

2024年需求磨底，2025年一季度优质公司初现复苏迹象

——食品饮料行业2024年年报及2025年一季报总结

行业研究 · 行业投资策略

食品饮料

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

S0980523090001

证券分析师：杨苑

021-60933124

yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090003

证券分析师：柴苏苏

021-61761064

chaisusu@guosen.com.cn

S0980524080003

联系人：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

联系人：王新雨

021-60875135

wangxinyu8@guosen.com.cn

核心结论：2025年一季度优质公司初现复苏迹象，食品饮料板块配置价值凸显



- **2024年需求磨底，2025年一季度优质公司初现复苏迹象。** 2024年食品饮料板块收入同比+4.4%，利润同比+5.5%。子板块中白酒稳健，大众品板块零食、饮料、调味品表现更好。整体来看，2024年消费需求疲弱，尤其是24Q2-24Q3需求降温明显。随着政策积极发力，部分子行业于24Q4实现企稳回升。25Q1食品饮料板块在去年同期较高基数之上，收入同比+4.6%，净利润同比+0.3%，部分优质公司积极采取措施应对环境变化，25Q1已有复苏迹象，如贵州茅台、海天味业等。
- **白酒2024年年报及2025年一季报回顾：** 24H2消费需求进一步走弱，酒企放慢经营节奏去化渠道库存，表现持续减负。2024年降速共识强化，多数酒企进入调整周期，25Q1延续压力。2024年酒企净利润增速跟随收入端放缓，25Q1看白酒板块（SW白酒II）归母净利润同比增速为2015年复苏以来一季度最低水平，合并24Q4与25Q1看，仅茅台、古井、金徽、汾酒、五粮液实现净利润正增。
- **大众品2024年年报及2025年一季报回顾：** 2024年春节后及24Q3经历明显需求冷却，大众品行业24H2主动降库存减负，24Q4行业逐步企稳，25Q1宏观政策催化已开始显现，春节假期餐饮消费有所回暖，细分品类维持较高景气度。
 - **啤酒：** 2024年行业经历至暗时刻，2025年进入经营改善通道，一季度已现积极信号。
 - **零食：** 个股业绩表现延续分化，新兴渠道、健康零食品类维持结构性景气。
 - **餐饮供应链：** 旺季平稳过渡，龙头表现优于行业。
 - **饮料：** 饮料整体需求韧性强，功能化/健康化品类趋势明显。
 - **乳品：** 2024年成本红利明显，费率及减值压力加大，乳品个股盈利普遍承压。
- **投资建议：** 2024年9月24日以来，宏观政策暖风频吹，并重点强调提振消费。3月中办、国办印发《提振消费专项行动方案》，旨在全方位扩大国内需求，提升消费能力，优化消费环境。而近期外部贸易环境不确定性加大，不仅引发资本市场对于内需板块的关注度提升，并进一步强化市场对于后续更大力度提振消费政策的预期。**我国绝大部分食品饮料公司的供应链端及市场端均在国内，受关税风波扰动小，食品饮料板块也因此具备较强的防御属性。综合来看，我们认为当前食品饮料板块配置价值凸显，建议积极布局。** 推荐按照以下三条主线：
 - 优先推荐受益于提振内需政策的白酒、啤酒、餐饮供应链、乳制品板块，推荐贵州茅台、山西汾酒、五粮液、泸州老窖、华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、安井食品、颐海国际等。
 - 强者恒强，优选个股，推荐有份额提升或业绩确定性强的个股，如东鹏饮料、卫龙美味、盐津铺子、海天味业等。
 - 在弱现实背景下，高股息仍然是最大的保障，如重庆啤酒等。
- **风险提示：** 需求恢复进程不及预期；国际贸易摩擦导致经济环境出现不可控变化；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧；市场资金波动加剧。

01

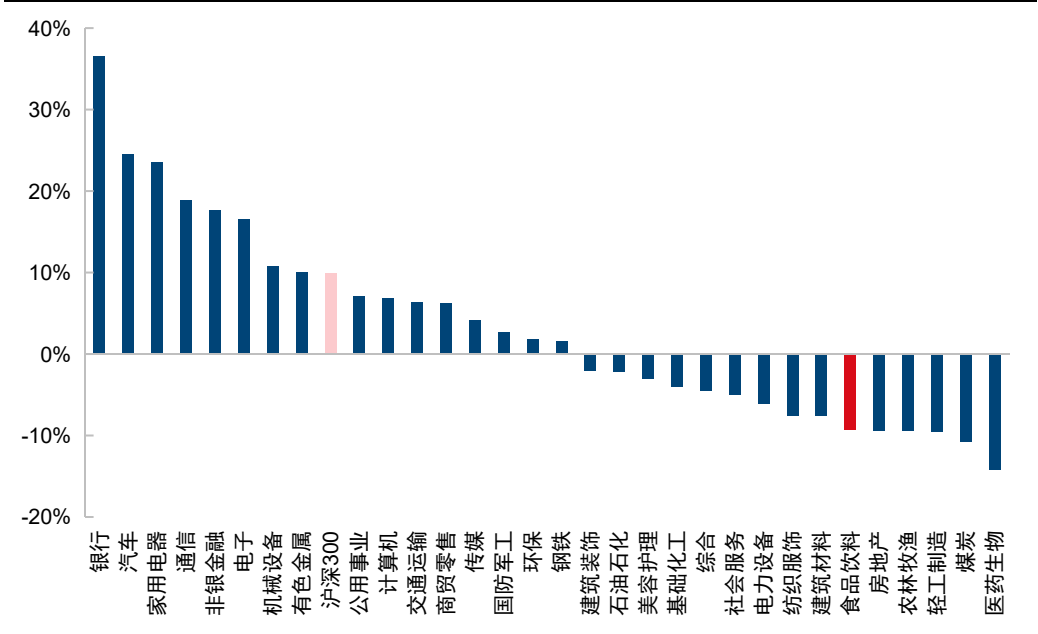
食品饮料：2024年/2025年一季度食品饮料板块收入同比+4.4%/+4.6%

股价表现：食品饮料股价跑输大盘, 软饮料、零食板块表现较优



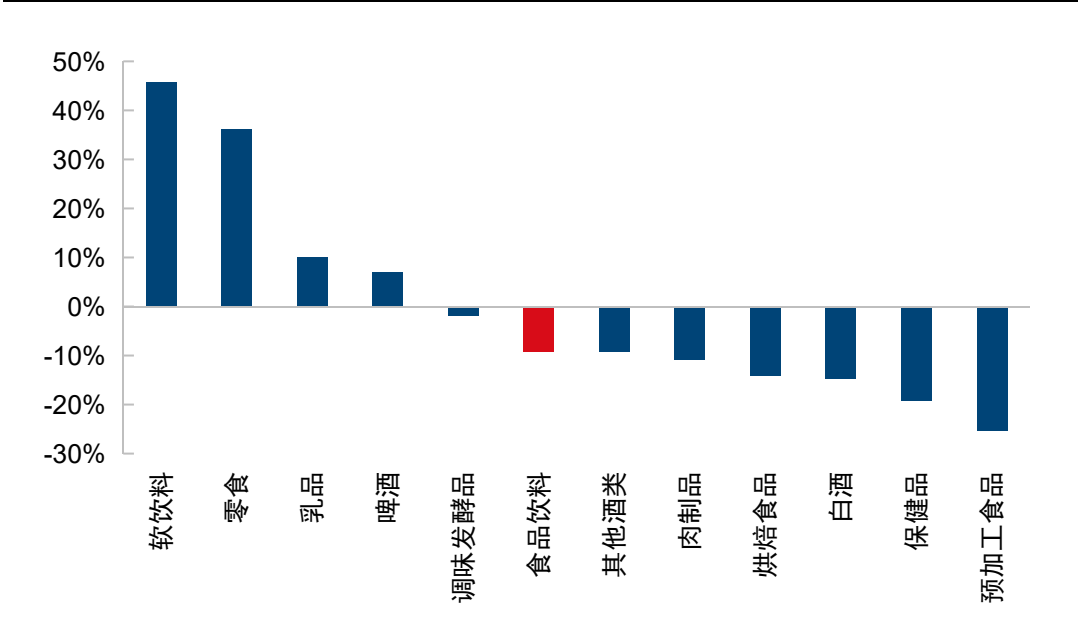
2024年1月1日至2025年4月30日A股食品饮料板块股价跌幅为-9.3%，跑输沪深300指数9.1pcts。分板块看，软饮料/零食/乳品/啤酒/调味品板块表现优于食品饮料行业整体，涨幅分别为45.8%/36.1%/10.0%/6.9%/-1.9%，其他酒类/肉制品/烘焙食品/烘焙食品/白酒/保健品/预加工食品涨幅表现弱于食品饮料行业整体。

图：2024年初至今食品饮料跑输大盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2024年初至今软饮料、零食板块表现较好



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

经营表现：2024年/25Q1食品饮料板块收入同比+4.4%/+4.6%



2024年食品饮料板块收入同比+4.4%，利润同比+5.5%。25Q1食品饮料板块收入同比+4.6%，净利润同比+0.3%。子板块中白酒稳健，大众品板块零食、饮料、调味品表现更好：

- 白酒：板块表现稳健，2024年/25Q1板块收入同比+7.3%/+1.7%，净利润同比+7.4%/+2.3%。
- 大众品：2024年大众品板块收入同比增速相对较快的子板块包括零食、饮料、调味发酵品，同比增速分别为65.2%/12.6%/8.6%，乳品、预加工食品、啤酒等板块相对承压，增速分别为-7.2%/-1.9%/-1.5%。

图：2024年及25Q1食品饮料子板块收入表现

子板块	2024A		24Q4		25Q1	
	收入	yoy	收入	yoy	收入	yoy
食品饮料	10,781	4.4%	2,601	6.6%	3,274	4.6%
白酒	4,422	7.3%	1,022	1.2%	1,534	1.7%
乳品	1,851	-7.2%	438	-5.1%	501	0.2%
调味发酵品	680	8.6%	177	12.7%	185	3.4%
非白酒	800	-2.4%	111	-3.3%	231	2.6%
啤酒	685	-1.5%	76	1.5%	201	3.7%
软饮料	366	12.6%	97	12.9%	102	2.4%
肉制品	1,074	-2.3%	282	4.9%	265	1.9%
零食	650	65.2%	245	109.2%	228	81.3%
预加工食品	395	-1.9%	100	-1.6%	96	-4.5%
保健品	192	4.7%	49	21.5%	52	6.8%
其他酒类	116	-6.9%	35	-12.4%	29	-4.3%
烘焙食品	238	1.2%	57	1.9%	55	2.3%
熟食	114	-10.8%	22	-18.4%	25	-11.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2024年及25Q1食品饮料子板块利润表现

子板块	2024A		24Q4		25Q1	
	净利润	yoy	净利润	yoy	净利润	yoy
食品饮料	2,171	5.5%	379	-13.0%	815	0.3%
白酒	1,666	7.4%	349	-3.4%	634	2.3%
乳品	95	-26.4%	-25	-249.2%	54	-16.9%
调味发酵品	111	1.6%	27	-45.9%	36	7.2%
非白酒	86	0.8%	-9	22.1%	30	8.7%
啤酒	73	6.8%	-12	13.7%	25	10.9%
软饮料	68	44.0%	19	145.1%	20	-3.8%
肉制品	55	63.5%	10	-304.1%	14	7.3%
零食	29	20.2%	8	14.0%	9	-14.9%
预加工食品	28	-2.2%	6	21.3%	7	-3.1%
保健品	9	-60.3%	-6	236.9%	7	-19.9%
其他酒类	13	-23.8%	3	-6.0%	5	-1.6%
烘焙食品	18	-7.3%	1	-36.9%	3	-24.7%
熟食	6	-17.8%	-3	194.7%	2	-28.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

估值表现：当前食品饮料估值处于低位，白酒估值溢价低于2011年以来均值



2024年以来板块估值波动下行，白酒板块当前市盈率低于2011年以来中枢水平，大众品板块市盈率处于2019年以来较低水平。

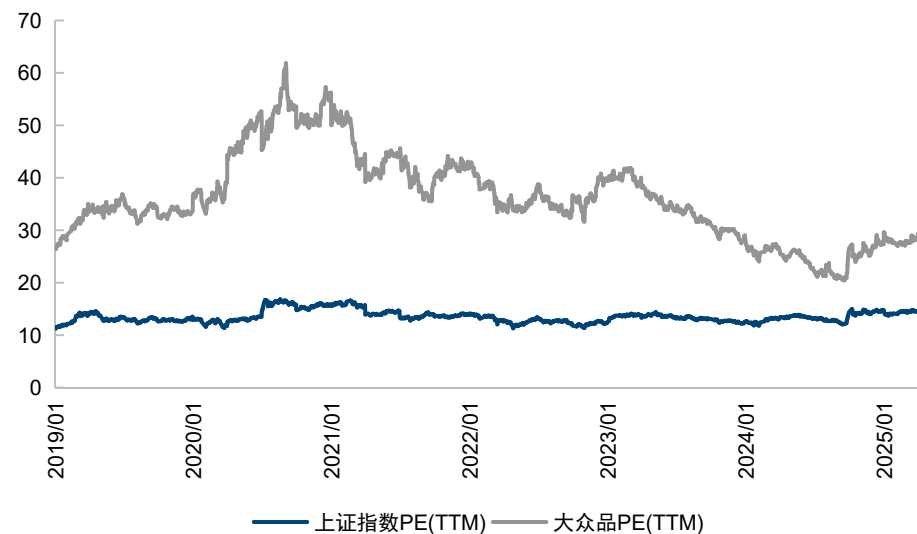
- **白酒：**2025年初至今白酒板块市盈率均值19.7倍，低于2011年以来市盈率均值（27.1倍）与2019年以来市盈率均值（33.7倍）；2025年初至今白酒板块相对上证指数估值溢价均值为67%，低于2011年以来的估值溢价平均值（102%）与2019年以来的估值溢价平均值（147%）。
- **大众品：**年初至今大众品板块市盈率均值28.7倍，低于2011年以来市盈率均值（35.1倍）与2019年以来市盈率均值（36.1倍）；年初至今大众品板块相对上证指数估值溢价均值为101%，低于2011年以来的估值溢价平均值（166%）与2019年以来的估值溢价平均值（166%）。

图：2019年至今白酒板块与上证综指PE(TTM)变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2019年至今大众品板块与上证综指PE(TTM)变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

02

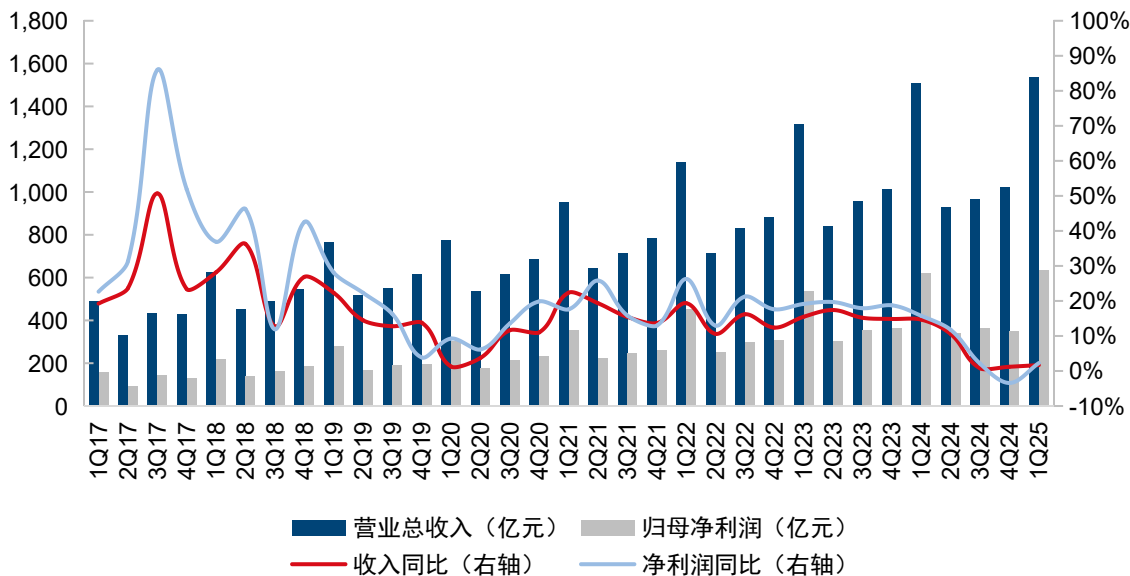
白酒：报表降速减负，分化加剧；酒企谋篇长远，改革求变

业绩回顾：2024年板块增长放缓，24Q4+25Q1持续减负、净利率同比降低



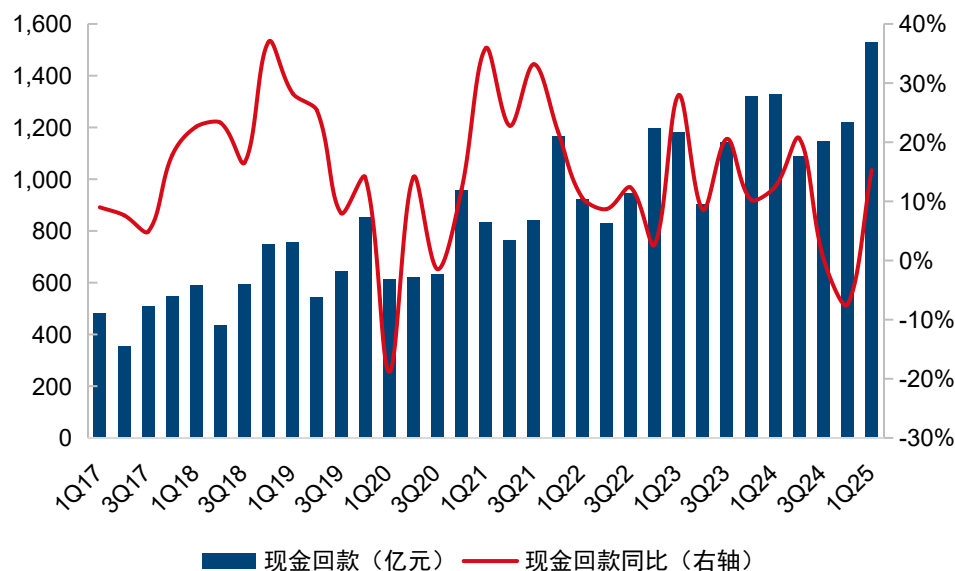
- 2024年白酒板块（SW白酒Ⅲ）实现营业总收入4422.3亿元/同比+7.3%；归母净利润1666.3亿元/同比+7.4%；板块增速于2021年来降低到个位数。2024年板块净利率36.8%/同比+0.03pcts，提升趋势放缓；销售收现同比+5.3%，增速慢于收入端。
- 24Q4板块营业总收入1021.6亿元/同比+1.2%；归母净利润349.3亿元/同比-3.4%（2016年来首次单季度转负）。25Q1板块收入1534.2亿元/同比+1.7%，归母净利润633.9亿元/同比+2.3%。考虑到春节错期影响，24Q4+25Q1合计收入同比+1.5%，归母净利润同比+0.2%，销售收现同比+4.0%，剔除茅台、五粮液后销售收现同比-1.8%。
- 24H2消费需求进一步走弱，酒企放慢经营节奏去化渠道库存，表现持续减负。2025年春节存量竞争加剧，酒企普遍以份额为先，积极投入终端动销和消费者开瓶，两季度看净利率出现下滑（24Q4+25Q1板块净利率同比-0.51pcts）。

图：24Q4+25Q1，SW白酒Ⅲ收入同比+1.5%，净利润同比+0.2%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：板块使用SW白酒Ⅲ，除正文涉及公司外另还包括古井贡B、皇台酒业、天佑德酒、岩石股份、顺鑫农业

图：24Q4+25Q1，SW白酒Ⅲ销售收现同比+4.0%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：板块使用SW白酒Ⅲ，除正文涉及公司外另还包括古井贡B、皇台酒业、天佑德酒、岩石股份、顺鑫农业

收入端： 2024年降速共识强化，25Q1延续压力、分化加剧，茅台&古井展现韧性



2024年降速共识强化，多数酒企进入调整周期，25Q1延续压力。2024年收入端除茅台、汾酒、古井、今世缘、金徽酒仍实现双位数增长，其余公司降低到个位数增速或同比下滑。伴随酒企回款蓄水池下降，今年春节需求缩量，24Q4+25Q1酒企收入增长延续压力、增速分化：

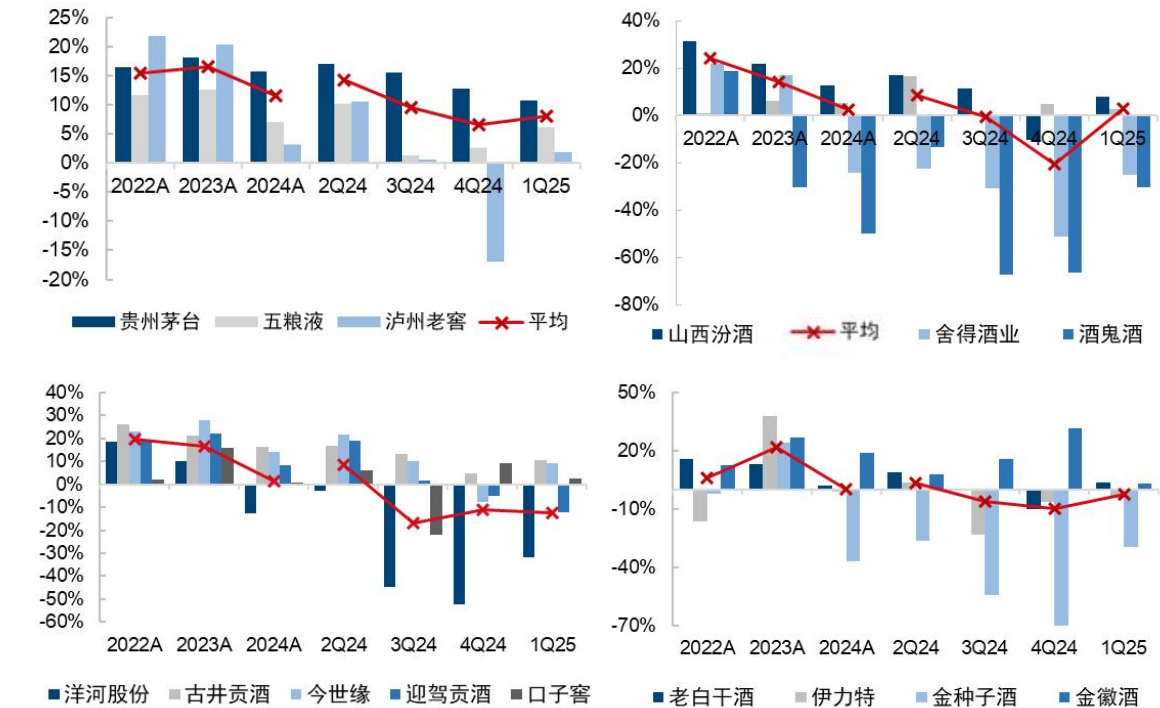
- 茅台、古井增速领先，仍有收入增长工具：茅台拓展渠道触达消费者，调整产品结构（增投其他规划飞天和促进系列酒动销）抢占市场份额；古井的省内市场作为压舱石，产品结构升级和大商回款贡献增量。
- 多数酒企受内外部环境的影响和去年相对较高基数因素降速，其中舍得/酒鬼/洋河继续释放渠道风险、收入下滑幅度较大，动销表现或优于表观；汾酒/金徽酒产品结构稳中有升，今世缘/老白干省内品牌势能向上，五粮液/口子窖等前期改革下大商积极性有所提振。

表：2024&25Q1白酒上市公司营业总收入情况

证券简称	2024A		25Q1		24Q4+25Q1			
	营业总收入 (亿元)	yoy	营业总收入 (亿元)	yoy	营业总收入 (亿元)	yoy	收入+Δ预收 (亿元)	yoy
贵州茅台	1741.44	15.7%	514.43	10.7%	1024.65	11.7%	1013.22	12.8%
五粮液	891.75	7.1%	369.40	6.1%	582.00	4.7%	612.94	8.2%
泸州老窖	311.96	3.2%	93.52	1.8%	162.45	-7.1%	166.56	-2.3%
山西汾酒	360.11	12.8%	165.23	7.7%	211.76	3.2%	215.13	2.7%
舍得酒业	53.57	-24.4%	15.76	-25.1%	24.73	-37.2%	25.05	-34.9%
酒鬼酒	14.23	-49.7%	3.44	-30.3%	5.76	-51.2%	5.49	-52.9%
洋河股份	288.76	-12.8%	110.66	-31.9%	124.26	-34.9%	144.84	-25.3%
古井贡酒	235.78	16.4%	91.46	10.4%	136.55	8.5%	153.93	10.8%
今世缘	115.46	14.3%	50.99	9.2%	67.03	4.6%	66.98	10.4%
迎驾贡酒	73.44	8.5%	20.47	-12.3%	38.78	-8.6%	39.31	-7.5%
口子窖	60.15	0.9%	18.10	2.4%	34.63	5.5%	33.79	3.1%
老白干酒	53.58	1.9%	11.68	3.4%	24.38	-4.1%	25.65	-10.9%
金徽酒	30.21	18.6%	11.08	3.0%	18.01	12.3%	19.08	5.8%
伊力特	22.03	-1.3%	7.96	-4.3%	13.45	-5.3%	13.61	-7.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：分价位带白酒营业总收入同比增速情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：红线为该价位带平均

销售收现&合同负债：
头部酒企重视回款质量、现金占比提升，合同负债旺季正常消化



24Q4+25Q1经营性现金流量承压明显，剔除茅台五粮液后板块同比+0.5%，其中销售收现同比-0.4%。茅台仍有较强的回款能力，营销市场化改革后经销商打款积极性提升；五粮液、老窖收款中现金比例提升，使用票据等工具减少；汾酒现金支出减少，反应管理精益化提升；区域酒中今世缘、口子窖表现较好，主因国缘、兼系列动销带动；舍得、酒鬼、洋河以去化库存为主，为渠道纾压。

合同负债在旺季消化环比正常下降，两季度合同负债增减情况相较于去年同期有所好转。茅台、五粮液、老窖、汾酒收款稳健，根据市场供需情况精准化调整发货节奏；古井适当增加票据等资金政策支持降低经销商压力；洋河、舍得经营留有余力，关注后续库存去化和经销商打款积极性。

表：2024&25Q1白酒上市公司经营性现金流、销售收现及合同负债情况

(亿元)	经营性现金流净额						销售收现						合同负债		
证券简称	2024A	yoy	25Q1	yoy	24Q4+25Q1	yoy	2024A	yoy	25Q1	yoy	24Q4+25Q1	yoy	截至25Q1	24Q4+25Q1增加	23Q4+24Q1增加
贵州茅台	924.64	38.8%	274.34	-4.1%	568.52	120.5%	1826.45	11.6%	561.44	21.4%	1091.04	10.5%	87.88	(11.4)	(18.7)
五粮液	339.40	-18.7%	129.12	2970.3%	199.94	0.6%	1018.69	-3.3%	382.34	75.6%	622.43	3.2%	101.66	30.9	11.0
泸州老窖	191.82	80.1%	38.66	-24.1%	100.25	68.3%	400.36	26.7%	98.67	-7.3%	216.35	48.3%	30.66	4.1	(4.3)
山西汾酒	121.72	68.5%	8.89	-0.2%	77.64	11.5%	366.09	21.5%	137.90	-2.9%	202.44	0.8%	58.18	3.4	4.2
舍得酒业	-7.08	-198.9%	-1.29	106.8%	-3.39	-239.3%	57.67	-21.7%	16.23	-15.3%	28.05	-26.3%	2.06	0.3	(0.9)
酒鬼酒	-3.61	-804.3%	0.56	上年为负	-0.77	-71.7%	14.60	-41.9%	2.31	-27.3%	6.10	-31.8%	1.79	(0.3)	(0.2)
洋河股份	46.29	-24.5%	(28.07)	-47.7%	37.06	-44.2%	308.14	-11.6%	98.05	-24.0%	163.87	-26.2%	70.24	20.6	3.0
古井贡酒	47.28	5.1%	15.56	-24.8%	12.29	-0.2%	232.11	11.6%	82.33	-1.6%	117.38	-0.6%	36.74	17.4	13.0
今世缘	28.67	2.4%	2.45	42.5%	20.64	13.4%	122.74	1.8%	46.77	25.4%	76.62	10.8%	5.38	(0.1)	(3.4)
迎驾贡酒	19.07	-13.2%	(0.36)	-20.0%	11.28	-36.2%	78.34	2.7%	22.10	-4.7%	43.03	-9.8%	4.57	0.5	0.1
口子窖	14.59	60.2%	1.08	上年为负	8.55	119.2%	64.46	11.3%	11.95	-14.8%	34.18	9.6%	2.70	(0.8)	(0.1)
老白干酒	5.35	-32.6%	(1.87)	-56.6%	0.71	-81.1%	58.61	0.8%	16.83	-15.3%	28.02	-10.5%	18.77	1.3	3.4
伊力特	0.87	-71.0%	-1.74	-137.1%	0.04	-98.3%	22.54	-2.2%	5.87	-24.4%	13.17	-12.6%	0.61	0.2	0.5
金种子酒	-3.04	-440.3%	-0.86	上年为负	-1.20	-8.2%	8.62	-33.8%	2.47	-43.7%	2.94	-35.4%	1.50	0.5	0.1
金徽酒	5.58	23.9%	0.03	-21.6%	4.78	-12.8%	34.19	16.5%	11.80	-4.7%	21.13	7.2%	5.83	1.1	2.0

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：上文分析仅包含表格里的公司

毛利率&销售费用率：
25Q1毛销差体现产品结构压力，部分酒企销售费用率高位回落



2024年/25Q1板块整体毛销差同比+0.41/-0.17pcts，缩量竞争下酒企以份额为先，整体产品结构有所下降，费用投放保持积极。

- 2024年个股毛销差提升主要来自结构上行和费用规模效应，五粮液毛利率同比+1.26pcts主因成本端改善，汾酒在产品结构升级下毛销差0.62pcts，老窖数字化驱动费效比提升、毛销差+1.04pcts，古井/迎驾/老白干受益于基地市场品牌势能，毛销差+1.46/+2.16+2.27pcts。
- 25Q1实现毛销差提升的公司基本来自于投入费用的改善，增投费用的边际效用减弱。高端酒结构沉降拖累毛利率，五粮液营销改革费效比提升、毛销差+0.33pcts，茅台/老窖分别-1.09/-2.22pcts。汾酒腰部产品持续发力、但增加渠道费用兑付，毛销差略-0.42pcts。区域酒中今世缘/迎驾/老白干/金徽酒录得毛销差提升，受益于部分单品自点率较好、无需过度增投费用（部分体现在毛利率），反而更加重视价盘和渠道价值链稳定，延长产品生命周期。次高端酒鬼酒在销售费用高基数下毛销差边际改善。

表：2024&25Q1白酒上市公司毛利率、销售费用率及毛销差情况

证券简称	2024A						25Q1					
	毛利率	yoy	销售费用率	yoy	毛销差	yoy	毛利率	yoy	销售费用率	yoy	毛销差	yoy
贵州茅台	90.22%	0pcts	3.24%	0.15pcts	86.98%	-0.15pcts	91.97%	-0.64pcts	2.91%	0.45pcts	89.07%	-1.09pcts
五粮液	77.05%	1.26pcts	11.99%	2.63pcts	65.06%	-1.37pcts	77.74%	-0.68pcts	6.52%	-1.02pcts	71.22%	0.33pcts
泸州老窖	87.54%	-0.76pcts	11.34%	-1.8pcts	76.19%	1.04pcts	86.51%	-1.86pcts	8.20%	0.36pcts	78.31%	-2.22pcts
山西汾酒	76.20%	0.9pcts	10.35%	0.27pcts	65.85%	0.62pcts	78.80%	1.34pcts	9.23%	1.76pcts	69.57%	-0.42pcts
洋河股份	73.16%	-2.09pcts	19.10%	2.84pcts	54.05%	-4.93pcts	75.59%	-0.44pcts	12.38%	3.86pcts	63.21%	-4.3pcts
舍得酒业	65.52%	-8.98pcts	25.06%	5.61pcts	40.45%	-14.6pcts	69.36%	-4.79pcts	19.36%	3.03pcts	50.01%	-7.83pcts
酒鬼酒	71.37%	-6.98pcts	23.82%	10.72pcts	47.54%	-17.7pcts	70.71%	-0.37pcts	27.74%	-6.2pcts	42.97%	5.83pcts
古井贡酒	79.90%	0.84pcts	26.22%	-0.63pcts	53.69%	1.46pcts	79.68%	-0.67pcts	26.60%	-0.57pcts	53.08%	-0.09pcts
今世缘	74.74%	-3.59pcts	18.54%	-2.23pcts	56.20%	-1.36pcts	73.63%	-0.6pcts	13.29%	-0.87pcts	60.34%	0.27pcts
迎驾贡酒	73.94%	2.57pcts	9.06%	0.41pcts	64.88%	2.16pcts	76.49%	1.4pcts	7.72%	0.99pcts	68.77%	0.4pcts
口子窖	74.59%	-0.6pcts	15.28%	1.4pcts	59.31%	-2.01pcts	76.21%	-0.28pcts	12.45%	0.39pcts	63.75%	-0.66pcts
老白干酒	65.95%	-1.21pcts	23.69%	-3.47pcts	42.26%	2.27pcts	68.58%	5.86pcts	27.51%	4.59pcts	41.07%	1.27pcts
伊力特	52.28%	4.06pcts	11.92%	2.51pcts	40.37%	1.54pcts	48.77%	-3.12pcts	5.21%	-1.42pcts	43.56%	-1.7pcts
金种子酒	34.94%	-5.38pcts	31.84%	15.88pcts	3.10%	-21.26pcts	41.70%	-2.83pcts	29.22%	12.07pcts	12.48%	-14.9pcts
金徽酒	60.92%	-1.51pcts	19.73%	-1.29pcts	41.20%	-0.22pcts	66.81%	1.41pcts	16.81%	-1.18pcts	50.00%	2.59pcts

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：考虑到市场费用或以货折抵减收入、或增加销售费用，采用毛销差进行分析，上文分析仅包含表格里的公司

净利润&净利率： 净利率提升速度放缓，茅台占行业利润比例进一步提升

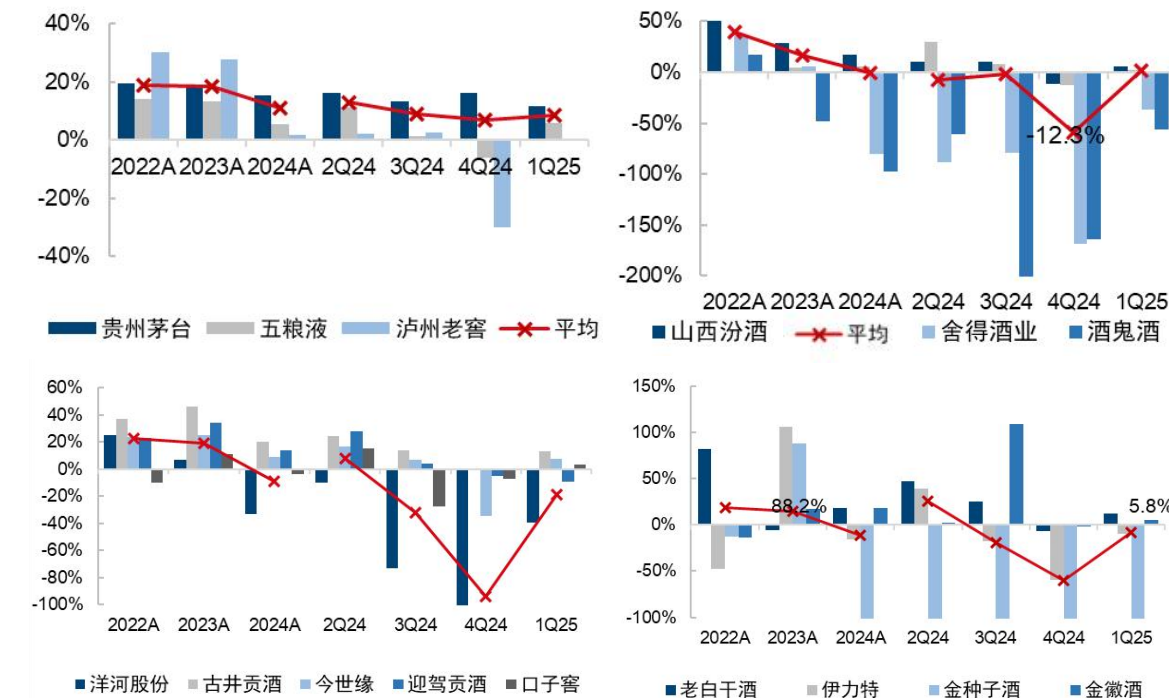
2024年酒企净利润增速跟随收入端放缓，25Q1看SW白酒II归母净利润同比增速为2015年复苏以来Q1最低水平，结合24Q4&25Q1仅茅台、古井、金徽、汾酒、五粮液实现净利润正增。剔除茅台后，板块两季度收入同比-4.4%，净利润同比-11.8%。茅台展现较强韧性，净利润增速略有超预期主因税金及附加率、管理费用率下降驱动；汾酒主要由产品结构升级贡献利润率提升；古井渠道管控精益化能力仍能熨平业绩波动。舍得、酒鬼、洋河净利润调整幅度更大，收入下滑背景下费用支出刚性所致。

表：2024&25Q1白酒上市公司归母净利润情况

证券简称	2024A		25Q1		24Q4+25Q1	
	归母净利润 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy
贵州茅台	862.28	15.4%	268.47	11.6%	522.48	13.8%
五粮液	318.53	5.4%	148.60	5.8%	217.83	1.7%
泸州老窖	134.73	1.7%	45.93	0.4%	64.73	-10.8%
山西汾酒	122.43	17.3%	66.48	6.2%	75.40	3.7%
舍得酒业	3.46	-80.5%	3.46	-37.1%	0.23	-97.8%
酒鬼酒	0.12	-97.7%	0.32	-56.8%	-0.12	-108.6%
洋河股份	66.73	-33.4%	36.37	-39.9%	17.32	-70.5%
古井贡酒	55.17	20.2%	23.30	12.8%	31.01	9.1%
今世缘	34.12	8.8%	16.44	7.3%	19.70	-3.1%
迎驾贡酒	25.89	13.4%	8.29	-9.5%	14.12	-8.7%
口子窖	16.55	-3.8%	6.10	3.6%	9.55	-0.7%
老白干酒	7.87	18.2%	1.52	11.9%	3.83	-0.2%
金徽酒	3.88	18.0%	2.34	5.8%	2.89	4.2%
伊力特	2.86	-15.9%	1.44	-9.3%	1.89	-30.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：分价位带白酒归母净利润同比增速情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：红线为该价位带平均

分红率：
2024年多数酒企分红率提升，板块股息率3.6%，头部公司股东回报积极



多数酒企2024年现金分红率提升，头部酒企股东回报积极。2024年除茅台、口子窖以外，上市白酒公司现金分红率相较过去几年提升，下表15家公司总计分红水平**71%**：高端龙头稳中有进，此前成长型标的汾酒/古井/今世缘/金徽酒分红率分别提升9.3/5.7/5.1/4.0pcts至60%/58%/44%/64%，洋河/酒鬼酒净利润下滑幅度较大，2024年分红率超过100%。2024年头部酒企披露现金分红规划，茅台2024-2026年分红率不低于75%，五粮液2024-2026年分红率不低于70%且分红总额不低于200亿元，老窖2024-2026年分红率不低于65%/70%/75%。

当前板块整体股息率较高，支撑估值，其中洋河2024年股息率6.8%，五粮液/老窖分别4.5%/4.8%，茅台也达到3.3%，优质资产属性凸显。

表：白酒上市公司现金分红率及指引情况

公司A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024	股息率（24）	分红率指引
贵州茅台	51.0%	51.9%	51.9%	51.9%	51.9%	95.8%	84.0%	75.0%	3.3%	2024-2026年分红率不低于75%
五粮液	52.2%	49.3%	49.1%	50.2%	50.2%	55.0%	60.0%	70.0%	4.5%	2024-2026年分红率不低于70%且不低于200亿元
泸州老窖	71.6%	65.1%	50.2%	50.0%	60.0%	60.0%	60.0%	65.0%	4.8%	2024-2026年分红率不低于65%/70%/75%
山西汾酒	55.0%	44.6%	40.5%	5.7%	41.3%	50.0%	51.1%	60.4%	3.0%	
舍得酒业	10.1%	10.1%	0.0%	25.8%	21.3%	29.7%	40.2%	40.9%	0.7%	
酒鬼酒	27.7%	21.9%	21.7%	46.3%	47.3%	40.3%	59.3%	1560.5%	1.4%	
洋河股份	58.0%	59.4%	61.0%	60.0%	60.2%	60.1%	70.1%	104.9%	6.8%	2024-2026年分红率不低于70%且不低于70亿元
古井贡酒	43.8%	44.6%	36.0%	40.7%	50.6%	50.5%	51.8%	57.5%	3.6%	
今世缘	35.0%	36.0%	35.3%	36.0%	36.3%	36.4%	39.8%	43.9%	2.5%	
迎驾贡酒	84.0%	71.9%	60.2%	58.7%	52.1%	51.6%	45.5%	46.3%	3.4%	
口子窖	40.4%	58.7%	52.3%	56.1%	51.8%	58.1%	52.2%	47.0%	3.6%	
老白干酒	58.2%	39.4%	33.3%	43.1%	35.3%	38.8%	61.8%	63.9%	3.2%	
伊力特	31.2%	35.7%	42.6%	55.9%	61.9%	117.0%	54.2%	74.5%	3.1%	
金徽酒	34.5%	34.1%	34.9%	36.7%	34.4%	54.3%	60.0%	64.0%	2.5%	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：股息率采用2025/4/30股价，茅台22-23年有特别分红

透过报表观察变化1)：
2025年增长目标制定理性稳健，调整期积极改革，短期增速或维持低位



2024年仅茅台、金徽酒（收入目标30亿元/实际完成30.2亿元）达成年初目标。2025年多数酒企经营目标以稳健为主，注重发展质量。多数酒企主动调整，进行顶层设计重塑、营销组织改革、渠道模式变革等举措；头部优秀酒企战略眼光长远，夯实长期发展基础，今明两年增长可能维持在较低速率。

表：主要公司报表目标与当年实际完成情况

公司	目标	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
贵州茅台	报表目标		20%	3%	1%	4%	15%	15%	14%	10%	11%	15%左右	15%左右	15%左右	9%
	实际完成		17%	2%	3%	19%	50%	26%	16%	10%	12%	17%	18%	16%	预计10%~
	完成情况		x	x	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	
五粮液	报表目标	20%	15%	正增长	业绩平稳	10%	10%	26%	25%	10%	10%	10%左右	10%左右	10%左右	预计5%左右
	实际完成	34%	-9%	-15%	3%	13%	23%	33%	25%	14%	16%	12%	13%	7%	
	完成情况	√	x	x	√	√	√	√	√	√	√	√	√	x	
泸州老窖	报表目标	32%	21%	12%	45%	16%	22%	25%	20%		15%	15%	15%	15%	稳中求进
	实际完成	37%	-10%	-49%	29%	20%	25%	26%	21%	5%	24%	22%	20%	3%	
	完成情况	√	x	x	x	√	√	√	√	x	√	√	√	x	
山西汾酒	报表目标		25%	平稳增长	平稳增长	10%	30%	40%	20%	20%	30%	25%	20%	20%	保持稳健增长
	实际完成		-6%	-36%	5%	7%	37%	47%	27%	18%	43%	31%	22%	13%	
	完成情况		x	x	√	x	√	√	√	x	√	√	√	x	
洋河股份	报表目标	30%	10%	基本持平	5%	10%	10%	20%	12%	0%	10%	15%	15%	5-10%	/
	实际完成	36%	-13%	-2%	9%	7%	16%	21%	-4%	-9%	20%	19%	10%	-13%	
	完成情况	√	x	x	√	x	√	√	x	x	√	√	x	x	
舍得酒业	报表目标	18亿	22亿	17亿	18亿	73%	51%							正增长	股权激励目标
	实际完成	19.59	14.19	14.45	11.56	25%	12%	35%	20%	2%	84%	22%	17%	-24%	净利润+164%
	完成情况	√	x	x	x	x	x	x			√	x	x	x	
古井贡酒	报表目标				增长			14%	18%	11%	17%	15%	22%	21%	保持稳健增长
	实际完成				13%	15%	16%	25%	20%	-1%	29%	24%	21%	16%	
	完成情况				√			√	√	x	√	√	√	x	
今世缘	报表目标				26亿	11%	15%	19%	30%	10%	15%	17%	100亿元	122亿元	5-12%
	实际完成				24.25	5%	16%	27%	37%	5%	25%	23%	28%	14%，115e	
	完成情况				x	x	√	√	√	x	√	√	√	x	

资料来源：公司公告、酒业家，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

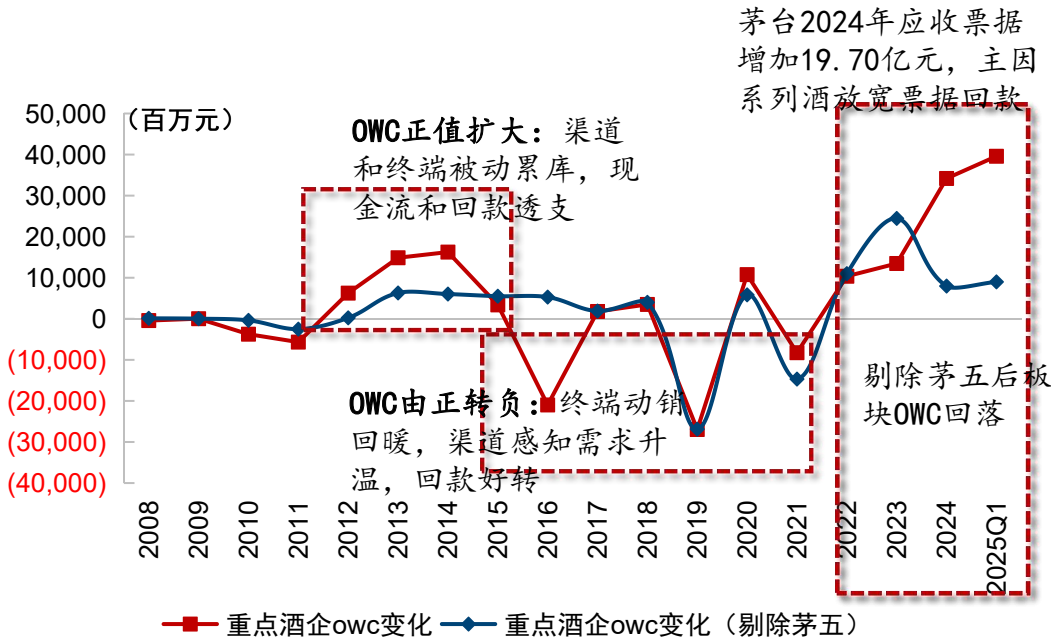
透过报表观察变化3)：渠道资金压力延续，酒企在维护厂商关系的同时，费投倾斜向C端和品牌



营运资本变动看，2024及25Q1中OWC变动值仍为正，反应渠道资金压力延续，酒企合同负债端仍有压力，应收票据垫厚也反应酒企对现金的占有能力减弱。2024年茅台应收票据增加19.7亿元/25Q1继续增加1.4亿元，主因系列酒公司放宽票据打款政策。剔除茅五影响后，板块OWC变动值正值较前两年下降，一方面酒企更加注重回款质量，一方面也反映批发渠道包袱加速出清。

酒企注重费效比提升，销售费用投入分化。1) 头部酒企茅台/五粮液/汾酒适当让利渠道，维护厂商关系，同时更加注重品牌形象建设和消费者培育；2) 徽酒在需求承压背景下增加渠道投入；3) 老窖费用倾斜于数字化工程和消费者培育，费效比进一步提升；4) 今世缘等在主品渠道投入上相对理性克制，聚焦队伍建设。伴随传统批发渠道蓄水能力逐步弱化，后续酒企或将更加倾斜费投在品牌文化、消费者教育和组织效率提升上。

图：2024&25Q1主要上市公司OWC变动值继续提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：包含茅台、五粮液、老窖、汾酒、舍得、酒鬼、洋河、古井、今世缘、迎驾、口子、老白干、金徽酒等14家上市公司

图：2024年上市公司广宣及促销费情况

公司	2023A 亿元	2024A 亿元	yoy	占销售费用比例 同比变动	报表披露项目
贵州茅台	4180.53	5080.87	21.54%	0.17pcts	广告宣传费+市场推广及服务费
五粮液	4540.28	6760.33	48.90%	4.99pcts	促销费，增加较多系加大渠道/团队建设/消费者培育力度
泸州老窖	3093.71	2657.89	-14.09%	-2.72pcts	广告宣传费+促销费
山西汾酒	1967.52	2294.95	16.64%	0.42pcts	广告及业务宣传费
舍得酒业	605.17	571.93	-5.49%	-2.12pcts	广告宣传及市场开发费
酒鬼酒	693.48	435.69	-37.17%	-4.78pcts	广宣及市场服务费
洋河股份	3460.57	3648.74	5.44%	1.91pcts	广告促销费
古井贡酒	2089.07	2563.28	22.70%	3.04pcts	综合促销费
老白干酒	385.66	139.93	-63.72%	-15.98pcts	促销及渠道费
今世缘	778.42	706.74	-9.21%	-4.1pcts	综合促销费
迎驾贡酒	304.14	365.08	20.04%	2.55pcts	广告宣传费
口子窖	352.05	457.26	29.88%	7.2pcts	促销及业务费
金徽酒	267.28	297.39	11.26%	-0.02pcts	广告宣传费&业务推广费

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

透过报表观察变化2)：
24H2以来量、价压力进一步凸显，高端酒结构下行，区域酒升级放缓



2024年白酒行业缩量竞争进一步加剧，主要上市公司销量增速基本持平，吨价增速收敛。根据国家统计局、中国酒业协会数据，2024年规上白酒企业累计产量414.5万千升/同比-1.8%，销售收入7963.8亿元/同比+5.3%；吨价提升主要增长驱动力。我们对右侧14家白酒上市公司进行分析，2024年酒类营业收入同比+8.9%，其中销量同比+0.7%，吨价同比+8.1%（2023年相同口径销量同比+7.3%，吨价同比+9.0%）。

进一步对分价格带产品收入进行分析，行业退频降次的特点传导至头部公司，尤其高端酒企产品结构沉降：

- 贵州茅台2024年茅台酒/系列酒收入分别+15.3%/+19.7%，25Q1茅台酒/系列酒收入分别+9.7%/+18.3%。在普飞稳价诉求下，非标大单品增势减弱，其他规格飞天补充增量；1935、王子酒为主导的系列酒向次高端和大众价位抢夺份额。
- 五粮液2024年主品/系列酒收入分别+8.1%/+11.7%，其中主品内部以1618和39度贡献主要增量，25Q1整体产品延续。泸州老窖中高档/其他酒收入分别+2.8%/+7.2%，尤其在24H2推动头曲放量。

次高端中汾酒产品结构升级较好，青花系列边际降速，中腰部老白汾承接玻汾升级需求推动。区域酒前几年产品升级趋势放缓，结合动销反馈100-200元大众价位仍是主要放量价位。

表：部分上市酒企分价位带产品增速情况

证券简称	产品	分季度收入增速					分半年度收入增速	
		24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24H1	24H2
贵州茅台	茅台酒	17.75%	12.92%	16.32%	13.94%	9.70%	15.67%	14.93%
	系列酒	18.39%	42.52%	13.14%	5.07%	18.30%	30.51%	9.29%
五粮液	五粮液						11.45%	3.78%
	其他酒						17.77%	6.00%
泸州老窖	中高档酒类						17.12%	-10.68%
	其他酒类						6.86%	7.41%
山西汾酒	中高价酒类	24.9%	1.5%	6.7%	14.8%		17.38%	9.74%
	其他酒类	9.9%	58.3%	25.6%	-59.3%		27.36%	-14.72%
	汾酒					8.2%		
	其他酒类					-15.5%		
舍得酒业	中高档酒类	3.31%	-19.33%	-35.66%	-60.48%	-28.46%	-5.61%	-48.57%
	低档酒	0.85%	-47.34%	-14.96%	-26.44%	-12.59%	-25.18%	-21.17%
酒鬼酒	内参系列						-60.85%	-77.09%
	酒鬼系列						-30.11%	-69.60%
	湘泉系列						36.33%	-22.31%
洋河股份	中高档酒类						4.78%	-54.09%
	普通酒						5.16%	-9.28%
古井贡酒	年份原浆						23.12%	9.66%
	古井贡酒						11.47%	10.81%
	黄鹤楼及其他						26.58%	3.45%
今世缘	特A+类	22.39%	21.07%	11.70%	-3.73%	6.60%	21.91%	5.60%
	特A类	26.49%	25.30%	9.55%	-7.18%	17.37%	26.05%	1.69%
迎驾贡酒	中高档白酒	24.27%	24.95%	7.12%	1.66%	-8.57%	24.52%	4.15%
	普通白酒	11.90%	6.50%	-9.16%	-28.58%	-32.09%	9.31%	-19.22%
口子窖	高档白酒	10.57%	3.48%	-22.70%	9.37%	3.53%	7.34%	-6.88%
	中档白酒	-12.22%	4.01%	-55.30%	115.13%	-12.50%	-7.14%	-13.71%
	低档白酒	85.57%	16.62%	26.54%	10.36%	-9.00%	50.89%	15.90%
老干白酒	100元以上	35.23%	10.45%	9.95%	-34.61%	25.50%	19.66%	-4.60%
	100元以下	13.16%	12.70%	2.29%	3.08%	-15.65%	12.93%	316.08%
金徽酒	300元以上	86.48%	7.06%	42.06%	29.27%	28.14%	44.71%	37.03%
	100-300元	24.13%	2.65%	14.92%	17.19%	14.24%	14.97%	16.00%
	100元以下	-4.20%	13.32%	-24.33%	23.84%	-31.72%	1.77%	7.75%

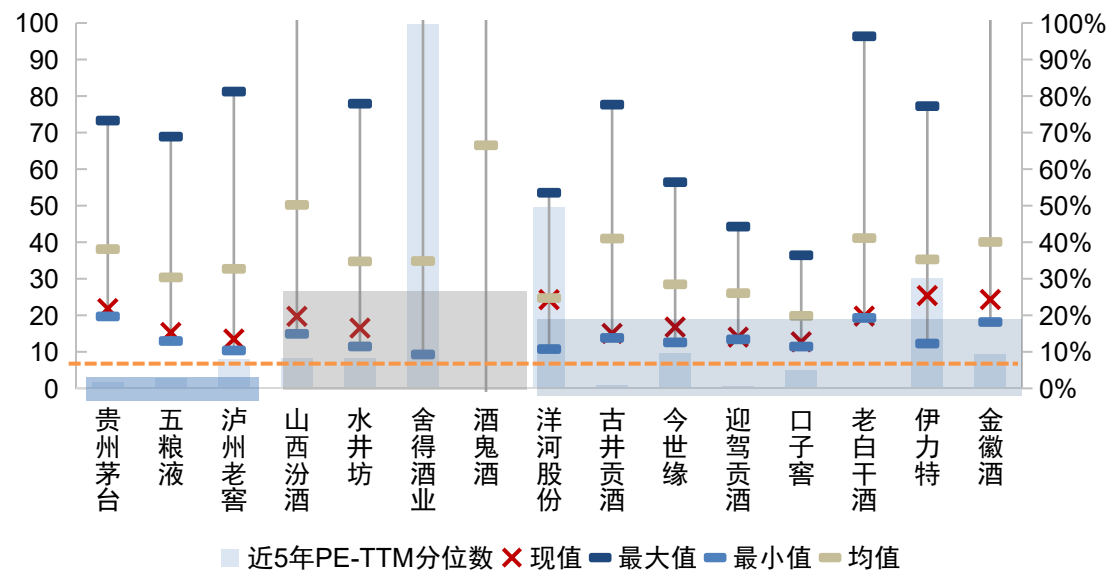
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

白酒行业观点与投资建议：基本面仍在磨底，估值支撑力加强

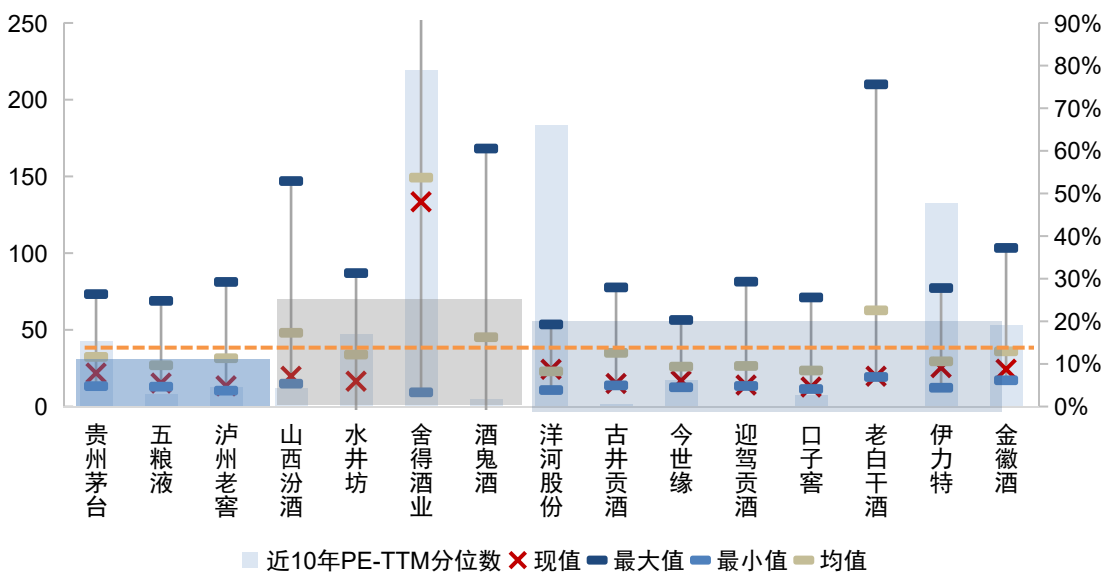


- 行业观点：基本面仍在磨底阶段，头部酒企集中度提升，板块估值先行、或可适当乐观。
- 基本面看，25Q1仅剩茅台、古井维持双位数收入增速，酒企主动或被动调整，降速共识进一步强化。1) 尊重市场需求环境，酒企2025年经营目标制定理性，经营以稳为主；2) 现金流承压，渠道资金压力延续，后续蓄水池能力仍然较弱。
- 格局看，行业缩量竞争加剧，收入及利润份额进一步向头部酒企集中。茅台2025年收入目标增长9%，对应157亿元收入增量，系列酒在营销体制市场化改革下动销较好，实现份额提升。五粮液、汾酒、老窖、古井等韧性强，规模支撑下具有更多资源实现消费者扩张和市场下沉。
- 估值端看，当前白酒板块整体PE(TTM)处于2020年来8.0%分位数，位于2015年来15.4%分位数。主流酒企2024年分红率水平提升，头部公司出台分红指引，当前板块2024年股息率3.6%，对估值起支撑作用。后续伴随增量政策预期升温，消费需求磨底修复，板块加速触底，估值端有望提前修复。

图：2020年来白酒公司PE(TTM)分位数



图：2015年来白酒公司PE(TTM)分位数



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2025/4/30

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2025/4/30

- **投资建议：**外部环境仍有不确定性，把握三条投资主线，优选1) 品牌韧性较强，年内增长路径清晰，积极培育消费者提升长期增长能力的贵州茅台、山西汾酒；2) 战略眼光长远，改革成效有望逐步显现、估值具有修复空间的五粮液、泸州老窖；3) 年内增长确定性强，仍能实现结构升级和份额提升，前期估值超跌的古井贡酒。
- **贵州茅台：**全年达成9%收入增长目标确定性较强。1) 茅台酒增量集中在多规格飞天、文创IP类产品，通过多元渠道协同触达消费者；2) 系列酒积极增投市场费用，聚焦大单品，王子酒预计增速超过30%。预计2025-2026年公司营业总收入1907.5/2070.7亿元，同比+9.5%/+8.6；预计归母净利润942.7/1027.7亿元，同比+9.3%/+9.0%；当前股价对应20.6/18.9倍2025/2026年PE，维持“优于大市”评级。
- **山西汾酒：**2025年目标收入保持稳健增长态势。我们认为公司从过去高速发展阶段进入高质量发展阶段，年内增长路径较为清晰：结构上行趋势明确，青花26及以上产品小基数小较快增长，腰部老白汾重点发力。预计2025-2026年公司收入400.2/437.9亿元，同比+11.1%/+9.4%；归母净利润136.4/153.3亿元，同比+11.4%/+12.4%；当前股价对应2025/2026年18.3/16.2倍P/E，维持“优于大市”评级。
- **泸州老窖：**公司进一步强化以开瓶为核心的考核体系，渠道库存去化至健康水位。数字化转型稳步推进，预计首先在提升内部管理效率体现，远期以消费者为中心的模型跑通后带来收入增量。预计2025-2026年公司收入317.4/334.0亿元，同比+1.7%/+5.2%；归母净利润135.5/141.6亿元，同比+0.5%/+4.5%；当前股价对应2025/2026年13.4/12.9倍P/E，维持“优于大市”评级。
- **古井贡酒：**2025年经营计划总收入稳健增长，基本盘优势稳固。公司省内品牌力和渠道护城河仍在，通过三通工程和酒店渠道合作推动各级市场结构升级，预计古8以上产品仍是增长主力。预计2025-2026年公司收入255.4/276.3亿元，同比+8.3%/+8.2%；归母净利润60.7/66.9亿元，同比+10.0%/+10.2%；当前股价对应2025/2026年14.3/13.0倍P/E，维持“优于大市”评级。

03

啤酒：2024年行业经历至暗时刻，2025年进入经营改善通道，一季度已现积极信号

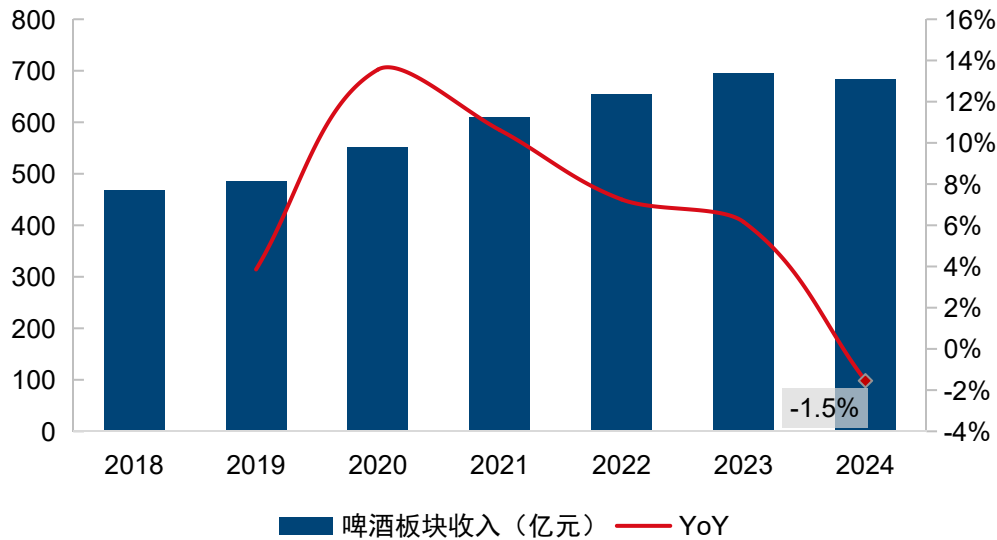
回顾2024年：收入端，需求遇冷致啤酒板块量价承压，珠江啤酒、燕京啤酒收入增速居前



国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 板块方面，2024年啤酒板块营业收入684.6亿元，同比-1.5%，主要啤酒龙头全年量价表现弱势，主因2024年9月24日之前，啤酒行业经历两次明显的消费需求冷却（春节后、7-8月）、旺季不利天气，以及厂家及渠道端主动去库存。据国家统计局数据，2024年规模以上啤酒企业产量同比-0.6%，其中1-10月累计啤酒产量同比降幅达1.8%。
- 个股方面，2024年前四大啤酒企业百威亚太/华润啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒收入同比下滑，珠江啤酒/燕京啤酒收入同比+6.6%/+3.2%，主要得益于两家公司的核心大单品97纯生/燕京U8延续高成长性。从共性上来看，97纯生、燕京U8均属于8-10元价格带，为当前需求韧性最强的价格带，此外两大产品均处于渠道扩张时期。

图：啤酒板块年度收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：2024年度主要啤酒企业收入、啤酒量价及对应同比增速

公司	营业收入 (亿元)	YoY	啤酒销量 (万千升)	YoY	啤酒吨价 (元/千升)	YoY
青岛啤酒	321.4	-5.3%	753.8	-5.9%	4,189.3	0.4%
重庆啤酒	146.4	-1.1%	297.5	-0.8%	4,763.1	-1.1%
燕京啤酒	146.7	3.2%	400.4	1.6%	3,304.0	-0.6%
珠江啤酒	57.3	6.6%	144.0	2.6%	3,828.5	4.3%
百威亚太	449.0	-8.9%	848.1	-8.8%	5,294.0	2.0%
其中：中国区	-	-13.0%	-	-11.8%	-	-1.4%
华润啤酒	386.4	-0.8%	1,087.4	-2.5%	3,355.3	1.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

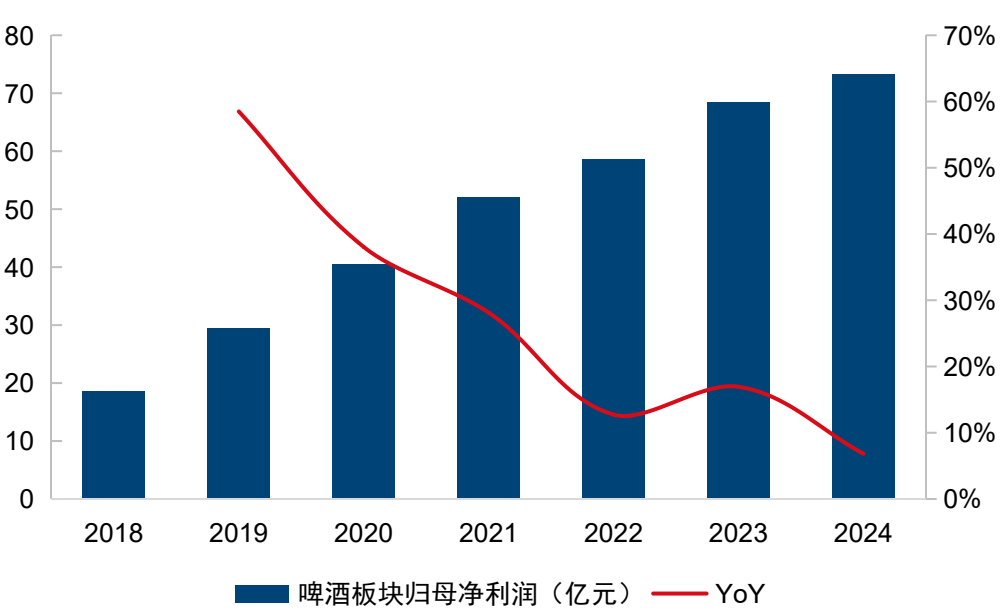
回顾2024年：利润端，成本红利助力板块归母净利同比增长，燕京啤酒、珠江啤酒业绩成长性突出



国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 板块方面，2024年啤酒板块归母净利润73.2亿元，同比+6.8%，归母净利率同比+0.8pcts，主要受益于成本红利帮助板块毛利率同比提升，板块毛利率同比+1.6pcts，销售/管理/研发/财务费用率均同比变化不大，四项费用率合并同比-0.1pcts，而政府补助等其他收益净额同比减少，削弱了成本红利对净利率的正向作用。
- 个股方面，2024年燕京啤酒/珠江啤酒归母净利同比+63.7%/+30.0%，领跑啤酒板块，主因成本下行、大单品延续放量带动产品结构优化、且内部降本增效措施取得成效并释放效益。

图：啤酒板块年度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：2024年主要啤酒公司利润端核心指标

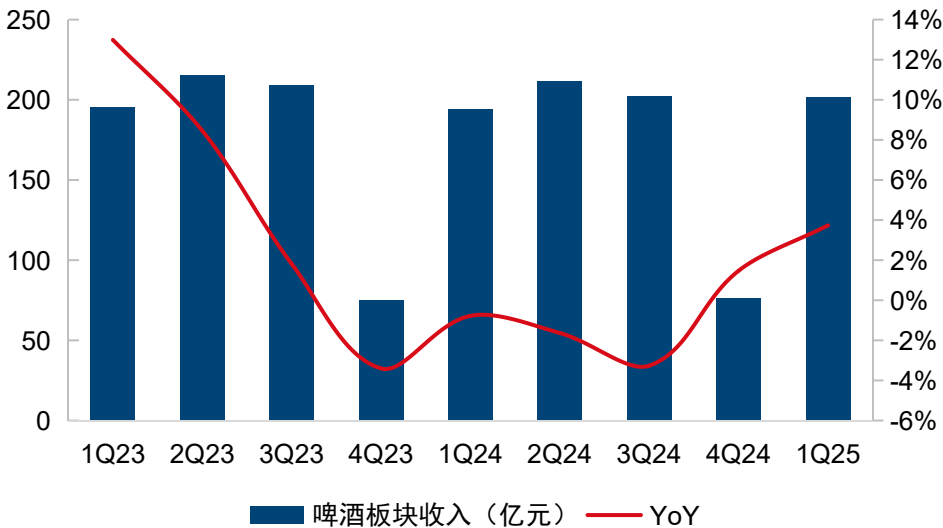
公司	归母净利润 (亿元)	yoy	毛利率	yoy	归母净利率	yoy
青岛啤酒	43.45	1.8%	40.2%	1.6pcts	13.5%	0.9pcts
重庆啤酒	11.15	-16.6%	48.6%	-0.6pcts	7.6%	-1.4pcts
燕京啤酒	10.56	63.7%	40.7%	3.1pcts	7.2%	2.7pcts
珠江啤酒	8.10	30.0%	46.3%	3.5pcts	14.1%	2.5pcts
百威亚太	52.19	-14.8%	50.4%	0.0pcts	11.6%	-0.8pcts
华润啤酒	47.39	-8.0%	42.6%	1.3pcts	12.3%	-1.0pcts

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

回顾25Q1：收入端，啤酒龙头低库存开局，销量恢复正增、吨价仍待修复

■ 收入端，25Q1啤酒板块收入201.5亿元，同比+3.7%，环比继续改善。25Q1绝大多数啤酒龙头销量恢复增长，主因餐饮需求企稳、啤酒龙头年初携历史低位的库存进入补库存阶段、龙头主动调整产品及渠道策略促进销量增长。虽然销量修复明显，但主要啤酒公司千升酒收入同比小幅下滑或持平，预计系货折力度有所增大。个股方面，燕京啤酒、珠江啤酒收入增速依然领先，主要系燕京U8、97纯生增势延续。其他啤酒龙头收入均录得正增长。

图：啤酒板块单季度收入增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：25Q1主要啤酒公司收入、啤酒量价及对应同比增速

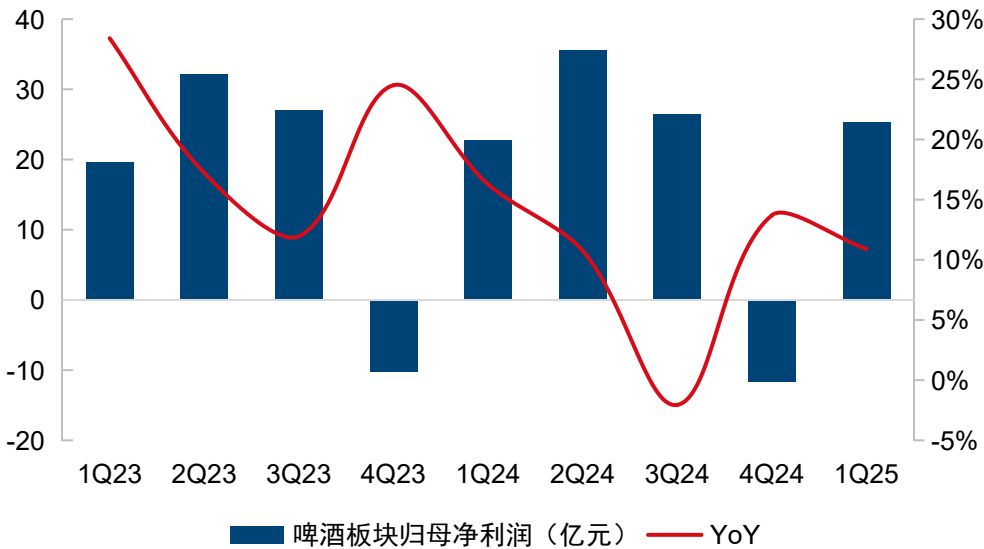
公司	营业收入 (亿元)	YoY	啤酒销量 (万千升)	YoY	啤酒吨价 (元/千升)	YoY
青岛啤酒	104.5	2.9%	226.1	3.5%	4,619.9	-0.6%
重庆啤酒	43.6	1.5%	88.4	1.9%	4,804.1	-0.3%
燕京啤酒	38.3	6.7%	99.5	6.5%	3,846.1	0.2%
珠江啤酒	12.3	10.7%	29.5	11.7%	4,164.2	-0.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

回顾25Q1：利润端，啤酒龙头盈利能力悉数改善，成本红利延续

■ 利润端，25Q1啤酒板块归母净利25.3亿元，同比+10.9%，增速环比提升。成本下行、销量恢复增长后规模效益放大是主要贡献，25Q1毛利率同比+2.0%，板块销售费用率同比+0.4pcts，但并非啤酒企业共性特征，主要啤酒企业中仅燕京啤酒25Q1销售费用增长，其他企业销售费用率同比下降。板块管理费用率、研发费用率同比持平，财务费用率同比+0.2pcts，主要系多数啤酒企业利息收入减少。最终板块归母净利率同比+1.0pcts。个股方面，燕京啤酒、珠江啤酒归母净利增速继续领衔，主因成本下行、大单品延续放量带动产品结构优化、且内部降本增效措施取得成效并释放效益。

图：啤酒板块单季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：25Q1主要啤酒公司利润端核心指标

公司	归母净利润 (亿元)	yoy	毛利率	yoy	归母净利率	yoy
青岛啤酒	17.10	7.1%	41.6%	1.2pcts	16.4%	0.6pcts
重庆啤酒	4.73	4.6%	48.4%	0.5pcts	10.9%	0.3pcts
燕京啤酒	1.65	61.1%	42.8%	5.6pcts	4.3%	1.5pcts
珠江啤酒	1.57	29.8%	45.0%	2.9pcts	12.8%	1.9pcts

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

展望2025年：啤酒行业走出至暗时刻，进入经营改善通道

- **对于啤酒行业而言，多数龙头较早出清库存风险、积极开拓新兴渠道。**2024年9月24日之前，啤酒行业经历两次明显的消费需求冷却（春节后、7-8月）、旺季不利天气，以及厂家及渠道端主动去库存，2024年第二季度至第三季度成为行业至暗时刻。2024年9月24日后，宏观政策提振居民信心且少数地区开始投放餐饮消费券，餐饮门店的闭店率逐渐稳定下来。龙头公司对于2025年的环境做了充分应对，一方面，**24H2绝大部分龙头公司已将库存降至低位、出清风险**，另一方面，**龙头公司普遍将经营重心向非现饮渠道倾斜，尤其是在即使零售渠道的布局深入，积极挖掘新渠道、新场景增量。**2025年一季报验证啤酒已经走出24Q2/24Q3低谷，进入改善通道。
- **销量方面，预计2025年多数啤酒龙头销量止跌回升。**目前啤酒行业处于补库存阶段，低库存开局为销量增长创造了空间。进入旺季后，天气情况正常或需求复苏均可帮助啤酒销量在去年低基数上实现良好表现（2024年旺季的极端天气助推形成啤酒销量低基数）。因此预计后续啤酒行业销量维持正增长的概率较大。
- **吨价方面，预计吨价延续缓慢提升态势。**考虑经济下行的疤痕效应仍存，居民消费力与消费意愿尚待修复，目前啤酒行业产品结构升级的动力需要时间来增强，预计2025年延续2023-2024年吨价提升缓慢趋势。预计中腰部8元附近（餐饮渠道价格8元附近，零售价格6元附近）的价格带具备较强的增长韧性，是啤酒行业结构升级的重要引擎之一，主因其产品品质有所保障，既能承接中低端价格带的消费升级，亦能承接高端价格带的降级。

投资观点：关注啤酒补库周期、旺季备货及动销情况，积极布局优质啤酒龙头



■ 行业即将开启旺季备货，建议重点关注终端动销、渠道信心变化。我们预计啤酒行业需求有内需提振政策的托底，且若后续在宏观政策推动下，餐饮、夜场等啤酒现饮场景的需求修复，将带动啤酒行业销量、产品结构双线改善，啤酒龙头全年业绩预测有望得到上修。

因此建议积极布局啤酒板块，可沿以下两条主线：

- **顺周期风格**：预期先行修复，基本面等待持续验证。1) 配置估值低位的**华润啤酒**。华润啤酒在逆风环境下重视维护厂商关系，资源聚焦投入在核心单品上，同时积极布局有增量的渠道，如加强非现饮渠道的建设、与山姆/胖东来/歪马等超级B端深入合作，并补充适应健康化、小众化趋势的低卡、0.0度产品矩阵。2) 基本面或流动性环境边际好转带来估值中枢进一步上升的机会：A股标的的估值上限更高、博弈预期的空间更大，推荐**燕京啤酒、青岛啤酒**，关注**珠江啤酒**。潜在催化：5-6月天气、备货及动销情况良好，估值中枢有望阶段性抬升。
- **防御风格**：若宏观基本面继续走弱，市场转向防御风格，则关注高股息方向的**重庆啤酒**。

表：啤酒个股盈利预测（单位：百万元）

	2024A				2025E				2026E				总市值	PE-2025	股息率
	营业收入	YoY	归母净利	YoY	营业收入	YoY	归母净利	YoY	营业收入	YoY	归母净利	YoY	（百万元）		
青岛啤酒	32,138	-5.3%	4,345	1.8%	33,246	3.4%	4,766	9.7%	34,175	2.8%	5,122	7.5%	101,496	21.3	3.0%
华润啤酒	38,635	-0.8%	4,739	-8.0%	39,476	2.2%	5,196	9.6%	40,370	2.3%	5,544	6.7%	85,352	16.4	3.0%
重庆啤酒	14,645	-1.1%	1,115	-16.6%	14,920	1.9%	1,279	14.7%	15,335	2.8%	1,344	5.1%	27,959	21.9	4.2%
燕京啤酒	14,667	3.2%	1,056	63.7%	15,579	6.2%	1,443	36.7%	16,501	5.9%	1,692	17.3%	36,613	25.4	1.5%
珠江啤酒	5,731	6.6%	810	30.0%	6,127	6.9%	971	19.8%	6,506	6.2%	1,088	12.1%	23,417	24.1	1.6%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

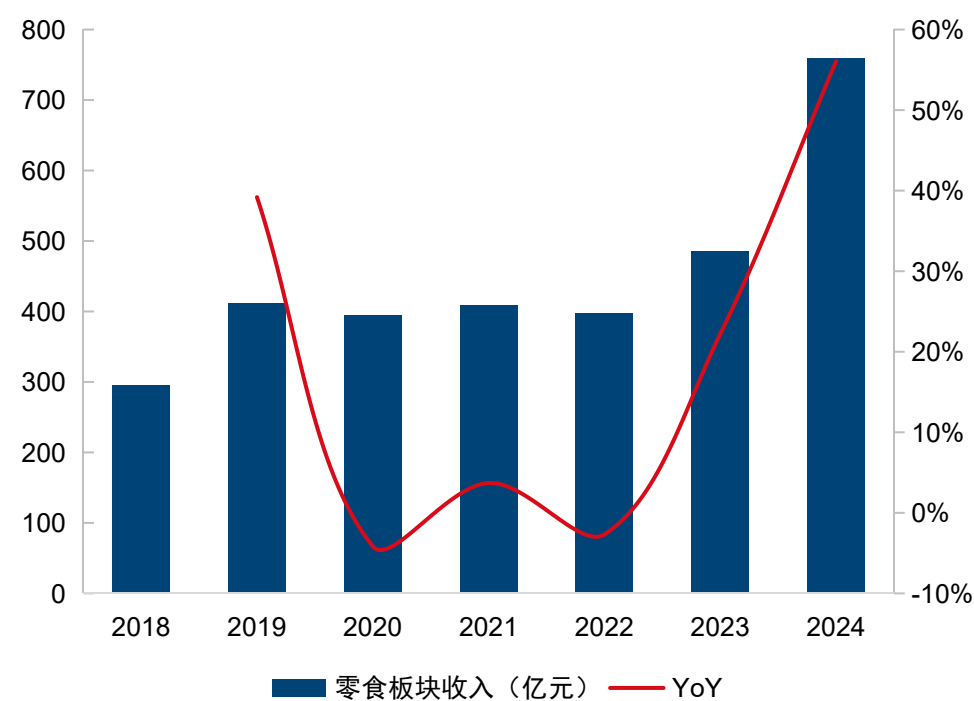
04

零食：个股业绩表现延续分化，新兴渠道、健康零食品类维持结构性景气

回顾2024年：收入端，个股表现分化，消费者青睐健康属性零食，特定产品通过导入新兴渠道实现放量

■ 2024年零食板块营业收入759.0亿，同比+56.1%，个股收入表现分化明显，万辰集团、三只松鼠收入增速领先，分别为247.9%/49.3%，好想你、良品铺子、来伊份收入同比下滑。各家公司产品及渠道选择不同是导致差异的主要原因。

图：零食板块年度收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：零食企业2024年度及2024年各季度收入增速

公司	2024A	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
洽洽食品	4.8%	36.4%	-20.2%	3.7%	2.0%
盐津铺子	28.9%	37.0%	23.4%	26.2%	30.0%
甘源食品	22.2%	49.8%	4.9%	15.6%	22.0%
劲仔食品	16.8%	23.6%	20.9%	12.9%	11.9%
好想你	-3.4%	19.1%	12.7%	-7.4%	-22.7%
有友食品	22.4%	18.0%	3.0%	28.0%	42.9%
黑芝麻	-7.9%	-25.7%	-15.2%	-11.9%	16.1%
三只松鼠	49.3%	91.8%	43.9%	24.0%	36.3%
万辰集团	247.9%	534.0%	318.3%	261.3%	166.7%
良品铺子	-11.0%	2.8%	-10.4%	-20.8%	-18.0%
来伊份	-15.3%	-12.5%	-18.5%	-18.1%	-13.1%
卫龙美味	28.6%	-	-	-	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

回顾2024年：收入端，个股表现分化，消费者青睐健康属性零食，特定产品通过导入新兴渠道实现放量



- 分品类看，健康属性零食受到更多消费者青睐。例如卫龙美味蔬菜制品收入同比+59.1%；盐津铺子魔芋制品收入同比+76.1%、蛋类零食收入同比+81.9%；西麦食品复合燕麦片/冷食燕麦片收入同比+28.8%/+24.1%。

表：2024年零食企业分品类收入增速及毛利率

证券简称	营业收入（百万元）			毛利率		
	2023A	2024A	同比增幅	2023A	2024A	同比增幅
卫龙美味	4872	6266	28.63%	47.68%	48.13%	0.45%
调味面制品	2549	2667	4.62%	45.89%	47.45%	1.56%
蔬菜制品	2119	3371	59.10%	51.26%	49.53%	-1.74%
豆制品及其他产品	204	229	12.16%	32.81%	35.56%	2.76%
盐津铺子	4115	5304	28.89%	33.54%	30.69%	-2.85%
辣卤零食	1482	1962	32.36%	35.66%	31.60%	-4.06%
——休闲魔芋制品	476	838	76.09%			
——肉禽制品	340	377	10.88%			
——休闲豆制品	323	362	12.06%			
——其他（含辣卤礼包等）	343	384	12.08%			
烘焙薯类	987	1158	17.31%	31.42%	29.38%	-2.04%
深海零食	619	675	9.10%	52.00%	53.18%	1.18%
蛋类零食	319	580	81.87%	20.37%	22.09%	1.72%
果干坚果	267	484	81.50%			
蒟蒻果冻布丁	217	301	39.10%			
洽洽食品	6806	7131	4.79%	26.85%	28.73%	1.88%
葵花子	4270	4382	2.60%	25.23%	29.68%	4.45%
坚果类	1753	1924	9.74%	31.56%	27%	-4.38%
其他产品	716	773	8.04%			
劲仔食品	2065	2412	16.79%	28.17%	30.47%	2.30%
鱼制品	1291	1533	18.76%	30.14%	32.08%	1.94%
禽类制品	452	509	12.67%	19.77%	21.03%	1.26%
豆制品	217	247	13.89%	27.80%	32.22%	4.42%
蔬菜制品	72	79	9.58%	30.57%	35.47%	4.90%

证券简称	营业收入（百万元）			毛利率		
	2023A	2024A	同比增幅	2023A	2024A	同比增幅
甘源食品	1848	2257	22.18%	36.24%	35.46%	-0.78%
综合果仁及豆果系列	504	705	39.80%	27.51%	27.84%	0.33%
青豌豆系列	465	524	12.56%	49.00%	45.89%	-3.11%
瓜子仁系列	273	302	10.48%	45.04%	44.69%	-0.35%
蚕豆系列	232	277	19.72%	44.08%	41.00%	-3.08%
其他系列	362	439	21.17%	19.97%	24.25%	4.28%
有友食品	960	1171	22.02%	29.29%	29.23%	-0.06%
泡凤爪类	722	785	8.63%	28.84%	31.62%	2.78%
皮晶类	88	93	6.29%	36.16%	39.44%	3.28%
素食类	95	93	-2.05%	28.81%	25.44%	-3.37%
鸡翅类	39	48	23.76%	21.96%	18.16%	-3.80%
其他泡卤风味肉制品	16	152	840.69%	32.56%	16.51%	-16.05%
三只松鼠	7115	10622	49.30%	23.33%	24.25%	0.92%
坚果	3812	5366	40.76%	23.06%	23.98%	0.92%
烘焙	1086	1501	38.26%	20.15%	21.22%	1.07%
肉制品	600	961	60.19%			
果干	350	582	66.49%			
综合	1090	2017	85.06%	29.29%	28.97%	-0.32%
小鹿蓝蓝	588	794	35.03%			
西麦食品	1578	1896	20.16%	44.62%	41.50%	-3.12%
纯燕麦片	644	706	9.58%	45.17%	42.02%	-3.15%
复合燕麦片	661	851	28.81%	49.16%	46.76%	-2.40%
冷食燕麦片	120	149	24.08%	47.45%	36.86%	-10.59%
其他	110	136	23.89%			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

回顾2024年：收入端，个股表现分化，消费者青睐健康属性零食，特定产品通过导入新兴渠道实现放量



■ 分渠道看，导入量贩零食、高端会员店、抖音、海外等新兴渠道帮助特定产品放量。例如有友食品其他泡卤风味肉制品（脱骨鸭掌为主）通过导入山姆系统实现收入同比+840.7%；甘源食品综合果仁及豆果系列通过导入量贩零食、海外渠道实现收入同比+39.8%；三只松鼠在抖音渠道收入同比+81.7%；万辰集团的量贩零食渠道业务收入同比+262.9%。

表：2024年零食企业分渠道收入增速及毛利率

证券简称	营业收入（百万元）			毛利率		
	2023A	2024A	同比增幅	2023A	2024A	同比增幅
卫龙美味	4872	6266	28.63%	47.68%	48.13%	0.45%
线下渠道	4361	5562	27.52%			
线上渠道	510	705	38.06%			
一线上经销	196	280	43.10%			
一线上直销	315	424	34.92%			
盐津铺子	4115	5304	28.89%	33.54%	30.69%	-2.85%
直营渠道	334	188	-43.72%	52.16%	46.51%	-5.65%
经销和其他渠道	2952	3956	34.01%	29.58%	29.18%	-0.40%
电商渠道	828	1159	39.95%	40.16%	33.28%	-6.88%

证券简称	营业收入（百万元）			毛利率		
	2023A	2024A	同比增幅	2023A	2024A	同比增幅
三只松鼠	7115	10622	49.30%	23.33%	24.25%	0.92%
线上销售	4951	7407	49.60%	24.47%	25.52%	1.05%
一抖音系	1204	2188	81.73%			
一天猫系	1738	1937	11.45%			
一京东系	1197	1340	11.95%			
线下销售	2163	3215	48.62%	20.71%	21.32%	0.61%
万辰集团	9294	32329	247.86%			
量贩零食	8759	31790	262.94%	9.52%	10.86%	1.34%
鸣鸣很忙	10295	39344	282.15%	7.50%	7.62%	0.12%
商品销售	10261	39151	281.56%			

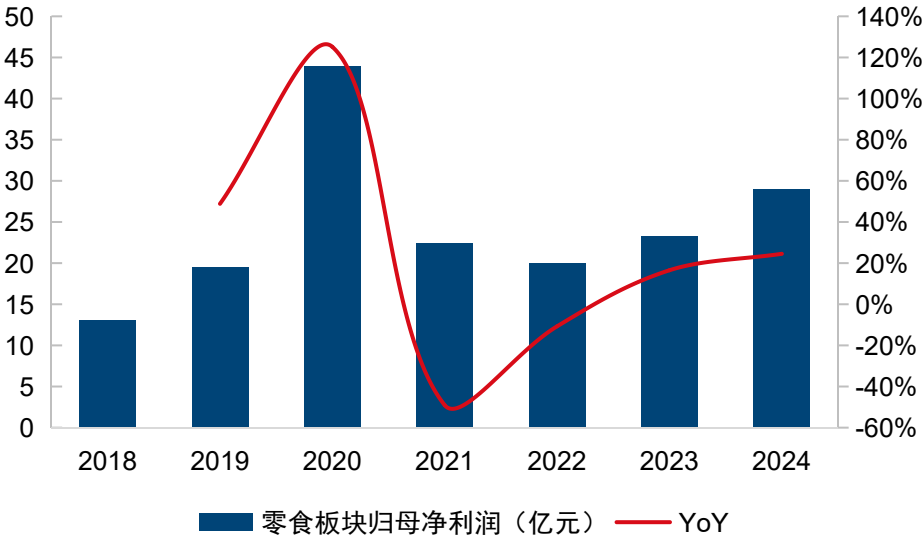
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

回顾2024年：利润端，板块利润增速环比继续上行，但个股表现分化明显



- 利润端，2024年零食板块归母净利润29.0亿元，同比+24.5%，利润增速环比上行。板块归母净利率3.8%，同比-1.0pcts，主要系万辰集团在零食板块的收入占比持续提升。板块盈利水平下降不具备个股代表性，实际上，个股盈利水平有涨有跌，变化原因具有较大差异。
- 从对个股的分析总结来看，对盈利能力有正向贡献的因素主要包括：1) 成本下行，例如劲仔食品毛利率同比+2.3pcts、洽洽食品毛利率同比+2.0pcts；2) 规模效益显著放大，例如万辰集团毛利率同比+1.5pcts、有友食品销售费用率/管理费用率分别同比-1.6/-0.8pcts。对盈利能力有负向影响的因素主要包括：1) 收入持续下滑、经营承压、规模效益减少，例如良品铺子、来伊份归母净利率分别同比-2.9/-3.7pcts；2) 产品结构变化——毛利率偏低的品种收入占比提高；3) 促销力度增大导致销售单价偏低或费用投入增多；4) 非经常性损失计提，例如卫龙美味2024年度计提一项基金投资亏损1.25亿元。

图：零食板块年度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：零食企业2024年度利润端主要财务指标

公司	归母净利润	yoy	毛利率yoy	销售费用率yoy	管理费用率yoy	归母净利率	yoy
洽洽食品	8.49	5.8%	2.0pcts	0.9pcts	0.1pcts	11.9%	0.1pcts
盐津铺子	6.40	26.5%	-2.9pcts	0.0pcts	-0.3pcts	12.1%	-0.2pcts
甘源食品	3.76	14.3%	-0.8pcts	1.2pcts	0.0pcts	16.7%	-1.1pcts
劲仔食品	2.91	39.0%	2.3pcts	1.2pcts	-0.3pcts	12.1%	1.9pcts
好想你	-0.72	-38.7%	-3.1pcts	-0.1pcts	-0.9pcts	-4.3%	-1.3pcts
有友食品	1.57	35.4%	-0.4pcts	-1.6pcts	-0.8pcts	13.3%	1.3pcts
黑芝麻	0.78	80.5%	0.3pcts	0.1pcts	-0.4pcts	3.2%	1.5pcts
三只松鼠	4.08	85.5%	0.9pcts	0.2pcts	-1.1pcts	3.8%	0.7pcts
万辰集团	2.94	454.0%	1.5pcts	-0.2pcts	-1.8pcts	0.9%	1.8pcts
良品铺子	-0.46	-125.6%	-1.6pcts	1.5pcts	-0.8pcts	-0.6%	-2.9pcts
来伊份	-0.75	-231.9%	-1.2pcts	0.4pcts	0.5pcts	-2.2%	-3.7pcts
卫龙美味	10.69	21.4%	0.5pcts	-0.2pcts	-1.6pcts	17.1%	-1.0pcts

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

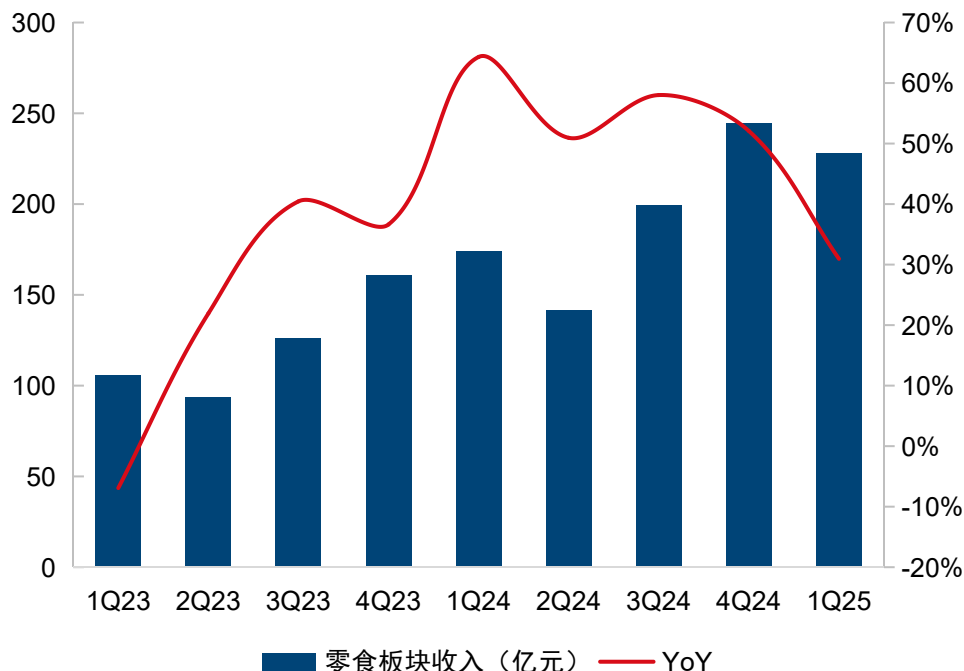
回顾25Q1：收入端，春节错期导致板块收入增速环比下降，万辰集团收入增速继续领先



国信证券
GUOSEN SECURITIES

■ 25Q1零食板块营业收入227.7亿，同比+31.0%，单季度收入增速环比下降，主要系受春节错期影响。合并24Q4与25Q1来看，零食板块收入同比+41.1%。个股收入延续分化表现，25Q1万辰集团、有友食品、盐津铺子收入增速领先，分别同比+124.0%/+39.2%/+25.7%，此外，未披露一季报的卫龙美味25Q1收入增速预计在25%以上，此类零食公司收入增速领先主因渠道（如量贩零食门店扩张、产品导入山姆会员店渠道）或品类（如魔芋制品）成长红利延续。洽洽食品、甘源食品等公司25Q1收入同比-10%以上主要系受到春节错期导致去年同期高基数的压力，若合并24Q4与25Q1看，收入降幅收窄（如洽洽食品）或收入正增长（如甘源食品）。

图：零食板块单季度收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：零食企业25Q1收入同比增速、24Q4与25Q1合并计算的收入同比增速

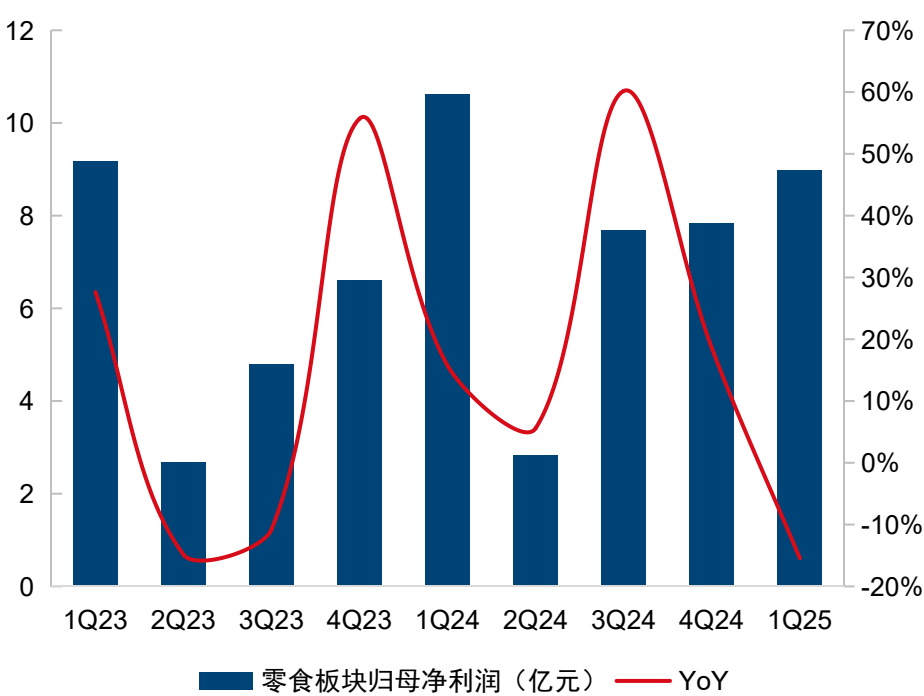
公司	23Q4	24Q1	24Q4	25Q1	24Q4+25Q1
洽洽食品	-6.9%	36.4%	2.0%	-13.8%	-4.9%
盐津铺子	20.2%	37.0%	30.0%	25.7%	27.7%
甘源食品	10.9%	49.8%	22.0%	-14.0%	3.2%
劲仔食品	26.5%	23.6%	11.9%	10.3%	11.1%
好想你	49.8%	19.1%	-22.7%	-16.4%	-20.0%
有友食品	-27.6%	18.0%	42.9%	39.2%	40.8%
黑芝麻	-23.5%	-25.7%	16.1%	-3.7%	8.6%
三只松鼠	29.2%	91.8%	36.3%	2.1%	16.2%
万辰集团	2209.9%	534.0%	166.7%	124.0%	144.3%
良品铺子	-16.0%	2.8%	-18.0%	-29.3%	-24.2%
来伊份	-14.0%	-12.5%	-13.1%	-1.2%	-6.9%
卫龙美味	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

回顾25Q1：利润端，板块利润录得负增长，多数零食个股盈利能力弱化

■ 利润端，25Q1零食板块归母净利润9.0亿元，同比-15.4%，利润表现弱于2024年。25Q1板块归母净利率3.9%，同比-2.2pcts，一方面与万辰集团在零食板块的收入占比持续提升有关，另一方面与多数零食公司25Q1盈利水平下降有关。盈利水平下降的主要因素包括：1）原材料成本上行，例如洽洽食品（葵花籽）、甘源食品（棕榈油）；2）促销力度增大导致销售单价偏低或费用投入增多，例如洽洽食品、盐津铺子；3）渠道结构变化，例如有友食品；4）开展新业务、执行新经营策略导致前置性费用投放，例如甘源食品、盐津铺子。

图：零食板块单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：零食企业25Q1利润端主要财务指标

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

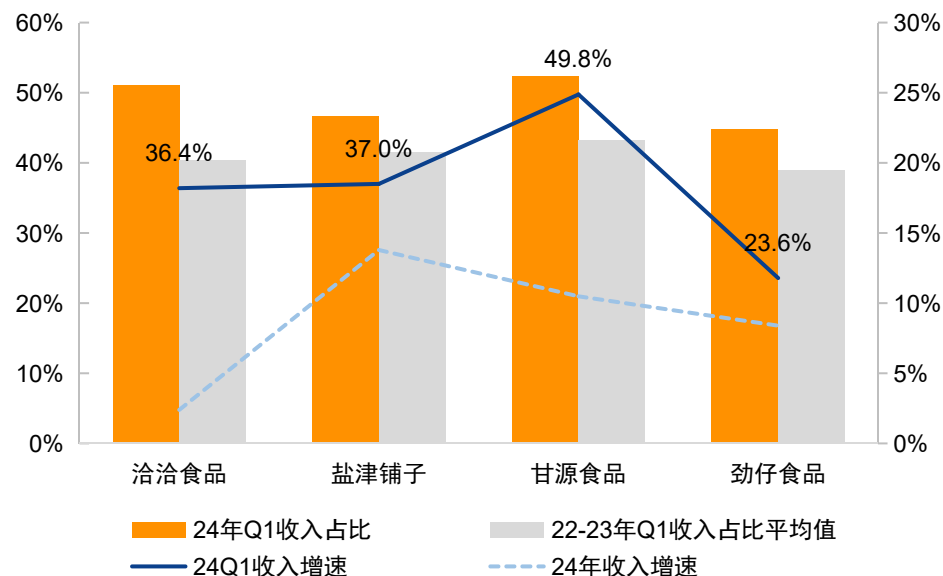
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

展望2025年：零食龙头通过挖掘渠道增量、优化货盘实现增长

■ **量贩零食单一渠道红利逐步减弱，各家零食公司持续调整优化产品及渠道策略以适应当前“性价比”消费趋势。**展望年内，随着量贩零食门店密度已达到较高水平、新开店的投资回报期逐步接近甚至超过24个月，预计2025年量贩零食单一渠道的扩张红利相较于2023年、2024年有所减弱。除量贩零食渠道外，线下零售网络中仍有更大比例的售点可供零食企业挖掘，例如高线城市针对中产及以上人群的高端会员超市、快速发展的折扣零售店、便利店、机场/车站/校园等特殊渠道。生产型零食企业的经营重点仍将是凭借自身制造优势，打造更加适配各类细分渠道要求的产品，其中品牌影响力较高的企业在接洽各类渠道的过程中具备相对较强的议价权，多元化渠道拓展的成功率更高。而本轮渠道变革的本质是“去品牌溢价化”、打造具备极致性价比的货盘，各零食企业全年业绩增长质量还需看其在渠道变局之下的战略调整情况。

■ **节奏上，25Q1零食板块面临高基数压力，预计全年呈现前低后高的增长节奏。**1月春节前后的出货表现是Q1业绩的最重要决定因素。因今年春节时间较晚，1月出货时间同比去年减少7-10天，且去年1月节前渠道备货积极性高造成高基数，故预计多数零食公司25Q1面临高基数压力。Q2后基数压力降低，因此预计多数零食公司全年呈现前低后高的增长节奏。

图：24Q1零食龙头增速高、单季度收入占比高，25Q1面临高基数压力



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

投资观点： 优选确定性强的alpha型个股， 重点关注魔芋零食品类红利的渗透



■ 消费政策对于零食消费需求的提振效果有限， 零食行业的投资机会仍来自于零食个股的业绩成长能力。考虑到当前消费习惯及渠道结构的变化对于零食厂商的供应链能力、多渠道渗透能力的要求提升， 预计零食个股仍将展现分化态势。个股选择建议：

- 1) 重点推荐成长能力突出的**卫龙美味、盐津铺子**。2025年卫龙美味乘魔芋品类红利之风， 持续提升铺市率及终端网点陈列面积， 以高性价比的9.9元盒装产品助力渠道渗透及消费者培育， 预计魔芋产品维持高增速。同时面制品也将受益于丰富规格、补充口味、终端精细化运营等动作。盐津铺子供应链能力处于行业领先地位， 大魔王同样具备较强的成长性， 全年量贩零食、电商、定量流通、BC散称等多渠道发力增长来实现收入增速20%+的目标。
- 2) 关注预期低位但可能有新产品、新渠道突破带来估值修复的机会， 关注甘源食品、洽洽食品。

表： 零食个股盈利预测（单位：百万元）

	2024A				2025E				2026E				总市值	PE-2025	股息率
	营业收入	YoY	归母净利	YoY	营业收入	YoY	归母净利	YoY	营业收入	YoY	归母净利	YoY	（百万元）		
洽洽食品	7,131	4.8%	849	5.8%	7,465	4.7%	685	-19.3%	7,796	4.4%	867	26.6%	11,726	17.1	5.6%
盐津铺子	5,304	28.9%	640	26.5%	6,675	25.9%	831	29.9%	8,142	22.0%	1,044	25.6%	24,499	29.5	1.8%
甘源食品	2,257	22.2%	376	14.3%	2,606	15.5%	399	5.9%	3,005	15.3%	464	16.3%	6,518	16.4	4.1%
卫龙美味	6,266	28.6%	1,069	21.4%	7,808	24.6%	1,394	30.4%	9,376	20.1%	1,706	22.4%	39,438	28.3	2.7%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

05

餐饮供应链：旺季平稳过渡，龙头表现优于行业

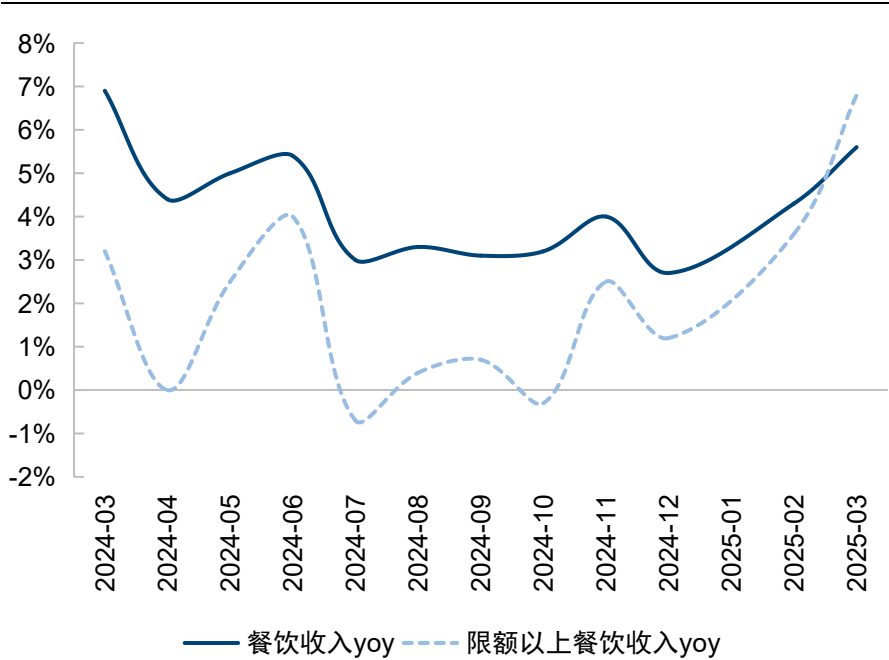
收入：旺季平稳过渡，龙头表现优于行业



收入：旺季需求平淡，龙头表现略优于行业。24Q4-25Q1属于餐饮供应链板块传统旺季，2024年调味品/速冻食品板块收入分别为928/414亿元，同比+3.0%/+0.5%，25Q1收入分别为248/101亿元，同比+1.6%/-1.5%。收入端表现较为平淡，主要源于餐饮行业环境依然受制于下游消费力。2024年10月-2025年3月餐饮行业收入平均增速约4.2%，其中限额以上餐饮收入复合增速约2.0%，餐饮下游需求在春节经历返乡、外出聚餐等场景高峰，其余时间均平稳过渡。

- 品类上看，基础调味品由于需求刚性，抗风险能力更强，整体增速较为稳健，但是由于消费力与理性消费趋势影响，也呈现出中低价位带表现更优的现象。复调和速冻食品旺季表现较弱，系B端渠道占比更大，受到下游餐饮闭店、需求疲弱的负面影响更为剧烈。C端部分品类复调与速冻食品表现尚佳，例如安井锁鲜装、颐海国际小龙虾调料等。

图：2024年以来餐饮行业收入除节令高峰外，增速较为疲软



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：餐饮供应链板块公司2024年和25Q1收入表现

证券简称	2024A		24Q4		25Q1	
	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy
海天味业	269.01	9.5%	65.02	10.0%	83.15	8.1%
恒顺醋业	21.96	4.2%	6.65	41.9%	6.26	36.0%
千禾味业	30.73	-4.2%	7.85	-10.3%	8.31	-7.1%
涪陵榨菜	23.87	-2.6%	4.25	-14.8%	7.13	-4.8%
安琪酵母	151.97	11.9%	42.85	9.0%	37.94	8.9%
天味食品	34.76	10.4%	11.12	21.6%	6.42	-24.8%
宝立食品	26.51	11.9%	7.21	18.2%	6.69	7.2%
日辰股份	4.05	12.6%	1.07	14.9%	1.01	10.5%
安井食品	151.27	7.7%	40.50	7.3%	36.00	-4.1%
千味央厨	18.68	-1.7%	5.04	-11.9%	4.70	1.5%
三全食品	66.32	-6.0%	15.07	-8.1%	22.18	-1.6%
立高食品	38.35	9.6%	11.18	22.0%	10.46	14.1%
巴比食品	16.71	2.5%	4.61	3.8%	3.70	4.5%
味知香	6.72	-15.9%	1.61	-10.4%	1.73	4.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

毛利：行业竞争延续，单价有所承压



原材料红利减弱但压力不大。2024年调味品/速冻食品毛利率30.1%/23.9%，同比+1.9/+0.0pcts，25Q1调味品/速冻食品毛利率33.4%/23.6%，同比+2.8/-1.8pcts。成本端来看，2024年底至2025年初原材料价格分化，大宗原料价格提升较多包括棕榈油、猪肉。虽然部分品类价格有所提升，2023年以来的成本红利有所减弱，但是由于大部分公司非单一原材料构成，对于毛利率端影响有限。

B、C端竞争延续激烈态势。B端、C端在行业需求疲软时均面临竞争压力，单价端下行较为明显。例如海天味业酱油吨价同比-2.5%，三全食品速冻米面系列产品单价同比-5.9%。由于价格竞争延续，单价同比下行对于收入端造成冲击。

图：2024年下半年以来原材料价格分化

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

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2024调味品毛利率有所改善，速冻食品毛利率主要受到价格端冲击

证券简称	2024A	24Q4	yoy	25Q1	yoy
海天味业	37.0%	37.7%	5.3pcts	40.0%	2.7pcts
恒顺醋业	34.7%	31.3%	-2.4pcts	35.5%	-5.9pcts
千禾味业	37.2%	40.1%	4.7pcts	38.9%	2.9pcts
涪陵榨菜	51.0%	43.4%	-7.3pcts	56.0%	3.8pcts
安琪酵母	23.5%	24.1%	1.1pcts	26.0%	1.3pcts
天味食品	39.8%	40.8%	0.5pcts	40.7%	-3.3pcts
宝立食品	32.8%	35.5%	4.6pcts	32.6%	0.6pcts
日辰股份	38.7%	39.3%	1.7pcts	39.2%	0.9pcts
安井食品	23.3%	25.1%	-1.2pcts	23.3%	-3.2pcts
千味央厨	23.7%	22.0%	-3.4pcts	24.4%	-1.0pcts
三全食品	24.2%	21.5%	-1.3pcts	25.3%	-1.3pcts
立高食品	31.5%	29.8%	1.6pcts	30.0%	-2.6pcts
巴比食品	26.7%	27.5%	0.5pcts	25.5%	-0.4pcts
味知香	25.0%	24.3%	-2.8pcts	22.9%	-2.1pcts

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

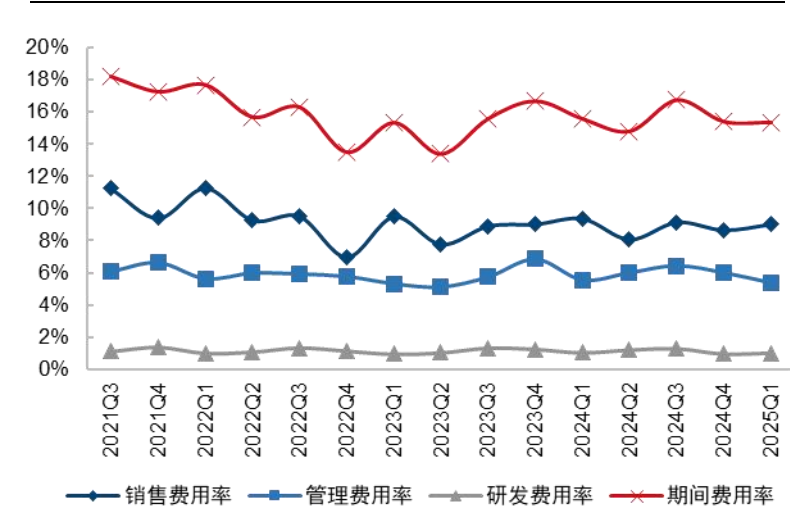
净利：市场推广费用有所增加，叠加股份支付，费率略有上行



利润率受到费率扰动。2024年调味品/速冻食品板块净利率14.9%/7.4%，同比-0.7/-0.3pcts, 25Q1调味品/速冻食品板块净利率14.9%/7.4%，同比-0.7/-0.8pcts，除了毛利率受到挤压，市场竞争激烈环境下费投增加、政府补助等其他收益减少亦有影响。

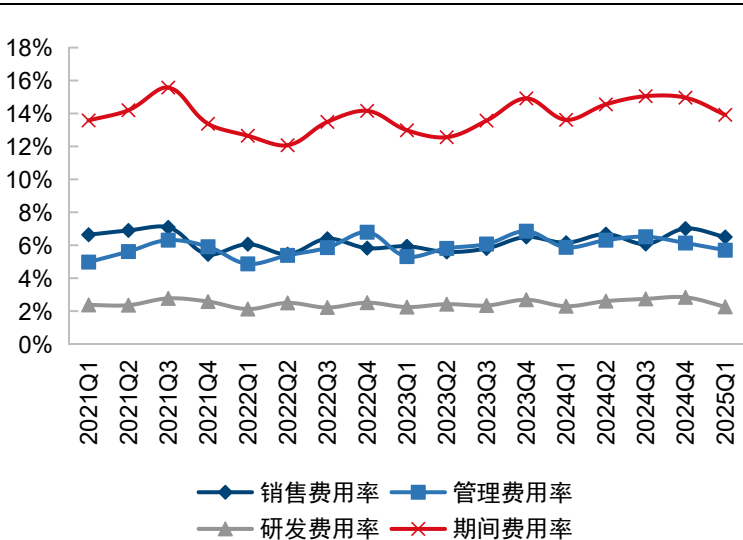
- **销售费用率**：由于调味品和速冻行业竞争均有加剧，餐饮供应链企业下游渠道市场费用投放有所增加，造成行业销售费用率提升。
- **管理费用率**：速冻食品行业前期募投资金建设工厂和产线，2024年有大量产能投入使用开始计提折旧摊销。此外，部分公司股权激励产生股份支付亦有影响，因此行业整体管理费用率也有所提升。
- **其他收益**：由于餐饮供应链板块公司体量不大，其他收益中政府收益减少对于规模较小的利润造成扰动。

图：速冻期间费用率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：调味品期间费用率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：餐饮供应链盈利能力变化

证券简称	2024A		24Q4		25Q1	
	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy
海天味业	60.69	12.5%	14.55	17.1%	21.47	15.4%
恒顺醋业	1.13	48.3%	0.08	114.2%	0.48	6.1%
千禾味业	5.03	-5.1%	1.56	8.6%	1.59	4.6%
涪陵榨菜	7.32	-3.1%	0.95	-37.6%	2.57	-0.6%
安琪酵母	11.70	5.8%	3.30	12.0%	3.37	14.4%
天味食品	5.66	40.0%	1.77	44.4%	0.51	-65.4%
宝立食品	2.15	-2.1%	0.56	47.1%	0.58	9.9%
日辰股份	0.55	5.6%	0.03	-78.7%	0.18	44.9%
安井食品	13.60	-0.5%	3.58	5.9%	3.43	-18.3%
千味央厨	0.83	-32.6%	0.01	-96.4%	0.21	-37.7%
三全食品	4.15	-35.8%	1.02	-36.9%	1.64	-16.9%
立高食品	2.54	108.2%	0.62	359.7%	0.86	27.3%
巴比食品	2.10	18.1%	0.63	14.0%	0.39	3.3%
味知香	0.82	-37.3%	0.16	-39.2%	0.16	-16.7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

行业加速并购整合，业务多元化布局。涪陵榨菜启动对四川味滋美51%股权的收购拓展川式复合调味料及预制菜领域；安井食品2025年3月以4.445亿元收购鼎味泰70%股权；天味食品通过控股线上新锐调味品品牌“加点滋味”63.84%股权；巴比食品于2025年3月完成对长三角早餐品牌“青露无双”（500+门店）90%股权并购。

货币资金充沛，积极分红回馈股东。2024年餐饮供应链板块分红总额约6.5亿元，相比2023年的4.9亿元有明显提升。食品饮料板块货币资金充沛，盈利能力水平较高且稳定，在2024年餐饮市场平淡的背景下餐饮供应链公司均积极回馈股东。

图：餐饮供应链板块公司货币资金（亿元）较为充沛

证券简称	2024A	2023A	yoy	25Q1	qoq
海天味业	221.1	216.9	2.0%	222.3	0.5%
恒顺醋业	6.0	5.8	3.4%	5.2	-13.3%
千禾味业	14.7	15.9	-8.0%	13.7	-6.4%
涪陵榨菜	32.7	36.8	-11.1%	32.0	-2.1%
安琪酵母	13.8	11.9	15.6%	13.5	-2.2%
天味食品	2.3	4.7	-49.9%	7.4	217.9%
宝立食品	5.9	4.9	19.7%	4.7	-20.5%
日辰股份	1.6	0.4	267.7%	1.4	-11.1%
安井食品	27.8	49.8	-44.1%	27.8	-0.1%
千味央厨	4.8	2.8	68.8%	4.0	-15.5%
三全食品	5.7	8.1	-29.7%	3.2	-44.3%
立高食品	5.6	10.6	-47.4%	7.3	31.5%
巴比食品	8.9	11.0	-18.7%	7.6	-14.7%
味知香	1.9	8.4	-77.1%	0.6	-68.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：餐饮供应链分红情况

（亿元）	2023A		2024A		股息率 (2024)
	金额	分红率	金额	分红率	
海天味业	36.60	65.1%	47.73	75.2%	2.1%
恒顺醋业	0.77	88.8%	1.11	87.1%	1.3%
千禾味业	5.14	96.9%	5.14	99.9%	4.4%
涪陵榨菜	3.46	41.9%	4.85	60.6%	3.2%
安琪酵母	4.29	33.8%	4.77	36.0%	1.6%
天味食品	4.23	92.6%	5.85	93.6%	4.9%
宝立食品	1.50	49.8%	1.60	68.6%	3.1%
日辰股份	0.25	43.7%	0.24	38.1%	0.9%
安井食品	7.40	50.1%	9.77	65.8%	4.4%
千味央厨	0.19	13.8%			
三全食品	4.40	58.7%	2.64	48.6%	2.6%
立高食品	0.84	115.0%	1.17	43.6%	1.6%
巴比食品	1.00	46.8%	1.92	69.3%	4.4%
味知香	0.96	70.6%	0.49	56.2%	1.6%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

06

乳品&饮料：关注乳制品供给出清、需求改善机会，饮料推荐景气增长的龙头

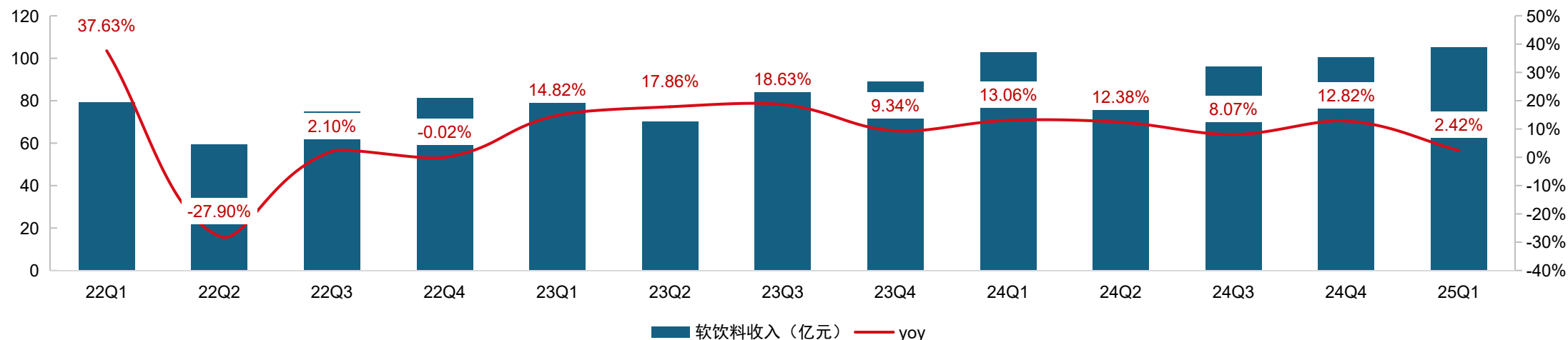
软饮料：功能化/健康化趋势明显，中大包装产品受青睐

饮料整体需求韧性强，功能化/健康化品类趋势明显，中大包装产品常见。受益于中低速增长阶段的“口红效应”，软饮料整体需求相对有韧性，2024年/25Q1板块收入分别为378.07/105.18亿，同比+11.55%/+2.42%。

- 细分品类看，健康化的包装水、无糖茶、养生水；功能性的咖啡、电解质水、能量饮料更景气，果汁/碳酸饮料增速放慢。
- 细分规格看，中大包装产品表现更好，继大包装水之后，含糖茶、无糖茶、电解质水等相继跟进900-1000ml产品，满足餐饮、大即饮及家庭购物需求，契合“囤货”、“性价比”的消费心智，对部分“水替”品类，中大包装已成为基本盘。

基数影响下行业挤压式扩容明显，龙头饮料强者恒强。23H2是疫情放开、全面解封的第一个旺季，行业性提速明显，24H2高基数下部分品类略有降速，但挤压式扩容背景下龙头企业强者恒强，白热化竞争下收缩战线聚焦核心品类，并通过冰冻化陈列、数字化建设（扫码红包等形式）等夯实渠道优势，实现更优份额。

图：软饮料单季度收入及变化，25Q1由于春节错期+高基数，板块收入增速放慢至中低单



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

软饮料：成本红利体现，费率主导业绩分化明显，龙头业绩快于收入

国信证券
GUOSEN SECURITIES

成本红利体现明显，费率主导下盈利分化，龙头业绩普遍快于收入。

成本端饮料企业毛利率弹性较高。白砂糖自23Q3起下行，PET自24Q4起接近双位数增长，李子园显著受益于大包粉，东鹏PET低点锁价，康师傅提价/统一减促均享受成本红利，农夫则因推出绿标水毛利率承压。

费率端规模效应主导，饮料企业最终盈利分化明显。龙头费率平稳收缩，东鹏受益于特饮和补水啦规模效应及冰柜前置投放，24Q4/25Q1净利率提升2.9/1.1pcts，康师傅/统一则在提价&减促下盈利同比+1/0.3pcts，农夫绿标推出后加大费投与东方树叶盈利提升互相对冲，最终盈利平稳。而李子园/欢乐家等自24Q2起费率加投明显，致最终盈利承压。

图：软饮主要原材料市价及增速（元/吨）

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
PET	7,071	6,865	7,055	7,034	6,768	6,195	6,203
yoy	-18.0%	-3.4%	-2.8%	-2.7%	-4.3%	-9.8%	-12.1%
白砂糖	7,108	6,897	6,491	6,373	6,182	6,209	5,940
yoy	24.6%	23.2%	11.2%	-6.7%	-13.0%	-10.0%	-8.5%
PP	7,538	7,536	7,370	7,588	7,554	7,449	7,318
yoy	-6.4%	-3.7%	-5.4%	4.2%	0.2%	-1.2%	-0.7%
瓦楞纸	3,247	3,392	3,391	3,292	3,186	3,321	3,295
yoy	-17.0%	-12.0%	-5.0%	-1.1%	-1.9%	-2.1%	-2.8%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：软饮料细分企业分季度毛利率、费用率及净利率同比情况

	毛利率yoy				销售费用率yoy				管理费用率yoy				净利率yoy			
	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
东鹏饮料	1.5%	2.5%	1.7%	1.7%	-0.3%	0.0%	-0.4%	-0.4%	-0.6%	-0.7%	-0.7%	-0.4%	1.7%	2.4%	2.9%	1.1%
养元饮品	1.9%	1.2%	0.8%	-1.0%	0.2%	1.0%	-0.2%	1.7%	0.2%	0.5%	-0.5%	0.3%	4.6%	1.0%	4.6%	-3.4%
承德露露	-3.4%	-1.6%	-0.5%	4.4%	0.9%	2.0%	1.1%	2.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	-3.1%	-2.4%	-1.3%	1.4%
李子园	1.5%	2.9%	3.2%	4.6%	5.0%	4.3%	2.3%	-0.1%	2.0%	1.6%	1.4%	0.4%	-5.2%	-2.9%	-1.0%	3.6%
欢乐家	-1.4%	-3.4%	-4.7%	-7.3%	5.1%	4.6%	3.4%	0.1%	0.5%	0.7%	1.0%	1.5%	-5.5%	-7.2%	-6.5%	-7.3%
香飘飘	2.7%	2.4%	0.8%	-2.4%	-2.7%	-1.5%	-0.6%	2.8%	0.4%	0.9%	0.8%	2.5%	1.3%	0.7%	0.0%	-6.7%
统一企业中国	2.7%		2.1%		0.5%		0.3%		-0.1%		-0.1%		0.4%		0.3%	
	-1.4%		-1.5%		-0.6%		-0.2%		-0.6%		-0.5%		-0.2%		0.1%	
农夫山泉																
康师傅控股	2.1%		2.7%		0.3%		0.2%		0.2%		0.3%		0.8%		1.0%	

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理（康师傅/统一/农夫为半年度财务数据）

饮料：高景气延续，推荐全国化在途和平台化加速的东鹏饮料



旺季或迎动销加速，东鹏补水啦、果之茶有望接力主品高增。补水啦进入4月以来翻倍增长，果之茶铺货效果好，已上调全年目标，公司积极通过冰柜陈列、扫码红包等形式，有望进一步获取增量。

公司性价比定位，平台化潜力在，增长工具箱充足。特饮→补水啦→果之茶的起量，本质上是组织力胜出和经营效率领先，我们推荐持续加速全国化和平台化的东鹏饮料，对应2025/2026年估值33/26X。

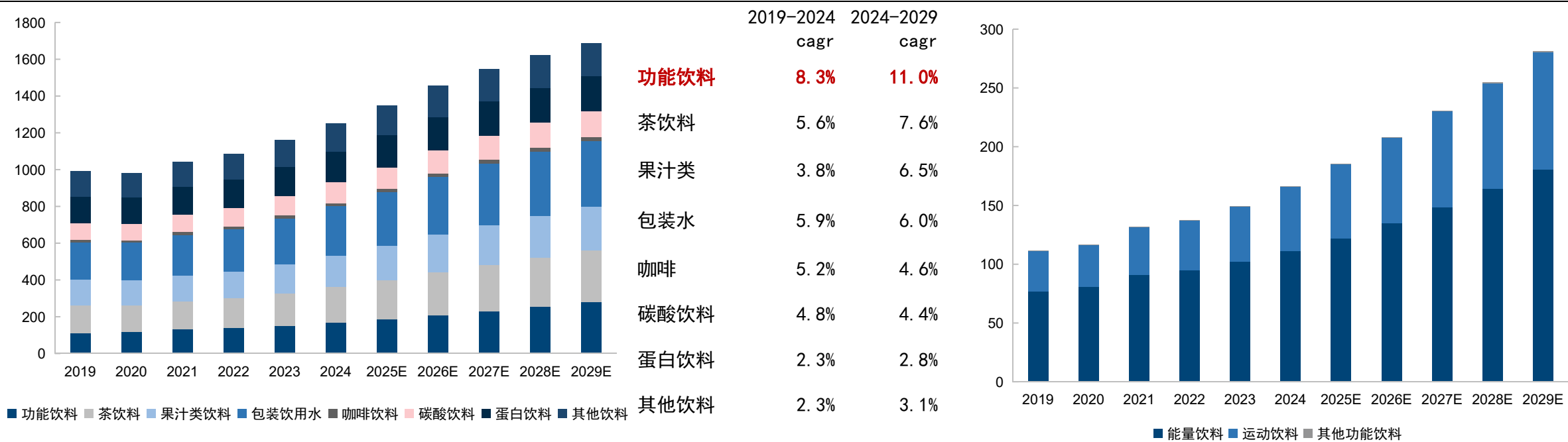
此外，挤压式扩容背景下，我们同样建议关注赛道景气、势能强劲的包装水、茶饮龙头。

图：东鹏饮料收入的网点数与单点产出拆分

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
整体收入（亿）	42.09	49.59	69.78	85.05	112.63	158.39
增速		17.82%	40.71%	21.89%	32.42%	40.63%
网点数（万）	90	120	209	300	340	近400
增速		33.33%	74.17%	43.54%	13.33%	16.47%
单点产出	4677	4133	2973	2542	2878	3380
增速		-11.64%	-28.06%	-14.49%	13.20%	17.45%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：软饮料各细分品类看，功能饮料仍然维持高景气增长

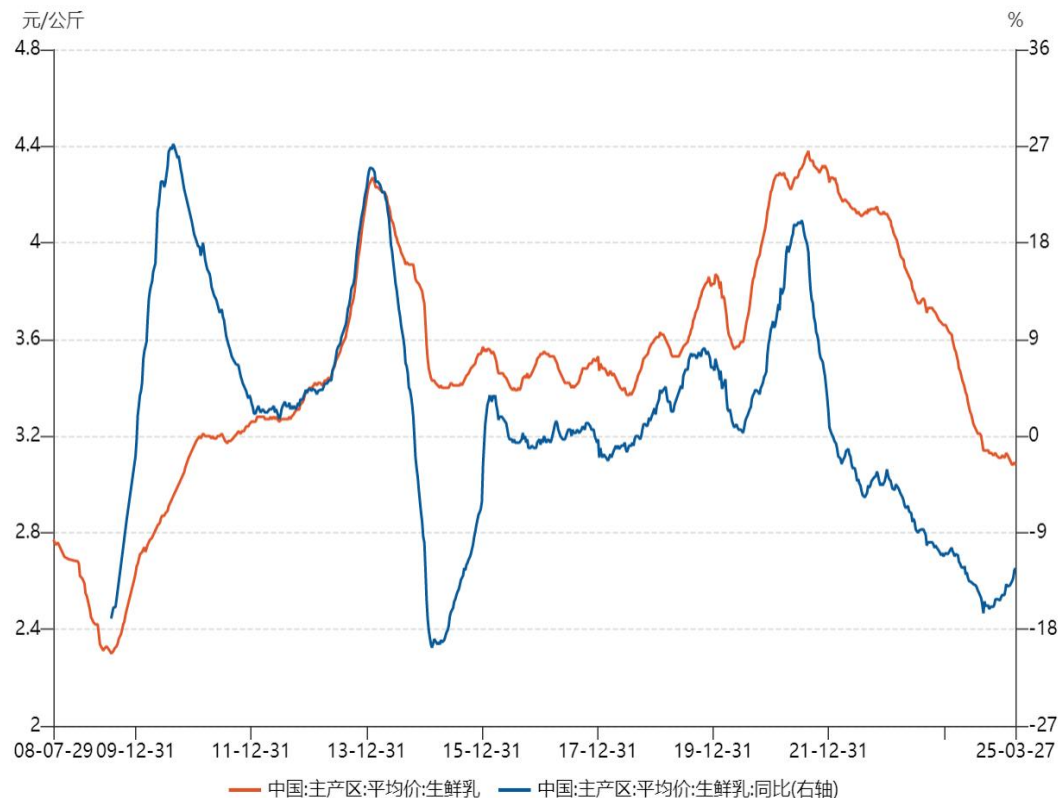


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

乳制品：供给出清需要耐心，当前淡季有望加速去化，25年底或迎供需拐点

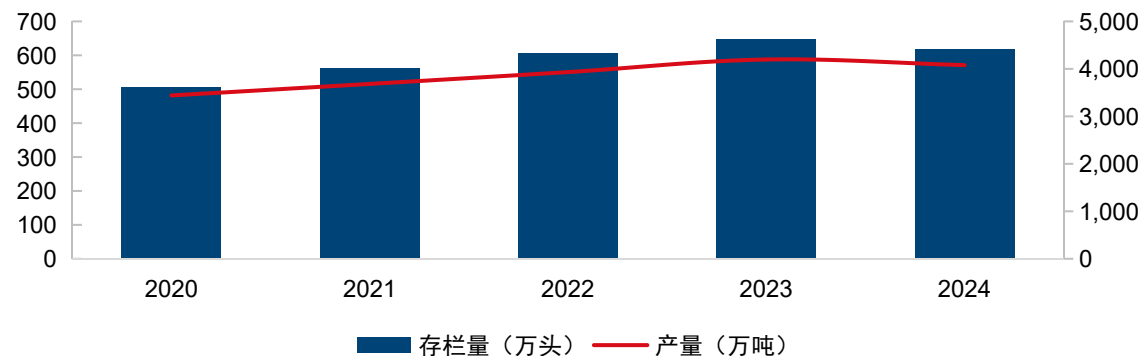
- 2024年尽管原奶产量与存栏数同步下降，但仍存在去化不及预期的扰动。一是牧场养殖原材料降低，牛肉价格低迷；二是相关部门纾困政策出台，青贮贷、消费券等一定程度上起到稳定产能作用，2024年底存在部分万头牧场投产。
- 春节后消费淡季上游加速去化，2025年有望迎来供需拐点。据奶业协会统计，2025年至今上游牧场亏损面已经达到90%左右。春节后至二季度，本身是消费淡季，2025年第一季度存栏加速去化，叠加今年肉牛价格提升，2025年9-10月面临新一轮青贮采购，今年或有望看到原奶供需拐点。

图：生鲜乳价格自21H2起下行，24H2至今同比降幅收窄



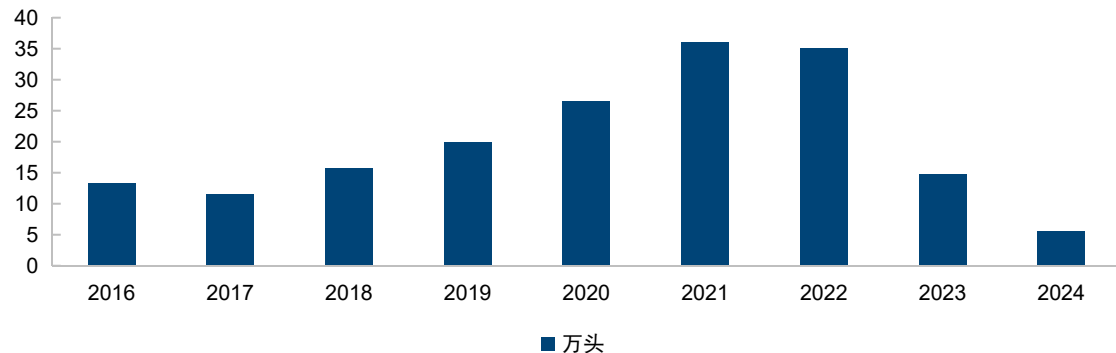
资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图：我国牛只存栏数及原奶产量2024年均下降



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图：我国进口活牛数连续三年下降



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

乳制品：政策催化不断，本轮生育补助或加大力度



- **此前点状式的育儿补贴效果整体一般**（一是刺激力度较小，大部分地区合计发放金额低于一年人均可支配收入；二是刺激方式单一，2024年前基本一次性补贴为主），除湖北天门因政策力度确实较大带来2024年出生人口数+17%外，其他如云南略有效果，杭州长沙并不明显。
- **本轮政策坚定，从呼市开的口子看，政策力度加大，刺激方式也更多元**。3月5日上午，国务院总理李强在政府工作报告中表示，制定促进生育政策，发放育儿补贴，大力发展托幼一体服务，增加普惠托育服务供给。3月7日卫健委主任提出正在会同有关部门起草相关育儿补贴的操作方案。
- **呼市开响第一枪，各地相继出台育儿补贴**：以呼市为例，政策刺激涵盖发放现金、同步牛奶消费券、择校权，力度较大的同时政策优惠更全面，参考2023年期农村居民人均可支配收入2.55w、全国低收入组家庭0-17岁平均养育成本12.6w元，此次育儿补贴力度较大。呼市之后，深圳/东莞/常德/南昌/澳门/青岛等地均推出生育相关的发发现金&购房补贴，或能起到一定作用。

图：2025年以来各地生育政策梳理

地点	时间	具体政策
呼和浩特	2025年3月1日	育儿补贴：一孩一次性发放育儿补贴 1万元 ，二孩发放育儿补贴 5万元 ，按照每年 1万元 发放，直至孩子5周岁，三孩及以上发放育儿补贴 10万元 ，按照每年 1万元 发放，直至孩子10周岁。 牛奶补贴：产妇每人每天 免费获得“一杯奶” ， 自确认起连续提供一年 。此外，产妇还可以获得价值 3千元的电子消费券 （伊利公司和蒙牛公司各1500元） 择校权：三孩及以上的家庭中三孩可以享受 自由择校权 ，不受户籍和学区限制。
深圳深汕特别行政区	2025/3/18	育儿补贴： 新引进人才 在深汕特别合作区生育子女的，给予一次性育儿补贴，每生育一个子女，给予一次育儿补贴 三千元 。
广东东莞	2025/4/1	生育补贴：生育二孩一次性奖励 2万元 ，并每月发放 三百元 育儿补贴，直至孩子两周岁止，生育三孩一次性补贴 5万元
广州市黄埔区	2025/4/8	生育补贴：符合条件的家庭生育三孩可一次性申领 5万元 生育补助金
湖南常德	2025/4/10	购房补贴：符合国家二孩生育政策的缴存职工家庭申请公积金贷款购房贷款，单、双职工家庭最高贷款额度分别可达 72万元、96万元 。符合国家三孩生育政策的缴存职工家庭申请公积金贷款购房贷款，单、双职工家庭最高贷款额度分别可达 90万元、120万元 。
江西南昌	2025/4/14	育儿补贴：全国 “首个母婴政府消费券” 在江西南昌正式上线，当地消费者可享受 立减10%的育儿补贴 。（此次补贴商品覆盖 奶粉、尿裤 等150类共计超3万款母婴商品， 覆盖育儿全周期需求 ）
澳门	2025/4/14	育儿补贴：澳门永久性居民中三岁以下婴幼儿每月发放1500澳门元（约1370元人民币），每年合共发放1.8万澳门元津贴（1.64万人民币）

资料来源：wind、同花顺、民政部、各地区政府，国信证券经济研究所整理

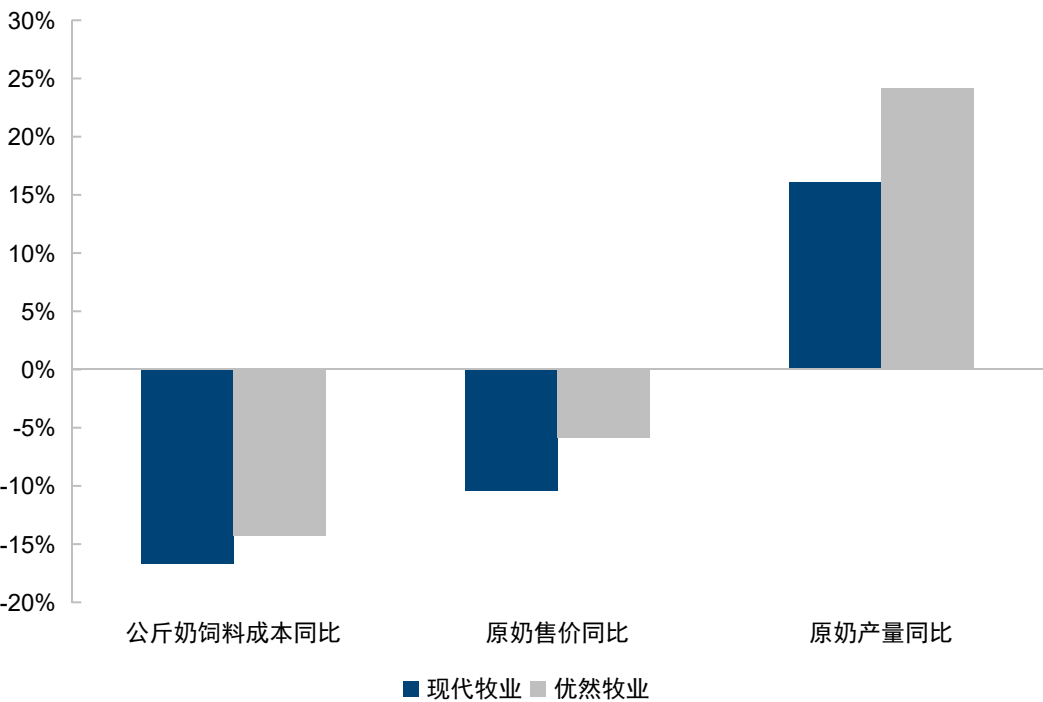
乳制品：需求弱修复中，关注龙头乳企原奶反转下的业绩弹性



2025年供需共振，随着宏观经济向好和产业扶持政策落地，有望带动乳制品消费逐步回暖。

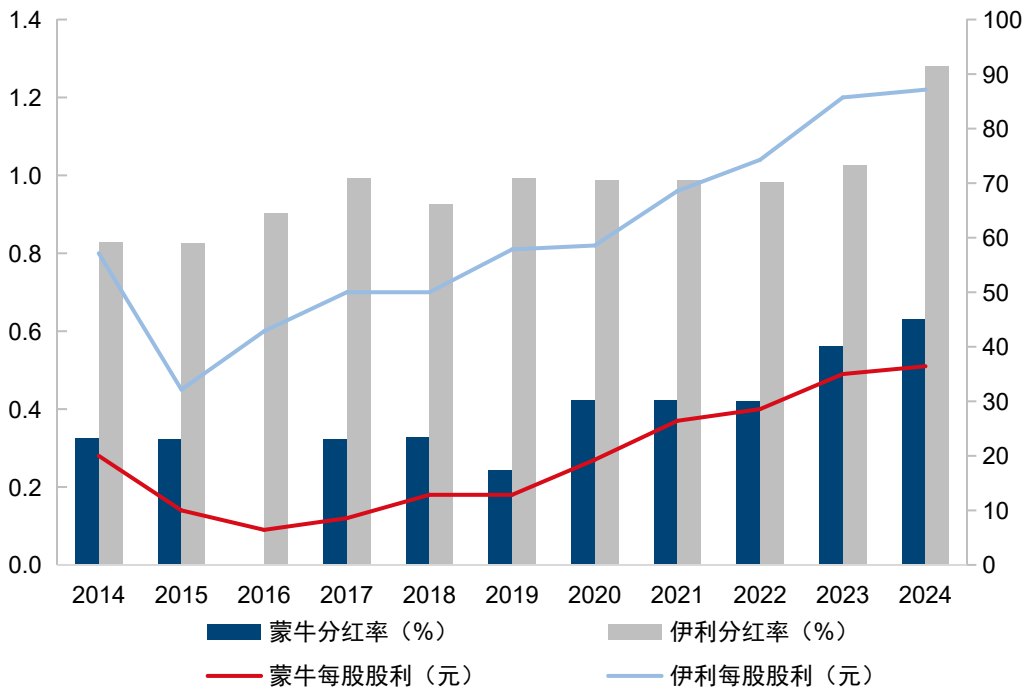
供给端加速出清后有望带来原奶拐点向上，乳制品整体格局改善。24Q2伊利蒙牛主动带头去库，且积极承担社会责任维稳产业链，随着25H2旺季到来，原奶行业有望盈利供需平衡，合同收奶价格逐步趋稳，乳企大包粉等相关减值压力有望减弱，同时随中小乳企出清，市场竞争压力趋缓，乳企利润弹性可期。叠加龙头乳企持续加大投资者回报，近年来分红率/股息率稳中有升。

图：头部牧场优然牧业/现代牧业2024年原奶产量双位数增长，扩大份额



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图：龙头乳企伊利蒙牛坚持较高水平投资者回报



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：2024年蒙牛分红率以剔除贝拉米减值及递延税、现代牧业减值及影响后利润44.6e作为分红基础）

乳制品：需求渐进改善，供给加速出清，板块性推荐乳制品



2024年成本红利明显，费率及减值压力加大，最终盈利普遍承压。乳企成本红利体现。但行业性加大买赠促销下费率提升，叠加大包粉减值准备等，致龙头乳企24Q2盈利承压。新乳业则通过产品结构优化+降本增效，盈利改善明显。

25Q1成本红利延续，销售费率已改善，盈利提升较快。25Q1生鲜乳价格仍有双位数下降，同时供需缺口缩窄，行业性买赠促销亦减少，叠加高盈利品类占比提升及管理精益降本增效明显，乳品龙头25Q1盈利提升较快。

投资建议：需求渐进改善，供给加速出清，板块性推荐乳制品。当前龙头估值较低具备安全边际，且边际上更重视投资者回报，渠道去库后，H2环比改善信心充足。

表：乳企毛利率同比变动

毛利率同比变动	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
伊利股份	0.3%	2.0%	1.6%	1.9%	1.3%	1.9%
蒙牛乳业	1.8%		1.9%		2.4%	
光明乳业	1.0%	-0.3%	-0.3%	0.6%	-0.4%	-1.0%
新乳业	2.8%	2.3%	1.3%	1.7%	1.5%	0.1%
天润乳业	1.2%	-3.6%	-3.3%	-1.4%	-2.4%	-1.8%
燕塘乳业	2.5%	-1.1%	-1.3%	-1.6%	-0.7%	-0.1%
妙可蓝多	-4.9%	0.4%	1.6%	-1.7%	-0.9%	-1.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：乳企销售费用率和同比

销售费用率变动	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
伊利股份	-0.7%	1.4%	1.9%	1.6%	1.1%	-1.5%
蒙牛乳业	1.4%		1.2%		0.6%	
光明乳业	-0.3%	-0.3%	-0.5%	0.1%	0.2%	-1.3%
新乳业	1.7%	1.6%	0.5%	0.8%	0.3%	-0.1%
天润乳业	0.2%	0.1%	0.6%	0.6%	0.1%	1.2%
燕塘乳业	-0.5%	2.4%	1.7%	1.6%	1.3%	0.8%
妙可蓝多	-2.1%	-1.9%	-2.9%	-4.7%	-4.2%	-5.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

【 07 】 风险提示

- 需求恢复进程不及预期；
- 国际贸易摩擦导致经济环境出现不可控变化；
- 原材料价格大幅上涨；
- 行业竞争加剧；
- 市场资金波动加剧。

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

分析师承诺

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

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032