

大力发展内需，消费有望企稳回升

——2026 年食品饮料行业投资策略

行业深度

● 2025 年食品饮料行业走势回顾：

从 2025 年年初至今，食品饮料(申万)指数累计下跌 7.61%（本篇报告数据截止 2025/12/26），申万行业排名最后一位。食品饮料指数分别跑输沪深 300/上证指数 25.97pcts/25.86pcts。

● 子行业走势分化延续，零食饮料高频价低增长快

分子行业板块来看，零食板块/软饮料两个年初至今累计上涨 12.19%/9.06%，连续两年涨幅居前列，上涨势头有所放缓；啤酒、白酒两个板块跌幅居前，分别下跌 12.7%/11.45%。其中白酒板块 2024 年下跌 12.38%，连续两年跌幅居前。啤酒板块 2024 年全年上涨 10.71%，得益于澳麦双反结束，原材料大麦进口价回落，啤酒行业整体毛利率提升提振板块上涨，2025 年延续成本红利，但效果下降。白酒啤酒同时受餐饮端低迷影响，整体市场销量承压，价格受挫。

● 大众品消费部分产量早已触顶，行业发展由量增转向质升

啤酒产量早已触顶，产量持续下滑这些年，板块营收利润增长来自产品升级提价，不断吸引新的消费者加入，啤酒产量底部企稳略有回升态势；软饮料产量在 2016 前触顶回落后，在功能性饮料的突破下，行业整体产量再度攀升创新高；零食板块传统龙头企业收入利润下降，新兴势力借助新渠道，直接触达年轻消费者，零食板块个股业绩分化。回顾这些板块，虽然各自消费习惯，消费者结构等影响有差异，但行业整体发展趋势仍很明确，行业从跑马圈地抢占市场的冲量模式，已经转型为精耕细作，产品提质固住消费者的发展模式。这对企业的经营管理要求更高，关注企业经营质量，而不只是盈利能力。

● 消费信心底部有望企稳回升 保持较高股息率吸引投资者

从食品饮料行业估值区间变化来看，板块估值保持在 21X 区间，并未再探底部，市场对板块的低预期较充分。股息率排名行业第三，业绩低迷，走势底部徘徊，持续增长的股息率有望吸引更多投资者。

● 大众品：若 CPI 改善低价高频消费弹性更好有望率先改善。

快消品竞争充分，品牌林立。今年饮料、零食、调味品板块走势向好，作为低价高频消费，行业竞争激烈，企业积极探索线上线下多元发展，传统消费渠道与新渠道结合，大众品公司有望迎来新一轮产品渠道扩张。乳制品奶价底部企稳，基本面有望率先改善。

● 投资建议及评级

消费者信心指数显示消费者预期、消费意愿、收入、就业指数均处于历史低位，但有企稳回升迹象。最终消费支出的 GDP 比重仍低于欧美日韩等发达国家，中央经济工作会议提出“大力提振消费”。2026 年消费板块展望：政策提振，消费信心回升，板块有望企稳，或将迎来业绩修复的成长空间。细分行业龙头抗压能力和市场竞争力强。板块内各细分龙头企业积极调整经营策略，我们维持对食品饮料板块的“推荐”评级。

● **风险提示：**消费信心不足消费低迷。食品安全风险。行业内卷竞争激烈，企业开发新品，营销等变动超预期。

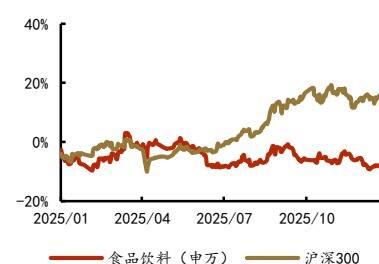
推荐（维持评级）

陈文倩（分析师）

chenwenqian@cctgsc.com.cn

证书编号：S0280515080002

行业指数一年走势



相关报告

《企业发力改善渠道库存,加速行业底部调整》2025-05-29

《政策提振，消费有望企稳》2024-12-27
 《“夜经济”复苏，推荐关注白酒龙头确定性与啤酒成长性》2020-05-31

《基金 Q1 减配白酒、加仓食品，定价权决定品牌竞争能力与格局》2020-04-27

《财报进入密集披露期，关注超跌的可选消费》2020-04-19



目 录

1、食品饮料板块回顾和展望——弱势加剧后有望企稳回升.....	6
1.1、消费板块整体走势最弱、食品饮料正处于行业历史底部区间.....	6
1.1.1、食品饮料自6月份走势明显落后其他行业，持续至年底排名最后一位.....	6
1.1.2、食品饮料行业2025年业绩表现.....	7
1.1.3、食品饮料子行业走势.....	8
1.1.4、食品饮料行业估值处于行业历史底部区间.....	9
1.2、食品饮料行业展望——政策大力提振消费 食品饮料有望企稳回升.....	10
1.2.1、第三产业增加值占GDP比重进一步提高.....	10
1.2.2、食品价格连续三个月正增长，社零餐饮指数9月触底回升后增速高于社零增速.....	12
1.2.3、食品价格连续三个月正增长，食品饮料子行业PPI仍有分化.....	13
1.3、食品饮料行业机构持仓持续下滑.....	14
1.4、食品饮料股息率持续提升.....	14
2、白酒板块回顾和展望.....	15
2.1、白酒行业终端消费变迁成就行业变化.....	15
2.2、白酒子行业业绩表现，营收、净利双双负增长.....	17
2.3、白酒个股营收、净利增速下滑，板块机构持仓占比持续下降.....	19
3、大众品消费回顾和展望.....	21
3.1、大众消费品，低价高频消费有望率先改善.....	21
3.2、大众品整体业绩表现明显优于白酒.....	21
3.3、大众品行业部分行业产量早已触顶，行业发展量增转向质增.....	23
3.4、啤酒行业产品结构升级应对量平价增.....	26
3.4.1、中国啤酒产量居世界和亚洲第一.....	27
3.4.2、消费场景变迁，非即饮渠道占比已超一半.....	28
3.5、啤酒个股，板块机构持仓占比持续下降.....	30
3.6、零食板块业绩分化.....	31
3.7、软饮料板块——A股东鹏饮料龙头迅猛发展.....	34
3.8、乳品龙头稳健，.....	36
3.8.1、乳品板块分红和基金持仓.....	37
3.8.2、乳制品板块历经五年出清，产量开始回落，价格底部企稳.....	38
4、投资建议.....	40
4.1、行业回顾和展望.....	41
4.2、投资建议及评级.....	41
5、风险分析.....	41

图表目录

图1：2025年食品饮料(申万)-行情图，自6月以来持续低迷，明显跑输大盘.....	6
图2：2025年申万一级行业涨跌幅排名，食品饮料板块最后一名.....	6
图3：2025年申万一级行业市值，食品饮料市值排名第10名（同比下降4位），估值21x略增.....	7
图4：食品饮料行业走势受市值占比最大的白酒影响居多.....	7
图5：食品饮料营收与指数表现，市场对业绩低迷预估较充分.....	8
图6：食品饮料板块业绩持续下滑，2025三季度营收、净利下滑至负增长.....	8
图7：申万三级食品饮料行业估值和总市值，白酒市值占比66%，估值19X最低.....	9
图8：申万三级食品饮料行业涨跌幅排名，啤酒白酒跌幅最大，零食、保健品、软饮料领涨（%）.....	9

图 9: 食品饮料(申万) PE Bands, 当前食饮 PE 处于板块历史底部区间	9
图 10: 消费对 GDP 贡献率企稳持续回升	11
图 11: 第三产业对 GDP 贡献占比再度升至 60%+	11
图 12: 2024 年最终消费支出占 GDP 比重 (%)	11
图 13: 2025 年上半年餐饮指数略有修复, 增速恢复到高于社零增速	12
图 14: 社零增速持续下滑	12
图 15: 2025 年下半年社零当月增速持续下降	12
图 16: 食品价格 CPI 连续 9 月起连续三个月增长, 由负转正	13
图 17: 消费者信心指数、消费意愿、就业等信心指数底部企稳, 并有回升趋势	13
图 18: 储蓄率仍处在高位, 但下半年有下降趋势, 未来收入信心和当期收入感受底部回升	13
图 19: 饮料、乳制品、零食、烘焙等品类 PPI 底部企稳回升态势, 高于食品制造业 PPI	14
图 20: 酒类制造 PPI 持续下滑, 调味发酵品和肉类加工较 2024 年回升, 但仍低于食品制造业 PPI	14
图 21: 机构持股汇总(按行业)食品饮料机构持仓占比持续下滑	14
图 22: 食品饮料板块股息率持续上升 2025 年股息率 3.85%	15
图 23: 申万一级行业股息率排名, 食饮位列第三	15
图 24: 申万白酒子行业走势略低于食品板块	16
图 25: 白酒子行业 PE-band 走势, 估值稳定在 21x 左右底部平稳运行	16
图 26: 2025 年茅台批发价延续下跌势头, 一度跌破官方指导价	16
图 27: 白酒产量单边下跌势头未止	16
图 28: 2025 年白酒子行业单季营收同比大幅下滑	17
图 29: 白酒子行业归母净利润同比增速大幅下滑	17
图 30: 白酒毛利率升幅放缓稳定在 80% 左右	18
图 31: 白酒净利率表现稳定	18
图 32: 白酒管理费率从 6% 稳定向 5% 发展	18
图 33: 白酒销售费率稳定维持在 10% 左右	18
图 34: 白酒板经营性现金流表现稳定	18
图 35: 白酒板块合同负债较稳定	18
图 36: 白酒 2025 年白酒个股单季营收增速	19
图 37: 2025 年白酒个股单季归母净利润增速	19
图 38: 白酒机构持仓市值占比持续下降	20
图 39: 申万食品饮料大众品二级子行业走势	21
图 40: 大众品单季度营业收入增速同比提升	22
图 41: 大众品单季度净利润增速同比有提升	22
图 42: 单季度营业总收入零食、软饮料增长领先	22
图 43: 单季度归母净利润软饮料增长, 啤酒稳定正增长	22
图 44: 单季度大众品各行业毛利率啤酒正增长, 零食逐季修复向好	22
图 45: 单季度大众品各行业净利率, 啤酒正增长, 零食逐季修复向好	22
图 46: 单季度大众品各行业销售费率软饮料、零食下降	23
图 47: 单季度大众品各行业管理费率表现较稳定	23
图 48: 白酒产量 2016 年底触顶 1358 万吨, 2024 年产量对比下降近 7 成	24
图 49: 啤酒产量 2016 年底触顶 5062 万吨, 2024 年产量对比下降 30%	24
图 50: 葡萄酒产量 2012 年触顶 138 万吨, 2024 年产量对比下滑 91.5%	25
图 51: 成品糖产量 2014 年触顶 1642.7, 2024 年对比下降 8.8%	25
图 52: 酱油产量 2015 年底 1012 万吨产量触顶	25
图 53: 植物油产量 2016 年触顶 6907.5, 2024 年产量对比下降 25%	25
图 54: 软饮料 2024 年新高, 2025 年 11 月同比下降 4.6%	25
图 55: 肉类产量自统计以来年化 5.06% 速度持续增长	25

图 56: 2025 年啤酒单季营收同比增长.....	26
图 57: 啤酒归母净利润同比增长	26
图 58: 啤酒毛利率季节性波动稳步小幅回升	27
图 59: 啤酒板块净利率季节性波动稳步小幅回升	27
图 60: 啤酒板块当前估值触及历史底部区间	27
图 61: 啤酒 III(申万)-行情图走势弱于食品饮料	28
图 62: 中国啤酒产量居世界和亚洲第一	28
图 63: 2023 年啤酒全球产量前十国家占比.....	28
图 64: 国内啤酒产量触顶回落, 行业 CR5 提升至九成, 现阶段产量企稳持平.....	28
图 65: 2022 年中国非即饮啤酒市场销量占比提升已超一半.....	29
图 66: 人口增速放缓, 人口结构老龄化占比提升	29
图 67: 啤酒机构持仓市值占比三季度回落	30
图 68: 2025 年啤酒个股单季营收增速.....	30
图 69: 2025 年啤酒个股单季归母净利润增速.....	31
图 70: 申万零食子行业走势优于食品板块, 低于沪深 300	32
图 71: 2025 年零食子行业单季营收同比大幅下滑.....	32
图 72: 零食子行业归母净利润同比增速大幅下滑	32
图 73: 休闲零食市场前景乐观, 预期未来仍将保持正增长	32
图 74: 零食细分品类销售规模占比	32
图 75: 2025 年零食个股单季营业增速.....	33
图 76: 2025 年零食个股单季归母净利润增速.....	33
图 77: 零食机构持仓市值增加	33
图 78: 申万软饮料子行业走势优于食品板块, 低于沪深 300.....	34
图 79: 软饮料单季营收同比保持正向增长	35
图 80: 软饮料归母净利润同比增速回升	35
图 81: 软饮料机构持股市值增长, 占流通 A 股比例回落.....	35
图 82: 乳品(申万)-行情图, 四季度走势抬升	36
图 83: 乳品连续五个季度营收回升, 最新三季度同比增速-1.5%.....	36
图 84: 净利润增速放缓, 保持正增长	36
图 85: 乳品子行业 PE-band 走势, 2024 年估值触底后回升	37
图 86: 乳品板块股息率 2024 年抬升至 3% 以上	37
图 87: 乳品机构持仓占流通 A 股比例下降.....	37
图 88: 中国奶类 CPI 当月同比底部运行	38
图 89: 中国牛奶产量有所回落, 生鲜乳价格底部可能企稳	38
图 90: 牛奶、酸奶零售价触顶后回落平稳运行	39
图 91: 婴儿奶粉、中老年奶粉价格上行趋势中	39
图 92: 牛肉价格上升, 有助于上游出清奶牛的决心	39
图 93: 伊利液奶、冷饮产品产量下降, 奶粉奶制品产量增长.....	39
图 94: 申万乳品个股 2025 单季营收同比增速.....	39
图 95: 申万乳品个股 2025 单季净利同比增速.....	40
表 1: 2025 年前三季食品饮料营收、净利增速负增长.....	8
表 2: 食品饮料三级子行业区间涨跌幅 (2025/1/1-2025/12/26)	9
表 1: 白酒板块重点公司盈利预测及估值	20
表 2: 大众品单季营收同比增速好于上一年	21
表 3: 啤酒板块重点公司盈利预测及估值	31
表 4: 零食板块重点公司盈利预测及估值	34

表 5: 软饮料板块重点公司盈利预测及估值	36
表 6: 乳品板块重点公司盈利预测及估值	40

1、食品饮料板块回顾和展望——弱势加剧后有望企稳回升

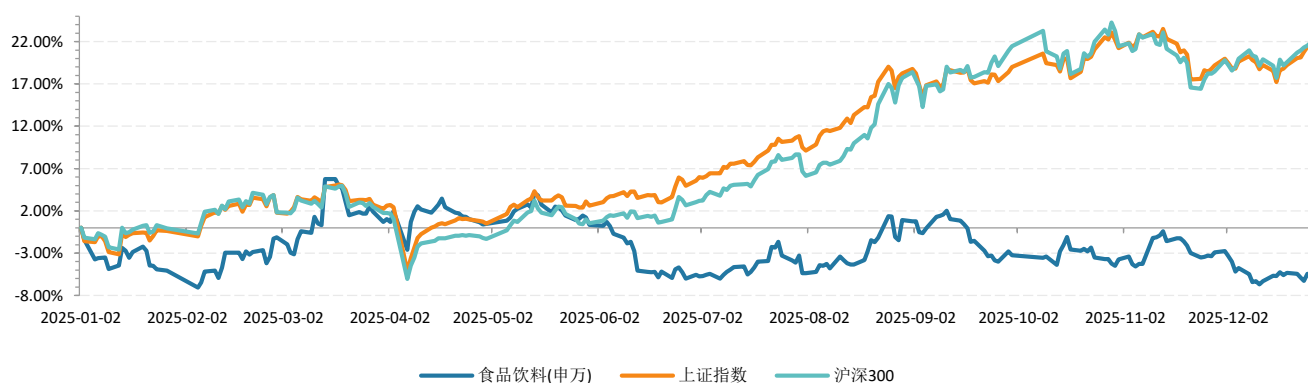
1.1、消费板块整体走势最弱、食品饮料正处于行业历史底部区间

1.1.1、食品饮料自6月份走势明显落后其他行业，持续至年底排名最后一位

从2025年年初至今，食品饮料(申万)指数累计下跌7.61%（本篇报告数据截止2025/12/26），申万一级31个行业食品饮料排名最后一位。同期沪深300指数上涨18.36%，上证指数上涨18.26%，食品饮料指数分别跑输沪深300/上证指数25.97pcts/25.86pcts。

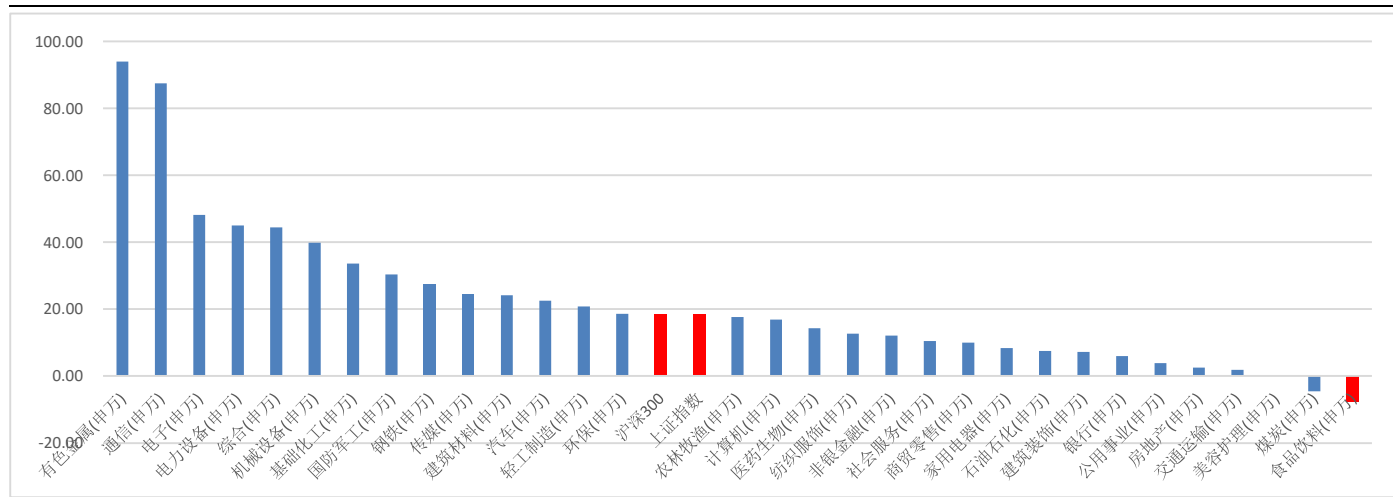
全年行业走势排名最弱，食品饮料行业市值44568亿元，较2024年48314亿元，同比下降7.75%，排名下降4位来到第十名，估值保持在21倍左右，较2024年略增2.11%基本保持平稳。从行业市值和估值表现来看，食品饮料行业走势较上年更弱，业绩表现更差。食品饮料行业市值占比最大的白酒板块占比66%，白酒板块的走势极大影响食品饮料指数表现。2025年6月以来餐饮消费受限较多，食品饮料指数掉头向下，低迷势头持续至年底。

图1：2025年食品饮料(申万)-行情图，自6月以来持续低迷，明显跑输大盘



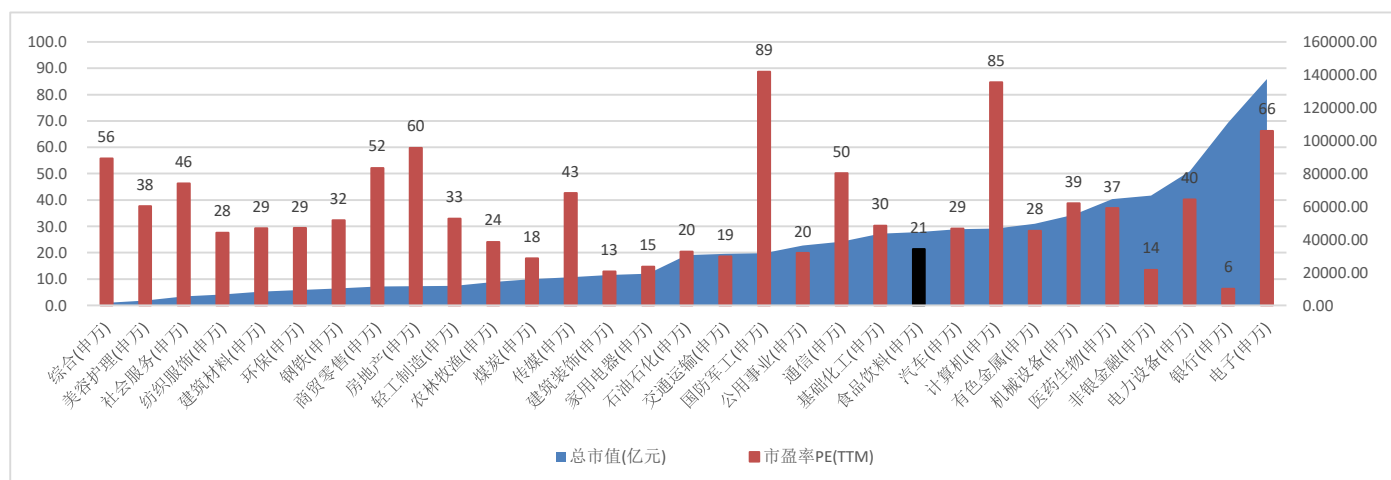
资料来源：wind，诚通证券研究所

图2：2025年申万一级行业涨跌幅排名，食品饮料板块最后一位



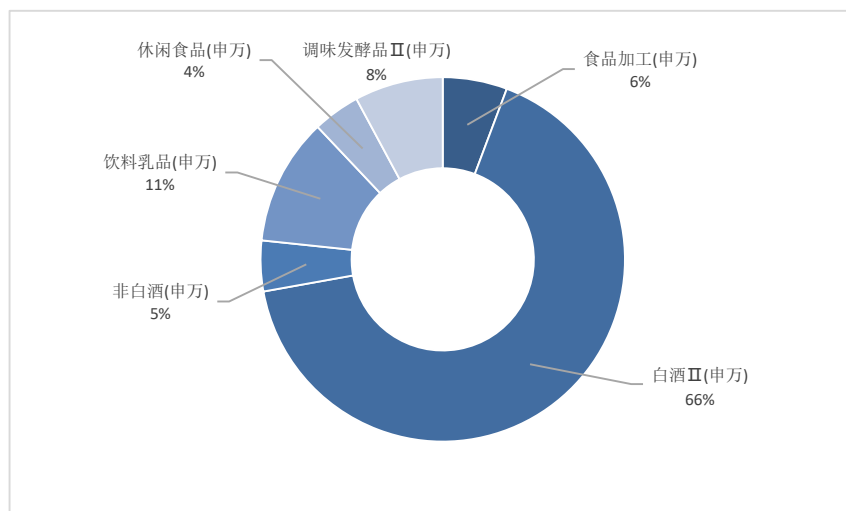
资料来源：wind，诚通证券研究所

图3： 2025 年申万一级行业市值，食品饮料市值排名第 10 名（同比下降 4 位），估值 21x 略增



资料来源：wind，诚通证券研究所

图4： 食品饮料行业走势受市值占比最大的白酒影响居多



资料来源：wind，诚通证券研究所

1.1.2、食品饮料行业 2025 年业绩表现

在经济增长放缓，消费承压的环境下，持续的消费信心不振，消费者对消费行为愈加审慎，食品饮料行业延续 2024 年弱走势。

2025 年食品饮料行业前三季 Q1/Q2/Q3 营业收入增速分别为 4.55%/5.54/-9.27%，行业归母净利润增速分别为 0.4%/-2.1%/-14.5%。较 2024 年增速下滑，利润下滑明显。延续 2024 年的低迷走势，持续的消费信心不足，对食品饮料行业的业绩影响越发明显。食品饮料行业偏刚需的属性，社零维持低位数波动，行业收入上半年还略有增速，利润则早一步迈入负增长。

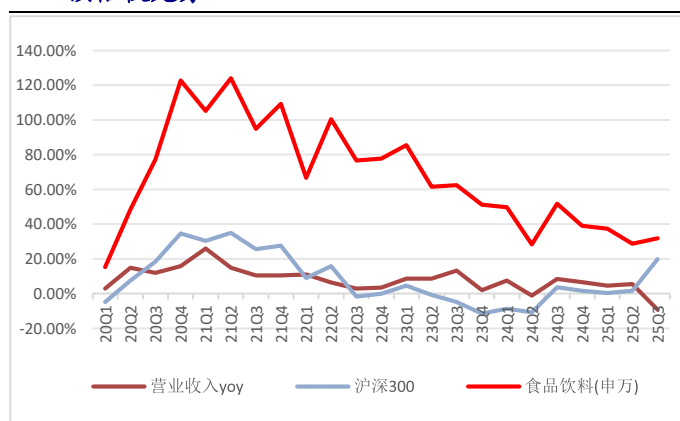
市场对食品饮料业绩表现预期较充分，从指数走势来看虽然食品饮料行业市值收缩，指数涨跌幅表现最差，但在三季报披露收入、利润双双明显负增长后，市场预期兑现，指数表现出企稳迹象。

表1: 2025 年前三季食品饮料营收、净利增速负增长

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
营业总收入 (亿元)	3114.8	2397.5	2754.3	2580.3	3256.6	2530.3	2499.1
营收 yoy	7.46%	-1.06%	8.50%	6.67%	4.55%	5.54%	-9.27%
归母净利润 (亿元)	812.2	469.7	509.2	378.6	815.1	460.0	435.5
归母净利润 yoy	16.0%	10.5%	2.5%	-12.9%	0.4%	-2.1%	-14.5%

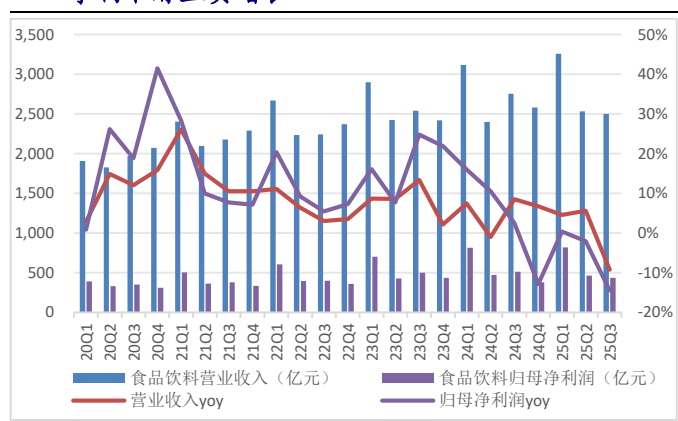
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图5: 食品饮料营收与指数表现, 市场对业绩低迷预估较充分



资料来源: wind, 诚通证券研究所

图6: 食品饮料业绩持续下滑, 2025 三季度营收、净利下滑至负增长



资料来源: wind, 诚通证券研究所

1.1.3、食品饮料子行业走势

分子行业板块来看, 零食板块/软饮料两个年初至今累计上涨 12.19%/9.06%, 连续两年涨幅居前列, 较 2024 年二者全年涨幅分别为 19.76%/32.17%, 上涨势头有所放缓, 两者均弱于大盘涨幅。

保健品/预加工食品/烘焙食品板块累计上涨 11.42%/7.92%/6.59%, 而 2024 年同期则分别下跌 13.62%/21.24%/11%。这些板块受益于功能性产品需求增长, 线上渠道增长和消费场景愈加丰富等多因素作用。

啤酒、白酒两个板块跌幅居前, 分别下跌 12.7%/11.45%。其中白酒板块 2024 年下跌 12.38%, 连续两年跌幅居前, 白酒市值占食品饮料板块由 2024 年的 69%, 下降到 2025 年的 66%。啤酒板块 2024 年全年上涨 10.71%, 得益于澳麦双反结束, 原材料大麦进口价回落, 啤酒行业整体毛利率提升提振板块上涨, 2025 年延续成本红利, 但效果下降。白酒啤酒同时受餐饮端低迷影响, 整体市场销量承压, 价格受挫。

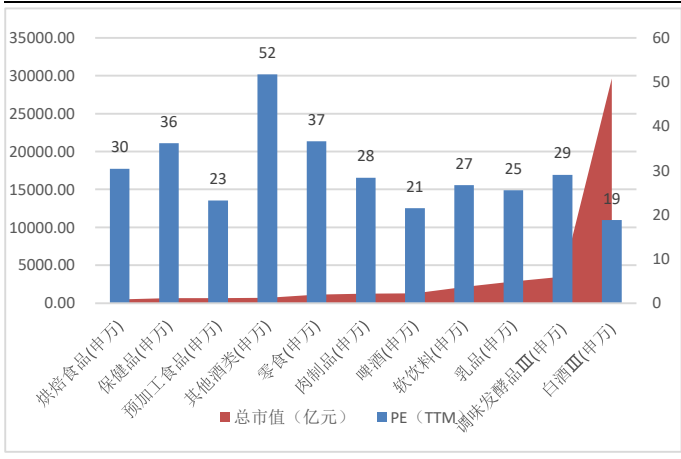
乳制品板块, 2025 年区间涨跌幅 0.21%, 较 2024 年 9.21% 涨幅明显收窄。乳制品板块连续多年的底部出清运行, 有望企稳回升。

调味发酵品板块受 B 端需求持续承压, 部分公司业绩不及预期, 2025 年区间涨跌幅回落 5.53%, 较 2024 年的上涨 3.67% 表现不及预期。肉制品板块 2025 年区间涨跌幅收跌 1.87%, 较 2024 年下跌 8.19%, 降幅收窄, 主要受猪价、白条鸡价持续回落处于年内低位, 生猪饲料价格维持低位, 对饲养和加工企业都有成本利好支撑。

从食品饮料行业三级子行业各自走势来看, 食品饮料行业仍延续 2024 年的趋势, 即单

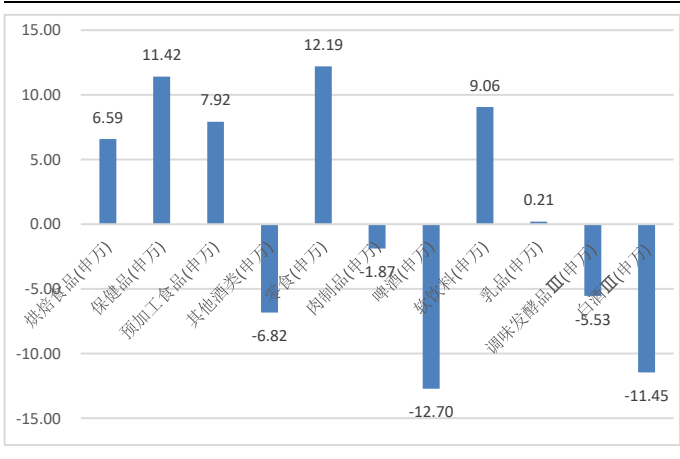
价低、消费频次高的饮料、零食子行业涨幅领先，保健品、预加工食品、烘焙食品被更多消费者接受，市场表现由跌转涨，但受限于市值偏低，对食品饮料板块拉动不明显；餐饮消费受限，B端压力增大，白酒、啤酒、调味发酵品板块业绩表现不及预期，尤其是市值占比超6成的白酒行业承压巨大，拖累食品饮料行业全年表现最差。

图7： 申万三级食品饮料行业估值和总市值，白酒市值占比 66%，估值 19X 最低



资料来源：wind，诚通证券研究所

图8： 申万三级食品饮料行业涨跌幅排名，啤酒白酒跌幅最大，零食、保健品、软饮料领涨（%）



资料来源：wind，诚通证券研究所

表2： 食品饮料三级子行业区间涨跌幅（2025/1/1-2025/12/26）

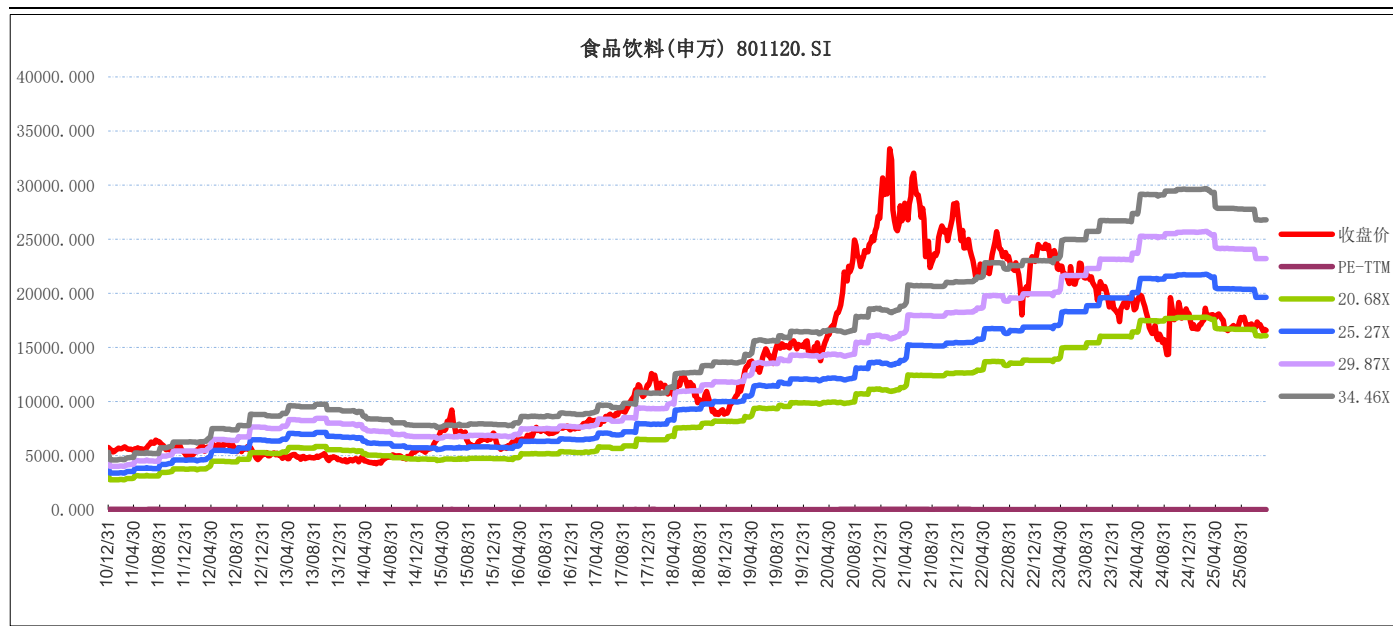
代码	证券简称	区间涨跌幅	PE（TTM）	总市值（亿元）	市值占比
851282.SI	烘焙食品(申万)	6.59%	30.41	511.97	1.15%
851247.SI	保健品(申万)	11.42%	36.14	659.85	1.48%
851246.SI	预加工食品(申万)	7.92%	23.24	641.44	1.44%
851233.SI	其他酒类(申万)	-6.82%	51.76	687.72	1.54%
851281.SI	零食(申万)	12.19%	36.59	1131.05	2.54%
851241.SI	肉制品(申万)	-1.87%	28.35	1248.45	2.80%
851232.SI	啤酒(申万)	-12.70%	21.49	1313.99	2.95%
851271.SI	软饮料(申万)	9.06%	26.68	2155.99	4.84%
851243.SI	乳品(申万)	0.21%	25.49	2873.80	6.45%
851242.SI	调味发酵品(申万)	-5.53%	29.02	3500.32	7.85%
851251.SI	白酒Ⅲ(申万)	-11.45%	18.81	29617.14	66.45%

资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.1.4、 食品饮料行业估值处于行业历史底部区间

从食品饮料行业估值区间变化来看，当前食品饮料行业估值已经触及行业历史底部，行业估值维持在 21 倍上下，全年估值平稳波动变化小。2025 年食品饮料行业持续面临终端消费低迷困境，居民收入预期下降，社零餐饮板块增速延续底部增速运行压力。

图9： 食品饮料(申万) PE Bands，当前食品饮料 PE 处于板块历史底部区间



资料来源：wind，诚通证券研究所

1.2、食品饮料行业展望——政策大力提振消费 餐饮有望企稳回升

2025年10月28日发布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》提出“大力提振消费”，并作出“加大直达消费者的普惠政策力度”等具体部署。中央经济工作会议将“大力提振消费”列为2026年首要任务，叠加《求是》杂志发表《扩大内需是战略之举》重要文章，明确将消费作为经济稳定锚。餐饮行业作为必选消费品类，受益于政策预期升温，有望打破低迷现状。2025年10月CPI同比上涨0.2%，食品价格连续三个月正增长，成为物价企稳关键信号，食品板块需求韧性犹在。

要大力提振消费，提高城乡居民收入，增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景，着力扩大内需。中短期内伴随居民对收入预期，和消费信心的恢复将直接助推消费板块业绩企稳。

不只扩大内需，还要维护多边贸易体制，扩展国际循环，内需外贸将共同提振消费行业。国内消费企业，纷纷开启港股上市之路，为未来市场扩展先做好基础。2025年一年时间，仅食品饮料行业A股上市公司海天味业、安井食品就已经完成在港上市，东鹏饮料也已完成港股上市备案。

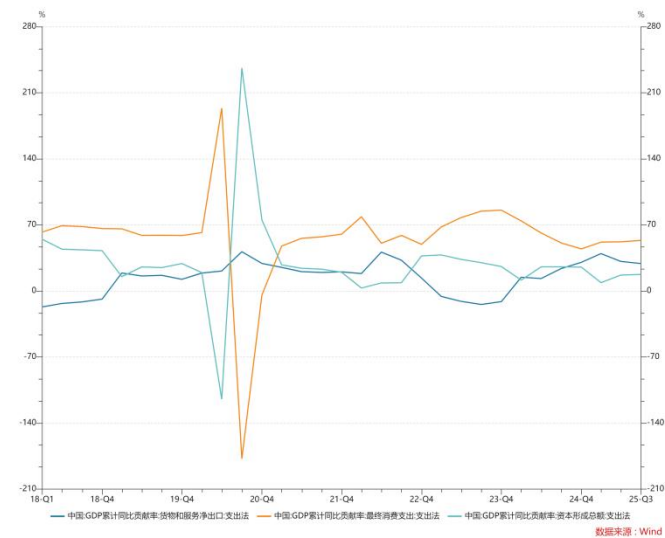
1.2.1、第三产业增加值占GDP比重进一步提高

第三产业对GDP同比贡献率企稳回升，再度升至60%以上，消费对GDP贡献率从2024年底开始企稳回升。但与发达国家相比，中国消费占比仍偏低截止2024年世界银行披露数据显示，中国最终消费支出占GDP比重56.65%，英国/美国最终消费支出占GDP比重分别为81.68%/81.35%，日本/韩国比重分别为74.69%/65.97%，我们较欧美、日韩最终消费支出占比均有不小差距。

中央经济工作会议“大力提振消费”，做强国内大循环，坚持扩大内需这个战略基点，坚持惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合，大力提振消费，扩大有效投资，坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点，强调充分激发各类经营主体活力，加快完善要素市场化配置体制机制，提升宏观经济治理效能。同时，提出拓展国际循环，稳步扩大制度型开放，维护多边贸易体制，高质量共建“一带一

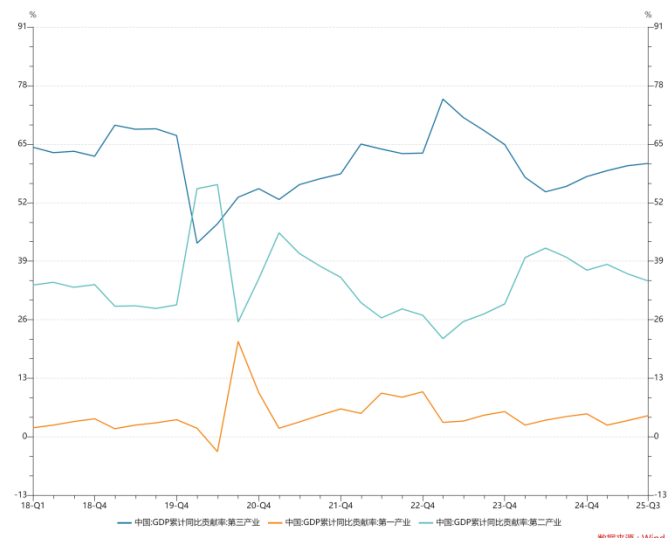
路”。

图10: 消费对 GDP 贡献率企稳持续回升



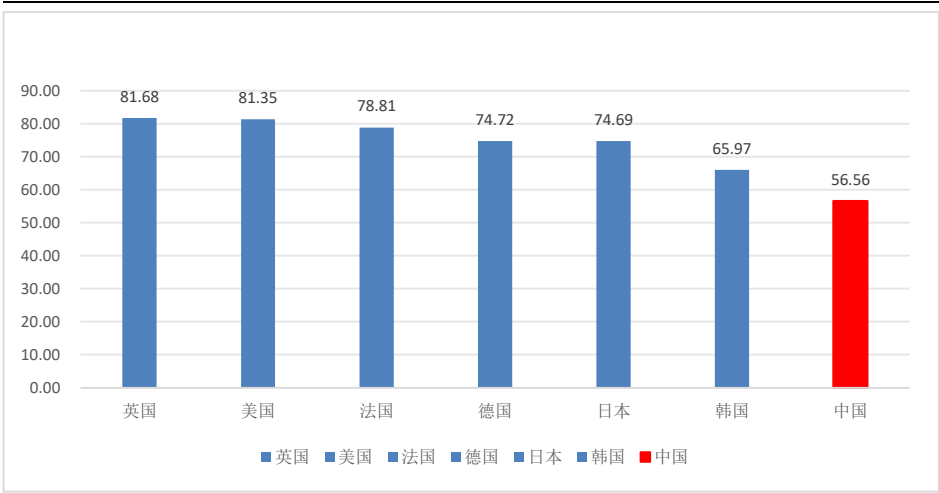
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图11: 第三产业对 GDP 贡献占比再度升至 60%+



资料来源: wind, 诚通证券研究所

图12: 2024 年最终消费支出占 GDP 比重 (%)



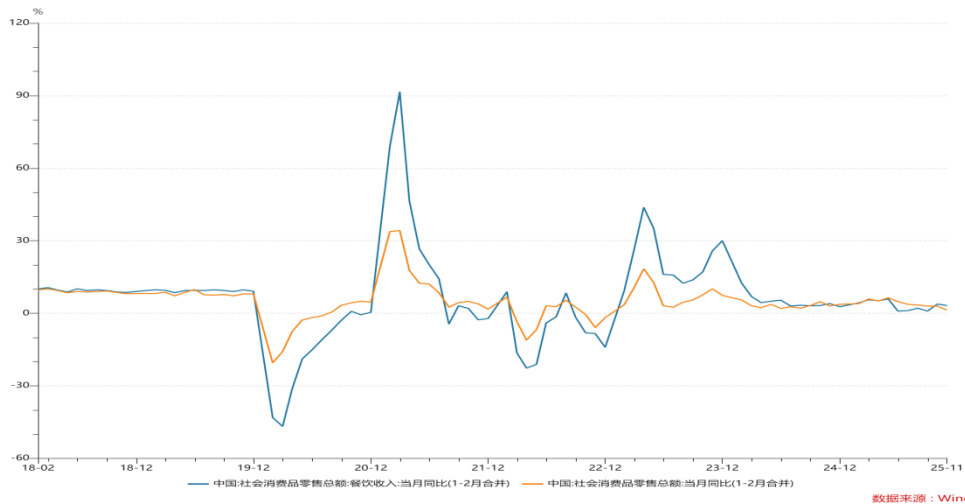
资料来源: wind, ifind, 诚通证券研究所

1.2.2、食品价格连续三个月正增长，社零餐饮指数 9 月触底回升后增速高于社零增速

社零在持续了十年的两位数的高增长后，2017 年增速降至 10% 以下，社零总额全年增速持续收窄，2024 年底社零增速回落至 2.51%，餐饮指数同步回落。剔除 2020 年和 2022 年的负增长，2024 年社零增速已经是历史低点，2025 年上半年在低基数影响下，社零指数底部企稳略有回升，社零当月同比增速表现略强于 2024 年上半年，但下半年社零当月增速调头回落，表现弱于 2024 年下半年。

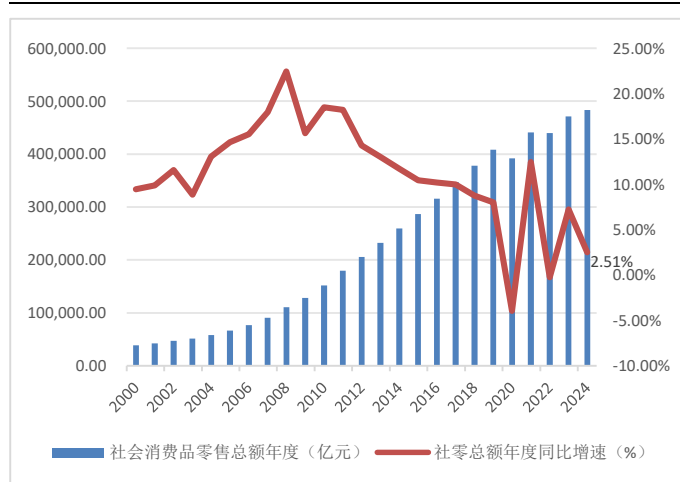
社零餐饮指数与社零指数同步在底部运行，以往社零餐饮指数增速高于社零增速，2025 年上半年餐饮指数略有修复，增速恢复到高于社零增速，下半年餐饮指数急转下滑，10 月在节假日刺激下，餐饮指数再度高于社零指数，但两者仍在历史底部运行。

图13: 2025 年上半年餐饮指数略有修复，增速恢复到高于社零增速



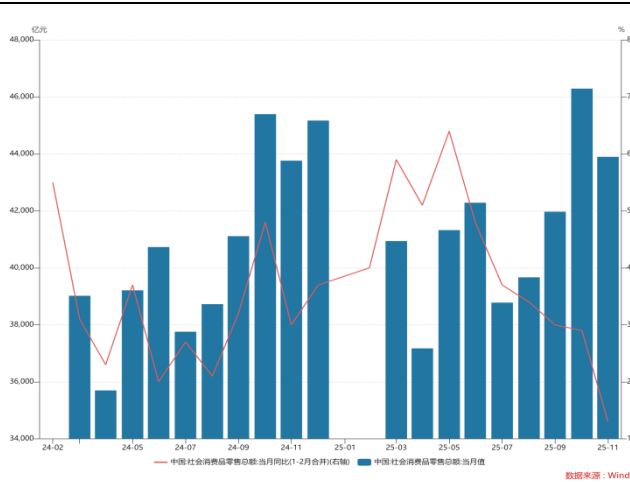
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图14: 社零增速持续下滑



资料来源: wind, 诚通证券研究所

图15: 2025 年下半年社零当月增速持续下降



资料来源: wind, 诚通证券研究所

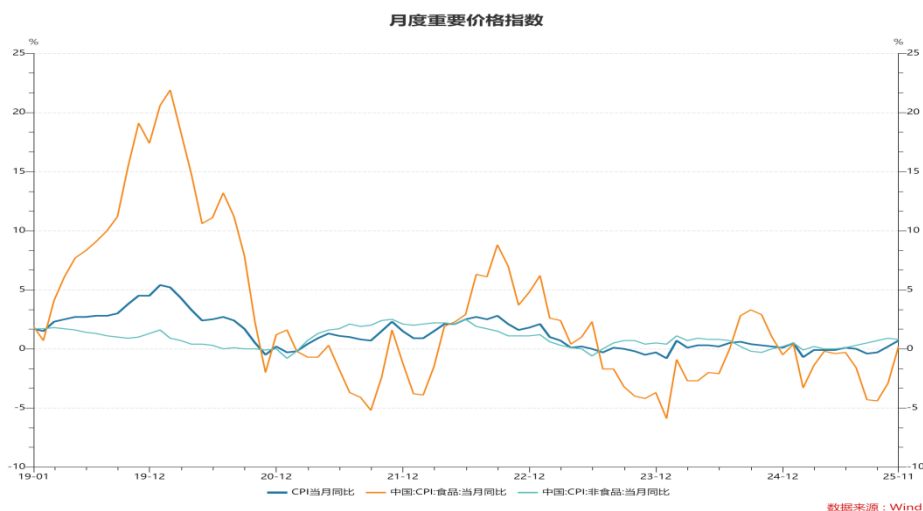
1.2.3、食品价格连续三个月正增长，食品饮料子行业 PPI 仍有分化

2025 年物价表现更加低迷，全年 CPI 和食品 CPI 大部分时间都在负增长区间运行，2025 年 9 月份开始物价指数止跌企稳，CPI 和食品 CPI 增速连续三个月增长，指数转正。

消费者信心指数显示消费者预期、消费意愿、收入、就业等均处于历史低位，但底部企稳，并有回升趋势。储蓄率自 2023 年三季度以来一直保持在 60%以上的高储蓄率水平，2025 年三季度储蓄率 62.3，较 2024 年三季度的最高点 64% 开始回落，未来收入信心和当期收入感受触底略有回升。

饮料、乳制品、零食、烘焙等品类 PPI 底部企稳回升态势，高于食品制造业 PPI，酒类制造 PPI 持续下滑，调味发酵品和肉类加工较 2024 年回升，但仍低于食品制造业 PPI。

图16： 食品价格 CPI 连续 9 月起连续三个月增长，由负转正



资料来源：wind，诚通证券研究所

图17： 消费者信心指数、消费意愿、就业等信心指数底部企稳，并有回升趋势

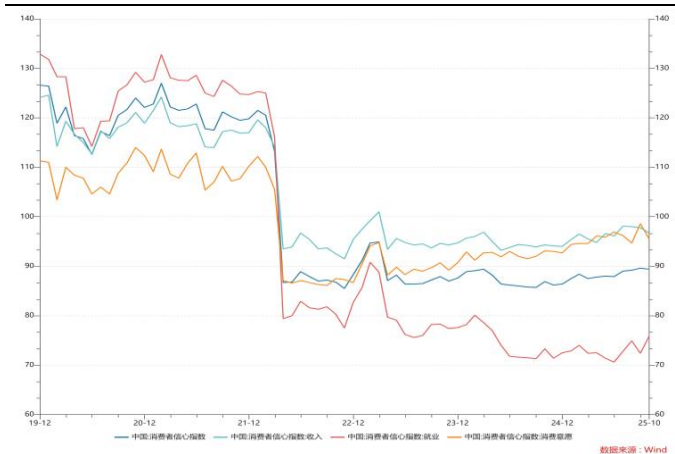
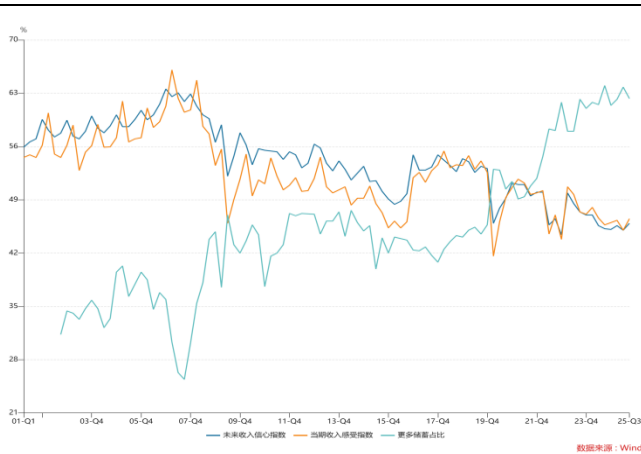
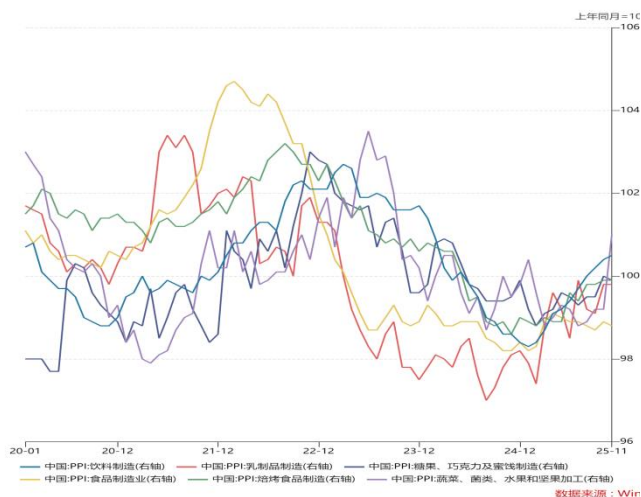


图18： 储蓄率仍处在高位，但下半年有下降趋势，未来收入信心和当期收入感受底部回升

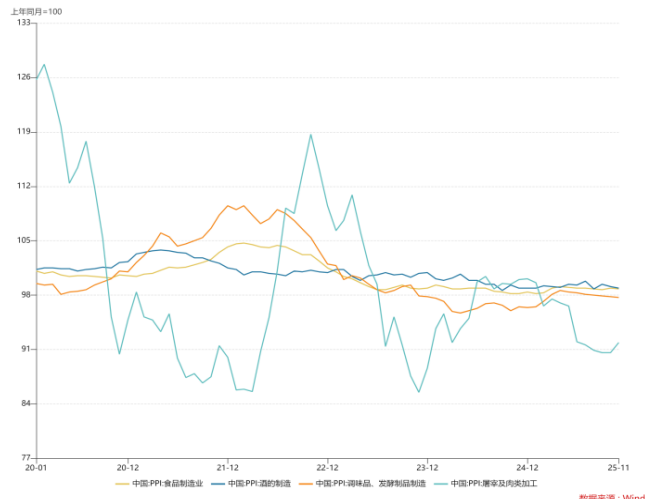


资料来源：wind，诚通证券研究所

资料来源：wind，诚通证券研究所

图19： 饮料、乳制品、零食、烘焙等品类 PPI 底部企稳回升态势，高于食品制造业 PPI


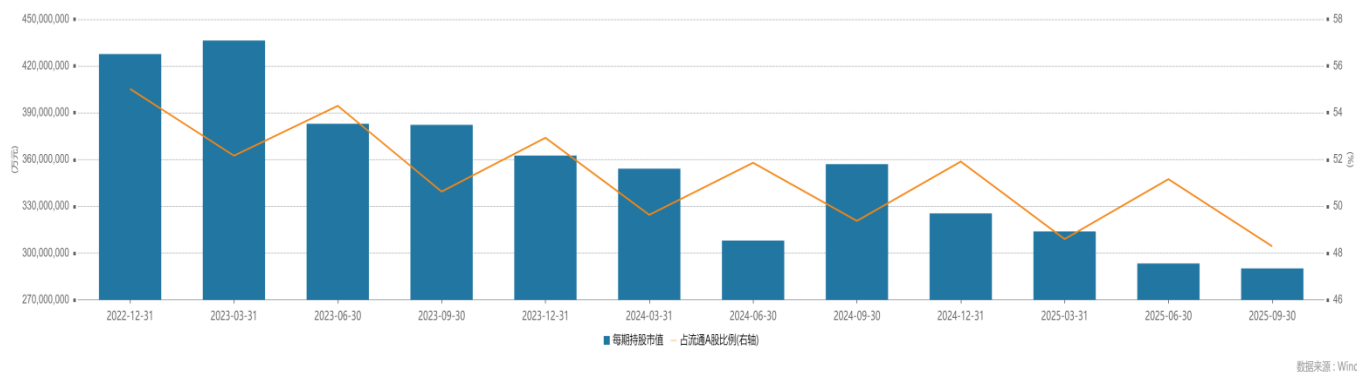
资料来源：wind，诚通证券研究所

图20： 酒类制造 PPI 持续下滑，调味发酵品和肉类加工较 2024 年回升，但仍低于食品制造业 PPI


资料来源：wind，诚通证券研究所

1.3、食品饮料行业机构持仓持续下滑

消费信心不足，消费低迷，食品饮料行业增长受限明显。2025 年食品饮料板块市值排名下降，较其他行业竞争力不足，基金持仓下滑明显。

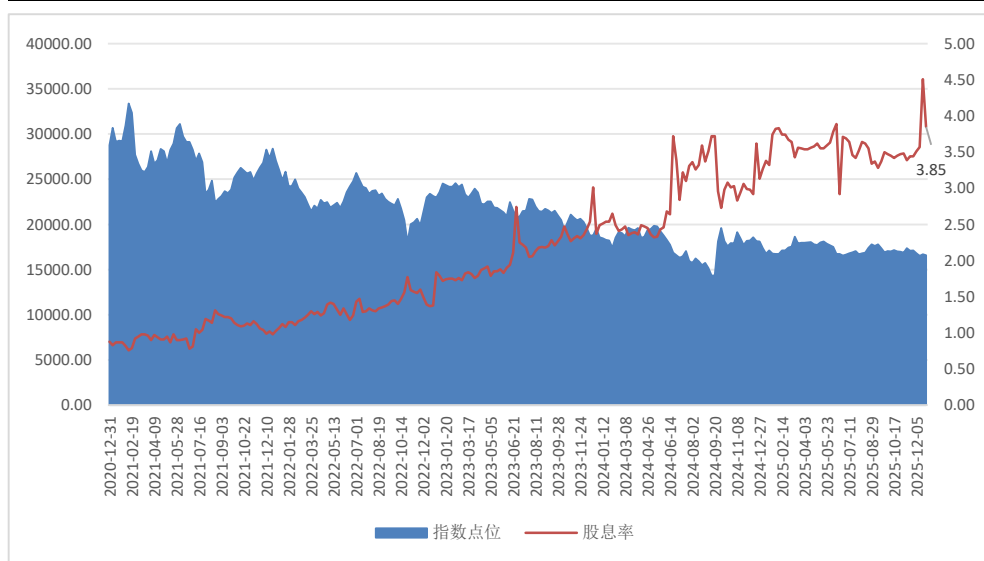
图21： 机构持股汇总（按行业）食品饮料机构持仓占比持续下滑


资料来源：wind，诚通证券研究所

1.4、食品饮料股息率持续提升

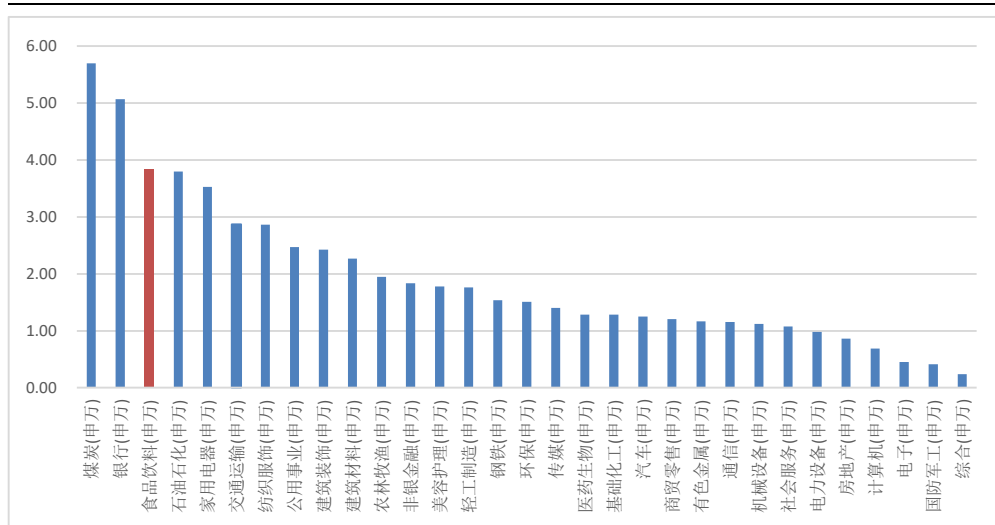
食品饮料板块现金流充沛，一直保持较好的分红习惯，和较高的股息率水平，并且逐年增长，稳健增长的股息率，加大板块吸引力。板块指数回落，食品饮料股息率持续提升，截止 2025 年 12 月 26 日食品饮料行业股息率 3.85%，较 2024 年 3.13% 继续提升。2025 年中万一级行业对比食品饮料股息率排名由去年的第六位升至第三位，仅在煤炭、银行之后。

图22: 食品饮料板块股息率持续上升 2025 年股息率 3.85%



资料来源: wind, 诚通证券研究所

图23: 申万一级行业股息率排名, 食品饮料列第三



资料来源: wind, 诚通证券研究所

2、白酒板块回顾和展望

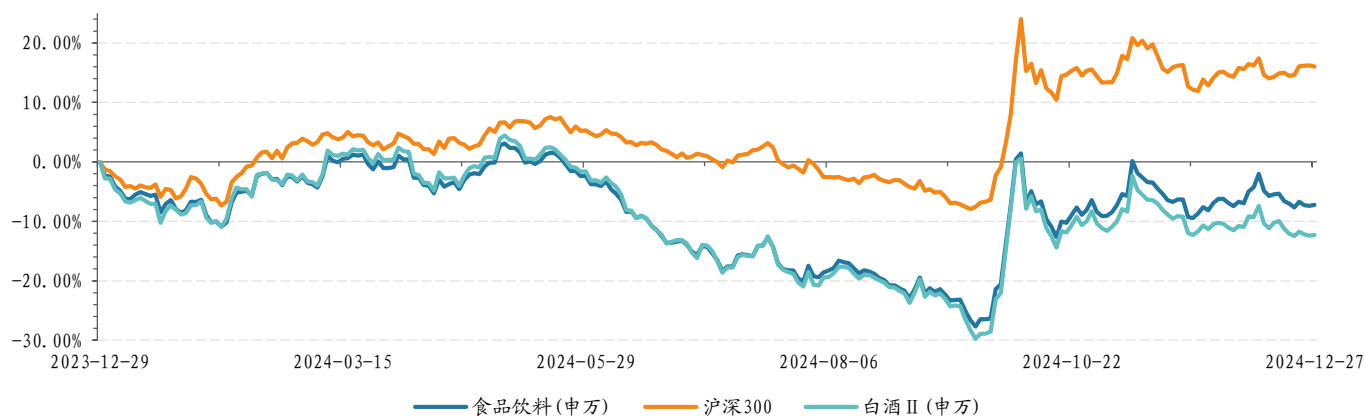
2.1、白酒行业终端消费变迁成就行业变化

2024 年白酒消费疲软究其根源与 2012 年有一定的相似性，表现出来的都是终端消费受限。2012 年是因为三公消费受限，终端政务消费被限，随着经济快速发展，人均可支配收入快速提升，民间消费快速增长弥补消失的政务消费缺口，白酒迎来了十年上升期。

现在市场中短期面临经济增速放缓，消费信心不足，虽然有触底回升态势，但

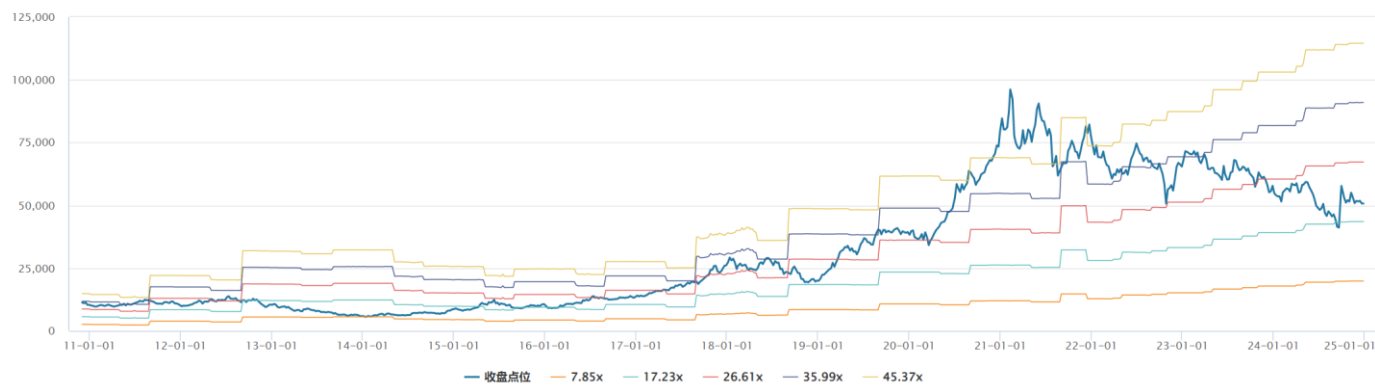
目前消费信心仍在历史底部徘徊，居民消费自发收敛带来的消费下降，即使企业加大营销推广，对市场的刺激作用也不明显。长期伴随消费者健康化消费的追求，人口增速放缓，人口结构变化等问题，白酒近十年销量持续在下降，板块业绩增长来自产品提价，白酒企业打造 IP，引导白酒消费升级，更好满足消费者需求。

图24: 申万白酒子行业走势略低于食品板块



资料来源: wind, 诚通证券研究所

图25: 白酒子行业 PE-band 走势，估值稳定在 21x 左右底部平稳运行



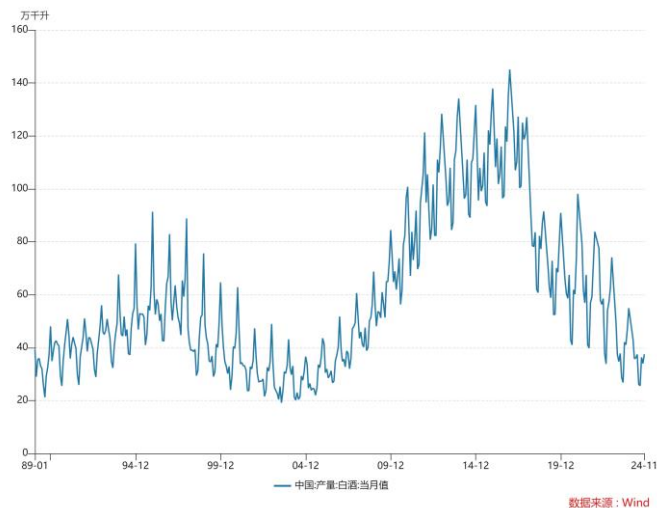
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图26: 2025 年茅台批发价延续下跌势头，一度跌破官方指导价

图27: 白酒产量单边下跌势头未止



资料来源: wind, 诚通证券研究所



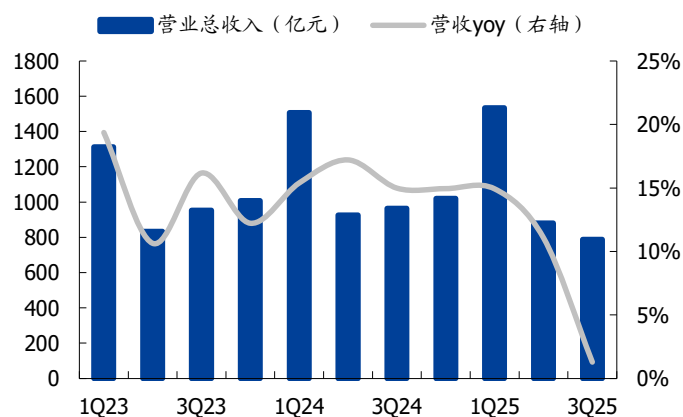
资料来源: wind, 诚通证券研究所

2.2、白酒子行业业绩表现，营收、净利双双负增长

2025 白酒板块延续弱势，下半年餐饮受挫，白酒板块受重挫，白酒板块上半年营收同比增长-0.79%，前三季营收同比增长-5.77%；扣非后归母净利润上半年同比下滑 1.19%，前三季累计同比下滑-6.80%。其中 Q1/Q2/Q3 单季营收同比增长 1.8%/-4.9%/-18.4%；Q1/Q2/Q3 单季同比增长为 2.4%/-7.8%/-21.8%，营收、净利润加速下跌步入负增长，净利润降速大于收入降速，白酒企业终端消费承压。在收入和净利同比增速加速下滑时，白酒板块毛利率近几年上升幅度放缓，由 2020 年的 76% 升至目前的 80%，净利率较稳定。白酒企业加大营销力度，销售费率稳定保持在 10% 左右，管理费率核心从 6% 逐步移向 5%。白酒整体收入大幅下降，较大营销投入，稳定毛利净利表现。

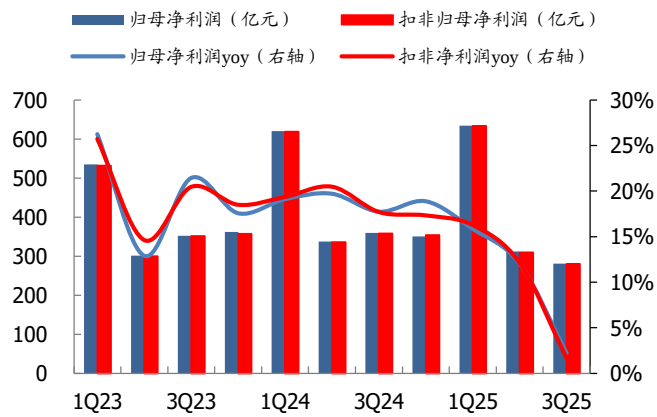
白酒板块消费环境压力大，行业积极应对，加大销售费用支出，目前行业整体合同负债金额跟随收入有所下降，现货销售和提供劳务等收到的现金流稳定，经营性现金流表现稳健。

图28： 2025 年白酒子行业单季营收同比大幅下滑



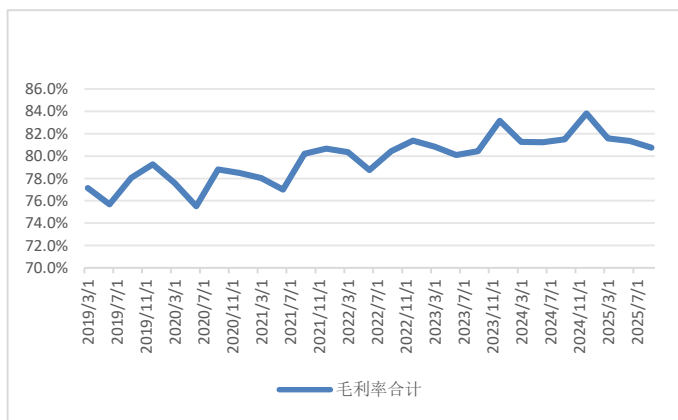
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图29： 白酒子行业归母净利润同比增速大幅下滑



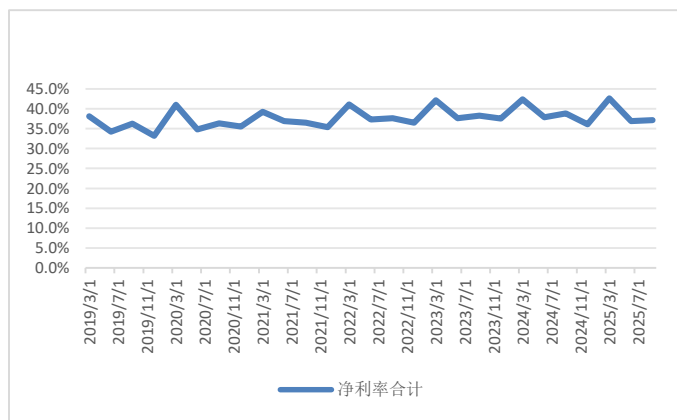
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图30: 白酒毛利率升幅放缓稳定在80%左右



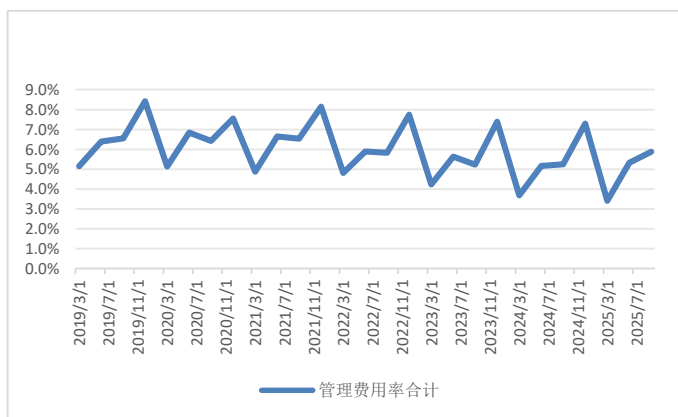
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图31: 白酒净利率表现稳定



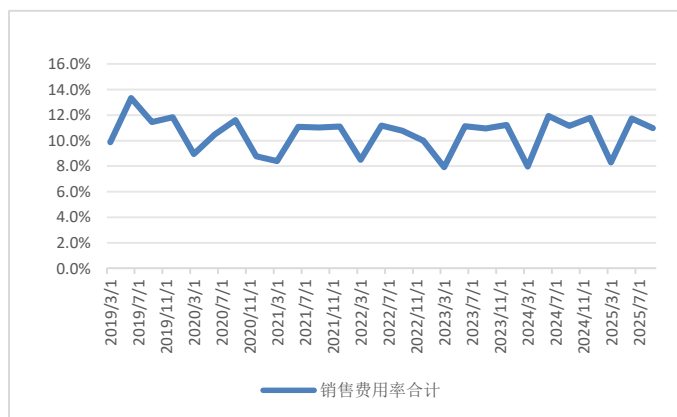
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图32: 白酒管理费率从6%稳定向5%发展



资料来源: wind, 诚通证券研究所

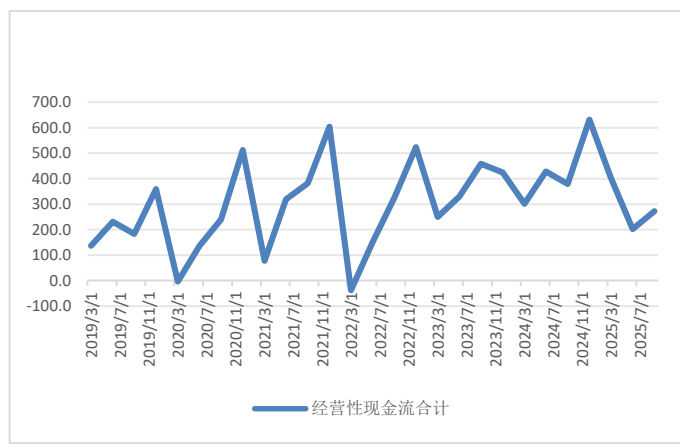
图33: 白酒销售费率稳定维持在10%左右



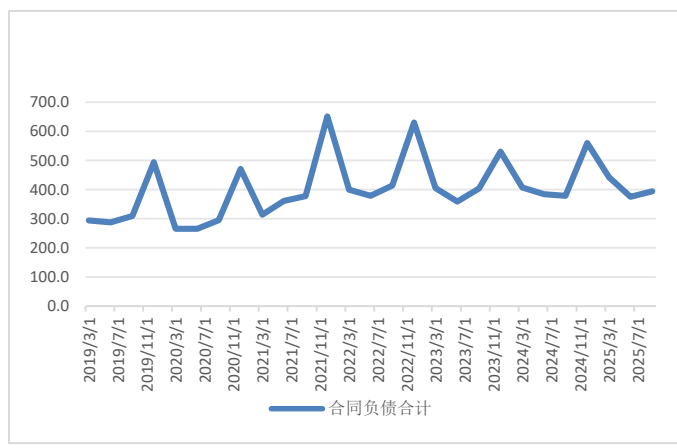
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图34: 白酒板经营性现金流表现稳定

图35: 白酒板块合同负债较稳定



资料来源：wind，诚通证券研究所



资料来源：wind，诚通证券研究所

2.3、白酒个股营收、净利增速下滑，板块机构持仓占比持续下降

2025 年白酒单季度营收和净利同比增速明显下滑，尤其是三季度营收同比正向增长的仅有贵州茅台、山西汾酒、酒鬼酒、金种子酒；三季度归母净利润同比正向增长的仅有贵州茅台、山西汾酒和酒鬼酒。业绩下滑，白酒板块机构持仓市值下降，持仓占流通股比例持续下降。

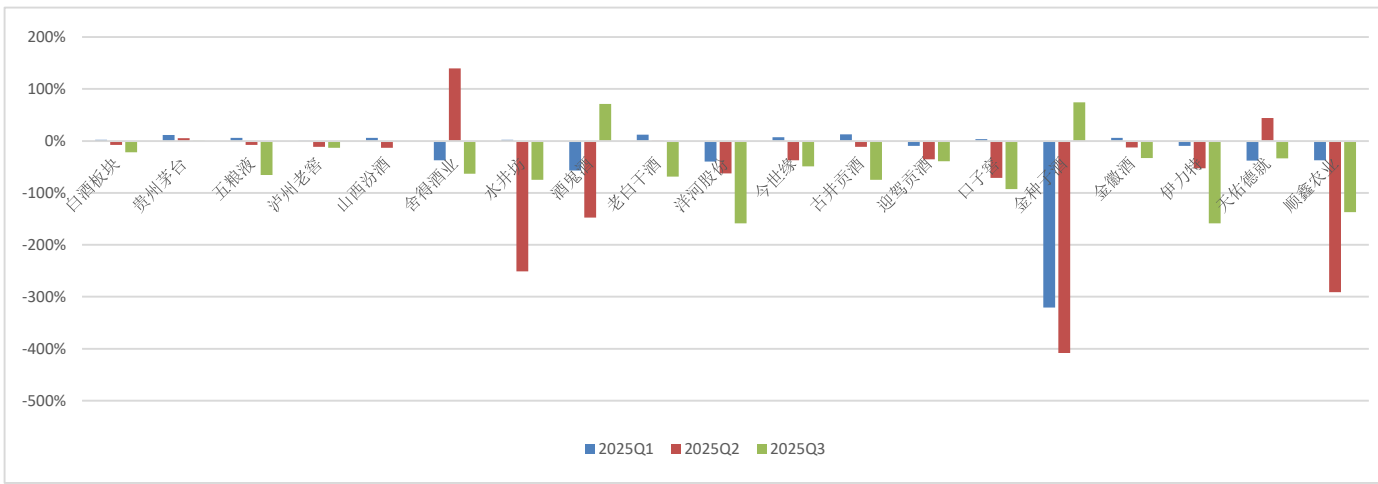
图36：白酒 2025 年白酒个股单季营收增速



资料来源：wind，诚通证券研究所

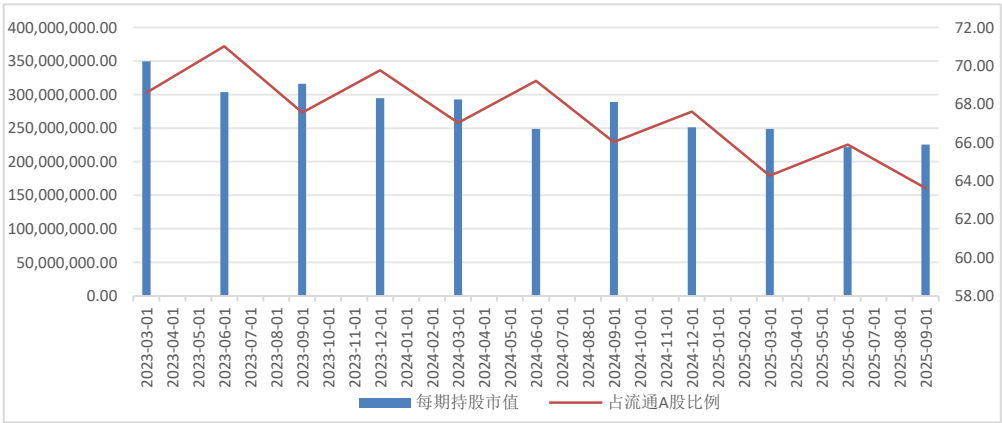
图37：2025 年白酒个股单季归母净利润增速





资料来源：wind，诚通证券研究所

图38：白酒机构持仓市值占比持续下降



资料来源：wind，诚通证券研究所

表1：白酒板块重点公司盈利预测及估值

证券代码	股票名称	市值 (亿元)	ROE(%)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600519	贵州茅台	17708.7	35.1	72.5	76.7	81.8	19.5	18.4	17.3
000858	五粮液	4261.2	18.7	6.7	6.8	7.3	16.5	16.2	15.1
000568	泸州老窖	1757.4	23.3	8.3	8.6	9.4	14.6	14.0	12.8
600809	山西汾酒	2167.9	30.2	10.0	10.6	11.5	17.8	16.9	15.5
000596	古井贡酒	749.6	17.6	8.6	9.2	10.4	16.7	15.6	13.9

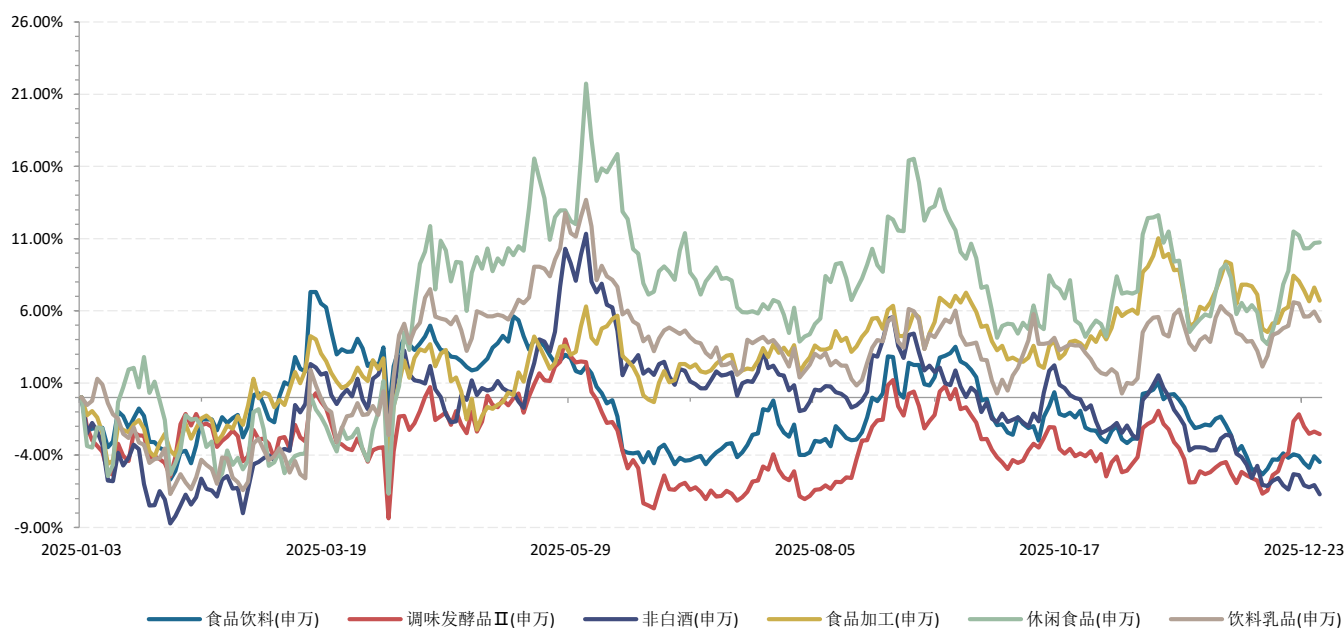
资料来源：wind 一致预测，诚通证券研究所

3、大众品消费回顾和展望

3.1、大众消费品，低价高频消费有望率先改善

大众消费品走势延续 2024 年的特征，高频低价的饮料、零食子行业业绩涨幅领先，上涨幅度优于其他子行业，但仍明显弱于沪深 300。2025 年申万食品饮料剔除白酒后的二级子行业走势，休闲食品、食品加工、饮料乳品走势领先，调味发酵品四季度底部有回升势头，上涨超过食品饮料行业，非白酒行业走势最弱。

图 39： 申万食品饮料大众品二级子行业走势



资料来源：wind，诚通证券研究所

3.2、大众品整体业绩表现明显优于白酒

大众品整体业绩表现，2025 年营业收入 Q1/Q2/Q3 单季度同比增长 3.4%/6.9%/2.8%，较 2024 年同期增速提升 0.7%/9.6%/0.4%；扣非后归母净利润同单季度同比增长分别为 3.2%/11.7%-0.5%，较 2024 年同期增速提升 -0.9%/18.9%/0.8%。

2025 前三季累计实现营收 5102.1 亿元，同比增长 4.3%，增速同比提升 3.4pct，大众品整体表现明显优于白酒板块。大众品下各行业表现不一，其中软饮料、零食、啤酒营收、净利同比业绩表现更好，

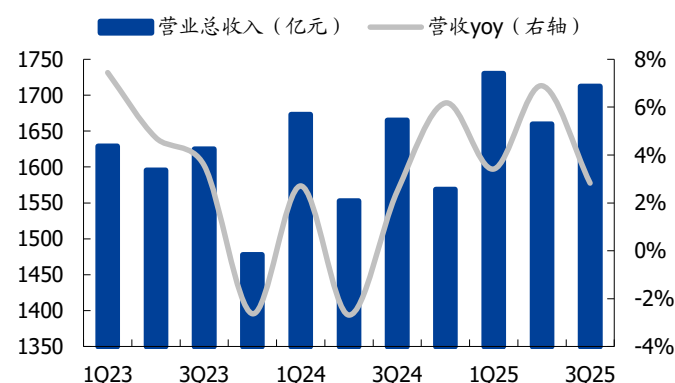
表2： 大众品单季营收同比增速好于上一年

	1Q24	2Q24	3Q24	1Q25	2Q25	3Q25
营业总收入（亿元）	1673.2	1552.6	1665.1	1730.3	1659.7	1712.2
营业总收入 yoy	2.7%	-2.7%	2.5%	3.4%	6.9%	2.8%

	1Q24	2Q24	3Q24	1Q25	2Q25	3Q25
归母净利润（亿元）	193.7	134.1	150.1	181.5	149.2	155.1
归母净利润 yoy	17.1%	9.2%	3.5%	-6.3%	11.3%	3.4%
扣非归母净利润（亿元）	155.9	115.3	132.8	160.8	128.8	132.2
扣非净利润 yoy	4.1%	-7.3%	-1.2%	3.2%	11.7%	-0.5%

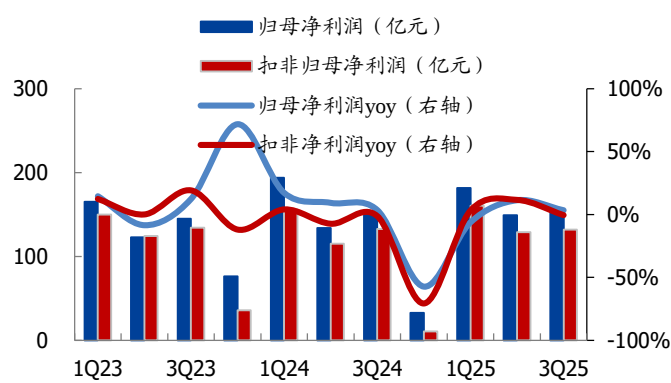
资料来源：wind，诚通证券研究所

图40： 大众品单季度营业收入增速同比提升



资料来源：wind，诚通证券研究所

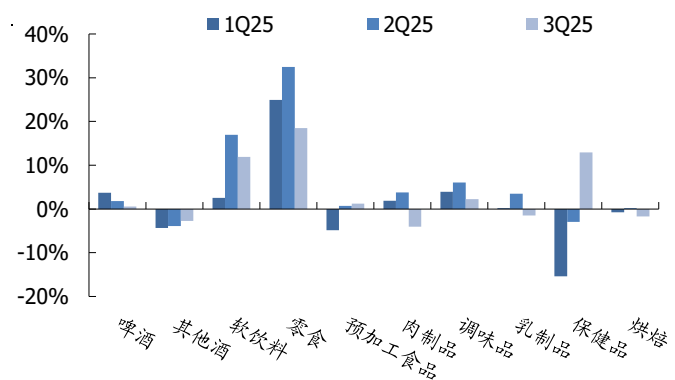
图41： 大众品单季度净利润增速同比有提升



资料来源：wind，诚通证券研究所

图42： 单季度营业总收入零食、软饮料增长领先

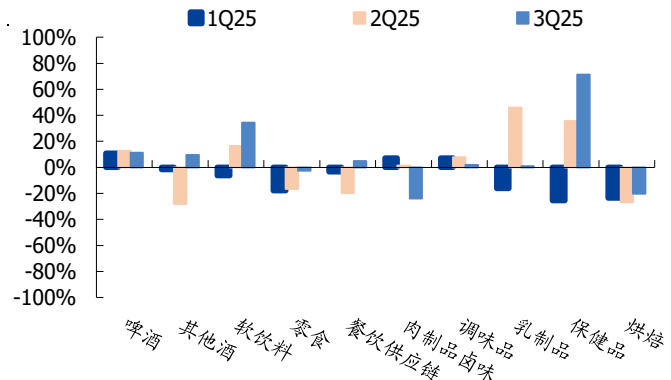
图44： 单季度大众品各行业毛利率啤酒正增长，



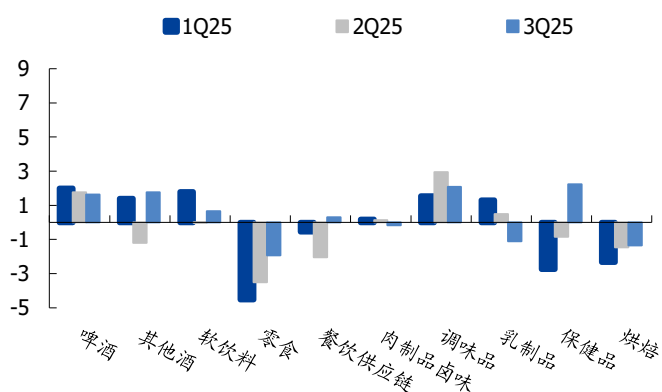
资料来源：wind，诚通证券研究所

图43： 单季度归母净利润软饮料增长，啤酒稳定

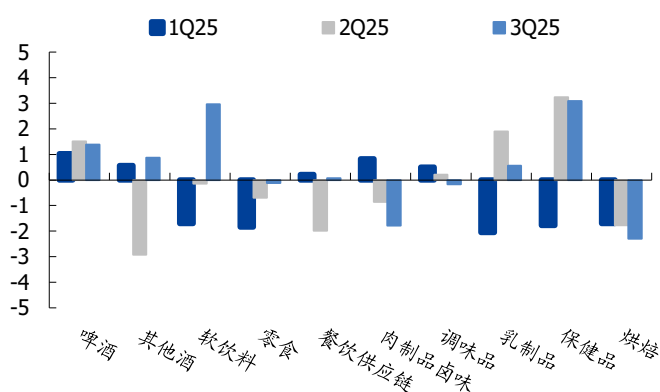
图44： 单季度大众品各行业净利率，啤酒正增长，



资料来源：wind，诚通证券研究所



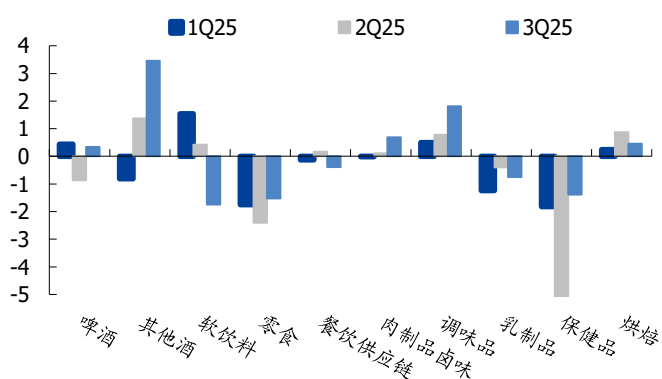
资料来源: wind, 诚通证券研究所



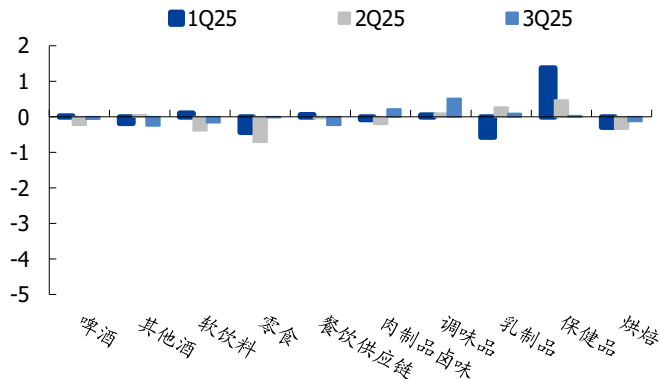
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图46: 单季度大众品各行业销售费率软饮料、零食下降

图47: 单季度大众品各行业管理费率表现较稳定



资料来源: wind, 诚通证券研究所



资料来源: wind, 诚通证券研究所

3.3、大众品行业部分行业产量早已触顶，行业发展量增转向质增

要满足人民群众的美好生活需求早已成为发展新时代的重要任务，是消费市场发展的必经之路。传统消费品行业享受初期经济增长，消费快速释放的红利，跑马圈地扩张产能，抢占市场份额，快速完成了产量对市场的完全覆盖。随着人口增速放缓，人口结构老龄化，部分产品的消费总量触顶后再难回到顶峰，企业存量市场中激烈竞争，从追求量增扩展市场转向追求利润稳定住市场。新兴消费品快速吸收应用线上线下多渠道销售模式，快速触达各个消费者，锚定客群，加速产品更新，满足年轻消费者的百变需求。

白酒板块 2016 年底产量触顶 1358 万吨，2024 年产量对比下降近 7 成，截止 2025 年 11 月白酒产量 322 万吨，继续下降，同比下降 13.7%，白酒产量下降但白酒板块业绩持续增长。

啤酒产量 2016 年底触顶 5062 万吨，2024 年产量对比下降 30%，截止 2025 年 11 月啤酒产量 3318 万吨，同比增长 1.2%，啤酒板块产品结构升级仍在持续推进，行业集中度高达近 90%，头部啤酒企业中高端产品占比均超 7 成以上，部分中高端啤酒产品占比接近百分百。啤酒板块在持续推进高端化的进程中，啤酒产量底部企

稳，并且有略微回升态势。

植物油产量 2016 年触顶 6907.5，2024 年产量对比下降 25%，2025 年 11 月累计产量 4760 万吨，同比增长 2.7%。

酱油产量 2015 年底 1012 万吨产量触顶后，2023 年产量不足 800 万吨，下滑幅度在 25%左右。

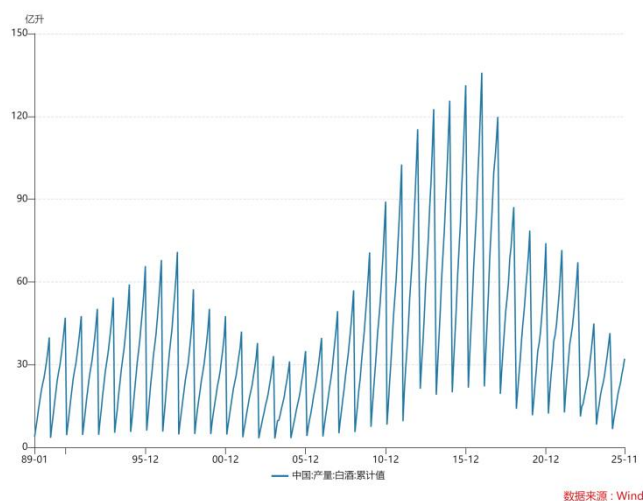
啤酒、植物油、酱油这类产品的特性是有保质期限限制，企业产销量匹配度高，库存量有限，当下三者的产销量都可以较好的反应市场实际消费量，产量的波动可以较好的反应消费者需求变化。

乳制品 2023 年产量 3054.6 万吨，2024 年同比下滑 3%，2025 年 11 月累计产量同比下降 9.4%，乳制品产量尚难判断是否触顶。成品糖产量 2014 年触顶 1642.7，2024 年对比下降 8.8%，2025 年 11 月同比增长 7.5%。

肉类产量自 1979 年开始统计，截止 2024 年以年化 5.06%速度持续增长。国内对优质蛋白质的消费量仍在增长。酱油、植物油这类餐饮中搭配的调味品产销量近几年已经趋于稳定，但从肉类、禽类这类优质蛋白质产量来看，消费者的餐桌上虽然餐食总量上可能是下降，底部趋稳，但在饮食结构上仍在调整，优质蛋白占比持续提升。

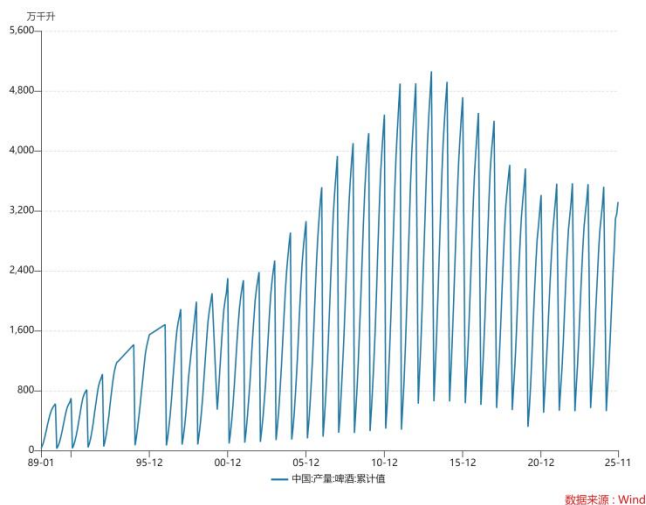
软饮料这类零食 2016 年曾经触达过第一个高点 18345 万吨，随后开始下滑，2018 年最低下滑了 14.5%，2018 年我国对软饮料行业实施了更加严格的监管标准。2018 年 1 月，国家食品药品监督管理总局发布了《饮料生产许可审查细则（2017 年版）》，对饮料生产企业的生产条件、质量管理体系、产品配方管理等提出了更高要求。虽然短暂产量受限，但产销率上升，企业库存积压得到清理，软饮料再度开启增长。2024 年软饮料产量再创新高 18817 万吨，较 2016 年高点增长 2.6%。2025 年 11 月软饮料产量同比下降 4.6%，软饮料产量峰值可能就在 18800 左右。

图48： 白酒产量 2016 年底触顶 1358 万吨，2024 年产量对比下降近 7 成



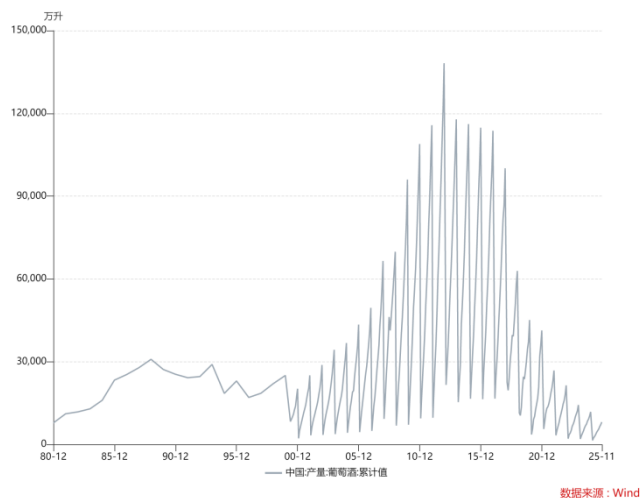
资料来源：wind，诚通证券研究所

图49： 啤酒产量 2016 年底触顶 5062 万吨，2024 年产量对比下降 30%



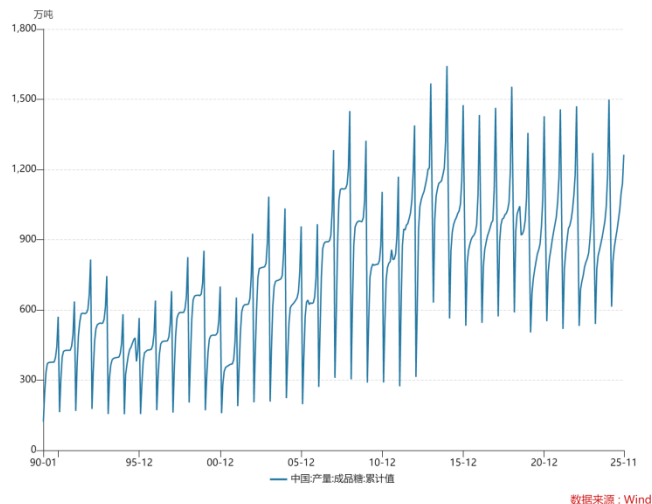
资料来源：wind，诚通证券研究所

图50: 葡萄酒产量 2012 年触顶 138 万吨, 2024 年产量对比下滑 91.5%



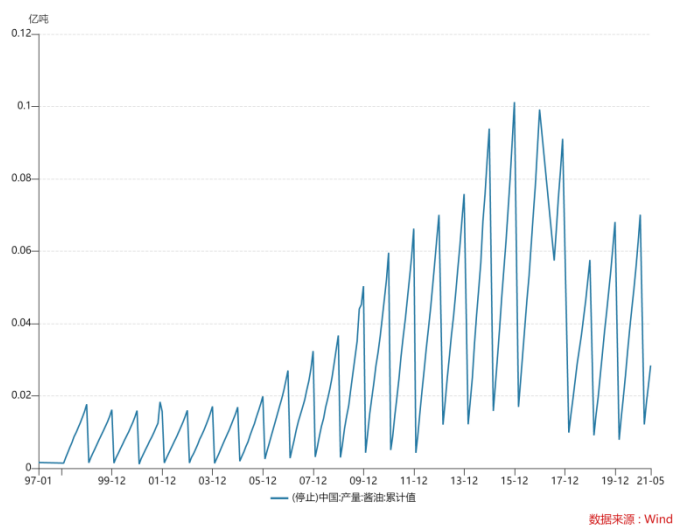
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图51: 成品糖产量 2014 年触顶 1642.7, 2024 年对比下降 8.8%



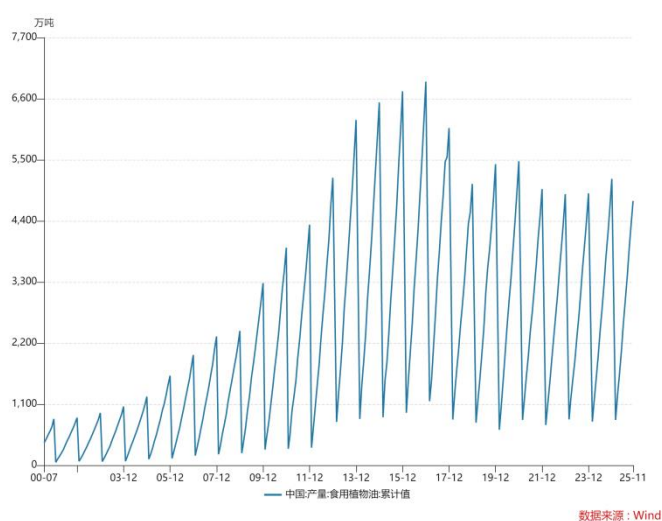
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图52: 酱油产量 2015 年底 1012 万吨产量触顶



资料来源: wind, 诚通证券研究所

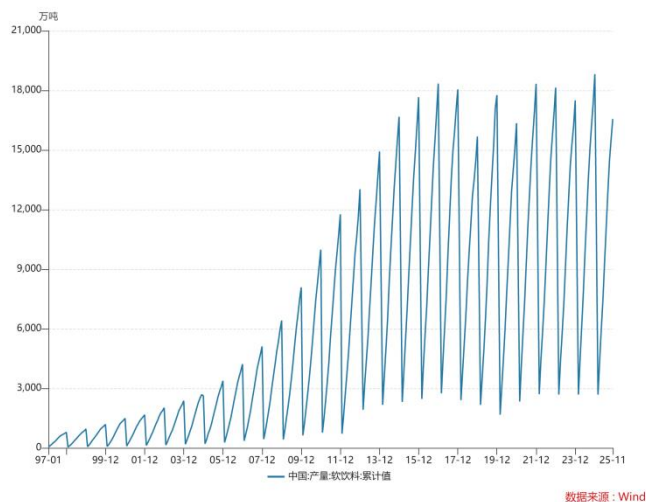
图53: 植物油产量 2016 年触顶 6907.5, 2024 年产量对比下降 25%



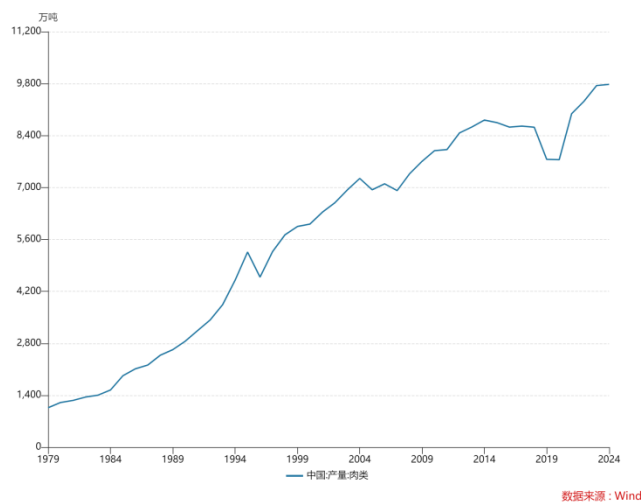
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图54: 软饮料 2024 年新高, 2025 年 11 月同比下降 4.6%

图55: 肉类产量自统计以来年化 5.06%速度持续增长



资料来源: wind, 诚通证券研究所



资料来源: wind, 诚通证券研究所

3.4、啤酒行业产品结构升级应对量平价增

随着消费者需求的不断变化和行业竞争的日益激烈,啤酒市场正呈现多样化的发展态势。“Less but better”少喝但喝好,成为发达市场主流消费理念。我国随着经济增长,人均消费支出提升,消费者对啤酒需求由大众化向高端化、多元化发展。中国啤酒企业从最初的快速开发增量市场转向优化存量市场,研发和营销开拓新的增量市场。

啤酒板块产量经历从高峰回落,到现在产量企稳略有回升,消费者拥有了更高质量的产品和丰富的产品选择后,啤酒行业产销量触底企稳,存量市场下,企业提高中高端产品占比,啤酒价格持续提升,行业营收净利的保持双双高质量增长。2025年前三季度累计实现营业收入620.52亿元,同比增长2.02%,扣非后归母净利润88.79亿元,同比增长9.78%。单季Q1/Q2/Q3分别实现营收同比增长3.7%/1.8%/0.6%,扣非后归母净利润同比增长分别为9.6%/11.5%/7.6%。食品饮料传统板块承压下行之际,啤酒板块经过多年调整,受益于澳麦双反结束,原材料成本下降等共同作用,实现了营收净利双增。

图56: 2025年啤酒单季营收同比增长

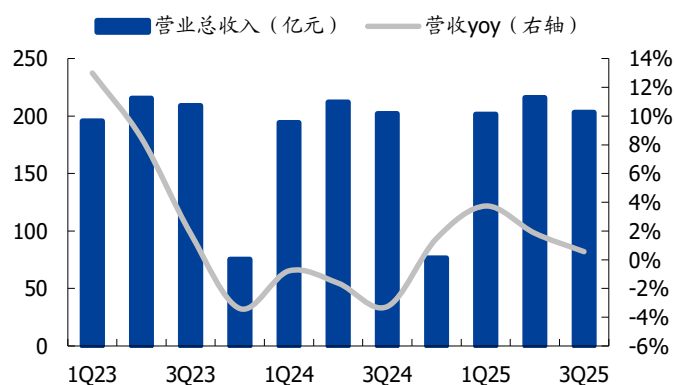
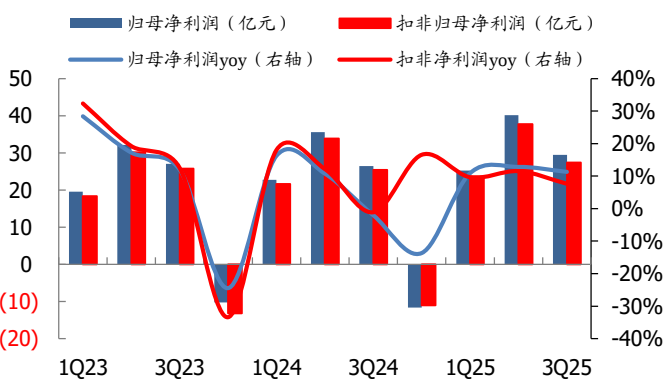


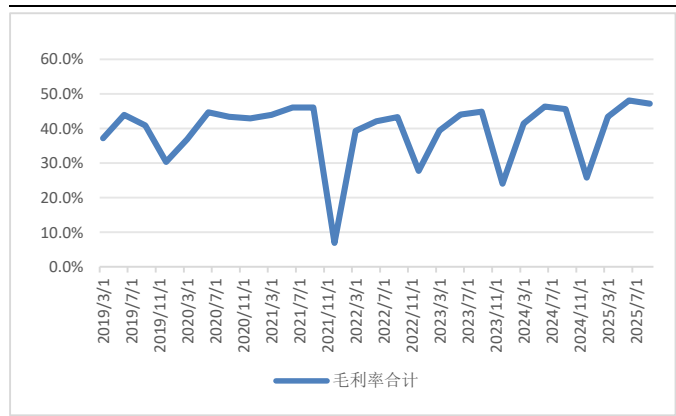
图57: 啤酒归母净利润同比增长



资料来源: wind, 诚通证券研究所

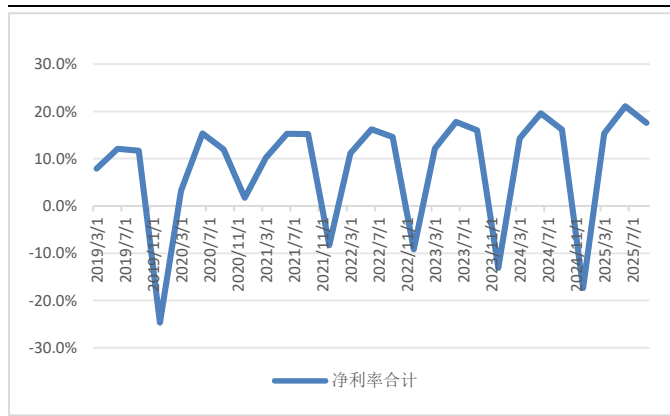
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图58: 啤酒毛利率季节性波动稳步小幅回升



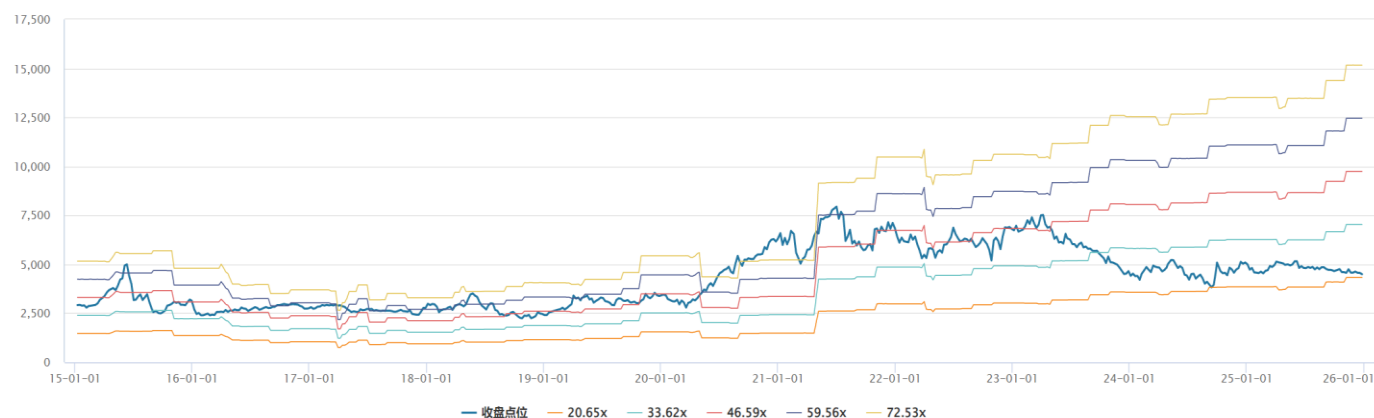
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图59: 啤酒板块净利率季节性波动稳步小幅回升



资料来源: wind, 诚通证券研究所

图60: 啤酒板块当前估值触及历史底部区间



资料来源: wind, 诚通证券研究所

3.4.1、中国啤酒产量居世界和亚洲第一

中国啤酒产量自 2002 年以来持续高居世界第一, 2023 年底中国啤酒产量占全球啤酒产量 19%, 占亚洲啤酒产量 62.5%。2013 年全球啤酒产量与中国啤酒产量同步冲顶后回落, 2020 年全球啤酒行业严重受挫, 销量跌破保持了九年的 1900 亿升。全球啤酒产量上升势头停滞, 产量受中国、美国产量回落影响而回落。

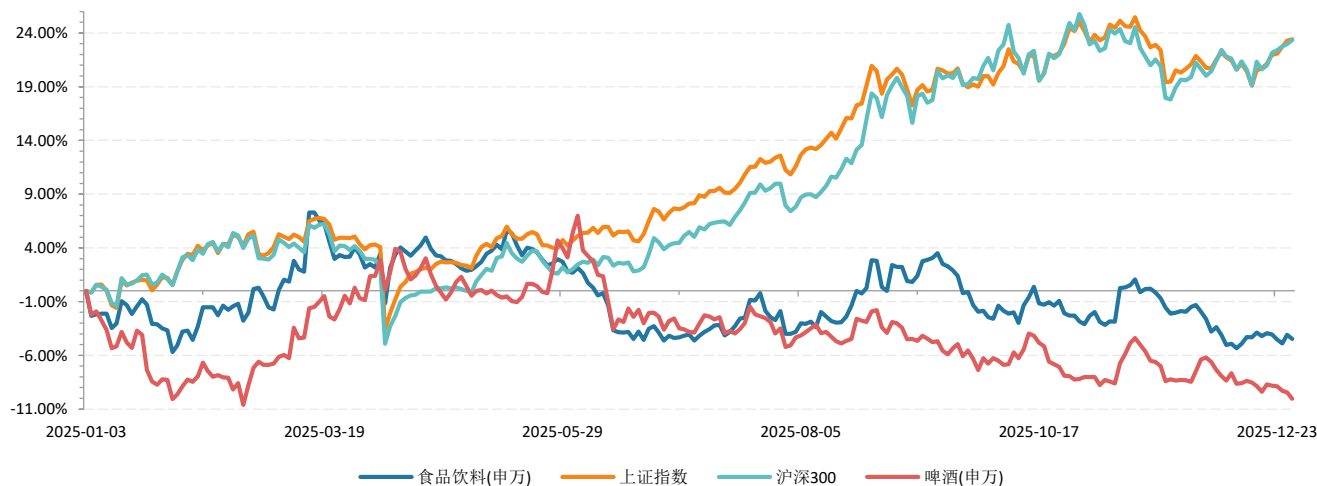
中国啤酒市场量平价升。对比发达国家啤酒市场, 中国啤酒市场未来仍有较大提升空间。中国啤酒市场早期发展以量取胜, 随着经济发展消费提升中国啤酒零售市场均价持续提升, 2006 年啤酒产量 351.5 亿升, 2023 年啤酒产量 359.1 亿升, 产量略增 2.2%, 价格涨幅 2.8 倍。

伴随健康化需求, 以及人口数量和结构变化, 中国啤酒市场销量增长空间受限, 但与世界人均啤酒饮用量 TOP15 国家相比, 中国啤酒饮用量只有 38.6 升/年或仍有增长空间。多因素共同影响下, 未来中国啤酒产量或仍有增长空间。

3.4.2、消费场景变迁，非即饮渠道占比已超一半

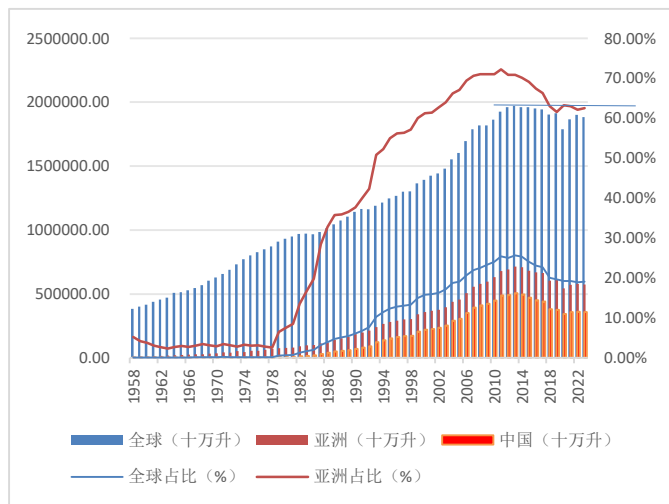
非即饮渠道增长来自消费习惯的变革与渠道价值的升级，一方面，消费者和消费场景变迁对即时性、便捷性的需求提升，电商闪购、闪送为代表的新兴非即饮渠道快速崛起。消费者购买和消费啤酒不再局限于线下渠道，如：餐饮、KTV 等固定场景。便捷的线上平台可以短时间内送达，这极大地满足了非即饮渠道的需求。

图61： 啤酒Ⅲ(申万)-行情图走势弱于食品饮料



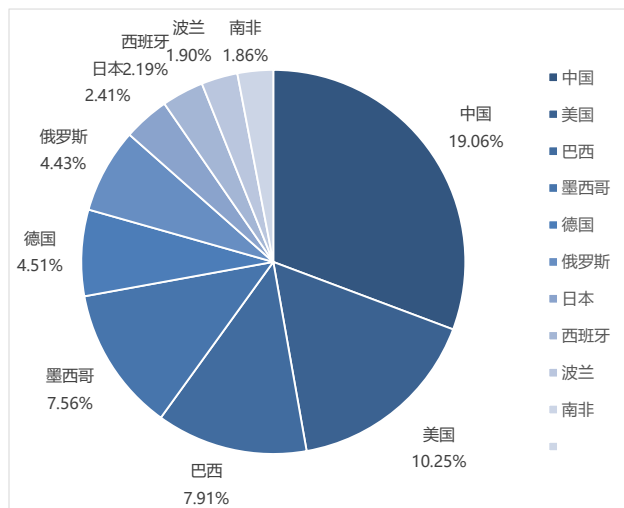
资料来源：wind，诚通证券研究所

图62： 中国啤酒产量居世界和亚洲第一



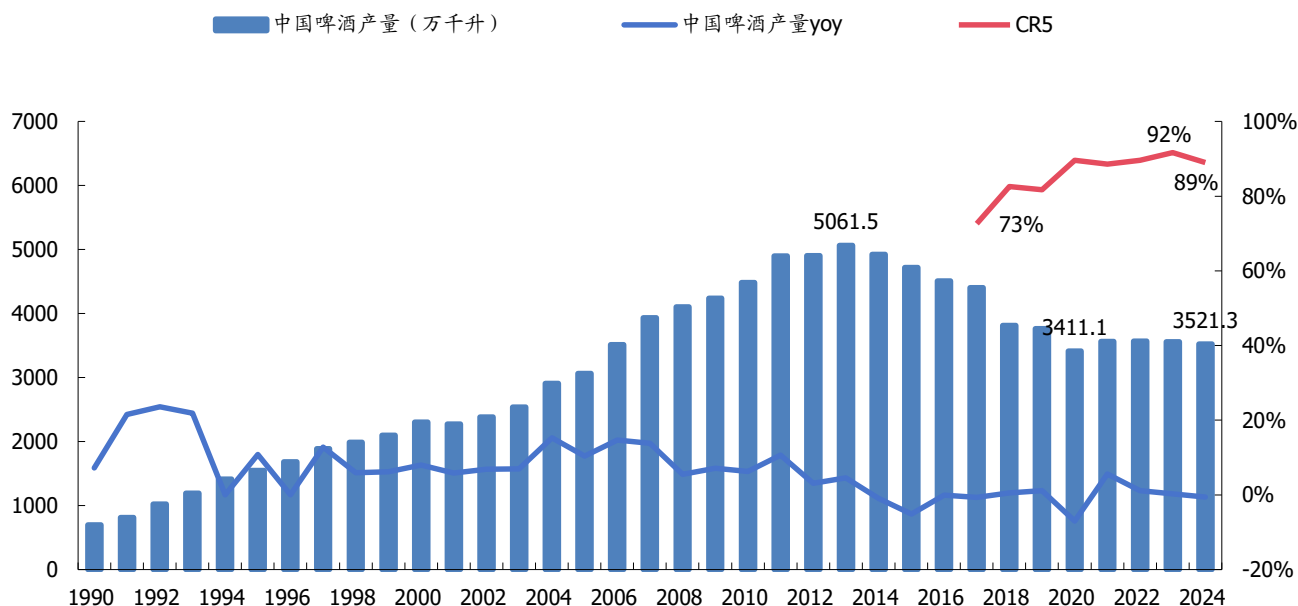
资料来源：ifind，诚通证券研究所

图63： 2023年啤酒全球产量前十国家占比



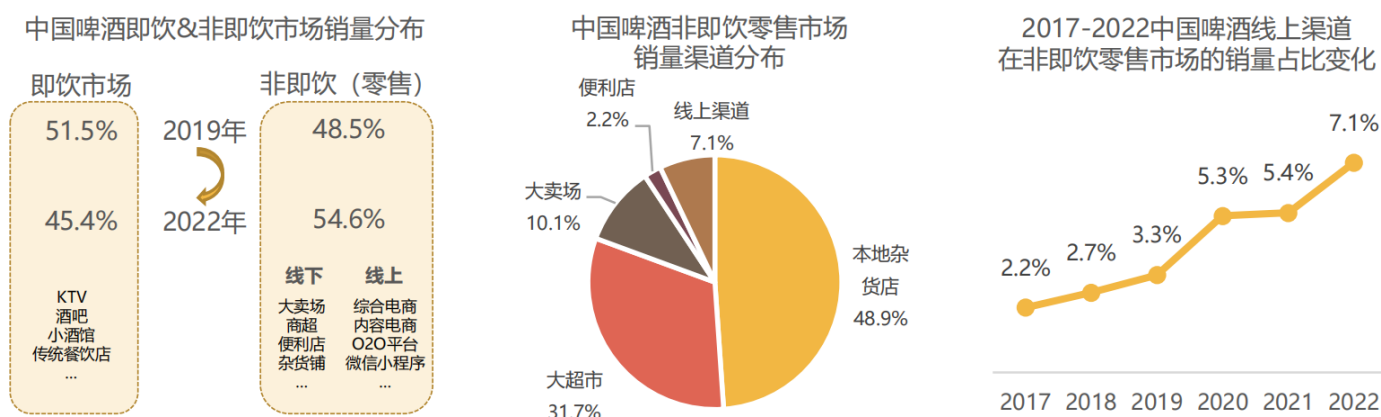
资料来源：ifind，诚通证券研究所

图64： 国内啤酒产量触顶回落，行业 CR5 提升至九成，现阶段产量企稳持平



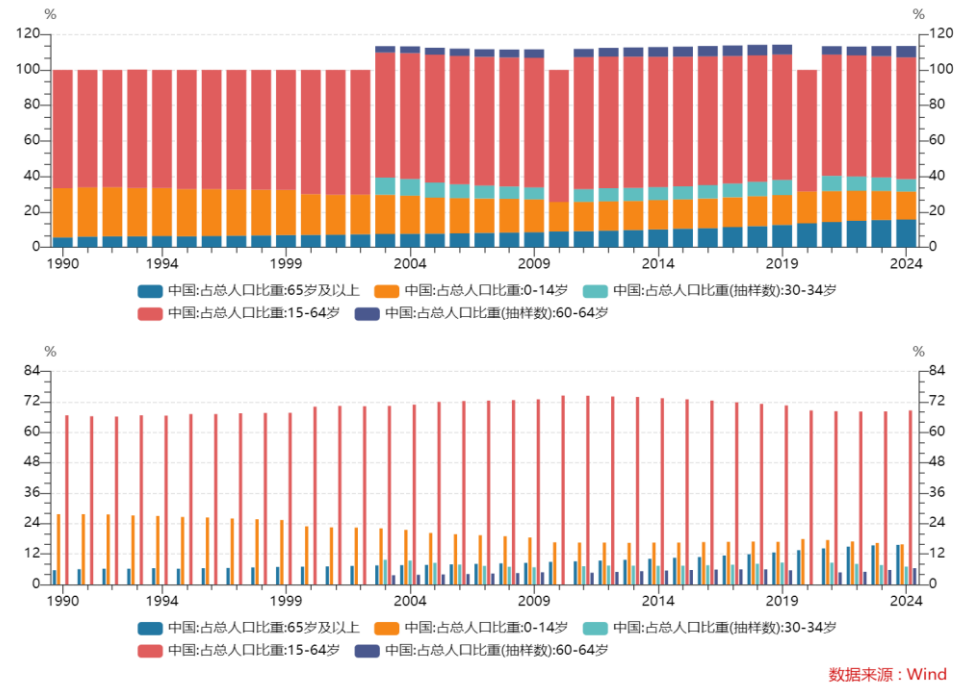
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图65: 2022年中国非即饮啤酒市场销量占比提升已超一半



资料来源: 《2023 淘宝天猫啤酒趋势白皮书》, 诚通证券研究所

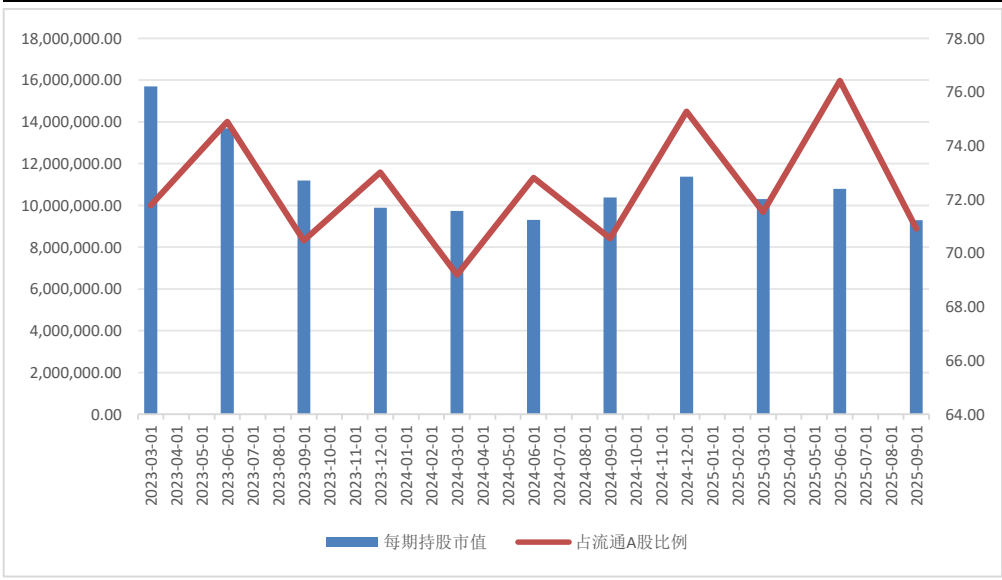
图66: 人口增速放缓, 人口结构老龄化占比提升



资料来源: wind, 诚通证券研究所

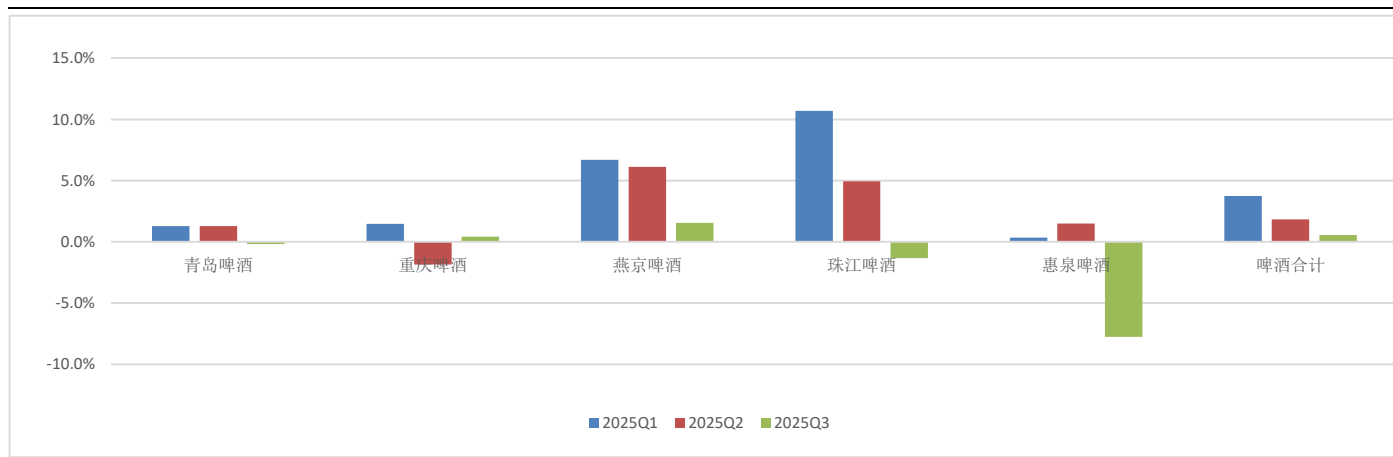
3.5、啤酒个股，板块机构持仓占比持续下降

图67: 啤酒机构持仓市值占比三季度回落



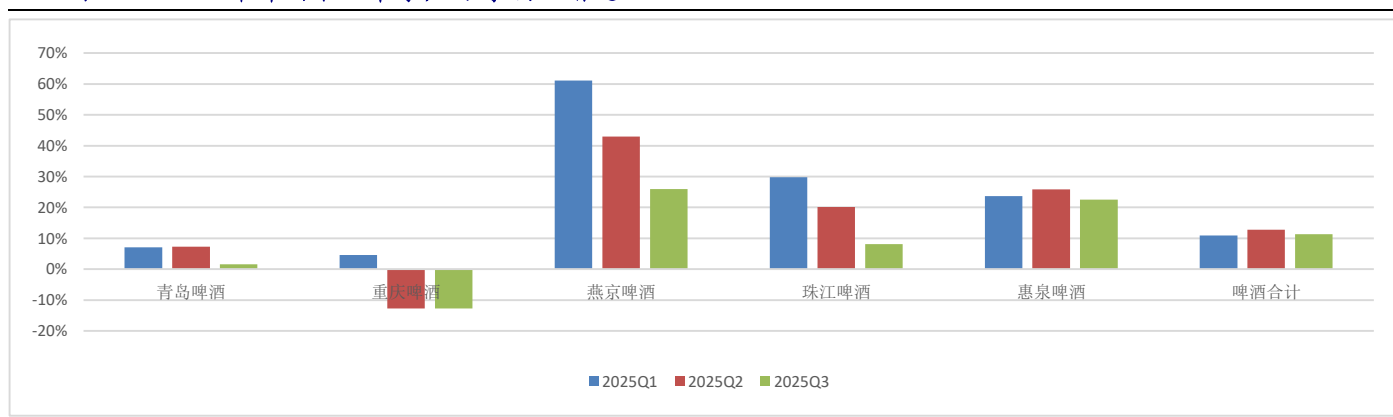
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图68: 2025 年啤酒个股单季营收增速



资料来源: wind, 诚通证券研究所

图69: 2025年啤酒个股单季归母净利润增速



资料来源: wind, 诚通证券研究所

表3: 啤酒板块重点公司盈利预测及估值

证券代码	股票名称	市值 (亿元)	ROE(%)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600600.SH	青岛啤酒	844.3	15.3	3.4	3.7	3.9	18.1	16.9	15.9
600132.SH	重庆啤酒	255.9	91.9	2.5	2.6	2.7	21.4	20.4	19.4
000729.SZ	燕京啤酒	329.8	10.2	0.6	0.7	0.8	21.6	18.1	15.8
002461.SZ	珠江啤酒	211.8	8.7	0.4	0.5	0.5	22.5	19.9	18.2
600573.SH	惠泉啤酒	31.5	5.8	0.3	0.4	0.4	41.4	34.9	32.3

资料来源: wind 一致预测, 诚通证券研究所

3.6、零食板块业绩分化

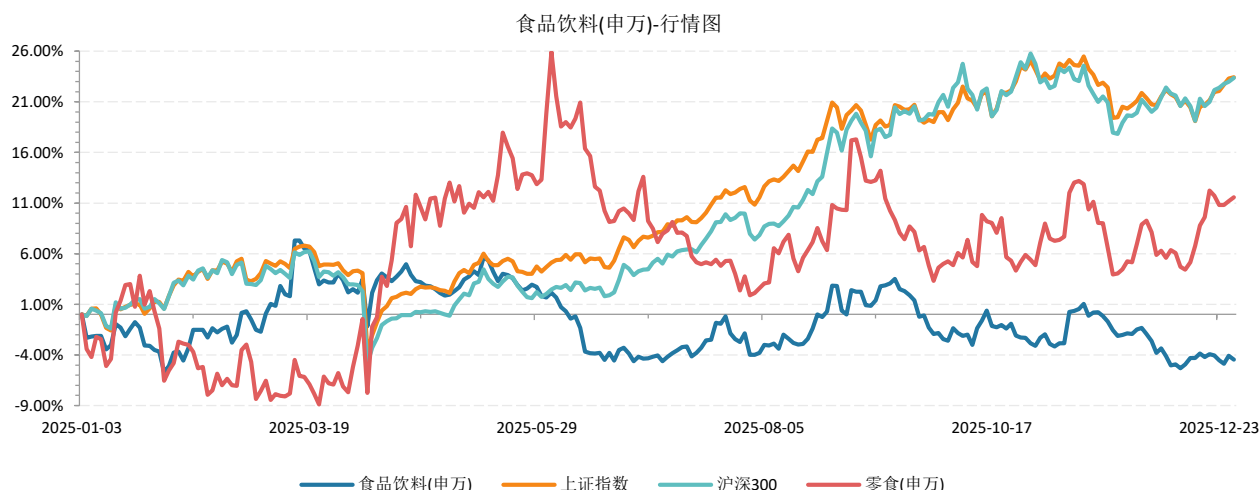
2025年零食板块个股单季度营收和净利同比增速分化明显, 2025年前三季度, 传统零食巨头三只松鼠、良品铺子、洽洽食品营收增速转负, 净利润大幅下跌, 来伊份收入增长, 利润亏损, 七成主流零食企业遭遇收入或净利润下滑。

万辰集团量贩零食龙头 2025年前三季度实现营收 365.62 亿元, 同比增长 77.37%, 前三季度归母净利润 8.55 亿元, 同比暴涨 917.04%; 扣非净利润 8.06 亿元, 同比增长 955.27%, 毛利率同比上升 1.26 个百分点至 11.69%, 净利率较上年同期上升 2.68 个百分点至 4.35%。Q1/Q2/Q3 单季营业收入分别为 108.2/117.6/139.8

亿元，营收暴涨 106.89% 前三季单季净利润增速分别为 10562%/4828%/347%，收入占整体零食板块营收的一半以上，扣非后归母净利润占零食板块比重为 33%。

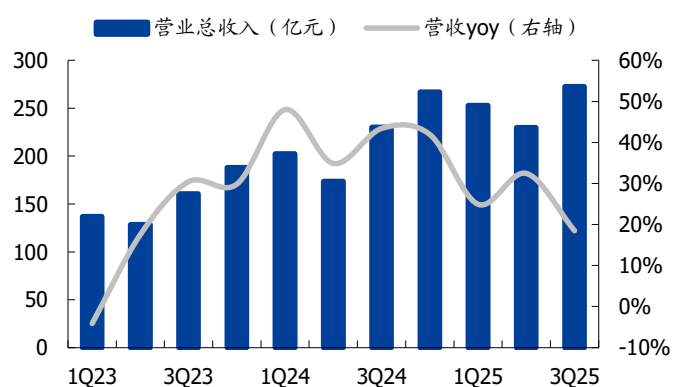
万辰集团的收入利润占比零食板块比重偏大，市值占比 33% 左右，个股波动对板块影响较明显。公司于 2025 年 9 月正式向港交所递交上市申请，拟成为行业首家“A+H”上市企业。

图 70: 申万零食子行业走势优于食品板块，低于沪深 300



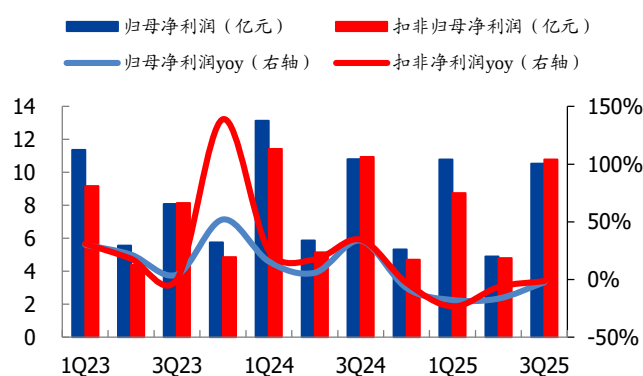
资料来源：wind，诚通证券研究所

图 71: 2025 年零食子行业单季营收同比大幅下滑



资料来源：wind，诚通证券研究所

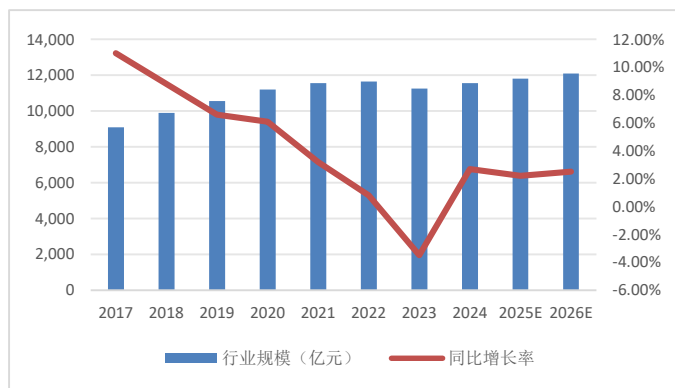
图 72: 零食子行业归母净利润同比增速大幅下滑



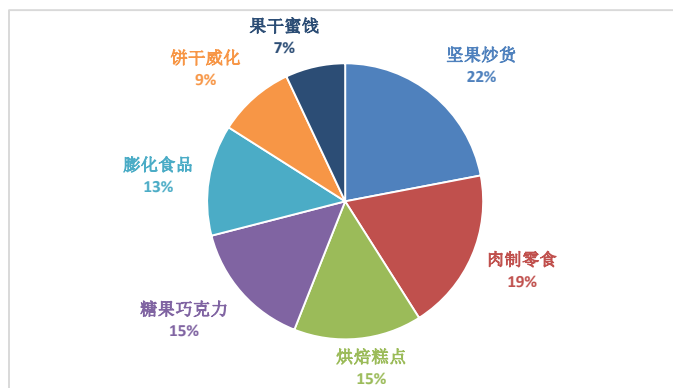
资料来源：wind，诚通证券研究所

图 73: 休闲零食市场前景乐观，预期未来仍将保持正增长

图 74: 零食细分品类销售规模占比

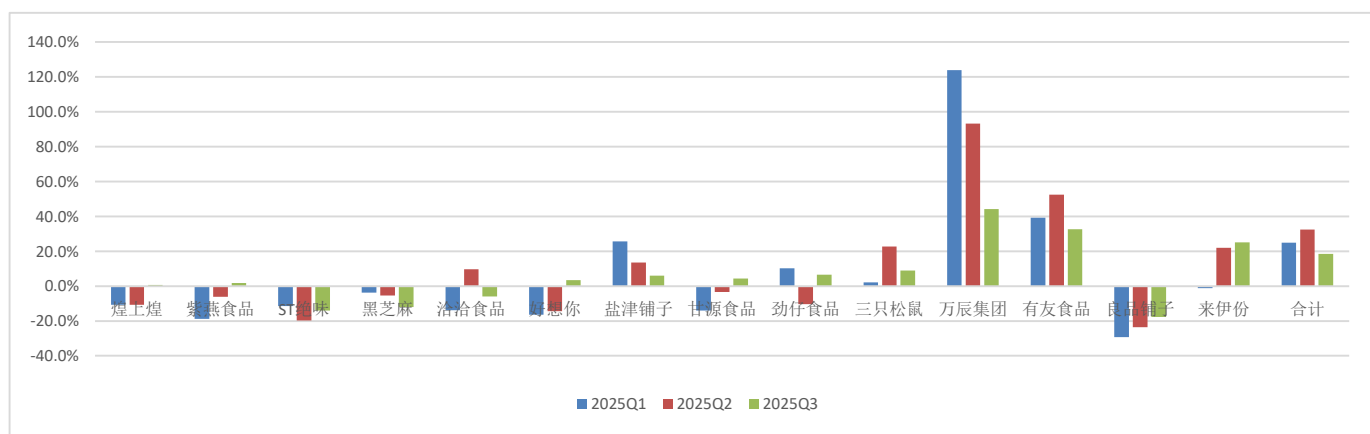


资料来源: wind, 诚通证券研究所



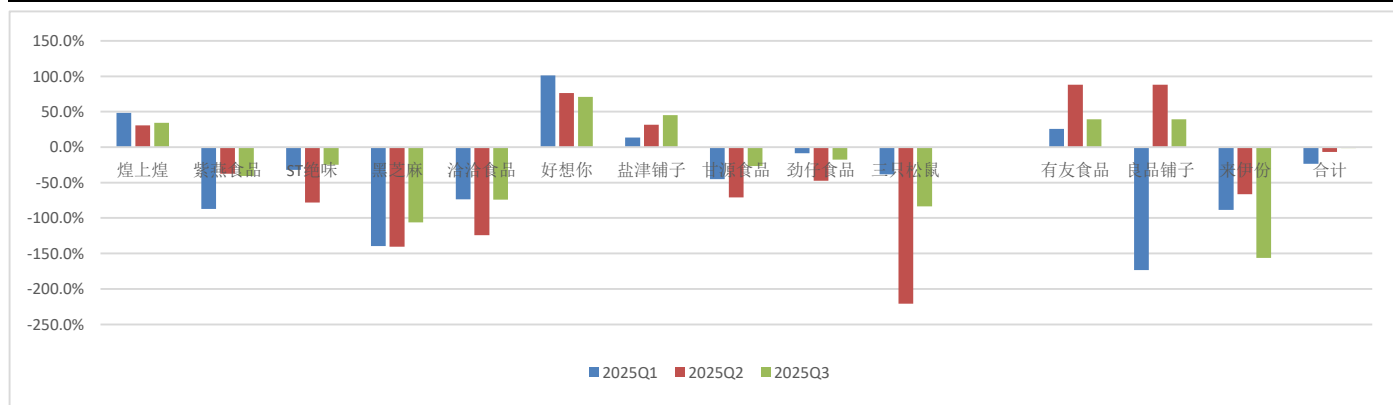
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图75: 2025 年零食个股单季营业增速



资料来源: wind, 诚通证券研究所

图76: 2025 年零食个股单季归母净利润增速



资料来源: wind, 诚通证券研究所, 万辰集团净利润增速 10562%/4828%/347%, 数据过大暂不纳入图片

图77: 零食机构持仓市值增加



资料来源：wind，诚通证券研究所

表4：零食板块重点公司盈利预测及估值

证券代码	股票名称	市值 (亿元)	ROE(%)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002847.SZ	盐津铺子	190.6	37.4	3.0	3.6	4.3	23.7	19.4	16.4
003000.SZ	劲仔食品	52.3	16.2	0.5	0.7	0.8	21.4	17.1	14.3
300972.SZ	万辰集团	382.3	58.1	6.4	9.1	11.7	31.0	21.9	17.0
603697.SH	有友食品	54.4	12.0	0.5	0.6	0.7	24.6	19.9	17.1

资料来源：wind 一致预测，诚通证券研究所

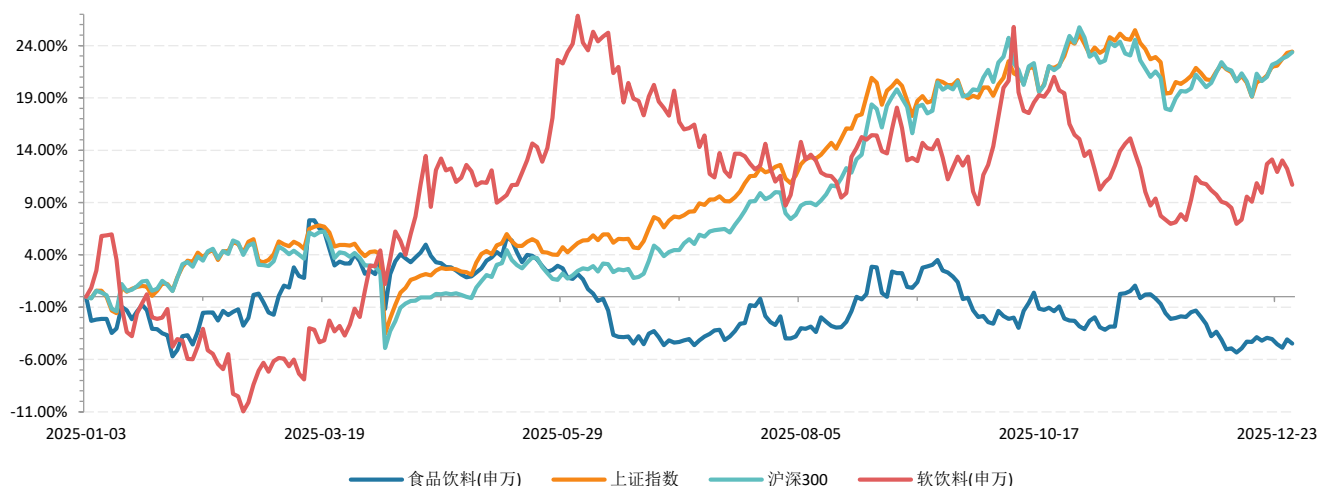
3.7、软饮料板块——A 股东鹏饮料龙头迅猛发展

软饮料板块 2025 年前三季实现营收 326.8 亿元，同比增长 9.9%，扣非后归母净利润 51.4 亿元，同比增长 38.9%。其中 Q1/Q2/Q3 单季营收同比增长分别为 2.5%/17%/11.9%，扣非后归母净利润增速分别为 -22.4%-49.5%/13.8%。软饮料板块整体与零食板块相似，同样增收不增利，板块竞争激烈，功能饮料市场呈现高速增长态势。

东鹏饮料 2025 年前三季度实现营收 168.4 亿元，同比增长 34.1%，前三季度扣非归母净利润 35.4 亿元，同比 32.92%。Q1/Q2/Q3 单季营业收入分别为 48.5/58.9/61.1 亿元，同比增长 39.2%/34.1%/30.1%，前三季单季净利润增速分别为 53.5%/21.2%/32.7%。

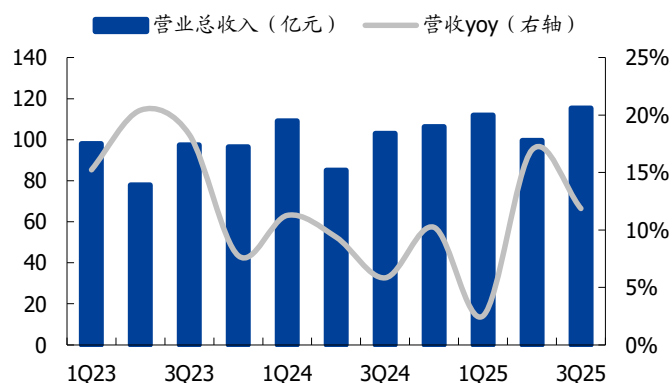
东鹏饮料收入占整体零食板块营收的 51.5%，扣非后归母净利润占零食板块比重为 66.9%，市值占比 65%，对软饮料板块业绩和走势影响显著。公司正加速推进港股 IPO，拟通过“A+H”两地上市进一步拓展海外市场。

图 78：申万软饮料子行业走势优于食品板块，低于沪深 300



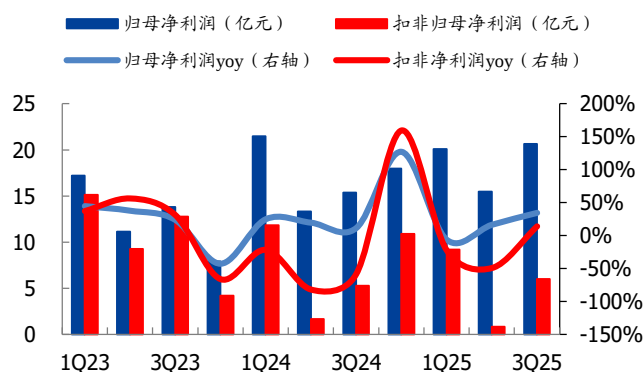
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图79: 软饮料单季营收同比保持正向增长



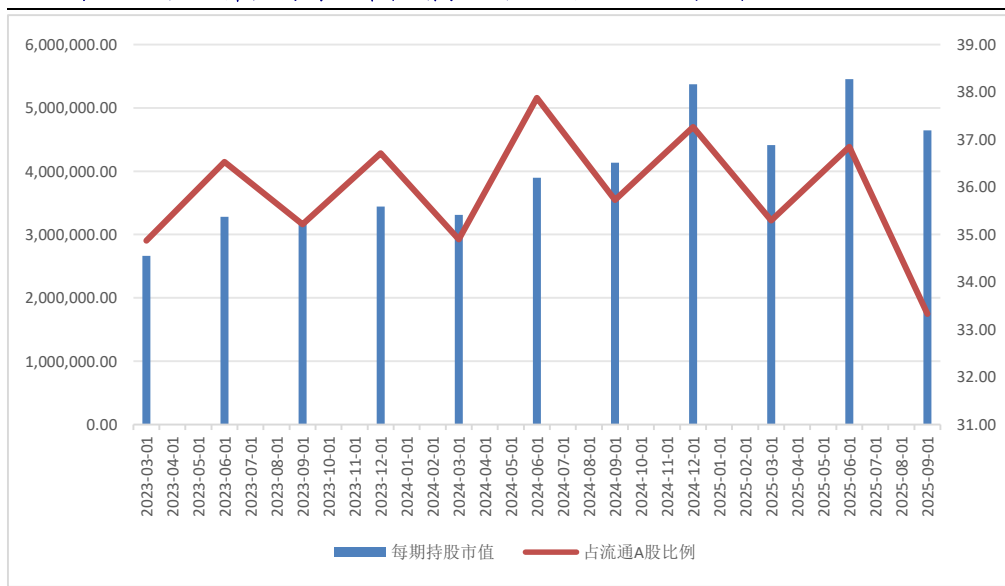
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图80: 软饮料归母净利润同比增速回升



资料来源: wind, 诚通证券研究所

图81: 软饮料机构持股市值增长，占流通A股比例回落



资料来源: wind, 诚通证券研究所

表5： 软饮料板块重点公司盈利预测及估值

证券代码	股票名称	市值 (亿元)	ROE(%)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
605499.SH	东鹏饮料	1395.4	44.8	8.8	11.1	13.5	31.0	24.5	20.1

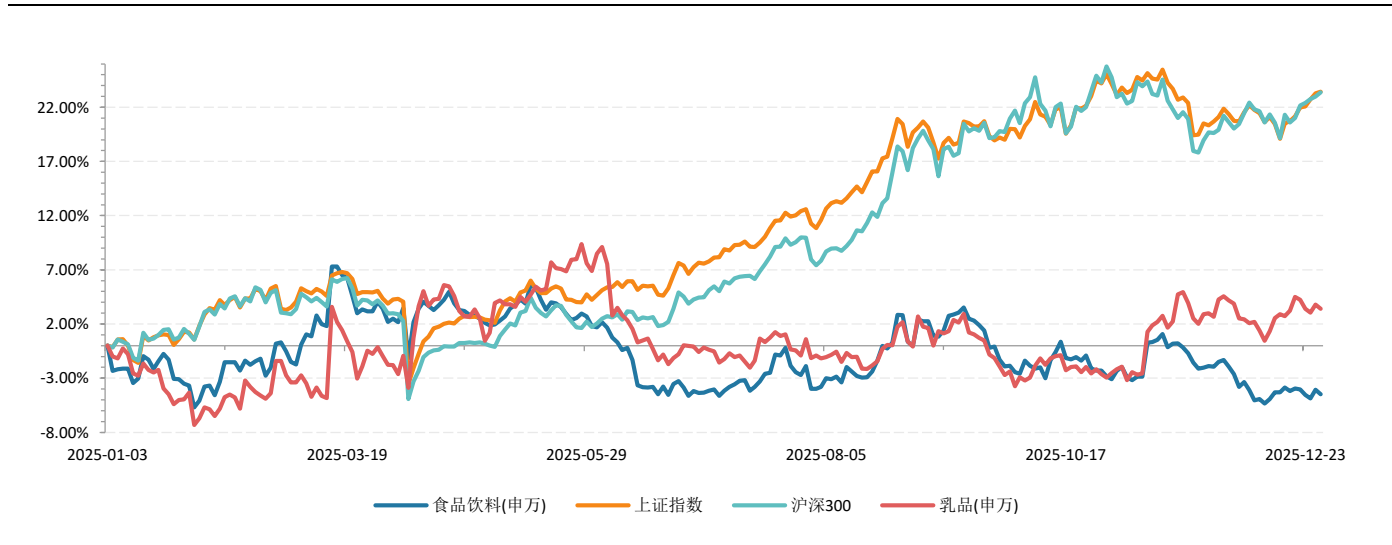
资料来源：wind 一致预测，诚通证券研究所

3.8、 乳品龙头稳健，

2025 乳制品前三季累计实现营收 1376.3 亿元，同比增长 0.7%，扣非归母净利润 114.8 亿元，同比增长 20.3%。单季度 Q1/Q2/Q3 营收分别为 485/449/442 亿元，同比增长分别为 0.2%/3.5%/-1.5%；净利润单季分别为 51.7/29.7/33.4 亿元，同比增长 24.2%/43.8%/0.8%。

乳品龙头伊利股份公司 2025 年前实现营收 905.6 亿元，同比增长 1.7%；归母净利润 101.3 亿元，同比增长 18.7%。公司单季 Q1/Q2/Q3 分别实现营业收入 330.2/289.2/286.3 亿元，同比分别增长 5.85/5.8%/-1.7%。伊利股份市值占比乳品板块 65%，营收占比 66%，利润占比 88%。

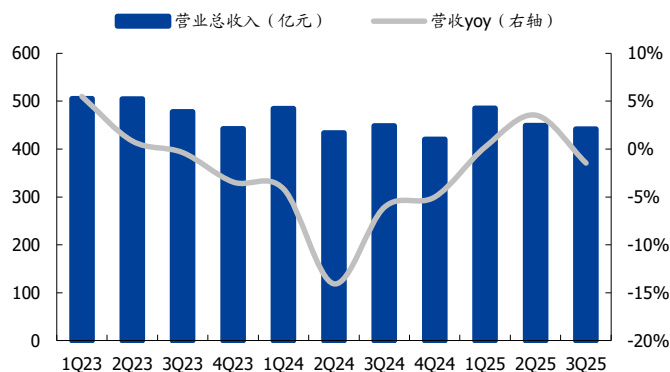
图82： 乳品(申万)-行情图，四季度走势抬升



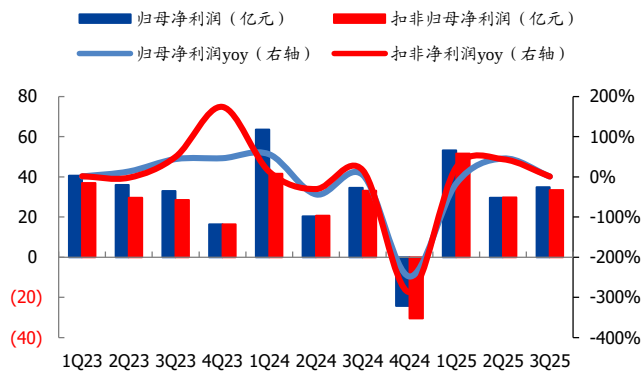
资料来源：wind，诚通证券研究所

图83： 乳品连续五个季度营收回升，最新三季度同比增速-1.5%

图84： 净利润增速放缓，保持正增长

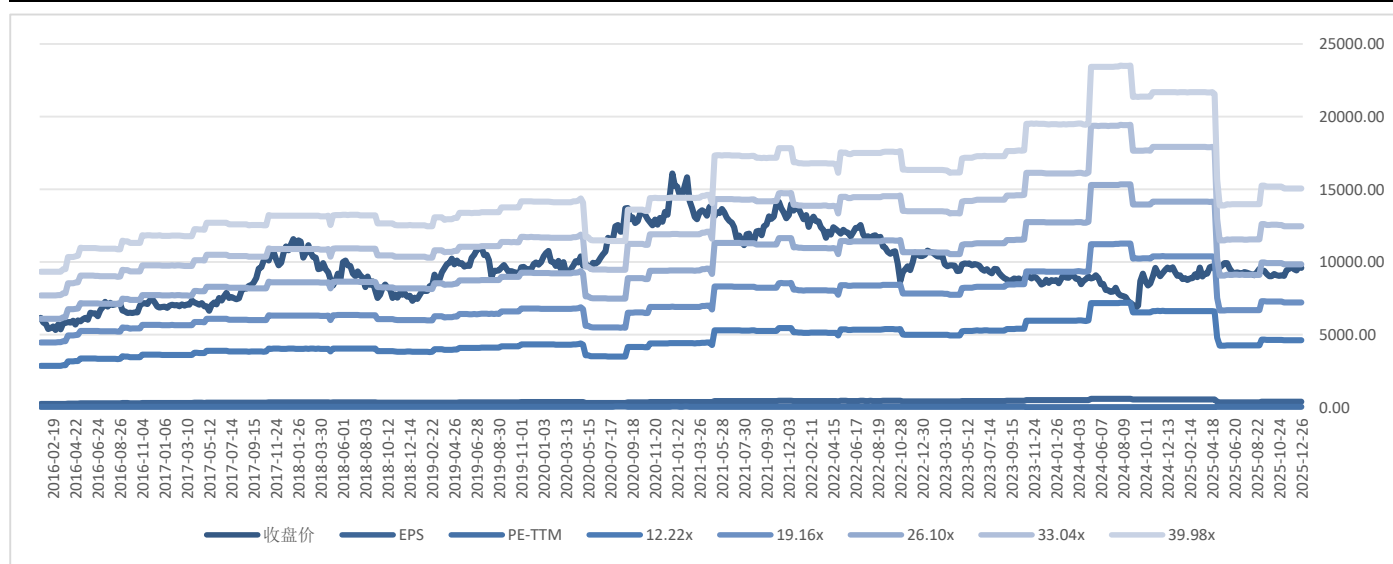


资料来源：wind，诚通证券研究所



资料来源：wind，诚通证券研究所

图85： 乳品子行业 PE-band 走势，2024 年估值触底后回升



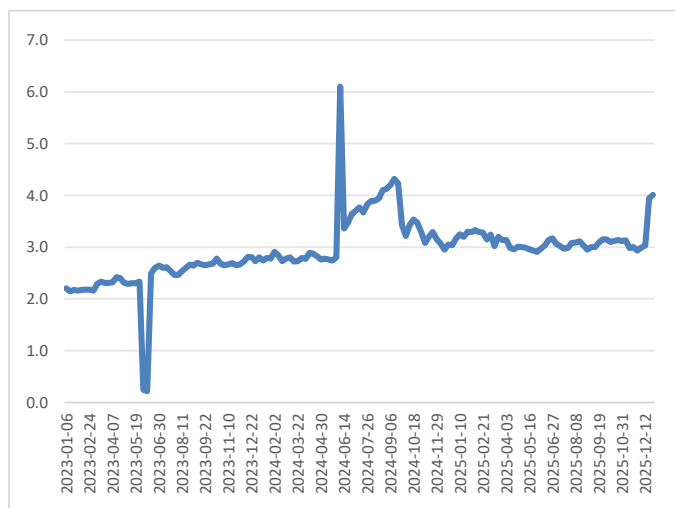
资料来源：wind，诚通证券研究所

3.8.1、乳品板块分红和基金持仓

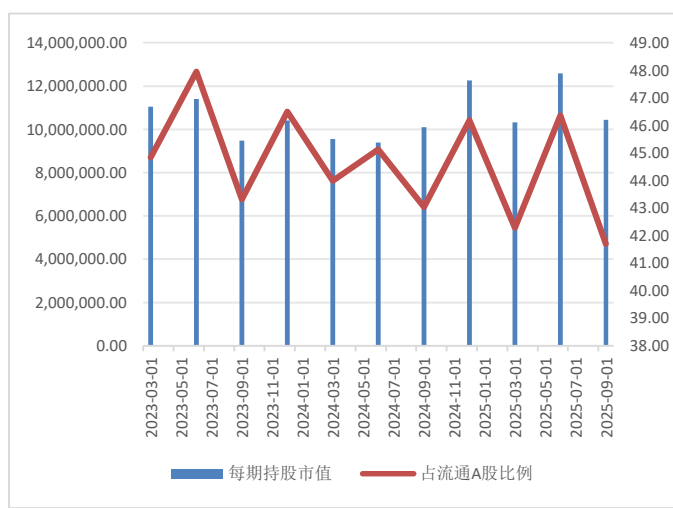
乳品板块近几年股息率持续提升，2024 年股息率升至 3.04%，较稳定保持在 3% 以上。基金持仓占比下降。

图86： 乳品板块股息率 2024 年抬升至 3% 以上

图87： 乳品机构持仓占流通 A 股比例下降



资料来源：wind，诚通证券研究所



资料来源：wind，诚通证券研究所

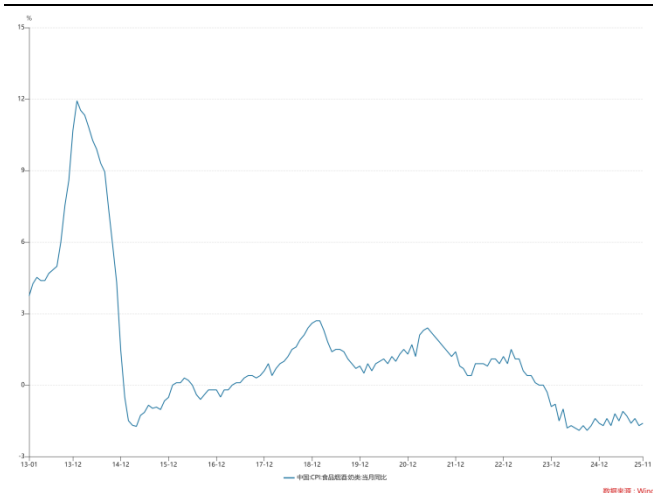
3.8.2、乳制品板块历经五年出清，产量开始回落，价格底部企稳

乳制品板块 2021 年股价伴随生鲜乳价格一同触顶，开始了持续五年的出清。在伊利和蒙牛等龙头企业的表率下，为渠道减负，缓解行业周转痛点。

2025 年 12 月 22 日商务部发布了对原产于欧盟的进口相关乳制品反补贴调查初裁公告，决定自 2025 年 12 月 23 日起，采取临时反补贴税保证金的形式对原产于欧盟的进口相关乳制品实施临时反补贴措施。此次反补贴乳制品主要涉及深加工乳制品，对液奶短期影响不大。保护和支国内奶酪等奶制品深加工企业发展，奶制品深加工也有助于消耗上游原奶，加速上游出清，缓解奶价低迷压力。

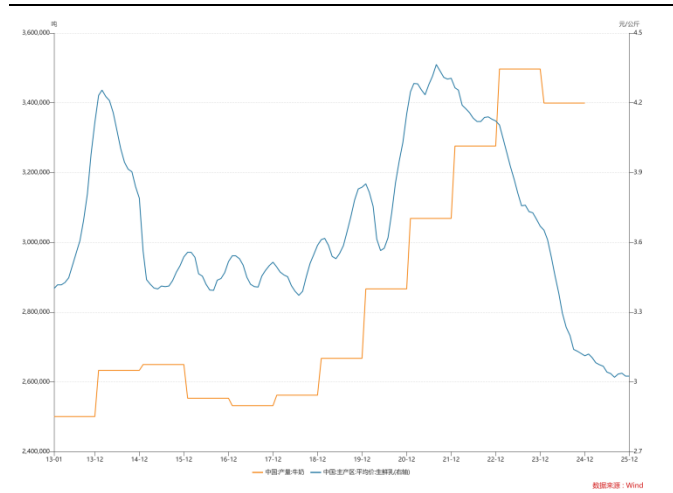
伊利股份，公司作为国内乳业龙头地位稳固，品牌优势明显，渠道拓展能力强。公司品类丰富布局液态奶、乳饮料、奶粉、酸奶、冷冻饮品、奶酪、黄油、稀奶油等多个品类，并持续推动乳品供给结构升级。公司品牌力强，渠道覆盖广泛，营销势头强劲，公司多元化的品类与业务组合在复杂的经济环境下显示出了良好韧性。

图88：中国奶类 CPI 当月同比底部运行



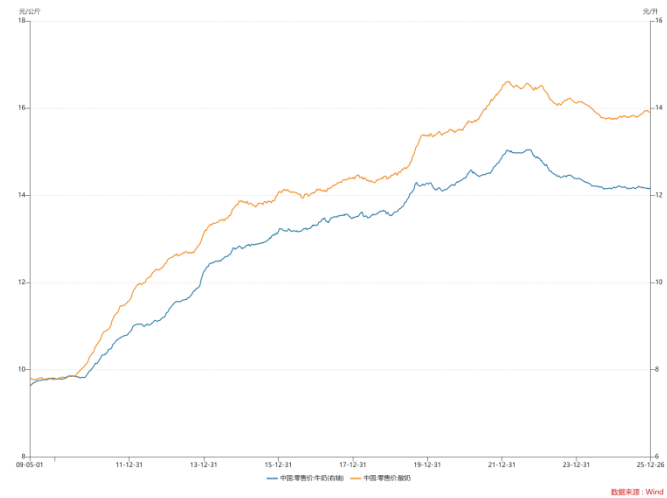
资料来源：wind，诚通证券研究所

图89：中国牛奶产量有所回落，生鲜乳价格底部企稳



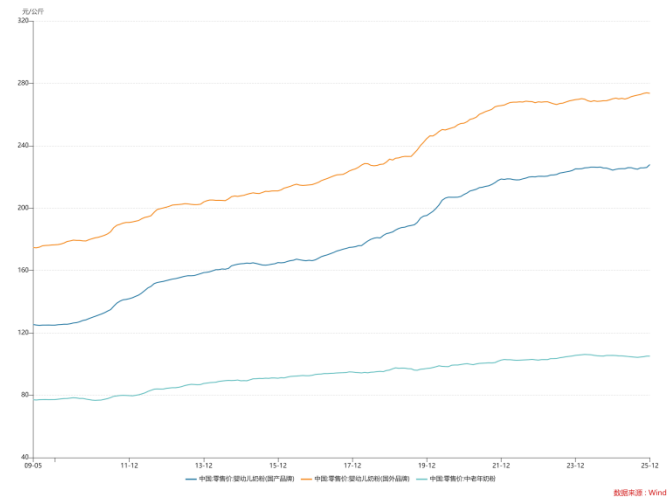
资料来源：wind，诚通证券研究所

图90： 牛奶、酸奶零售价触顶后回落平稳运行



资料来源：wind，诚通证券研究所

图91： 婴儿奶粉、中老年奶粉价格上行趋势中



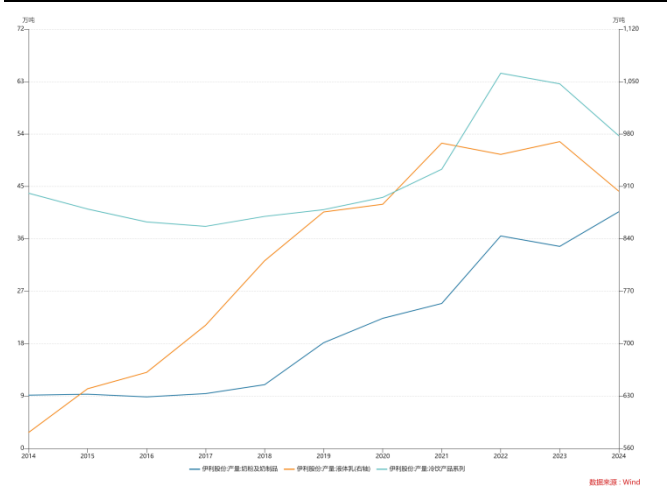
资料来源：wind，诚通证券研究所

图92： 牛肉价格上升,有助于上游出清奶牛的决心



资料来源：wind，诚通证券研究所

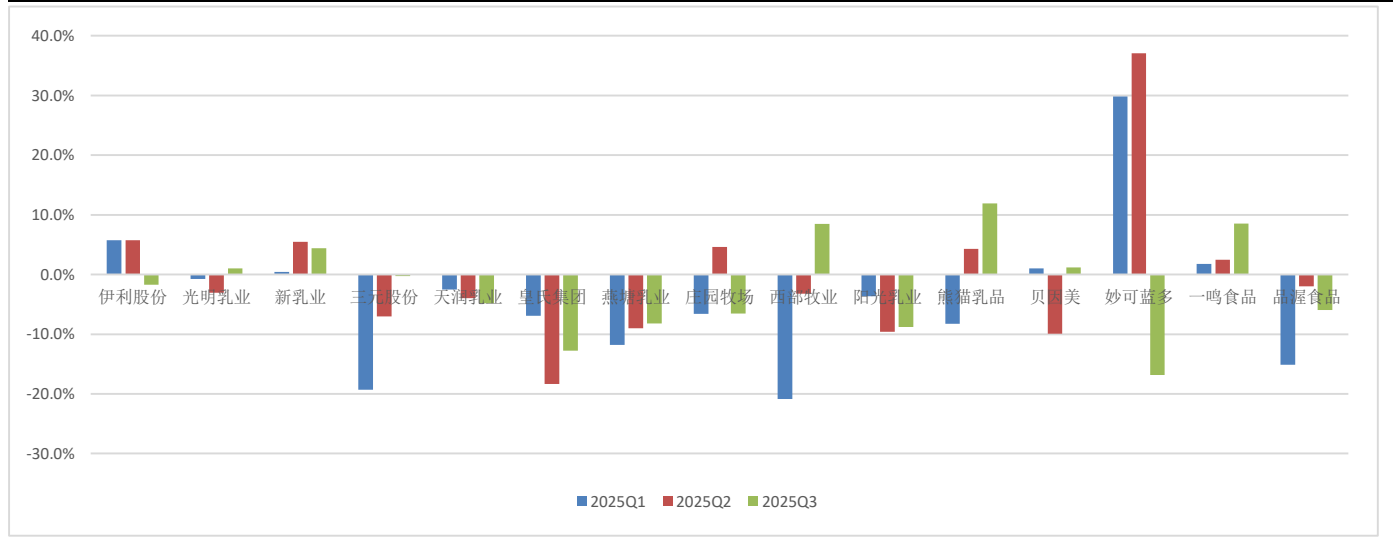
图93： 伊利液奶、冷饮产品产量下降,奶粉奶制品产量增长



资料来源：wind，诚通证券研究所

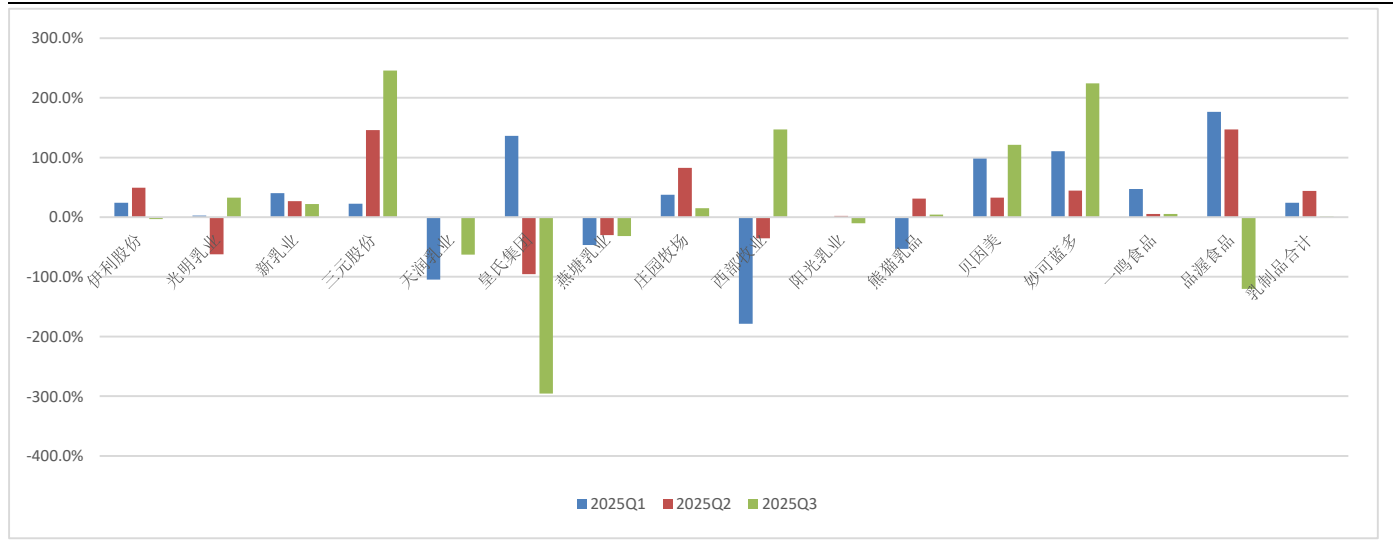
图94： 申万乳品个股 2025 单季营收同比增速





资料来源：wind，诚通证券研究所

图95： 申万乳品个股 2025 单季净利同比增速



资料来源：wind，诚通证券研究所，（天润乳业 Q2 波动 4534%，图中不展示）

表6： 乳品板块重点公司盈利预测及估值

证券代码	股票名称	市值 (亿元)	ROE(%)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600887.SH	伊利股份	1840.7	19.5	1.8	1.9	2.1	16.6	15.1	14.1
002946.SZ	新乳业	162.2	19.6	1.8	1.9	2.1	10.5	9.6	9.0
600882.SH	妙可蓝多	137.4	5.1	1.8	1.9	2.1	15.5	14.2	13.2

资料来源：wind 一致预测，诚通证券研究所

4、投资建议

2025 年行业延续运行压力，餐饮板块估值保持在行业历史底部区间运行，下半年餐饮压力大增，食品饮料行业走势急转直下，三季度营收和净利增速加速下滑，同比转负增长。后续随着双节来临，各地区鼓励刺激消费，食品价格 9 月份开始连续三个月正增长，社零餐饮指数 9 月触底回升后增速高于社零增速，指标转正预示

后续板块压力有望松动，行业可能迎来的企稳回升的机会。

4.1、行业回顾和展望

回顾大众消费品各板块发展历史，我们未来对企业的关注指标将增加更多维度。企业营销投入产出效率可能在未来影响会更大。例如：啤酒产量早已触顶，产量持续下滑这些年，板块营收利润增长来自产品升级提价，不断吸引新的消费者加入，啤酒产量底部企稳略有回升态势；软饮料产量在 2016 前触顶回落后，在功能性饮料的突破下，行业整体产量再度攀升创新高；零食板块传统龙头企业收入利润下降，新兴势力借助新渠道，直接触达年轻消费者，零食板块个股业绩分化。回顾这些板块，虽然各自消费习惯，消费者结构等影响有差异，但行业整体发展趋势仍很明确，行业从跑马圈地抢占市场的冲量模式，已经转型为精耕细作，产品提质固住消费者的发展模式。这对企业的经营管理要求更高，关注企业经营质量，经营效率，当这些指标强劲时，企业盈利能力势必会提升。

从食品饮料行业估值区间变化来看，板块估值保持在 21X 区间，并未再探底部，市场对板块的低预期较充分。股息率排名行业第三，业绩低迷，走势底部徘徊，持续增长的股息率有望吸引更多投资者。

大众品：若 CPI 改善低价高频消费弹性更好有望率先改善。快消品竞争充分，品牌林立。今年饮料、零食、调味品板块走势向好，作为低价高频消费，行业竞争激烈，企业积极探索线上线下多元发展，传统消费渠道与新渠道结合，大众品公司有望迎来新一轮产品渠道扩张。乳制品奶价底部企稳，基本面有望率先改善。

4.2、投资建议及评级

消费者信心指数显示消费者预期、消费意愿、收入、就业指数均处于历史低位，但有企稳回升迹象。最终消费支出的 GDP 比重仍低于欧美日韩等发达国家，中央经济工作会议提出“大力提振消费”。2026 年消费板块展望：政策提振，消费信心回升，板块有望企稳，或将迎来业绩修复的成长空间。细分行业龙头抗压能力和市场竞争力强。板块内各细分龙头企业积极调整经营策略，我们维持对食品饮料板块的“推荐”评级。

5、风险分析

经营风险：行业竞争加剧，企业需积极调整经营策略应对市场需求变化，企业面临经营策略调整风险，生产成本、费用控制不及预期风险。

市场风险：食品安全风险。

其他风险：需求复苏不及预期，宏观环境等因素影响经济增长，影响居民收入预期，消费信心。

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>