



食品饮料行业：24 年报及 25 年一季报总结：休闲食品仍有机会，乳制品迎来拐点

2025 年 7 月 7 日

看好/维持

食品饮料 | 行业报告

分析师	孟斯硕 电话：010-66554041 邮箱：mengssh@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070004
分析师	王洁婷 电话：021-25102900 邮箱：wangjt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070003

投资摘要：

食品饮料板块 2024 年营收同比+3.92%（较上年降 3.95pct），归母净利润同比+5.51%（较上年降 11.74pct）。2025Q1 营收同比+2.54%，归母净利润同比+0.27%。估值变化，PE 回落至 20 倍附近（2021 年高点 60 倍）。行业弱复苏延续，结构性机会主导。聚焦“品类创新+渠道效率”双优龙头，把握盈利修复与分化机遇。

投资要点：

1) 白酒：宏观环境偏弱，禁酒令进一步抑制复苏

2025Q1 白酒板块营收增速降至 1.68%（利润+2.26%），行业整体增速趋缓。渠道库存压力仍存，但宴席场景（寿宴升学宴等）成为结构性亮点，支撑需求韧性。宏观环境不利好白酒行业，25 年 2 月-5 月 CPI 连续为负，通缩压力凸显，5 月颁布的禁酒令抑制商务白酒需求，估计短期内白酒难现改善，中长期仍待宏观环境的改善带来需求修复。

2) 休闲食品：渠道+品类带来增长空间

2024 年营收增速 12.74%，2025Q1 减缓至 0.29%，利润承压明显（2025Q1 同比-27.51%），今年休闲食品整体受春节错期影响。不过渠道及品类仍有亮点。2025 年一季度开始魔芋制品（增速>70%）成长性爆发，鹌鹑蛋继续增长，健康化与品类创新驱动带来突破机会。渠道端，尽管量贩零食扩张放缓，但传统商超通过“胖东来模式”调改焕新，头部企业借势突围。展望 25 年，开年受春节错期影响较大，但行业需求不弱，渠道轮换接力，部分产品红利维持、新品蓄势待发，快速适应渠道变化且新品存在亮点的企业依然有望维持较高增速。

3) 调味品：成本红利释放，B/C 端复苏分化

2024 年毛利率为 33.74%，至 2025Q1 回升至 36.38%，主因大豆 PET 等原材料价格下行释放成本红利。需求端呈现分化：B 端餐饮弱复苏（2025Q1 社零餐饮+5.2%），C 端因消费疲软降价竞争加剧。龙头企业盈利修复领先。**海天味业**（2024 年净利+13%，2025Q1 净利+15%）、**千禾味业**（2024 年净利-3%，2025Q1 净利+4%）净利润同比增速提高。

4) 速冻食品：整体承压，烘焙细分逆势高增

2025Q1 营收/利润同比从 2024 年的-1.94%/-2.20%进一步下降至-4.54%/-3.10%，餐饮复苏疲弱及价格战压制盈利。结构性亮点在于烘焙赛道，线下门店开店速度快，新兴业态、会员制商超重视烘焙引流，线下需求带动冷冻烘焙市场两位数增长。**立高食品** 2024 年净利+266.94%，2025Q1 净利同比增长 15.11%。

5) 乳制品：原奶成本触底，盈利修复进行时

2024 年营收/净利同比-8.03%/-26.87%，伊利股份（2024 年扣非净利润-8.24%）、光明乳业（2024 年扣非净利润-67.48%）业绩亏损。25 年乳制品供需结构进一步优化，奶价出现触底回升的迹象，预计下半年生鲜乳达到供需平衡。加上 24 年乳制品企业控制发货节奏，常温奶库存积压情况改善，喷粉减值损失逐步减少，预计随着原奶价格的回升乳企经营业绩有望明显改善。Q1 各乳企业绩已经呈现边际好转，**伊利/光明扣非净利润同比+24.19%/2.45%**。

风险提示：消费恢复不及预期、原材料价格反弹、竞争加剧侵蚀利润、新品拓展不及预期等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
贵州茅台	68.64	75.19	83.18	20.76	18.95	17.13	6.93	强烈推荐
千味央厨	0.87	0.95	1.07	32.69	29.94	26.58	1.53	推荐
洽洽食品	1.68	1.49	1.81	13.67	15.42	12.69	2.09	推荐
盐津铺子	2.36	3.12	3.91	34.74	26.28	20.97	11.61	推荐
伊利股份	1.33	1.74	1.91	20.99	16.05	14.62	3.05	-
三只松鼠	1.02	1.18	1.75	26.57	22.97	15.49	3.54	强烈推荐
海天味业	1.14	1.29	1.42	35.29	31.19	28.33	6.76	推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所，（注：伊利股份为同花顺一致预期）

目 录

1. 食品饮料行业 2024 年与 2025Q1 回顾	5
1.1 行业估值：整体回落，估值中枢持续下移	5
1.2 板块业绩：增速放缓与利润承压并存	5
2. 白酒板块：高基数下回调，盈利韧性仍存	6
2.1 展望：中短期依然承压	6
2.2 重点公司	8
3. 休闲食品：结构驱动成长主线清晰，龙头分化穿越周期	8
3.1 行业表现：需求韧性，利润波动较大	9
3.2 渠道结构调整深化，电商放缓、商超焕新	10
3.3 品类红利接棒，魔芋蛋类等高景气细分持续爆发	11
3.4 展望：结构与效率为王，聚焦“品类×渠道”双优企业	11
3.5 重点公司	12
4. 调味品：需求修复韧性增强，结构优化带动盈利释放	13
4.1 收入温和修复，利润弹性释放	13
4.2 餐饮需求回升缓慢，行业竞争加剧	14
4.3 原材料回落助推毛利率修复	15
4.4 展望：弱复苏、稳修复，结构升级主导中长期逻辑	16
4.5 重点公司	16
5. 速冻食品：餐饮复苏分化，渠道演进促结构突围	18
5.1 速冻食品行业运行概况：竞争激烈，缓慢复苏	18
5.2 烘焙率先企稳，品牌更迭与供应链升级并行	19
5.3 展望：短期压力仍存，待餐饮恢复将获得更大弹性	19
5.4 重点公司	19
6. 乳制品：成本缓解下利润修复，需求复苏仍显温和	20
6.1 奶价变化趋势：原奶价格持续走低，阶段性缓解成本压力	21
6.2 24 年业绩低谷，25 年边际好转	21
6.3 展望：盈利修复可期，龙头主导格局或将进一步稳固	22
7. 风险提示	23
相关报告汇总	24

插图目录

图 1：2015-2025 年 6 月食品饮料行业估值 PE (TTM)	5
图 2：2020-2025Q1 食品饮料行业营收及归母净利润增速：%	6
图 3：CPI：当月同比：%	6
图 4：2020-2025 Q1 白酒板块营收及归母净利润增速：%	7
图 5：2020-2025Q1 贵州茅台营收及归母净利润增速：%	7
图 6：2020-2025Q1 休闲食品行业营收及归母净利润增速：%	9

图 7： 2020-2025Q1 休闲食品行业毛销差： %.....	9
图 8： 棕榈油现货价格： 元/吨.....	10
图 9： 2024-2025Q1 洽洽食品经营状况： %.....	12
图 10： 2024-2025Q1 三只松鼠经营状况： %.....	12
图 11： 2024-2025Q1 盐津铺子经营状况： %.....	13
图 12： 2020-2025Q1 调味品营收增速和归母净利润增速： %.....	14
图 13： 2020-2025 年 Q1 调味品销售毛利率和费用率： %.....	14
图 14： 社会消费品--餐饮收入： 单月同比： %.....	15
图 15： 调味品主要原材料价格： 元/吨.....	16
图 16： 2020-2025Q1 预加工食品营收增速与归母净利润增速： %.....	18
图 17： 2020-2025Q1 预加工食品毛利率与费用率： %.....	18
图 18： 2022-2025Q1 速冻行业龙头企业营收增速： %.....	20
图 19： 2022-2025Q1 速冻行业龙头企业归母净利润增速： %.....	20
图 20： 2020-2025Q1 乳品行业营收增速及归母净利润增速： %.....	21
图 21： 2020-2025Q1 乳品行业毛利率及费用率： %.....	21
图 22： 原奶价格变动（元/公斤）.....	21

表格目录

表 1： 高成长细分品类透视：魔芋、蛋类等持续放量.....	11
表 2： 调味品行业龙头企业 2024-2025Q1 经营状况.....	17
表 3： 乳品行业龙头企业 2024 年-2025 年 Q1 经营状况表.....	22

1. 食品饮料行业 2024 年与 2025Q1 回顾

1.1 行业估值：整体回落，估值中枢持续下移

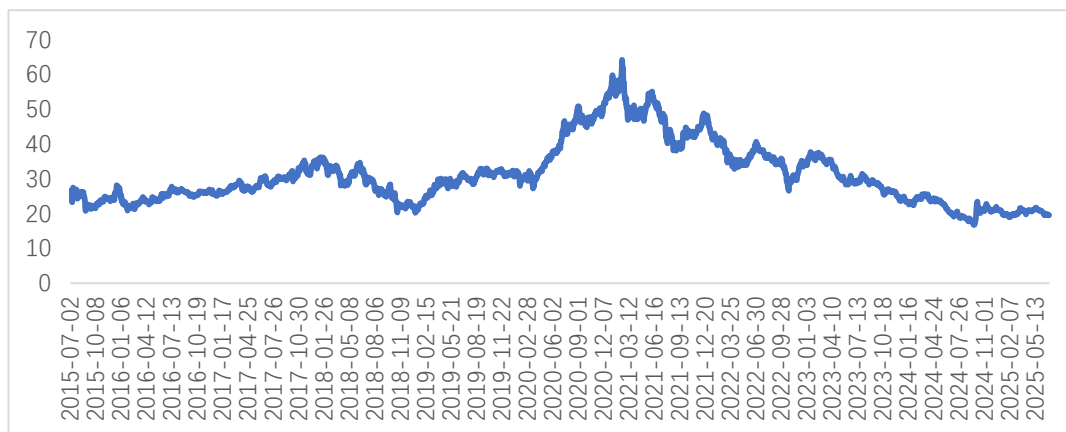
截至 2025 年 6 月，食品饮料行业估值 PE（TTM）整体较 2020 年初明回落，估值中枢持续下移。

从时间维度来看，2020 年初行业估值处于相对低位，随后在 2020 年中至 2021 年初期间快速上行，估值水平一度触及 60 倍以上的高点，反映出市场对消费板块复苏与景气度的高度预期。

然而，自 2021 年二季度以来，行业估值波动加剧并呈现逐级下行趋势。2022 年起，伴随宏观政策调整、消费恢复不及预期以及市场风险偏好转变，食品饮料行业估值整体震荡走低。2023 年后期至 2024 年，估值进一步压缩，整体中枢回落至 20 倍附近，处于近年来低位区间。

截至 2025 年 6 月，行业估值趋于稳定但回升动能有限，当前行业 PE 在 20 倍上下波动，较 2021 年高点已明显收敛，估值修复仍面临一定不确定性，市场对基本面与业绩兑现的关注度持续提升。

图1：2015-2025 年 6 月食品饮料行业估值 PE（TTM）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

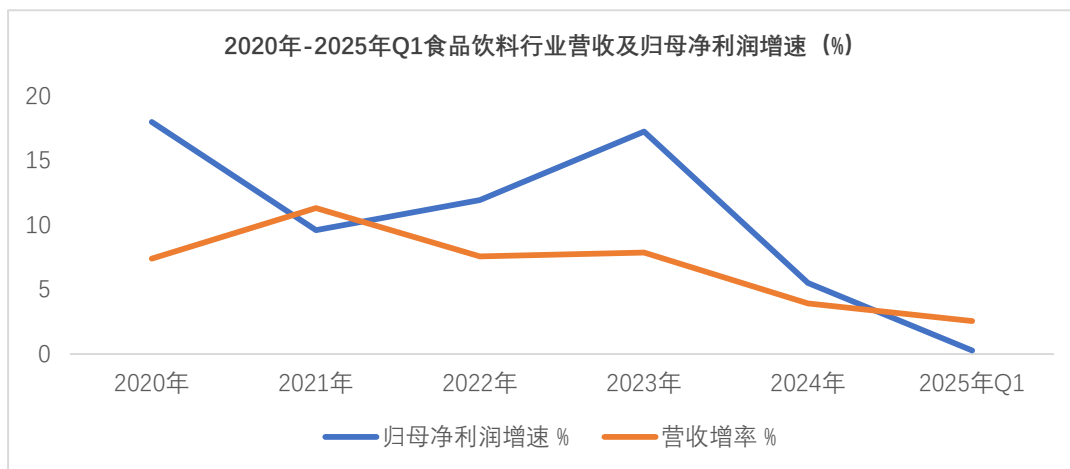
1.2 板块业绩：增速放缓与利润承压并存

2024 年，食品饮料行业整体增速放缓。根据 SW 行业统计口径（127 家样本公司），食品饮料行业全年实现营业总收入 10,915.80 亿元，同比增长 3.92%，同比增速下降 3.95 个百分点；归母净利润为 2,171.12 亿元，同比增长 5.51%，较上年同比增速下降 11.74 个百分点。

季度表现方面，受 2025 年春节提前影响，部分产品备货提前至 2024 年四季度，带动 Q4 营收增速季环比上升。2024Q4 实现营业总收入同比增长 3.92%，较上一季度增速提升 2.59 个百分点。但利润端受需求疲软与费用投放增加影响，表现承压，2024Q4 归母净利润同比下降 12.87%，环比下滑 15.13 个百分点，全年业绩呈现前高后低态势。

2025 年一季度行业延续疲弱态势，在去年高基数影响下，整体业绩微增。2025Q1，食品饮料行业实现营业总收入同比增长 2.54%；归母净利润同比增长 0.27%。

图2：2020-2025Q1 食品饮料行业营收及归母净利润增速：%



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2. 白酒板块：高基数下回调，盈利韧性仍存

收入端：高增长阶段已过，2025Q1 营收同比仅增长 1.68%。白酒行业在经历 2020 年至 2022 年持续稳健增长后，增速逐年回落。白酒板块营业收入由 2020 年的 2,590 亿元增长至 2024 年的 4,389.80 亿元，2021 - 2023 年间保持 15% 以上的年增速，体现出较强的消费基础与品牌红利。然而 2024 年白酒增速大幅放缓至 7.29%，2025 年第一季度进一步回落至仅 1.68%。白酒行业增速明显回落，表明行业正从“量增主导”转向“结构调整”阶段。短期内高端白酒动销压力加大，除春节错期影响外，渠道库存调节及经济环境变化也是重要因素。

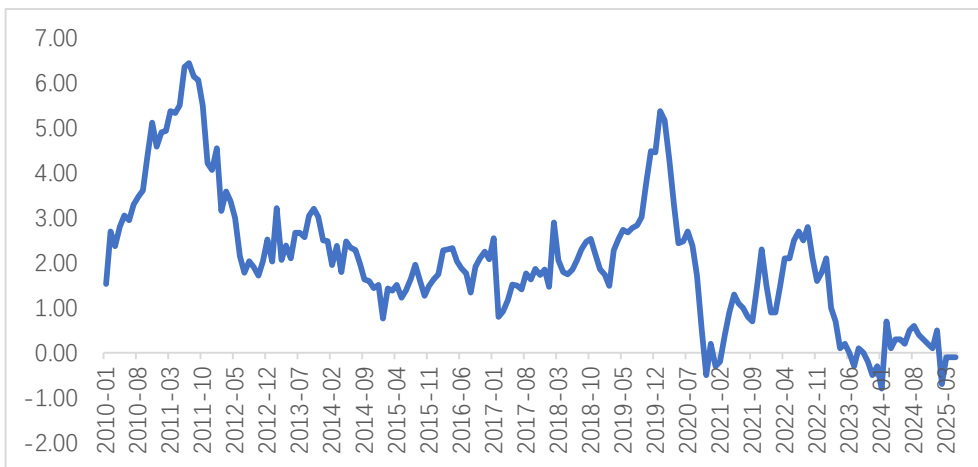
利润端：盈利韧性尚存，但增长动力持续减弱。归母净利润方面，白酒板块仍维持一定的盈利弹性，2021 - 2023 年净利润增速均高于 15%，体现出较强的市场需求与品牌溢价能力。然而 2024 年起，利润增速明显放缓，仅为 7.41%，2025Q1 进一步降至 2.26%。这一变化反映出，在收入端趋缓的背景下，销售费用及渠道投放等刚性支出对利润形成持续挤压，板块盈利能力虽尚具韧性，但其弹性空间正在收窄。

在行业步入结构调整期、增速普遍承压的背景下，具备品牌势能、成本控制能力与渠道优化能力的龙头企业，展现出更强的抗周期属性。

2.1 展望：中短期依然承压

今年经济整体依然存在下行压力，作为顺周期行业的白酒整体偏冷。国家统计局数据显示，2025 年 2 月-5 月 CPI 已连续四个月同比负增长，经济处于通缩边缘。在消费不振的大环境下，以白酒为代表的可选消费品行业普遍面临压力。

图3：CPI：当月同比：%



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

不过从微观层面，我们发现一些值得关注的趋势。部分区域春节后宴席市场有明显好转。当前白酒的消费场景和需求正在发生深刻变革，商务宴请需求逐渐降低，宴席场景更加细分，寿宴、升学宴、升职宴，以及具有地方区域特色的文化宴席场景上涨，日常关系维护、公司小聚、家庭庆祝等情感连接场景上升，朋友饭局、独酌等小众场景逐渐显现。这种趋势反应到市场需求上，呈现出地方宴席市场复苏的迹象。

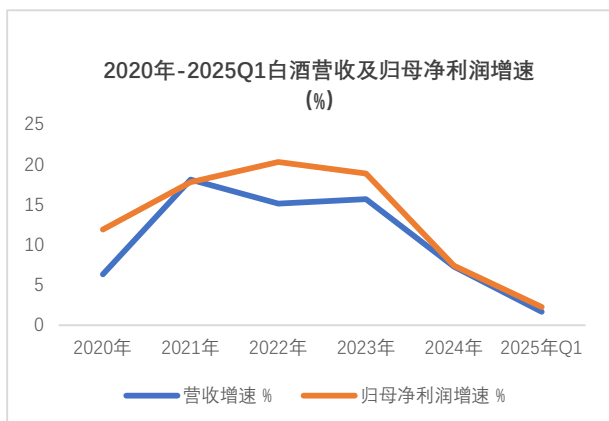
去库存趋势显现。根据酒企和经销商对渠道库存的统计和反馈，认为当前渠道库存仍然较高，但是较去年库存最高时期库存有所下降。酒企普遍下调了 25 年的销售和利润目标，说明无论是地方政府还是酒企对于当前的环境预期都有所调整，更为务实。渠道有望在今年进入去库存趋势。

禁酒令颁布引发担忧。正当白酒微观趋势向好，一纸政策将又将行业拉入寒冬。5 月 18 日中共中央、国务院印发了修订后的《党政机关厉行节约反对浪费条例》（以下简称《条例》），《条例》要求接待单位应当严格按照标准安排接待对象的住宿用房，协助安排用餐、用车的按照标准收取伙食费、交通费。工作餐不得提供高档菜肴，不得提供香烟，不上酒。《条例》发布后，多地跟随颁布当地细则，甚至推出升级版禁酒令。禁酒令的推出预计将部分抑制中高端商务用酒需求，同时会影响市场对白酒行业的风险偏好。

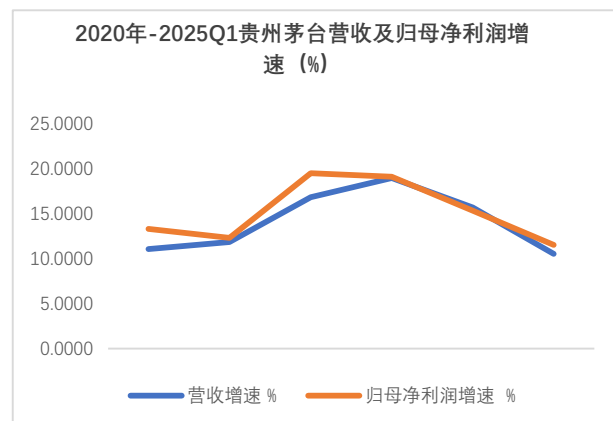
短期来看，禁酒令的颁布使得白酒行业尤其是中高端白酒需求受制，今年业绩难以有效改善，但预计中低端白酒受此影响相对较小。白酒基本面整体处于磨底期，宴席市场、自饮市场存在改善机会，如果下半年经济复苏，白酒行业逐渐走出底部的方向值得期待，我们建议关注今年下半年白酒批价的整体表现，认为如果宏观经济复苏趋势确立，白酒板块或迎来估值修复的机会。

图4：2020 -2025 Q1 白酒板块营收及归母净利润增速：%

图5：2020-2025Q1 贵州茅台营收及归母净利润增速：%



资料来源：同花顺，东兴证券研究所



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2.2 重点公司

贵州茅台（600519.SH）：

增长逐步放缓，但仍优于行业平均水平。贵州茅台 2020 - 2023 年期间维持稳健增长，营收增速从 11.10% 提升至 19.01%，2024 年为 15.71%，仍保持双位数扩张。尽管 2025Q1 增速放缓至 10.54%，但相较白酒板块整体(1.68%)仍具显著优势。24 年茅台酒营业收入 1459.28 亿元，同比增 15.28%。其中茅台酒销量 4.64 万吨，同比增长 10.22%，吨价同比增长 4.59%。吨价的大幅提升主要是因为 23 年底飞天茅台提价，同时生肖酒和精品茅台放量带来的。24 年系列酒营收 246.84 亿，同比增长 19.65%，系列酒在 2024Q2 增速达到 42.52%，但是 2024Q3 和 Q4 增速分别为 13.14%和 5.07%，主要是 1935 的投放量在下半年降速所致。24 年系列酒销量 3.69 万吨，同比增长 18.47%，吨价同比增长 1%。24 年茅台直销渠道收入 748.43 亿，同比增长 11.32%，线下团购与渠道精细化调整显著提升收入结构，表明公司应对消费放缓背景下依然具备优质抗压能力。

盈利能力稳定，毛利率维持高位。2024 年归母净利润达到 862 亿元，同比增长 15.38%，2025Q1 增速虽回落至 11.56%，但仍保持稳定释放，与高毛利产品结构密切相关。公司综合毛利率超 91%，归因于飞天茅台提价、生肖酒与精品酒销售占比提升。费用端则持续优化，2024 年销售费用占比仅 3.24%，渠道运营效率高于行业平均。

对于 2025 年主要目标，公司在年报指出，计划实现营业总收入同比增长 9%左右，完成固定资产投资 47.11 亿元，增长目标较为务实，我们认为公司完成全年任务目标可期。我们预计公司 2025 年实现收入增长 9%，归母净利润增长 9.54%，对应 EPS 为 75.19 元。看好公司在这一轮白酒周期中在高端酒市场份额持续提升的趋势，认为随着宏观经济的复苏，公司能够有超出行业平均增长的能力。

3. 休闲食品：结构驱动成长主线清晰，龙头分化穿越周期

2024 年起，休闲食品行业逐步告别前期渠道红利驱动的粗放增长阶段，转向以品类结构与渠道效率为核心的理性扩张路径。2025 年一季度，在高基数扰动与消费信心仍未完全修复的背景下，行业整体增速承压，但具备大单品打造能力与多渠道精细化运营能力的企业展现出较强韧性，结构化增长逻辑持续强化。

3.1 行业表现：需求韧性，利润波动较大

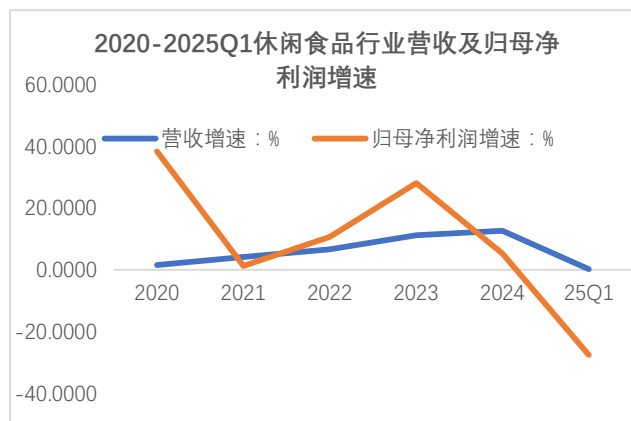
营收延续复苏态势，行业基本面呈现韧性恢复。2020 年–2025 年 Q1 期间，休闲零食行业营收整体处于温和修复通道中。2020 年受疫情影响休闲食品整体营收增速仅为 1.62%，但随后逐年上升，2021 年和 2022 年分别为 4.22%、6.64%，2023 年进一步增至 11.22%，2024 年维持在 12.74%。尽管 2025 年 Q1 有所放缓至 0.29%，但总体趋势表明，在消费回暖、渠道优化及品类创新推动下，行业具备一定增长韧性。

利润端反复波动，短期修复动能减弱。归母净利润方面，行业波动较大。2020 年表现较强，平均增速达 38.38%，但 2021 年迅速降至 1.31%，2022 年略回升至 10.76%，2023 年再次反弹至 28.19%。然而，2024 年增速回落至 5.30%，2025 年 Q1 更出现显著下滑至-27.51%。这反映出利润端受原材料价格波动、价格竞争、年节因素扰动、渠道变迁等多重因素影响，盈利能力波动性较大。需把握多周期上升趋势共振的投资机会，23-24 年各类因素均利好行业回暖，25 年均稍有减弱但行业依然存在机会。

费用进一步压降，毛利率下降稍快，毛销差持续收窄。休闲零食企业近几年持续推动成本管控和费用优化。费用率(管理费用率+销售费用率)由 2020 年的 20.95%逐年下降至 2024 年的 16.43%，2025Q1 为 15.25%，主要得益于销售费用率的下降，管理费用率略有下降。销售费用率的降低主要跟渠道变化有关，新兴渠道对销售费用要求较低。与此同时，毛利率也呈现类似趋势，从 2020 年的 32.68%降至 2024 年的 24.13%，2025Q1 进一步回落至 22.04%。毛利率的降低快于费用率的降低，导致毛销差整体下降，由 2020 年的 16.85%降至 2024 年的 12.41%。毛销差的下降给企业带来经营压力，这个压力也直接传导至经销商导致经销商普遍盈利能力大幅下滑。企业亟需通过产品升级与价值链整合来改善盈利质量和供应链的重塑。

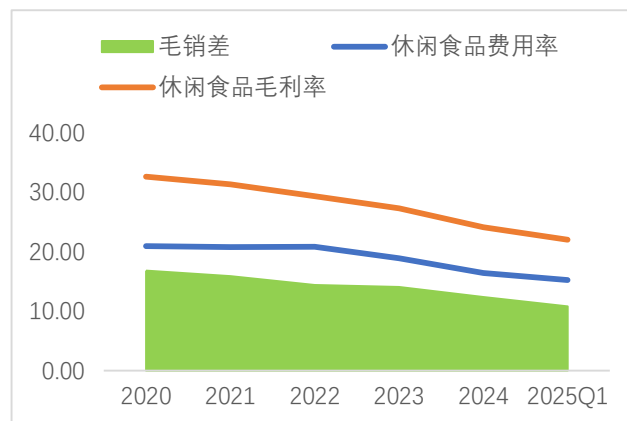
2025Q1 营收增长几近停滞，利润大幅下滑凸显挑战。2025 年第一季度休闲零食行业营收同比增速仅为 0.29%，几乎陷入停滞，同时归母净利润同比下降至-27.51%，呈现“增收乏力、利润承压”的双重压力局面。25Q1 利润承压主要受春节错期影响。今年从棕榈油原料价格端来看，成本压力可能趋向缓解，推测随着量贩零食、抖音的降速，白牌面临一定的洗牌，行业竞争格局有望好转，随着经销商渠道的进一步洗牌和调整，行业有望逐步改善。

图6：2020-2025Q1 休闲食品行业营收及归母净利润增速：%



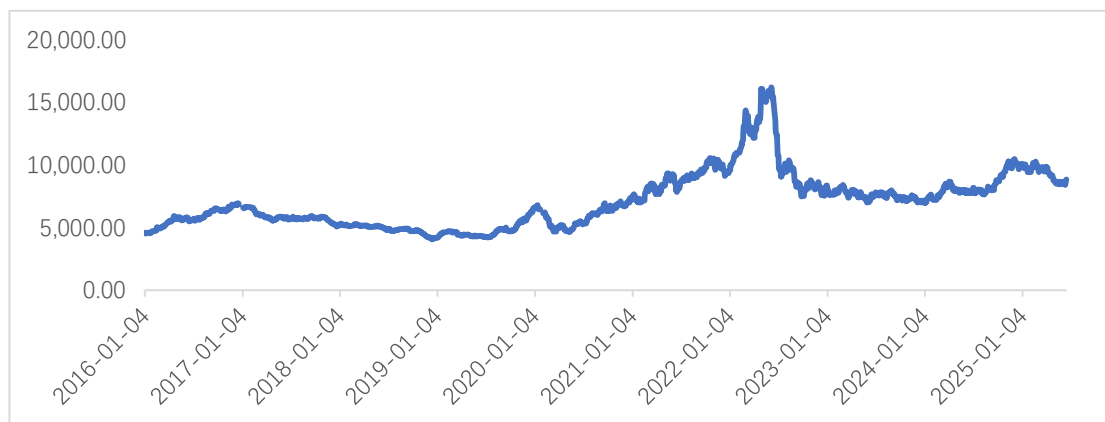
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图7：2020-2025Q1 休闲食品行业毛销差：%



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图8：棕榈油现货价格：元/吨



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

行业迈入“提质增效”转型阶段，粗放增长模式受限。随着销售费用压降空间趋窄，传统依赖促销和渠道铺设的粗放模式正在失效。行业已进入精细化运营与结构性调整并行的新阶段，亟需通过供应链优化、核心品类聚焦等方式构建可持续增长模型。未来，行业竞争将更加集中于产品创新、渠道效率与成本控制能力。具备品牌力、规模优势与运营精细化能力的龙头企业，有望率先完成转型，在不确定的周期中实现稳定成长。

3.2 渠道结构调整深化，电商放缓、商超焕新

量贩零食：高速扩张后的调整期。过去三年，量贩零食业态迅速崛起，成为消费领域增长最快的细分赛道之一。据观研天下数据显示，2025 年我国量贩零食门店预计将达到 4.5 万家，比三年前增加近 3 倍。头部品牌如“鸣鸣很忙”在 2024 年底全国门店已超过 1.4 万家，“好想来”门店数突破 1.2 万，其中八成以上集中在近三年开出。

然而，随着门店数量的快速增加，行业也面临着增长放缓的压力。据 GeoQ Data 统计，2025 年第一季度，60% 以上的连锁零售品牌门店出现缩水，量贩零食门店发展显得吃力。

社交平台流量红利减弱。2023-2024 年抖音电商前期推动食品消费品类高速增长，平台“种草+转化”一体化链路为品牌带来显著的 GMV 跃升。据 36 氪报道，2024 年抖音电商的商品交易总额（GMV）约为 3.5 万亿元，同比增长超过 30%。然而，进入 2025 年，抖音电商的增长速度有所放缓，目标 GMV 为 4.2 万亿元，增速约为 20%。随着平台流量红利边际减弱、投放成本升高，品牌获客效率下降，转化成本上升，导致社交电商渠道增长于今年有所放缓，平台的竞争愈发激烈。今年 Q1 多家头部零食企业抖音数据不及预期。

传统商超：焕新升级，重获生机。在电商和新兴零售业态的冲击下，传统商超面临转型压力。近年来，随着“胖东来模式”在全国商超业态中引发模仿潮，传统商超通过“动线重构、SKU 优化、场景再造”等改造升级行动，激发消费者体验与购买意愿。例如，步步高梅溪湖店经过调改后，日均销售额增长 7 倍之多；郑州永辉信万广场店经过调改后，日均销售额增长 13.9 倍。

此外，物美集团也宣布旗下学清路店将作为首个向胖东来学习的调改门店，进行全面优化，包括引入胖东来的优质商品、提升员工薪酬、减少工时等。部分商超调改焕发生机，客流量回升，此外在调改后的商超更加重视选品，自主烘焙、品质零食为重点培育品类，占比有所提升，利好产品能够进入调改渠道的头部零食企

业。商超调改渠道、盒马、Costco、山姆等会员制商超均是头部品牌重点渠道，一旦产品进入便能带来可观增量营收，建议持续关注新品进入该渠道带来的投资机会。

分销渠道：步履艰难，仍持续布局。传统分销渠道受电商、量贩零食等新兴渠道冲击生存空间进一步压缩，部分经销商持续亏损，步履艰难。然而分销渠道凭借灵活的下沉覆盖、较低的获客成本和稳定的毛利结构，分销渠道仍是多数品牌深耕三四线及农村市场的首选。在行业整体转向“提质增效”的阶段，分销体系的数字化转型与精细化管理能力成为衡量企业渠道穿透力的关键，多数企业也在努力通过技术、人员或管理方面的支持帮助经销商走出困境，建立更加稳固的利益共同体。

总体来看，当前行业渠道竞争正由早期的“抢地盘、拼覆盖”逐步转向“拼效率、拼运营、拼产品力”的深水区。如何在不同渠道结构中实现成本控制、流量转化与品牌建设的协同，成为企业能否穿越周期的核心变量。渠道适配能力、组织响应速度、终端掌控力正在重塑行业新一轮竞争格局。

3.3 品类红利接棒，魔芋蛋类等高景气细分持续爆发

随着流量投放性价比下降，品类结构优化成为企业可持续发展的核心抓手。当前呈现出以下特征：

表1：高成长细分品类透视：魔芋、蛋类等持续放量

品类	增长特点	特征
魔芋制品	25 年爆品，年增速超 70%	渗透率低、口味创新频繁
鹌鹑蛋零食	高频消费、渗透率低、价格战	行业集中度较低、渠道适配性强
果蔬干类	健康趋势推动放量	适配儿童与家庭场景
坚果类	渠道依赖强、渗透空间、毛利高	进口成本波动，自种空间大、同质化压力

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

25 年魔芋制品随着企业的产品创新，配合健康概念快速爆发，代表企业通过“爆款单品+品牌塑造”迅速获取年轻用户心智。蛋类制品凭借高频属性、保存便利与渠道广谱性，已经成为零食行业近年来的追逐热点。果蔬干产品则得益于健康理念提升及母婴家庭市场需求扩容，正成为多家企业重点培育方向。

此外，坚果品类作为休闲食品传统主力，2024 年市场规模已突破千亿元大关，同比增长率保持在两位数。礼盒装坚果在节日经济中表现突出，2024 年礼品类销售额占比达 18%，成为企业利润的重要来源。在口味创新、小袋多食场景、混合营养方案等方面仍具升级空间。然而，其对上游原料波动高度敏感，导致毛利率稳定性低于其他细分品类。

综合来看，品类组合对企业的毛利结构与利润弹性具有决定性作用。具备“高毛利+高复购+高渗透”三高属性的品类正成为企业重点押注方向。龙头企业通常通过“大单品引爆+中腰部品类协同”的策略，在提升整体产品力的同时实现用户结构和盈利结构的双优化。

展望未来，预计休闲食品行业将进入“强品类心智+精准渠道覆盖”的精细化竞争阶段。谁能率先在关键细分中建立产品力与品牌力双重护城河，谁将在下一阶段的行业分化中占据主导。

3.4 展望：结构与效率为王，聚焦“品类×渠道”双优企业

渠道变化带来行业分化，龙头企业市占率有望提升。2024 年部分头部企业率先抓住了量贩零食和抖音渠道红利，并普遍通过品类结构优化、打造爆品实现品类突破，在原材料价格普遍下降的背景下取得了较好的收益。展望 25 年，量贩和抖音渠道红利开始减弱，但商超调改和分销渠道下沉有望接力，加上部分产品红利

维持、新品蓄势待发，快速适应渠道变化的企业依然有望维持较高增速，而在渠道和新品上布局较弱的企业面临竞争压力。总体来说，相比中小品牌，龙头企业具备更强的资源整合力与组织响应力，有望将在行业分化阶段维持强势地位，保持市占率提升的长期趋势。

综合判断，企业之间的差异化竞争将更加聚焦于品类力与渠道效率的双重比拼。建议重点关注具备**品类结构优势、渠道效率突出**的龙头企业，其有望在行业进入精细化运营阶段后，持续享受份额提升与估值溢价的双重红利，如盐津铺子、劲仔食品、三只松鼠。

3.5 重点公司

在渠道调整与消费需求变化的背景下，2024 年休闲零食行业头部企业的业绩表现呈现出一定分化，整体呈现“营收修复、利润改善”的趋势。代表企业如洽洽食品、三只松鼠、盐津铺子在 2024 年后续季度中均实现了不同程度的收入与利润回升，反映出龙头在品牌力、产品力和渠道适应性方面的优势。

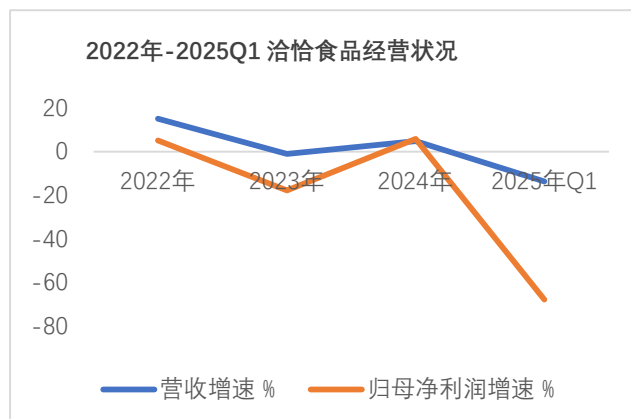
洽洽食品：短期利润波动较大，后续有望改善。2024 年实现营业收入同比增长 4.8%，归母净利润同比增长 5.8%。然而，2025 年 Q1 受行业竞争加剧及春节错位影响，公司单季营收同比下降 13.8%，归母净利润大幅下滑 67.9%，盈利端承压明显。公司葵花籽产品保持低个位数增长，坚果连续两年增速下滑至个位数。经销及其他渠道/直营（包含量贩零食、电商、KA 等）24 年营收分别同比-1.4%/38.3%，经销渠道承压，新兴渠道拉动增长。公司整体盈利能力受葵花籽原料价格影响较大，24 年四季度因内蒙古天气原因导致采购的葵花籽成本上涨，加上 25Q1 销售额下降，对 25Q1 毛利率造成影响。25Q1 业绩下滑主因春节错期、葵花籽原料因天气涨价以及坚果竞争加剧影响，其中春节错期和原料问题为短期因素，后续有望改善，公司后续业绩或逐步好转。

三只松鼠：轻资产改革初显成效，盈利能力有待稳固。2024 年，在推进分销下沉与去中心化运营战略下，营业收入同比增长 49.30%，归母净利润增速同比大增 85.51%，实现阶段性修复。但进入 2025 年 Q1，公司增长动能趋缓，营收同比增长仅 2.13%，归母净利润则由高基数回落至 2.13 亿元，同比下降 22.46%。主要跟春节错期有关。25 年三只松鼠已经从坚果做到零食、饮料，乃至全品类，渠道方面也从线上销售发展做到全渠道业态。25 年 5 月三只松鼠官宣孵化的多个品类新品牌，包括酒类、日化类品牌，以及全场景生活品质好物的“生活馆”、便利又便宜的“一分利”便利店。新产品和新渠道的拓展有望打开公司进一步的增长空间。

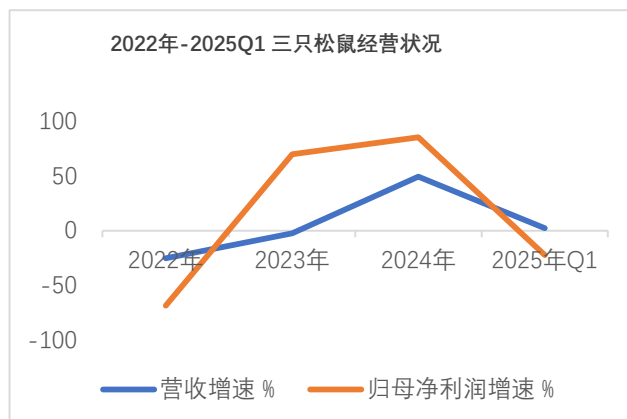
盐津铺子：多品类扩张带动业绩高增。盐津铺子依托魔芋、蛋类等高毛利新品类发力，成为 2024-2025 年中营收与利润双增速最为明显的企业。2024 年全年公司实现收入 53.04 亿元，同比+28.89%，归母 6.40 亿元，同比+26.53%。虽然 2025 年一季度因春节错期等因素造成业绩下滑，但推测魔芋及鹌鹑蛋类带动公司全年快速修复，量贩零食渠道维持高增长，显示出其产品结构调整与渠道协同的强劲韧性与弹性。

图9：2024-2025Q1 洽洽食品经营状况：%

图10：2024-2025Q1 三只松鼠经营状况：%

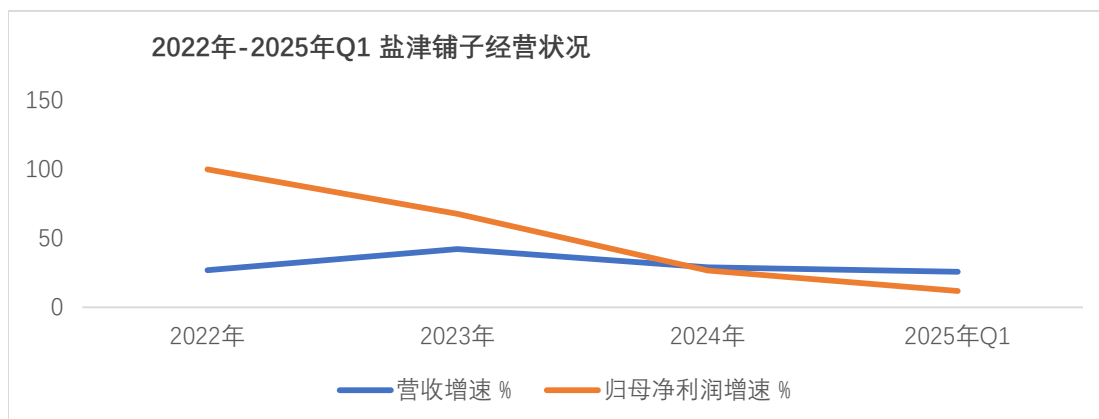


资料来源：同花顺，东兴证券研究所



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图11：2024-2025Q1 盐津铺子经营状况：%



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

4. 调味品：需求修复韧性增强，结构优化带动盈利释放

4.1 收入温和修复，利润弹性释放

营收增速趋于放缓，行业增长动能减弱。调味品行业整体营收增长呈现逐年放缓趋势。2020 年行业仍保持两位数增长，但至 2023 年已降至较低水平，反映出消费需求趋于成熟、市场竞争加剧等多重因素影响。2024 年虽出现短暂回升，但 2025 年 Q1 再次放缓，行业进入低速增长阶段。

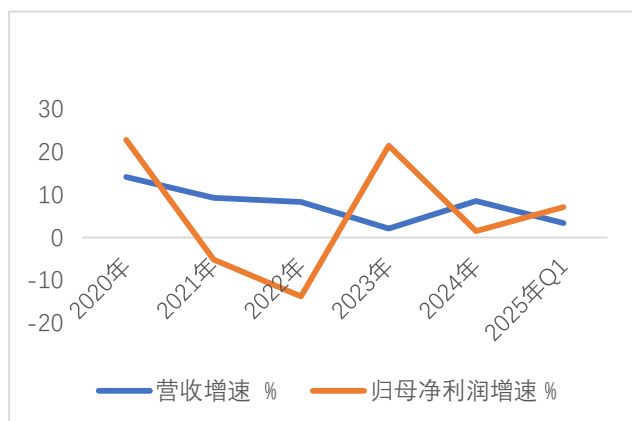
毛利率阶段性回升，盈利能力有所修复。调味品行业自 2020 年以来经历了毛利率下行的压力，但自 2023 年起出现回升迹象。2020 年销售毛利率为 39.32%，至 2023 年降至低点 31.96%，主要受到原材料价格上涨与市场竞争影响。然而 2024 年和 2025 年 Q1 毛利率分别回升至 33.74%和 36.38%，一方面得益于原材料成本下降，另一方面显示行业企业在成本控制、产品结构调整等方面取得初步成效，盈利能力正在逐步修复。

费用管控保持稳健，销售费用率维持稳定。企业在销售管理方面表现出较强的稳健性，销售费用率整体保持在 7.9% - 8.3% 之间。自 2020 年起，该指标波动幅度较小，2025 年 Q1 为 8.22%，显示企业在营销资源投放方面持续保持理性，有助于提升经营效率并维持稳定利润空间。

行业转型已现端倪，未来增长需依靠结构升级。随着成本改善和管理优化逐步见效，调味品行业盈利能力正逐步恢复。然而营收增速持续放缓，行业整体迈入存量竞争时代。未来企业需依赖产品创新、渠道重构和成本效率提升实现内生增长，同时通过品牌升级与并购整合提升行业集中度，推动调味品行业从高速增长向高质量发展阶段迈进。

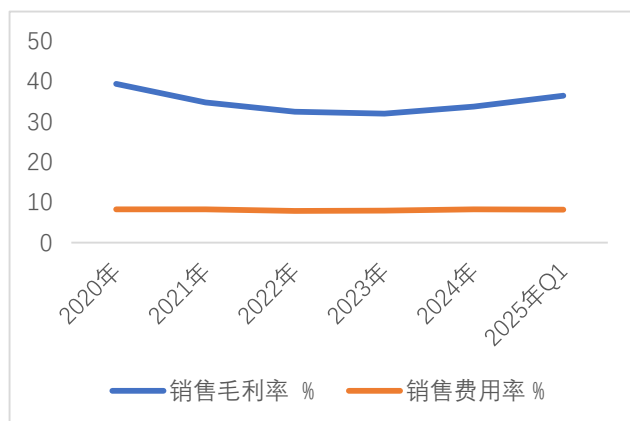
外部环境平稳，行业亟待复苏。行业净利润增速在 2020 年保持高位，主要跟特殊时期相关。此后出现剧烈波动，反映出较弱的抗风险能力以及恢复能力。21-24 年利润增速经历了大幅波动，2024 年利润增速再次回落至 1.53%，2025 年 Q1 实现 7.17% 的小幅正增长。企业盈利能力受企业管理影响较大，库存和原材料形成周期扰动。目前行业以餐饮为主的消费环境弱复苏，渠道库存处于正常水平，原材料价格依然处于低位，随着经济的进一步恢复，调味品行业盈利能力有望提升。

图12：2020-2025Q1 调味品营收增速和归母净利润增速：%



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图13：2020-2025 年 Q1 调味品销售毛利率和费用率：%



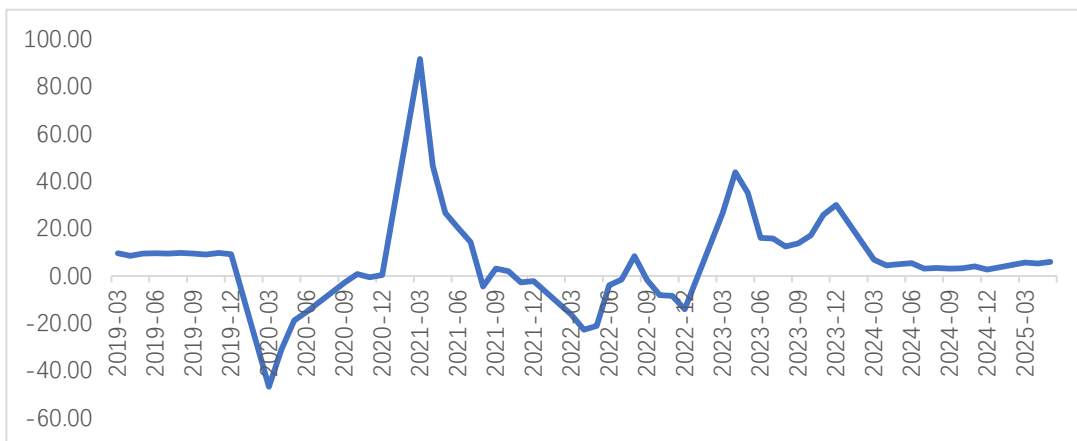
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

4.2 餐饮需求回升缓慢，行业竞争加剧

下游需求修复节奏温和。调味品需求高度依赖餐饮渠道恢复，餐饮业的复苏趋势已成为行业需求回暖的关键驱动因素。2023 年，全国餐饮收入累计同比高达 20.4%，在消费全面放开背景下实现强劲修复；但 2024 年餐饮收入增速边际回落，疫后高基数影响显现，行业步入温和修复通道。2025 年 3 月社零-餐饮单月收入同比+5.6%，5 月进一步回升至 5.9%，反映今年餐饮行业持续修复，趋势向好，但修复力度仍不足。2025 年节假日较往年更多，政府持续推出包括餐饮券等刺激消费的政策，预计聚餐、外卖与连锁餐饮扩张进一步推动餐饮端修复，带动复合调味料、火锅底料、预制料理包等品类实现增长。C 端方面，外卖的减少带来 C 端需求增长，企业普遍加大了对零售端的投放力度，包括加速渠道下沉、拓展私域运营、增强内容电商布局等手段，意在通过“提渗透、强互动”来带动终端动销回暖。然而，在市场消费需求疲软的大背景下，降价成为了 2024 年调味品行业的关键词。据时代财经不完全统计，2024 年，调味品行业内多家企业都存在价格下调情况。

展望中期，B 端餐饮复苏仍将构成行业主要增长引擎，C 端为稳定剂。调味品企业需在巩固 C 端客户基础的同时，加强 B 端渗透，增强对 B 端客户的服务与创新，以实现多场景覆盖与需求侧稳定增长。

图14：社会消费品--餐饮收入：单月同比：%



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

4.3 原材料回落助推毛利率修复

成本端压力系统性缓解，为调味品行业利润中枢稳定提供坚实支撑。2024 年以来，调味品行业核心原材料价格持续回落，为毛利率改善与企业盈利能力修复创造了有利条件。大豆、白砂糖及 PET 包装材料作为调味品主要成本项，其价格走势对行业影响显著，构成不同品类产品的关键成本基础。

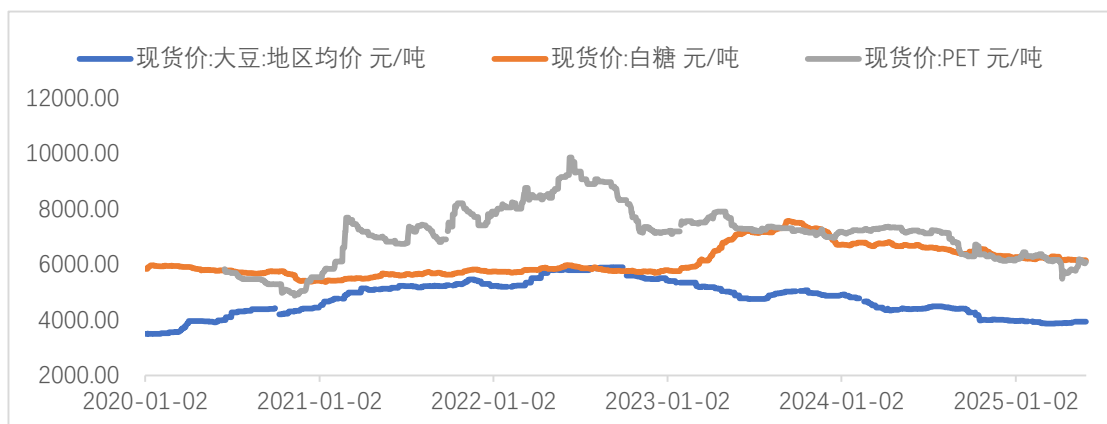
大豆价格下行，大豆发酵类成本红利释放。2024 年 Q1 大豆平均价格为 5053 元/吨，相比 2023 年 Q1 的 5331 元/吨下降约 5.2%。2025 年 Q1 均价进一步回落至 4745 元/吨，较 2024 年 Q1 下降 6.1%，呈现稳步下行趋势。价格回落主要受益于南美地区天气改善带动全球大豆供应增加，同时国内压榨利润下滑抑制了终端采购需求。作为酱油、豆瓣酱等发酵类调味品的主要原料，大豆价格回落有助于毛利率的提升。

白砂糖价格重回理性，缓解甜味产品成本压力。白糖在酱油、复合调味料等多个产品线中广泛应用。2023 年下半年白糖价格一度突破 6300 元/吨，创阶段性高点。2024 年 Q1 平均价格回落至 6039 元/吨，同比 2023 年 Q1 的 5999 元/吨小幅上涨 0.7%，但整体维持震荡偏强。进入 2025 年 Q1，价格进一步下探至 5810 元/吨，较高点下跌约 7.8%。在消费恢复缓慢及进口补充增强的双重作用下，白糖价格趋于理性回归，有助于复合调味料、酱油等甜味调味品成本压力的缓解。

PET 包装材料价格回落，利好 C 端瓶装产品盈利空间。PET 作为酱油、醋、料酒等瓶装产品的主要包装材料，其价格走势与原油关联密切。2024 年 Q1 PET 均价为 6672 元/吨，较 2023 年 Q1 的 6984 元/吨下降 4.5%；2025 年 Q1 进一步降至 6028 元/吨，同比下降 9.7%。考虑到包装材料在中低端调味品中占成品成本 8%—15% 的比例，PET 价格回落将直接提升 C 端瓶装产品的盈利空间。

从行业整体来看，**原材料价格系统性走低推动毛利率阶段性修复。**调味品行业的毛利率 24-25 年整体呈恢复态势。调味品企业成本中原材料占比较高，在维持费用控制的同时，净利率实现边际好转。龙头企业凭借议价能力与采购规模优势率先受益。

图15：调味品主要原材料价格：元/吨



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

4.4 展望：弱复苏、稳修复，结构升级主导中长期逻辑

调味品行业当前处于“盈利修复+结构深化”并行阶段。随着餐饮业的进一步改善，行业仍将呈现收入温和复苏的局面，但因国际贸易冲突使得今年原材料价格存在一定的不确定性，但下游餐饮的进一步复苏有利于调味品行业竞争局面的缓和，有助于费用率的改善。中长期来看，以火锅底料、中式复合调味料为代表的复合调味料的增速仍将明显快于传统基础调味料，海天、千禾也在加速布局，在共同打开行业空间的同时也使得复合调味料赛道的竞争加剧。结合新产品，更能够抓住预制菜、线上电商、新型社区门店等新场景的企业有望获得更大市场份额。

4.5 重点公司

调味品行业龙头企业在成本端回落与费用优化的推动下，盈利能力持续修复，展现出较强的抗压与恢复能力。2025 年一季度，尽管收入端恢复节奏不强，但在原材料价格回落和费用投放优化的支撑下，利润端表现普遍优于预期，呈现出“弱复苏中的强盈利”特征。

千禾味业：成本优化驱动盈利回升，结构调整初见成效。2024 年，千禾味业实现营业收入 30.7 亿元，同比下降 4%，归母净利润为 5.1 亿元，同比小幅下降 3%。尽管营收和利润尚未恢复增长，但降幅收窄，反映出公司通过优化产品结构、加强费用控制、调整渠道策略已取得初步成效。进入 2025 年一季度，公司营收实现 8.3 亿元，同比下滑 7%，但归母净利润升至 5.2 亿元，同比增长 4%，其在收入承压的情况下依靠智能制造带来的成本端优化和高端产品占比提升改善了公司整体经营质量，抗风险能力进一步增强。

天味食品：短期承压，期待改善。2024 年，天味食品实现营业收入 34.8 亿元，同比增长 10%，归母净利润为 6.2 亿元，同比增长 37%，盈利表现显著优于营收端，体现出渠道效率与产品结构优化带来的利润弹性。2025 年一季度，公司收入为 6.4 亿元，同比下滑 25%，但归母净利润仍达 5.2 亿元，同比下滑 58%，在高基数下回调幅度较大，主要系受宏观经济环境、行业竞争加剧、春节错期等因素影响，消费疲软、终端动销不及预期。全年看公司将从产品聚焦（聚焦“争鲜抢厚”和爆品打造）、渠道补强（坚持“拓店增品”、“餐饮拓展”等渠道深化战略）、品牌势能（聚焦厚火锅和鲜汤料的 brand 心智打造）、外延增长（投资并购）4 个方面着手力争完成全年目标。

海天味业：结构优化稳步推进，成本红利释放助力盈利超预期。2024 年，海天味业实现营业收入 269.01 亿元，同比增长 9.53%；归母净利润 63.44 亿元，同比增长 12.75%，利润增速高于收入，超额完成年度目标。

公司毛利率提升至 37.0%，同比增加 2.26 个百分点，主因大豆及包装等原材料价格回落带来的成本红利释放。酱油、调味酱、蚝油收入分别同比增长 8.87%、9.97%、8.56%，以量增为主，线上渠道全年同比增长近 40%，电商场景贡献快速提升。2025 年一季度，公司实现营收 83.2 亿元，同比增长 8%；归母净利润 6.63 亿元，同比增长 15%，盈利能力持续修复。公司在品类结构、渠道结构和成本结构上持续优化，展现出成熟企业的盈利弹性和运营韧性。公司改革红利逐步释放，三大核心业务保持平稳增长，以复合调味汁为主的新品以及海外渠道或进一步打开增长空间。我们推测在政策的推动下餐营业有望进一步复苏，公司在调味品市场份额有望进一步提升。

表2：调味品行业龙头企业 2024-2025Q1 经营状况

证券名称	2024			2025Q1			
	收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利润 YOY	收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿) YOY
海天味业	269.0	10%	63.4	13%	83.2	8%	66.3
安琪酵母	152.0	12%	13.2	4%	37.9	9%	13.8
中炬高新	55.2	7%	8.9	-47%	11.0	-26%	8.4
天味食品	34.8	10%	6.2	37%	6.4	-25%	5.2
千禾味业	30.7	-4%	5.1	-3%	8.3	-7%	5.2
宝立食品	26.5	12%	2.3	-23%	6.7	7%	2.3
莲花控股	26.5	26%	2.0	56%	7.9	38%	2.5
涪陵榨菜	23.9	-3%	8.0	-3%	7.1	-5%	8.0
恒顺醋业	22.0	4%	1.3	47%	6.3	36%	1.3
仲景食品	11.0	10%	1.8	2%	2.8	1%	1.7
安记食品	6.1	-4%	0.4	23%	1.5	5%	0.4
日辰股份	4.0	13%	0.6	13%	1.0	10%	0.7
佳隆股份	2.7	3%	0.2	155%	0.5	-2%	0.3
朱老六	2.4	-1%	0.2	-16%	0.6	-20%	0.1

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

5. 速冻食品：餐饮复苏分化，渠道演进促结构突围

5.1 速冻食品行业运行概况：竞争激烈，缓慢复苏

利润增速放缓，成本与费用压力同步抬升。2024 年，预加工食品行业营收同比下滑 1.94%，归母净利润同比下降 2.20%，利润端未能有效抗衡收入下行，呈现“弱修复+弱盈利”的特征。2025 年 Q1 形势延续疲软，营收同比下降 4.54%，归母净利润下降 3.10%，显示出在消费承压与渠道去库存背景下，行业盈利质量仍存下行压力。

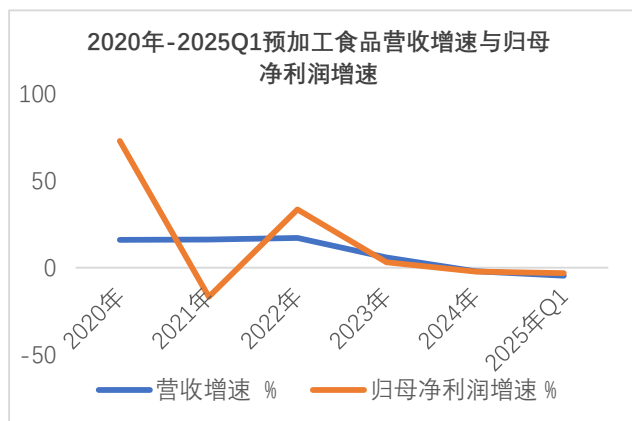
毛利率自低点小幅修复，但单位盈利能力仍受压。预加工食品毛利率从 21 年的 26.86% 下降到 2023 年低点 21.66% 后边际回升，2024 年回升至 22.48%，2025 年 Q1 进一步升至 23.00%。尽管方向改善，但整体仍未恢复至疫情前水平，反映出中低价 SKU 比重上升、促销频次加大对单位盈利形成挤压。

费用率止跌回升，市场投入成为压利润主因。销售费用率经历连续三年下降后，自 2023 年的 7.95% 回升至 2024 年的 8.21%，2025 年 Q1 继续升至 8.53%，说明企业在渠道下沉、终端铺货和品牌曝光上持续加码，虽然支撑动销，但对短期利润形成实质压力。

净利率有所恢复。尽管费用率走高，但毛利率上行带动行业净利率略有恢复。在 2023 年净利率大幅下滑后 2024 年净利率略微回升 0.24pct，至 6.96%。2025Q1 净利率也同比略微回升 0.21pct 至 7.62%。预加工食品行业整体有望进一步修复。

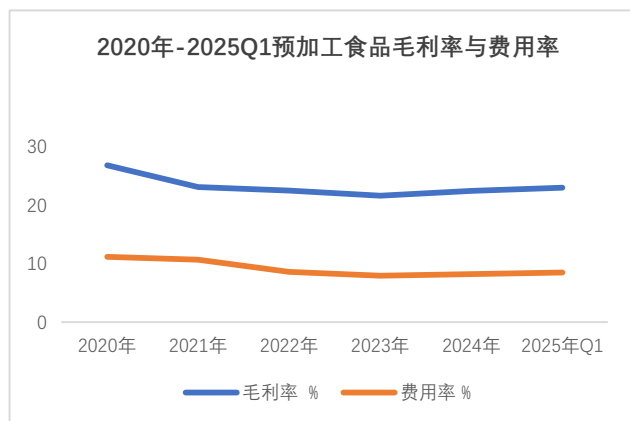
行业潜力仍大，新渠道焕发活力。24 年经济整体呈弱复苏，餐饮恢复程度不及预期，小 B 端客户（夫妻老婆店、乡村宴席等经销渠道终端客户）受到的影响更明显，而大 B 客户（连锁店等）抗风险能力较强，恢复较快，因此 24 年整体大 B 表现优于小 B，但速冻行业整体弱复苏，商家之间竞争异常激烈，价格战导致企业盈利受损。然而，一些新兴渠道如新零售、商超调改焕发活力，烘焙和预制菜在商超调改以及新兴渠道中均为重点培育产品，这些渠道更加重视产品质量，龙头企业更为受益。中国速冻食品行业 CR5 约为 15%，与英国 40%、美国 45%、日本 70% 形成鲜明对比，中国速冻食品行业未来有巨大的整合潜力与市场集中度持续提升的广阔空间，龙头企业有望持续取得高于行业的增速。

图16：2020-2025Q1 预加工食品营收增速与归母净利润增速：%



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图17：2020-2025Q1 预加工食品毛利率与费用率：%



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

5.2 烘焙率先企稳，品牌更迭与供应链升级并行

随着经济长期弱复苏，消费者对情绪疗愈需求增长，蛋糕甜品、零食、低度酒类均能够像谷子、潮玩一样为消费者提供情绪价值，市场需求持续释放。焙品类（特指烘焙专门店）的热度持续上升，市场规模稳步扩张。据红餐大数据，2024 年烘焙（专门店）市场规模同比增长 5.2%，达到 1,105 亿元。不过当下的烘焙品类追求健康、美味和创新，新旧品牌交替，机遇与挑战并存。2024 年全年烘焙品牌开店率和闭店率分别为 37.1%、34.2%。

商超调改、会员店带动烘焙需求。除了烘焙店，商超、会员店也将烘焙作为吸引客流的利器，烘焙产品爆款不断。例如，山姆的瑞士卷销售额甚至占部分门店月销售额的 8%-10%，年销售额曾超 10 亿元；盒马的草莓盒子蛋糕是一款只卖 5 个月的季节性产品，在 2024 年成长为年销售额过亿的大单品。烘焙品类市场规模的持续扩大，促使中上游供应链加速升级迭代，冷冻烘焙、本土原料均得到市场青睐。据红餐产业研究院测算，全国冷冻烘焙市场保持较快增速，预计 2025 年市场规模将达到 250 亿元，增速 26.4%。

5.3 展望：短期压力仍存，待餐饮恢复将获得更大弹性

短期压力不改长期增长潜力。餐饮业复苏为预加工食品行业提供直接的需求支撑。餐饮企业为应对人员流动、厨房面积限制与食品安全压力，正逐步加大标准化食材采购比重。预加工食品凭借出餐效率、成本可控与产品稳定等优势，渗透率持续提升。尤其在连锁化率较高的赛道中，预加工产品正逐渐取代传统“全自制”模式，成为高频采购选项，显著拓展了行业的 B 端市场容量。长期来看，随着线下消费场景的进一步复苏，上游标准化食材需求将同步释放。

竞争倒逼行业集中度提升。终端盈利承压传导至上游，倒逼预加工食品企业优化供给结构。尽管营收回暖，2024 年餐饮行业净利润表现波动，毛利率逐季走低，反映出原材料、人工、水电等综合成本上涨对终端形成挤压。这种压力通过供应链传导，促使预加工食品企业在价格、品控、交付效率等方面不断优化，以适应餐饮企业对“性价比”和“高周转”的需求。在激烈的竞争中，资源向具有渠道控制力、生产柔性化与产品标准化能力强的企业集中趋势更加明显，速冻行业集中度将进一步提升，为头部企业未来的增长奠定基础。

随着行业集中度的提升，餐饮的进一步恢复，行业将逐步走出寒冬。我们也观察到速冻企业意识到价格战不可持续，将重心放在优化自己的产品结构，增强组织效率和渠道拓展上，将加快行业回暖。

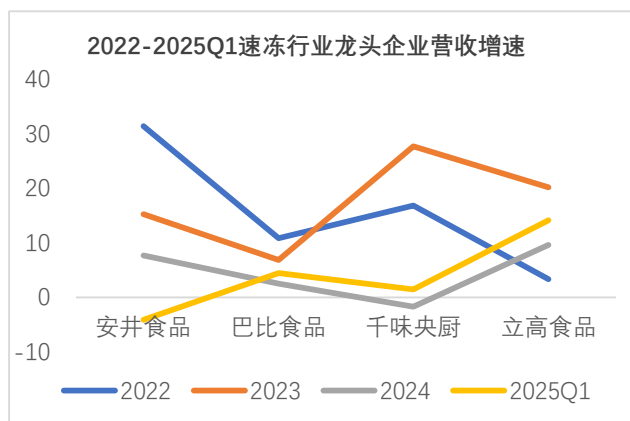
5.4 重点公司

立高食品：营收增长，利润明显改善。多年依赖公司营收一直保持正增长，2024 年营收 38.35 亿元，同比 +9.61%，25Q1 营收同比 +14.13%，收入表现优于同行。利润端波动较大：2022 - 2023 归母净利润连续下滑（-49.22%、-49.21%），2024 年则快速恢复至 2.68 亿元，同比 +266.94%，2025Q1 维持正增长（+15.11%）。

安井食品：经营韧性强，将随行业改善更进一步。公司为速冻龙头企业。24/25Q1 营收分别 +7.70%/-4.13%，归母净利润增速分别为 0.46%/-10.01%。25Q1 转弱主因春节错期和需求不及预期，但公司盈利情况优于行业整体。我们推测公司锁鲜装收入保持较高增长，速冻菜肴制品易受小龙虾价格影响波动性较大，速冻米面制品受行业疲弱，竞争加大影响。2025 年小龙虾展现出积极的一面，经过了两年的洗牌，行业集中度提升，行业有望逐步重回增长。2025 年初公司梳理聚焦了以“产品驱动”为首的企业增长八大驱动力，并将新品研发策略由过去的“及时跟进、持续改进、适度创新”升级为“B 端及时跟进，C 端升级换代”。公司自身经营管理能力较强，在低谷期能够适时调整，等米面制品格局稳定行业回暖，小龙虾价格回升将释放业绩弹性。

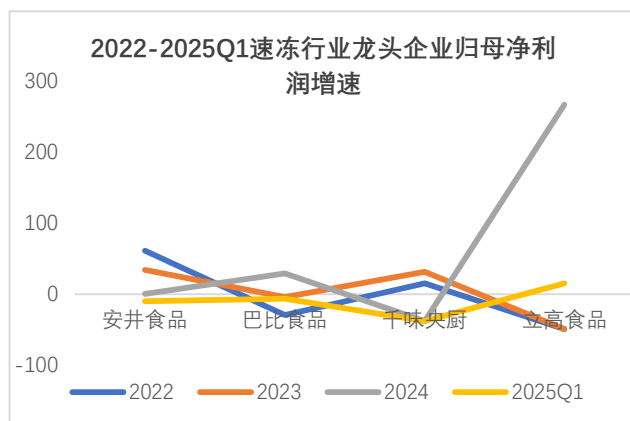
千味央厨：短期承压，新兴渠道为亮点。2022 - 2023 年，千味央厨营收分别增长 16.86% 和 27.69%，大 B 的灯塔效应打动小 B 表现优异。但 2024 年公司营收、利润转负，2024/25Q1 公司收入增速分别为 -1.71%/+1.5%；归母净利润分别同比-37.67%/-37.98%。24 年公司第一大和第二大直营客户出现负增长，经销客户主因行业需求不足，价格战激烈销售下滑。规模效应不足直接导致毛利率受损，竞争加剧带来短期销售费用率的提升。不过中长期来看，调改商超、新兴渠道等新渠道的客户获取能够平衡渠道不足，预制菜作为长期潜力品种取得较高增长。期待行业边际回暖带来的改善机会。

图18：2022-2025Q1 速冻行业龙头企业营收增速：%



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图19：2022-2025Q1 速冻行业龙头企业归母净利润增速：%



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

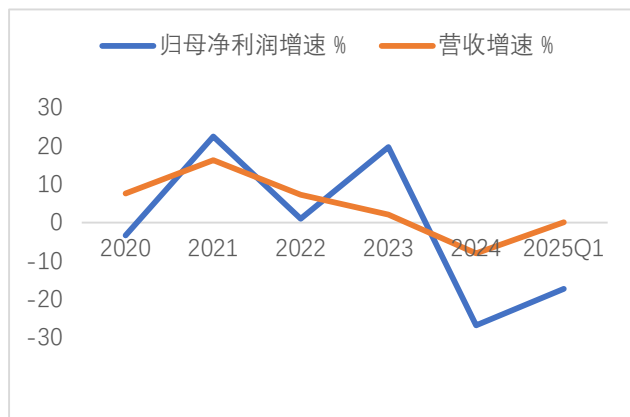
6. 乳制品：成本缓解下利润修复，需求复苏仍显温和

2024 年乳品板块营业收入整体下滑 8%，利润方面，整体波动比较大，各大乳企均面临不同程度的收入放缓与利润下降，整体呈现“保收入、让利润”的经营取向。

收入端增速放缓，行业增长动能明显趋弱。自 2022 年起乳品行业整体增长动能明显减弱。尽管在 2020 - 2021 年间，营收增速维持在 7.56% 至 16.30% 的稳健水平，但在 2021 年后行业收入增速开始趋势性回落，以上市公司为代表的行业 2023 年仅营收增长 2.07%，2024 年则同比-8.03%，行业需求增长逐步放缓带动原奶价格下行。乳企营收总体在二季度是最低点，后面同比降幅逐渐收窄，25Q1 进一步收窄，部分企业增速转正，24 二季度基数比较低，预计今年二季度会进一步修复，但整体恢复力度有限，需求侧修复节奏偏弱。

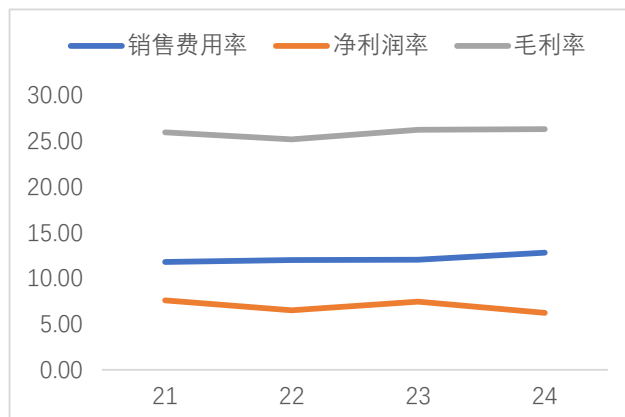
净利润波动加剧，盈利修复基础尚不稳固。行业净利润波动较收入波动更大，2024 年以上市公司为代表的行业净利润同比下滑 26.87%，2025Q1 为-17.30%，反映出尽管原奶价格低位成本端改善明显，但在营收乏力背景下，费用率相对较高，盈利能力处于低谷，25Q1 利润及收入降速均有所收窄，行业出现回暖迹象。

图20：2020-2025Q1 乳品行业营收增速及归母净利润增速：%



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图21：2020-2025Q1 乳品行业毛利率及费用率：%



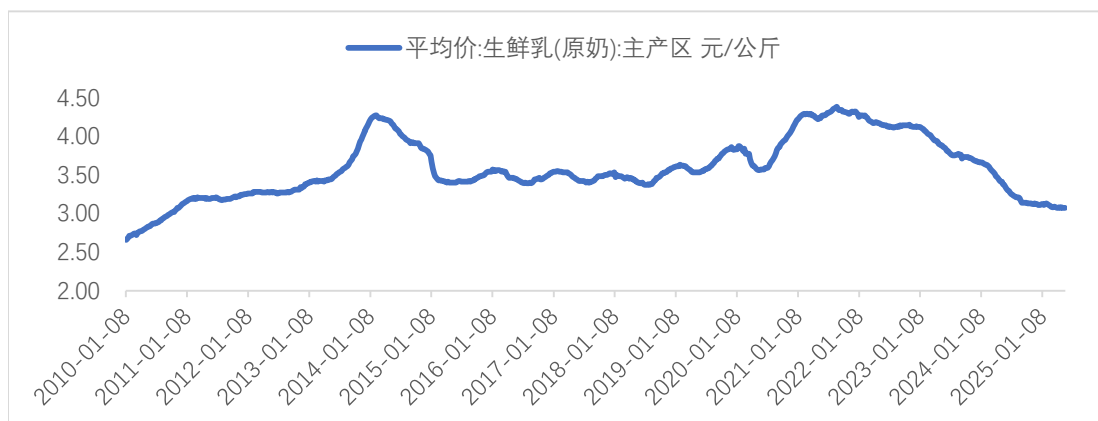
资料来源：同花顺、东兴证券研究所

6.1 奶价变化趋势：原奶价格持续走低，阶段性缓解成本压力

原奶价格自 2021 年 8 月开始下行，结束了自 18 年下半年开始的上行趋势。原奶价格的下降使得下游乳企成本压力减轻，乳企毛利率普遍提升。截止 2025 年 5 月，全国原奶价格由 2021 年的高点 4.38 元/公斤，持续下滑至 3.07 元/公斤，累计跌幅 30%。虽然奶价下行带动毛利率提升，但在奶价下行的中后期往往市场竞争变得更加激烈反而不利于乳企利润率的提升，奶价触底反弹反而能够带动乳企利润回升。

随着上游产能逐步去化，自 24Q1 原奶价格跌幅收窄，不过前期奶牛养殖扩张惯性尚未完全消化，供需错配仍在延续。同时部分企业库存尚未完全出清，喷粉减值与过剩压力依然对价格形成压制。消费端修复节奏偏慢，限制奶价回升动力。终端需求尚未全面恢复，叠加居民消费偏谨慎，乳品价格传导能力较弱，零售价未能有效上行，进一步压缩了奶价反弹空间。

图22：原奶价格变动（元/公斤）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

6.2 24 年业绩低谷，25 年边际好转

2024 年，乳品行业头部企业整体营收增长乏力，传统龙头表现承压。伊利股份全年实现营收 1157.80 亿元（同比-8.24%），归母净利润同比下滑 18.94%，主因常温奶去库存，但低温奶实现较好增长。光明乳业营收 242.78 亿元（-8.33%），归母净利润-25.36%%，压力主要来源于原材料成本、品类结构与管理效率多重因素。各大乳企均面临不同程度的收入放缓与利润下降，整体呈现“保收入、让利润”的经营取向。25 年乳制品供需结构进一步优化，奶价出现触底回升的迹象，预计下半年生鲜乳达到供需平衡。加上 24 年乳制品企业控制发货节奏，常温奶库存积压情况改善，喷粉减值损失逐步减少，预计随着原奶价格的回升乳企业经营业绩有望明显改善。2025Q1 各乳企业绩已经呈现边际好转，伊利/光明扣非净利润同比+24.19%/2.45%。

部分细分行业利润弹性突出，结构优势持续兑现。相较于传统以液态奶为主的乳制品企业，奶酪、婴配粉细分赛道率先走出困境。24 年通过产品创新、渠道下沉、强化费用管控等措施妙可蓝多实现利润高增长（收入/扣非利润分别同比+19.63%/554.27%）。贝因美、中国飞鹤近年来重回增长，婴配粉二次注册制后行业集中度提升，价格战有所缓解，加上国家加大刺激内需，部分地区通过补贴等方式有望带来生育率的提升，婴配粉供需格局持续改善。此类企业经历过行业低谷，凭借更强的品牌力、管理能力与聚焦的品类布局，在行业整体承压阶段获得市场份额的提升，在行业修复阶段获取更大的业绩弹性。

表3：乳品行业龙头企业 2024 年-2025 年 Q1 经营状况表

证券名称	2024				2025Q1			
	收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利润 YOY	收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利润 YOY
伊利股份	1157.80	-8%	84.53	-19%	330.20	1.35%	48.74	-18%
蒙牛乳业	886.70	-10%	1.05	-98%	-	-	-	-
骑士乳业	13.00	3%	-0.08	-108%	3.70	55.88%	0.11	-39%
三元股份	70.10	-11%	0.55	-77%	16.50	-19.45%	0.88	21%
光明乳业	242.80	-8%	7.22	-25%	63.70	-0.76%	1.41	-18%
妙可蓝多	48.40	20%	1.14	79%	12.30	29.86%	0.82	100%
一鸣食品	27.50	4%	0.29	30%	6.50	1.75%	0.13	28%
佳禾食品	23.10	-19%	0.84	-67%	5.70	5.46%	0.04	-91%
均瑶健康	14.60	-11%	-0.29	-151%	4.00	1.41%	0.11	-58%
阳光乳业	5.20	-9%	1.15	-1%	1.00	-3.62%	0.22	3%
贝因美	27.70	10%	1.03	117%	7.30	1.01%	0.43	94%
燕塘乳业	17.30	-11%	1.03	-43%	3.30	-11.81%	0.09	-46%
庄园牧场	8.90	-7%	-1.66	-104%	2.10	-6.61%	-0.26	42%
新乳业	106.70	-3%	5.38	25%	26.20	0.42%	1.33	48%
西部牧业	9.40	-16%	-1.19	-85%	1.90	-20.87%	-0.10	-130%
品渥食品	8.80	-22%	0.07	110%	1.80	-15.10%	0.06	231%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

6.3 展望：盈利修复可期，龙头主导格局或将进一步稳固

乳品行业基本面逐步修复，盈利端有望进一步改善。过去几年，乳制品行业龙头公司通过渠道整合、品类聚焦、费用控制与供应链优化等举措，将进一步强化了其自身优势，尽管部分企业业绩压力较大，但盈利质量得以提升。随着行业集中度的提升，需求好转，供需格局逐步优化，龙头企业盈利能力有望在未来几个季度内进一步修复。头部企业在稳固核心品类市场份额的基础上，仍有望通过低线渠道渗透、新品类拓展等手段实现横向延展，巩固其行业引领地位。

7. 风险提示

原材料成本波动风险：食品饮料行业原材料价格具有一定不确定性，若未来主要原材料如乳品、蛋类、农副产品等价格大幅上涨，将抬升生产成本，压缩企业利润空间，影响盈利能力。

消费需求修复不及预期：当前宏观经济处于弱复苏阶段，若居民收入预期、就业信心等未能有效改善，终端消费力恢复或将低于预期，从而对行业整体销售增速产生制约。

新品推广及渠道拓展进度放缓：若企业新品推出节奏放缓或动销表现不及预期，或渠道拓展受经销体系磨合、区域协同等因素影响未达目标，可能对收入增长形成阶段性掣肘。

行业竞争加剧风险：食品饮料多个子行业仍处于高度分散竞争格局，若未来头部品牌扩张提速或资本持续涌入，将加剧市场竞争压力，可能导致价格战或份额再分配，对中小企业构成挑战。

食品安全风险：食品安全问题始终是行业面临的重要声誉与经营风险。若企业在原料控制、生产流程或供应链管理上出现瑕疵，将对品牌形象、市场销售及股价表现带来负面冲击。

宏观经济与政策波动风险：行业整体对宏观经济周期敏感，若经济增长持续承压，或消费相关政策发生显著变化，将对行业景气度及消费预期带来不利影响。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	食品饮料行业 2025 年中期策略报告：价格是资产定价重要观察要素	2025-06-24
行业普通报告	食品饮料：五一假期消费市场活跃，带动餐饮市场恢复	2025-05-09
行业普通报告	食品饮料行业：复盘 2018 年贸易战对食品饮料行业资产定价的影响	2025-04-16
行业普通报告	食品饮料行业：预期内需政策或进一步加码，关注食品饮料防守配置	2025-04-09
行业普通报告	糖酒会反馈基本符合预期，平稳中有亮点	2025-04-03
行业普通报告	食品饮料行业周报：生育政策加码，利好国产婴配粉龙头企业	2025-03-18
行业普通报告	食品饮料行业：生育政策加码，利好国产婴配粉龙头企业	2025-03-18
行业普通报告	食品饮料行业：市场预期逐渐改变，关注短期估值修复行情	2025-03-17
行业普通报告	促消费仍是经济工作主要抓手，关注食品饮料底部机会	2025-03-11
行业普通报告	中央 1 号文件提出要对奶牛产业纾困	2025-02-26
公司深度报告	劲仔食品（003000.SZ）：新品新渠道双轮驱动，有望实现业绩快速增长	2025-05-27
公司普通报告	贵州茅台（600519.SH）：24 年完满收官，25 年迎接新挑战	2025-04-09
公司普通报告	三只松鼠（300783.SZ）：抖音+分销带动业绩大幅提升，25 年分销将进一步发力	2025-04-01
公司普通报告	绝味食品（603517.SH）：全面布局 AI 应用，引领零售启新篇章	2025-02-19
公司普通报告	贵州茅台（600519.SH）：24 年顺利收官，看好 25 年公司经营稳定增长	2025-02-07
公司深度报告	涪陵榨菜（002507.SZ）：改革逐渐落地，公司进入发展新时期	2025-01-21
公司普通报告	三只松鼠（300783.SZ）：Q3 业绩超预期，改革效果进一步释放	2024-10-11
公司普通报告	安井食品（603345.SH）：小龙虾及水产短期承压，主业依旧稳健	2024-08-22

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526