

食品饮料

暖意渐起，焕启新程

2025年05月13日

——行业投资策略

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

张恒玮（分析师）

张思敏（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

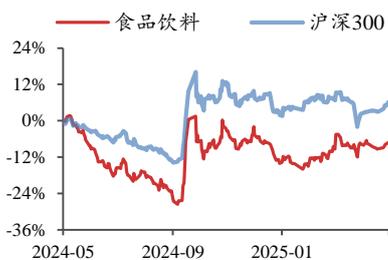
zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790524010001

证书编号：S0790123070080

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《白酒底部建议加配，大众品三条思路选股—行业周报》-2025.5.11

《内需提振预期强化，关注政策改善可期—行业投资策略》-2025.5.8

《一季报白酒稳健增长，零食新品红利表现突出—行业周报》-2025.5.5

● 市场表现：食品饮料年初至今跑赢大盘

食品饮料跑赢大盘，零食板块表现较好。2025年1-4月食品饮料板块上涨0.5%，跑赢沪深300约2.9pct，在一级子行业中排名居中（第十五）。分子行业看，零食板块涨幅较好（+31.6%），软饮料（+11.7%）、熟食（+7.3%）表现相对靠前。调味发酵品（-5.9%）、预加工食品（-2.9%）、啤酒（-2.8%）走势较弱。零食板块表现较好，主要是万辰集团（+105.3%）、盐津铺子（+43.5%）、好想你（+36.6%）涨幅较多。整体来看在市场更多关注科技主题的背景下，食品饮料传统板块表现平稳。

● 总量判断：宏观经济向好，微观产业承压

宏观层面来看，2025Q1我国GDP增速为5.4%，环比2024Q4略有回升。观察2025Q1社会消费品零售总额同比+4.6%，增速环比2024Q4回升0.6pct，反映出消费需求有略回暖现象。宏观经济增速与社零数据基本匹配，也反映一季度消费环境有回升趋势。从微观层面来看产业表现，产量承压，收入与利润增速也逐渐回落，食品制造业数据与社零数据不匹配，原因可能在于食品制造业为出厂口径，备货节奏与春节时间错配有关。观察行业产量数据，与2024年相比，2025年1-3月除冷藏肉产量增速回升，其余子行业产量增速均有下行。整体来看行业产量仍承受压力。

● 2025Q1总结：承压基调下的环比改善

上市公司一季报已经全部披露，整体来看2025Q1食品饮料板块营收同比增4.6%，增速较2024Q4（6.6%）略有回落；利润同比增长0.3%，增速较2024Q4（-13.0%）有较大改善。其中白酒一季度收入增速（1.7%）较2024Q4（1.2%）略有回升，春节期间白酒消费仍保持一定韧性，大众品中零食（81.3%）增速较高。从一季报业绩来看，白酒、调味品、乳制品、啤酒、速冻食品等一季度业绩普遍仍有压力，一方面来自于同期的高基数效应，另一方面也体现出当前弱复苏的消费环境。此外一季报还体现了两个特性：一是业绩分化进一步拉大，多数龙头企业业绩保持稳定，但部分二线品牌出现收入降速的情况；二是大众消费表现出较强的韧性，部分饮料公司业绩表现突出、多数零食公司表现较好。我们判断2025年多数行业应处于回暖过程，需求曲线可能缓慢上行，建议聚焦头部龙头公司进行布局。

● 投资机会展望：预期转向，白酒配置为主，大众品三条主线布局

当前市场核心变化在于对未来宏观经济预期发生改变。4月份中共中央政治局会议召开，会议指出，要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。本次会议延续的此前基调，我们对于消费政策释放的预期更加坚定，对消费板块后续呈乐观态度。白酒已处于基本面底部区间，可以逢低加大配置，具体标的以基本面良好，市占率仍可提升的名优酒企为主，推荐贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒等，受益标的今世缘等。众品可以选择交易策略三条主线：一是把握渠道改革与新品类红利，子行业龙头、品牌企业可能受益，推荐甘源食品、有友食品，受益标的盐津铺子等。二是我们预判年内餐饮可能会有小幅度复苏，婚宴的修复以及类似消费券等外部刺激可能会为餐饮带来增量，餐饮相关产业链如啤酒、调味品、速冻食品等行业可适当予以关注。三是仍然延续成本红利逻辑，可以寻找年内成本仍处下行区间，利润预期显著改善的品种，如糖蜜价格持续下行推动安琪酵母利润持续释放、燕麦价格走低带来西麦食品利润率提升等。

● 风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原料价格波动风险。

目 录

1、 食品饮料跑赢市场，零食板块表现较好.....	5
1.1、 2025年1-4月食品饮料板块跑赢市场.....	5
1.2、 个股涨跌幅：行业景气度高、成长性和业绩较好的股票表现较好.....	7
1.3、 2025Q1食品饮料配置比例持续下降，成交金额占比收缩.....	7
2、 投资主线：暖意渐起，焕启新程.....	9
2.1、 总量判断：宏观经济向好，微观产业承压.....	9
2.2、 2025年一季报总结：承压基调下的环比改善.....	10
2.3、 投资机会展望：白酒配置为主，大众品三条主线布局.....	11
3、 行业：白酒调整蓄势，大众品持续分化.....	13
3.1、 白酒：酒企普遍增长承压，行业进入下行周期.....	13
3.1.1、 行业出现明显降速，酒企分化进一步加剧.....	13
3.1.2、 一季度白酒增速明显放缓，高端和大众高端保持稳步增长.....	14
3.2、 啤酒：轻装上阵、底部爬升，销量优先、其次结构.....	22
3.3、 乳制品：乳制品需求仍承压，行业竞争理性.....	25
3.4、 肉制品：屠宰规模及利润增长较好，肉制品吨利维持高位.....	27
3.5、 调味品：春节时点略有扰动收入增长节奏，成本下行带动盈利改善.....	29
3.6、 休闲食品：春节错期基数影响，关注渠道变革和新品发展投资机会.....	31
4、 重点个股：优选龙头，关注消费复苏机会.....	34
4.1、 贵州茅台：收入业绩略超预期，彰显龙头韧性.....	34
4.2、 五粮液：开局状态良好，渠道酝酿积极变化.....	34
4.3、 山西汾酒：控制节奏，立足长远.....	35
4.4、 古井贡酒：开局状态良好，渠道酝酿积极变化.....	35
4.5、 青岛啤酒：修复销量优先，待旺季催化.....	36
4.6、 重庆啤酒：逐步企稳、需求筑底，底部仍有支撑.....	36
4.7、 伊利股份：减值落地轻装上阵，盈利能力稳步提升.....	37
4.8、 新乳业：2025Q1利润超预期，结构优化持续提升盈利能力.....	37
4.9、 双汇发展：一季度肉制品承压，屠宰规模及盈利均较快增长.....	38
4.10、 海天味业：龙头优势凸显，利润略超预期.....	38
4.11、 中炬高新：改革持续推进，收入利润短期承压.....	39
4.12、 天味食品：收入利润短期承压，期待并购协同效应释放.....	39
4.13、 涪陵榨菜：公司拟收购味滋美51%股权，布局复调预制菜赛道.....	40
4.14、 煌上煌：门店有所收缩，静待经营底部反转.....	40
4.15、 东鹏饮料：2025Q1高歌猛进，继续发力.....	41
4.16、 安琪酵母：2025Q1稳健起步，成本下降、弹性可期.....	41
4.17、 嘉必优：一季度高增，二季度仍乐观.....	42
4.18、 立高食品：冷冻烘焙恢复增长，奶油继续发力.....	42
4.19、 龙大美食：扭亏为盈，努力改善.....	43
5、 风险提示.....	44

图表目录

图 1： 2025年1-4月食品饮料涨跌幅市场排名 15/31.....	5
图 2： 2025年1-4月零食在食品饮料子行业中表现较好.....	5

图 3: 2025 年 1-4 月食品饮料板块股价下降, 主要来自于估值下降.....	6
图 4: 当前食品饮料估值处于行业中等水平.....	6
图 5: 2025 年 4 月末食品饮料估值环比基本持平.....	6
图 6: 2025 年 4 月食品饮料涨跌幅市场排名最末.....	6
图 7: 2025 年 4 月零食在食品饮料子行业中涨幅最好.....	7
图 8: 2025 年 1-4 月行业景气度高、成长性和业绩较好的股票表现居前.....	7
图 9: 2025Q1 食品饮料基金重仓比例回落至 9.8%.....	8
图 10: 主动权益基金食品饮料重仓比例回落至 8.1%.....	8
图 11: 2025Q1 白酒与非白酒重仓比例回落.....	8
图 12: 2025Q1 非白酒子行业配置比例回落.....	8
图 13: 2025Q1 GDP 增 5.4%.....	9
图 14: 2025Q1 社零增速 4.6%, 环比略有回升.....	9
图 15: 2024 年食品制造企业营收与利润增速呈逐月回落趋势.....	9
图 16: 2024 年 1-9 月食品饮料部分子行业产量增速较 2023 年仍有回落.....	10
图 17: 2009-2012 年期间, 白酒各价格带均有较快增长.....	13
图 18: 2015 年起次高端、高端价格带收入表现好于整体.....	13
图 19: 2017 年起全国白酒企业产量下滑 (万千升).....	14
图 20: 2017 年开始, 全国白酒平均价格持续上涨.....	14
图 21: 上市白酒公司市场份额持续提升.....	14
图 22: 规模以上白酒企业数量 2018 年以来下降明显.....	14
图 23: 2025Q1 上市白酒企业收入同比增长 1.8%.....	15
图 24: 2025Q1 上市白酒企业利润同比增长 2.3%.....	15
图 25: 2025Q1 白酒企业预收账款规模环比减少.....	15
图 26: 2025Q1 白酒企业经营性现金净流入同比增加.....	15
图 27: 2025Q1 白酒企业整体毛利率同比提升.....	16
图 28: 2025Q1 上市白酒企业净利率同比下降.....	16
图 29: 2025Q1 白酒企业管理费用率同比增加.....	16
图 30: 2025Q1 白酒企业销售费用率同比上升.....	16
图 31: 2025Q1 高端和大众高端收入增速更快.....	17
图 32: 2025Q1 大众高端利润增速最快.....	17
图 33: 飞天 (散瓶) 价格 2022 年相对平稳 (单位: 元).....	20
图 34: 五粮液和国窖价格波动前行 (单位: 元).....	20
图 35: 高端白酒规模持续增长.....	20
图 36: 高净值人群数量持续增长 (单位: 万人).....	20
图 37: 高端酒历史销量增长稳健.....	21
图 38: 高端酒价格仍在可接受范围内.....	21
图 39: 销售额角度看预计 2025 年次高端份额继续提升.....	21
图 40: 销量角度看预计 2025 年次高端销量稳步提升.....	21
图 41: 2024 年安徽省内白酒品牌市占率达 70%.....	22
图 42: 2022 年江苏省内地产酒品牌市占率超 60%.....	22
图 43: 2025 年 3 月啤酒产量同比增 1.6%.....	23
图 44: 2025Q1 啤酒累计产量同比降 2.2%.....	23
图 45: 进口大麦数量逐渐恢复到常态、囤货情况减少.....	25
图 46: 2023 年以来大麦进口均价持续回落.....	25
图 47: 2025Q1 A 股上市乳企营收同比增 0.4%, 归母净利润同比降 15.7%.....	25

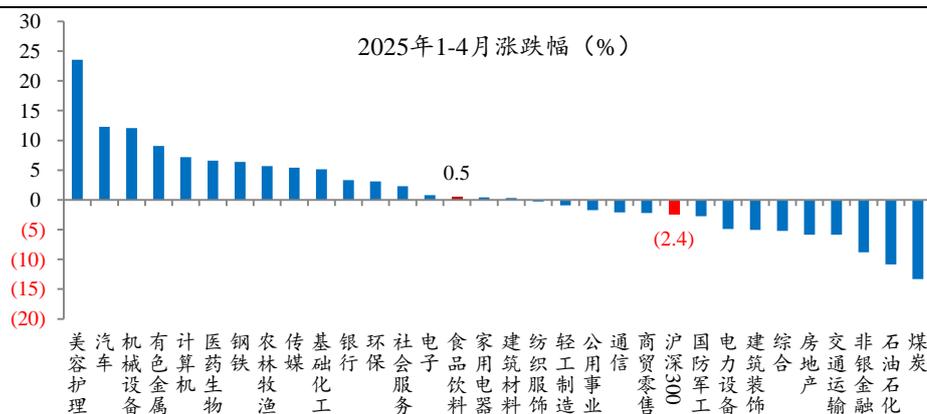
图 48: 2025 年 4 月 15 日全脂奶粉中标价同比+28.7%.....	26
图 49: 2025 年 4 月 24 日生鲜乳价格同比-10.5%.....	26
图 50: 2025Q1 龙头乳企营收增长	27
图 51: 2025Q1 区域性乳企归母净利改善.....	27
图 52: 2025Q1 A 股上市肉企营收同比增加 2.1%，归母净利同比增加 8.1%.....	28
图 53: 2025 年 5 月 3 日生猪出栏价格同比-0.5%.....	28
图 54: 2025 年一季度生猪定点屠宰量同比增 8.1%.....	28
图 55: 2025 年 3 月生猪存栏数量同比+2.2%.....	28
图 56: 2025 年 3 月能繁母猪数量同比+1.2%.....	28
图 57: 2025Q1 调味品营收净利分别同增 0.4%/4.6%.....	29
图 58: 2025Q1 酱醋公司营收净利分别同增 2.5%/9.7%.....	29
图 59: 2025Q1 调味品上市公司毛销差同比+1.4pct.....	30
图 60: 2025Q1 调味品上市公司归母净利率同比+0.9pct.....	30
图 61: 2025Q1 大豆市场价均价（元/吨）持续回落.....	30
图 62: 2025Q1 休闲食品行业整体营收同比提升 31.9%，归母净利润同比下滑 15.4%.....	32
图 63: 2024Q4、2025Q1 休闲食品上市公司毛销差保持相对平稳.....	32
图 64: 2025Q1 休闲食品上市公司整体净利率环比小幅提升	32
表 1: 2025Q1 食品饮料板块整体营收与利润增速均在低位.....	10
表 2: 高端白酒 2025Q1 营收和利润增速环比改善，毛利率、净利率相对平稳	17
表 3: 2025Q1 次高端品牌收入和净利润增速有所分化.....	18
表 4: 大众高端白酒 2025Q1 业绩增速环比改善.....	19
表 5: 2025Q1 单季啤酒上市公司营收大多恢复正增长.....	23
表 6: 2025Q1 多数啤酒企业毛利率同比提升.....	24
表 7: 2025Q1 主流酒企销售费用率同比稳中有降.....	24
表 8: 2025Q1 大多数啤酒企业净利率同比提升.....	24
表 9: 2025Q1 龙头净利润增速个位数增长，珠江和燕京啤酒弹性更大.....	24
表 10: 调味品重点公司 2024Q4、2025Q1 营收增速受春节时点短期扰动.....	30
表 11: 2024Q4、2025Q1 休闲食品重点公司经营相对稳健，不乏亮点	33
表 12: 重点公司盈利预测及估值	44

1、食品饮料跑赢市场，零食板块表现较好

1.1、2025年1-4月食品饮料板块跑赢市场

食品饮料跑赢大盘，零食板块表现较好。2025年1-4月食品饮料板块上涨0.5%，跑赢沪深300约2.9pct，在一级子行业中排名居中（第十五）。分子行业看，零食板块涨幅较好（+31.6%），软饮料（+11.7%）、熟食（+7.3%）表现相对靠前。调味发酵品（-5.9%）、预加工食品（-2.9%）、啤酒（-2.8%）走势较弱。零食板块表现较好，主要是万辰集团（+105.3%）、盐津铺子（+43.5%）、好想你（+36.6%）涨幅较多。整体来看在市场更多关注科技主题的背景下，食品饮料传统板块表现平稳。

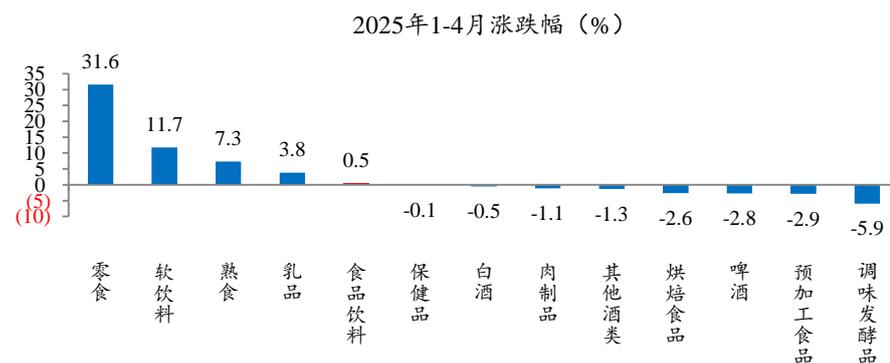
图1：2025年1-4月食品饮料涨跌幅市场排名 15/31



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：板块涨跌幅为总市值加权平均，股价涨跌幅截至2025年4月30日

图2：2025年1-4月零食在食品饮料子行业中表现较好

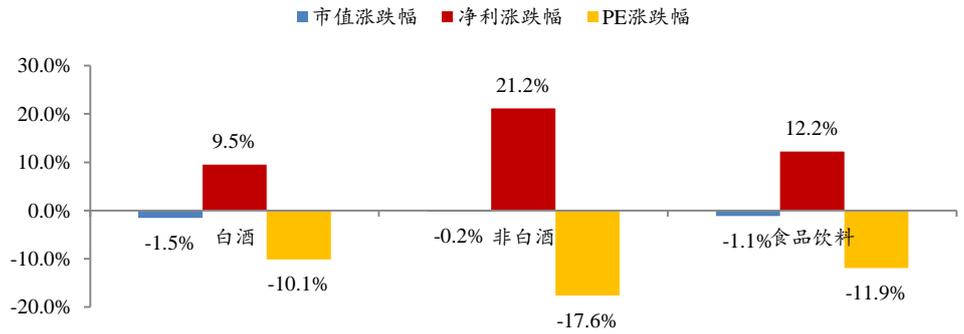


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：板块涨跌幅为总市值加权平均，股价涨跌幅截至2025年4月30日

2025年1-4月食品饮料板块市值下降，主要来自于估值下降。我们从市值分解角度观察，食品饮料2025年1-4月PE较2024年底回落11.9%，预计2025年净利增长12.2%，两者共同作用，年初至今板块市值下降1.1%。其中：白酒估值同比下降10.1%，预计2025年净利增长9.5%，白酒板块市值下降1.5%；非白酒估值下降17.6%，预计2025年净利增长21.2%，板块市值回落0.2%。整体来看2025年初以来食品饮料板块市值下降，估值下降是主要原因。

图3: 2025年1-4月食品饮料板块股价下降, 主要来自于估值下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

备注: 股价涨跌幅截至2025年4月30日

食品饮料板块估值在31个行业处于中等水平, 环比略有回升。当前食品饮料估值(TTM)约21.6倍, 与其他子行业相比处于中等位置, 近期估值环比变化不大, 但当前估值水平仍低于2019年初水平。

图4: 当前食品饮料估值处于行业中等水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

备注: 市盈率截至2025年4月30日

图5: 2025年4月末食品饮料估值环比基本持平

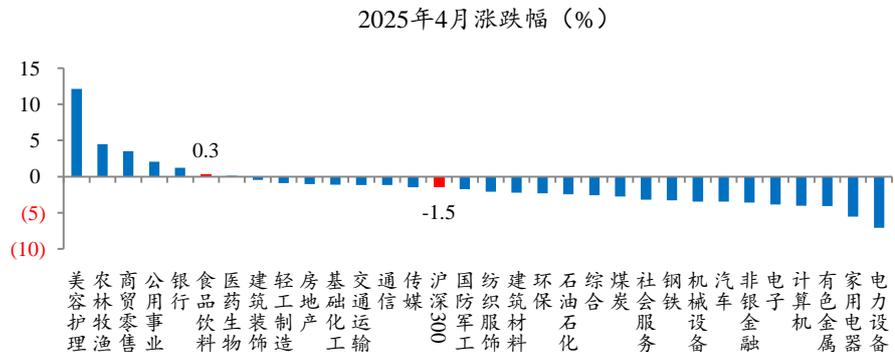


数据来源: Wind、开源证券研究所

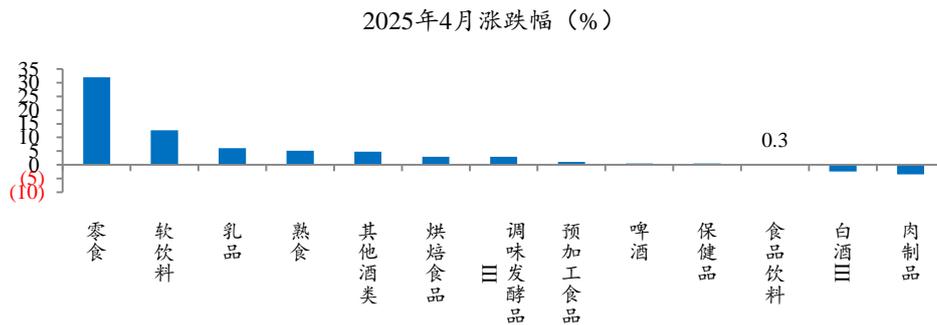
备注: 估值截至2025年4月30日

2025年4月食品饮料股价涨幅跑赢市场。2025年4月食品饮料板块上涨0.3%, 跑赢沪深300约1.8pct, 在一级子行业中排名靠前。分子行业看, 零食(+32.0%)、软饮料(+12.6%)、乳品(+6.1%)增速较快。

图6: 2025年4月食品饮料涨跌幅市场排名最末



数据来源: Wind、开源证券研究所、备注: 股价涨跌幅截至2025年4月30日

图7：2025年4月零食在食品饮料子行业中涨幅最好


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2025年4月30日

1.2、个股涨跌幅：行业景气度高、成长性和业绩较好的股票表现较好

行业景气度高、成长性和业绩较好的公司股价表现居前。2025年食品饮料板块整体走势相对平稳，春节前基于同期消费高基数影响，市场普遍对板块预期较为悲观，但受益于大众需求刚性，食品饮料消费在低预期下实现平稳，带动春节后板块股价有所回升。进入3月后板块股价进入平稳阶段，未出现进一步恶化。4月以来受中美关税影响，内需提振预期加强，市场对于具有成长性、业绩增速快、基本面较好的股票更加关注。2025年1-4月板块涨幅前10股票中：万辰集团(+105.3%)、安记食品(+78.4%)、康比特(+54.1%)行业景气度较高、成长性和业绩增速较好；排名后十股票基本都是业绩预期较低，公司处于经营低谷阶段。

图8：2025年1-4月行业景气度高、成长性和业绩较好的股票表现居前


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2025年4月30日

1.3、2025Q1 食品饮料配置比例持续下降，成交金额占比收缩

2025Q1 全市场基金食品饮料配置比例持续回落。从基金重仓持股情况来看（Wind中全部市场基金，一级子行业），2025Q1食品饮料配置比例（重仓持股市值占重仓股票总市值比例）由2024Q4的10.6%回落至9.8%水平，环比回落0.8pct，处于2020年以来新低位置。

2025Q1 主动权益基金减配食品饮料。我们选取主动权益基金（普通股票、偏股

混合、灵活配置三类基金), 从基金重仓持股情况来看, 2025Q1 食品饮料配置比例为 8.1%, 和 2024Q4 的 8.3%相比, 下降 0.2pct, 说明一季度主动权益基金仍减少食品饮料配置。一季度主动基金与被动基金均有减仓食品饮料的动作, 年初整体市场对于食品饮料的基本面情绪仍偏悲观。春节后市场以科技为主线, 食品饮料等传统消费板块仍有资金流出。3 月份市场风格切换, 板块基本面见底叠加资金避险需求, 我们估算会有部分资金回流, 但季度来看食品饮料板块配置比例仍是降低。

图9: 2025Q1 食品饮料基金重仓比例回落至 9.8%

图10: 主动权益基金食品饮料重仓比例回落至 8.1%



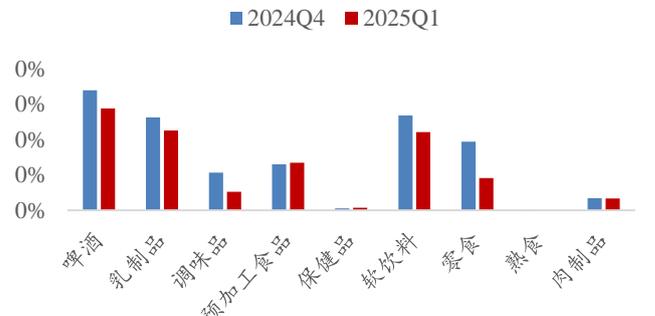
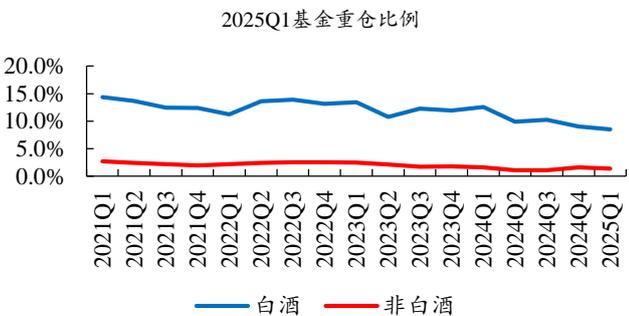
数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

从子行业分解来看,基金重仓白酒比例由 2024Q4 的 6.46%回升至 2025Q1 的 6.57%水平, 环比回升 0.11pct, 主要是基金集中增持了山西汾酒、泸州老窖、今世缘。2025Q1 扣除贵州茅台后的白酒重仓比例为 4.22%, 较 2024Q4 回升 0.15pct。如果观察全市场基金口径, 基金重仓白酒比例由 2024Q4 的 9.0%回落到 2025Q1 的 8.5%。这反映出主动权益基金加配白酒, 而被动基金在减仓白酒。从主动权益基金一季度重仓白酒的持股数量来看, 今世缘、泸州老窖、山西汾酒被基金增持较多, 口子窖、水井坊略有增持; 而老白干酒、洋河股份、五粮液等被基金减持较多(持仓变动股份数为负)。从持仓市值(金额)变化情况来看, 仍然是山西汾酒、泸州老窖、今世缘等基金持仓市值正向变动较大, 而五粮液、洋河股份、古井贡酒等基金持仓市值环比四季度下降较多。整体来看一季度白酒持仓更加集中。2025Q1 整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回落 0.4pct 至 1.5%水平, 多数子行业被基金不同程度增持。

图11: 2025Q1 白酒与非白酒重仓比例回落

图12: 2025Q1 非白酒子行业配置比例回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

2、投资主线：暖意渐起，焕启新程

2.1、总量判断：宏观经济向好，微观产业承压

从宏观层面来看，2025Q1 我国 GDP 增速为 5.4%，环比 2024Q4 略有回升，也在市场预期之内。观察 2025Q1 社会消费品零售总额同比+4.6%，增速环比 2024Q4 回升 0.6pct，反映出消费需求有略回暖现象。宏观经济增速与社零数据基本匹配，也反映一季度消费环境有回升趋势。展望 2025 年全年，我们预判消费复苏仍在缓慢进行中，二季度淡季应是平稳过度，预计下半年消费可能有较大改善。

图13：2025Q1 GDP 增 5.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2025Q1 社零增速 4.6%，环比略有回升



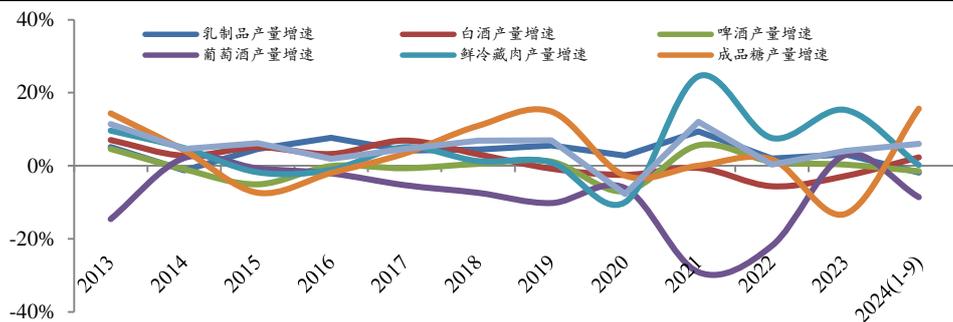
数据来源：Wind、开源证券研究所

从微观层面来看产业表现，产量承压，收入与利润增速也逐渐回落：食品制造企业 2025 年 1-3 月营收增速 0.5%，累计增速有下行趋势；利润总额同比下降 0.1%，增速也呈回落趋势，食品制造业数据与社零数据不匹配，原因可能在于食品制造业为出厂口径，备货节奏与春节时间错配有关。观察行业产量数据，与 2024 年相比，2025 年 1-3 月除冷藏肉产量增速回升，其余子行业产量增速均有下行。整体来看行业产量仍承受压力。

图15：2024 年食品制造企业营收与利润增速呈逐月回落趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2024年1-9月食品饮料部分子行业产量增速较2023年仍有回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、2025年一季报总结：承压基调下的环比改善

上市公司一季报已经全部披露，整体来看2025Q1食品饮料板块营收同比增4.6%，增速较2024Q4（6.6%）略有回落；利润同比增长0.3%，增速较2024Q4（-13.0%）有较大改善。其中白酒一季度收入增速（1.7%）较2024Q4（1.2%）略有回升，春节期间白酒消费仍保持一定韧性。大众品中零食（81.3%）增速较高。从一季报业绩来看，白酒、调味品、乳制品、啤酒、速冻食品等一季度业绩普遍仍有压力，一方面来自于同期的高基数效应，另一方面也体现出当前弱复苏的消费环境。此外一季报还体现了两个特性：一是业绩分化进一步拉大，多数龙头企业业绩保持稳定，如贵州茅台、海天味业等业绩仍在市场预期内平稳增长，但部分二线品牌出现收入降速的情况，也体现出外部环境出现压力的背景下龙头市占率仍有提升趋势；二是大众消费表现出较强的韧性，东鹏饮料业绩表现突出、多数零食公司表现较好。由于2025年春节时间提前，节日错配可能导致多数企业备货时间发生在2024Q4，我们判断2025年多数行业应处于回暖过程，需求曲线可能缓慢上行，建议聚焦头部龙头公司进行布局。

表1：2025Q1食品饮料板块整体营收与利润增速均在低位

	营收增速						利润增速					
	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
食品饮料	3.2%	7.0%	0.0%	3.5%	6.6%	4.6%	24.4%	16.0%	10.7%	2.3%	-13.0%	0.3%
肉制品	-20.4%	-6.7%	-7.8%	0.4%	4.9%	1.9%	-129.5%	-21.4%	86.8%	23.4%	-304.1%	7.3%
预加工食品	11.5%	2.5%	-5.0%	-3.3%	-1.6%	-4.5%	-28.4%	4.0%	-0.4%	-30.0%	21.3%	-3.1%
保健品	11.3%	-5.2%	-4.1%	10.2%	21.5%	6.8%	-80.6%	-25.4%	-48.7%	-61.5%	236.9%	-19.9%
白酒	14.9%	14.7%	10.6%	0.8%	1.2%	1.7%	18.7%	15.7%	11.8%	2.1%	-3.4%	2.3%
啤酒	-3.4%	-0.8%	-1.6%	-3.3%	1.5%	3.7%	24.5%	16.3%	10.7%	-2.1%	13.7%	10.9%
其他酒类	14.0%	-2.4%	-2.9%	-7.8%	-12.4%	-4.3%	-144.1%	-30.0%	-3.2%	-45.0%	-6.0%	-1.6%
软饮料	7.5%	14.4%	14.4%	9.1%	12.9%	2.4%	-42.5%	26.9%	27.6%	18.2%	145.1%	-3.8%
乳品	-2.0%	-3.9%	-13.6%	-6.1%	-5.1%	0.2%	45.7%	54.8%	-43.6%	2.5%	-249.2%	-16.9%
零食	1.0%	27.9%	1.8%	100.8%	109.2%	81.3%	65.9%	22.0%	-11.6%	44.8%	14.0%	-14.9%
烘焙食品	10.4%	6.8%	-0.4%	-1.8%	1.9%	2.3%	-20.9%	11.5%	-7.3%	-8.4%	-36.9%	-24.7%
熟食	0.2%	-7.9%	-8.1%	-10.1%	-18.4%	-11.8%	84.7%	15.2%	6.0%	-5.0%	194.7%	-28.6%
调味发酵品	-3.7%	7.3%	4.7%	9.6%	12.7%	3.4%	264.0%	10.9%	239.1%	15.3%	-45.9%	7.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们观测到一季度白酒企业中营收普遍低速增长已在市场预期范围内，部分次高端酒企营收、利润下滑。一方面在于2024H2开始酒企均给渠道减负，弱化对于回款完成率的要求，通过减少市场投放量的方式来促使渠道秩序向良性发展，该策略延续至2025年；另一方面2025Q1面临同期春节旺销的高基数效应。白酒的业绩分化也延续此前特点，高端白酒与地产酒龙头业绩相对平稳；次高端白酒（除山西汾酒外）仍有下滑，表明次高端价格带白酒还在出清过程中。从春节期间白酒需求、节后批价变化等角度我们认为白酒已经处于底部区间，一是商务需求有边际回暖趋势；二是酒企目标务实，收缩供给增速以降低渠道压力；三是预判后续酒企业绩增速大概率逐季上行。库存去化以及价盘修复是后续观察重要指标。随着促经济政策落地，中长期来看宏观经济环境将呈现改善趋势，居民收入和消费意愿有望跟随改善，白酒消费预计渐进式回暖。

大众品一季度仍现分化，其中零食板块普遍业绩突出，主要是万辰集团营收增长较快（124%）。此外一季度具备单品逻辑的企业表现较好，如盐津铺子抓住魔芋品类的红利期，叠加全渠道拓展，2025Q1实现收入20%+高增长。有友食品的脱骨鸭掌贡献一季度主要收入增量，山姆会员店的素食品类也已推出，预计全年有望持续高增。西麦食品的复合燕麦持续领跑，积极拥抱新零售渠道，一季度收入与利润均有较快增长。乳制品、调味品、啤酒等行业低速增长，还是受到餐饮恢复较慢、需求弱复苏的影响。

2.3、投资机会展望：白酒配置为主，大众品三条主线布局

当前市场核心变化在于对未来宏观经济预期发生改变。4月份中共中央政治局会议召开，会议指出，要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。本次会议延续的此前基调，我们对于消费政策释放的预期更加坚定，对消费板块后续呈乐观态度。食品饮料行业格局以及商业模式未变，近几年估值持续回调，更多是出于对宏观经济的担忧，进而对行业需求产生悲观情绪。随着当前政策改善预期扭转，市场悲观情绪得到缓解。食品饮料作为经济顺周期的重要行业之一，在经济向好预期强化时，更容易获得市场青睐。

2025年初至今，食品饮料近期超额收益明显，原因与外部环境、市场风格变化有关。（1）近期关税战预期升温，全球贸易冲突加剧，市场风险偏好回落，内需提振预期加强。食品饮料做为强内需板块，自然受到更多资金关注；（2）年报季报披露期间，市场可有跟随业绩波动，食品饮料做为典型的业绩稳健扎实的代表行业，承担了部分资金避险需求；板块底层逻辑是基本面确认底部区间，后续复苏预期逐渐升温。基本面底部依据：（1）目前大众需求比较平稳，商务需求虽未有明显改善，但部分市场商务活跃度已有边际提升；（2）部分企业主动收缩供给，力求实现供需平衡，减少渠道压力，释放渠道风险。（3）政策刺激力度加强，提振相关消费领域需求。如家电国补、上海北京等地消费券发放、呼和浩特大力补贴生育等，均会对消费需求形成较强刺激。近期外部形势变化较多，强化了国家提振内需市场的信心，预计后续应会陆续出台更多刺激消费政策，消费复苏预期逐渐升温。叠加板块估值已经回落至低点，基金持仓食品饮料比例一直维持在较低位置，筹码结构相对较好，此时已无悲观必要。

往2025年全年展望，食品饮料行业主线仍是消费复苏。而复苏的节奏及力度，与宏观经济较为相关。按照复苏路径推演，2025年我们更多期望经济活跃度提升带来商务消费提振，以及消费力提升带来消费升级表现。产业层面白酒企业已进入深度调整期，行业需求下行的结果已由终端经渠道传导至厂家，体现为酒企公司报表

业绩增速放缓。多数企业尊重市场客观规律，调节供应量以适应当前行业状态，2024H2 行业典型特征是酒企以业绩来换取渠道秩序的良性发展。2025 年春节白酒动销分化更加明显，一方面以茅台为代表的高端白酒与以今世缘、古井贡酒为代表的大众白酒表现较好；另一方面渠道已经深度调整的酒企动销层面已有边际向好趋势。考虑到 2025H2 后酒企将面临低基数环境，婚宴市场的修复、商务需求的边际转暖，以及叠加可能出现的刺激消费政策的加持，预计年内白酒市场环境可能稳中有升。当前白酒市场预期普遍偏低，我们建议可以逢低加大配置。下半年白酒可能出现内生催化因素：如果我们可以观察到白酒批价止跌甚至回升；或者在近几年白酒下行周期中，率先调整的企业报表增速由负转正，表明这些企业已经甩掉历史包袱，后续可以跟随经济的回暖而实现业绩的同步上行，则白酒股价有可能持续上行。具体标的以基本面良好，市占率仍可提升的名优酒企为主，推荐贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒等，受益标的今世缘等。

大众品可以选择交易策略三条主线：一是把握渠道改革与新品红利。商超渠道调改是重要契机，改革其中一项是更加注意商超选品。零售业态自身以渠道力去主动匹配品牌供应商，要求供应商具备较强的品牌力、产品力以及创新能力。而产品差异化、品类丰富度可能成为更重要的考量条件，子行业龙头、品牌企业可能受益，推荐甘源食品，受益标的盐津铺子等。二是我们预判年内餐饮可能会有小幅度复苏，婚宴的修复以及类似消费券等外部刺激可能会为餐饮带来增量，餐饮相关产业链如啤酒、调味品、速冻食品等行业可适当予以关注。三是仍然延续成本红利逻辑，可以寻找年内成本仍处下行区间，利润预期显著改善的品种，如糖蜜价格持续下行推动安琪酵母利润持续释放、燕麦价格走低带来西麦食品利润率提升等。具体来看：

策略一：把握渠道改善与新品红利。复盘历史每次零售渠道改革时总会带来成长红利，当前部分线下零售渠道面临流量流失、利润率下滑等问题，传统线下零售渠道在运营模式、服务方式等方面的不足日益显现，导致其竞争力下降，市场份额被不断挤压，部分线下渠道开始积极求变，其思路的变化给上游品牌供应方带来机会。一是部分商超企业效仿山姆会员店模式，对于进店品类严格要求，更注重产品品质，力求为消费者提供高品质体验，具有较强产品力与品牌力的上游供应企业将会受益；二是部分定位于中端消费的商超企业为了获得持续的客流量，开始进行差异化选品，同时综合考虑产品性价比，这就要求上游供应商同时具备品牌力、产品创新能力以及成本管控能力；三是以低价模式为主的连锁折扣业态，也在重新思考价格之外的核心竞争力，品类的丰富度及低成本的微创新或是突破之道。而无论哪种变革，均是零售业态自身以渠道力去主动匹配品牌供应商，这就要求供应商具备较强的品牌力、产品力以及创新能力。不单单是口味的创新，产品差异化、品类丰富度可能成为更重要的考量条件。而新品红利也是全年投资逻辑的重要部分，如盐津铺子抓住魔芋品类的红利期，叠加全渠道拓展；有友食品的脱骨鸭掌贡献一季度主要收入增量，山姆会员店的素食品类也已推出；百润股份国产威士忌已投放市场等。建议关注头部零食品牌以及具备单品突破的公司，推荐甘源食品、有友食品、百润股份，受益标的盐津铺子等。

策略二：关注餐饮链条相关产业的修复机会。2024 年餐饮行业修复仍然偏弱，有效需求不足。展望 2025 年我们认为餐饮行业可能具备修复机会，一是宴席市场需求可能回暖，婚宴需求增加；二是类似餐饮消费券等补贴政策可能持续出台，强化餐饮需求；三是商务餐饮边际已略有回暖，如果经济活跃度提升，后续商务餐饮需求可能持续增加。餐饮相关产业链如啤酒、调味品、速冻食品等行业可能带来机会，应适当予以关注。

策略四：把握上游成本变化情况，布局成本回落品种。2024年部分大宗商品以及农产品原料价格回落，减少企业利润压力。往2025年展望，部分上游成本价格仍可能继续回落，企业利润可能释放。其中重点关注燕麦价格下降带来的西麦食品的利润弹性释放机会；以及安琪酵母的主要成本糖蜜价格也可能进入下降周期，建议关注糖蜜价格回落带来的投资机会等。

3、行业：白酒调整蓄势，大众品持续分化

3.1、白酒：酒企普遍增长承压，行业进入下行周期

3.1.1、行业出现明显降速，酒企分化进一步加剧

2024年商务需求持续疲软，渠道面临库存和资金周转压力，酒企主动降低增速要求，2025年预计增长继续放缓。从消费端看，受宏观经济压力影响，白酒整体需求有明显下降，商务需求持续承压，但居民消费相对刚性。从酒企端来看，酒企2025年春节并未向渠道进行过多发货和打款要求，主要以帮助渠道动销和去库存为主，通过主动调整释放市场压力，保障渠道健康良性发展。2025年，保证价格稳定、进行库存去化成为酒企主要工作目标，去库存仍在进行，2025年增长相较2024年预计进一步放缓。

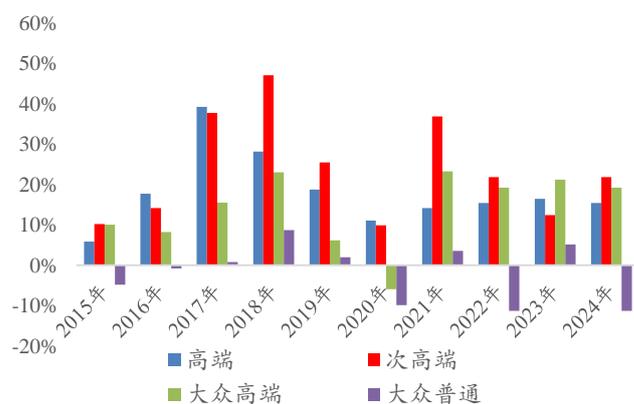
本轮白酒增长本质是由消费升级带动，行业呈现结构性繁荣。2009-2012年期间，白酒行业普惠式扩容，各个价格带的白酒都有较好表现，但是自2015年开始，白酒消费者群体由过去政务消费引领转变为大众消费、商务消费为主，消费者对品牌、品质更加重视。2015年以来高端白酒引领行业结构性增长，高端、次高端价格带增速明显快于中低端价格带，产品升级成为2015年以来白酒行业增长的主要驱动力。因此聚焦产品升级、掌控渠道秩序，成为白酒公司近年来的重点工作。

图17：2009-2012年期间，白酒各价格带均有较快增长

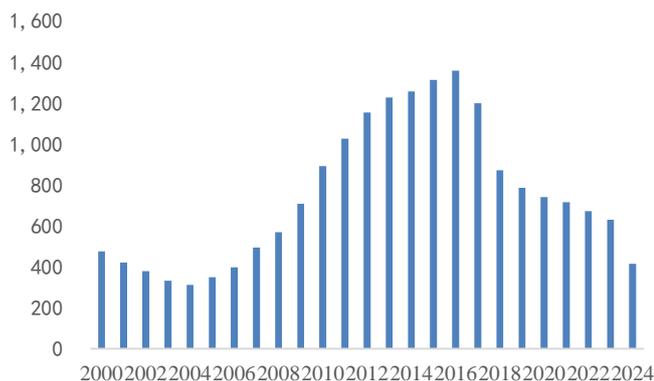


数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2015年起次高端、高端价格带收入表现好于整体



数据来源：Wind、开源证券研究所

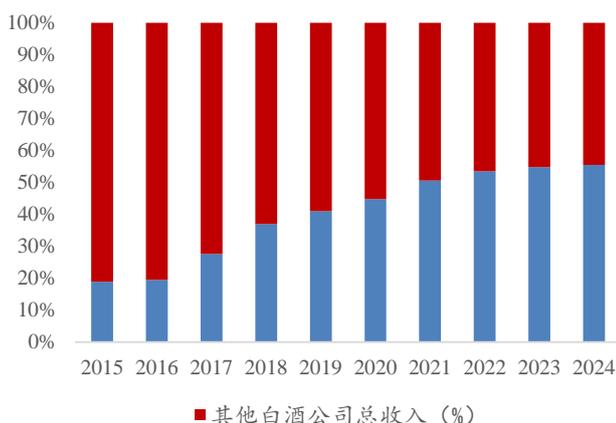
图19：2017年起全国白酒企业产量下滑（万千升）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2017年开始，全国白酒平均价格持续上涨


数据来源：Wind、开源证券研究所

行业集中度持续提升。随着消费升级的快速演进，名优酒企之间也出现了明显的分化，提前在产品布局、渠道配合上做的较好的企业势能持续释放，而没有及时把握住升级时机的酒企发展遇到瓶颈。在当前存量竞争态势更加激烈的背景下，企业的综合内功显得更加重要：例如销售团队建设、对市场状态的判断、政策灵活度和执行能力、渠道关系建设和消费者服务能力等，不同品牌之间分化态势更加明显。

图21：上市白酒公司市场份额持续提升


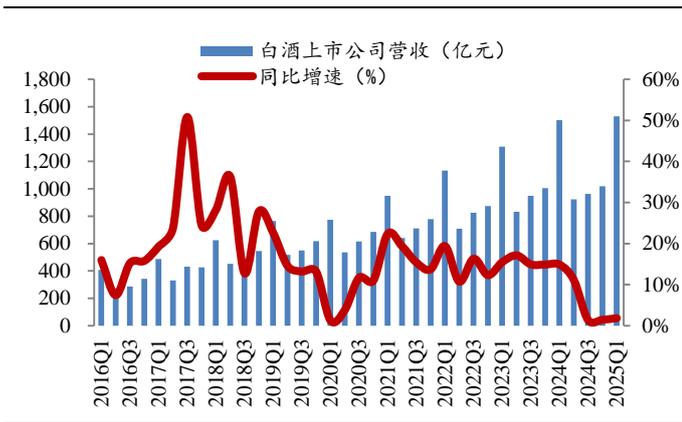
数据来源：国家统计局、中国酒业协会、Wind、开源证券研究所

图22：规模以上白酒企业数量 2018 年以来下降明显

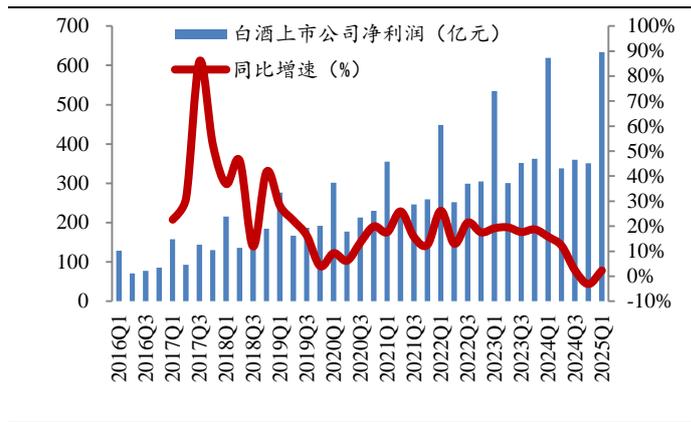

数据来源：国家统计局、中国酒业协会、开源证券研究所

3.1.2、一季度白酒增速明显放缓，高端和大众高端保持稳步增长

去库存和高基数影响下，白酒上市公司整体收入和净利润同比微增，较 24 年明显放缓。2024 年全年，一方面政商务消费需求有所承压；另一方大众居民消费相对谨慎，中秋国庆期间宴席、餐饮等消费场景表现偏弱，全年库存矛盾突出，酒企普遍带高库存进入 2025 年春节，因此 2025Q1 报表增长表现不佳。整体来看，2025Q1 白酒上市公司（剔除岩石股份与天佑德酒，下同）业绩保持稳步增长，但增速环比持续放缓，2025Q1 上市白酒公司整体收入 1529.7 亿元，同比增长 1.8%，实现净利润 633.4 亿元，同比增长 2.3%。

图23：2025Q1 上市白酒企业收入同比增长 1.8%


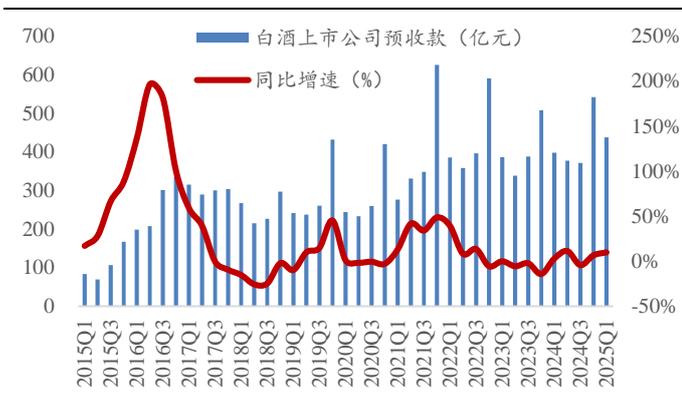
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2025Q1 上市白酒企业利润同比增长 2.3%


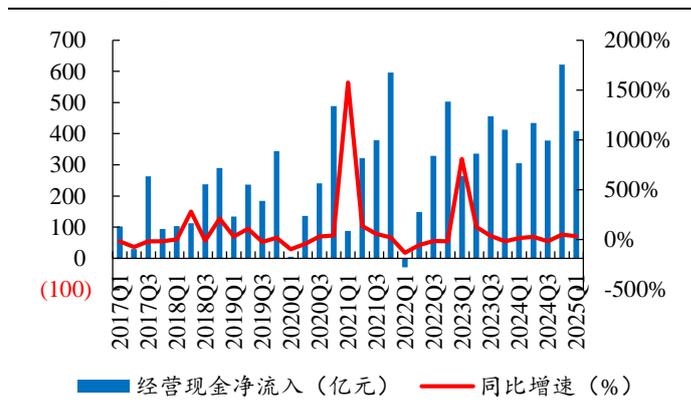
数据来源：Wind、开源证券研究所

2025 年一季度末预收款规模同比减少，大部分酒企主动调整，帮助渠道清理库存，释放压力。由于 2024 年积累了较多库存，2025 年春节期间渠道普遍回款意愿相对偏弱，同时商务和团购需求在春节期间依然较为疲软，大部分厂家选择主动调整，帮助渠道消化库存为主，并未在回款上做过多要求，酒企整体预收款规模相对表现较弱。2025 年 3 月末上市白酒公司合同负债总额 437.94 亿元，环比 2024 年 Q4 减少 103.7 亿元，同比 2024 年 3 月末增加 39.8 亿元。

2025Q1 上市公司经营现金流入同比下降，主要系大部分酒企主动调整经营节奏。2024Q1-2025Q1 上市公司整体经营性现金净流入额同比增速分别为+15%、+29%、-17%、+51%、+34%。2025 年一季度贵州茅台和五粮液经营现金净流入相对较多，其他酒企现金流表现一般，剔除贵州茅台和五粮液后，2025Q1 其他公司经营现金净流入同比下滑 22%，上市酒企（剔除茅五）经营活动现金流较 2024 年 Q1 减少。

图25：2025Q1 白酒企业预收账款规模环比减少


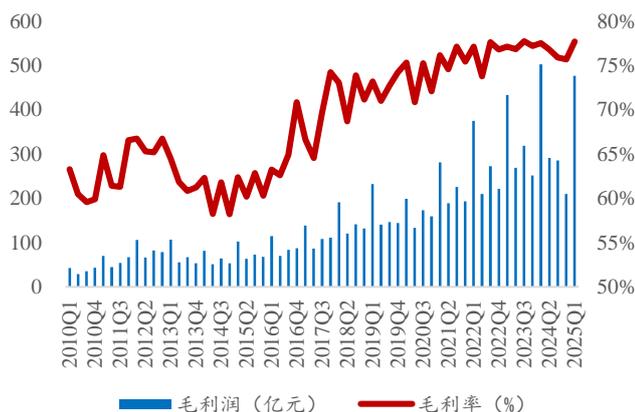
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2025Q1 白酒企业经营性现金净流入同比增加


数据来源：Wind、开源证券研究所

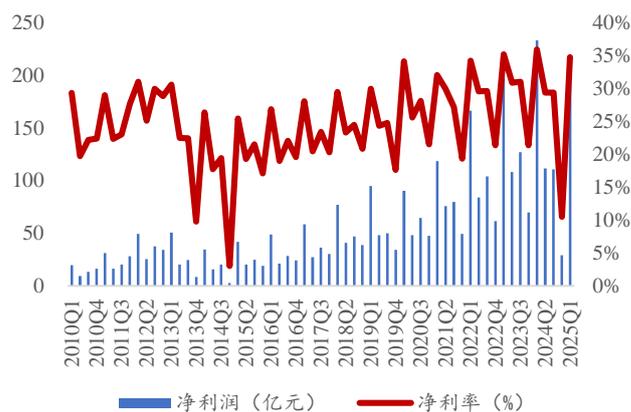
上市酒企毛利率稳定，销售费用率提升下，净利率同比下降。2025Q1 上市白酒公司（剔除茅五）毛利率为 77.72%，同比 2024Q1 增加 0.16pct。Q1 管理费用率随着规模化提升呈现稳步下降趋势。考虑到渠道资金周转率下降，盈利能力承压，酒企进一步通过加大市场投放向渠道让利，但酒企销售费用投放更侧重终端和消费者端，通过扫码红包、瓶盖活动等方式，促进终端提升开瓶率。2025Q1 上市公司整体（剔除茅五）管理费用率和销售费用率分别为 7.80%和 13.80%，同比分别+0.93pct、+1.53pct；净利率为 34.82%，同比下降 1.17pct。

图27：2025Q1 白酒企业整体毛利率同比提升



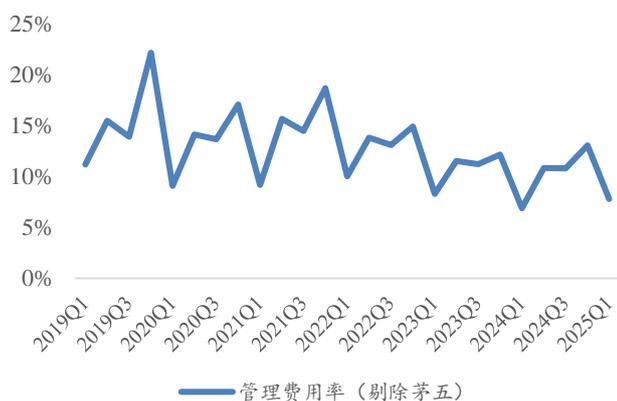
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2025Q1 上市白酒企业净利率同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2025Q1 白酒企业管理费用率同比增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

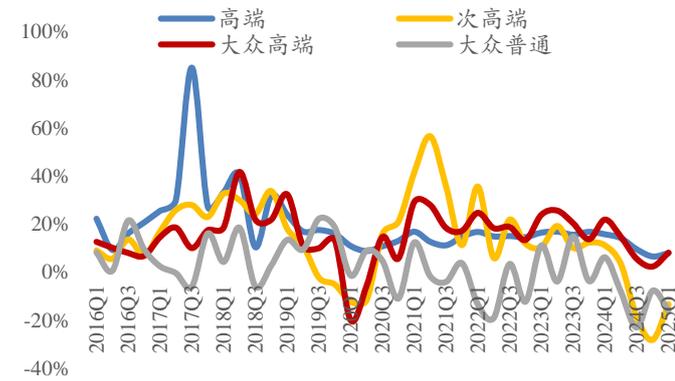
图30：2025Q1 白酒企业销售费用率同比上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

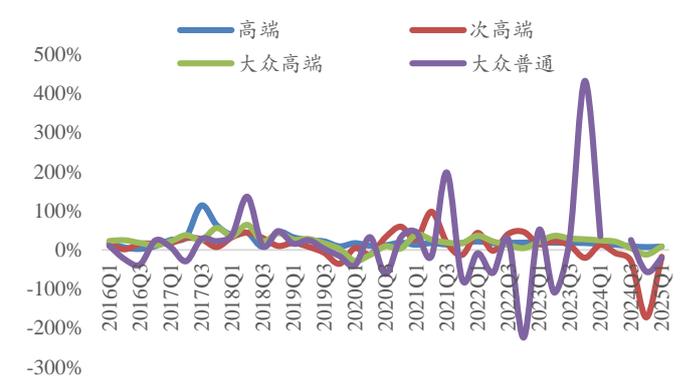
分价格带看：2025Q1 高端和大众高端价格带稳步增长，次高端依然承压。目前品牌集中度提升背景下，高端白酒需求预计有下降，但是渠道对品牌的忠诚度高，经销商实力强，大众高档白酒在宴席和餐饮场景仍有一定需求，次高端白酒增长存在一定压力。分价格带来看，高端酒整体保持稳健增长，2024Q2-2025Q1 高端酒收入同比增速分别为+14%、+10%、+7%、+8%。次高端消费大多以商务消费为主，三季度商务和团购需求复苏较为疲软，业绩增速环比有所下降，2024Q2-2025Q1 次高端酒收入同比增速分别为+4%、-19%、-28%、-13%。大众区域酒延续稳健增长，但头部区域酒企增速环比有所放缓，2024Q2-2025Q1 大众高端酒收入增速分别为+15%、+6%、+2%、+8%。

图31：2025Q1 高端和大众高端收入增速更快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2025Q1 大众高端利润增速最快



数据来源：Wind、开源证券研究所

高端白酒业绩增速环比下降，酒企主动进行调整，收入利润符合预期。高端酒企依托品牌优势和多元化需求保持了相对稳健增长，虽然收入利润增速环比下降，但考虑宏观环境影响，业绩表现符合预期。贵州茅台 2025Q1 公司实现营业总收入 514.4 亿元，同比+10.7%，实现归母净利润 268.5 亿元，同比+11.6%。其中茅台酒、系列酒均有较高增长。2025Q1 茅台酒实现收入 435.6 亿元，同比+9.7%。主要原因是一季度发货节奏较 2024 年同期略快，公斤装放量明显，对收入贡献较大。系列酒收入 70.2 亿元，同比+18.3%，预计 1935 继续招商放量贡献。五粮液 2025 年一季度也取得不错的成绩，2025Q1 公司实现营收 369.4 亿，+6.1%，归母净利润 148.6 亿，同比+5.8%。公司为改善渠道利润，维护品牌价值，严格控制库存和发货量，春节期间普五价格较为稳定，并且在推进重要的渠道变革。泸州老窖一季度放缓明显，不过仍有略微增长，主要系经济环境压力下，白酒需求持续走弱，公司通过调控发货和回款节奏，保障渠道平稳发展，缓解库存和资金压力，蓄势长期发展。

表2：高端白酒 2025Q1 营收和利润增速环比改善，毛利率、净利率相对平稳

简称	项目/时间	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
贵州茅台	营收增速	19.8%	18.0%	17.0%	15.6%	12.8%	10.7%
	净利润增速	19.3%	15.7%	16.1%	13.2%	16.2%	11.6%
	毛利率	92.7%	92.7%	90.9%	91.2%	93.0%	92.1%
	销售费用率	3.5%	2.5%	4.0%	4.1%	2.8%	2.9%
	净利率	48.3%	51.8%	47.7%	48.2%	49.8%	52.2%
五粮液	营收增速	14.0%	11.9%	10.1%	1.4%	2.5%	6.1%
	净利润增速	10.1%	12.0%	11.5%	1.3%	-6.2%	5.8%
	毛利率	75.6%	78.4%	75.0%	76.2%	77.0%	77.7%
	销售费用率	7.6%	7.5%	17.3%	14.0%	13.7%	6.5%
	净利率	35.6%	40.3%	31.7%	34.0%	32.6%	40.2%
泸州老窖	营收增速	9.1%	20.7%	10.5%	0.7%	-16.9%	1.8%
	净利润增速	24.8%	23.2%	2.2%	2.6%	-29.9%	0.4%
	毛利率	87.9%	88.4%	88.8%	88.1%	84.4%	86.5%
	销售费用率	18.9%	7.8%	11.8%	11.8%	15.1%	8.2%
	净利率	32.3%	49.8%	44.8%	48.2%	27.3%	49.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

商务消费活动恢复较慢，次高端酒企仍处于承压阶段，业绩延续分化增长。受宏观经济影响，商务消费场景恢复节奏相对较慢，次高端酒企由于品牌势能、渠道建设和库存情况不同，因此在业绩表现上存在较大差异。分品牌看，山西汾酒在2024年高基数基础上一季度仍然实现了营收增长8%，主要得益于清香型白酒氛围扩大，以及前几年有节奏的做好了库存的管理，做好了速度和质量的平衡。水井坊2025Q1实现增长3%，也是得益于一直以来持续坚持门店深耕策略，以及省代模式带来的渠道韧性。舍得酒业、酒鬼酒Q1收入分别下降25%、30%，下降幅度仍然较大，一方面2024Q1基数较高，另一方面，他们从2024年下半年才开始主动对渠道管理、库存管理等方面的问题进行调整，预计2025年仍是深度调整期。

表3：2025Q1次高端品牌收入和净利润增速有所分化

简称	项目/时间	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
水井坊	营收增速	51.3%	9.4%	16.6%	0.4%	4.7%	2.7%
	净利润增速	53.2%	16.8%	29.6%	7.7%	-12.3%	2.1%
	毛利率	83.1%	80.5%	81.5%	84.6%	82.3%	82.0%
	销售费用率	36.8%	35.1%	32.2%	8.4%	38.7%	27.5%
	净利率	18.0%	20.0%	7.1%	42.6%	15.1%	19.8%
舍得酒业	营收增速	27.6%	4.2%	-22.7%	-30.7%	-51.1%	-25.1%
	净利润增速	-1.9%	-3.4%	-88.4%	-79.2%	-167.9%	-37.1%
	毛利率	72.3%	74.2%	60.9%	63.7%	53.7%	69.4%
	销售费用率	16.5%	16.3%	27.0%	24.8%	36.0%	19.4%
	净利率	25.9%	26.1%	3.5%	6.6%	-36.0%	22.0%
山西汾酒	营收增速	27.4%	20.9%	17.1%	11.4%	-10.2%	7.7%
	净利润增速	2.0%	30.0%	10.2%	10.4%	-11.3%	6.2%
	毛利率	72.1%	77.5%	75.1%	74.3%	77.4%	78.8%
	销售费用率	13.3%	7.5%	11.5%	10.5%	17.6%	9.2%
	净利率	19.4%	40.8%	29.0%	34.1%	19.2%	40.2%
酒鬼酒	营收增速	21.7%	-48.8%	-13.3%	-67.2%	-66.2%	-30.3%
	净利润增速	-10.1%	-75.6%	-60.9%	-213.7%	-163.7%	-56.8%
	毛利率	76.6%	71.1%	75.6%	64.0%	69.1%	70.7%
	销售费用率	39.6%	33.9%	35.5%	66.3%	58.4%	27.7%
	净利率	10.1%	14.9%	9.5%	-32.8%	-18.9%	9.2%
洋河股份	营收增速	-21.5%	8.0%	-3.0%	-44.8%	-52.2%	-31.9%
	净利润增速	-161.3%	5.0%	-9.7%	-73.0%	916.0%	-39.9%
	毛利率	69.6%	76.0%	73.7%	66.2%	59.9%	75.6%
	销售费用率	64.2%	8.5%	18.5%	27.8%	118.8%	12.4%
	净利率	-6.6%	37.3%	28.6%	13.6%	-140.1%	32.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

区域头部酒企主动放缓经营节奏，整体保持稳健增长。24年以及25Q1区域头部酒企延续稳健增长趋势，但业绩增速环比有所下降，主要系大众白酒消费需求表现平淡，江苏和安徽白酒行业竞争压力持续加剧，头部酒企主动调整经营节奏，释放报表压力。分品牌看，古井贡酒Q1营业总收入同比增长10.4%；归母净利润同比增长12.8%，业绩保持稳步增长，预计主要系大众价位产品贡献增量，定位次高端的

古 20 增速有所回落。今世缘营收增长 9.2%，主要靠 V 系列以及低档产品转化竞品份额实现了稳健增长，省内面临的竞争格局进一步激烈。迎驾贡一季度增速不及预期，主要是公司主动控制库存，同时省内存量竞争趋势更加明显。口子窖倒是一季度做了正增长，超市场预期，我们分析是由于公司独特的大商制结构，在白酒上行周期中可能弹性不足，但是下行周期中由于厂商关系、资金实力更有优势，反而有超额。

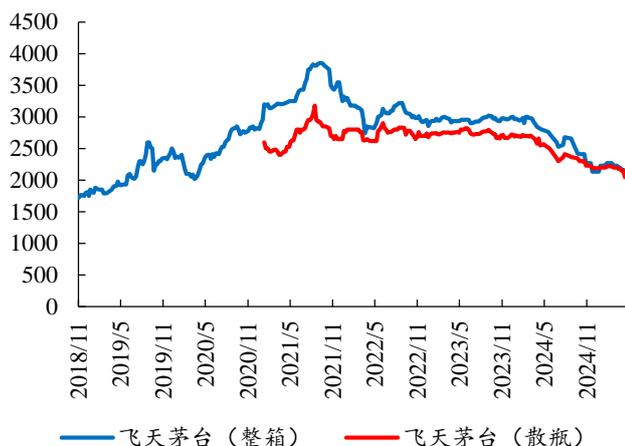
表4：大众高端白酒 2025Q1 业绩增速环比改善

简称	项目/时间	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
古井贡酒	营收增速	8.9%	25.9%	16.8%	13.4%	4.8%	10.4%
	净利润增速	49.2%	31.6%	24.6%	13.6%	-0.7%	12.8%
	毛利率	79.2%	80.3%	80.5%	77.9%	80.7%	79.7%
	销售费用率	25.0%	27.2%	24.6%	23.0%	30.1%	26.6%
	净利率	18.1%	24.9%	27.3%	22.3%	17.1%	25.5%
口子窖	营收增速	10.4%	11.1%	5.9%	-22.0%	9.0%	2.4%
	净利润增速	6.9%	10.0%	15.1%	-27.7%	-7.5%	3.6%
	毛利率	75.1%	76.5%	75.0%	71.9%	74.1%	76.2%
	销售费用率	35.8%	14.2%	12.2%	20.6%	38.3%	13.3%
	净利率	24.6%	33.3%	25.7%	30.3%	20.8%	33.7%
今世缘	营收增速	26.7%	22.8%	21.5%	10.1%	-7.6%	9.2%
	净利润增速	18.8%	22.1%	16.9%	6.6%	-34.8%	7.3%
	毛利率	88.4%	74.2%	73.0%	75.6%	77.7%	73.6%
	销售费用率	19.9%	18.0%	21.0%	24.1%	17.5%	16.8%
	净利率	28.8%	32.8%	35.3%	23.7%	20.3%	32.2%
迎驾贡酒	营收增速	18.8%	21.3%	19.0%	4.0%	-4.5%	-11.9%
	净利润增速	26.0%	30.4%	28.0%	6.2%	-7.9%	-9.2%
	毛利率	70.7%	75.1%	71.1%	75.8%	72.9%	76.5%
	销售费用率	9.1%	6.7%	10.0%	9.0%	11.4%	7.7%
	净利率	33.0%	39.3%	31.9%	36.3%	31.9%	40.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

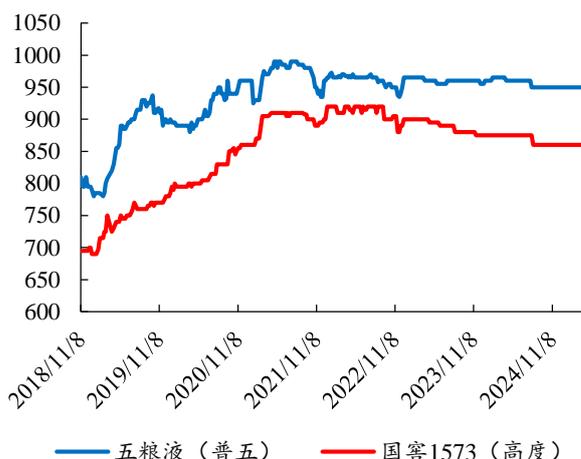
展望 2025 年全年，需求改善缓慢下，高端白酒价格预计仍要承压。2024 年春节期受益于高端礼赠需求较高，高端白酒整体批价相对平稳。春节后高端白酒批价普遍有所下滑，一方面行业进入淡季，消费需求有所减少；另一方面贵州茅台在大量投放公斤装、加快企业团购渠道放量，引发传统渠道担忧，导致茅台酒价格下滑。但长期来看高端白酒批价有望迎来稳步上升趋势，一方面当前消费场景恢复较快，高端宴请和礼赠需求得到释放；另一方面随着促经济政策逐步推出，社会经济活跃度开始稳步恢复，商务活动有望逐步增多。五粮液对普五进行缩量 and 上调出厂价格，普五批价已逐步企稳回升，有望向千元价格带进发。泸州老窖将坚持高低度国窖协同运作，高度国窖稳步推进控量挺价策略，打造高端品牌影响力，低度国窖承担放量增长。

图33：飞天（散瓶）价格 2022 年相对平稳（单位：元）



数据来源：今日酒价、开源证券研究所

图34：五粮液和国窖价格波动前行（单位：元）



数据来源：今日酒价、开源证券研究所

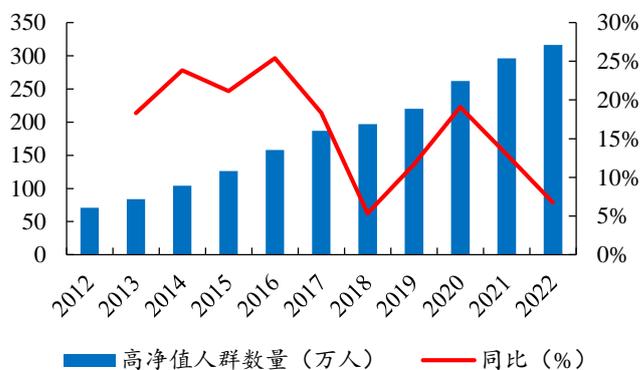
长期来看，**高端酒确定性与成长性兼备**。居民消费持续升级是高端白酒扩容的基础。2013 年以来我国居民收入快速增长，平均财富水平不断增加。一方面中产阶级不断扩容，另一方面富裕阶层财富水平也持续提升。随着财富的提升，消费信心增加，消费者更多的追求高价格、高品质、能体现个人财富地位的商品。2015-2024 年，高端白酒市场规模复合增速 20.3%，随着高净值人群数量和资产量的提升，高端白酒市场仍将持续扩容。

图35：高端白酒规模持续增长



数据来源：Wind、酒业家、开源证券研究所

图36：高净值人群数量持续增长（单位：万人）



数据来源：Wind、开源证券研究所

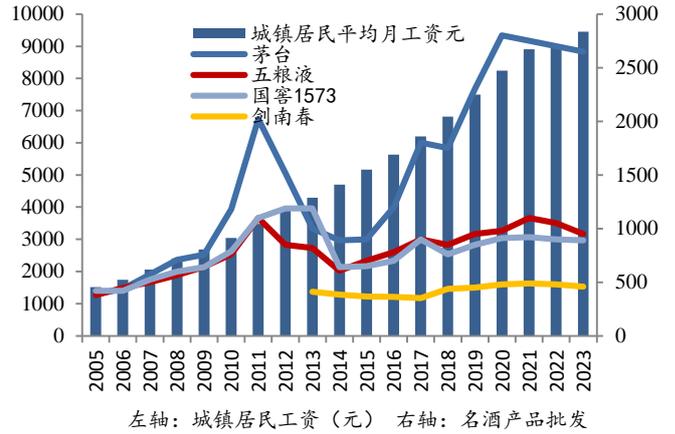
拆分来看，**高端白酒量价均有提升空间**。高端白酒 2024 年销量约 8.7 万吨，2015-2024 年复合增速 12.1%，受益于消费升级和品牌化带动，预计未来高端酒销量仍能保持年均 6%-10% 左右增速。2023 年末城镇居民平均月工资水平较 2011 年已经翻倍，飞天茅台、五粮液、国窖 1573 终端价格刚达到 2011 年时最高点水平。2023 年 11 月 1 日，飞天茅台宣布出厂价提升 20%，终端指导价格不变，预计后续仍有提价动力和空间，打开了高端白酒价格的天花板，因此考虑到居民消费水平提升幅度与高端白酒产能的稀缺性，目前高端白酒价格仍有提升空间。

图37：高端酒历史销量增长稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：高端酒价格仍在可接受范围内



数据来源：Wind、今日酒价、开源证券研究所

2020-2024 年受到经济环境影响，次高端白酒经营状态波动较大。部分次高端企业仍处于渠道巩固、空白渠道建设阶段，产品使用场景以商宴为主。相较高端白酒家喻户晓的品牌知名度以及区域白酒多年完善的渠道建设，部分次高端企业自 2015 年-2020 年才陆续重塑经销商体系，重点市场深耕程度仍有不足（山西汾酒大基地市场质量较好），仍有较多潜力市场等待开发：水井坊 2015 年开始重塑通路、酒鬼酒 2019 年正式开始以内参为先锋发力全国，舍得酒业 2020 年开始重新大规模招商。2020 年以来线下消费场景受限令空白市场招商和销售员异地拓展阶段性受阻，消费者培育活动开展难度加大。次高端产品主要使用场景是商务宴请、企业活动等，疫情防控常态化对该场景影响较大，次高端酒企阶段性面临的调整和压力会较高端和大众产品更大一些。

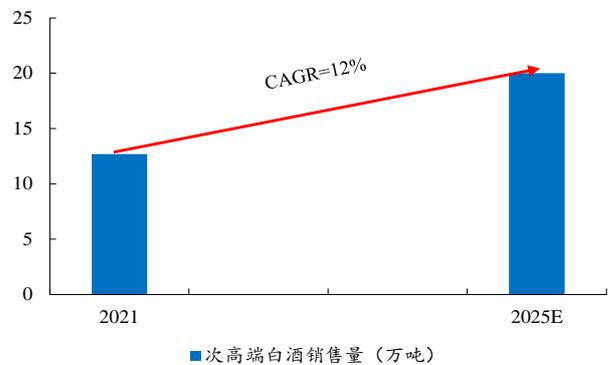
中长期经济复苏将拉动次高端酒价格带上移，次高端仍是成长潜力最大价格带。次高端酒消费升级与经济环境相关性较大，一方面在服务业、制造业经营改善后，居民就业率和收入水平得到提升，推动白酒消费升级趋势延续，大量 100-300 元消费群体将向升级至 300 元以上价格带，进而拉动次高端白酒价格提升。另一方面，经济增长下高端白酒批价将先于次高端白酒提升，随着五粮液和泸州老窖提升至千元价位后，将进一步打开次高端价格上限，为次高端酒价格上移提供良好环境。

图39：销售额角度看预计 2025 年次高端份额继续提升



数据来源：观研报告网

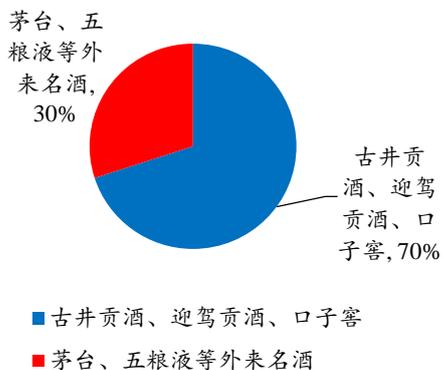
图40：销量角度看预计 2025 年次高端销量稳步提升



数据来源：观研报告网、开源证券研究所

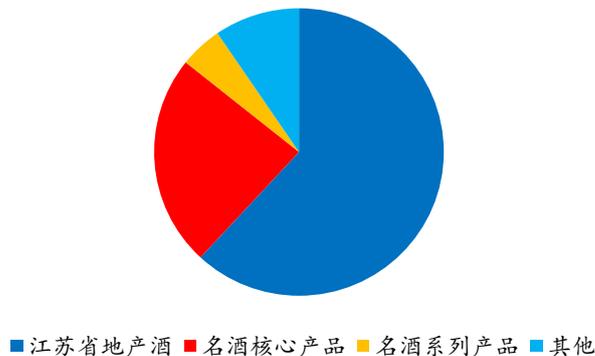
增量放缓背景下，区域酒企在基地市场集中度提升速度加快。面对严峻的行业环境，强势地产酒一方面通过强大的组织能力，进一步加大费用投入，咬定全年目标不放松。另一方面，渠道主动抛弃新兴品牌，加强与传统品牌的合作，区域强势市场份额进一步提升，从而实现了业绩的稳定增长。反观三四线弱势地产白酒，面对强势品牌的大力抢夺，弱势地产酒品牌营收普遍出现大幅下滑。

图41：2024年安徽省内白酒品牌市占率达70%



数据来源：Wind、酒业家、开源证券研究所

图42：2022年江苏省内地产酒品牌市占率超60%



数据来源：Wind、酒说、开源证券研究所

长期展望来看，区域白酒持续升级是主要增长动力。目前全国大部分地区大众宴席主流消费价格带区大部分在200元及以下，近年来区域强势酒企也在大本营市场积极推进产品升级，凭借坚实的渠道基础和消费者品牌忠诚度，近年来普遍在300-500元价格带布局上有了良好的成果，未来结构升级将是大众酒龙头业绩增长的主要驱动力之一。

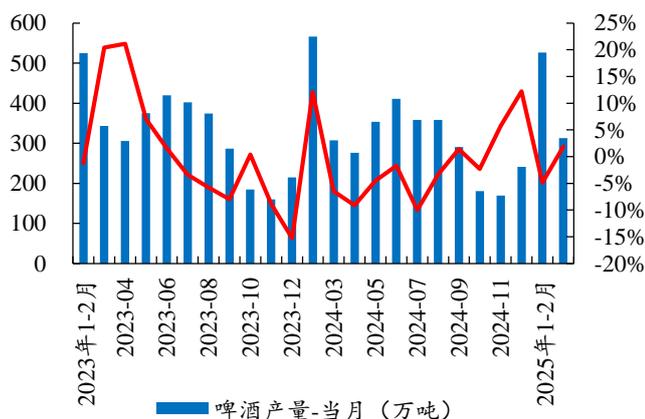
总结：1、先量后价，销量的增长是价格恢复的先行阶段。2025年随着消费场景快速恢复，白酒销量有望实现较好提升，上半年场景修复下白酒完成库存去化，下半年多数酒企将以正常状态开展市场活动。

2、行业生态健康，需求持续恢复，价格有望实现从企稳到回升。对价格和升级趋势的担忧成为压制行业估值的主要因素。随着宏观经济形式逐步好转，经济增速和人均收入稳步提升，推动白酒价格回升，行业重新进入量价良性循环。

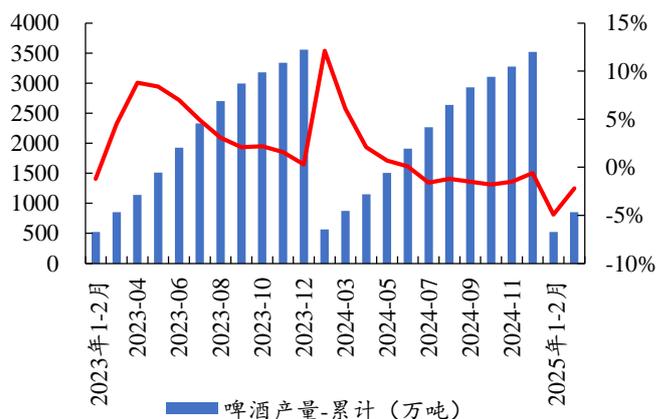
3、高端兼具稳定性和成长性，次高端将跟随经济迎来弹性增长，区域龙头酒企持续加强竞争力。同时在分化进一步加剧的背景下，我们建议选择管理机制好、营运能力强的公司，推荐贵州茅台，山西汾酒、五粮液、古井贡酒。

3.2、啤酒：轻装上阵、底部爬升，销量优先、其次结构

2025Q1 啤酒产量同比维持负增长，旺季需求承压。2024年国内啤酒累计产量3521.3万吨，同比-0.6%，其中2024年7-9月行业放弃全年目标，渠道去库存趋势下，10-12月啤酒产量逐渐迎来修复，同比分别-2.3%、5.7%、+12.2%，尽管行业需求短期仍不够景气，渠道补库存却带动产量修复。2025Q1产量高基数下降幅有限，同比-2.2%；其中1-2月、3月单月同比分别-4.9%、+1.9%，3月份产量有一定修复，单月数据波动较大主因基数仍波动较大。当前行业逐渐进入旺季补库存阶段，需求端在政策刺激落地后有一定提振，不过持续性仍面临一定压力，修复过程中或反复。不过，总体上我们对2025年啤酒修复仍持乐观态度。

图43：2025年3月啤酒产量同比增1.6%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：2025Q1啤酒累计产量同比下降2.2%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2025Q1 行业迎来恢复性增长，销量增长为主、短期结构下移。2025Q1 主要上市啤酒企业营收增速恢复正增长，2024Q3 以来行业去库存之后，啤酒企业释放压力，2025 年轻装上阵。分公司来看，主要龙头青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒营收同比+2.91%、+1.46%、+10.69%、+6.69%，大多恢复到中个位数上下增长。我们认为，2025Q1 啤酒行业恢复性增长主要来自销量增长贡献，结构上来低端啤酒增速更高，阶段性结构有所下移。侧面印证餐饮需求、家庭消费需求正初步缓慢复苏，或许后续修复仍有反复。但 2025Q2 行业迎来旺季补库存，销量确定性依然较高，继续观察结构能否再上台阶。

表5：2025Q1 单季啤酒上市公司营收大多恢复正增长

	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
青岛啤酒	-4.58%	-3.37%	-5.19%	-8.89%	-5.28%	7.44%	2.91%
重庆啤酒	6.51%	-3.76%	7.16%	1.54%	-7.11%	-11.45%	1.46%
珠江啤酒	5.94%	1.16%	7.05%	8.07%	6.89%	2.11%	10.69%
燕京啤酒	8.53%	-4.41%	1.72%	8.79%	0.19%	1.32%	6.69%
惠泉啤酒	4.15%	-64.66%	2.86%	-1.33%	-0.38%	145.49%	0.35%
兰州黄河	-10.64%	-11.73%	-26.86%	4.05%	-4.94%	-23.54%	-11.49%
*ST 西发	228.62%	46.47%	-0.70%	81.12%	8.02%	34.07%	15.80%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2025Q1 继续受益原料价格下行，大多啤酒企业毛利率改善。从毛利率表现来看，2025Q1 啤酒企业毛利率大多有所改善，其中青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒等毛利率同比+1.20pct、+0.52pct、+2.87pct、+5.61pct。啤酒板块毛利率同比改善主因成本下降，其中主因麦芽、铝罐、玻璃瓶等原料价格下降。从提升幅度来看，青岛啤酒、珠江啤酒修复幅度放缓，燕京啤酒修复幅度较大。从销售费用率来看，除燕京啤酒以外主流酒企销售费用率稳中有降，主因 2025Q1 市场仍在观望需求修复情况，投入相对谨慎。从净利率来看，啤酒企业净利率大多有所提升，主因成本改善。

2025Q1 龙头净利润增速转正，区域龙头弹性更大。2025Q1 龙头利润增速大多恢复正增长。分公司看，各企业表现趋于收敛，青岛啤酒、重庆啤酒利润增速相对一致，净利润增速个位数增长，区域酒企净利润增速更高，珠江啤酒、燕京啤酒等

2025Q1 利润弹性较大。我们认为主因全国型龙头体量更大，结构升级完成较早，泛全国化或区域龙头仍有一定升级空间和区域性差异。

表6：2025Q1 多数啤酒企业毛利率同比提升

证券简称	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
青岛啤酒	40.93%	27.47%	40.44%	42.79%	42.12%	26.24%	41.64%
重庆啤酒	50.53%	48.79%	47.90%	50.45%	49.17%	43.38%	48.42%
珠江啤酒	45.74%	27.70%	42.13%	53.11%	49.77%	28.84%	45.00%
燕京啤酒	47.96%	-6.57%	37.18%	48.33%	47.99%	9.86%	42.79%
惠泉啤酒	33.19%	-34.70%	30.64%	35.57%	35.87%	-4.01%	32.05%
兰州黄河	26.35%	-16.74%	10.81%	16.51%	26.87%	-49.50%	15.25%
*ST 西发	30.08%	30.40%	33.05%	39.47%	42.31%	39.43%	42.81%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：2025Q1 主流酒企销售费用率同比稳中有降

证券简称	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
青岛啤酒	11.67%	41.42%	12.83%	8.75%	14.08%	37.18%	12.53%
重庆啤酒	15.60%	33.10%	13.13%	17.20%	14.74%	34.40%	12.74%
珠江啤酒	13.09%	23.43%	16.62%	13.06%	15.22%	15.96%	15.78%
燕京啤酒	15.89%	-0.58%	11.93%	10.01%	13.86%	2.60%	15.65%
惠泉啤酒	1.13%	15.18%	9.09%	6.71%	1.72%	1.26%	6.88%
兰州黄河	15.46%	24.67%	16.17%	27.83%	43.97%	33.88%	15.51%
*ST 西发	1.78%	1.74%	2.30%	3.42%	4.16%	3.19%	8.61%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：2025Q1 大多数啤酒企业净利率同比提升

证券简称	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
青岛啤酒	16.17%	-21.99%	15.99%	21.15%	15.85%	-20.09%	16.64%
重庆啤酒	21.36%	0.15%	20.94%	19.71%	20.64%	-26.38%	21.61%
珠江啤酒	15.90%	-2.12%	11.37%	20.49%	16.47%	0.82%	13.16%
燕京啤酒	11.42%	-16.75%	3.61%	16.66%	13.37%	-10.45%	5.94%
惠泉啤酒	17.26%	-68.98%	3.54%	12.81%	20.02%	-27.01%	4.32%
兰州黄河	-10.46%	-176.89%	-15.37%	-20.72%	-60.26%	-275.04%	4.88%
*ST 西发	-7.07%	80.24%	10.61%	20.95%	26.03%	14.93%	18.57%

数据来源：Wind、开源证券研究所

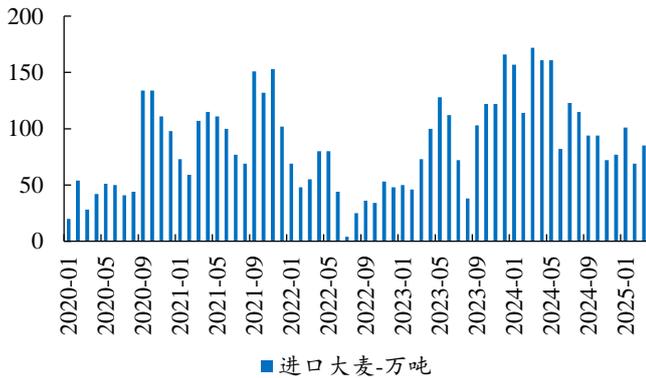
表9：2025Q1 龙头净利润增速个位数增长，珠江和燕京啤酒弹性更大

	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
青岛啤酒	4.75%	-15.01%	10.06%	3.55%	-9.03%	-0.79%	7.08%
重庆啤酒	5.32%	-109.23%	16.78%	-5.99%	-10.10%	-2801.45%	4.59%
珠江啤酒	8.03%	-171.86%	39.37%	35.63%	10.60%	118.74%	29.83%
燕京啤酒	37.37%	2.78%	58.90%	45.91%	19.84%	25.35%	61.10%
惠泉啤酒	26.73%	-68.59%	468.51%	23.62%	15.36%	4.08%	23.72%
兰州黄河	84.99%	-482.62%	70.92%	-135.74%	-381.35%	-5.63%	934.62%
*ST 西发	46.27%	176.37%	102.74%	180.74%	203.76%	-92.01%	791.12%

数据来源：Wind、开源证券研究所

卸下包袱、轻装上阵，销量为先、其次结构。2024 年行业受消费力下行、餐饮需求疲软影响，主流酒企表现疲软，量价表现有所回落，中高档啤酒竞争逐渐激烈、增速放缓，行业高端化进程阶段性放缓。但随着 2024Q3 行业达成共识，从企业到渠道去库存释放行业压力，渠道得以缓冲休整。2025Q1 行业高基数下销量逐步修复，趋势上来看仍有积极意义。尽管短期修复仍有一定的不确定性，但行业整体思路清晰，即销量修复为先、其次结构升级，各大企业瞄准中腰部价格带、壮大实力，为未来结构升级打下基础。行业即将迎来啤酒消费旺季，我们认为仍可乐观看待，随着宏观刺激政策落地，叠加旺季补库存，销量修复确定性较高，结构或呈现弱复苏态势。

图45：进口大麦数量逐渐恢复到常态、囤货情况减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：2023 年以来大麦进口均价持续回落

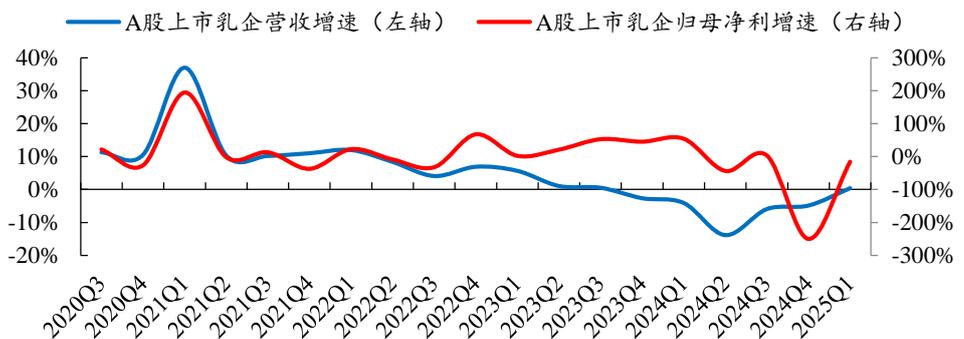


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、乳制品：乳制品需求仍承压，行业竞争理性

乳制品需求仍偏弱，2025Q1 乳企营收温和增长、剔除龙头影响后利润有所改善。一季度尽管有春节影响，但乳企基于对未来需求的谨慎判断，备货较为保守，对库存新鲜度把控较为严格，上市乳企 2025Q1 营收同比增 0.4%，渠道库存健康的基础上后续有望实现良好增长；2025Q1 上市乳企归母净利润同比降 15.7%，主因龙头伊利股份 2024Q1 高基数影响，剔除龙头影响后归母净利润同比增 8.1%，一季度上游奶价仍持续下行带来成本红利，叠加渠道调整完成后买赠促销力度减小、产品价格有所回升，后续盈利端修复。尽管短期行业发展承压，但长期看中国人均牛奶饮用量仅为世界平均水平的 1/3，且各个子行业发展程度不一，未来乳制品行业发展空间广阔。

图47：2025Q1 A 股上市乳企营收同比增 0.4%，归母净利润同比降 15.7%



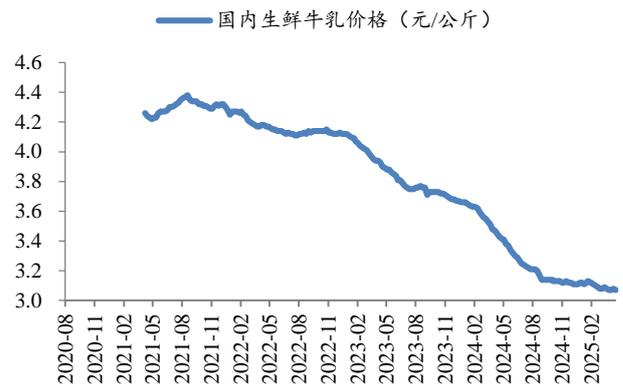
数据来源：Wind、开源证券研究所

奶价延续下行趋势，预计三季度奶价压力趋缓。2025Q1 原奶供需环境仍宽裕，原奶价格延续下行趋势。2025年4月24日，国内生鲜乳价格3.1元/公斤，环比-0.3%，同比-10.5%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中；2025年4月15日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价4171美元/吨，环比+2.7%，同比+28.7%。促消费政策及上游出清预计带动供需同步改善，2025年原奶价格下行压力逐渐趋缓，有望迎来供需平衡点。长期看，我国奶牛存栏量仍处低位，在环保政策严格、土地资源紧缺的背景下，奶源供给增长仍较为缓慢；乳制品需求旺盛、上下游合作深化下，预计未来原奶长期会处于供需紧平衡状态，原奶价格相对平稳。

图48：2025年4月15日全脂奶粉中标价同比+28.7%



图49：2025年4月24日生鲜乳价格同比-10.5%



数据来源：GDT、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2025Q1 乳制品行业促销力度减小，全年仍将保持理性。2025Q1 原奶供给宽裕，乳制品需求仍偏弱，但主要乳企自2024年完成渠道调整工作后库存水平始终保持健康，促销力度减小。展望全年，原奶价格延续下行趋势，但因乳制品龙头企业均重视盈利能力提升，预计行业竞争仍较为理性。往长期展望，龙头乳企伊利股份、蒙牛乳业均要求保证盈利能力基础上的收入增长，费用投放更倾向于品牌等方面，形成品牌渠道合力，进一步增强企业核心竞争力，预计长期行业竞争会较为理性。

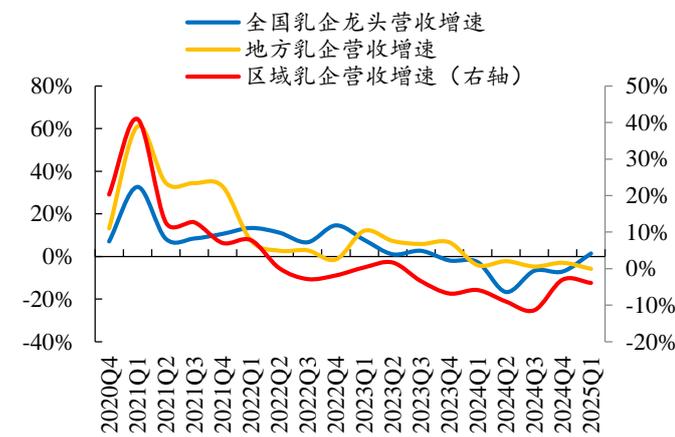
行业集中度持续提升，龙头领先优势稳固。2025Q1 龙头伊利股份液态奶份额进一步提升，领先优势扩大；成人奶粉、冷饮均稳居市场第一。龙头伊利股份、蒙牛乳业不断升级产品结构、坚持精耕策略、完善上游奶源战略布局、持续提升品牌力，领先优势稳固，毛利率持续提升，市场份额仍有望不断扩大，乳制品行业集中度有望持续提升。

乳企营收均有下滑、净利稳步增长，全国乳企净利率改善明显。根据乳企规模和经营地域大小分类来看，全国性乳业（如伊利股份）多业务发展，终端需求延续弱势，一季度以来库存水平健康，收入稳健增长，2025Q1 营收同比增1.5%，其中液体乳同比降3.1%降幅环比收窄；受益原奶价格下行、产品结构改善，2025Q1 毛利率同比提升1.9pct至37.7%；销售费用率同比-1.5pct，费用投放效率持续提升；2025Q1 扣非后净利率同比增2.6pct至14.0%。区域乳企（如光明乳业、新乳业、三元股份）2025Q1 营收同比降3.9%，归母净利同比增8.0%，归母净利率同比提升0.4pct至3.4%。区域性乳企整体营收下滑，但部分乳企积极推动主业发展，如新乳业推动鲜奶、低温奶等高毛利主业增长，一季度主营业务收入基本稳健；原奶成本红利叠加产品结构优化下净利率明显提升。地区乳企（如燕塘乳业、天润乳业）收入也在下降，2025Q1

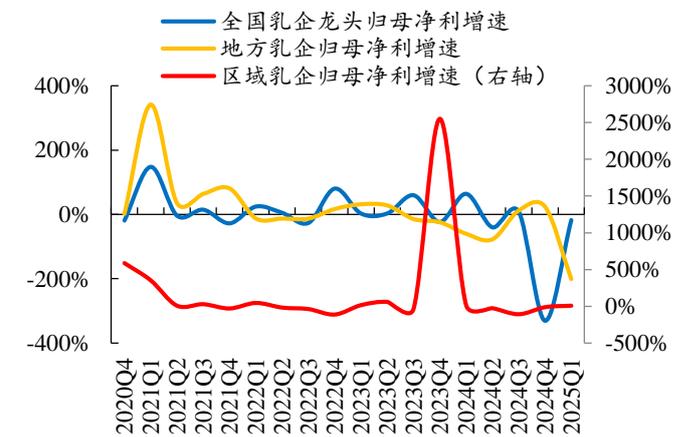
营收同比降 5.7%，同时一季度加大低产牛淘汰力度，归母净利同比降 200.8%，归母净利率同比降 7.7pct 至-4.0%。

乳制品行业估值较低，仍具配置价值。受宏观经济影响，乳制品行业弱复苏，不同子行业处于不同阶段，传统常温液态奶行业双寡头格局稳定，龙头注重净利率提升，竞争较为理性且偏于长期品牌投入；低温奶行业各个区域乳制品企业区域割据，仍处于跑马圈地时期。目前乳制品行业整体估值较低，未来可关注：（1）行业整体复苏，龙头乳企估值可修复；（2）所处子行业仍快速增长，盈利能力持续改善的公司。

推荐护城河稳固，领先优势稳固，多业务布局的龙头伊利股份。伊利股份具备产品、渠道优势，领先地位稳固。（1）产品端，布局多元品类，持续创新乳制品、探索非乳品类，完善业务版图。一方面以常温液奶为核心，伴随消费能力复苏，借助丰富产品矩阵及创新升级打造品牌力，夯实核心业务优势；另一方面继续发挥在奶粉板块的优势和潜力，新品持续发力，聚焦功能属性不断积累成人营养品的研发实力和运营能力，进一步优化产品结构；同时积极寻找新的消费趋势和机会，布局非乳品类。（2）渠道端，坚持传统渠道优势并进一步进行渠道深耕，同时积极尝试新兴渠道，打造多元渠道和 B 端运营能力。此外，公司国际化业务发展良好，产品已进入东南亚、美国、非洲等市场，同时优化全球供应链网络布局，未来有望借助全球经营网络加快国际化步伐。展望 2025 年全年，行业竞争理性，原奶成本继续触底叠加产品结构优化支撑毛利率提升，同时费用投放持续优化，盈利能力提升趋势明显；此外，澳优减值落地后公司轻装上阵，利润有望实现较大幅度增长。长期来看，伊利股份集中度有望持续提升、多元化、全球化布局下业绩有望稳步增长，仍具有配置价值。

图50：2025Q1 龙头乳企营收增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

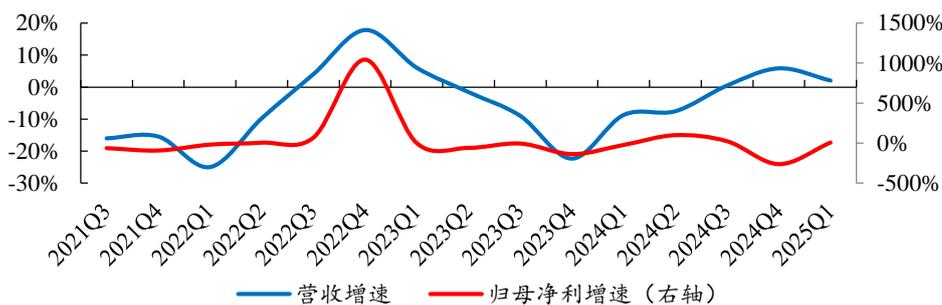
图51：2025Q1 区域性乳企归母净利改善


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4、肉制品：屠宰规模及利润增长较好，肉制品吨利维持高位

2025Q1 行业营收、净利均增长。肉制品上市企业 2025Q1 实现营收 263.7 亿元，同比增 2.1%；实现归母净利 14.2 亿元，同比增 8.1%。双汇发展 2025Q1 屠宰营收同比增 6.1%；屠宰利润同比增 24.7%，规模及利润均表现较好。肉制品方面，2025Q1 在终端去库的影响下肉制品营收同比降 17.8%，利润同比降 21.7%。

图52: 2025Q1 A股上市肉企营收同比增加2.1%，归母净利润同比增加8.1%

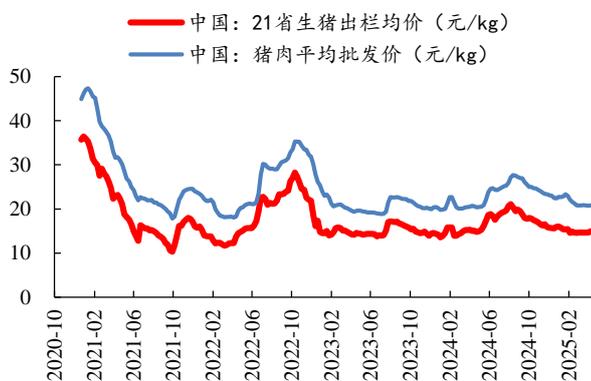


数据来源: Wind、开源证券研究所

一季度生猪价格呈现下降趋势。5月3日,生猪出栏价格14.7元/公斤,同比-0.5%,环比-1.4%;猪肉价格20.7元/公斤,同比+1.8%,环比-0.9%。2024年四季度猪价逐渐回落,2025年一季度猪价继续呈现下降趋势,预计全年平均猪价低于2024年水平。

一季度屠宰量、生猪存栏量均有所提升,预计全年屠宰量稳步提升。2025Q1生猪定点屠宰企业屠宰量为9056万头,同比增8.1%。生猪存栏同比上升,2025年3月生猪存栏同比+2.2%;2025年3月,能繁母猪存栏4039.0万头,同比+1.2%,环比-1.0%。2025年一季度双汇发展屠宰规模及盈利均增长较好,全年维度来看,猪价预计下降,壮大客户群体,扩大市场销售,有望推动2025年屠宰业规模稳定提升。

图53: 2025年5月3日生猪出栏价格同比-0.5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图54: 2025年一季度生猪定点屠宰量同比增8.1%



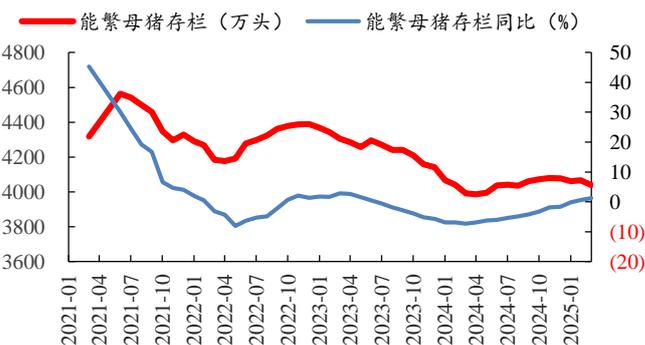
数据来源: Wind、开源证券研究所

图55: 2025年3月生猪存栏数量同比+2.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图56: 2025年3月能繁母猪数量同比+1.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

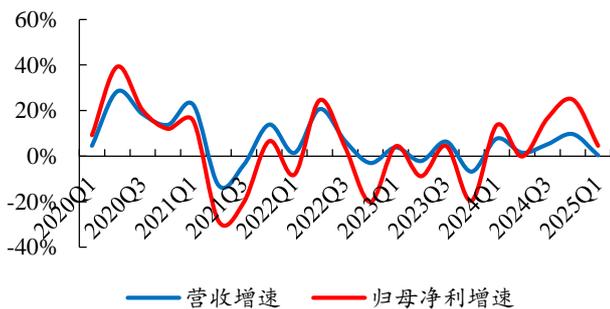
预计 2025 年肉制品吨利低于 2024 年，但仍维持高位。2025Q1 龙头双汇发展肉制品销售收入 55.8 亿元，同比降 17.8%，营业利润 14.8 亿元，同比降 21.7%，量利均有所承压，主因终端消费拉动不足、终端去库存影响，同时新渠道增量未能弥补传统渠道下降，专业化改革的效果尚未有效体现。从吨利来看，2025Q1 肉制品吨利约 4729 元，受 2024Q1 高基数影响同比降 5.3%，但仍维持高位。展望全年，2025 年肉制品原料成本预计持续低位运行，公司计划加大市场推广投入，并推出吨利相对较低的高性价比产品，销量有望实现增长，吨利维持高位的同时略低于 2024 年。

推荐已形成产业闭环，布局新赛道，吨利长期稳中有升的龙头双汇发展。双汇发展采用自繁自养方式布局养殖业，构建养殖、屠宰、肉制品加工和销售的产业闭环后，可进一步平滑成本波动，增强产业协同效应，提升屠宰及肉制品业务的盈利能力。2025Q1 肉制品在去库存的背景下销售承压，但目前公司肉制品联盟商库存环比年初、对比同期均下降，处于良性状态，库存量已是近几年低位，随着公司加大市场支持、加强专业化运作，肉制品业务改善可期。屠宰业务较为稳定，体量有望稳步扩张。此外养殖业务持续减亏，预计全年经营业绩有望继续改善，四季度养殖成本可以降至行业平均水平。

3.5、调味品：春节时点略有扰动收入增长节奏，成本下行带动盈利改善

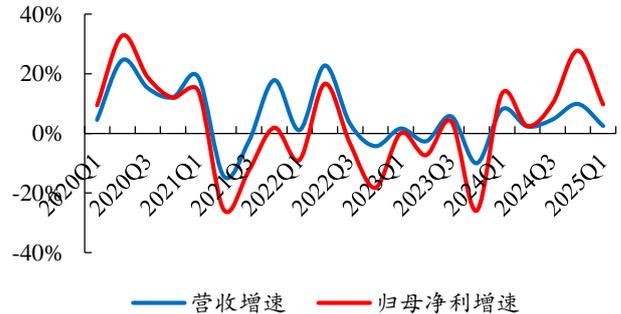
调味品上市公司营收增长节奏略受春节时点影响，部分备货提前至 2024Q4；盈利端，成本压力缓解带动盈利能力趋势改善。2024Q4/2025Q1 调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技，中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据）整体实现营业收入 116.2/132.1 亿元，同比增长 9.7%/0.4%；整体归母净利润（中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据）分别为 20.6/30.3 亿元，同比+24.9%/4.6%。2024Q4/2025Q1 收入端增速变动较大，我们认为主要系春节时点前移带来的备货节奏短期扰动所致，部分收入确认提前至 2024Q4。利润端，今年以来黄豆等主要原材料价格持续有所回落，利润增速明显快于收入表现，调味品板块盈利能力趋势性回暖。

图57：2025Q1 调味品营收净利分别同增 0.4%/4.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中炬高新采用调味品业务美味鲜子公司数据）

图58：2025Q1 酱醋公司营收净利分别同增 2.5%/9.7%

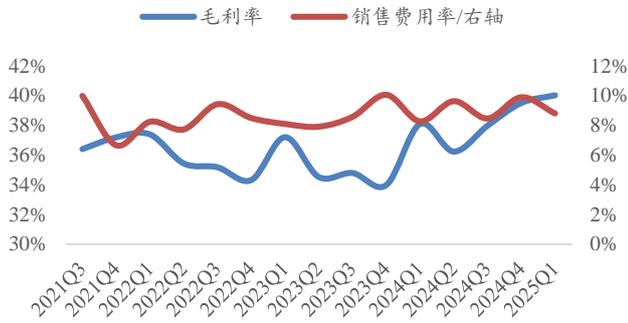


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中炬高新采用调味品业务美味鲜子公司数据）

从盈利能力看，2024Q4/2025Q1 调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技）毛利率为 39.5%/40.0%，同比分别+5.5/+1.9pct，毛利率同比提升主要系原材料成本同比下降；2024Q4/2025Q1 调味品上市公司整体销售费用率分别为 9.9%/8.8%，同比分别-0.2/+0.5pct，销售费用率变动主要系收入规模变动影响，从销售费用投放绝对值来看，2024Q4/2025Q1 费用投放力度均略有加大。综合成本及费用投放情况，

2024Q4/2025Q1 调味品上市公司整体盈利能力仍有所提升，2024Q4/2025Q1 调味品上市公司归母净利率分别为 17.7%/23.0%，同比分别提升 2.2pct/0.9pct。

图59：2025Q1 调味品上市公司毛销差同比+1.4pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图60：2025Q1 调味品上市公司归母净利率同比+0.9pct



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中炬高新采用调味品业务美味鲜子公司数据）

图61：2025Q1 大豆市场价均价（元/吨）持续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

海天味业龙头优势尽显，2025Q1 调味品公司盈利能力有所分化。就调味品六家重点公司（海天味业、中炬高新、恒顺醋业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品）来看，基础调味品板块海天味业龙头稳健性及优势尽显，2024Q4/2025Q1 收入利润表现亮眼，2024Q4/2025Q1 海天味业收入分别增长 10.0%/8.1%，同时利润增速优于收入表现。其他调味品公司中，除恒顺醋业在低基数背景下 2025Q1 营收实现高增外，中炬高新、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品营收均出现不同程度下滑。盈利能力层面，各公司分化较为明显，2025Q1 海天味业、千禾味业、涪陵榨菜由于成本压力缓解、运营效率提升等综合影响净利率水平有所提升，而天味食品、美味鲜等公司则由于收入规模效应未能充分释放，叠加成本或改革等影响，盈利能力 2025Q1 短期略有承压。

表10：调味品重点公司 2024Q4、2025Q1 营收增速受春节时点短期扰动

	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
海天味业	2.2%	-9.3%	10.2%	8.0%	9.8%	10.0%	8.1%
中炬高新	-0.4%	-14.4%	8.6%	-12.0%	2.2%	32.6%	-25.8%
——美味鲜	3.9%	-13.4%	10.2%	-12.1%	2.6%	11.0%	-25.9%
恒顺醋业	0.0%	2.4%	-24.9%	3.4%	5.6%	41.9%	36.0%
千禾味业	48.4%	-0.8%	9.3%	-2.5%	-12.6%	-10.3%	-7.1%

	涪陵榨菜	-1.5%	-0.8%	-1.5%	-3.4%	6.8%	-14.8%	-4.8%
	天味食品	16.4%	17.0%	11.3%	-6.8%	10.9%	21.6%	-24.8%
	海天味业	34.5%	32.3%	37.3%	36.3%	36.6%	37.7%	40.0%
毛利率	中炬高新	7.7%	6.7%	7.1%	6.3%	8.3%	11.1%	5.1%
	恒顺醋业	26.1%	33.6%	41.4%	32.5%	35.6%	31.3%	35.5%
	千禾味业	36.9%	35.4%	36.0%	35.2%	37.5%	40.1%	38.9%
	涪陵榨菜	45.7%	50.6%	52.1%	49.2%	56.2%	43.4%	56.0%
	天味食品	38.1%	40.3%	44.1%	33.3%	38.8%	40.8%	40.7%
	海天味业	5.6%	4.9%	5.5%	6.6%	5.6%	6.6%	5.9%
销售费用率	中炬高新	8.1%	10.7%	7.7%	14.8%	6.3%	8.8%	8.6%
	恒顺醋业	12.8%	35.8%	17.0%	16.3%	18.8%	19.0%	17.1%
	千禾味业	11.9%	11.9%	11.8%	16.0%	14.9%	13.0%	12.5%
	涪陵榨菜	11.7%	13.2%	12.2%	12.1%	17.2%	12.3%	12.9%
	天味食品	15.6%	18.5%	17.0%	10.7%	7.8%	15.3%	22.3%
	海天味业	21.7%	22.0%	24.9%	23.7%	21.8%	23.5%	26.5%
净利率	中炬高新	13.1%	250.3%	16.1%	9.8%	17.1%	20.1%	16.4%
	——美味鲜*	13.0%	7.5%	16.7%	9.8%	16.5%	11.8%	16.4%
	恒顺醋业	2.9%	-11.0%	12.0%	7.1%	5.0%	1.1%	9.0%
	千禾味业	16.3%	16.4%	17.3%	13.8%	14.4%	20.7%	19.3%
	涪陵榨菜	30.7%	33.6%	36.3%	31.7%	33.9%	30.3%	38.2%
	天味食品	13.9%	14.9%	20.6%	11.5%	20.7%	17.3%	11.6%
	海天味业	-3.2%	-15.2%	11.9%	11.1%	10.5%	17.8%	14.8%
净利增速	中炬高新	61.3%	-393.7%	59.7%	-28.3%	32.9%	-89.3%	-24.2%
	——美味鲜	64.6%	-47.9%	59.5%	-34.4%	30.4%	74.4%	-27.5%
	恒顺醋业	-44.6%	212.0%	-24.2%	-24.1%	80.0%	-114.0%	2.4%
	千禾味业	90.4%	-8.5%	6.7%	-14.2%	-22.6%	13.4%	3.7%
	涪陵榨菜	4.8%	-17.3%	3.9%	-15.6%	17.9%	-23.1%	0.2%
	天味食品	44.1%	39.9%	37.2%	-10.9%	64.8%	41.0%	-57.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：美味鲜为中炬高新调味品子公司，美味鲜*采用口径为美味鲜归母净利润率）

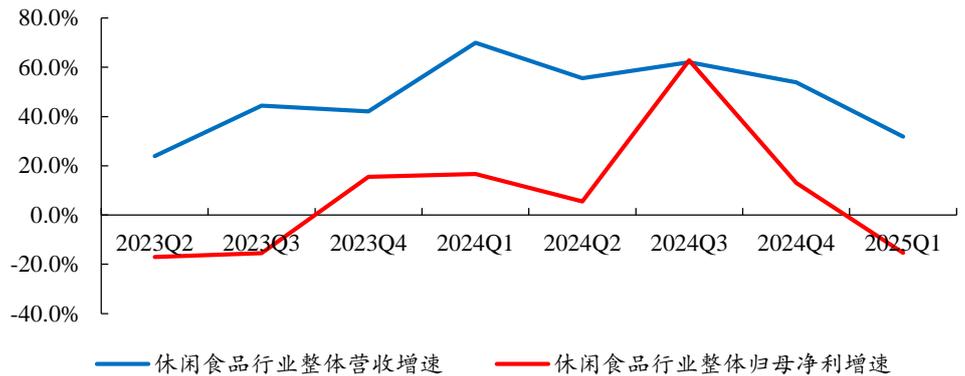
展望全年，餐饮需求为调味品板块复苏的核心变量，餐饮弱复苏趋势下，我们预期调味品板块营收有望逐步改善。收入端来看：（1）调味品需求与餐饮渠道相关性较大，为刺激内需，各地餐饮等消费政策频频推出，我们认为调味品板块需求也有望逐步改善；（2）部分调味品公司内部改革仍在推进，改革效果尚未充分释放，随着改革的进一步深化，我们预期改革效果有望逐步推动经营改善。**盈利端来看：**目前原材料成本下行趋势较为明显，成本红利已经逐步释放。从2025年全年维度，我们建议调味品两条布局思路：一是关注高景气度复合调味料赛道；二是关注基础调味品板块行业龙头的个股改善性机会。

3.6、休闲食品：春节错期基数影响，关注渠道变革和新品发展投资机会

2025年一季度春节错期，渠道变革及新品发展贡献企业增长。2024Q4、2025Q1休闲食品行业产业持续推进渠道变革，尤其是零食量贩行业经历2年多快速发展后，

积极拥抱渠道变革趋势的万辰集团实现高速发展，万辰集团 2025Q1 实现收入 108.2 亿元，同比增长 124.0%；除万辰集团外，休闲食品行业上市公司合计实现收入 115.1 亿元，同比下滑 4.9%。休闲食品行业整体实现营业收入 223.28 亿元，同比增长 31.9%；整体归母净利润 8.96 亿元，同比下降 15.4%。整体看 2025Q1 在春节提前，旺季销售更多落在 2024Q4 的情况下行业收入短期承压；另外零食量贩业态持续推进行业渠道变革，万辰集团业务转型切入零食量贩行业后，收入高速发展，到 2024Q4 和 2025Q1 利润表现亮眼，渠道变革产业趋势红利持续释放。

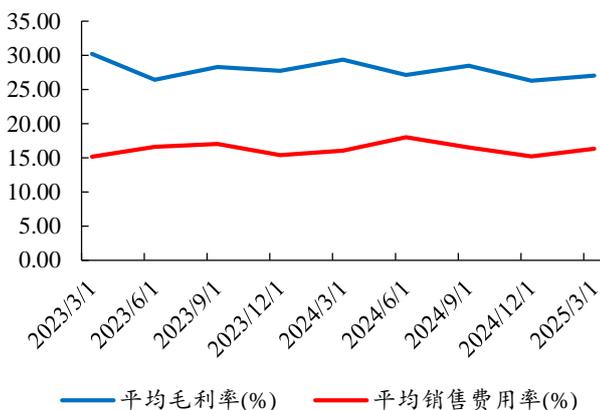
图62：2025Q1 休闲食品行业整体营收同比提升 31.9%，归母净利润同比下滑 15.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

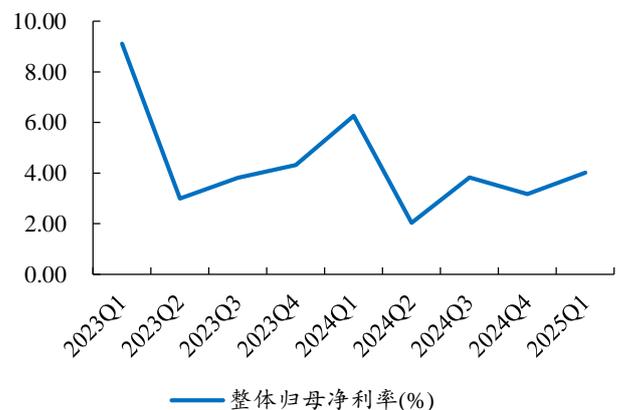
从盈利能力看，2024Q4 和 2025Q1 休闲食品上市公司的平均毛利率分别为 26.27%、27.03%，同比分别下降 1.15pct、2.36pct，受渠道结构和货折有一定影响；2024Q4、2025Q1 休闲食品上市公司整体销售费用率分别为 15.2%、16.3%，同比分别下降 0.16pct、提升 0.28pct，保持相对平稳，2024Q1 整体毛销差环比相对平稳。2024Q4、2025Q1 休闲食品上市公司整体归母净利率分别为 3.17%、4.01%，同比分别下降 1.15pct、2.24pct，主因毛利率受到货折和渠道结构变化所致。

图63：2024Q4、2025Q1 休闲食品上市公司毛销差保持相对平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图64：2025Q1 休闲食品上市公司整体净利率环比小幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2025Q1 休闲食品重点公司主要受益于渠道变革和新品发展，优质公司实现亮眼增长。观察重点休闲食品六家上市公司（盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、三只松鼠、有友食品、万辰集团），收入端增速各有不同，劲仔食品、甘源食品、三只松鼠，

受到春节错期和基数影响，增速相对较慢；盐津铺子、有友食品在新产品方面受益魔芋产品和脱骨鸭掌，新渠道方面受益零食量贩、社交电商和会员商超，实现较好增长；万辰集团做为零食量贩渠道公司，充分受益产业趋势，快速拓店，收入增长亮眼。部分公司原材料端受益，部分企业规模效应提升，毛利率均表现稳健，费用端劲仔食品、甘源食品、三只松鼠营销和渠道费用投放，销售费用率环比有所提升，对利润增速有所影响。万辰集团拥抱零食量贩产业趋势，规模效应下利润释放，净利润增速亮眼。我们持续看好后续积极拥抱零食量贩、抖快社交电商和海外市场等新兴渠道的上市公司，以及拥抱魔芋等新品类趋势的上市公司，2025年二三季度休闲食品公司整体基数相对较低，经营表现有望更好。

表11：2024Q4、2025Q1 休闲食品重点公司经营相对稳健，不乏亮点

		2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
营收增速 (%)	盐津铺子	20.2	37.0	23.4	26.2	30.0	25.7
	劲仔食品	26.5	23.6	20.9	12.9	11.9	10.3
	甘源食品	10.9	49.8	4.9	15.6	22.0	-14.0
	三只松鼠	29.2	91.8	43.9	24.0	36.3	2.1
	有友食品	-27.6	18.0	3.0	28.0	42.9	39.2
	万辰集团	2209.9	534.0	318.3	261.3	166.7	124.0
毛利率 (%)	盐津铺子	31.1	32.1	33.0	30.6	27.6	28.5
	劲仔食品	32.6	30.0	30.8	30.1	31.0	29.9
	甘源食品	36.0	35.4	34.4	36.8	35.1	34.3
	三只松鼠	20.8	27.4	21.9	24.5	21.8	26.7
	有友食品	24.8	31.4	30.2	28.9	25.7	27.1
	万辰集团	10.4	9.8	11.1	10.3	11.3	11.0
销售费用率 (%)	盐津铺子	13.2	13.0	13.5	12.1	11.5	11.2
	劲仔食品	9.0	13.1	12.1	12.2	10.6	13.4
	甘源食品	11.1	13.1	13.5	11.4	12.8	17.3
	三只松鼠	16.3	16.3	21.1	19.1	16.6	18.7
	有友食品	14.8	11.8	12.1	9.3	10.0	8.9
	万辰集团	4.19	4.05	4.86	4.16	4.57	3.31
净利率 (%)	盐津铺子	9.9	13.1	13.0	12.5	10.0	11.5
	劲仔食品	13.5	13.8	12.0	11.2	12.0	11.4
	甘源食品	21.5	15.6	16.5	19.7	15.2	10.5
	三只松鼠	2.0	8.5	-1.3	2.5	1.9	6.4
	有友食品	4.9	15.7	12.9	12.6	12.2	13.1
	万辰集团	-0.2	1.4	1.2	2.1	2.2	3.6
净利增速 (%)	盐津铺子	32.6	43.1	19.1	15.6	33.7	11.6
	劲仔食品	122.6	87.7	58.7	42.6	0.3	-8.2
	甘源食品	67.0	65.3	16.9	17.1	-13.9	-42.2
	三只松鼠	39.7	60.8	51.2	221.9	32.6	-22.5
	有友食品	-79.7	-8.8	-0.1	75.2	258.0	16.2
	万辰集团	-358.53	-88.15	90.89	263.06	894.27	3,344.13

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、重点个股：优选龙头，关注消费复苏机会

4.1、贵州茅台：收入业绩略超预期，彰显龙头韧性

2025Q1 公司实现营业总收入 514.4 亿元，同比+10.7%；实现营业收入 506.0 亿元，同比+10.5%；实现归母净利润 268.5 亿元，同比+11.6%；一季度收入及利润略高于市场预期。

茅台酒、系列酒均有较高增长。2025Q1 茅台酒实现收入 435.6 亿元，同比+9.7%。主要原因是一季度发货节奏较 2024 年同期略快，再者公斤装一季度放量明显，对收入贡献较大。系列酒收入 70.2 亿元，同比+18.3%，预计 1935 继续招商放量贡献。

直销渠道增长提速。直销渠道实现收入 232.2 亿元，同比+20.2%，其中 i 茅台实现收入 58.7 亿元，同比+9.9%。直销渠道增长较快预计是企业团购渠道增长较快。批发代理渠道收入 273.6 亿元，同比+3.9%。其中经销商非标茅台配额基本走直营门店渠道，变相提价。

毛利率略有下降，期间费用优化，净利率提升。系列酒增速较快，拖累 2025Q1 毛利率下降 0.54pct 至 91.97%，税金/销售/管理/财务同比-1.54/+0.46/-0.72/+0.55pct，净利率略微提升 0.42pct 至 52.19%。茅台经销商渠道利润较厚，不存在行业中普遍出现的品牌向渠道让利补贴的情况，全年净利率预计维持平稳。

4.2、五粮液：开局状态良好，渠道酝酿积极变化

公司 2024 年实现营收 891.8 亿，同比+7.1%，归母净利 318.5 亿，同比+5.4%。其中 2024Q4 实现营收 212.6 亿，同比+2.5%，归母净利润 69.2 亿，同比-6.2%。2024 年收入符合预期，利润略低于预期。2025Q1 公司实现营收 369.4 亿，+6.1%，归母净利润 148.6 亿，同比+5.8%。符合预期。

分产品看，2024 年五粮液产品收入 678.8 亿，同比+8.1%；其中量/价同比+7.1%/+0.9%。2024 年 1618、交杯、低度等战略性产品市场投入力度很大，为收入增长做了较大贡献，同时普五产品供给相对充足。其他酒产品分别实现收入 152.5 亿，同比+11.8%；量/价同比+0.1%/+11.7%。系列酒产品结构上做了较大提升。

公司 2024Q4+2025Q1 销售收现同比+3.2%至 622.4 亿。跟收入表现较为吻合。2025Q1 末合同负债环比 2024 年末下滑 15.2 亿至 101.7 亿元，仍然维持历史较高水平。五粮液品牌力带来的渠道稳定性较强。

毛利率稳定，销售费用率提升，净利率略有下降。受益结构提升，2024 年公司酒类产品毛利率+0.29pcts 至 82.2%，其中五粮液/其他酒产品毛利率分别+0.38/+0.65pct 至 87.0%/60.8%。2024 年主营税金率/销售费用率/管理费用率/财务费用率分别-0.43/+2.63/+0.00/-0.02pct 至 14.6%/12.0%/4.0%，其中促销费增加幅度较大，主要是公司 2024 年对 1618 等战略产品给与较大的市场投入费用。2024 年公司归母净利润率-0.56pct 至 35.7%。

2025 年公司市场积极开展渠道改革，组织成立经销商参股平台，在保证收入的同时对主力产品价格进行托底。同时 1618 等战略产品延续扩张趋势。我们判断公司的净利率全年看大概率处于承压状态，也是公司在下行周期维护渠道生存空间需要付出的成本。

公司承诺不低于70%当年归母净利润且不低于200亿现金分红基本确保4%股息。白酒周期目前处于底部位置，公司作为行业龙头，业绩稳定性较强，具备优先配置价值。

4.3、山西汾酒：控制节奏，立足长远

2024年公司实现收入360.1亿元，同比+12.8%，归母净利润122.4亿元，同比+17.3%；其中2024Q4收入46.5亿元/同比-10.2%，归母净利润8.9亿元，同比-11.3%；2025Q1收入165.2亿元，同比+7.7%，归母净利润66.5亿元，同比+6.2%。2024年分红率60.4%，对应2025年股息率3.2%。收入和业绩符合市场预期。

腰部发力、低端控量，产品结构继续完善。2024年中高价酒类/低价酒类实现营收分别265.3亿元/93.4亿元，同比分别+14.3%/+9.4%，其中预计青花系列增长双位数，老白汾、巴拿马预计增长20%左右，玻汾增长10%左右。2025Q1汾酒/其他酒类（披露口径改变）收入分别162.1/2.7亿元，同比+8.2%/-15.5%，我们预计老白汾增长25%+，青花20个位数增长，玻汾控制节奏，预计基本持平。

省内增速超预期，省外延续良性增长。2024年山西省内/省外收入135.0/223.7亿元，同比+11.7%/+13.8%，2025Q1山西省内/省外收入同比+8.7%/+7.2%。省外市场主动调整节奏，扁平化经销商、做渠道的精耕下沉，预计后期逐季往上。

2024年销售收现366亿元，同比+21.5%，2025Q1销售收现137.9亿元/同比-2.9%，主要原因是2025年春节错位，2024年收款节奏提前，年底积累的合同负债在2025年Q1确认收入。2025年一季度末，合同负债58亿元，属于历史较高水平，体现了渠道对公司产品的认可度和回款积极性。

优化产品结构，加快市场费用兑付，盈利能力略有下降。受益产品结构改善，2025Q1毛利率同比+1.34pcts至78.8%，Q1税金/销售/管理费用率同比+0.34/+1.76/-0.23pcts，兑付费用加快，销售费用率有明显提升，净利率下降0.58pct至40.28%。

公司的清香型产品需求相对整个行业来讲，相对较好，同时在全国化、渠道深耕、产品结构完善方面仍有较大空间，未来增长确定性较高，维持推荐。

4.4、古井贡酒：开局状态良好，渠道酝酿积极变化

公司2024年实现营收235.78亿元，同比+16.41%，实现归母净利润55.17亿元同比+20.22%，其中Q4公司实现营收45.09亿元，同比+4.85%，实现归母净利润7.71亿元同比-0.74%。2025Q1实现营收91.46亿元，同比+10.38%，实现归母净利润23.3亿元，同比+12.78%。一季度营收利润好于预期。公司拟每股派发现金红利5元（含税），2024年分红总额为31.72亿元，分红比例57.49%，股息率约3.5%。

2024年产品结构呈现中间强，两头较弱的状态。分系列看，年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他分别实现营收180.86/22.41/25.38亿元，同比+17.31%/11.17%/15.08%。其中我们预计幸福版、古5双位数增长，古20双位数增长，古7、古8、古16增速超高于年份原浆平均水平。

2024年末合同负债35.15亿元，环比增加15.79亿元，2025年Q1末合同负债

36.74 亿元，环比增加 1.59 亿元，维持在历史较高水平，体现渠道对品牌的忠诚度和信心。2024 年销售收现 232.2 亿元，同比+ 11.6%，2025Q1 销售收现 82.3 亿元，同比下降 1.6%，主要原因是 2024 年春节销售火爆，预收款基数较高导致。

毛利率提升，费用率下降，盈利能力稳步提升。受益于中高端产品增速较快，2024 年毛利率同比+0.8pct 至 79.9%；销售/管理费用率同比-0.6/-0.6pct 至 26.2%/6.1%，品牌势能释放，费用率持续下降；2024 年公司归母净利率同比+0.7pct 至 23.4%。2025Q1 销售/管理费用率同比-0.6pct/-0.4pct 至 26.6%/ 4.4%，归母净利率同比+0.5pct 至 25.5%，盈利能力持续提升。古井对市场把控能力很强，目前环境以及库存状态只是影响阶段性增速不影响品牌高度和可持续发展。

4.5、青岛啤酒：修复销量优先，待旺季催化

公司业绩：2025Q1 公司营收 104.5 亿元，同比+2.9%；扣非前后归母净利润 17.1、16.0 亿元，同比+7.1%、+6.0%。

销量有所改善，吨价尚待修复。2025Q1 啤酒销量同比+3.5%，吨价同比-0.6%，短期吨价承压、修复速度低于我们预期；其中主品牌、副品牌销量同比+4.1%、+2.8%，中高档以上啤酒销量同比+5.3%。从结构上看，青岛经典以上中高端以上增速更高，经典以下品牌增速较低，结构虽改善、但吨价下降，我们预计经典以上中高端产品结构或有所下移所致。

原料价格下降抵消吨价下滑影响，毛利率有所改善。2025Q1 归母净利率同比+0.64pct，其中公司毛利率同比+1.20pct，其中吨价同比+0.6%、吨成本同比-2.6%，吨成本下降主因大麦、包材等成本明显下降。销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.29、-0.20、+0.02、+0.37pct，费用率相对平稳。

销量和份额优先，等待旺季催化。2025Q1 开局尚可，虽略低于我们预期，但 Q1 占比不高，公司总体执行销量修复优先于产品结构修复的策略。2025 年预计公司将重点修复 8 块左右中高端产品销量，壮大腰部品牌实力。同时寻求崂山全国化和品牌升级的市场机会。新董事长上任后有望继续稳中求进，加快销量修复节奏，等待旺季催化。

4.6、重庆啤酒：逐步企稳、需求筑底，底部仍有支撑

公司业绩：2025Q1 公司营收 43.55 亿元，同比增 1.46%；扣非前后归母净利润 4.73、4.67 亿元，同比+4.59%、+4.74%。

销量略增，结构尚待修复。2025Q1 公司啤酒销量、吨价同比+1.93%、-0.5%，其中分档次看，高档、主流、大众啤酒收入同比+1.2%、+2.0%、+6.1%，产品结构上受需求疲软影响低档增长更快、结构有所下移。分区域看，西北、中区、南区营收同比+1.6%、+1.4%、+1.8%，中区、南区稳中有增，西北区升级产品结构过程中增速逐渐企稳，基本扭住 2024Q3 去库存以来收入及利润双降的局面。

盈利能力逐步企稳，成本继续下降。2025Q1 公司归母净利率同比+0.32pct；其中毛利率同比+0.52pct，其中大麦、铝罐等原料价格下降带动吨成本降 1.4%，抵消结构下移导致吨价下降的额影响。销售、管理、研发、财务费用率同比-0.39、+0.28、

-0.07、+0.18pct，费用率延续控费趋势，整体费用率水平相对平稳。

现金流良好，高股息对股价仍有较强支撑。2025Q1 开局相对平稳，收入及利润端表现略增，高端啤酒整体仍有一定增长，需求阶段性有企稳迹象，2025 年公司收入利润有望实现正增长。虽然结构上有所下移、压制利润弹性，但短期公司业绩逐步企稳。而且公司分红率较高，现金流良好，高分红、高股息有望延续。

4.7、伊利股份：减值落地轻装上阵，盈利能力稳步提升

2024Q4 备货谨慎液奶承压，2025Q1 环比改善。2024Q4 公司液奶/奶粉/冷饮业务同比分别-13.1%/+8.7%/+23.7%，2025Q1 同比分别-3.1%/+18.6%/-5.3%。(1) 液奶：春节备货期间，公司基于需求疲软的判断采取谨慎态度，液奶收入承压，但库存水平始终保持健康；2025Q1 液奶收入降幅环比收窄。2024 年公司液体乳仍稳居行业第一，其中常温奶持续市场份额第一，低温奶逆势增长。(2) 奶粉：2024 年公司婴配粉市占率达 17.3%，成人粉市占率提升至 24%，稳居行业第一。(3) 其他：冷饮连续 30 年位列第一，新品收入占比超 20%；奶酪业务把握消费趋势，2C 和 2B 业务均实现稳健增长。

2024Q4 盈利承压主因澳优商誉减值，2025Q1 扣非净利率明显提升。2024Q4 公司毛利率 30.8% (YoY-0.7pct)，费用率 23.4% (YoY-1.3pct)，归母净利率-9.1% (YoY-12.7pct)，主因计提澳优商誉减值 30.37 亿元导致资产减值损失大幅增加，对利润率的影响为 15%。2025Q1 毛利率 37.7% (YoY+1.9pct)，主因业务结构优化和原奶红利，销售/管理费用率分别同比-1.5pct/-0.7pct，费用投放效率持续提升。归母净利率 14.8% (YoY+3.4pct)，主因 2024Q1 出售资产影响下的高基数效应，扣非净利率为 14.0% (YoY+2.6pct) 明显提升。

未来轻装上阵，全年有望稳健增长。公司 2025 年经营目标为收入/利润总额分别实现 1190/126 亿元，同比分别+2.8%/+24.4%。展望全年，促消费政策及上游出清预计带动供需同步改善，收入端有望实现稳健增长。原奶成本继续触底叠加产品结构优化支撑毛利率提升，同时费用投放持续优化，盈利能力提升趋势明显；此外，澳优减值落地后公司轻装上阵，利润有望实现较大幅度增长。

4.8、新乳业：2025Q1 利润超预期，结构优化持续提升盈利能力

主营业务稳健增长，低温品类表现亮眼，华东区域表现较好。2024H2 液体乳实现收入 49.92 亿元 (同比+1.1%)，保持稳健增长，总营收受到其他业务所扰动 (公司主动收缩以提升营收质量)，预计未来扰动变小。分品类看，2024 年低温鲜奶和低温酸奶实现中高个位数增长，低温特色酸奶 (活润、初心为代表)、高端鲜奶及低温调制乳实现双位数增长，新品占比保持双位数；2025Q1 低温品类仍延续良好增长态势。分区域看，2024 年西南/华北/西北相对承压，主因基数及常温奶占比较高，华东收入同比+1.5%，2025 年延续良好态势。

产品结构优化驱动盈利能力提升。2024Q4/2025Q1 毛利率分别同比+0.7pct/+0.1pct，主因结构优化及成本下降，剔除口径变动后实际毛利率好于报表。毛利率与管理费用率的差额同比分别+3.8pct/+1.7pct，销售费用率同比分别-1.2pct/-0.1pct，稳中有降。综合来看，2024Q4/2025Q1 净利率同比分别+0.8pct/+1.7pct，

盈利能力稳步提升。展望 2025 年，尽管原奶红利预计收窄，但公司通过聚焦核心低温品类实现结构升级仍有望支撑毛利率提升，叠加原奶价格企稳背景下资产减值有望减少、费用率基本稳定，全年看净利率有望继续提升。

坚定实施鲜战略聚焦和新品类，重视 DTC 渠道及新兴渠道。展望未来，产品方面公司仍坚定实施鲜战略，聚焦核心的低温鲜奶、低温酸奶品类，重视新品研发和推广，不断挖掘内生增长潜力；渠道方面继续以 DTC 渠道为核心战略渠道，提升渠道能力和用户体验，专注核心区域和核心市场，同时全面推动新兴渠道和新业务发展，共同推动长期成长。

4.9、双汇发展：一季度肉制品承压，屠宰规模及盈利均较快增长

终端去库影响肉制品销量，吨利保持高位运行。2025Q1 肉制品实现营收 55.8 亿元，同比降 17.8%，拆分量价来看销量/单价分别约为 31 万吨、17.9 元/公斤，同比分别-17.4%、-0.5%，主因终端消费拉动不足、终端去库存影响，同时新渠道增量未能弥补传统渠道下降，专业化改革的效果尚未有效体现。利润端，2025Q1 肉制品吨利约 4729 元，受 2024Q1 高基数影响同比降 5.3%，但仍维持高位，营业利润 14.8 亿元，同比降 21.7%，营业利润率为 26.5%。展望全年，2025 年肉制品原料成本预计持续低位运行，公司计划加大市场推广投入，并推出吨利相对较低的高性价比产品，销量有望实现增长，吨利维持高位的同时略低于 2024 年。

屠宰规模及盈利增长较好，养殖业务持续改善。2025Q1 屠宰业务实现营收 70.0 亿元，同比增 6.1%，营业利润 1.2 亿元，同比增长 24.7%，营业利润率为 1.7%，整体表现较好。2025Q1 生鲜产品销量约 45 万吨，同比增 12.6%，单价 15.4 元/公斤（同比-5.8%），主因客户数量增加及网点扩张顺利。展望 2025 年，猪价预计仍处于较低水平，行业竞争有望弱化，叠加公司加强市场开发及经营水平，屠宰规模有望稳步提升，盈利基本保持稳定。养殖业方面，2025Q1 收入同增 30.7%，减亏 1.4 亿元，一季度公司生猪、肉鸡出栏量均同比增长，养殖成本均同比下降，养猪业和禽产业的经营均同比减亏。展望全年，公司将继续加强管理提升，强化成本管控，预计全年经营成绩有望继续改善，四季度养殖成本可以降至行业平均水平。

4.10、海天味业：龙头优势凸显，利润略超预期

2025Q1 公司营收/归母净利润 83.2/22.0 亿元（同比+8.1%/14.8%）；收入符合预期，利润略超预期。

2025Q1 收入稳健增长，线上渠道营收高增。产品端：2025Q1 公司酱油/调味酱/蚝油营收分别+8.2%/14.0%/6.1%，其他品类营收同比+20.8%。渠道端：2025Q1 线下渠道营收同比增长 9.0%，同时公司积极布局新零售渠道，赋能经销商利用抖音卖货，带动线上渠道同比增长 43.2%。2025Q1 各区域均实现不同程度的增长，南部/东部/西部/中部/北部地区营收分别同比增长 16.1%/14.2%/9.4%/7.9%/5.8%。

成本下降+规模效应释放，2025Q1 盈利能力同比改善。成本下降+规模效应释放，2025Q1 毛利率同比+2.73pct。2025Q1 公司毛利率/净利率分别同比+2.73/+1.48pct 至 36.9%/24.7%。毛利率提升主要系原材料成本下降、规模效应释放带来成本节约，货折减少亦对毛利率提升有小幅拉动。费用端，2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率分

别同比+0.41/+0.28/-0.16/+0.19pct。

龙头优势尽显，收入利润稳健增长可期。公司改革红利逐步释放，逆势之下公司收入利润步入稳健发展车道。全年来看，我们认为公司有望保持稳健增长势头，同时通过生产效率提升及规模效应释放带来的毛利率改善有望持续。成本端，公司主要采购东北大豆，受关税等影响相对较小。费用端来看，我们预计整体费用率有望维持相对平稳状态。

4.11、中炬高新：改革持续推进，收入利润短期承压

2025Q1 公司营收/归母净利润 11.0/1.8 亿元（同比-25.8%/-24.2%），主要系调味品业务下滑所致；其中 2025Q1 美味鲜营收/归母净利润 10.8/1.8 亿元（同比-25.9%/-27.6%），收入利润低于预期。

改革持续推进中，调味品收入短期承压。收入端：2025Q1 公司收入双位数下滑主要系（1）春节备货提前，部分收入确认前置；（2）公司调整供货节奏进行渠道库存清理；（3）战略性控制大单品费用投入修复市场价盘。分产品看：酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他营收分别同比-31.6%/-28.6%/-50.0%/-6.9%。分地区看，东部/南部/中西部/北部区域营收分别同比-47.7%/-19.6%/-29.1%/-18.7%。

成本下降叠加生产效率提升，调味品盈利能力明显改善。2025Q1 公司净利率同比-1.17pct 至 16.5%，其中美味鲜 2025Q1 归母净利率同比-0.4pct 至 16.4%。2025Q1 公司毛利率同比+1.75pct，主要系黄豆、谷氨酸钠等原材料价格有所下行。费用端：公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.89/+1.71/-0.01/+0.46pct，费用率提升主要系收入体量下降，销售/管理/研发费用绝对值均有所节约，主要系促销推广费用减少、能耗损耗减少等原因。

改革稳步推进，内生+外延有望共同支撑长期发展。公司改革持续推进，改革决心坚定，期望通过内生增长+外延并购共同支撑公司稳健发展。在品牌端，公司邀请谢霆锋代言人有望提升品牌形象。此外，公司积极重视产业并购机会，期望补齐产品空白及短板。

4.12、天味食品：收入利润短期承压，期待并购协同效应释放

2025Q1 公司营收/归母净利润分别为 6.4/0.7 亿元（同比-24.8%/-57.5%），收入利润低于预期。

春节备货提前+需求恢复略低预期，2025Q1 收入表现低于预期。分品类：2025Q1 底料/中式菜品调料/香肠腊肉调料/其他营收分别同比-41.0%/-12.2%/-55.8%/-44.1%。2025Q1 收入下滑明显，我们认为主要系：（1）春节提前备货前置，部分收入确认至 2024Q4；（2）渠道库存清理；（3）终端竞争同时需求恢复略低预期。2025Q2 公司积极布局季节性大单品小龙虾调料，在去年同期低基数的背景下收入有望实现恢复性增长。

产品结构及成本影响，2025Q1 盈利能力有所下降。2025Q1 公司毛利率同比/环比分别-3.3/-0.1pct 至 40.7%（2024 年公司毛利率为 39.8%），整体来看毛利率整体保持平稳（2025Q1 毛利率同比下滑主要系去年同期冬调等高毛利率产品占比较高）。

费用端，2025Q1 销售/管理/财务/研发费用率分别同比+5.24/1.99/0.21/0.08pct，费用率提升主要系收入体量下降，费用投放绝对值保持相对稳定。综合来看，2025Q1 净利率同比-8.56pct。

产品渠道双轮驱动，期待并购协同效应释放。展望全年，我们认为公司在 C 端渠道地位逐步稳固，同时天味在抖音、小红书等电商渠道亦有突破；目前公司重点突破小 B 渠道，打法模式以团队组织考核摸索中，有望对公司长期稳健增长提供支撑。食萃及加点滋味收购完成有望补齐公司短板渠道。费用端，公司有望进一步收缩在商超传统渠道的费用率投放，同时加大对小 B 渠道的费用投放力度，我们预计 2025 年全年费用稳定可控。

4.13、涪陵榨菜：公司拟收购味滋美 51%股权，布局复调预制菜赛道

2025Q1 营收/归母净利润分别为 7.1/2.7 亿元（同比-4.8%/+0.2%）。收入利润略低预期。

2025Q1 淡季影响收入下滑，多价格带产品布局持续推进。2025Q1 收入端略有下滑，主要系淡季影响。目前公司在榨菜品类上实现多价格带布局，利用 60g 产品占领 2 元价格带，70g 产品定位 2.5 元价格带，80g 产品定位 3.0 元，120g 脆口产品定位 5 元价格带，同时布局 10 元价格带的量贩装产品、瓶装产品以及新产品榨菜芯产品。其中榨菜 60g 产品于 2024H2 开放调货，2024 年销售占比约 25%，70g 产品销售占比约 30%，推进效果较好，我们认为多价格带布局有望支撑公司终端竞争力持续提升。

青菜头采购价格略有下行，成本红利有望逐步释放。2025Q1 毛利率/净利率分别同比+3.85/+1.90pct 至 55.96%/38.19%。毛利率提升主要系新采购季青菜头价格略有回落。费用端，2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.73/+0.03/-0.01/+1.26pct。据规划，公司预计 2025 年营收增长 8%，毛利率规划为 51.78%（同比+0.79pct）。我们预计 2025 年收入利润完成可期。

公司拟收购味滋美 51%股权，布局复调及预制菜赛道。公司公告拟通过发行股份及支付现金方式购买味滋美 51%的股权，味滋美以 B 端为主，布局复调及预制菜，2024 年营收/净利润分别为 2.6/0.4 亿元（同比-6.6%/-2.7%）。我们认为公司收购味滋美有助于渠道互补、渠道网络融合，支撑挖掘公司长期增长潜能。

4.14、煌上煌：门店有所收缩，静待经营底部反转

门店收缩影响鲜货业务，等待经营反转。公司发布 2024 年报，实现收入 17.4 亿元，同比下滑 9.4%，归母净利润 0.4 亿元，同比下滑 42.9%；2024Q4 公司实现收入 2.9 亿元，同比下滑 15.6%，归母净利润亏损 0.4 亿元。分产品看，公司 2024 年鲜货产品、包装产品、屠宰加工、米制品、检测和其他业务分别实现营收 12.1、0.5、0.7、3.5、0.01、0.6 亿元，分别同比变化-14.4%、-10.1%、+51.6%、-1.8%、-22.9%、+23.2%，其中鲜货业务受到门店经营影响有所承压，米制品业务需求相对稳定，屠宰业务基数较低，增速较快。截至 2024 年末公司鲜货门店 3660 家，全年净闭店 837 家，下半年净关店 392 家，下半年闭店节奏趋缓。分地区看，公司 2024 年江西、广东、浙江区域分别实现收入 8.5、2.2、3.7 亿元，同比分别下滑 5.8%、24.7%、0.32%，

其中广东区域闭店较多，影响相对较大。

费用支出较多，四季度利润端亏损。公司 2024Q4 毛利率为 28.3%，同比下降 2.4pct，或因四季度销量下降，折旧摊销相对增加所致，2024 全年原材料价格有所回落，预计 2025 全年鸭副产品等原材料保持平稳。公司 2024Q4 销售费用率为 24.5%，同比下降 2.7pct，主因线下门店支持及促销宣传，线上美团抖音等促销费用控制所致；管理费用率为 16.8%，同比提升 2.4pct，主因第三方咨询、品牌投入宣传、新基地投产固定费用增加以及子公司存货损失等原因所致；公司四季度利润亏损 0.4 亿元，静待经营恢复。

4.15、东鹏饮料：2025Q1 高歌猛进，继续发力

公司业绩：2025Q1 公司收入 48.5 亿元，同比增 39.2%；扣非前后归母净利润 9.8、9.6 亿元，同比增 47.6%、53.6%。

老品稳步增长，电解质水全面发力。(1) 2025Q1 能量饮料营收同比增 25.8%，高基数下维持较快增长，预计主因公司持续扩渠道、目标消费人群渗透率提高、区域市场持续扩张。2025Q1 电解质水补水啦营收同比增 261.5%，主因公司加快铺设渠道和现有网点渗透，当前电解质水覆盖网点仍有较大提升空间，旺季维持高增仍然可期。2025Q1 其他饮料品类同比增 72.6%，新单品仍在培育当中。(2) 分区域看，2025Q1 广东 / 华东 / 华中 / 广西 / 西南 / 华北市场营收同比增 22.1%/30.8%/28.5%/31.9%/60.5%/71.6%，广东、广西等基地市场在电解质水带动下保持较快增长，以华东、西南、华中华北为代表的省外市场保持高速增长。

成本下降，净利率维持改善趋势。2025Q1 净利率同比+1.15pct，其中毛利率同比+1.70pct，主因白砂糖、PET 包材等原料价格下降叠加规模效应贡献。销售、管理、研发、财务费用率同比-0.43、-0.47、+0.03、+0.92pct，整体费用率水平相对平稳，销售和管理费用率下降主因收入规模扩大下规模效应显著。

2025Q1 开门红打下基础，全年目标达成可期。2025Q1 公司高歌猛进，发货顺畅，迎来开门红。旺季来临，动销有望持续发力，大东鹏再接再厉，补水啦全面发力，为完成 2025 年经营目标收入、净利润不低于 20% 增长目标打下坚实基础。全年继续拓展网点，加大渠道覆盖密度，同时积极布局新品，筹划进军海外市场，寻求新增长点。

4.16、安琪酵母：2025Q1 稳健起步，成本下降、弹性可期

公司业绩：2025Q1 公司营业总收入 37.9 亿元，同比+8.95%；扣非前后归母净利润 3.7、3.4 亿元，同比+16.0%、+14.4%。

国际快速增长，国内需求短期疲软。分业务看，2025Q1 酵母、制糖、包装营收同比+13.2%、-60.7%、-4.4%，酵母主业依然保持较快稳定增长，制糖业务逐步剥离，包装业务略有下降。分区域看，2025Q1 年国内、国际市场营收同比-0.3%、+22.9%，国内酵母主业预计同比+0.8%；国外依然保持快速增长，国内短期仍有压力，预计主因需求疲软或组织架构调整等因素影响。

糖蜜成本下降效果显现，毛利率明显改善。2025Q1 归母净利率同比+0.59pct，

其中公司毛利率同比+1.31pct，糖蜜成本下降效果逐渐显现。销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.74、-0.20、-0.54、-0.48pct，费用率整体平稳略降，所得税率上升拖累净利率 0.76pct。

稳健开局，股权激励为全年目标护航。2025Q1 稳定开局，国外需求弥补国内需求疲软影响。2025Q1 糖蜜原料价格下降，释放利润弹性，2025 年全年糖蜜成本预计降 15%以上，2025-2026 年周期糖蜜供给有望过剩，糖蜜价格仍有下降空间，2025 年-2026 年利润弹性依然可期。虽然短期公司国内销售组织架构略有调整和国内需求疲软预计对收入增速略有影响，但股权激励提升积极性，公司全年依然维持 10%收入目标增长，激励护航收入有望恢复至双位数增长。

4.17、嘉必优：一季度高增，二季度仍乐观

公司业绩：公司 2025Q1 营收 1.56 亿元、同比增 33.3%，扣非前后归母净利润 0.45、0.41 亿元，同比增 85.1%、119.5%。

DHA 大幅增长带动国内收入高增。(1) 分区域看，国内市场预计增 50%以上，预计主因低基数下新国标红利持续释放，需求预期改善下行业持续补库存；同时国内行业格局持续优化，大客户订单向龙头集中，中型新客户订单增长较快，公司份额进一步提升。国际市场较高基数下略有增长、份额提升逻辑不变。(2) 分产品看，ARA 预计增 25%左右；而 DHA 预计 50%以上增长，增速贡献较大，公司继续抢占对手份额，对手 DHA 的优势和份额被大幅削弱，同时规模效应带动毛利率持续改善。

DHA 毛利率大幅改善，带动净利率低基数下大幅提升。2025Q1 基数较低下，归母净利率同比大幅提升 8.07pct。其中毛利率同比提升 8.26pct，主因规模效应带动下 DHA、ARA 毛利率修复。销售、管理、研发费用率同比-3.48、-0.82、-3.00pct，费用率随收入规模增长而快速下降。信用减值损失拖累净利率-5.20pct，主因公司严格计提，后续仍有可能收回应收账款。

重组标的资产优质，预期差仍大。主业新国标及国际市场快速推进，2025Q1 超出预期。重组标的欧易生物承诺 2025-2027 年净利润累计不低于 2.7 亿元，平均每年 0.9 亿元，成长性较高。当前多组学分析正处于初步阶段，AI 医疗应用端发展空间更大。资产重组完成后有望完善嘉必优前端底层研发实力，长期来看二者协同赋能有望打开想象空间。

4.18、立高食品：冷冻烘焙恢复增长，奶油继续发力

公司业绩：2024 年公司营收 38.4 亿元，同比+9.6%；扣非前后归母净利润 2.68、2.54 亿元，同比+266.9%、+108.2%。2025Q1 营收 10.5 亿元，同比+14.1%；扣非前后归母净利润 0.88、0.86 亿元，同比+15.1%、+27.3%。

2025Q1 奶油业务持续增长，冷冻烘焙恢复增长。(1) 分业务板块看，2024 年冷冻烘焙收入同比-3.5%，奶油、水果制品、酱料等烘焙原料业务收入同比+61.8%、-11.3%、-3.6%，UHT 高端奶油收入高增、突破 5 亿元。分渠道来看，流通渠道收入同比+15%，主因奶油增长贡献；KA 商超收入同比中个位数下滑，主因 KA 扩商超新开门店趋缓及产品上架安排调整所致；餐饮、茶饮等新渠道同比约+20%。(2) 2025Q1 冷冻烘焙收入同比增 12%，主因 KA 门店扩张和上新带动；烘焙原料同比增

17%；主因 UHT 奶油增长带动。分渠道，流通渠道下降中单位数，KA 商超同比增 40%以上。

盈利能力平稳，短期原料成本上涨，费用率控费抵消毛利率下滑压力。2025Q1 归母净利率同比+0.07pct，其中公司毛利率同比-2.56pct，预计主因棕榈油等原料价格上涨影响。销售、管理、研发、财务费用率分别同比-2.00、-1.16、-0.94、+0.42pct，整体延续控费趋势，整体费用率下降。

UHT 奶油国产替代势头较好，KA 渠道有望带动冷冻烘焙恢复增长。销售价格调整和渠道整合效果逐渐显现，UHT 奶油带动奶油业务重获增长，国产替代趋势依然较强。山姆等大 KA 渠道重新推新，冷冻烘焙有望重新恢复增长。传统流通饼房渠道当前需求仍疲软，行业竞争激励，公司仍将聚焦单品、缩减 SKU 提升效率，规模集采降低采购成本。当前冷冻烘焙仍处于较早期阶段，叠加行业景气度低迷，渗透率缓慢提升，中长期看冷冻烘焙渗透率有望逐渐提升。

4.19、龙大美食：扭亏为盈，努力改善

公司业绩：2024 年公司营收 109.9 亿元、同比-17.5%，归母净利润 0.21 亿元，同比扭亏。2025Q1 营收 25.5 亿元、同比+1.01%，归母净利润 0.04 亿元，同比-85.9%。2024 年经营净现金流净额 3.93 亿元，经营现金流转正。

屠宰受益猪价毛利率改善，餐饮需求疲软导致预制菜需求转弱。(1) 2024 年食品板块收入同比-14.5%，主因 2024Q4 餐饮需求突然下降；其中预制菜收入 16.9 亿元，同比基本-15.0%；毛利率 9.41%，同比-0.31pct，2024Q4 餐饮客户促销降价传导至上游导致毛利率下降。(2) 2024 年屠宰收入同比-6.7%，屠宰量 501.89 万头，同比-22.01%，主因鲜品需求一般，冻品控制库存；头均屠宰收入 1791 元，同比+19.7%；毛利率同比+4.5pct，主因猪肉价格有所上涨带动；(3) 2024 年养殖出栏量 38.24 万头，同比-41.2%，公司淘汰低效率猪厂，养生猪改善结构提升毛利。(4) 2025Q1 公司屠宰业务与预制菜业务相对平稳。

2024 年转亏为盈，2025Q1 盈利能力承压。(1) 2024 年归母净利率同比+11.7pct，转亏为盈。其中毛利率同比+5.56pct，主因猪肉价格上涨带动，销售、管理、研发、财务同比-0.2、+0.11、+0.00、0.20pct，费用率平稳略升。(2) 2025Q1 归母净利率同比-1.03pct，其中毛利率同比-1.21pct，主因猪价回落、餐饮需求疲软等因素影响。公司努力控费，费用率水平稳中有升。

经营现金流逐渐改善，经营提效有望显现效果。2024 年公司经营现金流持续改善，短期各业务虽有波动，但呈现改善势头。公司将继续以提升效率、改善结构为方向，控制养殖板块规模、调整结构，屠宰业务控制冻品水平、提升资金周转效率；预制菜仍作为重中之重，扩客户、扩品类。

表12：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价（元）	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
贵州茅台	买入	1555.0	76.10	84.27	91.07	20.4	18.5	17.1
五粮液	买入	130.0	8.46	8.99	9.62	15.4	14.5	13.5
泸州老窖	买入	125.9	9.47	9.84	10.35	13.3	12.8	12.2
山西汾酒	买入	204.3	11.03	12.03	13.04	18.5	17.0	15.7
口子窖	增持	36.6	2.78	2.89	3.01	13.2	12.7	12.2
古井贡酒	增持	165.2	11.14	12.49	13.97	14.8	13.2	11.8
金徽酒	增持	19.4	0.86	0.98	1.15	22.5	19.8	16.9
伊利股份	买入	29.6	1.70	1.83	1.95	17.4	16.2	15.2
新乳业	增持	16.5	0.78	0.92	1.04	21.2	17.9	15.9
双汇发展	增持	24.8	1.51	1.59	1.68	16.4	15.6	14.8
中炬高新	增持	19.5	1.18	1.26	1.43	16.5	15.5	13.6
涪陵榨菜	增持	13.2	0.77	0.83	0.90	17.1	15.8	14.6
海天味业	买入	43.2	1.28	1.44	1.60	33.8	30.0	27.0
西麦食品	增持	20.6	0.81	1.00	1.18	25.5	20.6	17.5
嘉必优	买入	25.7	0.96	1.13	1.32	26.8	22.8	19.5
绝味食品	增持	16.3	1.04	1.11	1.19	15.7	14.7	13.7
煌上煌	增持	10.2	0.14	0.19	0.22	73.1	53.8	46.5
广州酒家	增持	15.7	1.00	1.12	1.22	15.7	14.0	12.8
甘源食品	买入	66.0	4.80	5.78	7.28	13.8	11.4	9.1
劲仔食品	增持	12.9	0.75	0.92	1.17	17.2	14.0	11.0
天味食品	增持	11.4	0.65	0.73	0.82	17.6	15.6	13.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025 年 5 月 7 日）

5、风险提示

宏观经济波动风险、消费复苏进度低于预期风险、原材料价格波动风险等。

特别声明

《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）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其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C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn