

# 行稳致远，聚焦修复与成长方向

## 大众品行业2025年中期投资策略

证券分析师：姚星辰 执业证书编号：S0630523010001

证券分析师：吴康辉 执业证书编号：S0630525060001

邮箱：wkh@longone.com.cn

2025年7月7日

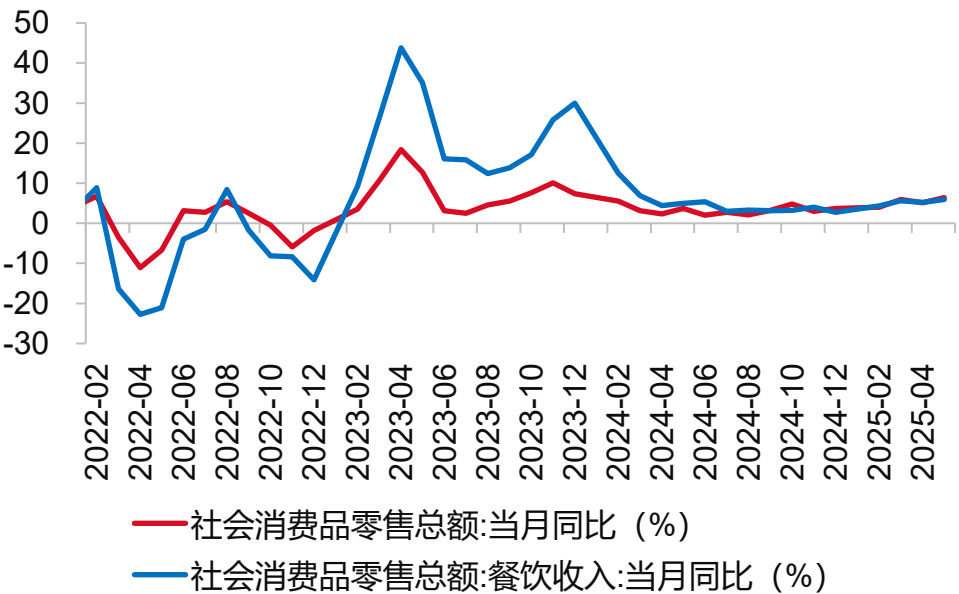
## 大众品：行稳致远，聚焦修复与成长方向

- 2025年以来，消费复苏缓慢，传统食品饮料需求承压，细分板块呈现结构性机会。建议优先关注成长性较强的零食，以及处于向上修复阶段的啤酒和乳制品。
- **啤酒：需求边际改善，成本下行释放利润弹性。**2024年终端消费较弱，啤酒龙头推进渠道库存去化，库存水平处于历史低位，板块估值回落至5年低分位。2025年1-5月社零餐饮收入同比有所改善，在旺季低基数和消费政策刺激下，啤酒销售数据修复确定性较高，有望催化估值抬升。另外成本仍处于下行周期，叠加产品结构持续优化，利润弹性可期。建议关注生鲜高端化优势突出，盈利改善稳健的**青岛啤酒**和成长势能强劲的**燕京啤酒**。
- **零食：品类与渠道共振，高成长延续。**零食板块呈现高景气度和高成长性，强品类与新渠道持续催化。从产品来看，消费者需求升级趋势明显，健康功能性零食备受关注，以魔芋为代表的产品快速出圈，兼具健康属性和味觉体验，实现高增。从渠道来看，零食量贩跑马圈地后，两大龙头占据主要市场份额。此外，会员商超渠道崛起，选品引领行业潮流，成为各大零食企业新的发力点。建议关注**盐津铺子**、**劲仔食品**。
- **乳制品：供需格局逐步改善，静待周期拐点到来。**生鲜乳价格持续创年内新低，奶牛养殖亏损幅度增加，产能有望加速去化。同时，随着气温升高行业减产以及夏季冷饮乳品消费需求的增加，原奶库存有望持续降低。供需格局逐步改善，静待原奶周期拐点到来。奶价企稳后带动乳企盈利能力提升，行业竞争格局更加优化。当前乳企更加强调利润率重要性。建议关注头部乳企**伊利股份**及低温业务迅速增长的**新乳业**等。
- **风险提示：**宏观经济的影响；成本波动的影响；食品安全的影响；竞争加剧的影响。

## 社零增速稳定上行，期待需求逐步回暖

- 今年以来社零增速稳定上行，期待需求逐步回暖。2025年5月社零同比+6.4%，其中餐饮收入同比+5.9%。受国补叠加大促的影响，5月社零增速同比亮眼，餐饮延续稳定增长态势，期待政策推动下内需逐步回暖。
- 成本红利仍存。今年以来，大众品主要原材料价格仍处于调整或温和上行阶段，成本红利仍存。

我国社零增速及餐饮收入增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

主要原材料价格变化

|     | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年初至今 |
|-----|-------|-------|-------|----------|
| 生猪  | 5%    | -14%  | 9%    | -7%      |
| 白羽鸡 | -1%   | -3%   | -1%   | -8%      |
| 生鲜乳 | -4%   | -11%  | -15%  | -2%      |
| 大麦  | 38%   | -29%  | -10%  | -2%      |
| 豆粕  | 33%   | -17%  | -25%  | -1%      |
| PET | -6%   | 0%    | -13%  | -1%      |
| 瓦楞纸 | -16%  | -9%   | 5%    | -13%     |
| 铝锭  | -5%   | 2%    | 3%    | 4%       |

资料来源：Wind，东海证券研究所，截至2025年6月底



# CONTENTS

**一、啤酒：关注渠道结构，静待量价修复**

**二、零食：品类与渠道共振，高成长延续**

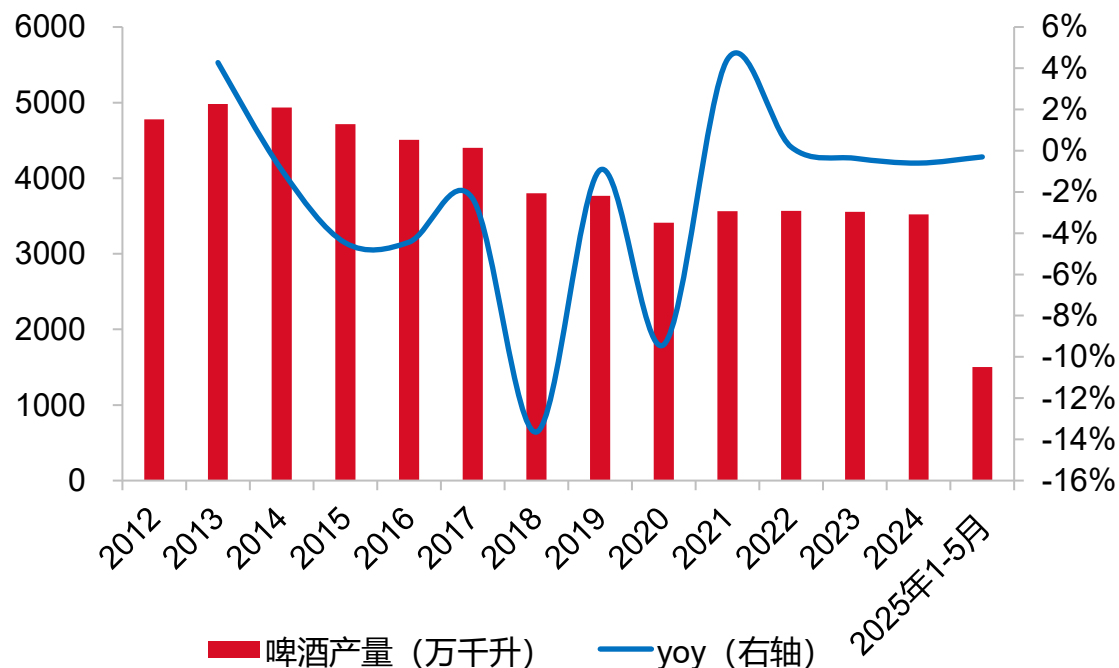
**三、乳制品：供需格局改善，奶价有望企稳**

**四、风险提示**

## 量稳价增仍为啤酒行业发展主旋律

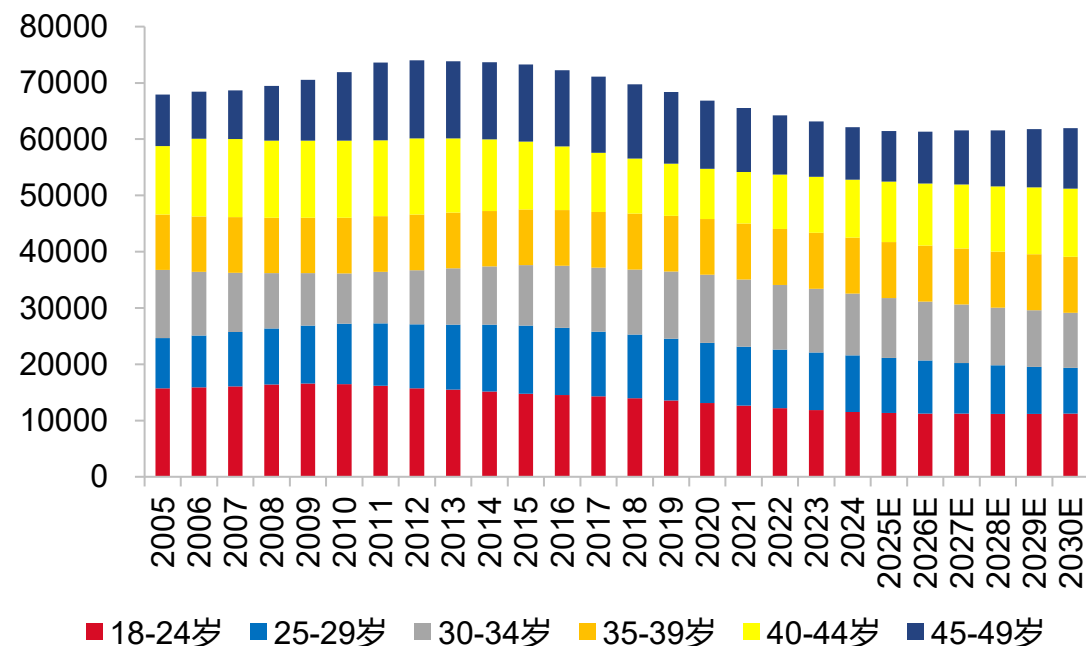
- 近4年啤酒产量企稳，预计未来5年啤酒产量仍维持稳定。啤酒主力消费人群以18-49岁为主，自2013年啤酒主力消费人群见顶后，啤酒产量逐步下降。2021年以来啤酒产量企稳，年产量在3500万千升左右，根据国家统计局数据，2024年啤酒产量为3521.3万千升，同比下降0.6%，2025年1-5月为1500.80万千升，同比下降0.3%。我们根据国家统计局每年出生人口数据测算，2024-2029年啤酒主力消费人群数量CAGR为-0.11%，预计啤酒行业产量维持稳定。

2021年以来啤酒产量维持稳定



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

啤酒消费主力数量2024-2029年CAGR为-0.11% (人)

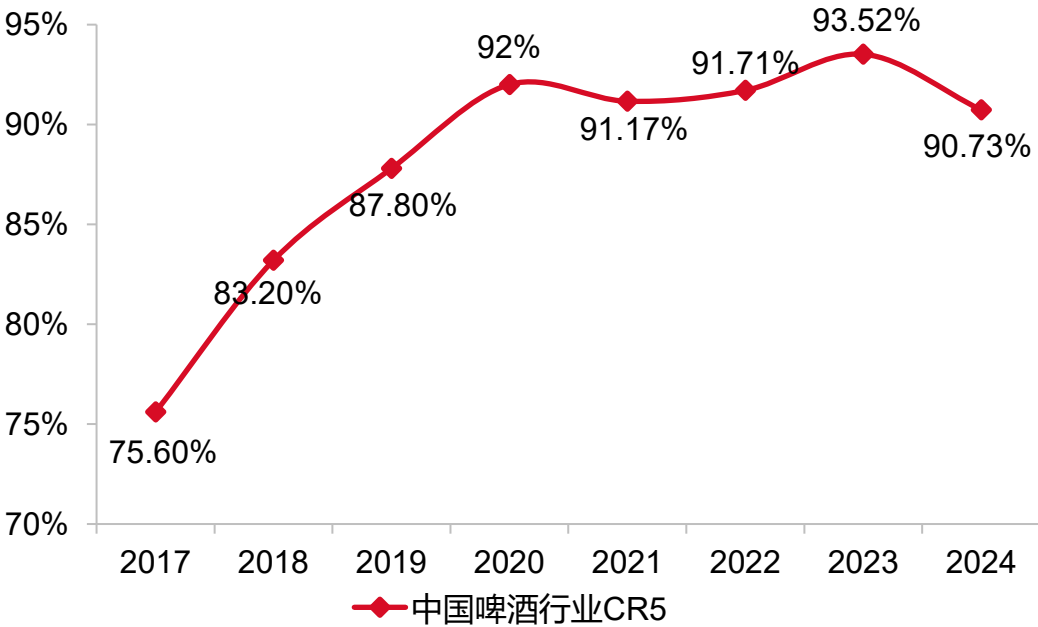


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 量稳价增仍为啤酒行业发展主旋律

- 价增空间仍较充足，短期优先关注6-10元价格带。当前啤酒行业集中度高，竞争格局清晰，中国五大啤酒公司的市场份额超过90%，我们测算2024年CR5达90.73%。在行业集中度提升有限的背景下，“价增”仍为龙头推动业绩增长的主要手段。从产品结构来看，各啤酒企业的中高端产品销量比重的提升空间仍较充足，在当前消费弱复苏的背景下，6-10元价格带确定性较高，一方面受低端产品升级驱动，另一方面承接高价格带的需求回落。

中国五大啤酒公司的市场份额超过90%



资料来源：中国酒业协会，东海证券研究所

各啤酒企业产品结构占比情况

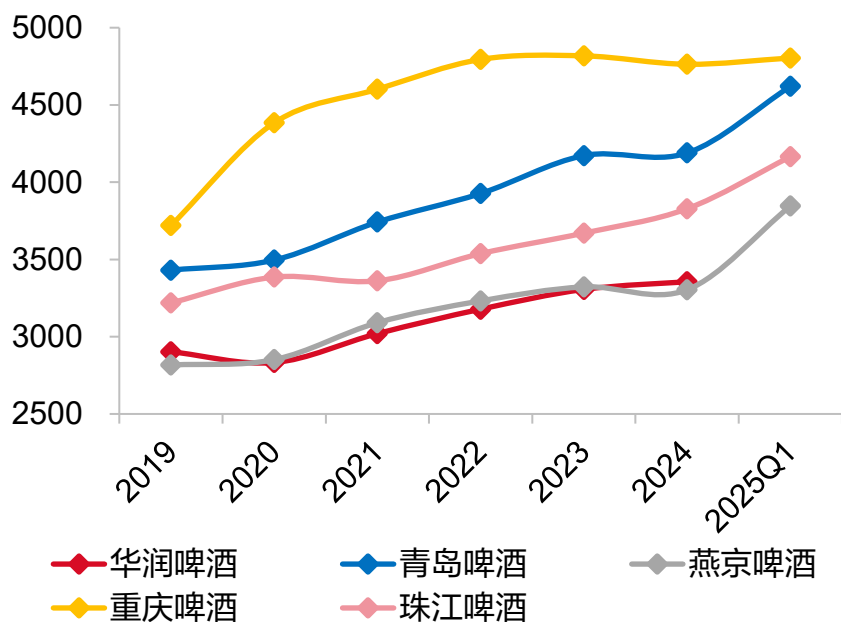
| 公司名称 | 产品结构   | 2019年销量比重 | 2024年销量比重 |
|------|--------|-----------|-----------|
| 华润啤酒 | 次高端及以上 | 11.5%     | 22.99%    |
|      | 其他     | 88.5%     | 77.01%    |
| 青岛啤酒 | 青岛主品牌  | 50.31%    | 57.56%    |
|      | 其他品牌   | 49.69%    | 42.44%    |
| 燕京啤酒 | 中高档    | 54.62%    | 67.01%    |
|      | 普通     | 45.38%    | 32.99%    |
| 重庆啤酒 | 高档     | 15.39%    | 48.98%    |
|      | 主流     | 62.66%    | 47.26%    |
|      | 经济     | 21.95%    | 3.75%     |

资料来源：各公司公告，东海证券研究所

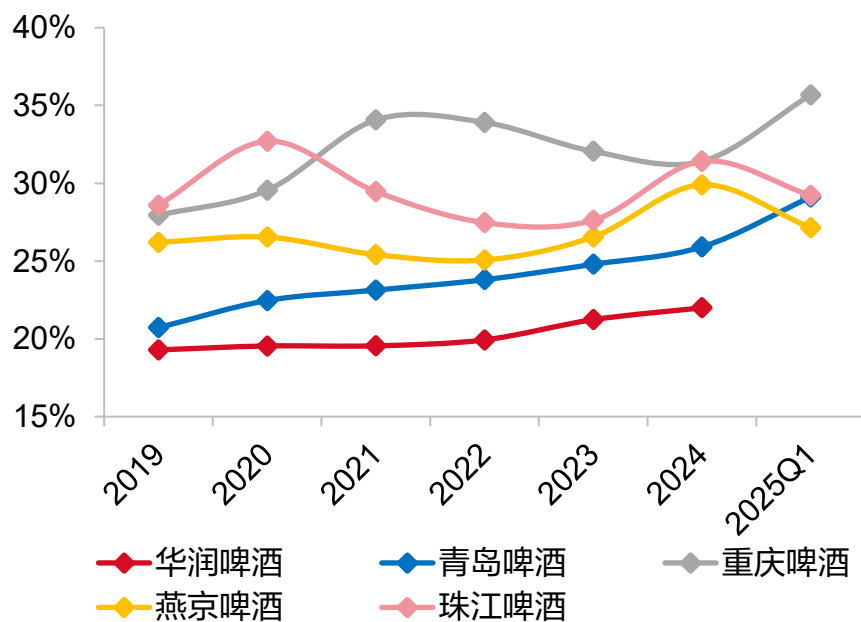
## 量稳价增仍为啤酒行业发展主旋律

- **高端化韧性强劲，2025年旺季修复可期。**长期看，高端化策略推动各啤酒龙头吨价稳步提升，同时通过毛销差的扩大，实现盈利能力改善，2019-2024年，华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒的归母净利润CAGR分别为29.29%、18.42%、38.16%、25.27%、10.17%。短期看，虽然2024年消费疲软，全国化啤酒龙头吨价承压，但毛销差仍在提高，表明高端化的韧性强劲。随着旺季来临，在低基数下和消费政策持续提振，啤酒有望迎来修复增长。

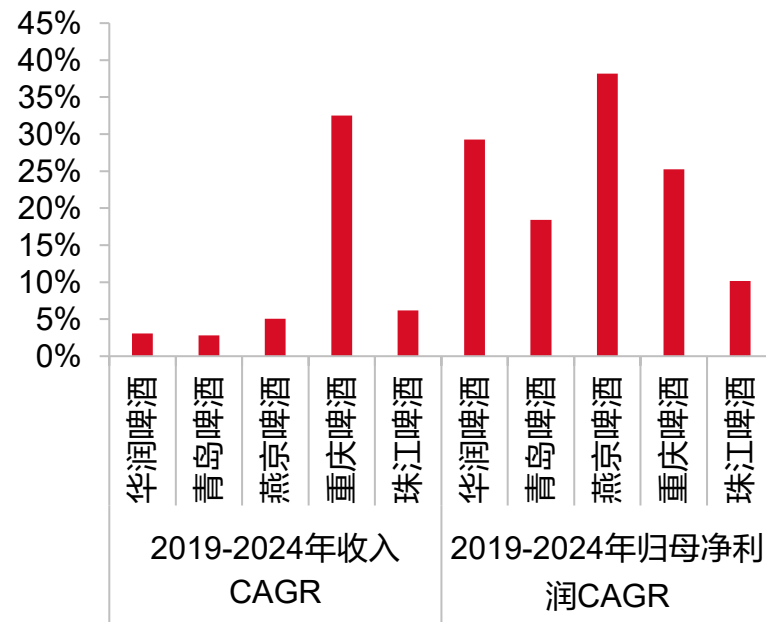
### 各啤酒企业吨价逐步提升（元/千升）



### 各啤酒企业毛销差变化情况



### 各啤酒企业2019-2024年收入和利润CAGR



资料来源：公司公告，东海证券研究所

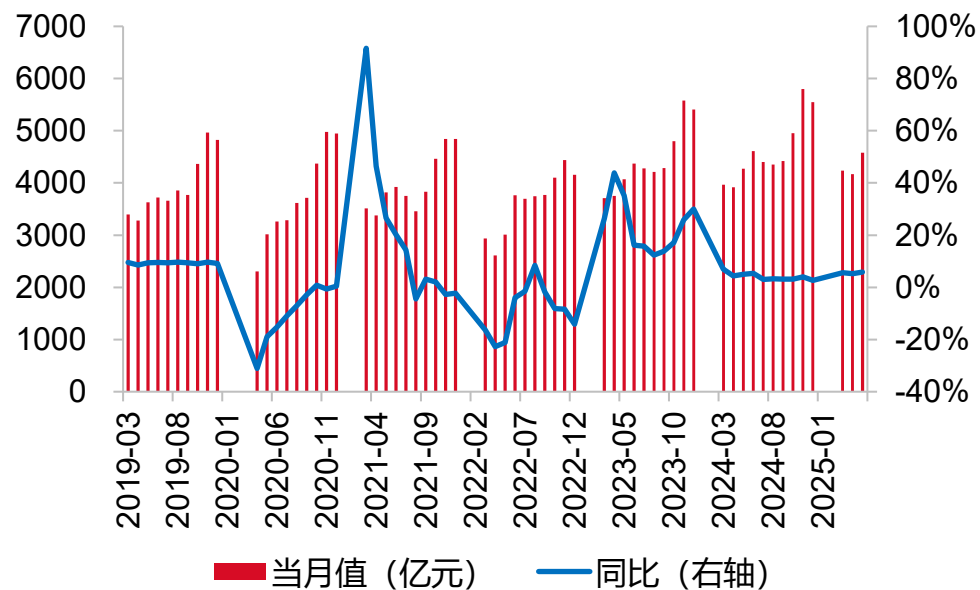
资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

## 高端化路径：聚焦品类创新与非即饮渠道的产品结构升级

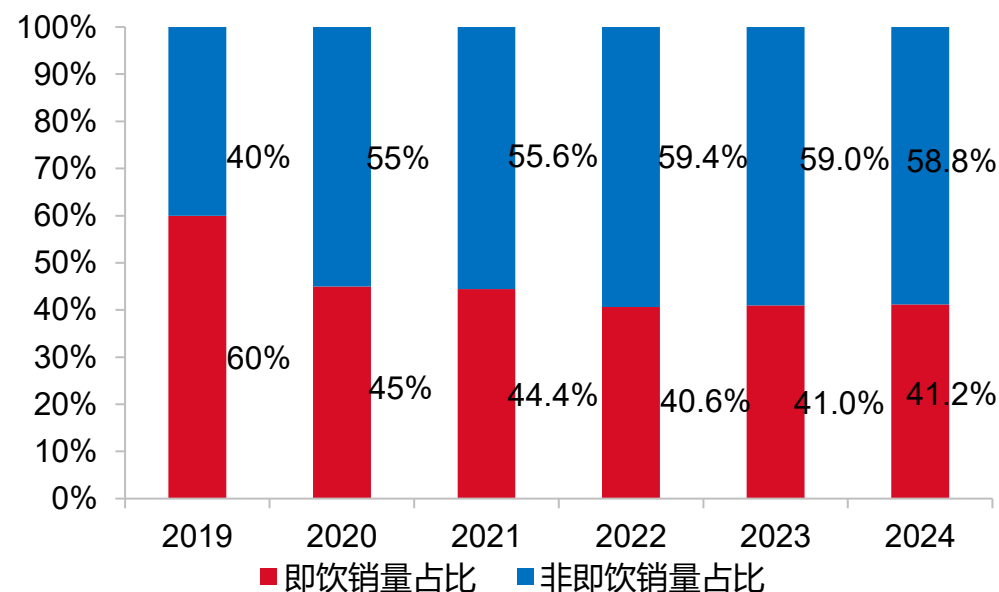
- 加快品类创新和非即饮渠道的产品结构升级。近些年由于居民消费意愿减弱，外出就餐次数减少导致餐饮等现饮渠道疲软，因此吨价提升速度有所放缓。以全国化龙头青岛啤酒为例，非即饮销量占比从2019年40%提升至2024年58.8%。若餐饮受消费刺激政策修复，可期待吨价提速；而目前餐饮维持弱复苏情况下，各啤酒龙头一方面要推动非即饮渠道的产品结构升级与罐化率提升，另一方面要通过品类的创新与优化，如无醇啤酒、果啤，满足个性化需求与实现单价的提升。

### 近些年餐饮收入恢复速度较缓慢



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

### 2024年青岛啤酒非即饮销量占比接近60%

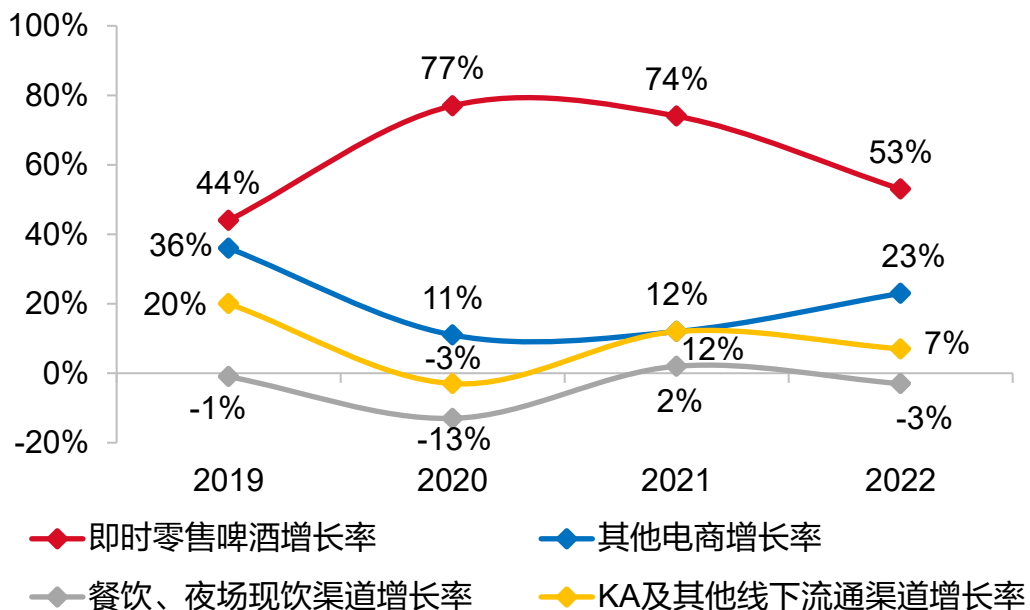


资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 高端化路径：抓住即时零售新机遇

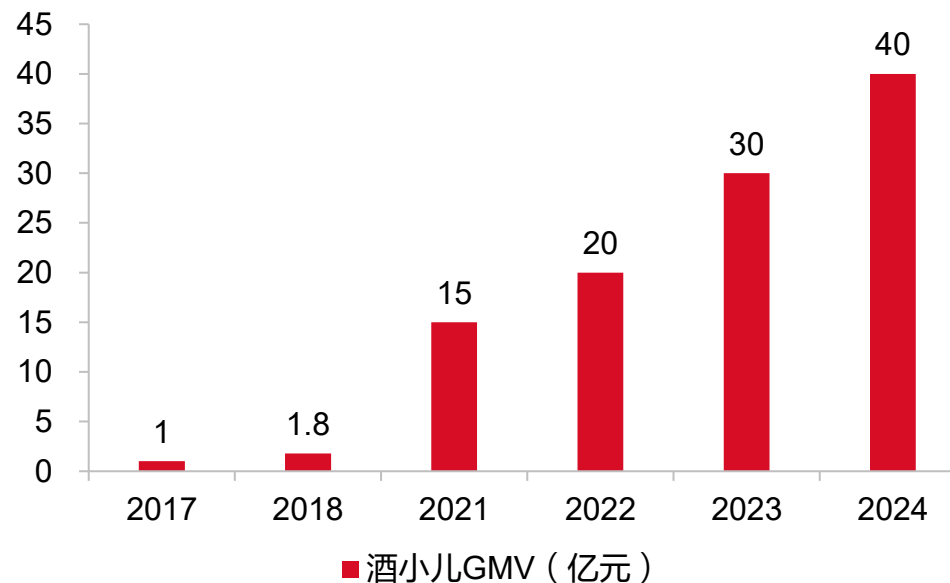
- **即时零售或带来啤酒行业新机遇。**啤酒消费通常属于冲动性购买，对时效性要求高，而传统电商由于配送时间无法匹配消费者需求，因此之前线上啤酒销售占比较低。受益于疫情催化即时零售新业态蓬勃发展，酒小二、歪马送酒等垂直类平台通过“统一自营供应链+前置仓模式+自配送”，以平均30分钟内送达，有效满足啤酒消费者应需式需求。2019-2022年，啤酒在即时零售渠道的增速最高，复合增速达67.42%，我们认为即时零售渠道能承接部分现饮购酒的需求，或为啤酒行业带来新机遇。

### 啤酒在即时零售渠道增速最高



资料来源：2023即时零售酒类白皮书，东海证券研究所

### 酒小二GMV增长迅速

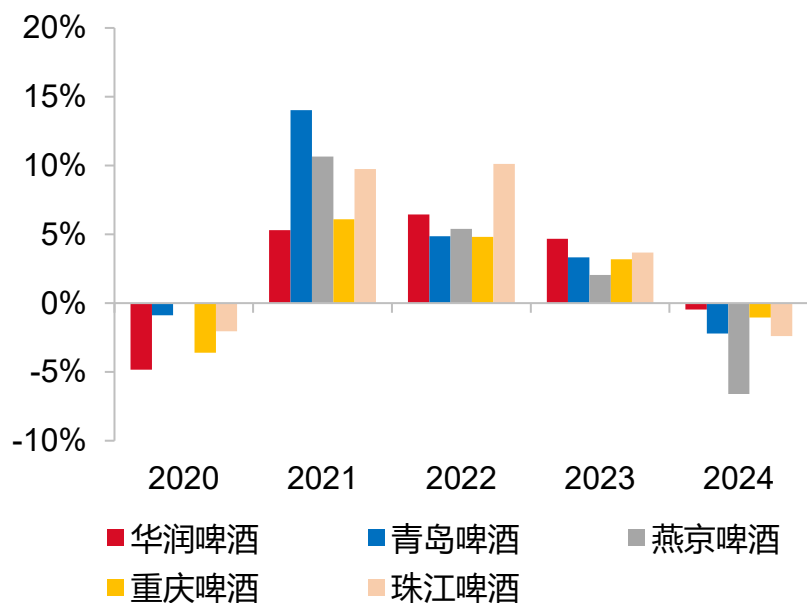


资料来源：酒小二官网，东海证券研究所

## 2025年成本红利持续释放，助力盈利改善

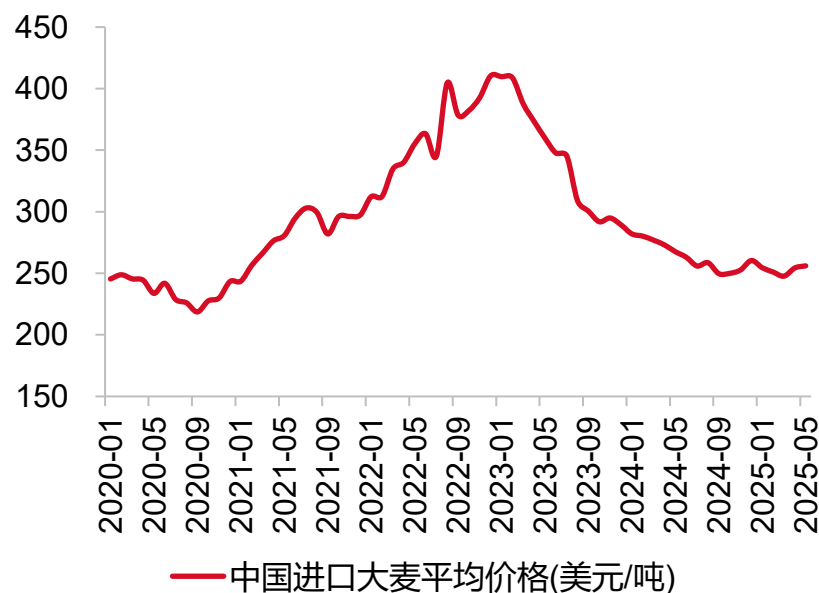
- **2025年成本红利持续释放。**从成本端来看，自2023年澳麦“双反”政策取消，进口大麦价格持续下降，及包材价格震荡下行，啤酒企业从中享受成本红利。2024年华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒吨成本分别同比下降0.46%、2.21%、6.60%、1.05%、2.40%。截至2025年5月，进口大麦均价同比下降4.30%，瓦楞纸同比下降2.26%，预计2025年啤酒企业仍享受原材料成本下降的红利。

### 各啤酒企业吨成本变动比率



资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 中国进口大麦平均价格



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 瓦楞纸出厂价（元/吨）



资料来源：Wind，东海证券研究所

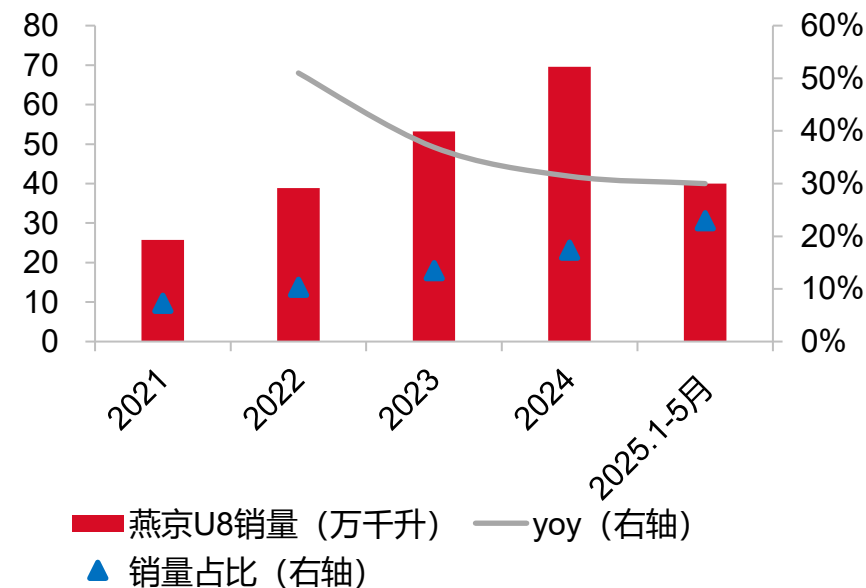
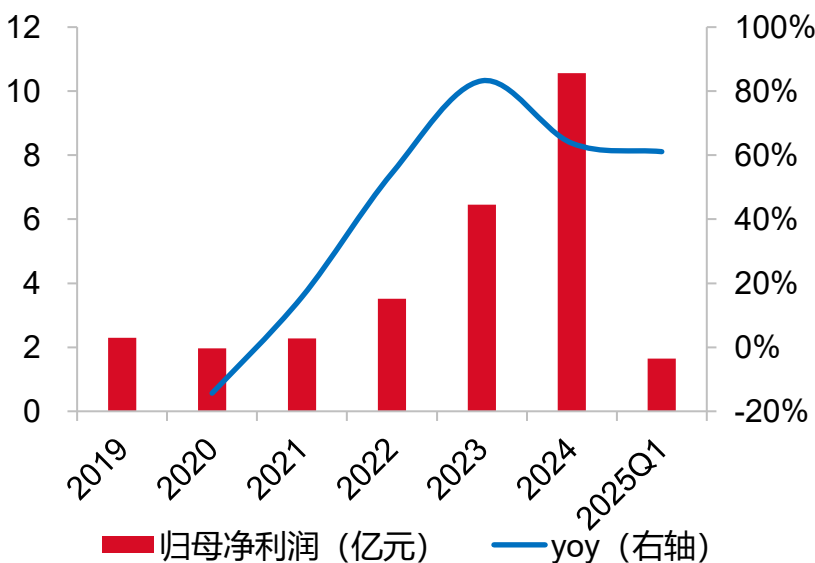
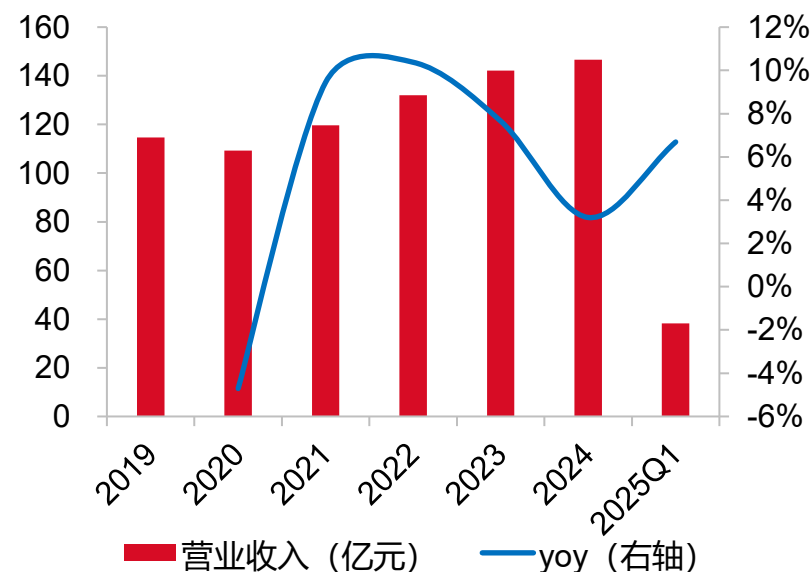
## 燕京啤酒：成长势能强劲，未来业绩可期

- “十四五”改革推动公司走出低盈利困局，“十五五”成长方向务实明确。“十四五”以来，公司改革成效显著，成功打造出全国化大单品U8且推动公司走出低盈利困局，2024年U8体量达70万吨，2019-2024年公司归母净利润CAGR达35.64%。“十五五”公司力争赶超头部企业，产品端将围绕U8推出系列产品并提升U8终端销售占比，2025年1季度U8延续30%以上的增速，1-5月销量已突破40万吨，销量占比达23%，相比2024年末提升5.5pct。渠道端积极拥抱即时零售和在零售渠道加快罐化率提升。区域上，今年新增百城工程，与百县工程共同开拓空白市场。

2019-2024年营业收入CAGR为5.04%

2019-2024年归母净利润CAGR为35.64%

2025年U8保持高成长势能



资料来源：Wind，东海证券研究所

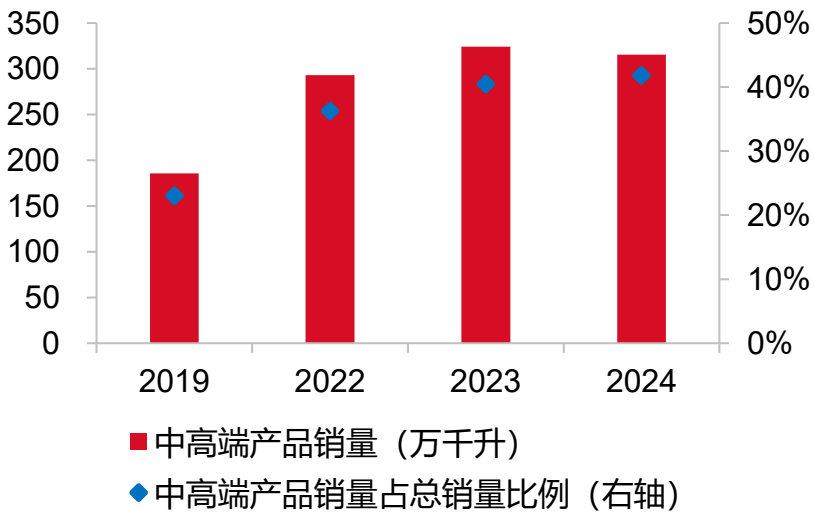
资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：公司公告，东海证券研究所  
注：2025年1-5月U8增速以30%估算

# 青岛啤酒：短期关注补库需求，长期战略方向明确

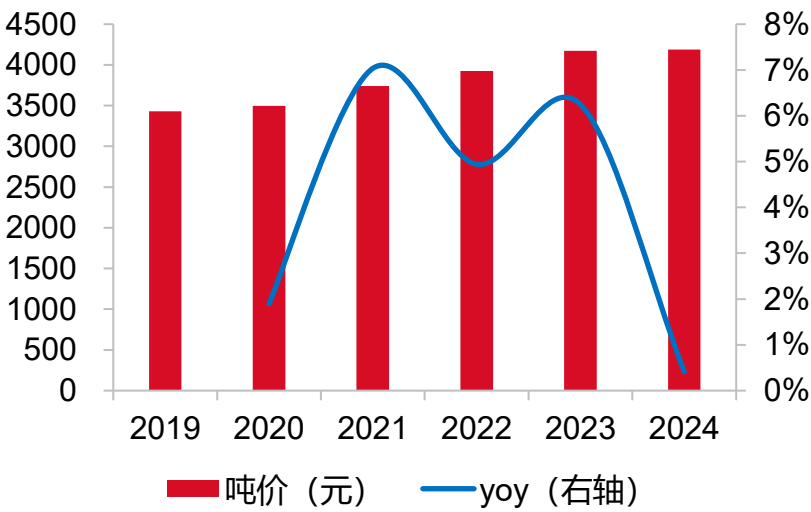
- 盈利提升能力稳健，未来重点布局南方市场与即时零售。公司高端化持续兑现，2019-2024年归母净利润CAGR为18.62%。2024年公司主动去库，2025年迎来补库需求，在低基数旺季下，有望获得修复性增长。另外，公司换届靴子落地，未来五年发展战略规划为以消费者为中心，实现量利齐升。区域上，加大南方市场投入力度。2024年，公司优化了南方市场的资源配置、机制、产品矩阵后，当前成效初显，2025Q1，南方增速高于公司整体。产品上，推动经典体量超300万吨，持续对纯生进行升级。渠道上，积极布局即时零售，强化生鲜供应链建设，预计2025年末30分钟新鲜直送模式覆盖至38个城市。

中高端产品销量比重稳步提高



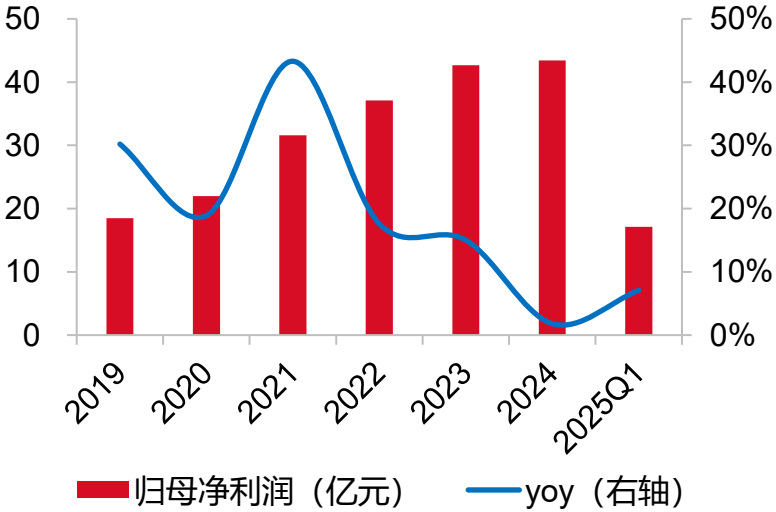
资料来源：公司公告，东海证券研究所

2019-2024年吨价持续上行



资料来源：Wind，东海证券研究所

2019-2024年归母净利润CAGR为18.62%



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 投资建议

- **需求边际改善，成本下行释放利润弹性。**2024年终端消费较弱，啤酒龙头推进渠道库存去化，库存水平处于历史低位，板块估值回落至5年低分位。2025年1-5月社零餐饮收入同比有所改善，在旺季低基数和消费政策刺激下，啤酒销售数据修复确定性较高，有望催化估值抬升。另外成本仍处于下行周期，叠加产品结构持续优化，利润弹性可期。建议关注生鲜高端化优势突出，盈利改善稳健的**青岛啤酒**和成长势能强劲的**燕京啤酒**。



# CONTENTS

**一、啤酒：关注渠道结构，静待量价修复**

**二、零食：品类与渠道共振，高成长延续**

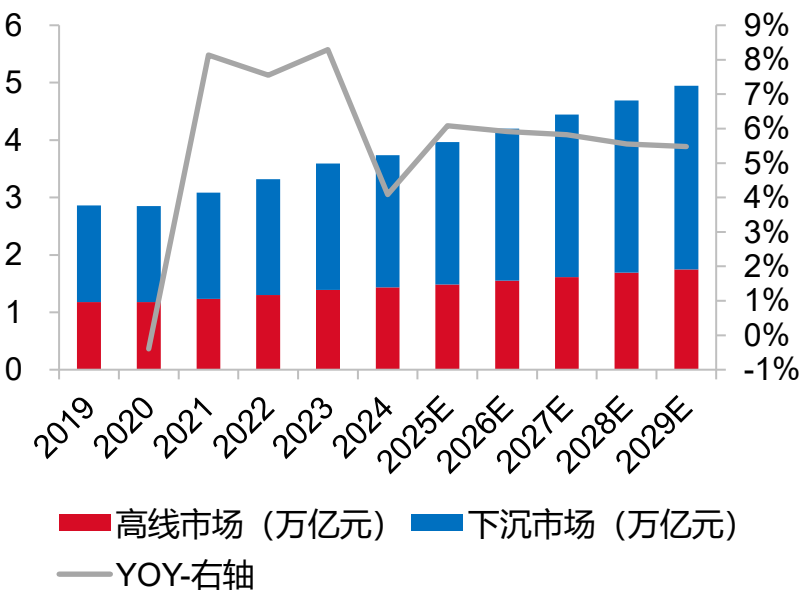
**三、乳制品：供需格局改善，奶价有望企稳**

**四、风险提示**

# 零食行业规模稳定增长，下沉市场加速渗透

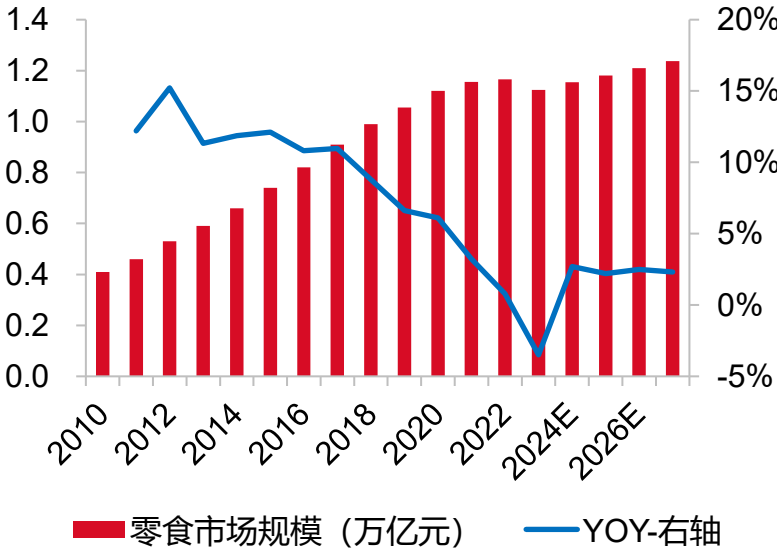
- 零食行业进入稳增长阶段，下沉市场加速渗透，渠道红利延续。2024年，我国休闲食品饮料零售市场规模为3.7万亿元，同比+4.1%，2019年-2024年CAGR为5.5%。其中，下沉市场加速渗透，2024年下沉市场GMV达2.3万亿元，同比+4.8%，2019-2024年CAGR为6.5%。近年来下沉市场增速快于高线市场，预计未来仍将保持快速增长。根据艾媒咨询，零食行业规模预计2025年达1.18万亿元，同比+2.2%，行业进入稳增长阶段。其中，量贩零食店表现亮眼，预计2025年零食量贩店市场规模达1239亿元，同比增约19%。量贩店扩张速度虽有所放缓，但门店下沉以及效率为王的趋势不变，将对零食品牌提出更高要求。

我国休闲食品饮料零售市场规模及预测



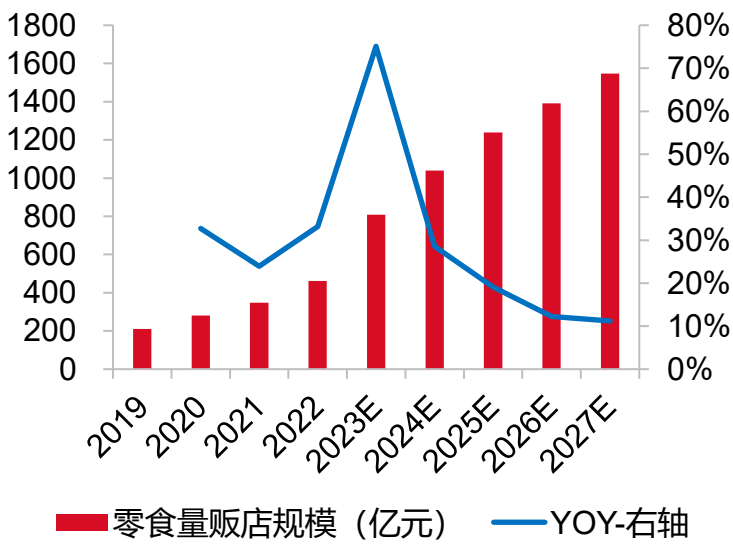
资料来源：弗若斯特沙利文，东海证券研究所

零食市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

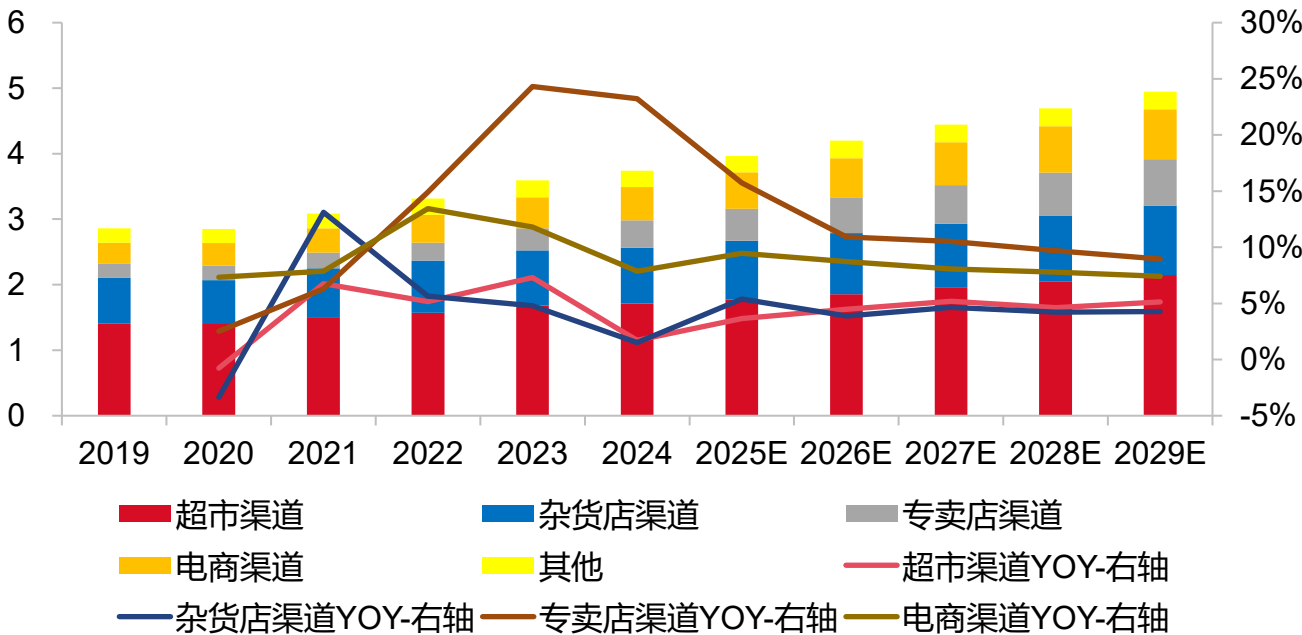
量贩零食店规模及预测



# 传统渠道占比下滑，电商和专卖店渠道占比提升

- 分渠道来看，传统超市和杂货店渠道GMV占比下滑。电商和专卖店渠道占比提升，电商渠道占比从2019年11%提升至2024年14%。专卖店渠道占比从2019年8%提升至2024年11%，2024年GMV为4190亿元，同比+23%，2019至2024年CAGR为13.9%。
- 量贩店顺应行业渠道变革，兼具性价比和品类丰富度的需求，长期趋势稳定。其优势主要为：品种丰富且数量大；产品定价策略独特、门店运营能力以及供应链能力强，产品售卖效率高；渠道优势显著，以量换价，产品性价比高。未来零食企业的核心竞争力主要体现在一是产品品质以及差异化创新，二是供应链反应力及渠道建设能力。

我国休闲食品饮料零售市场按渠道分市场规模及预测（万亿元）



不同渠道对比

| 渠道定位  |        |                                                          |
|-------|--------|----------------------------------------------------------|
| 专卖店渠道 | 量贩模式   | 专注经营多品牌、多品类、多规格休闲食品饮料的量贩零售商，以高质价比为核心，打造广泛精选商品组合的一站式购物体验。 |
|       | 其他专卖店  | 依托特定休闲食品饮料品牌或品类的专卖店，提倡精选购物体验。                            |
| 超市渠道  | 超市及大卖场 | 均衡布局食品饮料及家庭日用品类的综合零售商，适量销售休闲食品饮料品类。                      |
|       | 便利店    | 满足即时消费需求及便利型杂货采购需求的零售业态。                                 |
| 杂货店渠道 |        | 小型、独立商店，产品标准化程度有限的碎片化零售模式。                               |
| 电商渠道  |        | 网上购物及交易的线上平台。                                            |

## 量贩市场整合加速，双强引领行业发展

- 零食量贩跑马圈地，行业整合加速，双强引领行业发展。据艾媒咨询，2021年底国内量贩零食门店总数仅2500家左右，2022年约1.3万家，而截至2023年突破2.2万家，预计2024年国内量贩零食门店数超过4万家，2025年将达到4.5万家。“零食很忙”与“赵一鸣零食”战略合并后，与万辰系成为头部两大集团，引领行业发展。截至目前，鸣鸣很忙与万辰集团旗下门店数量合计占比预计超过60%。头部品牌的合并扩张将有利于减少行业的竞争与内耗，提升采购的议价能力和运营效率。对于上游企业，行业整合加速后，品牌渗透率和规模效应也有望进一步提升。随着行业格局的更加稳定，未来量贩门店比拼的核心为供应链深度、产品差异化以及服务细化。

零食量贩门店数量

|      | 创立时间  | 2022年 | 2023年 | 2024年 |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 鸣鸣很忙 | -     | 1902  | 6585  | 14394 |
| 万辰集团 | -     | 232   | 4726  | 14196 |
| 零食有鸣 | 2019年 | 600+  | 2500+ | 3500+ |
| 糖巢   | 2011年 | 1200+ | 1500+ | 2000+ |
| 零食优选 | 2019年 | 1000+ | 1400+ | 2000+ |
| 爱零食  | 2020年 |       | 1400+ | 1800+ |
| 戴永红  | 1996年 | 600+  | 800+  | 1000+ |
| 零食舱  | 2021年 | 200+  | 700+  | 1000+ |

资料来源：艾媒咨询，各品牌官网，公司公告，东海证券研究所

量贩模式演变趋势

|         | 时间          | 销售模式 | 采购模式      | 产品              | 特点                  |
|---------|-------------|------|-----------|-----------------|---------------------|
| 量贩零食1.0 | 2005年-2014年 | 散称   | 进口、代工     | 进口零食、代工产品       | 质量不稳定、品牌控制力弱        |
| 量贩零食2.0 | 2015-2024年  | 量贩模式 | 集中采购、去中间商 | 品牌产品、厂牌产品       | 供应链效率提升，但低价内卷、同质化竞争 |
| 量贩零食3.0 | 2025年以后     | 折扣超市 | 多元化       | 自有品牌、品质产品、多元化产品 | SKU增加、服务提升          |

资料来源：鸣鸣很忙发布会，东海证券研究所

# 会员商超渠道崛起，零食企业积极布局

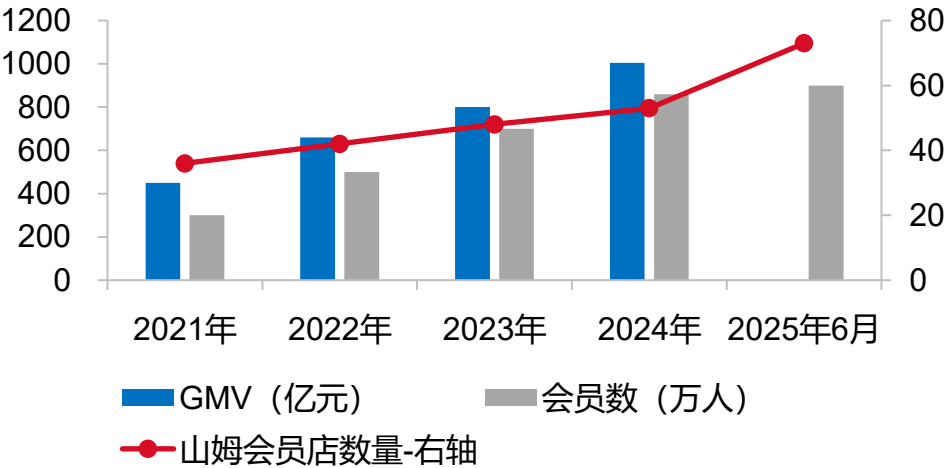
- 会员商超渠道崛起，为零食增长新机遇。山姆、盒马等会员商超渠道成为各大零食企业新的发力点。以山姆为例，山姆会员店2024年底超过50家，门店GMV超过1000亿元，预计2025年6月超过70家。会员数从2021年的300万人增加至2025年6月超过900万人。会员商超门店数量、销售额以及会员人数持续增长。消费者在会员商超购买产品时，休闲零食的选择位列第3。
- 零食企业积极布局，大单品快速放量。上市零食企业在山姆、盒马等会员商超渠道上架了多款产品。会员商超选品引领行业潮流，深度合作后爆单率高，易成为大单品，销量快速增长。

## 零食企业在会员商超产品列举

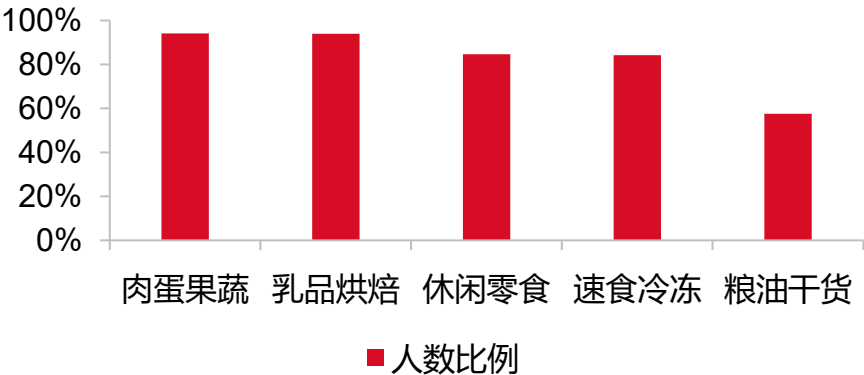
| 山姆产品 |                 | 盒马产品          |
|------|-----------------|---------------|
| 盐津铺子 | 蛋皇 无抗鹌鹑蛋        | 大魔王魔芋素毛肚      |
| 甘源食品 | 黑金蒜香菜味翡翠豆       | 蒜香味青豌豆、芥末味绿蚕豆 |
| 洽洽食品 | 松茸酥心葵花籽仁        | 各口味瓜子、葵花籽、花生  |
|      | 葵珍原味大瓜子         | 每日坚果          |
|      | 酸汤双脆零食组合筋脆骨+掌中宝 | 各口味凤爪         |
| 有友食品 | 脱骨鸭掌            | 鸡脚筋、筋骨棒       |
|      | 轻享食光            | 素食主义          |
| 劲仔食品 |                 | 劲仔小鱼、豆干       |

资料来源：山姆、盒马app，东海证券研究所

山姆会员店国内门店数、销售额、会员数



消费者在会员制超市品类选择TOP5

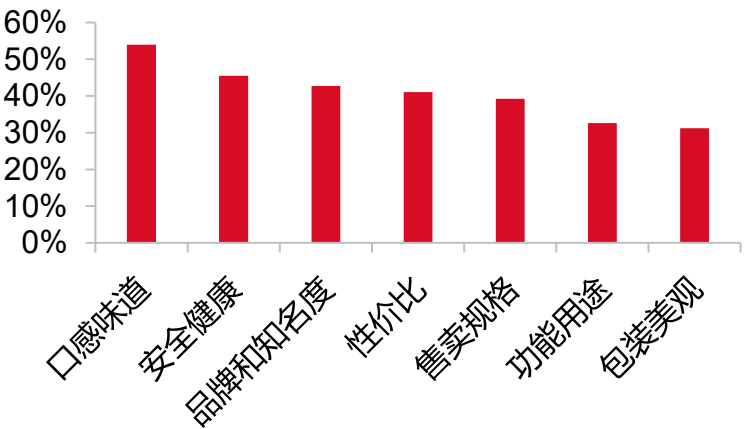


资料来源：36氪，FBIF食品饮料创新，DT商业观察，公开资料整理， 东海证券研究所

# 品类创新激发增长动能，魔芋和鹌鹑蛋零食出圈

- 健康化、品质化需求日益提升。**零食品类较为分散，随着消费者健康意识的提升，健康功能性零食备受关注，魔芋和鹌鹑蛋两大单品快速出圈。魔芋类产品富含膳食纤维，其热量较低且兼具味觉体验，获得消费者喜爱，市场规模快速增长。鹌鹑蛋含有高蛋白、各类维生素等营养成分，销售表现突出。根据沙利文，2023年鹌鹑蛋在C端市场规模约30亿元，同比增长超100%。当前零食行业消费者需求升级趋势明显，健康化、口味创新、食用体验等方面的设计，成为产品创新的核心。
- 魔芋市场增长空间广阔。**据华经产业研究院，2022年我国魔芋销量约4.46万吨，同比+18%；市场规模约39.8亿元，同比+18%，过去5年CAGR约17%。根据马上赢数据，魔芋爽已经连续五个季度同比快速增长。目前仍处于扩容初期，发展空间广阔。

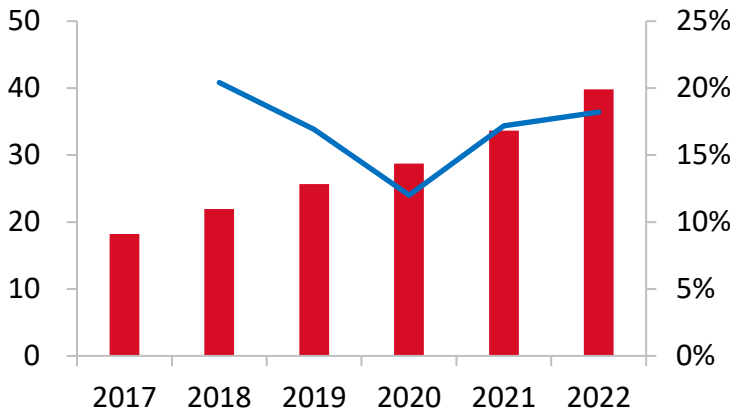
消费者购买零食主要关注因素



■ 消费者购买零食的主要关注因素

资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

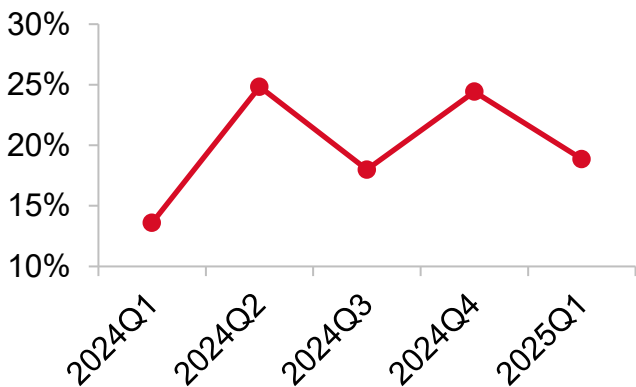
我国魔芋市场规模



■ 我国魔芋市场规模 (亿元) — YOY-右轴

资料来源：华经产业研究院，东海证券研究所

魔芋爽季度销售额同比变化



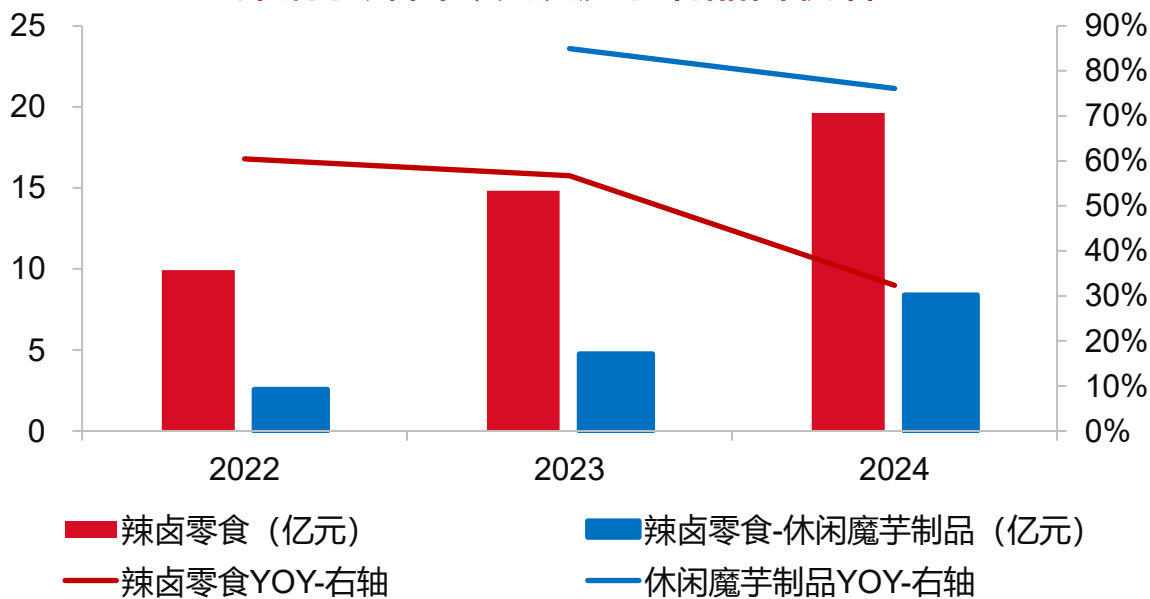
● 魔芋爽季度销售额同比变化

资料来源：马上赢，东海证券研究所

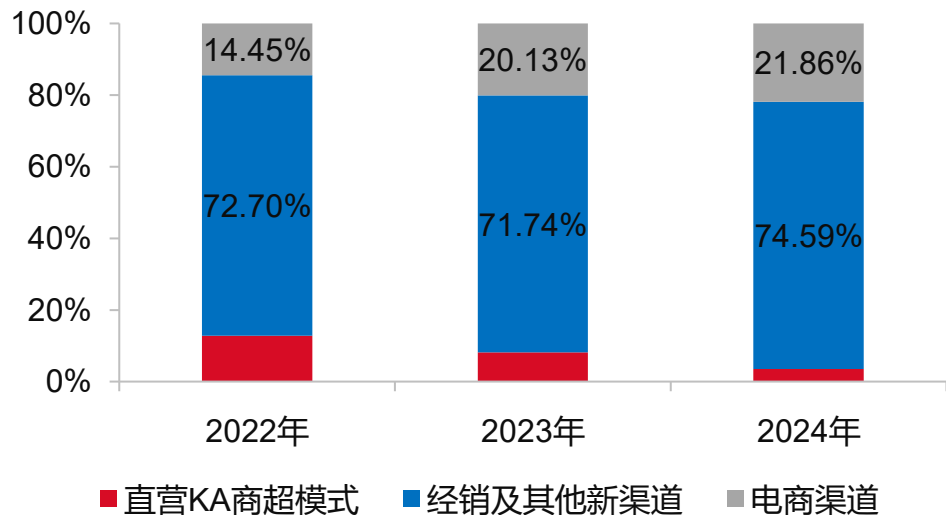
## 盐津铺子：核心品类持续放量，多渠道快速发力

- **魔芋制品快速放量，预计高成长延续。**公司休闲魔芋制品、蛋类零食和果干坚果持续表现突出，2024年营收分别同比+76.09%、+81.87%和+81.5%。2024年，公司启动品类品牌战略，主推“大魔王”和“蛋皇”，迅速获得单品冠军。麻酱素毛肚迅速破圈，打破休闲零食最快单品破亿纪录，预计魔芋类零食仍在高速成长期。2025Q1魔芋品类及蒟蒻、蛋皇等产品的收入增速高于公司整体，预计全年高增速延续，带动公司毛利率提升。
- **经销和电商渠道实现高增。**2024年直营商超、经销和其他渠道、电商渠道同比分别-43.72%、+34.01%、+39.95%，经销渠道及电商渠道势能强劲。公司持续推进全渠道战略，大力拓展以山姆为代表的高势能渠道、定量流通渠道，带动盈利能力提升。

### 盐津铺子辣卤零食及魔芋制品营收增速



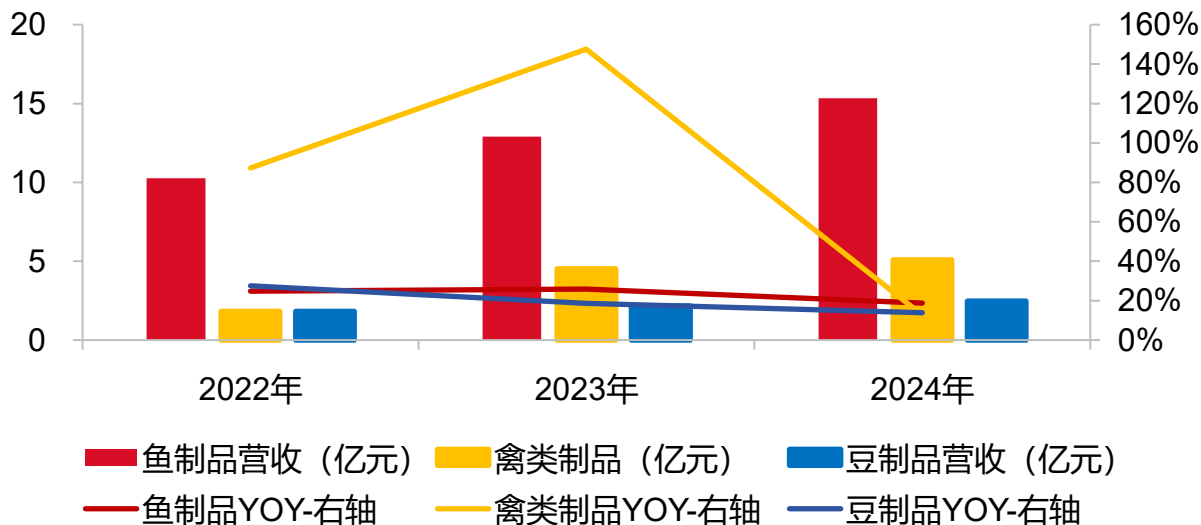
### 盐津铺子各渠道营收占比



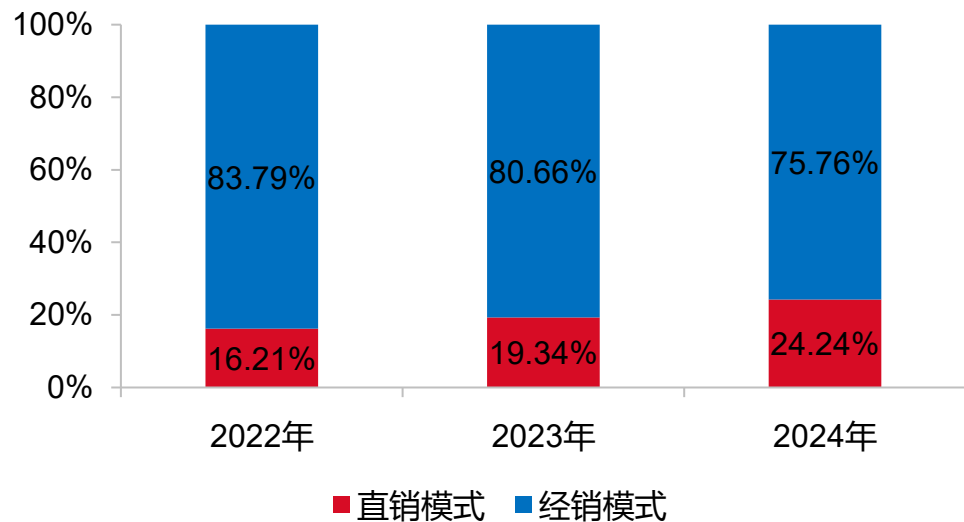
## 劲仔食品：鱼制品势能强劲，线下渠道稳健增长

- **产品势能强劲，鱼制品突破15亿元。**2024年鱼制品、禽肉制品、豆制品、蔬菜制品、其他产品营收同比分别+18.76%、12.67%、13.89%、9.58%、80.41%。公司鱼制品营收首次突破15亿元，实现快速增长，核心单品“劲仔深海鳀鱼”保持龙头地位。第二、第三曲线鹌鹑蛋、豆干专注产品创新与品牌化发展。新品方面，公司推出充氮锁鲜富含DHA的劲仔深海鳀鱼、无抗可生食七个博士溏心鹌鹑蛋、0添加短保周鲜鲜平江酱干、鲜拌摇摇干等。
- **零食专营渠道表现亮眼。**公司2024年经销模式、直营模式营业收入同比分别为+9.7%、+46.35%。直营模式增长较快，主要是线下零食专营渠道营收增速亮眼。零食专营渠道全年营收同比增长超100%。2025年，公司将聚焦高势能渠道，传统流通渠道加强渠道精耕，现代型渠道聚焦核心高势能客户，重点会员渠道优化产品方案，零食渠道完善产品SKU。

劲仔食品部分品类营收及增速



劲仔食品各渠道营收占比



## 投资建议

- **零食：品类与渠道共振，高成长延续。**零食板块呈现高景气度和高成长性，强品类与新渠道催化市场情绪。从产品来看，健康功能性零食备受关注，以魔芋为代表的产品快速出圈，兼具健康属性和味觉体验，实现高增长，发展空间广阔。其他品类如鹌鹑蛋含有高蛋白、维生素等营养成分，销售表现突出。消费者需求升级趋势明显，健康化、口味创新、食用体验等方面的设计，成为产品创新的核心。从渠道来看，零食量贩跑马圈地后，两大龙头占据主要市场份额。随着行业格局的更加稳定，未来量贩门店比拼的核心为供应链深度、产品差异化以及服务细化。此外，会员商超渠道崛起，选品引领行业潮流，深度合作后爆单率高，成为各大零食企业新的发力点。产品成长逻辑强、品牌及规模效应显著、渠道扩展增速较快的头部企业将优先受益，建议关注盐津铺子、劲仔食品。



# CONTENTS

**一、啤酒：关注渠道结构，静待量价修复**

**二、零食：品类与渠道共振，高成长延续**

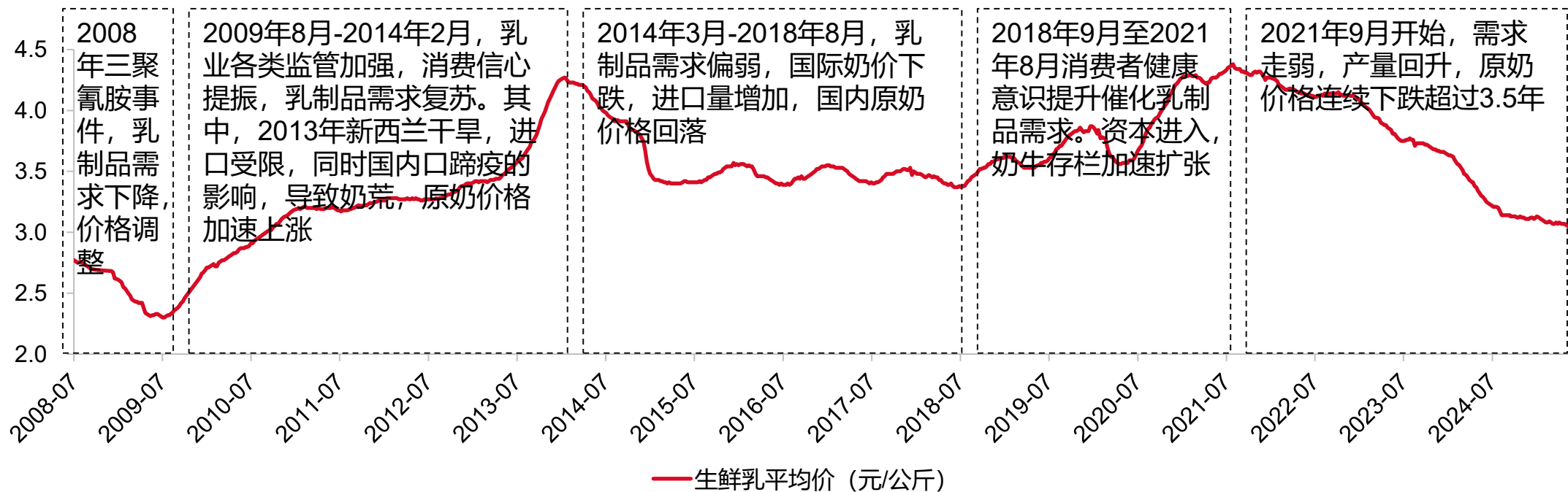
**三、乳制品：供需格局改善，奶价有望企稳**

**四、风险提示**

## 奶价周期：生鲜乳价格持续下跌

- 2008年以来，原奶价格经历了3轮下行周期，2轮上行周期。2008年，受到三聚氰胺事件的影响奶价下行。2009年8月-2014年2月，国际奶价上行，乳业各类监管加强，消费信心提振，乳制品需求复苏，国内奶价上涨。2014年3月-2018年8月，乳制品需求偏弱，国际奶价下跌，进口量增加，国内原奶价格回落。2018年9月至2021年8月，消费者健康意识提升催化乳制品需求，加上此前奶牛存栏大幅去化，奶价上行。资本进入，奶牛存栏加速扩张。2021年9月开始，需求走弱，产量回升，原奶价格连续下跌超过3.5年。

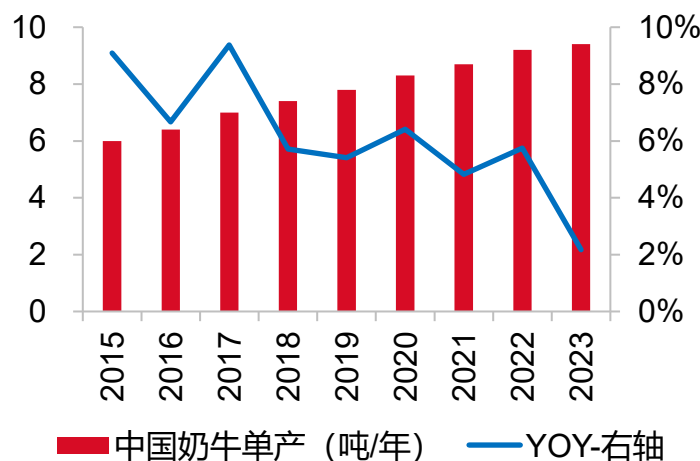
### 2021年以来生鲜乳价格持续下跌



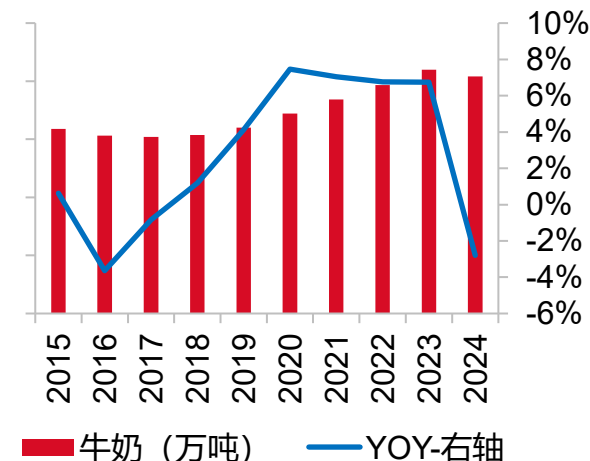
## 效率提升，本轮下行周期拉长

- 2021年9月至今，随着前几年牧场产能扩张，中小牧场不断退出，产能效率提升，原奶供给充足。同时，由于资本的进入，本轮周期产能去化速度相对放缓，加上乳制品需求疲软，原奶下行周期被拉长。此外，近三年乳制品进口量大幅减少，国内外奶价联动性降低，2024下半年开始国内原奶价格低于进口价格。
- 2024年开始，我国乳业供给进入调整阶段。据农业农村部监测数据，2024年我国荷斯坦奶牛存栏同比减少4.5%。根据国家统计局数据，2024年中国牛奶原料奶总产量4079万吨，同比减少2.8%，为2018年以来中国牛奶产量首次出现下降。其中Q1和Q2同比分别+5.1%和+2.1%，Q3和Q4同比分别-5.8%和-9.0%，产能调整开始加速。2024年各类乳制品消费总量预计下降5%左右，供给仍然处于过剩局面，奶价持续下行。

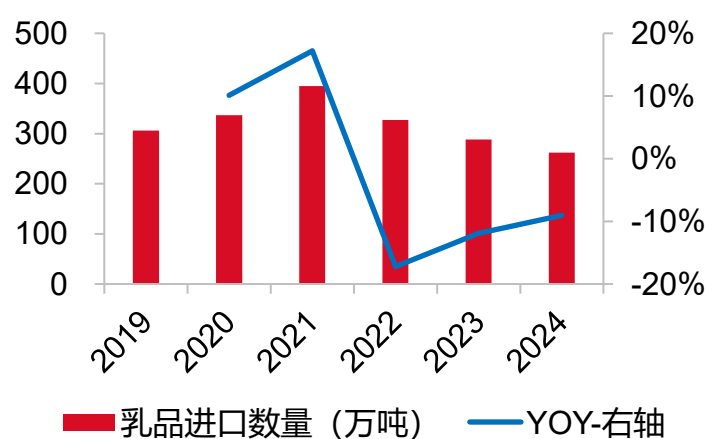
### 中国奶牛单产



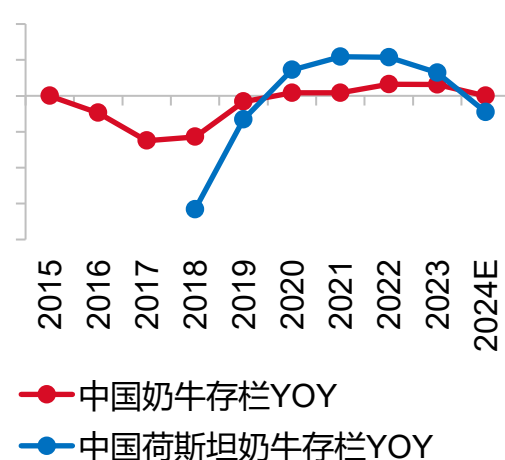
### 我国牛奶产量



### 乳制品进口量



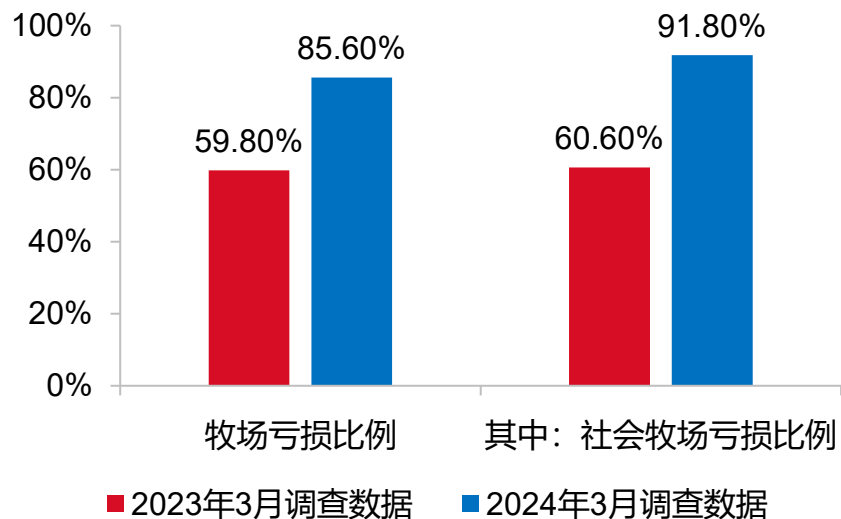
### 奶牛存栏YOY



## 行业亏损严峻，奶牛产能延续去化趋势

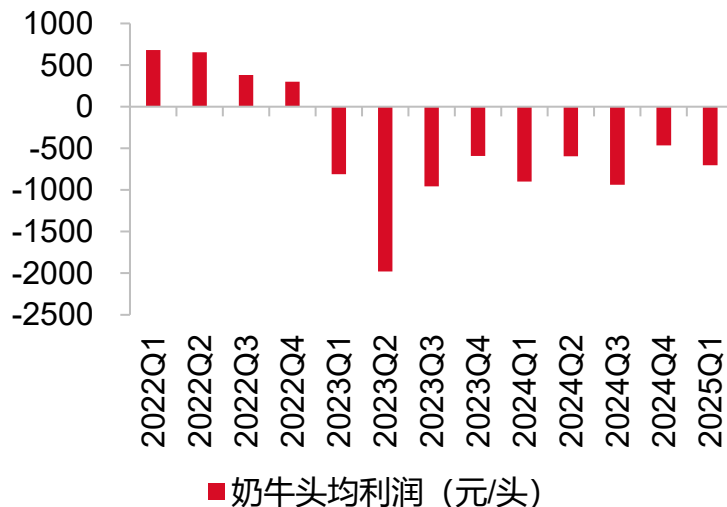
- 2024年以来，生鲜乳价格走低导致牧场亏损严重，产能持续去化。据农业农村部监测数据，奶牛存栏量连续6个月下降，2025年4月环比减少0.4%。根据国家奶牛产业技术体系辐射牧场调查，截止2024年3月，有85.6%牧场面临亏损，其中社会牧场91.8%面临亏损。以山东省为例，2023Q1开始，山东省经产牛开始进入亏损状态，2024年奶牛养殖全年12个月均亏损，亏损面超90%，2024年为近8年来最低效益。2025Q1奶价探底再创新低，奶牛养殖头均亏损达704元。2024大型牧业集团奶牛存栏增速开始放缓或出现下滑，中小牧场存栏出现不同幅度的下降。预计2025年奶牛存栏加快调整节奏。

### 131个国家奶牛产业技术体系辐射牧场调查情况



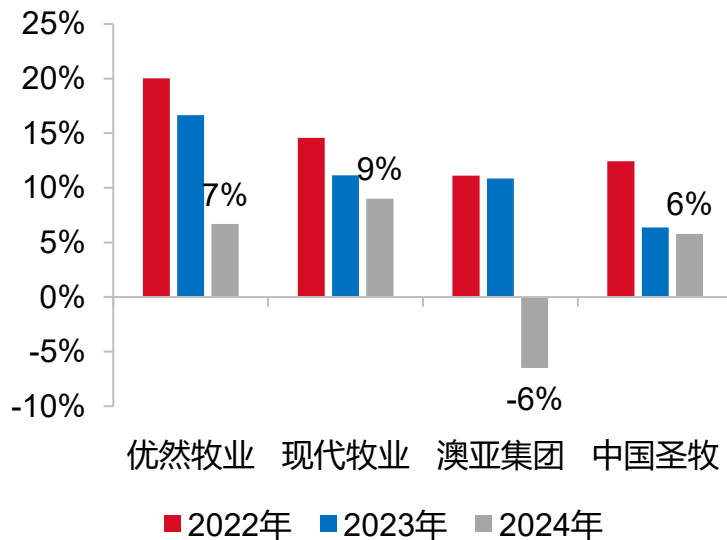
资料来源：《2024年中国奶业经济形势回顾及2025年展望与发展思考》，东海证券研究所

### 山东省经产奶牛季度头均利润情况



资料来源：山东省畜牧兽医局，东海证券研究所

### 2024年开始大型牧场奶牛存栏增速放缓



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 政策持续发力，乳制品需求有望改善

- 奶业政策积极出台，需求预期稳步改善。供给方面，2025年一号文件提出推进肉牛、奶牛产业纾困，稳定基础产能。消费方面，2024年9月农业农村部等七部门联合印发通知，推广“学生饮用奶”，鼓励有条件的地方通过发放消费券等方式，拉动牛奶消费。2025年3月《食品安全国家标准灭菌乳》第1号修改单正式发布。与原国标内容相比，修改单明确生产灭菌乳只能以生乳为原料，不再允许使用复原乳。有利于发挥国内生鲜乳优势，带动优质奶源需求。此外，今年以来，各地生育政策积极出台。利好乳制品消费，行业渗透率仍有提升空间。

### 支持乳制品消费增长及原奶行业稳定发展相关政策

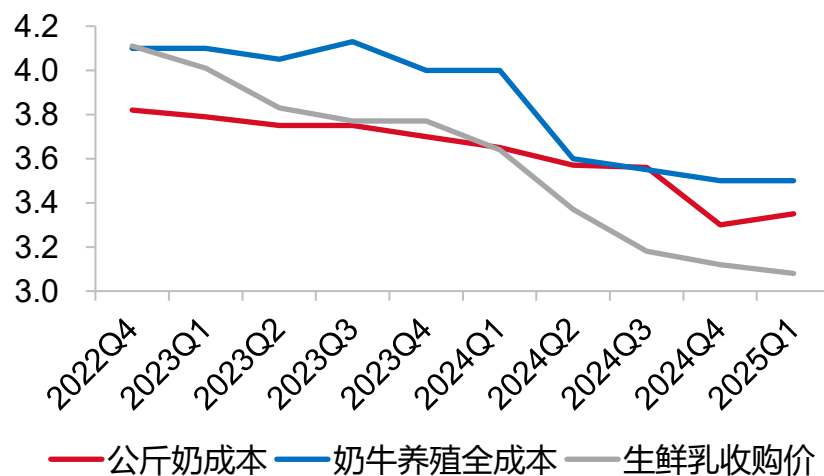
| 时间      | 具体内容                                                                                                              |
|---------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2025年3月 | 《食品安全国家标准灭菌乳》第1号修改单正式发布，对灭菌乳（即纯牛奶）的生产和标识要求进行了重要调整，明确禁止添加复原乳。                                                      |
| 2025年3月 | 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，旨在大力提振消费，全方位扩大国内需求。                                                                  |
| 2025年3月 | 农业农村部、国家卫生健康委、工业和信息化部联合印发《中国食物与营养发展纲要（2025—2030年）》，确立了增加优质蛋白质食物供给和消费的重点任务。                                        |
| 2025年2月 | 2025年中央一号文件提出，推进肉牛、奶牛产业纾困，稳定基础产能。                                                                                 |
| 2024年9月 | 农业农村部、国家发改委等七部委印发《关于促进肉牛奶牛生产稳定发展的通知》，着力稳定肉牛奶牛基础产能，推动奶业养殖加工一体化发展，规范复原乳添加和标识管理，推广“学生饮用奶”，鼓励有条件的地方通过发放消费券等方式，拉动牛奶消费。 |
| 2024年8月 | 农业农村部召开奶牛肉牛生产形势座谈会，加大肉牛奶牛生产扶持力度。                                                                                  |
| 2024年6月 | 国家发展改革委等部门制定《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》，提出加快制定完善乳制品产业相关标准，规范复原乳标识，鼓励用生鲜乳生产液态奶。                                         |

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

## 下半年奶价有望逐步企稳

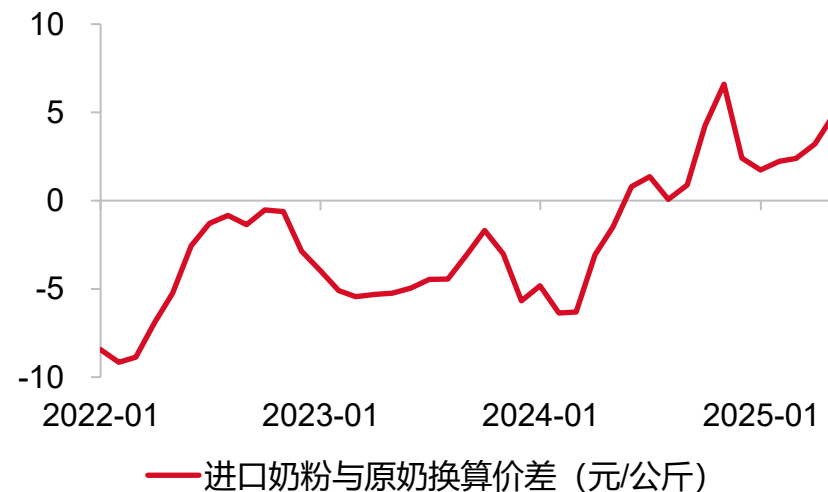
- 2025年下半年原奶价格有望逐步企稳。2025年上半年，乳制品消费淡季叠加产奶旺季，季节性供需不平衡的问题更加突出，预计短期奶业亏损延续。目前奶牛养殖全成本仍在生鲜乳价格之上，奶牛养殖企业经营承压，大型集团牧场开始放缓产能布局，中小牧场加快退出，行业产能有望加速去化，国内生鲜乳产量稳中趋降，国内外奶价倒挂进一步降低进口量，供给压力有望逐步缓解。消费方面，随着生育补贴、消费券、学生奶推广等各项政策利好的落地，预计乳制品需求边际回暖。原奶供需格局改善，2025年下半年国内原奶价格有望逐步企稳。

### 生鲜乳收购价持续低于成本（元/公斤）



资料来源：山东省畜牧兽医局，东海证券研究所

### 2024年开始进口奶价与国内价格倒挂

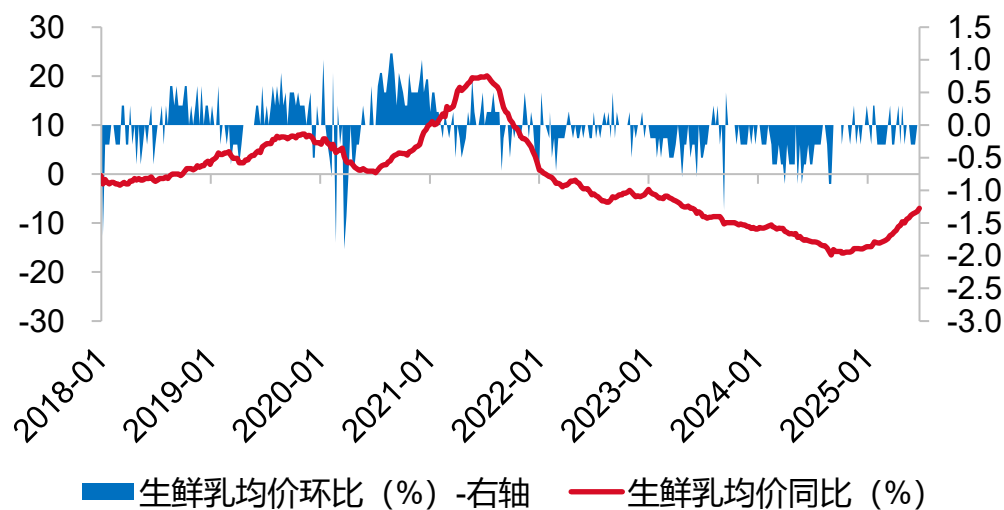


资料来源：Wind，海关总署，东海证券研究所

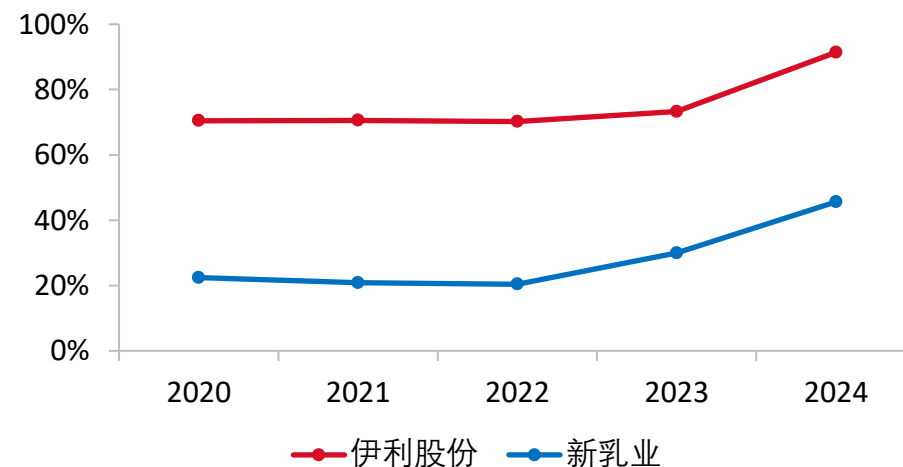
## 投资建议

- **供需格局逐步改善，静待原奶周期拐点到来。**截止6月26日生鲜乳均价3.04元/公斤，创年内新低。奶牛养殖亏损幅度增加，经营压力加大，产能有望加速去化。同时，随着气温升高行业减产以及夏季冷饮乳品消费需求的增加，原奶库存有望持续降低。供需格局逐步改善，静待原奶周期拐点到来。乳制品行业在消费升级、政策支持等多因素推动下，行业迈向高品质化、健康化、多元化的发展方向，从规模竞争转向价值竞争。若奶价进入上行周期，则牧业公司业绩端有望快速增长，估值仍有提升空间。建议关注头部牧业公司**现代牧业**和**优然牧业**。奶价企稳后带动下游乳企盈利能力提升，行业竞争格局更加优化。乳企更加强调利润率重要性。当前常温液态奶格局稳定，双寡头竞争优势突出，分红率不断提升。低温奶以区域性龙头为主，快速发展趋势明确，渗透率不断提升。建议关注头部乳企**伊利股份**及低温业务迅速增长的**新乳业**等。

### 生鲜乳均价同比和环比



### 伊利股份和新乳业股利支付率



资料来源: Wind, 东海证券研究所



# CONTENTS

**一、啤酒：关注渠道结构，静待量价修复**

**二、零食：品类与渠道共振，高成长延续**

**三、乳制品：供需格局改善，奶价有望企稳**

**四、风险提示**

## 风险提示

- **宏观经济的影响：**消费受宏观经济发展水平影响较大，经济增速不及预期可能会导致消费力减弱。
- **成本波动的影响：**如果发生严重的自然灾害，则会对上游农产品价格产生影响，同时包材等原材料价格的波动也会造成企业成本的大幅变化，进而影响企业的盈利能力。
- **食品安全的影响：**食饮行业安全对公司甚至行业影响较大，如果部分公司食饮安全出现问题，影响消费者的消费心理，可能对估值及长期基本面带来影响。
- **竞争加剧的影响：**消费行业市场竞争激烈，新品牌入局可能对市场产生影响。

## 评级说明

|        | 评级 | 说明                             |
|--------|----|--------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%      |
|        | 看平 | 未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间   |
|        | 看空 | 未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%      |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%  |
|        | 标配 | 未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间 |
|        | 低配 | 未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%  |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%    |
|        | 增持 | 未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间   |
|        | 中性 | 未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间     |
|        | 减持 | 未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间    |
|        | 卖出 | 未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%    |

## 分析师声明

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

传真：（8621）50585608

邮编：200125

### 东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

传真：（8610）59707100

邮编：100089

Thanks  
For Watching

感谢聆听

务实 创新  
规范 协同



东海证券



东海研究