至 26.67/6.68/1.98 亿元，电商业务部门通过精细化管理颗粒度和升级数据分析方法，有效提高费效比，并在淘工厂、私域、抖音即时达等平台开拓新的增量业务场域，实现电商业务稳定增长。此外，公司加速推进商超渠道产品定制化，通过降低中间费用改善盈利并开拓增量，预计未来业绩可进一步增厚。

好想你：2025Q2 公司毛利率同增 5pct 至 22.81%，主要系公司通过原料定向采购、集中招投标及生产精细化管理等措施实现降本增效；销售费用率同减 2pct 至 21.62%，管理费用率同减 2pct 至 7.55%，主要系公司参考行业情况进一步强化费控，减少费投；净利率同减 6pct 至-21.56%，单二季度净利下滑主要系受参股公司鸣鸣很忙投资收益核算方法变更影响，公司投资收益减少至-0.49 亿元所致。整体来看，公司上半年盈利能力已有所改善，随着降本增效持续释放，叠加鸣鸣很忙业务迅速发展和上市进程推进，未来有望进一步增

厚公司利润。**分产品看**，2025H1 公司红枣制品/健康锁鲜类产品收入分别同减 16%/26%至 5.00/0.26 亿元，其中红枣制品毛利率同增 8pct 至 34.60%，降本增效成果显著。公司坚持围绕“红枣专家好想你”核心定位构建多元化药食同源产品矩阵，核心单品红小派持续放量，黑金枣已成为山姆养生滋补品类热门产品。**分渠道看**，公司持续推动全渠道渗透，线下与山姆、永辉、胖东来、天虹商场等高势能商超建立合作，同时进驻鸣鸣很忙、好想来等零食量贩渠道；线上业务覆盖核心电商平台，并布局跨境电商，通过全域流量运营强化市场渗透，协同发力优化渠道效率与产品触达能力。

盐津铺子：2025Q2 毛利率同减 2pct 至 30.97%，主要系渠道结构调整叠加原材料成本上涨所致，其中魔芋精粉采购均价较上年同增超 30%，2025Q2 销售费用率同减 4pct 至 9.84%，主要系渠道结构变化，高费投电商渠道占比下降，同时费用管控持续优化所致，管理费用率同减 1pct 至 3.67%，主要系规模效应释放摊薄费用影响，2025Q2 净利率同增 1pct 至 13.79%，在高毛利魔芋大单品带动下，公司盈利模型持续优化，净利率环比持续提升。2025H1 公司辣卤零食营收 13.20 亿元（同增 47%），其中休闲魔芋制品营收同增 155%至 7.91 亿元，麻酱素毛肚稳定高位放量，短期成本端受气候与供需结构扰动，公司通过云南和东南亚“双基地”战略锁定原料优势，预计随着种植面积扩张，魔芋精粉成本将稳步回落。2025H1 果干果冻/深海零食/蛋类零食营收分别为 4.28/3.63/3.09 亿元，分别同增 9%/12%/30%，产品推新进行中，多品类矩阵同步推进。**渠道端来看**，2025H1 直营渠道营收 0.63 亿元（同减 42%），连锁商超系统整体流量承压。2025H1 经销和其他渠道营收 23.03 亿元（同增 30%），公司持续推进流通渠道加密，同时会员系统、零食量贩等新零售渠道快速扩张，带动公司全渠道均衡布局，充分享受行业渠道迭代红利。2025H1 电商渠道营收 5.74 亿元（同减 1%），主要系电商渠道主动优化调整低效品项，目前销售处于磨底阶段，后续侧重发力核心品项，充分发挥线上渠道品牌传播效果。**海外业务上**，2025H1 海外市场营收 0.96 亿元（同增 67873%），海外市场延续放量。

安井食品：2025Q2 毛利率同减 3pct 至 18.00%，主要系小龙虾、鱼糜原材料成本上涨，叠加制造费用上涨与促销力度提升，毛利率同比下滑，后续公司通过缩减供应商降低成本压力，且产能释放后有望平滑折旧压力。2025Q2 销售费率同增 0.1pct 至 4.96%，管理费率同减 1pct 至 2.66%，主要系股份支付费用同比下降所致，2025Q2 净利率同减 3pct 至 7.03%。2025Q2 速冻调制食品营收为 17.50 亿元（同减 1%），锁鲜装延续增势，高端品牌形象打造成效释放，毛利率保持坚挺。2025Q2 速冻菜肴制品营收 15.80 亿元（同增 26%），速冻面米制品营收 5.83 亿元（同减 11%），面米制品促销力度较大，公司导入商超定制化产品，烧麦业务延续小幅增长。2025H1 公司正式推出面向 C 端的肉多多烤肠系列，针对 B 端火山石烤肠做系列化延伸，后续在 B 端烤肠放量的同时，高毛利 C 端烤肠推广有望持续释放盈利能力。2025Q2 经销渠道营收为 31.34 亿元（同增 2%），头部经销商客户延续增长。2025Q2 特通直营营收 3.28 亿元（同增 19%），主要系张亮麻辣烫贡献增量，同时小龙虾业务恢复增长。2025Q2 商超渠道营收 1.52 亿元（同增 8%），主要系沃尔玛客户体量提升，目前胖东来也在强化定制合作，后续公司延续发力大型商超的定制合作和产品创新，带动需求修复。2025Q2 新零售及电商营收 3.91 亿元（同增 35%）。

海天味业：2025Q2 毛利率同增 4pct 至 40.21%，主要系原材料价格下降所致，预计全年毛利率延续优化趋势，销售/管理费用率分别同增 0.3pct/0.2pct 至 6.95%/2.30%，费用投放相对稳定，净利率同增 1pct 至 24.80%，盈利能力同比优化。**产品端**，2025Q2 酱油营收 35.08 亿元（同增 10%），公司通过定制化业务拓展与新品类渗透持续提升客单价；2025Q2 蚝油/调味酱/其他产品营收分别为 11.43/7.13/12.17 亿元，分别同增 10%/10%/13%，公司计划持续加大费投与促销力度，围绕精简配料表延伸系列化产品开发。**渠道端**，

2025Q2 线下渠道营收 61.55 亿元（同增 9%），截至 2025Q2 末，公司经销商数量共 6681 家，较年初净减少 26 家，公司推进经销商汰换，优化经销团队质量，单商体量进一步提升，后续公司计划针对 BC 超与社区生鲜店增加资源投放，同时提高餐饮经销商支持力度；2025Q2 线上渠道营收 4.25 亿元（同增 35%），强化线上运营水平，网络协同能力进一步增强。公司推出 2025 年 A 股员工持股计划，对象为对公司业绩和中长期发展具有重要作用的核心管理人员及骨干员工，合计不超 800 人，资金来源为公司提取的激励基金、股票来源于拟受让公司回购专用证券账户回购的股票，业绩考核指标为 2025 年归母净利润同增不低于 10.8%，目标制定合理，员工持股计划推出进一步激发员工积极性，反映公司发展信心。

千味央厨：2025Q2 毛利率同减 2pct 至 22.66%，主要系产品结构变化所致，销售/管理费用率分别同增 0.4pct/0.3pct 至 5.57%/10.77%，主要系职工薪酬、仓储费用以及电商渠道直播投流费用增长所致，后续随着销售规模释放，费用率有望持续摊平，综合来看，净利率同减 2pct 至 3.43%。**产品端**，2025H1 主食类/小食类营收分别为 4.13/1.97 亿元，分别同减 9%/7%，公司在传统单品油条的基础上延伸“油条+”，提升产品价值感与用户体验，进行品类焕新。2025H1 烘焙甜品类营收 2.05 亿元（同增 11%），主要系大客户定制烘焙产品需求释放所致。2025H1 冷冻调理菜肴类及其他营收 0.65 亿元（同增 67%）。**渠道端**，2025H1 经销渠道营收 4.45 亿元（同减 6%），直销渠道营收 4.34 亿元（同增 5%），百胜体量稳中有升，海底捞、华莱士等客户相对承压，盒马渠道烘焙产品导入后快速放量，后续公司延续与品牌商联合开发产品模式，充分发挥研发优势，围绕新零售业务持续发力。

中炬高新：2025Q2 毛利率同增 3pct 至 39.39%，主要系原材料价格下降、产品结构优化所致。销售/管理费用率分别同增 4pct/0.4pct 至 18.88%/8.12%，主要系薪酬支出、渠道改造增加，同时加大费用投入力度所致，综合来看，2025Q2 净利率同减 4pct 至 7.38%。**美味鲜** 2025H1 营收 20.98 亿元（同减 18%），**产品端来看**，2025H1 酱油/鸡精鸡粉/食用油营收分别为 15.57/3.27/2.15 亿元，分别同减 17%/22%/49%，产品营收整体下滑主要受行业竞争加剧、公司调整出货节奏、价格修复等多重因素影响。二季度以来公司降幅环比收窄，库存恢复至良性水平，公司逐步向终端释放促销资源，主品价盘企稳回升，此外，公司已开展区域代工业务，并积极寻找复调相关标的，持续挖掘内生外延增量空间。2025H1 公司分销渠道营收为 18.92 亿元（同减 20%），直销渠道营收为 1.01 亿元（同增 36%），电商渠道低基数下持续开拓，实现快速增长，同时线上价盘体系逐渐稳定。下半年公司将主动调整营销及渠道管理策略，夯实业务增长基本盘，进行包括大单品政策管控、经销商分级管理，以及二批管理等一系列动作，建立更有效稳定的营销及渠道管理体系，缓解渠道压力。

3、行业评级及投资策略

白酒板块：本周反弹主要系板块轮动所致。从白酒板块二季度业绩表现来看，龙头茅台依旧延全年目标稳健增长，其他酒企二季度均启动业绩出清，主动开启渠道、产品结构调整，业绩表现基本符合市场预期，Q2 利空预期充分释放，Q3 动销边际回暖，板块配置性价比持续显现。建议关注顺周期与高股息龙头：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、汾酒等，以及弹性个股：酒鬼酒、舍得酒业、水井坊、今世缘等。

大众品板块：龙头表现韧性凸显。调味品板块来看，海天业绩韧性较强，其他基调企业均受餐饮需求承压影响，复调企业 C 端需求占比较高，同时 Q1 春节错峰节奏调整到位，

渠道修复至正常水平，二季度迎来首先修复。餐饮供应链来看，市场竞争延续，安井、千味央厨、立高等头部速冻企业主动拥抱商超调改定制化渠道，收入端表现企稳，利润端受原材料波动影响表现较为分化。休闲食品板块来看，渠道变革红利延续，但基数效应致使业绩增速边际放缓，盐津、卫龙等渠道布局均衡、品类红利处于释放期的企业业绩依旧保持高速增长，万辰保持开店趋势，且利润兑现亮眼，市场竞争格局进一步稳固。总体来看，行业龙头企业在外部需求阶段性调整下依旧延续稳健表现，原材料成本周期变化对于利润端的影响在企业规模效应释放、采购决策优化下逐渐平滑，禁酒令对于餐饮需求影响明显，关注后续政策端转向后市场需求释放进度。

新消费板块：新消费板块需求高景气度下，预计个股业绩稳步释放，基本面驱动动力充沛。新茶饮板块来看，受益于外卖大战驱动，现制茶饮充分受益，头部茶饮企业开店顺利推进，同店表现环比进入修复通道，供应链建设基础完善的品牌有望在后续市场加密阶段降低边际成本投入。餐饮板块来看，以小菜园、绿茶为代表的连锁餐饮行业受益于外卖业务拉动，收入体量同比增长，同时规模效应下原材料采购议价权提升，盈利能力持续优化

我们的观点：当前大众品预期持续修复中，重点关注西麦食品、有友食品、东鹏饮料、小菜园、绿茶集团、莲花控股、锅圈等。

饮料板块临近旺季，零售渠道变革下关注新消费机会，重点关注沪上阿姨、茶百道、古茗、蜜雪集团、霸王茶姬、锅圈、老铺黄金、祥源文旅、重庆百货、周六福等，持续关注奈雪的茶。

生育政策出台叠加原奶周期反转预期下，催化板块需求，重点关注孩子王、优然牧业、现代牧业、伊利股份和蒙牛乳业等。

维持食品饮料&商社行业“推荐”投资评级

图表 25：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2025-09-01		EPS			PE			投资评级
		股价	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E		
000568.SZ	泸州老窖	137.19	9.15	8.42	9.15	14.99	16.29	14.99	买入	
000596.SZ	古井贡酒	171.30	10.44	11.72	13.20	16.41	14.62	12.98	买入	
000799.SZ	酒鬼酒	68.26	0.33	0.46	0.60	206.85	148.39	113.77	买入	
000858.SZ	五粮液	129.53	8.21	8.67	9.26	15.78	14.94	13.99	买入	
002304.SZ	洋河股份	73.91	4.43	2.42	2.60	16.68	30.54	28.43	买入	
002847.SZ	盐津铺子	74.51	2.35	2.95	3.57	31.71	25.26	20.87	买入	
300972.SZ	万辰集团	211.80	1.63	4.63	6.68	129.94	45.75	31.71	买入	
300973.SZ	立高食品	50.39	1.58	2.12	2.56	31.89	23.77	19.68	买入	
600519.SH	贵州茅台	1480.00	68.64	74.81	81.16	21.56	19.78	18.24	买入	
600702.SH	舍得酒业	68.38	1.04	1.88	2.14	65.75	36.37	31.95	买入	
600779.SH	水井坊	47.04	2.75	2.90	3.16	17.11	16.22	14.89	买入	
600809.SH	山西汾酒	202.02	10.04	9.94	10.51	20.12	20.32	19.22	买入	
603288.SH	海天味业	41.44	1.14	1.22	1.34	36.35	33.97	30.93	买入	
603345.SH	安井食品	74.30	5.06	4.33	4.76	14.68	17.16	15.61	买入	
603369.SH	今世缘	43.29	2.72	2.40	2.57	15.92	18.04	16.84	买入	

资料来源：Wind，华鑫证券研究

4、风险提示

- (1) 宏观经济波动风险
- (2) 推荐公司业绩不及预期的风险
- (3) 行业竞争风险
- (4) 食品安全风险
- (5) 行业政策变动风险
- (6) 消费税或生产风险
- (7) 原材料价格波动风险

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及休闲食品。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。