

食品饮料需求企稳，复苏迹象逐渐清晰

——食品饮料行业2025年中期策略

行业研究 · 行业投资策略

食品饮料

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

S0980523090001

证券分析师：杨苑

021-60933124

yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090003

证券分析师：柴苏苏

021-61761064

chaisusu@guosen.com.cn

S0980524080003

联系人：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

联系人：王新雨

021-60875135

wangxinyu8@guosen.com.cn

核心结论：新旧切换，份额优先



- **行业回顾：**第二季度处于消费淡季，叠加政策影响，食品饮料行业正在承压，且分化明显，其中白酒、啤酒、餐饮供应链影响最大；但饮料、零食延续较好增长。**板块内部热点增加：**即时零售、电解质水、椰子水、养生水、冰茶、气泡黄酒、威士忌、添加剂、燕麦等细分品类出现脉冲式机会，从侧面也反映一些新的行业动能正在出现。
- **酒精饮料（白酒、啤酒、其他酒类）：**政策致烈性酒（白酒、白兰地、高端威士忌）加速调整，而露酒、黄酒等逆势增长。2025Q2以来，政策对传统酒精消费场景（政商务、宴席等）有一定影响，白酒板块进入调整阶段，建议关注三季度白酒长期交易机会。啤酒龙头低库存开局实现销量恢复。与之相反，行业出现年轻化、低度化、女性化迹象，“边走边喝”、“边逛过喝”、“在家独饮”等场景出现，劲酒等利口酒上半年表现不错，可关注黄酒、预调酒、保健酒等。
- **饮料、乳品：**饮料板块延续高景气，且热点较多，无糖茶“降温”但仍有双位数增长；电解制水、养生水、椰子水延续景气。结合马上赢&百观等第三方数据，今年大品类**无糖茶/能量饮料/水维持相对景气**，细分赛道如**电解质水/椰子水/大包装有糖茶在低基数下预计仍有双位数增速**。其中if椰子水预计6月30日在港交所挂牌上市，24年收入增速+80%。乳品交易成本阶段基本过去，上游缓慢去化，需求渐进复苏。
- **零食：**从渠道扩张到品类驱动，出现餐饮零食化的迹象，行业仍有较强的增长动力，魔芋对行业的贡献预计可以持续到2026年下半年。板块热点集中在山姆渠道、魔芋等。
- **餐饮供应链：**受相关政策影响，下游需求持续疲弱，企稳反弹延后，但基本确认底部，分品类，基础调味品比较稳定，速冻预制菜多有个位数增长。
- **投资建议：**2024年9月24日以来，宏观政策暖风频吹，并重点强调提振消费。3月中办、国办印发《提振消费专项行动方案》，旨在全方位扩大国内需求，提升消费能力，优化消费环境。而今年以来外部贸易环境不确定性加大，不仅引发资本市场对于内需板块的关注度提升，并进一步强化市场对于后续更大力度提振消费政策的预期。从上半年情况来看，需求已进入平台期，未来消费需求有望逐步回暖。综上，我们认为当前食品饮料板块配置价值凸显，建议积极布局。推荐按照以下三条主线：
 - 优先推荐政策敏感度高的白酒、啤酒、餐饮供应链、乳制品板块，推荐贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖、燕京啤酒、珠江啤酒、华润啤酒、安井食品、颐海国际等。
 - 强者恒强，优选个股，推荐有份额提升或业绩确定性强的个股，如东鹏饮料、卫龙美味、盐津铺子、海天味业等。
 - 在弱现实背景下，高股息仍然是最大的保障，如重庆啤酒等。
- **风险提示：**需求恢复进程不及预期；国际贸易摩擦导致经济环境出现不可控变化；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧；市场资金波动加剧。

[01] 白酒：需求压力下基本面或加快磨底，关注底部布局机会

白酒股价回顾：25H1白酒指数跑输大盘15%，3月以来交易业绩下探和需求悲观预期



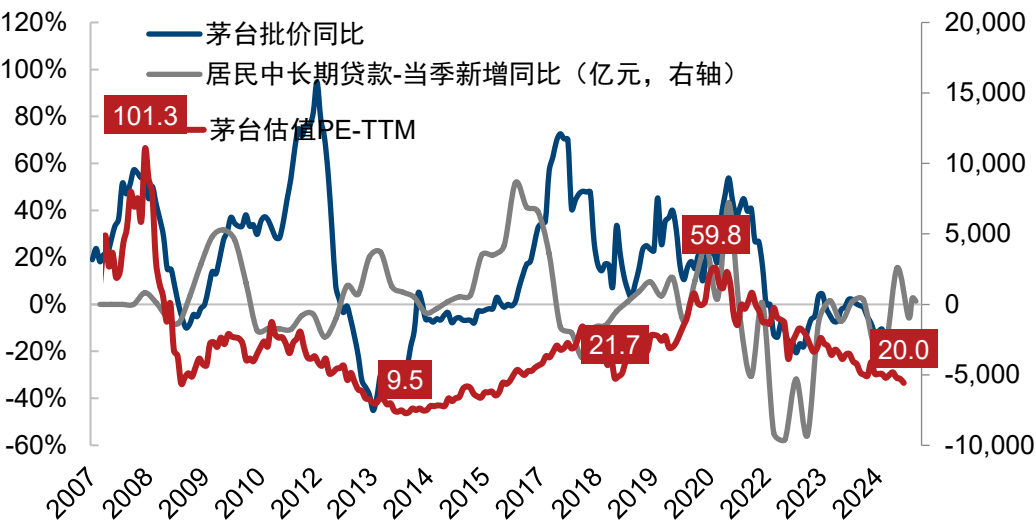
- 年初至6/30白酒指数下跌12.0%，跑输沪深300指数15.0%，主因白酒消费需求持续走弱，酒企增长工具减少，年报&一季报披露后行业降速共识进一步加强，估值波动下探。
- 节奏上Q1春节动销平稳+政策预期升温、走势和大盘持平，3月后交易业绩和需求悲观预期、股价走弱。2025年春节白酒动销整体平稳，两会消费政策预期升温，市场信心修复；3月以来波动下跌主因1) 关税扰动，宏观经济及商务活跃度不确定性加剧；2) 淡季消费需求进一步走弱，酒企蓄水池能力边际下降；3) 中央八项规定、反对浪费条例约束消费，部分地区出现“层层加码”现象，市场进一步担忧需求下降；4) 茅台批价显现压力，今年以来同比跌幅在20%以上，作为板块景气度指标压制估值。

图表：2025年初至今白酒指数跑输沪深300

2025	1月	2月	3月	4月	5月	6月
涨跌幅	-6.7%	+4.2%	-1.7%	-4.6%	-2.4%	-1.7%
10%	●2024年12月居民消费信心和消费意愿仍然较弱 ●市场预期春节白酒动销平淡，销量同比下滑，价格延续压力	●春节白酒动销整体符合节前预期，大众价位>高端>次高端 ●消费政策预期升温 ●酒企重视价盘维护，多家酒企针对大单品停货	●两会召开，2025年《政府工作报告》将全方位扩大国内需求置于首位，市场信心有所修复 ●节后酒企渠道表现稳定，库存可在可控范围内，价盘保持平稳	●白酒行业受关税成本冲击较弱，同时提振内需预期提升，板块展现韧性；3月CPI同比下降0.1%，降幅明显收窄 ●白酒行业步入需求淡季，茅台批价有所波动	●中美关税谈判突破性进展利好短期波动 ●《党政机关厉行节约反对浪费条例》，市场担忧政商务场景进一步受限，股价波动 ●五一动销符合市场预期，前期悲观预期，高端白酒价格压力开始显现	●5月制造业PMI为49.5%，较上月+0.5% ●即时零售强势入局618，白酒618线上销售数据延续较快增长端午动销仍面临需求压制 ●政策趋紧影响政商务场景需求飞天茅台批价跌破1900元
5%						
0%						
原5%						
-10%						
-15%						
-20%						

白酒指数 沪深300

图表：今年以来茅台批价同比跌幅20%+，估值延续压力



注：数据截至2025/6/30，国信证券经济研究所整理

白酒股价回顾：个股分化加剧，汾酒向上、茅台向下抢夺存量竞争份额



➤ 年初至今山西汾酒、贵州茅台、金徽酒、泸州老窖相对板块具有超额收益，主因是存量竞争中抢到份额明确，茅台向下沿价格带，汾酒通过老白汾+青花26推动产品结构升级；今年超额收益边际减弱的是区域酒龙头今世缘、古井贡酒等，省内各场景需求减弱，同时竞争烈度加强，年初至今预测EPS（参考Wind一致预期变化）和预测PE均回调。

图表：个股年初至今预测净利润变化、估值变化及超额收益情况

	年初预测净利润 2025E	年初PE (2025)	当前预测净利润 2025E	当前PE (2025)	当前PE (2026)	盈利预测 调整幅度	估值较年初变化	年初至今 股价涨跌幅	年初至今股价相 对板块超额收益
贵州茅台	961.3	19.9	941.8	18.8	17.3	-2.0%	-5.6%	-5.7%	5.0%
五粮液	357.9	15.2	335.9	13.7	12.9	-6.1%	-9.5%	-13.4%	-2.7%
泸州老窖	156.6	11.8	137.7	12.1	11.3	-12.0%	3.0%	-8.4%	2.3%
山西汾酒	143.4	15.7	134.5	16.0	14.5	-6.2%	2.1%	-2.9%	7.8%
舍得酒业	10.7	20.6	6.7	25.5	21.1	-36.9%	23.5%	-21.4%	-10.8%
酒鬼酒	2.2	80.7	1.1	132.9	99.0	-52.0%	64.6%	-20.9%	-10.3%
洋河股份	87.3	14.4	56.3	17.3	16.5	-35.5%	19.8%	-17.6%	-6.9%
古井贡酒	66.4	13.8	61.5	11.4	10.3	-7.3%	-17.1%	-19.8%	-9.2%
今世缘	41.7	13.6	36.9	13.1	12.0	-11.4%	-3.4%	-11.5%	-0.9%
迎驾贡酒	32.1	13.4	26.5	11.9	11.0	-17.4%	-11.5%	-24.1%	-13.5%
口子窖	18.7	12.6	16.8	12.4	11.8	-10.2%	-1.3%	-11.3%	-0.7%
老白干酒	10.3	18.6	8.8	17.3	15.4	-14.3%	-6.9%	-17.5%	-6.9%
伊力特	4.2	19.3	3.2	22.2	19.9	-24.3%	14.5%	-13.5%	-2.9%
金徽酒	4.8	20.6	4.2	22.1	19.8	-13.7%	7.0%	-5.3%	5.4%
SW白酒II	1,920.3	17.4	1787.1	16.8	15.4	-6.9%	-3.9%	-10.6%	0.0%

注：数据截至2025/6/30，其中年初、当前盈利预测为Wind一致预期，国信证券经济研究所整理

白酒基本面回顾：24Q4+25Q1业绩增速环比继续下降，25年酒企完成目标难度较大



- 24Q4+25Q1基本面承压，增速环比继续下降。两季度仅茅台、金徽酒双位数增长，结合预收款看收入释放动力下降，净利率提升趋势放缓。
- 2025年增速目标看，酒企制定目标理性，增速较前两年下降，茅台是板块内确定性最强的标的，向下价格带抢夺存量份额。

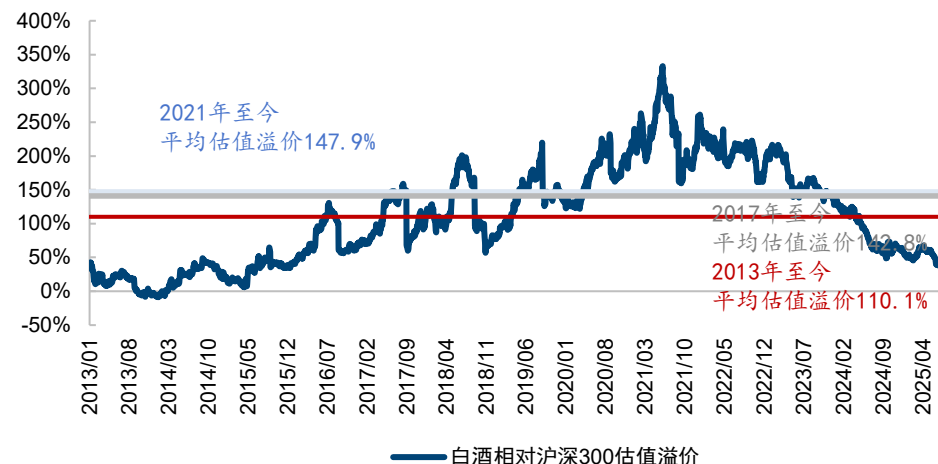
图表：24Q4+25Q1个股业绩情况，2025年增速目标普遍下修，确定性较强的仍是茅台

24Q4+25Q1	收入 同比增速	收入+Δ预收 同比增速	净利润 同比增速	毛利率 同比变化	销售费用率 同比变化	净利率 同比变化	2025年增长目标描述	达成可能性评估
贵州茅台	11.70%	12.80%	13.80%	-0.18%	-0.14%	0.93%	收入增长9%	确定性较强，预计同比7.5%以上
五粮液	4.70%	8.20%	1.70%	0.12%	1.58%	-1.12%	收入增速和宏观经济指标一致（预计5%）	难度较大，预计下滑
泸州老窖	-7.10%	-2.30%	-10.80%	-2.55%	-1.98%	-1.66%	全年营业收入稳中求进	难度较大，预计下滑
山西汾酒	3.20%	2.70%	3.70%	2.39%	2.14%	0.19%	十四五目标收入400亿元，同比+10%左右	增长有确定性，预计5-7%增速
水井坊	3.90%	-2.60%	-6.10%	0.13%	-1.92%	-1.81%	/	
舍得酒业	-37.20%	-34.90%	-97.80%	-9.61%	8.98%	-25.11%	股权激励目标：净利润9.1亿元，同比+164%	难度较大，预计净利润7亿左右
酒鬼酒	-51.20%	-52.90%	-108.60%	-4.25%	2.87%	-14.19%	恢复性增长	难度较大
洋河股份	-34.90%	-25.30%	-70.50%	-1.21%	7.22%	-16.79%	/	难度较大
古井贡酒	8.50%	10.80%	9.10%	0.09%	1.35%	0.12%	营业总收入较上年度实现稳健增长	有确定性，预计低个位数
今世缘	4.60%	10.40%	-3.10%	-3.45%	-0.74%	-2.35%	总营业收入同比增长5%-12%，净利润增幅略低于收入增幅	有确定性，预计低个位数
迎驾贡酒	-8.60%	-7.50%	-8.70%	1.69%	1.64%	-0.05%	收入76亿元/同比+3.5%，净利润26亿元/同比+3.6%	难度较大，预计下滑
口子窖	5.50%	3.10%	-0.70%	-0.63%	2.66%	-1.72%		
老白干酒	-4.10%	-10.90%	-0.20%	0.98%	-2.05%	0.62%		
金徽酒	12.30%	5.80%	4.20%	-2.71%	-1.53%	-1.25%	收入目标+8%，利润目标+5%	有确定性

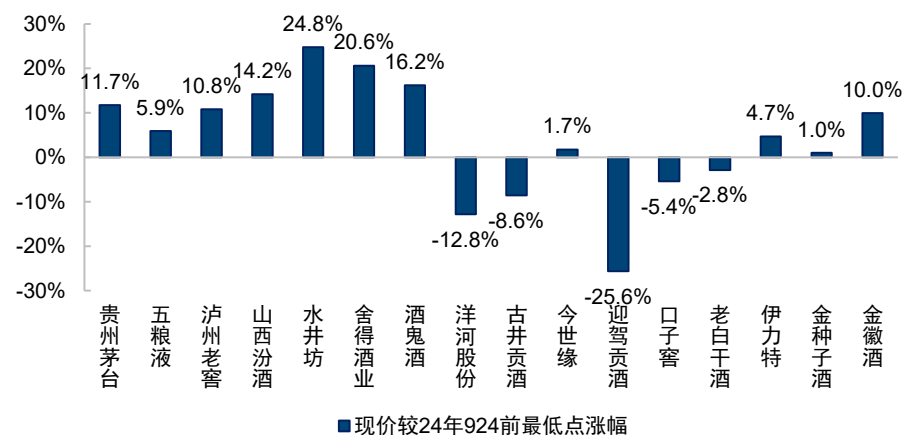
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

白酒估值回顾：2025H1白酒PE(TTM)回撤9%，个股估值处于历史低分位数

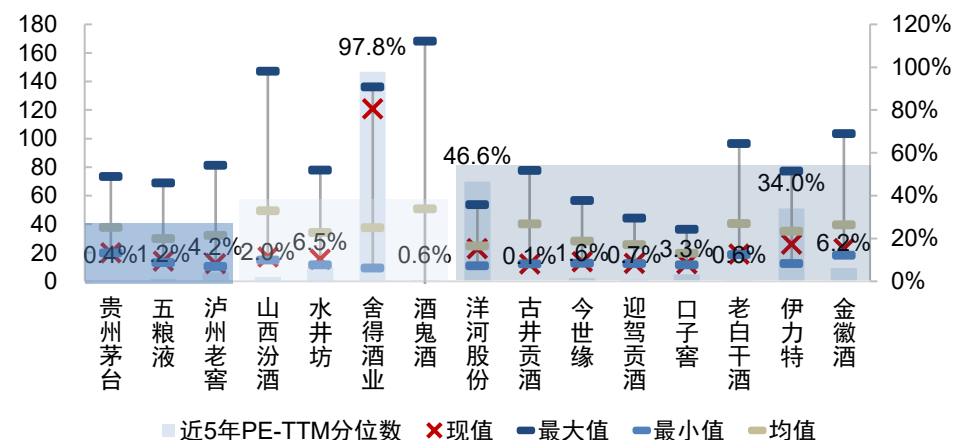
图表：当前白酒板块估值较沪深300溢价36%



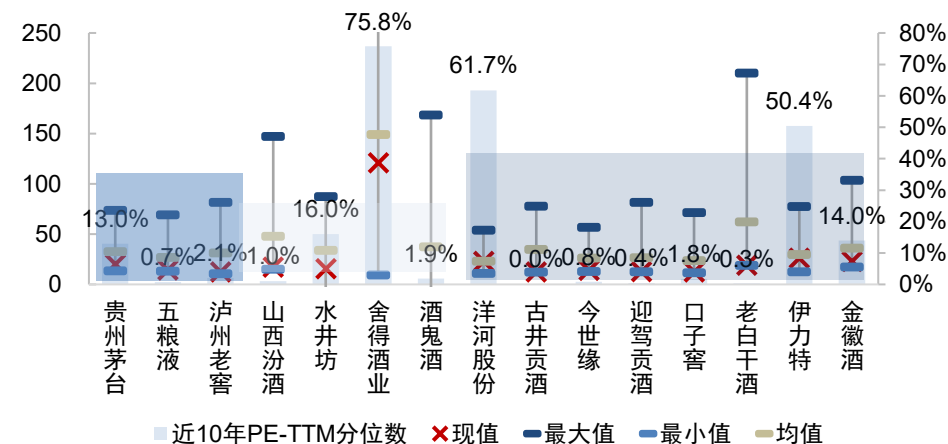
图表：多数公司较去年924前低点仍有正收益



图表：当前SW白酒对应2020年以来估值分位数1.1%



图表：当前SW白酒对应2015年以来估值分位数5.9%

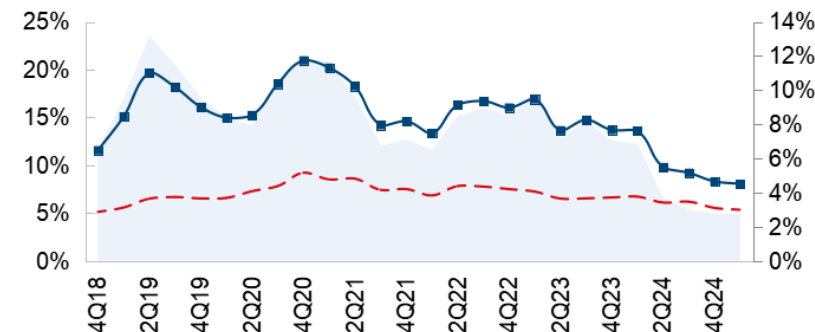


注：数据截至2025/6/30，国信证券经济研究所整理

白酒机构持仓：25Q1白酒重仓比例环比小幅上升，整体和18Q4水平相当

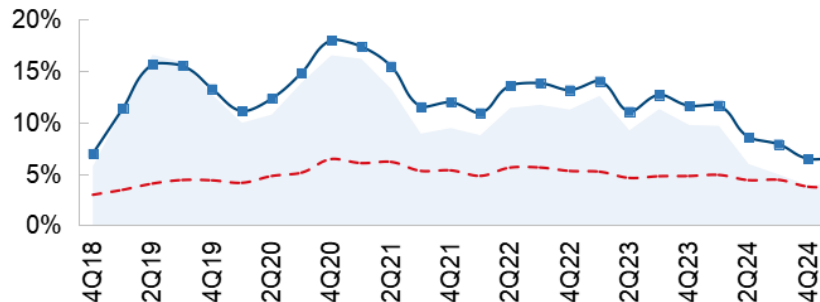
- 截至25Q1，食品饮料持仓超配比例仍明显低于18年底水平，白酒基金重仓比例环比+0.11pcts至6.57%，超配比例环比+0.16pcts至2.86%。白酒、白酒（剔除茅台）超配比例和18Q4末差不多。
- 25Q1茅台五粮液古井洋河重仓比例环比下降，汾酒、老窖今世缘获得增配。

图表：25Q1食品饮料板块重仓情况

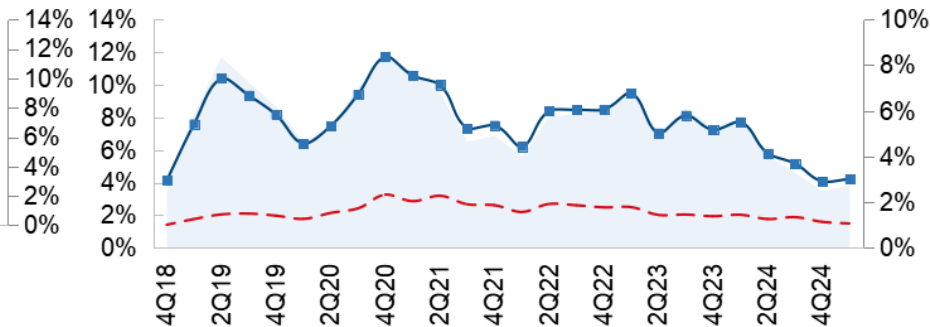


超配或低配比例（右轴）
— 食品饮料基金重仓比例
-- 食品饮料流通市值占全部A股流通市值比例

图表：25Q1白酒板块及剔除茅台后重仓情况



超配或低配比例（右轴）
— 白酒基金重仓比例
-- 白酒流通市值占全部A股流通市值比例



超配或低配比例（右轴）
— 白酒（剔除茅台）基金重仓比例
-- 白酒（剔除茅台）流通市值占全部A股流通市值比例

注：基金持仓数据截至2025Q1，基金选用主动偏股型，国信证券经济研究所整理

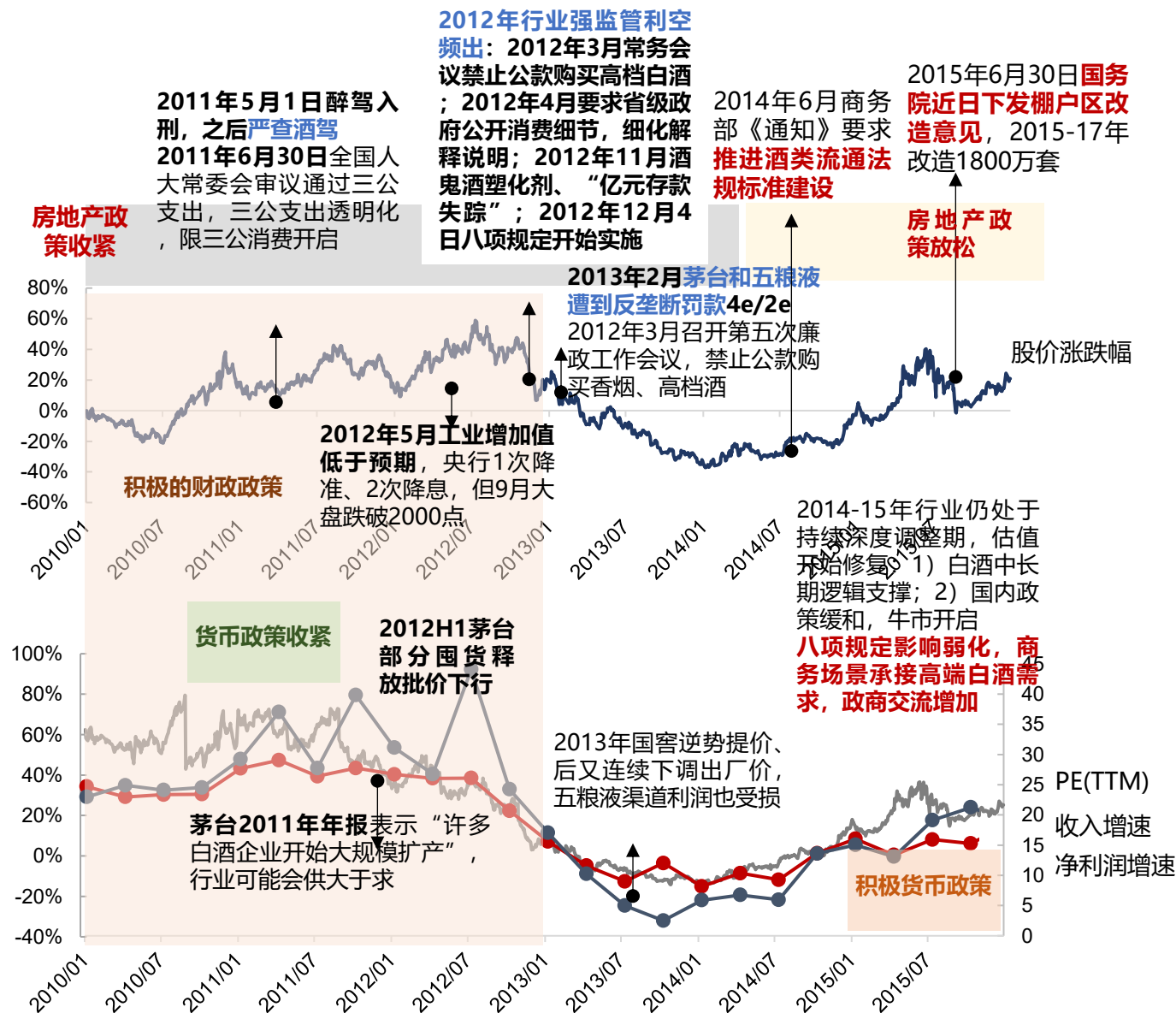
白酒板块研判：《反对浪费条例》政策或加速基本面探底进程，估值有望率先修复

- 复盘2012-15年周期，基本面深度回调约2年，估值提前2-3Q触底修复。2012年底白酒行业“限三公消费”政策，2013-14年酒企业绩持续回调，单季度净利润下降超40%，13年中秋后行业库存达到最高，15年中秋回归正常水平。但14Q2估值开始修复，1) 中长期逻辑支撑；2) 国内积极性政策预期升温，大盘走强。
- 判断本轮周期基本面调整时间更长，23H2开始调整、但酒企蓄水池更厚，相关政策加速基本面触底速度，25Q3-26Q2业绩同比增速或见底，估值或提前交易拐点、可以左侧布局。

图表：2013-2015年主要酒企库存情况

公司	2013年2月	2013年10月	2015年10月
贵州茅台	★★★	★★★★★	★★
五粮液	★★★★★	★★★★★	★★★★
泸州老窖	★★★★★	★★★★★	★★★★★
洋河		★★★★★	★★★★
汾酒		★★★★★	★★★★★
舍得		★★★★★	★★★★★
水井		★★★★★	★★★★
酒鬼		★★★★★	★★★
古井		★★★★	★★★

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理



白酒板块研判：增量政策预期或带动估值端修复

- 历史上茅台批价和白酒行业估值息息相关，政策刺激导致的股价的拐点往往是极度悲观下的快速修复。需求企稳回升需要较长时间，关注下半年政策力度和节奏是否能带来估值端的修复，即政策底（情绪面和资金面的修复）。历史上3次止跌回升，2009、1019年都是因为政策转向，刺激需求回暖；2014年是在行业经历重创后自主完成库存去化，茅台批价下跌速度企稳，估值有所修复，政策是在十四届三中全会后转向。



注：股价复盘数据截至2025/6/30，国信证券经济研究所整理

ROE和分红率：净利润增速放缓，酒企经济提升分红率



➤ 2024年仅贵州茅台、古井贡酒、老白干酒、金徽酒实现ROE提升，预计2025年伴随净利润增速放缓，多数酒企ROE提升难度较大；酒企积极实施投资者回报规划，提升现金分红率。

	山西汾酒	贵州茅台	泸州老窖	迎驾贡酒	水井坊	五粮液	古井贡酒	今世缘	口子窖	老白干酒	洋河股份	金徽酒	舍得酒业	酒鬼酒
ROE-23	42.5%	36.2%	35.0%	30.0%	32.3%	24.8%	22.9%	25.8%	18.5%	14.5%	20.2%	10.2%	26.1%	13.0%
ROE-24	39.1%	38.4%	30.4%	28.5%	28.0%	24.2%	23.9%	23.7%	16.3%	15.6%	12.9%	11.7%	4.9%	0.3%
分红率 24年宣告	60%	75%	65%	46%	35%	70%	57%	44%	47%	64%	105%	64%	41%	1560%
分红率 25年预测	60%	75%	70%	46%	35%	70%	57%	44%	47%	64%	124%	64%	41%	100%
维持ROE所需 净利润yoy	15.50%	9.61%	9.11%	15.28%	18.18%	7.27%	10.16%	13.33%	8.66%	5.61%	-3.03%	4.20%	2.91%	0.00%

证券简称	2024年以来投资者回报规划
洋河股份	2024年度-2026年度，年度现金分红比例≥70%，且不低于人民币70亿元（含税）
五粮液	2024-2026年度，年度现金分红比例≥70%，且不低于200亿元（含税）；每年度现金分红可分一次或多次（即年度分红、中期分红、特殊分红）实施。
贵州茅台	2024-2026年度，年度现金分红比例≥75%，每年度现金分红分两次（年度和中期分红）实施。
泸州老窖	2024-2026 年度，公司每年度现金分红总额占当年归属于上市公司股东净利润的比例分别不低于 65%、70%、75%，且均不低于85亿元（含税）。

维持ROE所需净利润增速		ROE						
		10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
分红率	0%	11.1%	17.6%	25.0%	33.3%	42.9%	53.8%	66.7%
	10%	9.9%	15.6%	22.0%	29.0%	37.0%	46.0%	56.3%
	20%	8.7%	13.6%	19.0%	25.0%	31.6%	38.9%	47.1%
	30%	7.5%	11.7%	16.3%	21.2%	26.6%	32.5%	38.9%
	40%	6.4%	9.9%	13.6%	17.6%	22.0%	26.6%	31.6%
	50%	5.3%	8.1%	11.1%	14.3%	17.6%	21.2%	25.0%
	60%	4.2%	6.4%	8.7%	11.1%	13.6%	16.3%	19.0%
	70%	3.1%	4.7%	6.4%	8.1%	9.9%	11.7%	13.6%
	80%	2.0%	3.1%	4.2%	5.3%	6.4%	7.5%	8.7%
	90%	1.0%	1.5%	2.0%	2.6%	3.1%	3.6%	4.2%
	100%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

注：标黄为24年ROE相比于23年提升，分红率红字为按照分红规划、黑字为维持上一年，国信证券经济研究所整理

盈利预测：25Q2预计增速较快下降甚至同比下滑，下半年或持续释放风险



- 2025年：多数公司完成目标的难度较大。参考Wind一致预期，多数公司环比下修增速预期；根据我们预计，年内贵州茅台、山西汾酒收入正增长确定性较高，仍有获取存量竞争份额的品牌韧性、产品组合、管理改善。
- 2025Q2：淡季需求持续走弱，叠加相关政策对消费场景的压制，去年基数相对较高，多数公司预计下滑。

图表：主要白酒上市公司盈利预测及估值

股票名称	总市值 6/30 (亿元)	营业总收入 (亿元)		收入YOY	归母净利润 (亿元)		利润YOY	25Q2营收		25Q2利润		25H1营收		25H1利润		预测PE	PB(LF)	分红率	股息率
		2024E	2025E	2025E	2024E	2025E	2025E	亿元	YOY	亿元	YOY	亿元	YOY	亿元	YOY	PE25		2025E	2025E
贵州茅台	17,706	1,741.4	1,898.4	9.0%	862.3	941.8	9.2%	395.5	7%	186.9	6%	910.0	9.0%	455.4	9.2%	18.8	7.9	75%	4.0%
五粮液	4,615	891.8	940.6	5.5%	318.5	335.2	5.2%	155.0	-2%	47.6	-5%	524.4	3.5%	196.2	3.0%	13.8	3.1	70%	5.1%
泸州老窖	1,669	312.0	319.8	2.5%	134.7	137.7	2.2%	73.3	-5%	31.8	-8%	166.8	-1.3%	77.7	-3.2%	12.1	3.3	70%	5.8%
山西汾酒	2,152	360.1	396.3	10.1%	122.4	134.5	9.9%	75.6	0%	21.5	3%	240.8	5.9%	88.0	4.6%	16.0	5.6	60%	3.8%
舍得酒业	171	53.6	54.7	2.1%	3.5	6.7	94.5%	12.0	3.3%	1.0	146.4%	27.8	-15.0%	4.5	-24.5%	25.5	2.5	41%	1.6%
洋河股份	972	288.8	249.4	-13.6%	66.7	56.3	-15.6%	53.0	-20%	15.5	-18%	163.6	-28.5%	51.9	-34.7%	17.3	2.0	124%	7.2%
今世缘	485	115.5	126.6	9.6%	34.1	36.9	8.2%	26.3	-3%	8.8	-5%	77.3	5.9%	25.3	2.6%	13.1	3.1	44%	3.3%
古井贡酒	704	235.8	259.3	10.0%	55.2	61.5	11.5%	55.2	-5%	14.3	-5%	146.7	6.2%	37.6	5.3%	11.4	3.0	57%	5.0%
迎驾贡酒	315	73.4	74.7	1.8%	25.9	26.5	2.5%	14.0	-15%	4.3	-12%	34.5	-8.9%	12.6	-8.8%	11.9	3.3	46%	3.9%

注：数据截至2025/6/30，2025年收入及净利润预测采用Wind一致预期，2025Q2为国信证券经济研究所预测
分红率除茅台五粮液老窖洋河根据3年分红规划预测，其余公司保持和上年一致分红率预测

基本面看，外部环境具有较高不确定性，需求整体承压，酒企以去库存和促动销为核心工作，报表端预计加速磨底；**估值端看**，当前板块整体处于近5年1.1%分位数水平，酒企积极提升分红，股息率安全垫较高，伴随积极性增量政策，估值或将率先修复。白酒仍是优质顺周期资产，建议重视底部机会。

重点个股推荐：

- **贵州茅台：较强的穿越周期能力，年内增长确定性强。**公司仍有较强的调节供需的能力，近期已出现批价企稳迹象，预计飞天批价同比跌幅将触底回升。在24年“客群、场景、服务”转型取得成效基础上，25年将进一步加强产品适配、渠道触达和服务升级以解决供需不适配问题；中长期国际化、年轻化思路清晰，仍掌握渠道议价权。当前19x25年P/E，股息率4%起支撑作用。
- **山西汾酒：产品结构或有提升，清香势能持续释放。**年内公司增长确定性较高，老白汾发力大众价格带，青26承接20向30升级过渡的同时补充增量，玻汾控量。组织以及渠道管理上边际改善，汾享礼遇24H2以来逐步跑通，费用兑付精细化、及时性，维护厂商关系。成本端的改善、产品结构的提升或对冲增投费用的影响。清香型势能持续市场，公司作为清香龙头中长期仍有全国化+高端化的逻辑。
- **泸州老窖：短期承压不改长期成长能力，以消费者为中心提升竞争壁垒。**短期行业需求整体承压背景下公司基本面有压力，公司以高度国窖渠道健康度为先，保证库存合理与价盘稳定，38度国窖、特曲、头曲等产品结构完善，适时投放28度国窖和新光瓶酒补充增量和培育年轻消费者。中长期看，公司战略眼光长远，科技增密，以消费者为中心推动产品和渠道运营，全国化空间较大，看好增长久期。

02

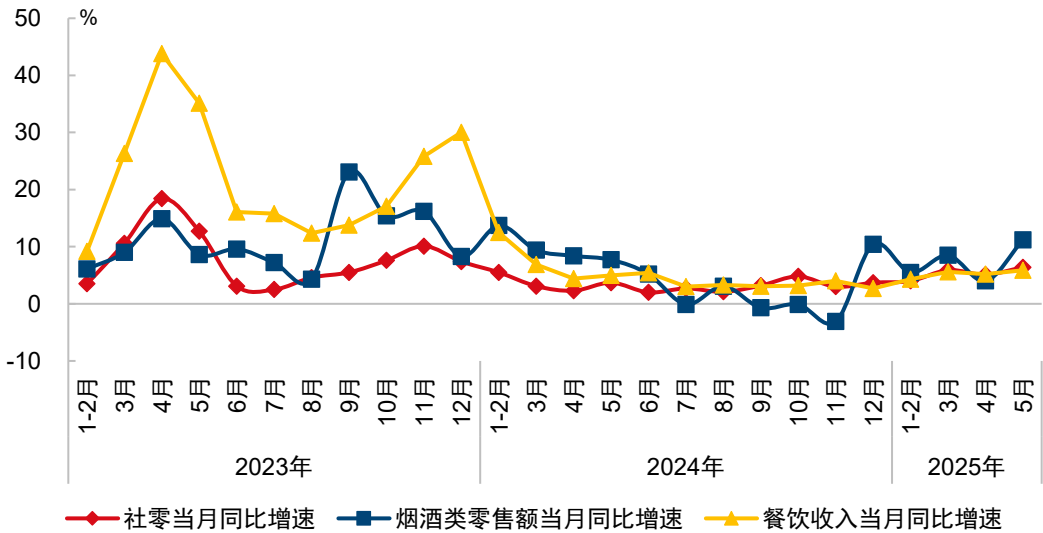
啤酒：风险出清、需求企稳，继续布局优质啤酒龙头

25H1基本面回顾：需求有所企稳，啤酒龙头低库存开局实现销量恢复



- 根据国家统计局数据，2025年以来社零同比增速恢复至4%以上，且25Q1环比继续走高，**反映消费需求在宏观政策发力的背景下实现企稳且有一定程度的复苏**。餐饮消费方面，2025年1-2月餐饮收入同比增速4.3%，在较高基数之上仍有增长，3-5月餐饮收入同比增速进一步加快，25H1增速水平均好于24H2。节奏上，春节、五一假期消费需求较为旺盛，4月稍显平淡。
- **啤酒消费需求呈复苏态势**。从啤酒公司一季报来看，25Q1绝大多数啤酒龙头销量恢复增长，主因：春节假期啤酒消费需求尚可、25年初啤酒龙头以低库存开局、龙头主动调整产品及渠道策略促进销量增长。虽然销量修复明显，但主要啤酒公司千升酒收入同比小幅下滑或持平，预计系货折力度有所增大。25Q2天气良好（24Q2全国低温、雨水天气多），多数啤酒龙头在低基数上继续实现销量修复，百威啤酒则延续调整态势。

图：国家统计局1-2月消费相关数据



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

表：主要啤酒公司量、价表现梳理

公司	24H1		24FY		25Q1		25Q2 (E)	
	销量yoy	吨价yoy	销量yoy	吨价yoy	销量yoy	吨价yoy	销量yoy	吨价yoy
青岛啤酒	-7.8%	0.8%	-5.9%	0.4%	3.5%	-0.6%	预计低单至中单增长	预计微跌
重庆啤酒	3.3%	0.3%	-0.8%	-1.1%	1.9%	-0.3%	预计微增	预计微跌
燕京啤酒	0.6%	4.0%	1.6%	-0.6%	6.5%	0.2%	预计低单增长	预计微增
珠江啤酒	1.4%	6.7%	2.6%	4.3%	11.7%	-0.9%	预计中单增长	预计低单增长
百威中国	-8.5%	-1.0%	-11.8%	-1.4%	-9.2%	-3.9%	-	-
华润啤酒	-3.4%	2.0%	-2.5%	1.5%	预计低单至中单增长	预计低单增长	预计中低单增长	预计微增

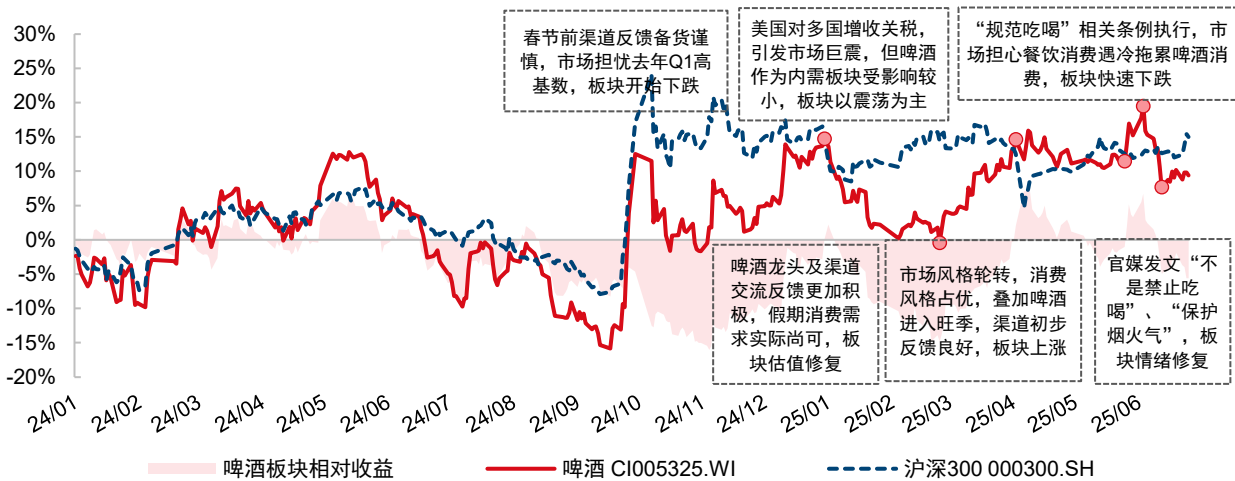
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：华润啤酒仅披露中报及年报

25H1板块走势回顾：先抑后扬，近期规范吃喝的相关条例对板块造成扰动



- 截至6月27日，2025年年初以来啤酒板块（A股）**下跌6.47%**，跑输沪深指数6.13个百分点，跑赢食品饮料板块1.30个百分点。
- 个股方面，珠江啤酒/百威亚太/惠泉啤酒涨幅领先，青岛啤酒/重庆啤酒/青岛啤酒股份跌幅居前。

图：啤酒板块（A股）累计涨跌幅与超额收益表现（以2024/01/01为基准）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：港股啤酒公司股价累计涨跌幅（以2024/01/01为基准）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：啤酒个股年初至今涨跌幅及主要原因

公司	年初至今涨跌幅	主要原因	2024年累计涨跌幅	2024年年初以来涨跌幅
珠江啤酒	14.7%	2024年以来公司在广东区域持续提升份额、97纯生延续高增速，带动量价利增长，业绩表现良好	27.1%	45.8%
百威亚太	10.2%	-	-46.8%	-41.4%
惠泉啤酒	7.6%	-	9.2%	17.6%
燕京啤酒	5.4%	2024年涨幅显著，2025年虽然公司基本面依然稳健，但估值需要时间消化	41.0%	48.6%
华润啤酒	-0.4%	2024年公司随港股必选消费板块下跌，2025年受董事会主席离职事件影响，估值持续低位	-23.4%	-23.7%
青岛啤酒股份	-5.7%	-	13.3%	6.9%
重庆啤酒	-11.2%	2024年以来公司业绩成长性减弱，2024年高股息风格占优支撑公司估值，2025年公司关注度持续下降	1.3%	-10.0%
青岛啤酒	-11.7%	2024年年末董事会换届落地，市场对于公司2025年经营改善的预期高涨，25Q2略低于预期	11.4%	-1.6%

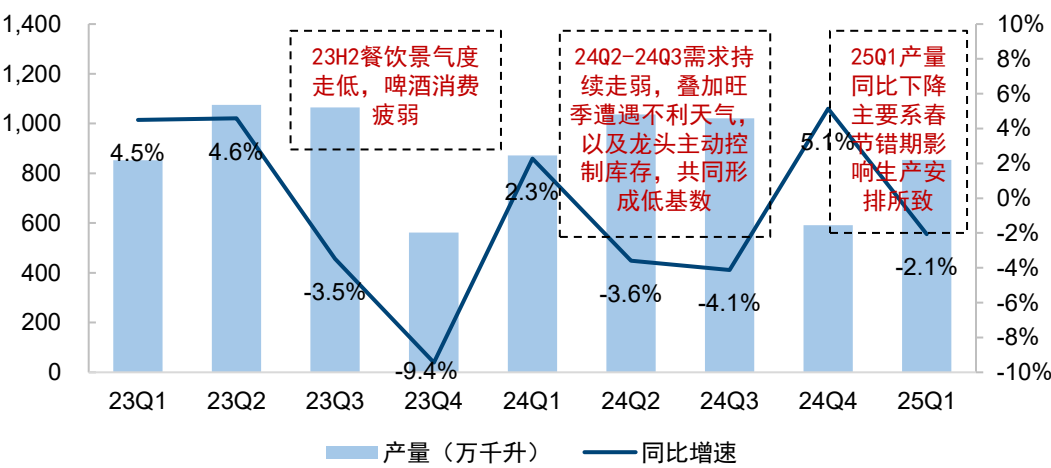
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

未来展望：2025年啤酒行业已进入改善通道，25Q3仍在销量低基数区间



- **多数啤酒龙头已较早出清库存风险、积极开拓新兴渠道。**2024年9月24日之前，啤酒行业经历两次明显的消费需求冷却（春节后、7-8月）、旺季不利天气，以及厂家及渠道端主动去库存，24Q2-24Q3成为行业至暗时刻。2024年9月24日之后，宏观政策提振居民信心且少数地区开始投放餐饮消费券，餐饮门店的闭店率逐渐稳定下来。龙头公司对于2025年的环境做了充分应对，一方面，**24H2绝大部分龙头公司已将库存降至低位、出清风险**，另一方面，**龙头公司普遍将经营重心向非现饮渠道倾斜，尤其是在即使零售渠道的布局深入，积极挖掘新渠道、新场景增量**。2025年一季报验证啤酒已经走出24Q2/24Q3低谷，进入改善通道。
- **销量方面，预计25H2多数啤酒龙头销量继续小幅增长。**一方面，2025年啤酒龙头具有一定程度的补库存空间。另一方面，2024年旺季不利天气助推形成啤酒销量低基数，今年旺季若遇正常天气即可帮助销量在去年低基数上实现良好表现。此外，24Q3以来宏观政策持续发力，需求弱复苏的动力增强。综合来看，我们预计全年啤酒行业销量维持小幅正增长的概率较大，多数啤酒龙头25H2将延续销量小幅增长。
- **吨价方面，预计吨价延续缓慢提升态势。**考虑经济下行的疤痕效应仍存，居民消费力与消费意愿尚待修复，目前啤酒行业产品结构升级的动力需要时间来增强，预计2025年延续2023-2024年吨价提升缓慢趋势。预计中腰部8元附近（餐饮渠道价格8元附近，零售价格6元附近）的价格带具备较强的增长韧性，是啤酒行业结构升级的重要引擎之一，主因其产品品质有所保障，既能承接中低端价格带的消费升级，亦能承接高端价格带的降级。

图：啤酒行业季度产量及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：啤酒龙头2025年经营战略/目标

公司	2025年经营战略/目标
青岛啤酒	· 量利齐升。1) 落实“1+1+1+2+N”（1经典+1纯生+1白啤+2生鲜产品+N超高端）产品组合发展策略，加快崂山品牌全国性发展步伐，培育全档位听装明星大单品。2) 针对南方市场加大资源配置，实现加速发展。
华润啤酒	· 25年争取啤酒销量小幅增长，销售单价低单增长。其中喜力目标双位数增长。需要做更多的小众化、健康化的产品来补满需求。 · 渠道上依然以非现饮为重，但高端还是以现饮为主。
百威亚太	· 更加重视非即饮渠道的发展。
重庆啤酒	· 公司现阶段对于25年销量、价格的预估均偏谨慎保守，尚无法做出乐观判断。 · 继续积极拥抱非现饮渠道，将针对非现饮渠道投放更多适配的品类，如鲜啤、类精酿、原浆类产品。
燕京啤酒	· 继续做好四大工作：1) 生产端卓越体系建设；2) 市场建设，让一些市场实现进阶；3) 供应链建设；4) 数字化。 · 啤酒业务：1) 核心产品U8通过百县工程、百城工程拓展市场，并持续提升单点销量，强化价格管控；2) 年内推出新的高端产品，作为第二大单品打造。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资观点：继续紧盯alpha型个股的布局机会，首推燕京啤酒



- 我们认为啤酒行业需求有内需提振政策的托底、行业库存风险已及早出清，且行业竞争有序、格局较为稳定，因此啤酒行业处于“向下有底、向上有复苏空间”的状态，其投资属性类似需求复苏的期权。行业估值处于合理位置，具备长期配置价值。
- 年内看，虽然餐饮端酒水消费预计短期内将面临一定程度的缩减，但啤酒消费以大众消费为主要场景，且近年来餐饮渠道占比持续下降（目前预计占比30-40%），本次杜绝违规吃喝的风潮对啤酒消费的影响有限。啤酒行业进入旺季，4-5月龙头企业将渠道库存控制在良好水平，为今年旺季出货奠定较好的基础，且考虑到去年旺季不利天气叠加疲弱的需求给啤酒消费造成低基数，今年旺季啤酒行业仍有望在良好天气条件下实现销量增长。**我们建议继续紧盯alpha型啤酒个股燕京啤酒、珠江啤酒，在板块估值回落时积极布局。此外，关注青岛啤酒、华润啤酒超跌反弹的机会，偏好低波高股息的资金可继续持有重庆啤酒。**

表：啤酒个股盈利预测（单位：百万元）

	2024A				2025E				2026E				总市值	PE-2025	股息率
	营业收入	YoY	归母净利	YoY	营业收入	YoY	归母净利	YoY	营业收入	YoY	归母净利	YoY	（百万元）		
青岛啤酒	32,138	-5.3%	4,345	1.8%	33,246	3.4%	4,766	9.7%	34,175	2.8%	5,122	7.5%	93,243	19.6	3.2%
华润啤酒	38,635	-0.8%	4,739	-8.0%	39,476	2.2%	5,196	9.6%	40,370	2.3%	5,544	6.7%	78,915	15.2	3.2%
重庆啤酒	14,645	-1.1%	1,115	-16.6%	14,920	1.9%	1,279	14.7%	15,335	2.8%	1,344	5.1%	26,773	20.9	4.3%
燕京啤酒	14,667	3.2%	1,056	63.7%	15,579	6.2%	1,447	37.0%	16,501	5.9%	1,692	16.9%	35,908	24.8	1.5%
珠江啤酒	5,731	6.6%	810	30.0%	6,127	6.9%	969	19.6%	6,506	6.2%	1,086	12.1%	24,634	25.4	1.5%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

投资观点：继续紧盯alpha型个股的布局机会，首推燕京啤酒



- **燕京啤酒：改革举措持续推进，公司仍有较大利润释放空间。**公司上下思想高度统一，改革思路清晰，十五五将深化改革，预计将取得更为显著的改革效果。1) 核心单品U8近年来品牌势能得到积累，且价盘稳定、渠道利润空间可观，已在8-10元细分价格带具备较强竞争力。2025年将在深化百县工程的基础上，开启百城工程，继续拓展市场，预计2025年仍可维持较高增速，持续拉动公司产品结构升级。2) 新增长点：2025年公司将推出新的高端产品，作为第二大单品来打造；倍斯特汽水正在导入市场，产品具备高性价比优势。3) 公司改革仍在深化，继续全面建设现代化治理、生产体系，在降本增效方面仍有较大空间。综上，我们预计公司利润率将延续快速提升趋势。
- **珠江啤酒：97纯生延续较高成长性，提质增效促进效益释放。**2025年公司持续推进营销改革，核心单品97纯生继续加强市场渗透，为公司高端化发展提供强驱动力。渠道端，公司敏锐捕捉到新渠道兴起趋势，强化传统电商、直播电商、即时达平台和全国零食连锁等新渠道的布局，并加强终端精细化运营能力，巩固在广东市场的领先地位。产品端，公司推出珠江P9、珠江1985等新品进一步丰富产品矩阵，为渠道扩张加持。此外，公司内部完善制度体系建设，优化管理、提升效率。综上，我们预计公司目前处于利润快速释放时期。
- **青岛啤酒：市场动作更加积极，量利增长确定性高。**2024年公司更加关注增长质量，主动控制渠道库存、提升终端产品新鲜度，2025年低库存开局，具备补库存的空间。新董事长上任后，团队稳定下来，对于提升销量及份额的动作更加积极。产品方面，坚持以经典+白啤+纯生+生鲜产品为核心产品矩阵，纯生的费用支持力度增大，生鲜类啤酒当前受欢迎度高，具备较大发展空间。公司持续推动产品结构升级，叠加成本端红利可贯穿全年，预计利润率延续改善趋势，全年利润增速快于收入增速。
- **华润啤酒：积极适应需求环境变化，持续培育新动能。**1) 坚持高端化发展路线，喜力继续在福建、广东等市场渗透，同时公司强化个性化、小众化产品布局，中高端价格带形成多增长点，有助于带动产品结构持续升级。2) 把握新兴渠道的发展机会，公司较早开始拥抱即时零售、会员制超市、量贩零食等新兴渠道，2025年与歪马形成战略合作关系，有助于销量与份额增长。3) 2025年公司内部要求落实“三精”主义，加强成本管控，提升运营及费用效率，预计利润恢复较快增长。白酒业务方面，当下白酒行业需求确有承压，公司仍需巩固前期白酒业务梳理调整的成果，预计白酒业务对公司整体盈利的贡献暂时有限。

03

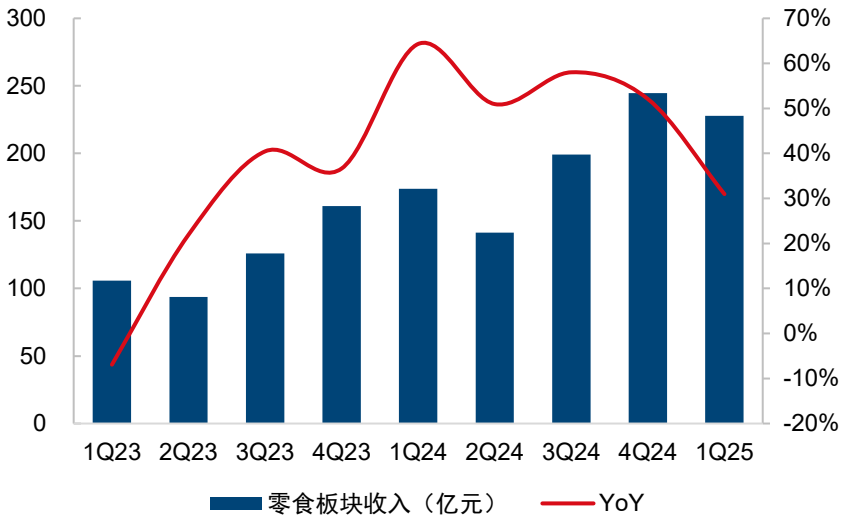
零食：魔芋零食维持高景气，优先选择品类红利突出的细分赛道龙头

25H1基本面回顾：零食品类、渠道动销表现分化，魔芋零食维持较高景气度



- **25H1板块收入增速放缓，部分品种原料成本压力显现。**受春节错期影响，今年年节出货旺季集中在2024年11月-2025年1月，25Q1在去年同期高基数之上，零食板块收入增速31.0%，收入增速环比下降。25Q2为零食消费淡季，行业整体增长动能偏弱，但个股表现分化显著。利润端，原料价格上行对部分企业的净利率水平造成拖累，例如洽洽食品（葵花籽）、甘源食品（棕榈油）。
- 分品类看，**新中式零食代表魔芋品类维持高景气**，龙头卫龙、盐津在此品类具有品牌先发优势，且供应链及渠道能力突出，最大程度受益于魔芋品类红利。龙头企业卫龙的魔芋品类预计维持高双位数的收入增速，盐津铺子大魔王保持较快的渠道渗透速度，3月公司宣布大魔王麻酱素毛肚单口味SKU月销过亿。而瓜子、坚果、辣条、薯片等多数传统品类市场规模未见明显增长，且市场竞争仍较为激烈。
- 分渠道看，1) **量贩零食渠道25H1开店速度明显放缓**，但绝对体量依然较大，部分零食企业在此渠道增加SKU；2) **电商渠道依然具有较为明显的费用驱动特征**，部分企业25H1收缩电商费用后增速放缓或负增长；3) **传统流通及KA渠道大盘仍有下行压力**，部分零食公司凭借强势大单品的渗透，在此渠道的增长表现优于大盘；4) **海外渠道是潜在的增量市场但尚处于发展初期**，盐津、卫龙等多家企业均在发力海外市场布局；5) **会员店渠道继续贡献增量**，有友、卫龙在山姆系统导入新品。

图：25Q1零食板块单季度收入同比增速放缓



表：零食企业25Q1主要财务指标

公司	营业收入	yoy	归母净利润	yoy	毛利率yoy	销售费用率yoy	管理费用率yoy	归母净利率	yoy
洽洽食品	15.71	-13.8%	0.77	-67.9%	-11.0pcts	-1.7pcts	0.9pcts	4.9%	-8.3pcts
盐津铺子	15.37	25.7%	1.78	11.6%	-3.6pcts	-1.8pcts	-0.8pcts	11.6%	-1.5pcts
甘源食品	5.04	-14.0%	0.53	-42.2%	-1.1pcts	4.2pcts	1.4pcts	10.5%	-5.1pcts
劲仔食品	5.95	10.3%	0.68	-8.2%	-0.1pcts	0.2pcts	0.2pcts	11.3%	-2.3pcts
好想你	4.13	-16.4%	0.40	216.1%	4.6pcts	-0.7pcts	-0.1pcts	9.6%	7.1pcts
有友食品	3.83	39.2%	0.50	16.2%	-4.4pcts	-2.9pcts	-0.6pcts	13.1%	-2.6pcts
黑芝麻	4.42	-3.7%	0.02	-29.6%	-0.4pcts	1.4pcts	0.1pcts	0.5%	-0.2pcts
三只松鼠	37.23	2.1%	2.39	-22.5%	-0.7pcts	2.4pcts	0.4pcts	6.4%	-2.0pcts
万辰集团	108.21	124.0%	2.15	3344.1%	1.2pcts	-0.7pcts	-0.5pcts	2.0%	1.9pcts
良品铺子	17.32	-29.3%	-0.36	-157.9%	-1.8pcts	6.3pcts	-1.9pcts	-2.1%	-4.6pcts
来伊份	10.48	-1.2%	0.12	-79.7%	-6.9pcts	-3.5pcts	0.4pcts	1.2%	-4.6pcts
卫龙美味	-	-	-	-	-	-	-	-	-

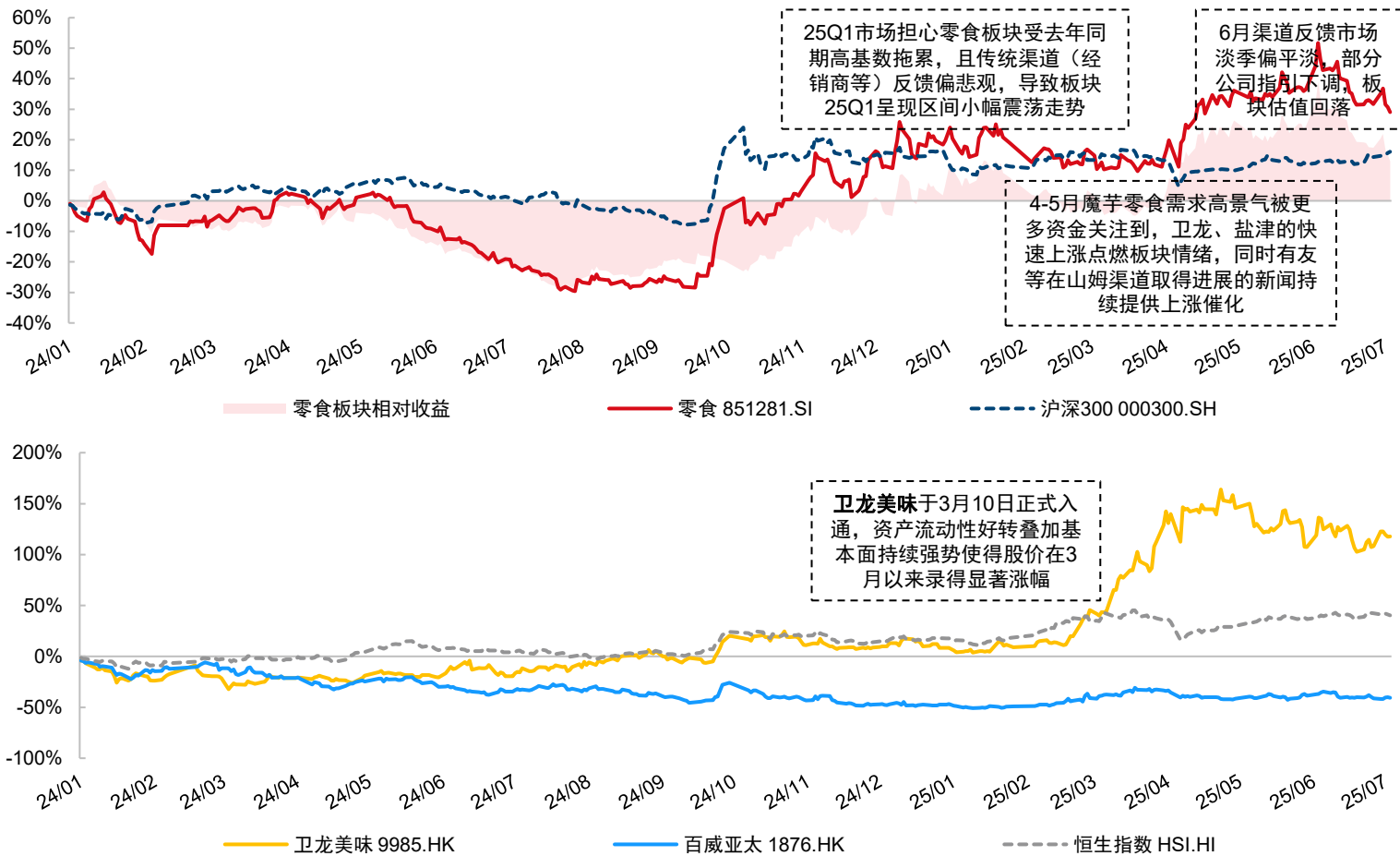
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：卫龙美味仅披露中报及年报

25H1板块走势回顾：Q2起板块超额收益明显，但个股表现差异显著

- 截至6月27日，2025年年初以来零食板块（A股）**上涨9.94%**，跑赢沪深300指数10.27个百分点，跑赢食品饮料板块17.70个百分点。
- 个股方面，个股涨跌幅表现差异显著，万辰集团/卫龙美味/西麦食品涨幅领先，甘源食品/三只松鼠/洽洽食品跌幅居前。

图：零食板块（A股）与港股零食公司卫龙美味累计涨跌幅与超额收益表现（以2024/01/01为基准）



表：零食个股年初至今涨跌幅

公司	2025年年初至今涨跌幅	2024年年度涨跌幅	2024年年初至今涨跌幅
万辰集团	112.8%	114.2%	355.8%
卫龙美味	92.4%	8.3%	108.3%
西麦食品	37.4%	19.2%	63.7%
好想你	30.6%	27.5%	66.5%
有友食品	30.3%	18.4%	54.2%
盐津铺子	25.7%	30.8%	64.5%
克明食品	1.7%	7.9%	9.7%
青岛食品	1.4%	-21.0%	-19.9%
劲仔食品	-1.9%	15.5%	13.3%
元祖股份	-3.5%	-15.8%	-18.7%
桂发祥	-4.6%	11.4%	6.3%
黑芝麻	-10.6%	15.9%	3.6%
良品铺子	-13.3%	-31.7%	-40.8%
来伊份	-15.6%	15.5%	-2.5%
桃李面包	-16.4%	-9.0%	-24.0%
洽洽食品	-21.8%	-13.8%	-32.6%
三只松鼠	-27.0%	106.3%	50.5%
甘源食品	-33.9%	39.1%	-8.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

未来展望：零食行业渠道红利有所减弱，渠道竞争依然激烈，健康化零食受到青睐



国信证券
GUOSEN SECURITIES

- **量贩零食、电商渠道红利逐步减弱，渠道流量或进一步分散。** 1) 2023-2024年量贩零食业态迅速扩店给行业带来发展红利，成为增长最为突出的赛道。但随着量贩零食门店密度已达到较高水平、部分地区同店收入出现下降的情况，且新开店的投资回报期开始超过24个月，预计2025年量贩零食单一渠道的扩张红利相较于2023年、2024年有所减弱。量贩零食龙头开始探索折扣超市（或省钱超市）赛道，目前正处于新门店模型打磨期。2) 2023-2024年内容电商市场规模迅速扩容，同样帮助部分企业创造较大的收入增量，但高额的费用投入较难维持，随着部分龙头逐步收缩对电商的投入，预计收入增速将放缓。去年以来，在量贩零食业态的领衔下，社区门店的折扣化转型趋势明显。今年以来，即时零售业态加速发展。后续随着商超等业态继续调整优化、以山姆为代表的会员店渠道有序扩张，预计后续消费者能触达的便捷度高、性价比高的渠道更加多元。
- **企业产品创新力度有所加大。** 由于标品的竞争十分激烈，部分具备较强研发能力的企业加大产品创新力度，健康化、高蛋白等成为未来零食研发方向的共识，符合长期消费趋势。此外，中式餐饮元素逐渐加入零食产品之中，打开零食创新的空间。
- **综上，我们认为零食行业的发展逻辑逐步从渠道驱动转向品类驱动。** 当前渠道端不断提高整合资源以及服务消费者的能力，并对高品质产品、创新产品、高效供应链的需求提升，加速品牌端及生产制造端的分化。

图：25Q1两大量贩零食龙头相继推出省钱超市门店模型



投资观点：优先选择品类红利突出的细分赛道龙头，推荐卫龙美味、盐津铺子



■ 零食行业维持产业链各环节提效趋势，我们判断未来零食行业企业将加速分化成三类型企业：1) 大单品型企业，在生产、制造、产品研发上具备优势，借助大单品势能持续加强品牌知名度和认可度，从而得以在多类型渠道进行渗透；2) 渠道服务型企业，善于与超级B端客户进行深入合作、为之匹配差异化产品，在特定渠道进行深耕并最大程度享受该渠道的发展红利；3) 渠道型企业，负责零食产品向消费者交付的最后一个环节，能掌控终端、可最快触达消费者，并在发展过程中逐步强化为目标客群进行选品、供应链管理的职能。年内建议优先选择品类红利突出的细分赛达龙头，例如近期火爆出圈的魔芋类零食，**继续重点推荐具备品类优势、掌握发展主动权的卫龙美味，推荐供应链及市场需求响应能力领先的盐津铺子**。同时关注预期低位但可能有新产品、新渠道突破带来估值修复的机会，如甘源食品、洽洽食品。

表：零食个股盈利预测（单位：百万元）

	2024A				2025E				2026E				总市值	PE-2025	股息率
	营业收入	YoY	归母净利	YoY	营业收入	YoY	归母净利	YoY	营业收入	YoY	归母净利	YoY	(百万元)		
洽洽食品	7,131	4.8%	849	5.8%	7,465	4.7%	685	-19.3%	7,796	4.4%	867	26.6%	10,856	15.8	4.7%
盐津铺子	5,304	28.9%	640	26.5%	6,726	26.8%	831	29.8%	8,205	22.0%	1,043	25.5%	21,157	25.5	2.1%
甘源食品	2,257	22.2%	376	14.3%	2,606	15.5%	399	5.9%	3,005	15.3%	464	16.3%	5,668	14.2	4.7%
卫龙美味	6,266	28.6%	1,069	21.4%	7,832	25.0%	1,355	27.0%	9,365	19.6%	1,633	20.5%	32,129	23.7	3.5%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理；
注：因卫龙美味2025年第二季度导入麻酱口味素毛肚新品，铺货进展顺利、动销速度较快，增强魔芋类产品收入增长动力，故我们上调卫龙美味2025-2026年盈利预测：预计2025-2026年营业收入78.3/93.6亿元（前预测值71.0/81.7亿元），归母净利13.6/16.3亿元（前预测值13.2/15.2亿元）。

04

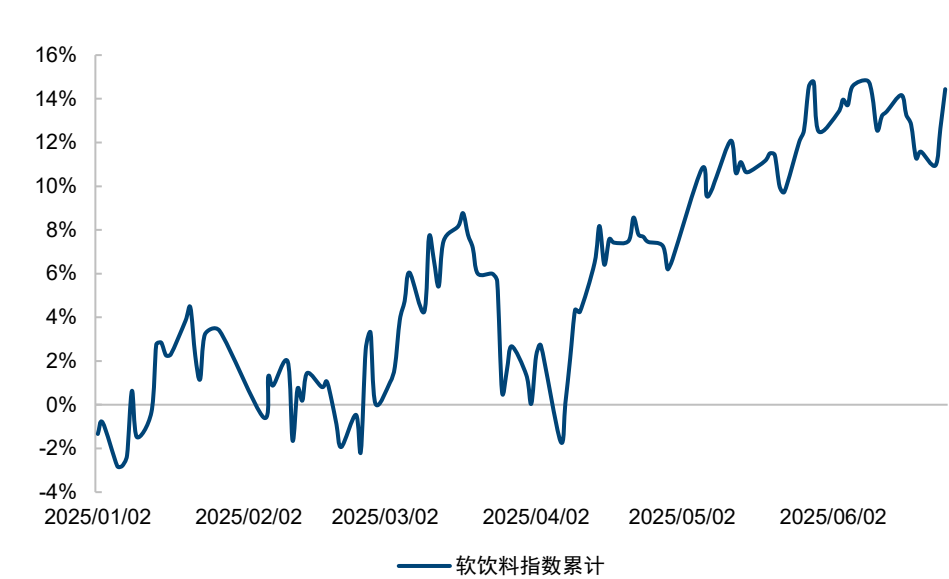
饮料：景气延续，挤压式扩容背景下优选个股

软饮料：赛道高景气延续，细分品类及企业分化



- 2025年投资策略：继续看好软饮料高景气度延续，紧握具备高景气度细分品类及渠道能力持续增强的个股机会。软饮料指数年初至今累计涨跌幅14%，延续高景气，其中东鹏饮料成分表现亮眼，YTD涨跌幅+32%。其他龙头饮料如统一/农夫/康师傅ytd23%/21%/20%。
- 软饮料赛道分化：无糖茶“降温”但仍有双位数增长；电解制水、养生水、椰子水延续景气。结合马上赢&百观等第三方数据，今年大品类无糖茶/能量饮料/水维持相对景气，细分赛道如电解质水/椰子水/大包装有糖茶在低基数下预计仍有双位数增速。其中if椰子水预计6月30日在港交所挂牌上市，24年收入增速+80%。

图：软饮料指数年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（整合A股及港股饮料龙头企业）

图：软饮指数成分YTD涨跌幅前三/后三

证券简称	YTD涨跌幅%
东鹏饮料	27.5
均瑶健康	32.3
统一企业中国	27.2
泉阳泉	0.4
养元饮品	-2.0
香飘飘	-14.9

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：25H2细分品类增速及龙头增速前瞻

赛道	25H2前瞻
电解质水	20%-30%
椰子水	15~20%
大包装有糖茶	12%
无糖茶	10%+
能量饮料	5~10%
碳酸饮料	3%
水	5%

资料来源：马上赢、wind，国信证券经济研究所整理

健康化、性价比趋势共振，推新进展分化，龙头仍表现更优

- 品类视角：近年热卖大单品从品类上有无糖茶、电解质水（运动饮料）。

电解质水：2023年疫后兴起，24年在元气外星人、东鹏补水带动下30-40%增长，运动场景扩容下仍有高增潜力；

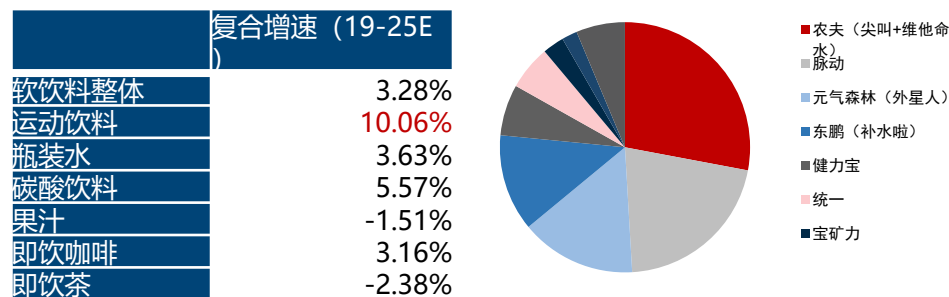
无糖茶：2021年起快速增长，增速相对放慢但仍有双位数，已形成**一超多强**局面，**农夫东方树成为绝对领军者**。

- 规格视角：大包装近两年迅速增长，受益于**家庭消费场景需求的兴起**，**后疫情时代性价比消费**，在即饮茶、电解质水、即饮咖啡等品类里占比明显提升，如康统即饮茶大包装占比30-40%，东鹏补水啦大包装占比约50%，农夫亦积极推出1.5L家庭分享装。

2025-2026年软饮料整体格局基本不变，但挤压式扩容背景下，龙头饮料在各自赛道强化优势：

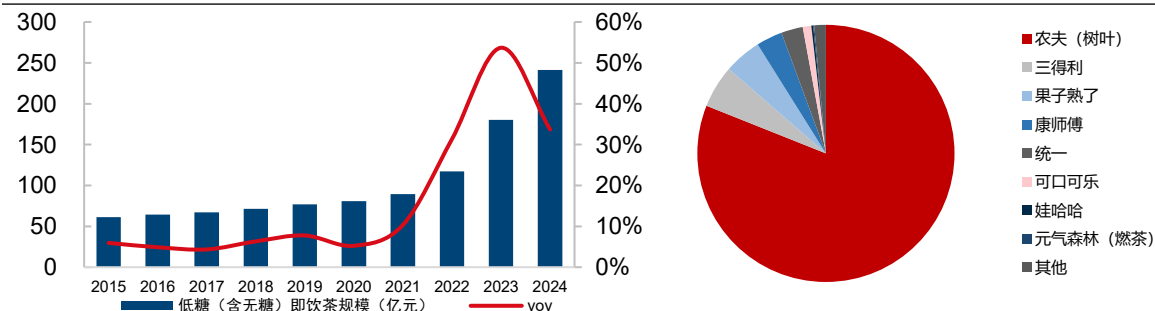
- 东鹏主品特饮维持30%出头动销增速，补水啦连续三年翻倍增长，果之茶今年两度上调收入目标。基于此我们略上修收入，同时成本红利延续+规模效应释放，利润也小幅上调；我们预计2025-26年**营业收入维持30%左右CAGR**，**业绩在成本红利&规模效应下维持更快增速**。公司有望在2026年突破300亿体量，冲刺400亿远期空间。
- 农夫是饮料行业最稀缺的**平台型企业**，今年水修复性增长，无糖茶延续景气，未来2-3年看，水/茶饮/果汁等均有望贡献增长，而炭欠、冰茶等新品类的布局，亦有望进一步打开想象空间。
- 其他如康统/露露/养元/怡宝等，所在赛道成熟，收入普遍中低单增长，但受益于提价减促（康统）&自产化率（怡宝），盈利持续提升。

表：运动饮料19-25E的CAGR在10%+



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：无糖茶近年来市场规模增长迅速，逐渐步入成熟期



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

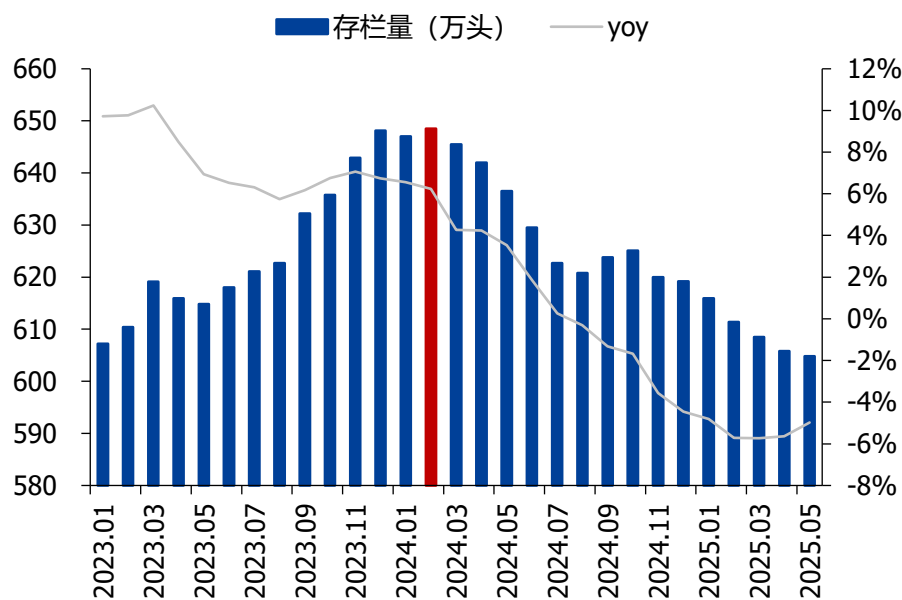
05

乳品：上游缓慢去化，需求渐进复苏，优选绩优个股

上游：存栏缓慢去化中，原奶价格仍在下行区间

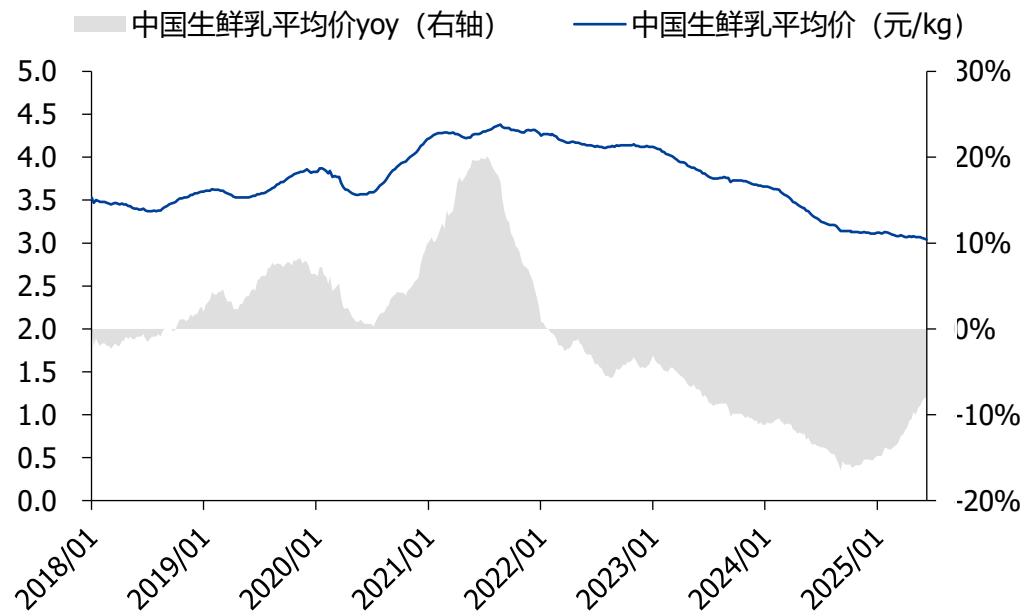
- 上游存栏缓慢去化中，原奶价格仍在下行区间，拐点预计。根据奶业协会及农业农村部数据，24年初奶牛存栏量已见顶，24年8月起同比增速转负，25年1-4月行业保持近3万头以上去化速度，**5月去化速度阶段性放缓（牛肉价格降幅环比平稳，饲料成本）**，预计5月末行业奶牛存栏接近604.8万头，相比年初下降14.4万头。展望H2，小牧业集团在青贮藏资金压力之下，仍会加速去化。叠加奶牛单产水平持续提升、成母牛占比提升，1-5月行业原奶供给量同比+1.7%。同时国内奶价仍在下行。但散奶价格同比有所回升，从24Q2散奶1元/kg回升至25Q2的2元/kg，印证供需缺口边际好转。

图：奶牛存栏量见顶回落，存栏缓慢去化中



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

图：国内奶价仍在下行区间

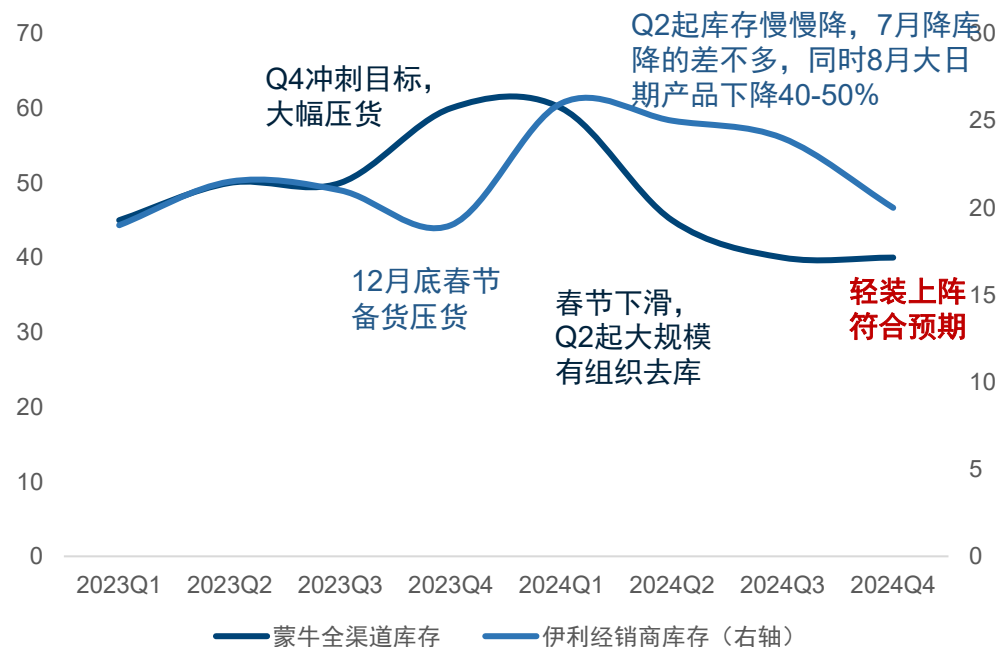


资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

下游：乳企去库调整到位，25年可期待环比改善

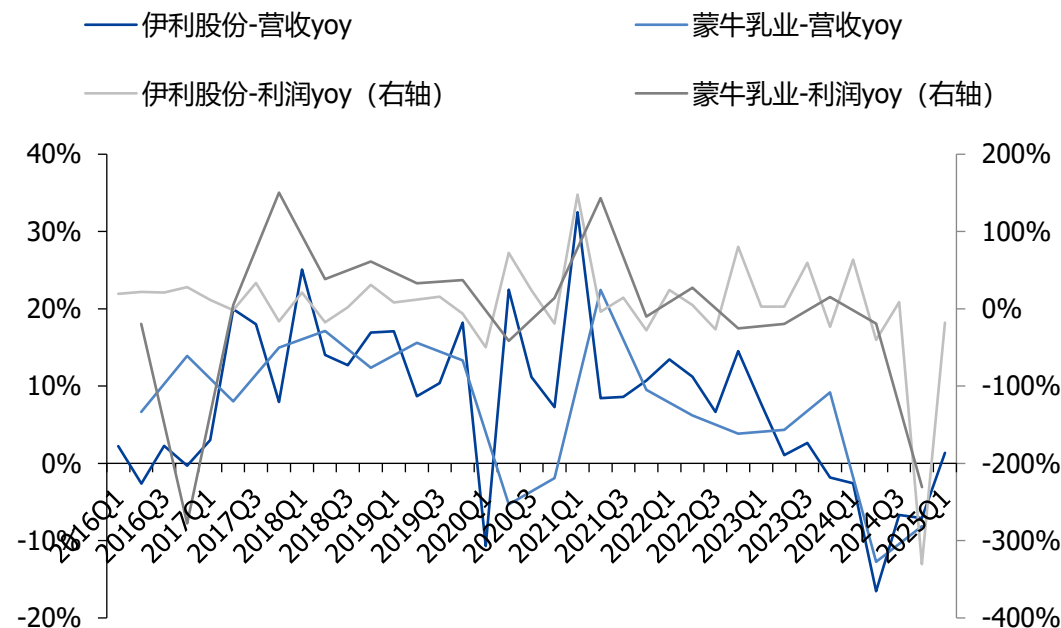
- 伊利蒙牛24年春节后主动调整销售节奏，渠道控货以恢复产品新鲜度、改善经销商盈利能力。伊利24年7月起去库已基本完成，蒙牛24H2液奶降幅环比收窄，至25Q2渠道库存保持20+天良性水平，保持历史低位。伴随去库调整到位，买赠促销相应收缩，终端价格同比略有提升，叠加精益费投，业绩超预期改善。

图：蒙牛伊利库存情况，今年春节库存低位轻装上阵



资料来源：公司年报，草根调研，国信证券经济研究所整理

图：伊利25Q1收入及业绩改善显著

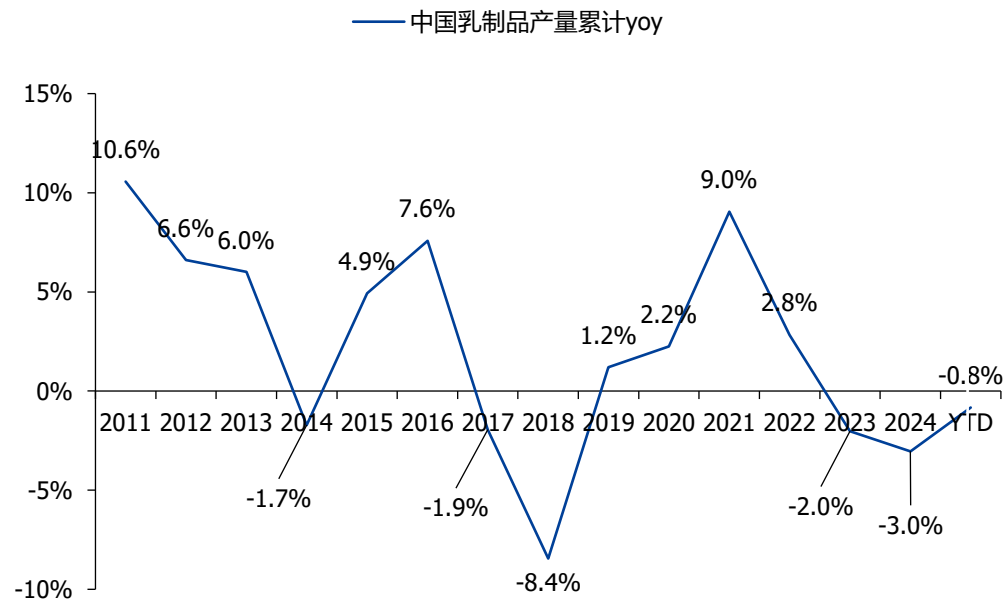


资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

展望：终端需求仍然较弱，预计25年环比改善，建议精选绩优个股

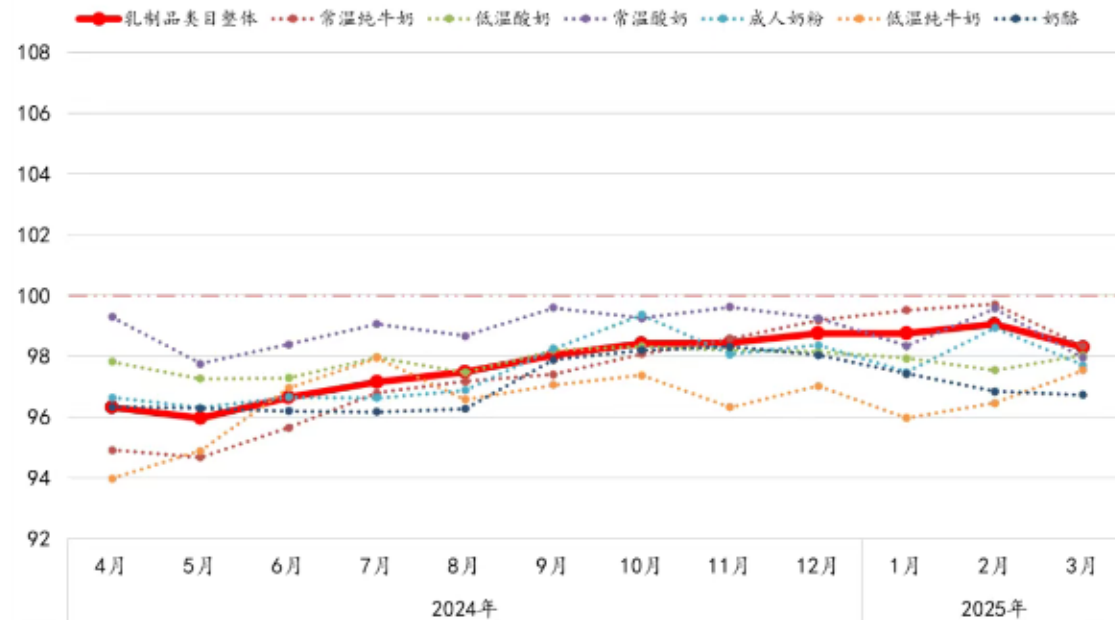
- 国家统计局口径下，25年1-5月乳制品产量同比-0.8%，尼尔森口径下行业终端动销同比个位数下滑。当前乳企去库之后，预计单价降幅收窄，销量维度略有下滑。预计短期购买力受损，需求仍在弱恢复中。
- 乳品交易成本阶段基本过去，上游缓慢去化，需求渐进复苏**，生育补贴、学生奶、牛奶券等潜在利好政策有望刺激牛奶消费提升，预计25H2行业降幅有望边际收窄。其中低温表现好于常温，结构性机会明确。

图：25年前5月中国乳制品产量同比-0.8%



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

图：截至202503，乳制品价格虽然有所回暖但同比仍有压力



资料来源：马上赢，国信证券经济研究所整理

06

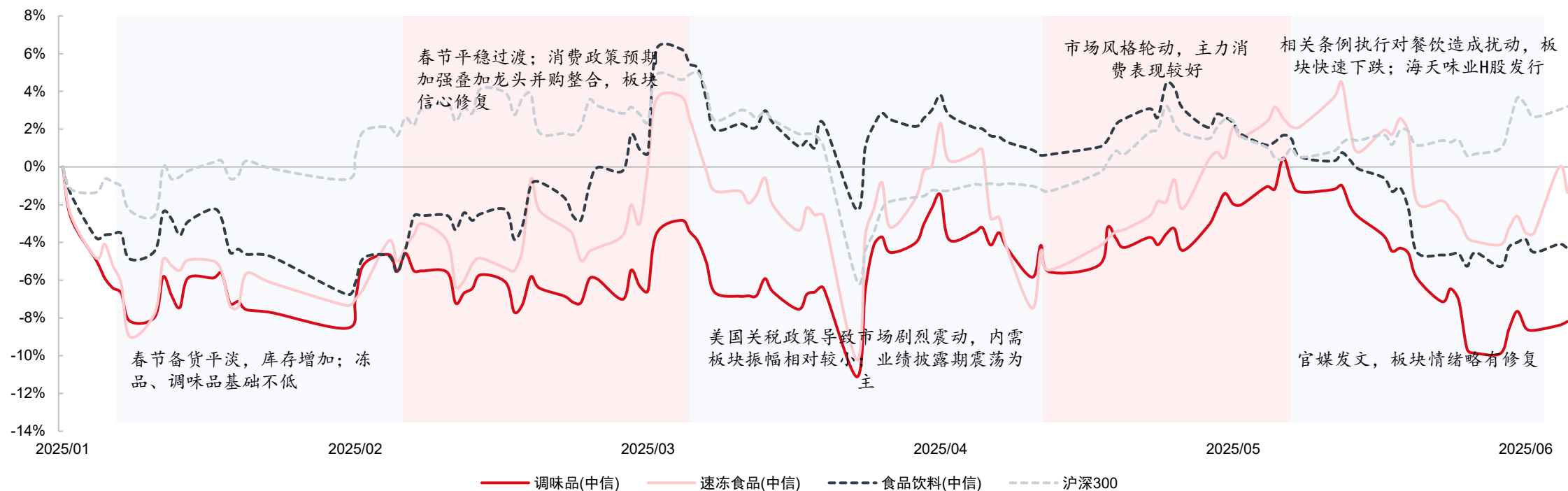
餐饮供应链：龙头经营韧性凸显，行业格局有望继续优化

市场表现：2025H1跑输大盘，板块内表现分化

截至7月1日，2025年年初以来调味品指数（中信）下跌8.2%，跑输沪深300指数11.4个百分点，跑输食品饮料板块4.6个百分点；速冻食品指数（中信）下跌1.3%，跑输沪深300指数3.9个百分点，跑赢食品饮料板块3.0个百分点。

个股方面，立高食品/巴比食品/安井食品涨幅领先，宝立食品/海天味业/天味食品股份跌幅居前。

图：2025H1餐饮供应链板块表现复盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

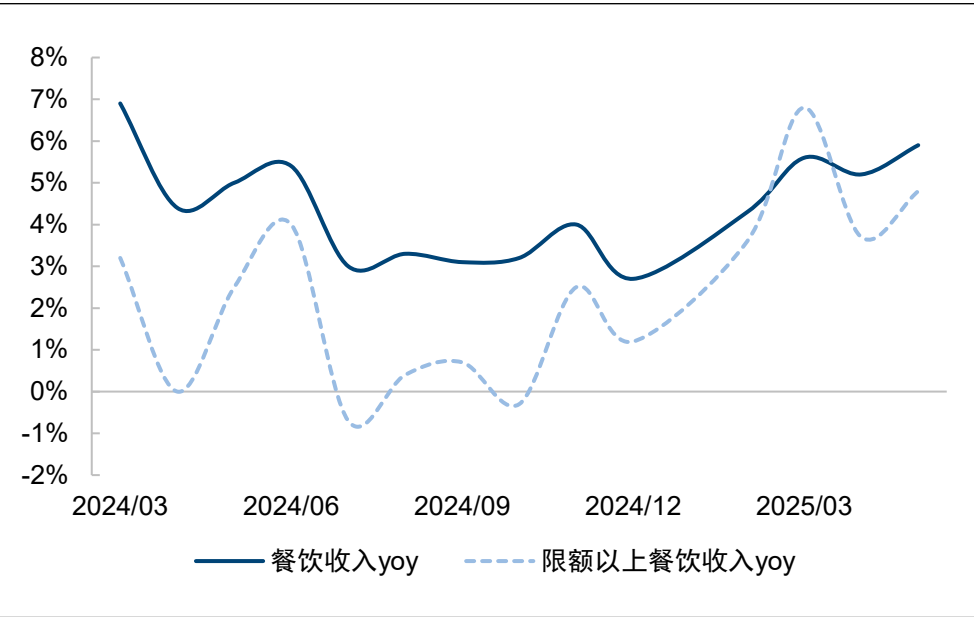
基本面：需求探底有企稳迹象，成本端呈现结构性波动



下游需求持续疲弱，有筑底企稳迹象。下游餐饮行业复苏持续受制于消费力恢复缓慢，2025年3/4/5月餐饮收入同比增长5.6%/5.2%/5.9%，其中限额以上餐饮收入复合增速仅为6.8%/3.7%/4.8%，行业增速中枢较前期有所上移，呈现筑底企稳特征。调味品凭借需求刚性维持稳健增长，具备较强抗风险能力；但在消费理性化趋势下，市场呈现中低价位产品占优的结构性特征。行业龙头企业在此环境中展现出相对优势，整体表现略优于行业。

成本端呈现结构性波动，原材料价格同比平稳。2024年末至2025年初，棕榈油、猪肉等大宗原材料价格有所上行，导致自2023年延续的成本红利有所收窄，综合来看在其他原材料同比低位基础上保持相对稳定。需求疲软背景下，B端餐饮供应与C端零售市场均面临价格竞争压力，产品单价普遍承压下行，但是在目前基数下价格因素对收入端的拖累程度或有所减轻。

图：社零餐饮收入探底企稳



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

图：原材料成本价格同比平稳

	棕榈油	白鲢鱼	豆粕	猪肉	面粉	豆油	大豆	白糖
8月	2%	9%	-28%	17%	-1%	-2%	-10%	-10%
9月	9%	9%	-31%	17%	-1%	-3%	-13%	-15%
10月	28%	7%	-28%	15%	-1%	-3%	-19%	-12%
11月	35%	10%	-26%	15%	-2%	-3%	-19%	-12%
12月	41%	11%	-24%	13%	-2%	-2%	-18%	-9%
1月	32%	9%	-22%	14%	-3%	-2%	-19%	-7%
2月	32%	10%	-8%	7%	-3%	-2%	-17%	-8%
3月	17%	6%	-3%	6%	-2%	-2%	-14%	-7%
4月	10%	2%	-4%	4%	-2%	-2%	-11%	-8%
5月	8%	1%	-5%	2%	-2%	-2%	-11%	-8%
6月	11%	-1%	-9%	-11%	-2%	-1%	-10%	-9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

展望：龙头积极储备新品，行业格局有望继续优化



板块经营压力有望逐步缓解，龙头积极储备新品。当前库存结构改善，叠加新品储备释放与政策传导效应，板块经营压力有望逐步缓解。尽管需求全面回暖仍需观察，但龙头企业凭借前瞻优势，有望率先进入企稳回升通道。

- 2025Q2餐饮供应链行业逐步进入传统淡季，同比基数开始降低，行业龙头公司正积极应对环境变化，重点推进新产品开发与渠道优化。
- 宏观层面政策支持力度增强，多地区陆续推出餐饮消费刺激举措，有助于稳定下游餐饮门店经营预期。2025年3月至5月餐饮市场已显现筑底迹象，全国餐饮收入同比增速企稳，消费环境边际改善为板块复苏提供支撑。

企业积极通过并购整合资源，推动行业集中度提升与结构优化。例如安井食品2025年4月以4.445亿元收购高端鳕鱼制品商鼎味泰70%股权，后者此前已整合冷冻烘焙业务，加速切入精品商超及餐饮渠道。餐饮供应链企业积极实施并购动作，聚焦细分领域核心能力，通过渠道协同与品类互补，有望促进行业集中度提升。

图：餐饮供应链公司积极推出新品

公司	新品
海天味业	薄盐味极鲜
涪陵榨菜	乌江冰鲜榨菜、“只有乌江”系列、榨菜酱
颐海国际	酸辣凉拌汁、椒麻凉拌汁
天味食品	果蔬咖喱、麻辣香锅煲（山姆）、重庆辣子鸡调料、小龙虾调料等
宝立食品	新口味冲泡意面、烤肠
安井食品	肉多多烤肠、活鱼现杀嫩鱼丸、虎皮炸蛋、象形包等
千味央厨	虎皮鸡爪、中式饭团、八宝饭等
立高食品	奶油、冰乳酪蛋糕等
三全食品	新中式茶粽、椰蓉风味手抓饼、空炸系列

资料来源：公司官网，Wind，冷冻食品，调料家，国信证券经济研究所整理

图：餐饮供应链公司并购陆续落地

公司	并购标的	时间	支付对价	详情
千味央厨	味宝食品	2023年3月	定增资金中使用4186万元购买80%股权（收购后持有100%）	主要产品包括黑糖粉圆、琥珀粉圆等茶饮配料，主要客户为肯德基、必胜客、85度C等。
海欣食品	东鸥食品	2023年4月	受让价格合计不超过1326万元（51%股权）	东鸥食品主营业务为鲍鱼及预制菜的加工、销售等业务；整体估值不超过2,600万元。
天味食品	食萃	2023年5月	股权转让+增资入股，投资3.62亿元收购55%股权	专注中小B端餐饮复合调味料，旗下三大品牌覆盖众多餐饮终端，线上布局多家店铺。
天味食品	加点滋味	2024年12月	全资子公司收购63.84%股权	主打C端创新复合调味品，产品线包括家常小馆、轻食料理、风味汤底系列，热销单品有关东煮、寿喜烧调料。
涪陵榨菜	味滋美	2025年4月	发行股份及支付现金的方式购买51%股权（对价尚未公布）	味滋美主要从事川味复合调味料、预制菜的研发、生产和销售2024年味滋美实现营收2.65亿元，净利润3962.45万元。
安井食品	鼎味泰	2025年4月	以4.445亿元收购70%股权	鼎味泰利用深海鳕鱼原料打造速冻关东煮、火锅料产品切入精品商超、连锁餐饮以及便利店渠道，2024年3月鼎味泰收购百卡弗中国冷冻烘焙业务。

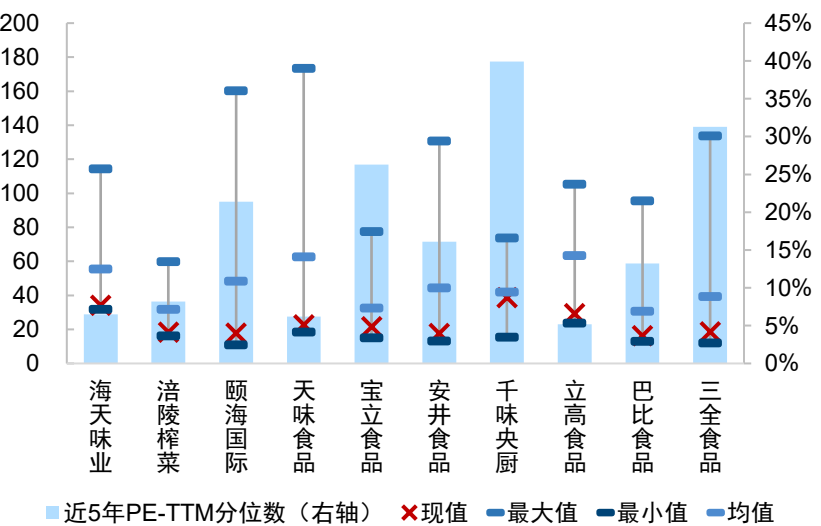
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

投资建议：龙头经营具有韧性，当前板块估值具有性价比



- 餐饮供应链板块表现依赖于B端需求与C端消费能力的修复进程。回顾2023-2024年，板块景气度的恢复整体呈现平稳态势，主要受制于经济环境弱复苏带来的扰动。随着系列稳增长、促消费政策的持续落地见效，消费信心与居民消费能力在2024年下半年至2025年逐步显现企稳、改善迹象，需求端的制约因素已逐步减弱。站在2025年中，大部分品类进入季节性淡季，仍需密切观察即将到来的旺季销售表现，以及B端餐饮需求的持续性恢复和C端消费力回升的实际强度与节奏。企业层面看，即使在前期需求相对偏弱的阶段，各龙头企业具有较强的抗风险能力和经营韧性，积极调整策略，开拓潜力渠道，并按照自身规划有序推出新品。
- 当前餐饮供应链食品企业估值处于较低位置，海天、天味、安井、立高等龙头PE-TTM均处于5年10%分位以下，龙头性价比较高。推荐关注企业自身经营管理能力强、成长具备韧性，餐饮链修复后有望率先改善的海天味业、安井食品、颐海国际以及新品持续贡献的立高食品。

图：当前餐饮供应链板块估值情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：盈利预测

公司	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)		yoy		归母净利润 (亿元)		yoy	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
海天味业	2,263	296.8	324.4	10.3%	9.3%	71.4	77.9	12.6%	9.1%
天味食品	119	38.5	42.2	10.8%	9.5%	7.1	7.7	13.2%	9.4%
涪陵榨菜	147	25.8	27.6	8.0%	7.1%	8.7	9.3	8.5%	7.5%
颐海国际	143	71.3	77.1	9.0%	8.2%	8.3	9.1	11.6%	10.7%
安井食品	224	163.3	177.8	7.9%	8.9%	15.9	17.1	6.9%	7.8%
千味央厨	28	19.5	21.0	4.6%	7.5%	1.0	1.2	23.1%	12.7%
三全食品	97	68.3	72.5	2.9%	6.3%	5.6	6.0	3.9%	6.8%
立高食品	80	43.7	48.2	13.9%	10.4%	3.2	3.7	18.6%	15.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

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

分析师承诺

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

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032