



关注新渠道与新品类共振下的投资机会

—— 食品饮料行业 2025 中期投资策略

食品饮料分析师：刘光意、刘来珍

研究所副所长、大消费负责人：何伟

食品饮料研究助理：彭潇颖

关注新渠道与新品类共振下的投资机会

—— 食品饮料行业 2025 中期投资策略

2025 年 6 月 18 日

核心观点

- 行业回顾：整体需求复苏较慢，传统消费 VS 新消费差异明显。**2025H1 食品饮料行业整体表现不佳，特别是权重占比高的酒类，也包括啤酒、调味品、乳业等，但不乏结构性亮点。从整体来看，25Q1 食品饮料大盘收入同比+0.7%，利润同比+3.1%，均慢于去年同期水平，对应行业指数年初至今收益-3.5%（跑输 Wind 全 A 指数）；从结构来看，新消费相关赛道表现突出，如休闲零食、创新软饮（功能饮料、养生水、椰子水）、折扣零售供应链的烘焙、零食公司。
- 行业展望：建议继续关注新品类与新渠道带来的投资机会。**预计 2025H2 传统食品饮料复苏依然偏慢，新消费方向仍有望实现超额收益，一方面是休闲零食、创新软饮（功能饮料、养生水、椰子水）新品类快速增长，另一方面是折扣超市、山姆会员店与商超调改等渠道变革带来供应链的一些烘焙、零食公司受益。此外，与市场观点不同，我们认为传统消费方向也具备一定投资价值，低估值+高股息+竞争格局稳定的细分行业具备补涨空间，部分传统行业的公司也正在积极求变。
- 大众品：口红效应与折扣零售供应链快速增长。**1) 性价比休闲零食（魔芋等）、创新软饮（功能饮料、养生水、椰子水等）可低价、高频地通过消费者味蕾刺激多巴胺，具有一定的口红效应，功能饮料还存在明显的国货替代。2) 消费理性化需求，以及线下房租明显下降的背景下，线下折扣零售快速兴起。渠道变革带来机遇，包括零食、烘焙部分公司有望受益于作为山姆会员店、零食量贩折扣店供应链带来的需求成长。
- 白酒：渠道改革未尽，还需等待。**2025 上半年白酒行业景气度依然低迷。因商务消费和大众宴席消费需求均不足，量价齐跌。展望下半年，白酒行业将继续渠道改革，原则上是品牌力弱的企业优先渠道扁平化，提升效率，这一现象自 2024 年已经开始，但各品牌进度不一。白酒行业渠道改革进度，以白酒龙头出厂价和零售价顺价销售为终结。白酒依然是一个优秀的行业，高 ROE、优秀的现金流，当分红率具备吸引力的时刻，白酒板块会迎来反弹。
- 投资建议：**休闲零食、创新软饮、折扣零售供应链受益标的，推荐东鹏饮料、劲仔食品、立高食品，关注卫龙美味、盐津铺子、锅圈、万辰集团等。对于传统消费我们关注分红率吸引力，以及市场出清机会。推荐青岛啤酒、华润饮料、海天味业、洽洽食品、山西汾酒，关注农夫山泉、统一企业中国等。

- 风险提示：**需求不及预期的风险，产品价格下跌的风险，市场竞争的风险。

重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
605499	东鹏饮料	8.8	11.6	15.2	36	27	21	推荐
003000	劲仔食品	0.7	0.9	1.1	18	15	13	推荐
300973	立高食品	1.9	2.2	2.5	26	22	19	推荐
600809	山西汾酒	10.7	11.9	13.0	16	15	13	推荐

资料来源：Wind、中国银河证券研究院。注：数据截至 2025 年 6 月 17 日。

食品饮料行业

推荐 维持

分析师

刘光意

☎：021-2025-2650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

刘来珍

☎：021-2025-2647

✉：liulaizhen_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523040001

何伟

☎：021-2025-7811

✉：hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

研究助理

彭潇颖

✉：pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2025-6-17



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河食饮】2025 年度投资策略报告：拨云见月，孕育新机
- 【银河食饮】2024 年中期策略报告：下半年需求温和改善预期下选强α标的

目录

Catalog

一、 行业整体：25H2 延续温和改善，关注结构性机会	4
(一) 25H1 复盘：传统消费 VS 新消费差异明显.....	4
(二) 25H2 展望：寻找新渠道与新品类共振的结构性机会.....	5
二、 零食：新品类与新渠道共振，节奏上关注 H2 旺季	9
(一) 25H1 复盘：淡季压力释放，业绩有所分化	9
(二) 25H2 展望：新品类与新渠道共振，节奏上关注 H2 旺季	10
(三) 重点公司.....	13
三、 饮料：关注竞争趋缓与细分景气品类二大方向	15
(一) 25H1 复盘：业绩增速放缓，头部企业表现更优	15
(二) 25H2 展望：关注竞争趋缓与景气品类二大方向	16
(三) 重点公司.....	18
四、 白酒：聚焦分化发展，静待周期改善	19
(一) 行业周期：需求仍疲弱，但下半年有望改善	19
(二) 上市公司报表业绩：增速放缓，分化发展	20
(三) 资金配置和估值：下行空间有限.....	21
(四) 重点公司.....	22
五、 啤酒：短期关注旺季催化，长期关注第二增长曲线	23
(一) 25H1 复盘：盈利能力持续改善，内部结构性分化	23
(二) 25H2 展望：短期关注旺季催化，长期关注第二增长曲线.....	24
(三) 重点公司.....	27
六、 调味品与餐饮链：关注结构性机会与顺周期复苏	28
(一) 25H1 复盘：C 端韧性更强，B 端承压明显	28
(二) 25H2 展望：C 端关注结构性机会，B 端关注顺周期复苏弹性.....	29
(三) 重点公司.....	31
七、 乳业：细分成长领域为先，静待行业周期拐点	32
(一) 上游静待原奶价格拐点，下游聚焦细分领域机会	32
(二) 重点公司	33
八、 投资建议	34
九、 风险提示	36

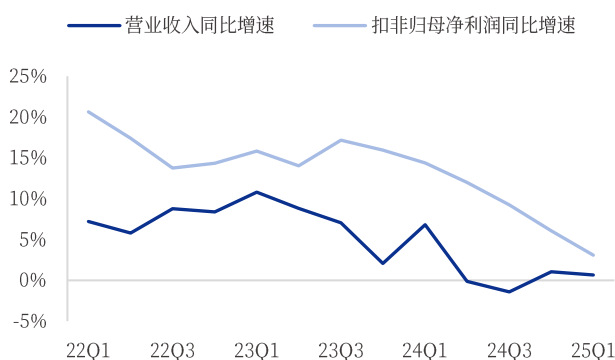
一、行业整体：25H2 延续温和改善，关注结构性机会

（一）25H1 复盘：传统消费 VS 新消费差异明显

整体需求复苏较慢，传统消费 VS 新消费差异明显。25H1 食品饮料行业基本面与行情演绎均符合我们在年初策略报告中的观点，即“整体温和复苏+结构性机会为主”。

从整体来看，25Q1 食品饮料大盘收入同比+0.7%，利润同比+3.1%，均慢于去年同期，对应行业指数 2025 年 1 月 1 日至 6 月 11 日期间跌幅-3.5%，相对于 Wind 全 A 指数的超额收益为-6.9%，在 31 个子行业中排名第 26。

图1：食品饮料行业单季度收入、利润增速（SW 行业指数）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：食品饮料行业指数 2025 年以来走势（SW 行业指数）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：2025 年至今食品饮料累积涨幅在全行业位居第 26 名（截至 2025/6/11）

行业	有色金属	美容护理	银行	医药生物	汽车	农林牧渔	传媒	环保	机械设备	纺织服饰	基础化工
涨跌幅	15.3%	14.5%	10.5%	10.2%	9.9%	9.9%	9.7%	7.6%	7.3%	7.2%	6.5%
超额收益	11.9%	11.1%	7.1%	6.8%	6.5%	6.5%	6.3%	4.2%	3.9%	3.7%	3.0%

行业	轻工制造	计算机	社会服务	钢铁	国防军工	综合	通信	家用电器	建筑材料	公用事业
涨跌幅	4.8%	3.8%	3.3%	2.2%	2.2%	0.6%	0.3%	0.0%	-0.4%	-0.6%
超额收益	1.3%	0.4%	-0.1%	-1.2%	-1.3%	-2.8%	-3.1%	-3.4%	-3.8%	-4.0%

行业	交通运输	电子	建筑装饰	非银金融	食品饮料	商贸零售	石油石化	电力设备	房地产	煤炭
涨跌幅	-0.7%	-1.7%	-3.4%	-3.5%	-3.5%	-3.6%	-4.1%	-4.7%	-6.7%	-11.2%
超额收益	-4.1%	-5.2%	-6.8%	-6.9%	-6.9%	-7.0%	-7.5%	-8.1%	-10.1%	-14.6%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从结构来看，新消费相关的板块表现突出（零食、功能饮料等），而传统消费相对承压（啤酒、调味品与餐饮供应链）。对应软饮料、零食、保健品、烘焙食品、预加工食品板块实现正收益，分别为+23.0%、+20.0%、+13.1%、+5.7%、+1.2%；肉制品、啤酒、调味发酵品板块相对承压，分别-0.9%、-1.6%、-4.7%。

图4：2025 年至今食品饮料子行业涨跌幅（截至 2025/6/11）

行业	软饮料	零食	保健品	烘焙食品	预加工食品	肉制品	啤酒	调味发酵品Ⅲ
涨跌幅	23.0%	20.0%	13.1%	5.7%	1.2%	-0.9%	-1.6%	-4.7%
超额收益	19.6%	16.6%	9.7%	2.3%	-2.2%	-4.3%	-5.0%	-8.1%

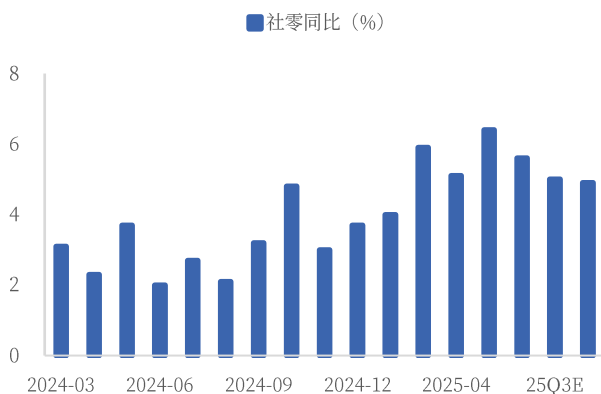
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 25H2 展望：寻找新渠道与新品类共振的结构性机会

1. 行业整体复苏偏慢

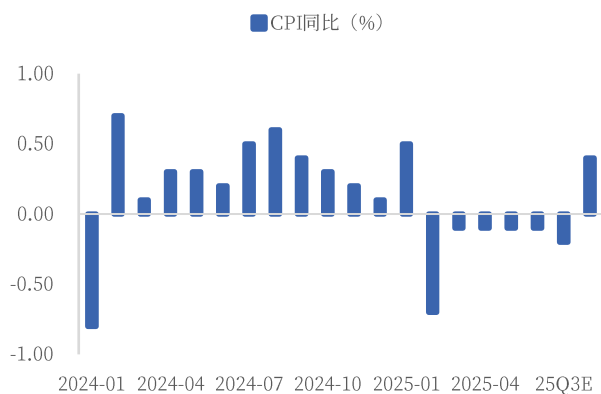
根据银河证券宏观团队的判断，预计 2025 年全年实际 GDP 增长 5.1%，其中 25Q2/Q3/Q4 分别同比+5.4%/+4.9%/+4.7%；全年社零预计增速 5.0%，CPI 同比均值约为 0%。预计 2025H2 传统食品饮料复苏依然偏慢，新消费方向仍有望实现超额收益。

图5：2025 年社零同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：2025 年 CPI 同比增速



商超调改：永辉、步步高胖改后动销验证，25 年商超调改或加速扩围。1) 永辉超市：25 年 2 月发布公告，将调优组织架构，集中资源能力为调改护航，预计年中调改门店将达 100 家，全年调改完成约 200 家；2) 步步高：中央厨房 25 年 2 月底正式投入使用，预计 25Q3 将基本完成门店调改。3) 其他连锁超市与区域超市 24 年亦有调改布局，25 年 2 月北京物美宣布将启动全国首家学习胖东来自主调改门店。

表1：部分头部商超调改进程与计划（部分）

超市	调改时间	指导对象	门店总数 (2024)	调改进程 (25 年 4 月)	调改占比	调改计划
永辉	2024.5	胖东来	788	69	9%	2025 年 6 月底预计调改门店突破 124 家，2025 年调改门店 200 家左右，2026 年完成所有存量门店的调整
步步高	2024.4	胖东来	27	17	63%	计划 2025 年 3 季度完成调改
重庆百货	2024	自主调改	143	16	6%	2025 年重百新世纪超市至少调改 38 家门店，未来 2-3 年将完成所有门店调改
华润万家	2024	自主调改	2000+	50	2%	-
世纪联华	2024	自主调改	-	24	上海门店完成	对世纪联华、联华超市门店全面调改
大润发	暂未开始	自主调改	400+	-	-	有望学习胖东来模式进行调改

资料来源：联商网，新渝商，重庆百货公司官网，百联集团，重庆市零售商会，Foodtalks，第一财经，Wind，中国银河证券研究院
备注：华润万家调改进程门店的数据截至 2024 年 12 月，世纪联华调改进程截至 2024 年 11 月

零食量贩转型全品类折扣超市：2025 年万辰、鸣鸣很忙两大头部跟进。2024H2 零食量贩密集开启转型尝试，第二梯队企业零食有鸣率先落地，并在 2024 年 12 月达成千店规模。25H1 万辰、鸣鸣很忙先后召开发布会，向全品类转型战略的高度持续提升；25H2 渠道预计延续以门店模型跑通、完成店型打磨为主要任务。

表2：头部零食量贩品牌折扣超市布局情况（部分）

品牌	零食门店数量（个）	折扣业态品牌	开放加盟/首店时间	布局动向与品类
赵一鸣零食	8500+ (鸣鸣很忙 16000+)	赵一鸣省钱超市	2024 年 11 月	25 年 2 月鸣鸣很忙发布会上 3.0 店型正式亮相，引入百货日化、文具潮玩、烘焙、鲜食等多元化产品，增设 低温冻品专区
万辰集团	15000+	好想来全食优选 来优品省钱超市	2024 年 10 月	全食优选：25 年 3 月 5.0 门店开业，布局新鲜水果、 现烤档口 、短保卤味、IP 潮玩、纸品个护等 省钱超市：布局酒水 冻品 、 短保烘焙 、米面粮油、日化用品及 鲜卤食品 等
零食有鸣	两种店型合计 4000+	零食有鸣批发超市	2024 年 6 月	24 年 12 月批发超市突破 1000 家，品类包括米面粮油、 冻品调味 、个人洗护、家用百货、清洁用品等
糖巢	2100+	糖巢省钱超市	2025 年 3 月	25 年 3 月上线，包括 冻品调味 、个护日化、粮油等
爱零食	1800+	爱零食硬折扣超市	2024 年 11 月	品类包括日化、调味品、米面粮油、水饮烟酒等
零食优选	2000+	惠真批发超市	2024 年 9 月	增加预制菜、 冻品 、水果、熟食、百货、日化等品类

资料来源：零食有鸣，糖巢官网，赵一鸣零食、爱零食官方公众号，食业家，整点消费，中国糖果，新零售，中国银河证券研究院

会员超市：2025 年山姆展店目标积极，盒马聚焦核心业态，业态有望持续扩容。据联商网，山姆 2025 年或计划 8~11 家新店，当前已有两家开业，25H2 落地或将加速；据盒马官网，公司 2024 年聚焦主力业态盒马鲜生、社区业态盒马 NB 两类，NB 在调整最优模型的同时已开放加盟，2025 年或进一步加速开店。同时，本土会员商店也积极拓展商业版图。

表3：盒马与仓储会员店布局与未来规划情况（部分）

会员店	零售集团	集团在华营收 (亿元)	布局区域	2024 年会员店开店情况与 2025 展店计划
山姆	沃尔玛	1473（山姆近 1000 亿）	全国一、二线城市	2024 年开业 6 家门店，合计 53 家门店 2025 年计划新开 8~11 家门店
盒马 X 会员店	盒马	590	上海、江苏、北京	2025 年 X 会员店业务持续收缩，全国剩余 5 家， 将聚焦盒马鲜生和盒马 NB 两大核心业态战略， 预计开出近 100 家盒马鲜生店
Costco	Costco	55	长三角、深圳	2024 年开业 2 家门店，合计 7 家门店 2025 年计划将中国总部落地闵行 Costco 新大楼
麦德龙会员店	物美	566	新一线、 沿海二线城市	2024 年 4 家会员店闭店改造， 2025 年计划在温州、海口开店
M 会员店	高鑫零售	726	南京、 江浙二线城市	2024 年开业 5 家门店，合计 7 家门店 2025 财年起计划三年开出 15 家门店

资料来源：CCFA，M 会员商店公众号，联商网，财联社，36Kr，零售商业财经，零售圈，赢商网，Wind，中国银河证券研究院

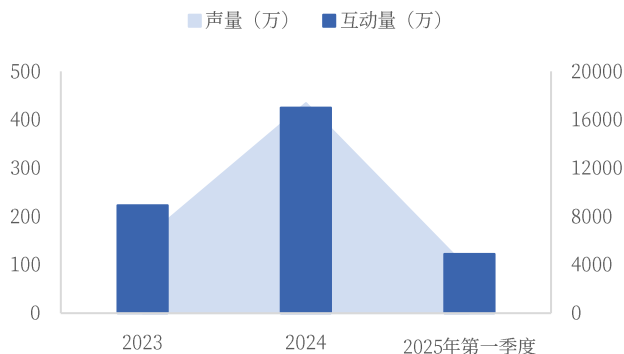
备注：集团在华营收中，沃尔玛、盒马营收为 2024 财年数据，Costco、麦德龙为 2023 自然年数据

3. 结构性机会二：新品类

25H2 红利品类景气有望延续，积极布局的企业有望受益品类扩容。消费世代的诉求变化为长期线索，2025 年以来“悦己+健康”消费的趋势逐渐明朗，零食、饮料部分细分品类景气攀升，市场规模迎来快速增长。我们认为，进入 25Q3 旺季后终端动销有望进一步加速，预先布局的企业纷纷打造出明星单品，有望同步受益行业扩容与市占率提升。

休闲零食：魔芋品类，兼具“美味+健康”的优质属性。魔芋产品口感独特、易与多种调味相容，且食材具备低热量+高纤维+强饱腹的健康特点，品类在卫龙、盐津培育后迎来爆发式增长，全产业链实现共荣。伴随头部企业持续推进口味与形态创新，品类有望延续高景气度。

图8：魔芋产品迎来高度景气



资料来源：DT 商业财经，中国银河证券研究院

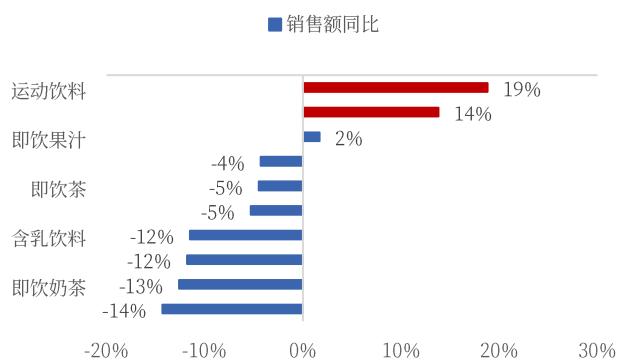
图9：健康+美味为消费者对魔芋品类的重要认知（2025 年 2~5 月）



资料来源：DT 商业财经，千瓜数据，中国银河证券研究院

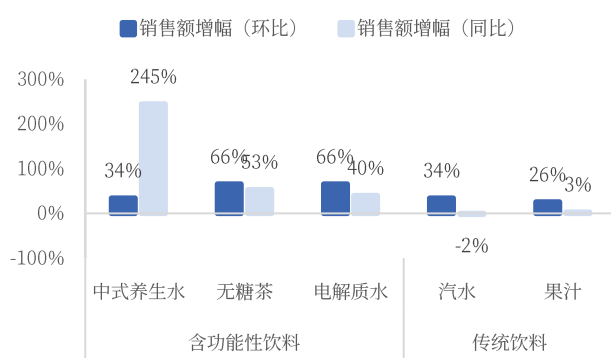
软饮料：运动饮料、中式养生水、椰子水产品类，兼具“清凉适口+附加功效”的优质属性。作为淡味饮品，运动饮料、养生水、椰子水既具备一定的适口性，也符合健康、补水补电等功效性。1) 受益运动场景数量增加与渗透率提升：健身风潮兴起，快速补水、补充电解质的需求增长，伴随消费者运动频次与专业度提高，品类有望在 25H2 景气持续。2) 受益对中式文化的认同与养生需求：养身风潮兴起，养生水借助传统中医食材，有效缓解对于高压力、亚健康状态的焦虑，随着口味的增加以及拓展更多年轻消费群体，品类有望在 25H2 延续高增。

图10：25Q1 运动饮料、植物饮料销售额同比快速增长



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

图11：无糖茶、电解质水与养生水产品类 2024 年景气度较高



资料来源：尼尔森，中国银河证券研究院

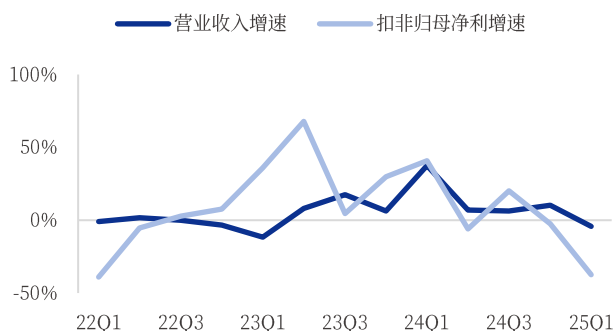
注：中式养生水为 2024 年 6-7 月，其余细分品类为 2024 年 6-8 月数据

二、零食：新品类与新渠道共振，节奏上关注 H2 旺季

（一）25H1 复盘：淡季压力释放，业绩有所分化

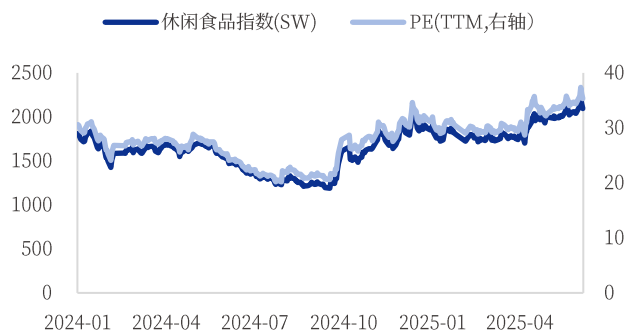
25Q1 受春节错期和高基数影响，业绩略有承压。25Q1 零食板块收入/扣非归母净利分别同比-4.2%/-37.5%，合并 24Q4 收入/扣非归母净利分别同比+2.6%/-24.8%。收入端略有降速，主因高基数影响，预计 25Q2 有望改善。利润端，扣非归母净利增速转负，主因毛利率承压，企业投放的销售费用率亦有增加。估值上，受景气品类与渠道变革催化，25H1PE-TTM 稳健向上，驱动指数增长。

图12：零食板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图13：休闲食品行业指数 PE（TTM）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

业绩增速分化，把握品类与渠道机遇的企业表现更优。盐津铺子积极布局魔芋品类、有友食品在山姆渠道再上新两款产品，成功把握新品类与新渠道红利，收入实现高增，利润持续增长；劲仔食品大单品成功升级，收入稳健增长，利润受汇兑损益扰动；三只松鼠在年节错期背景下收入仍实现正增，其他部分零食企业进入调整阶段。

图14：25Q1 零食重点公司业绩表现（部分）

收入增速										
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	
洽洽食品	-6.7%	8.3%	5.1%	-6.9%	36.4%	-20.2%	3.7%	2.0%	-13.8%	
劲仔食品	68.4%	35.2%	45.9%	26.5%	23.6%	20.9%	12.9%	11.9%	10.3%	
盐津铺子	55.4%	57.6%	46.2%	20.2%	37.0%	23.4%	26.2%	30.0%	25.7%	
甘源食品	22.2%	48.1%	37.3%	10.9%	49.8%	4.9%	15.6%	22.0%	-14.0%	
三只松鼠	-38.5%	-3.1%	38.6%	29.2%	91.8%	43.9%	24.0%	36.3%	2.1%	
有友食品	-12.5%	11.2%	11.5%	-27.6%	18.0%	3.0%	28.0%	42.9%	39.2%	
归母净利润增速										
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	
洽洽食品	-14.4%	-37.5%	-13.5%	-15.1%	35.1%	7.6%	21.4%	-24.8%	-67.9%	
劲仔食品	95.7%	20.2%	48.4%	122.6%	87.7%	58.7%	42.6%	0.3%	-8.2%	
盐津铺子	81.7%	98.9%	67.3%	32.6%	43.1%	19.1%	15.6%	33.7%	11.6%	
甘源食品	145.0%	246.5%	95.3%	67.0%	65.3%	16.9%	17.1%	-13.9%	-42.2%	
三只松鼠	18.7%	52.0%	40.9%	39.7%	60.8%	51.2%	221.9%	32.6%	-22.5%	
有友食品	121.4%	-16.8%	-40.2%	-79.7%	-8.8%	-0.1%	75.2%	258.0%	16.2%	
毛利率										
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	
洽洽食品	28.5%	20.6%	26.8%	29.3%	30.4%	25.0%	33.1%	25.8%	19.5%	
劲仔食品	26.0%	26.5%	26.8%	32.6%	30.0%	30.8%	30.1%	31.0%	29.9%	
盐津铺子	34.6%	36.0%	32.9%	31.1%	32.1%	33.0%	30.6%	27.6%	28.5%	
甘源食品	36.3%	34.9%	37.5%	36.0%	35.4%	34.4%	36.8%	35.1%	34.3%	
三只松鼠	28.3%	18.7%	24.4%	20.8%	27.4%	21.9%	24.5%	21.8%	26.7%	
有友食品	33.8%	31.7%	27.0%	24.8%	31.4%	30.2%	28.9%	25.7%	27.1%	
销售费用率										
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	
洽洽食品	10.7%	8.5%	8.4%	9.0%	12.3%	10.0%	7.9%	9.8%	10.6%	
劲仔食品	11.9%	10.5%	11.9%	9.0%	13.1%	12.1%	12.2%	10.6%	13.4%	
盐津铺子	13.8%	11.5%	11.8%	13.2%	13.0%	13.5%	12.1%	11.5%	11.2%	
甘源食品	13.7%	11.8%	9.9%	11.1%	13.1%	13.5%	11.4%	12.8%	17.3%	
三只松鼠	15.2%	21.2%	19.3%	16.3%	16.3%	21.1%	19.1%	16.6%	18.7%	
有友食品	9.4%	10.9%	13.8%	14.8%	11.8%	12.1%	9.3%	10.0%	8.9%	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

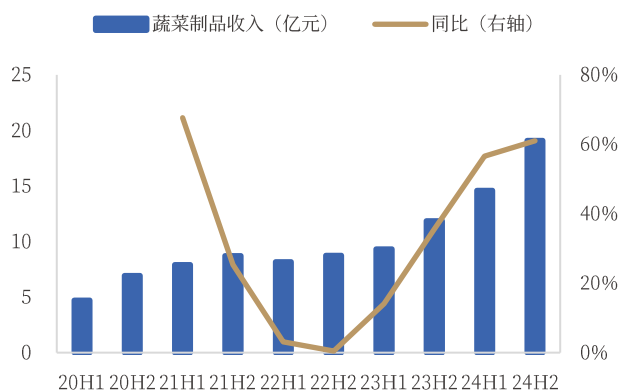
（二）25H2 展望：新品类与新渠道共振，节奏上关注 H2 旺季

质价比线索下渠道+品类双轮驱动，引发零食行业的结构性景气。展望 2025H2，我们认为品类与渠道共振的产业逻辑更加清晰，品类端，“美味+健康”将为长期主线，以魔芋为代表的景气品类有望延续高增，鹌鹑蛋、豆制品等亦存在突围机会；渠道端，跑马圈地的广谱性红利逐渐收尾，借新渠道放量将更依靠企业内功。

1. 方向一：品类维度，预计魔芋景气度将贯穿全年，关注鹌鹑蛋与豆制品起量节奏

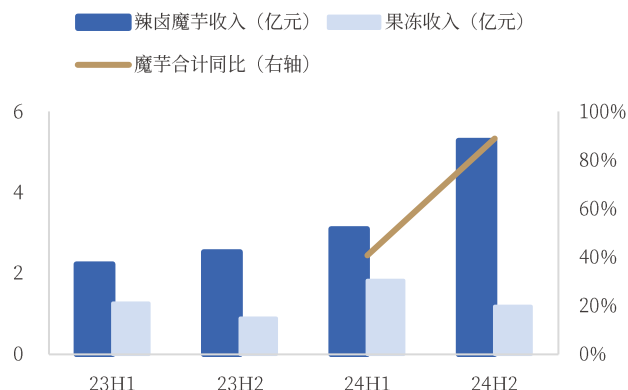
魔芋：25H1 魔芋受益天时、地利、人和成为国内现象级产品，25H2 有望景气延续。1) 天时：2025 年新消费线索起势，重视“悦己+健康”的新消费时代来临，魔芋健康属性吸引+成瘾性的口味口感带动复购。2) 地利：国内魔芋种植产业持续发展，且 2021-2023 年魔芋粉价格处于低位，为企业布局与原料储备提供良机。3) 人和：23Q4 卫龙小魔女和盐津铺子大魔王的新形态魔芋产品“魔芋素毛肚”同期面世，在经历一年的市场培育与产品加速创新后，行业迎来爆发式繁荣。展望 25H2，品类景气度有望延续，且供求关系逆转后原料成本快速上升，考虑短期产量仍然受限，预计 25H2 成本将处于高位，尾部企业出清有望实现竞争格局优化，关注卫龙美味、盐津铺子、劲仔食品。

图15：卫龙美味蔬菜制品业务收入高增



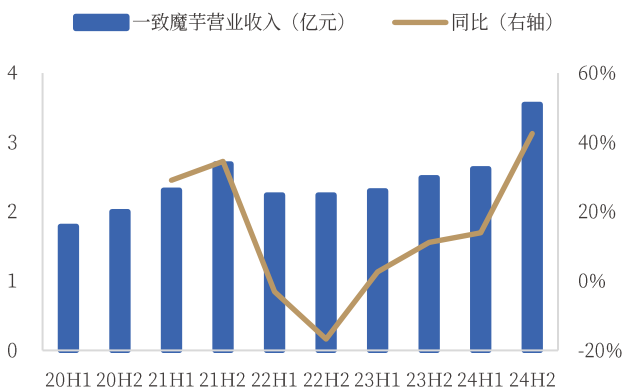
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图16：盐津铺子魔芋产品放量



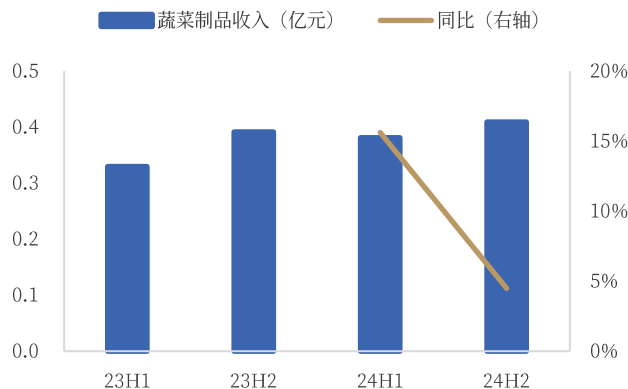
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图17：一致魔芋业务收入及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图18：劲仔食品蔬菜制品业务收入及增速

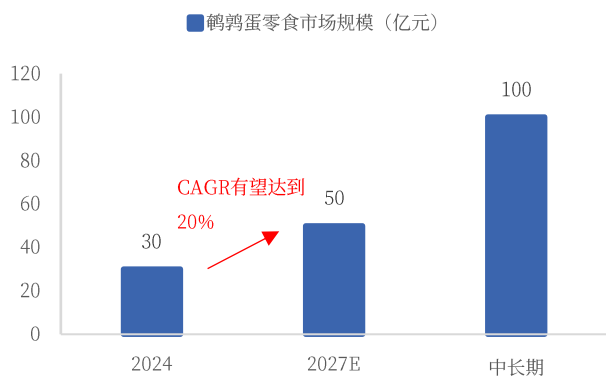


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

其他品类：“美味+健康”趋势下，25H2 关注具备潜力的鹌鹑蛋、豆制品。借鉴魔芋经验，我们认为潜力品类将遵循“美味+健康”属性，除辣味魔芋外，25H2 鹌鹑蛋与豆干等也有望持续增长，关注**劲仔食品**、**盐津铺子**。

1) **鹌鹑蛋**：优质蛋白+咸味为主。2022 年鹌鹑蛋实现产品场景的重定位，盐津铺子、劲仔食品引领，三只松鼠、无穷等品牌入局，叠加原材料价格下行，众多中小厂家涌入引发价格竞争；头部品牌重视品质并打造出区别于低价内卷的品牌。25 年初鹌鹑蛋价格同、环比均有回升，行业部分企业退出市场；若竞争能够持续趋缓，25H2 头部品牌有望凭借优质产品实现放量。

图19：鹌鹑蛋零食市场具备较大潜力



资料来源：财联社，中国银河证券研究院

图20：鹌鹑蛋行业 2024 年竞争激烈



资料来源：财联社，马上赢，中国银河证券研究院

2) **豆制品**：植物蛋白+咸、辣口味为主。豆制品零食在我国已有悠久历史，在一定程度上说明品类已经具备终端接受度；且与魔芋产品类同，豆制品也易于做形态（豆干、豆腐、豆泡、素肉、千张等）和口味（辣、咸、五香）的创新。作为早期的作坊式产品，休闲豆制品呈现群雄割据的格局，尚未形成全国品牌。25H1 盐津铺子、劲仔食品均发布虎皮豆干新品，盐津针对鳕鱼豆腐推出开箱有奖促销活动，参考魔芋经验，有望共同培育市场消费习惯，并为 25H2 收入贡献边际增量。

图21：盐津铺子 2025 年 3 月推出虎皮三兄弟中的“虎皮豆干”



资料来源：盐津铺子官方视频号，中国银河证券研究院

图22：劲仔食品 2025 年 5 月官宣虎皮豆干新品



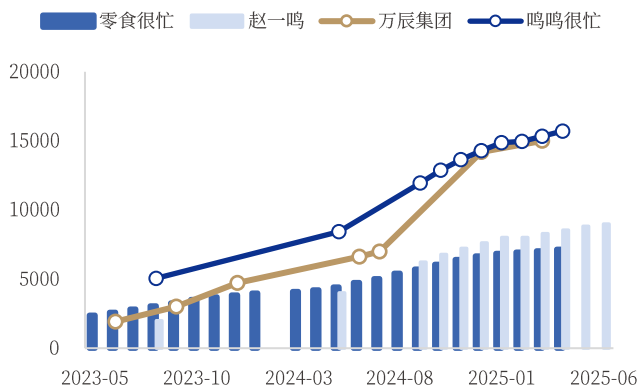
资料来源：劲仔食品官方视频号，中国银河证券研究院

2. 方向二：渠道维度，预计零食量贩、会员店变革浪潮下内功优秀的企业将持续成长

1) 零食量贩

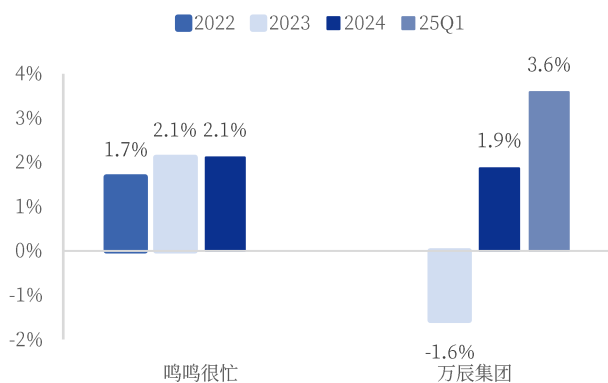
渠道企业：25H2 扩店增速或见拐点，将更关注盈利能力提升与新业态门店模型跑通。当前零食垂类量贩门店总数超过 4 万家，我们测算距离全国垂类折扣门店饱和数量已经过半，且“两超”鸣鸣很忙集团和万辰集团在 2024 年均达成 1.4 万家门店，双寡头格局清晰稳固。另一方面，全品类折扣超市有望通过多元品类布局吸引到店客群，进一步加密门店布局。因此展望 25H2，我们认为加盟竞争或将逐渐退坡，渠道企业重心从大量补贴开店转向全品类折扣店新店型的打磨，更加关注盈利能力提升与全品类折扣业态门店模型跑通，关注**万辰集团、鸣鸣很忙（拟上市）**。

图23：万辰集团和鸣鸣很忙门店数量（个）



资料来源：零食很忙、赵一鸣官网，万辰集团公司公告，极海品牌监测，灼识咨询，中国银河证券研究院

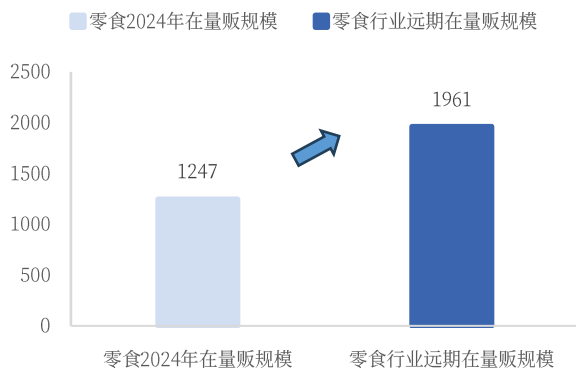
图24：万辰集团和鸣鸣很忙集团净利率



资料来源：鸣鸣很忙、万辰集团公司公告，中国银河证券研究院

品牌企业：25H2 单一渠道铺货红利或将边际减弱，合作深化为增长的重要抓手。当前多数头部零食品牌已完成对主要量贩企业的核心门店的覆盖，量贩收入占比已达到一定水平，叠加渠道展店速度趋于稳健，**展望 25H2**，门店扩张带给上游品牌的广谱性铺货红利或边际减弱，未来关注 1) 量贩占比较高的品牌，跟随渠道区域拓展，有望持续渗透前期布局不足的地域，推动收入实现稳健增长；2) 量贩占比相对较低的品牌，伴随量贩盈利模式逐渐稳定，有望通过入驻更多 SKU 等方式深化与渠道的合作，实现快速增长。

图25：零食量贩对行业规模贡献测算（亿元）



资料来源：百度地图，万辰集团、鸣鸣很忙公司官网，中国银河证券研究院

图26：各品牌覆盖零食量贩门店数量

合作时间 T	T-1	T-0.5	T	T+0.5	T+1	T+1.5	T+2	T+2.5	T+3
盐津铺子 21H2	34%	13%	20%	14%	38%	57%	32%	30%	28%
劲仔食品 22H1	5%	40%	31%	32%	49%	36%	22%	12%	
甘源食品 22H1	11%	10%	13%	12%	35%	22%	26%	19%	
西麦食品 22H2	2%	15%	16%	11%	26%	39%	5%		
卫龙美味 23H1	-2%	-5%	3%	7%	26%	31%			
洽洽食品 23H1	12%	17%	0%	-2%	8%	3%			

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2) 商超零售

品牌企业：25H2 会员店继续高增，渠道选品有望促成大单品打造。以山姆为代表，商超持续从供方市场转向买方市场，宽 SPU、窄 SKU 的模式背后是零售巨头对市场的有力洞察和精准选品能力，产品能力强的上游品牌入驻后，将受益在渠道高品质心智的背书。**展望 25H2**，1) 伴随渠道门店数量持续增长，现存单品的月销有望稳健爬坡，如**洽洽食品、甘源食品、盐津铺子、有友食品、好想你**；2) 品牌企业积极推进向山姆荐品，部分企业有望与会员店达成合作，在标杆渠道放量、贡献收入的同时增强品牌形象，如**劲仔食品、卫龙美味**。

表4：当前零食上市公司已入驻山姆渠道的产品梳理

品类	公司	产品	入驻时间	月销情况（件）	榜单排名	产品图片
零食	洽洽食品	葵珍原味大瓜子	2023	5 万+	坚果蜜饯榜 Top9	
		洽洽生香有机核桃仁	2024	5 万+	干货热度榜 Top1	
		意式火腿风味坚果仁	2024.10	-	-	
	甘源食品	MM 芥末味夏威夷果仁	2021	10 万+	坚果蜜饯榜 Top2	
		黑金蒜香菜味翡翠豆	2024.10	-	-	
	盐津铺子	蛋皇无抗鹌鹑蛋	2024.6	20 万+	零食热度榜 Top3	
	有友食品	脱骨鸭掌山椒味	2024.8	20 万+	零食热度榜 Top1	
		有友轻享食光	2025.4	-	-	
		有友酸汤双脆	2025.5	-	-	
	好想你	免洗去核灰枣	-	-	-	
		好想你黑金枣	2025.3	-	-	

资料来源：山姆会员店 APP，中国银河证券研究院

(三) 重点公司

零食行业走过 Q2 淡季，展望 25H2 零食板块，我们认为仍将以结构性成长为主，建议关注 1) 魔芋等高景气赛道持续扩容带来的品类红利，例如卫龙美味、盐津铺子、劲仔食品，以及 2) 零食量贩转型+合作深化、入驻山姆等高势能渠道带来的渠道红利，例如有友食品。

表5：零食板块重点公司盈利预测与估值

标的	2025/6/17 收盘价（元/港元）	归母净利润（亿元）			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
劲仔食品	13.45	3.4	4.0	4.8	18	15	13
卫龙美味	14.62	13.3	16.3	19.4	25	20	17
盐津铺子	81.90	8.3	10.4	12.5	27	22	18
有友食品	14.06	2.0	2.4	2.9	30	25	21
三只松鼠	27.02	5.0	6.7	8.5	22	16	13
洽洽食品	23.31	7.6	9.0	9.7	15	13	12

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

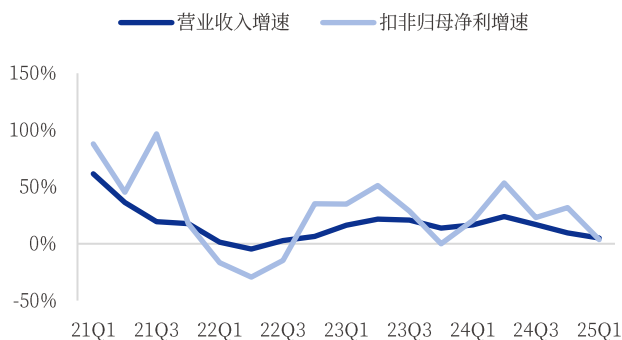
注：港股标的收盘价单位为港元，A 股标的为人民币元；劲仔食品为中国银河证券研究院预测，其余为 Wind 一致预期

三、饮料：关注竞争趋缓与细分景气品类二大方向

(一) 25H1 复盘：业绩增速放缓，头部企业表现更优

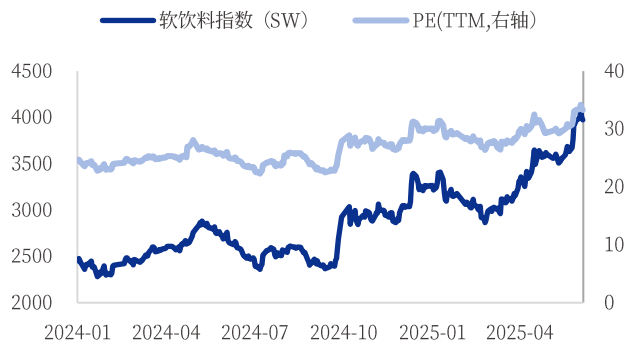
25Q1 业绩增速放缓。25Q1 软饮料板块收入/扣非归母净利润分别同比+4.9%/+3.6%，业绩持续正增，但增速受需求与竞争的影响有所放缓。收入端，健康饮料、功能饮料等子赛道延续景气；部分品类相对承压。利润端，原料价格下行利好毛利率，竞争加剧下销售费用率提升冲抵成本红利。

图27：软饮料板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图28：软饮料行业指数 PE (TTM)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

饮料板块内部分化明显。1) 业绩高速增长，例如东鹏饮料，主要得益于核心大单品稳健成长，且第二曲线稳步放量。2) 业绩承压，例如香飘飘、承德露露，一方面礼赠属性较强，受到春节错期影响；另一方面，传统的奶茶/含乳饮料受新兴品类挤压，面临转型压力。

图29：25Q1 软饮料重点公司业绩表现（部分）

收入增速									
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
东鹏饮料	24.1%	30.0%	35.2%	40.9%	39.8%	47.9%	47.3%	25.1%	39.2%
香飘飘	37.0%	35.2%	20.4%	3.1%	6.8%	-7.5%	-6.1%	-18.1%	-20.0%
李子园	1.1%	-0.9%	2.0%	0.2%	-3.2%	-3.0%	4.5%	2.4%	-4.3%
欢乐家	43.7%	17.1%	7.8%	15.6%	6.6%	-0.2%	0.2%	-16.5%	-18.5%
承德露露	2.1%	2.4%	6.4%	27.5%	7.5%	15.4%	-3.0%	22.7%	-18.4%
养元饮品	8.8%	10.2%	10.4%	-9.4%	3.9%	-19.1%	-18.8%	16.1%	-19.7%
归母净利润增速									
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
东鹏饮料	44.3%	49.0%	33.2%	39.7%	33.5%	74.6%	78.4%	61.2%	47.6%
香飘飘	109.8%	28.3%	-12.3%	-4.2%	331.3%	-9.7%	-0.6%	-14.9%	-174.5%
李子园	45.0%	21.1%	4.7%	-27.3%	-3.8%	-49.3%	13.9%	39.0%	16.2%
欢乐家	66.0%	40.9%	32.5%	19.7%	-3.7%	-99.2%	-97.2%	-38.0%	-58.3%
承德露露	1.6%	21.5%	4.6%	7.4%	3.0%	-37.8%	-2.3%	27.0%	-12.5%
养元饮品	39.9%	5.2%	20.4%	-61.9%	20.0%	-15.7%	-47.3%	177.0%	-26.9%
毛利率									
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
东鹏饮料	43.5%	42.7%	41.5%	44.9%	42.8%	46.1%	45.8%	43.9%	44.5%
香飘飘	31.0%	23.6%	38.5%	43.9%	33.6%	25.7%	40.9%	43.7%	31.2%
李子园	36.6%	36.8%	35.7%	34.2%	38.2%	38.3%	41.0%	38.6%	42.8%
欢乐家	36.9%	37.7%	38.6%	41.1%	38.7%	31.9%	30.3%	33.4%	31.4%
承德露露	47.6%	37.3%	37.5%	37.7%	43.7%	36.0%	40.7%	39.8%	48.1%
养元饮品	46.9%	39.9%	45.6%	46.9%	47.2%	46.3%	45.5%	46.5%	46.2%
销售费用率									
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
东鹏饮料	15.7%	15.9%	17.5%	20.4%	17.1%	14.3%	17.9%	18.9%	16.7%
香飘飘	26.8%	37.3%	25.9%	17.4%	24.0%	35.6%	26.1%	16.8%	26.8%
李子园	11.7%	7.8%	13.3%	14.9%	10.8%	18.6%	16.1%	11.2%	10.6%
欢乐家	9.1%	13.9%	14.9%	12.5%	12.9%	21.0%	18.3%	13.0%	13.1%
承德露露	18.0%	8.6%	5.6%	8.5%	16.0%	18.9%	10.0%	8.3%	18.1%
养元饮品	8.5%	16.7%	13.0%	13.5%	7.3%	23.9%	16.3%	10.1%	8.9%

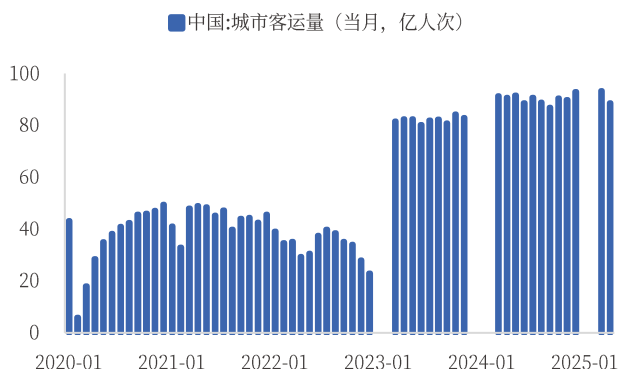
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）25H2 展望：关注竞争趋缓与景气品类二大方向

1. 出行旺盛支撑需求，销量仍有增长动力

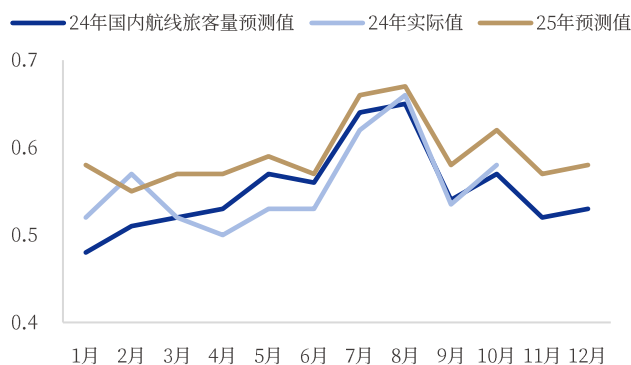
预计出行仍然旺盛，利好饮料终端动销。1) 日常出行：线下办公等刚性出行逐渐回归常态，25H1 城市客运量同比基本稳定，预计 25H2 日常出行有望维持。2) 假日出行：2025H1 出游客运量持续增长，考虑到《全国年节及纪念日放假办法》修订后法定公共假期增加+调休制度合理化，25H2 出行需求有望延续增长趋势，消费场景增加利好饮料终端动销。

图30：25H1 日常出行同比基本稳定



资料来源：Wind，交通部，中国银河证券研究院

图31：预计 25H2 出行仍将保持旺盛态势（亿人次）



资料来源：去哪儿航旅大数据，中国银河证券研究院

2. 成本红利延续，利好盈利弹性释放

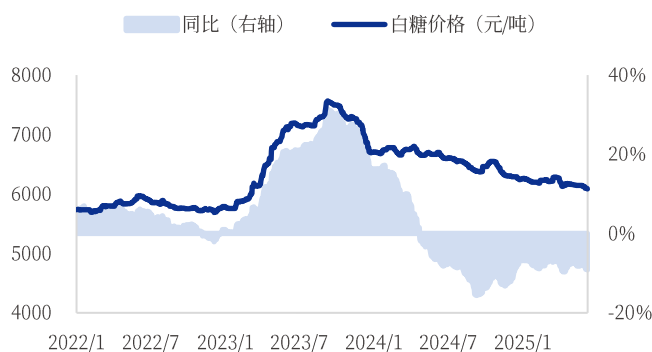
截至 2025 年 6 月 10 日，PET 瓶片价格同比-15.6%，24H2 以来持续回落；白糖价格同比-9.2%，24 年 5 月同比增速转负后延续下行。当前原材料价格位置相对 24H2 优势显著，预计 25H2 成本红利有望延续，利好盈利弹性释放。

图32：PET 瓶片价格 25H1 持续下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图33：白糖价格 25H1 同比回落

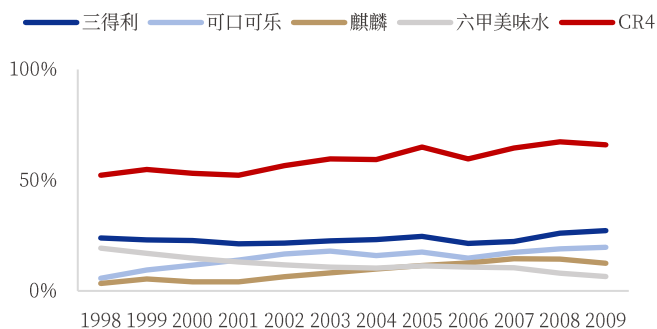


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3. 方向一：关注竞争格局变化带来的投资机会

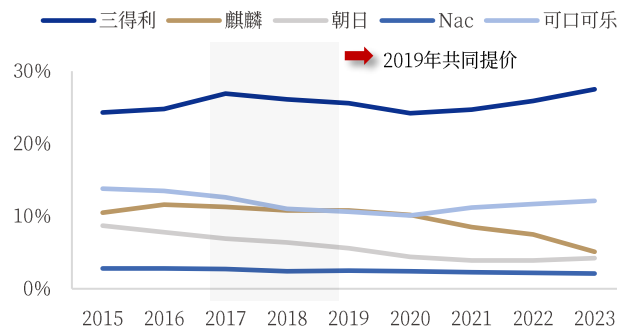
包装水（农夫山泉与华润饮料）：25Q2 竞争边际趋紧，预计 9 月淡季之后缓和。1) 2025 全年维度来看，我们认为行业竞争幅度并未较 2024 年加剧，其中 25Q1 竞争缓和、25Q2 旺季竞争边际趋紧（农夫、娃哈哈投放费用），我们预计 9 月淡季之后竞争阶段性趋缓，届时可关注华润饮料的修复。2) 长期来看，参考日本经验，包装水份额长期向三得利、可口可乐等头部企业集中，虽然行业发生 2 次价格竞争（2005-2010 年、2018 年），但龙头与龙二企业韧性明显更强。

图34：1998-2009 年日本矿泉水行业市场集中度快速提升



资料来源：日本饮料总研，中国银河证券研究院

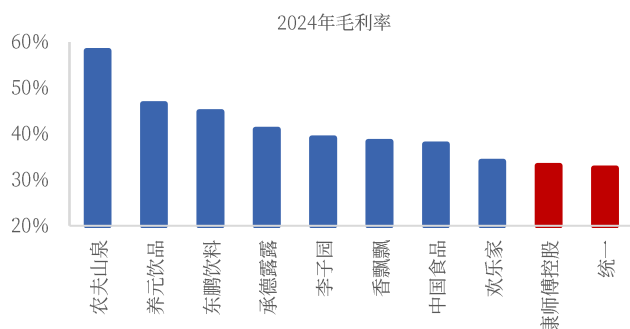
图35：2011-2023 年龙头市场份额稳固



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

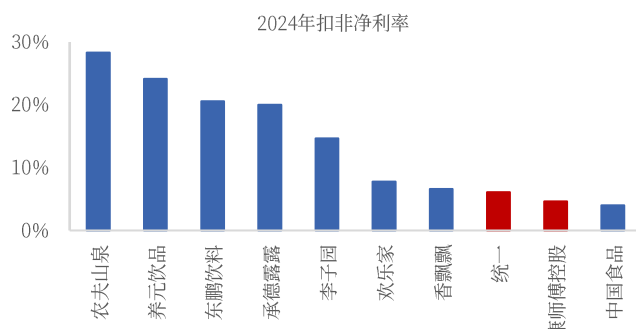
康师傅与统一：25H2 竞争趋缓态势或延续，盈利能力改善空间仍大。25H1 行业竞争趋缓态势延续，康师傅挺价+统一减促，预计二者盈利能力得以提升。展望 25H2，虽然康师傅提价导致份额有所波动，但盈利能力得到提升，符合公司战略方向，因此我们认为康师傅并不会短期大幅度投入费用，行业竞争趋缓态势有望持续。长期来看，对标食品饮料行业其他公司，康统的净利率提升空间仍然较大，品类结构改善与内部提效为主要路径。

图36：康师傅与统一毛利率在全行业中较低



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图37：康师傅与统一扣非净利率在全行业中较低

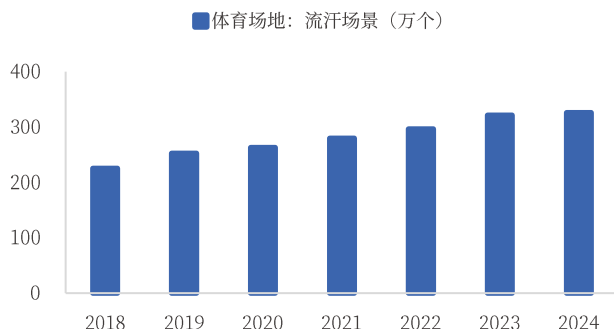


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

4. 方向二：关注具备品类景气的细分行业

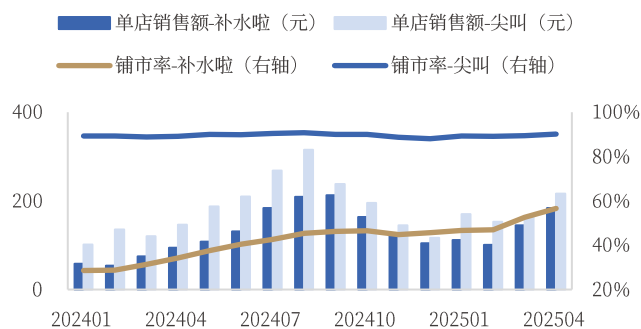
能量饮料与运动饮料：将受益运动场景数量增加与渗透率提升。健身风潮兴起，快速补水需求增长，叠加头部品牌持续培育，运动饮料、电解质水等符合健康功能化的产品迎来机遇。伴随户外场景持续复苏，消费者运动频次与专业度均有提高，品类将延续较高景气度。

图38：全国体育场地数量稳定增长



资料来源：国家体育总局，中国银河证券研究院

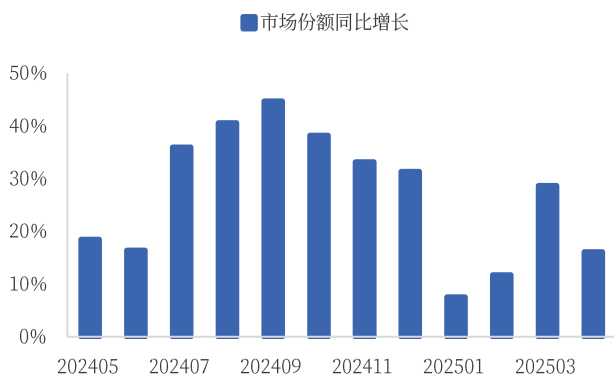
图39：2025 年运动饮料旺季有望实现更快动销



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

植物饮料/养生水:健康消费趋势下处于高速成长期。从景气度来看,植物饮料/中式养生水 25H1 实现较快增长,主要得益于其符合健康消费趋势(低热量+功能性+养生),未来随着口味的增加以及拓展更多年轻消费群体,行业有望延续高增态势。**从竞争格局来看**,华润饮料推出至本清润系列,核心产品菊花茶具备先发优势,2025 年则继续推出枇杷雪梨,二者均主打中式健康与国潮风,布局 4 元价格带具备性价比优势,有望快速发挥渠道杠杆效应。承德露露在 2025 年 3 月推出露露草本养生水,目前处于铺货+动销爬坡阶段,2025 全年有望贡献较多收入。

图40: 25H1 植物饮料占比仍然保持增长



资料来源: 马上赢, 中国银河证券研究院

图41: 华润饮料与承德露露推出养生水新品(枇杷雪梨、露露草本)



资料来源: 华润饮料、承德露露官网, 中国银河证券研究院

(三) 重点公司

展望 25H2, 7-8 月预计市场将聚焦业绩增长强劲的个股, 重点关注东鹏饮料、农夫山泉、统一; 9 月及之后, 可关注康师傅、华润饮料的修复机会, 主要系基本面触底+低估值+高股息。

表6: 软饮料板块重点公司盈利预测与估值

公司	2025/6/17 收盘价(元/港元)	归母净利润(亿元)			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
东鹏饮料	314.80	46.0	60.5	78.9	36	27	21
农夫山泉	39.25	140.7	159.6	178.8	29	25	23
康师傅控股	11.64	41.7	45.9	49.9	14	13	12
统一企业中国	9.66	21.3	23.8	26.0	18	16	15
欢乐家	16.81	1.6	1.8	2.1	46	40	35
华润饮料	12.16	20.3	23.4	26.4	13	11	10

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 港股标的收盘价单位为港元, A 股标的为人民币元; 东鹏饮料、华润饮料为中国银河证券研究院预测, 其余为 Wind 一致预期

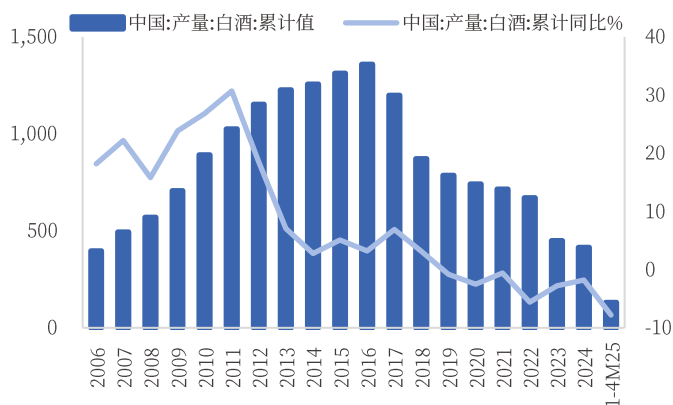
四、白酒：聚焦分化发展，静待周期改善

（一）行业周期：需求仍疲弱，但下半年有望改善

2025 上半年白酒行业景气度依然低迷。根据国家统计局数据，2025 年前 4 个月中国白酒产量累计同比-7.8%，较 2024 年度降幅扩大。行业产量下降因需求不足：一方面，宏观经济增长动能不足，白酒商务消费场景需求持续承压；另一方面，结婚人数下降等人口因素，以及更趋理性化的消费行为变化等因素，使白酒大众宴席消费需求疲弱。由于需求疲弱，白酒产品价格在去年基础上进一步有所下降，例如截至 2025/6/8，高端白酒飞天茅台、第八代五粮液、国窖 1573 批发价格分别较年初-9%、-1%、-4.5%，次高端白酒例如剑南春水晶剑、汾酒青花 20 批发价格分别较年初-2.5%、-3.9%。

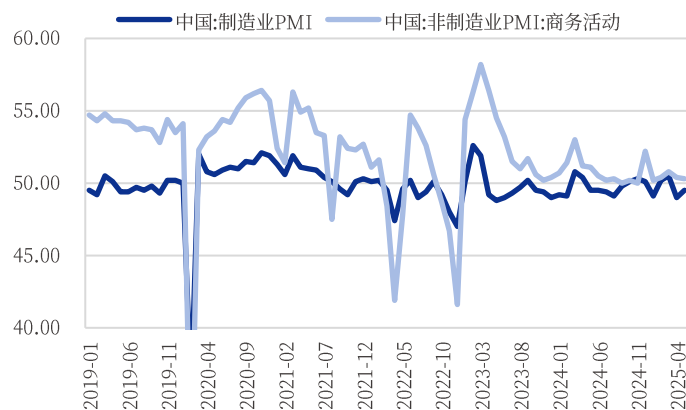
展望 2025 下半年，我们预计行业将在磨底中温和改善。预计需求改善的动因来自于：宏观经济政策逆周期调节、基建等发力，将带动白酒商务消费需求有所改善。

图42：中国白酒行业产量年度累计值及累计同比（万吨）



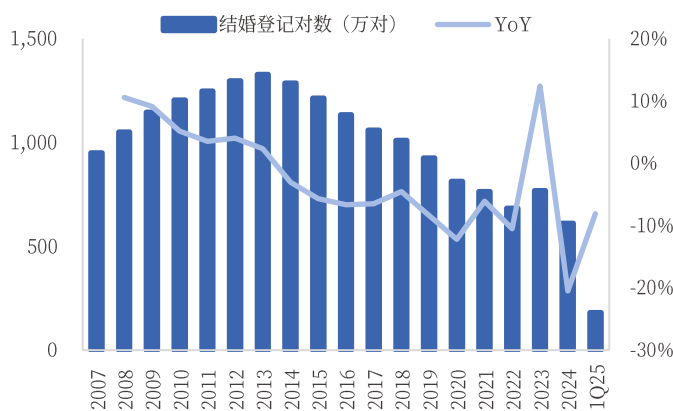
资料来源：中国酒业协会，中国银河证券研究院

图43：中国制造业和非制造业 PMI



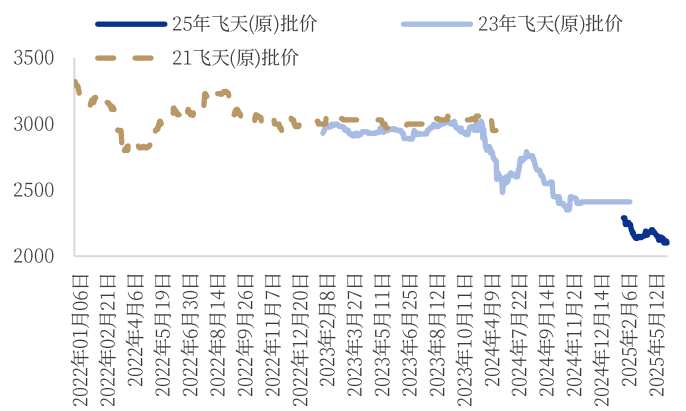
资料来源：中国酒业协会，中国银河证券研究院

图44：中国结婚登记对数



资料来源：民政部，中国银河证券研究院

图45：飞天茅台价格（元/500ml）



资料来源：郑州百荣酒价，中国银河证券研究院

图46：白酒行业的几轮周期



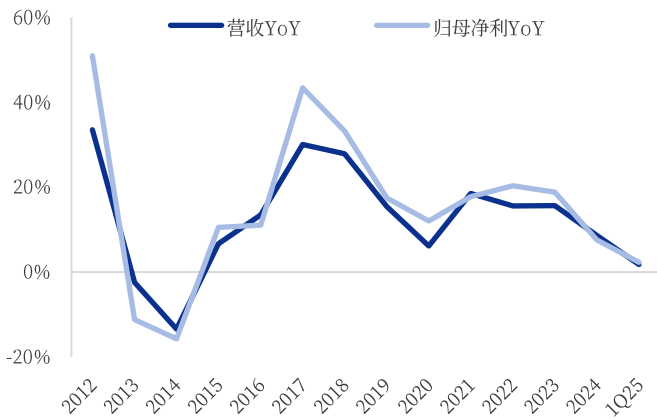
资料来源：今日酒价，郑州百荣酒价，中国银河证券研究院

（二）上市公司报表业绩：增速放缓，分化发展

由于需求疲弱，白酒上市公司普遍自2024Q3控制发货、去库存。进入2025年，上市公司普遍放松了2025年业绩要求：或降低2025年业绩增长目标，或改为定性目标，更加实事求是、根据市场需求状况灵活调整供给量，控制渠道库存。因此2024Q3-2025Q1白酒上市公司报表业绩呈增速放缓或同比下降趋势。

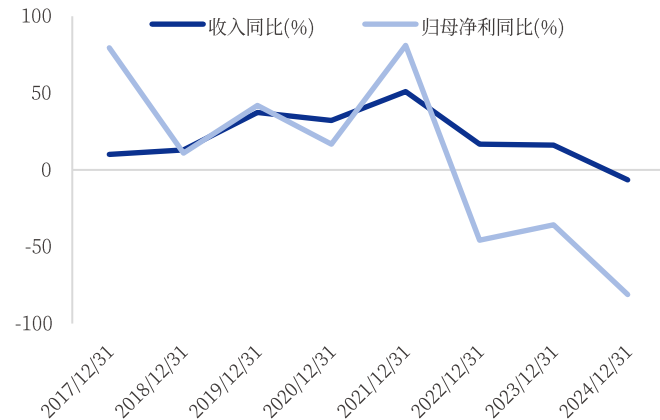
由于2025Q2需求未见改善、酒企控制发货，我们预计2025Q2报表业绩依然承压。渠道库存整体处于可控水平，2025下半年若需求有所改善，报表业绩增速有望小幅改善。存量状态下企业间竞争更加激烈，**分化发展趋势加剧**，其中高档酒竞争格局相对稳定，全国性次高端酒企中山西汾酒具备一定抗周期能力，区域酒企在第一名及以下企业之间产生分化。

图47：A股18家白酒上市公司历年合计营收和净利同比增速



资料来源：白酒各上市公司公告，中国银河证券研究院

图48：华致酒行收入和归母净利同比增速



资料来源：华致酒行公司公告，中国银河证券研究院

图49：各白酒公司季度收入同比增速

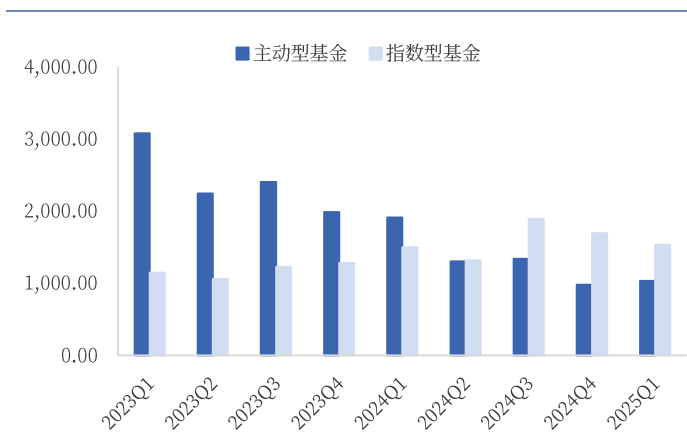
证券代码	证券简称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
600519.SH	贵州茅台	19%	20%	13%	20%	18%	17%	16%	13%	11%
000858.SZ	五粮液	13%	5%	17%	14%	12%	10%	1%	3%	6%
000568.SZ	泸州老窖	21%	30%	25%	9%	21%	11%	1%	-17%	2%
600809.SH	山西汾酒	20%	32%	14%	27%	21%	17%	11%	-10%	8%
002304.SZ	洋河股份	16%	16%	11%	-22%	8%	-3%	-45%	-52%	-32%
000596.SZ	古井贡酒	25%	27%	23%	9%	26%	17%	13%	5%	10%
603369.SH	今世缘	27%	31%	28%	27%	23%	22%	10%	-8%	9%
603198.SH	迎驾贡酒	22%	29%	22%	19%	21%	19%	4%	-4%	-12%
600702.SH	舍得酒业	7%	32%	8%	28%	4%	-23%	-31%	-51%	-25%
000799.SZ	酒鬼酒	-43%	-32%	-37%	22%	-49%	-13%	-67%	-66%	-30%
600779.SH	水井坊	-40%	2%	21%	51%	9%	17%	0%	5%	3%
603589.SH	口子窖	21%	34%	5%	10%	11%	6%	-22%	9%	2%
600559.SH	老白干酒	10%	10%	13%	18%	13%	9%	0%	-10%	3%
600199.SH	金种子酒	25%	31%	43%	7%	-3%	-26%	-54%	-70%	-29%
000860.SZ	顺鑫农业	5%	-19%	0%	-31%	-1%	-23%	-37%	1%	-20%
603919.SH	金徽酒	27%	21%	48%	17%	20%	8%	16%	31%	3%
600197.SH	伊力特	19%	-6%	144%	86%	12%	4%	-23%	-7%	-4%
002646.SZ	天佑德酒	-6%	53%	44%	42%	33%	-12%	-19%	0%	-18%

资料来源：白酒各上市公司公告，中国银河证券研究院

（三）资金配置和估值：下行空间有限

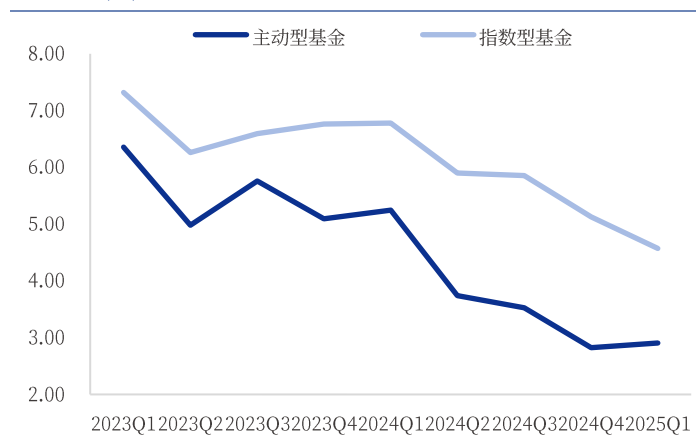
处于价值投资区间。2024年中开始，被动指数型基金对白酒板块的持股市值超过了指数型基金，根据公募基金重仓持股数据，这一状况在2025Q1保持。虽然2025Q1公募基金对白酒重仓持股市值延续下降趋势，但是主动型公募基金对白酒重仓持股比例逆势较上个季度提升了0.08pct至2.91%，这一比例仍低于3.42%的标准配置比例。目前板块估值水平已低，头部企业的股息率已达到3%以上，我们判断下行空间有限。从主动型基金对个股的持仓数据来看，个股配置比较集中，集中在高端酒、山西汾酒以及头部区域酒企上，这与行业集中分化趋势相吻合。在行业β有明显改善之前，我们判断仍将延续集中配置策略。

图50：主动型基金和指数型基金重仓白酒股市值（亿元）



资料来源：公募基金季报，Wind，中国银河证券研究院

图51：主动型和指数型基金重仓白酒股市值占其股票投资市值比（%）



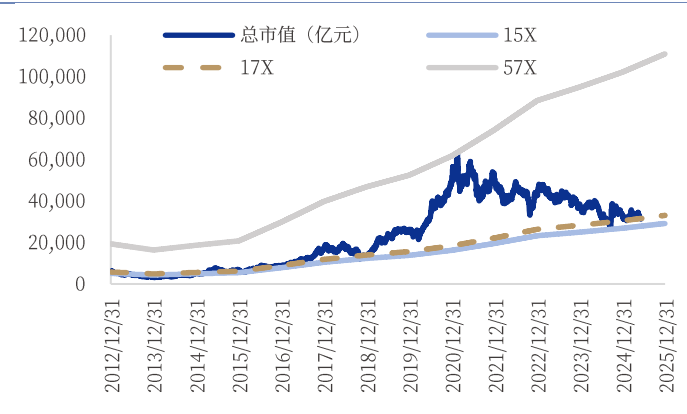
资料来源：公募基金季报，Wind，中国银河证券研究院

表7：2025Q1 公募基金重仓持股数量（万股）及环比变化

代码	名称	2025Q1	2024Q4	环比变动
600519.SH	贵州茅台	2,552.6	2,516.2	1%
000858.SZ	五粮液	16,161.1	16,799.9	-4%
600809.SH	山西汾酒	7,466.3	6,125.9	22%
000568.SZ	泸州老窖	10,909.0	9,233.6	18%
000596.SZ	古井贡酒	3,928.6	4,261.0	-8%
603369.SH	今世缘	4,563.6	1,648.2	177%
002304.SZ	洋河股份	2,940.0	4,142.0	-29%
000860.SZ	顺鑫农业	2,053.4	1,814.0	13%
603198.SH	迎驾贡酒	496.3	1,249.9	-60%
603589.SH	口子窖	508.4	133.7	280%
600779.SH	水井坊	272.6	10.4	2511%
600197.SH	伊力特	160.0	222.9	-28%
600559.SH	老白干酒	54.8	2,104.2	-97%
000799.SZ	酒鬼酒	17.5	16.7	5%
600702.SH	舍得酒业	9.6	32.3	-70%
6979.HK	珍酒李渡	25.2	302.1	-92%
603919.SH	金徽酒	7.1	36.1	-80%

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图52：白酒板块 P/E Band



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图53：白酒上市公司分红比例

证券简称	2020	2021	2022	2023	2024	股息率% (2024)	分红规划
贵州茅台	52%	52%	96%	84%	75%	3.38	2024-2026年每年分红比例不低于75%
五粮液	50%	50%	55%	60%	70%	4.1	2024-2026年每年分红比例不低于70%，且不低于200亿元（含税）
泸州老窖	50%	60%	60%	60%	65%	4.75	2024-2026年每年分红比例分别不低于65%、70%、75%，且不低于85亿元（含税）
山西汾酒	6%	41%	50%	51%	60%	3.29	
洋河股份	60%	60%	60%	70%	105%	5.56	2024-2026年每年分红比例不低于70%，且不低于70亿元（含税）
古井贡酒	41%	51%	50%	52%	57%	3.46	
今世缘	36%	36%	36%	40%	44%	2.65	
迎驾贡酒	59%	52%	52%	45%	46%	2.78	
舍得酒业	26%	21%	30%	40%	41%	0.65	
酒鬼酒	46%	47%	40%	59%	1561%	1.08	
水井坊	80%	30%	30%	35%	35%	1.81	
口子窖	56%	52%	58%	52%	47%	3.31	
老白干酒	43%	35%	39%	62%	64%	2.62	
金种子酒	0%	0%	0%	0%	-	-	
顺鑫农业	18%	18%	0%	0%	48%	0.77	
金徽酒	37%	34%	54%	60%	64%	2.55	
伊力特	56%	62%	117%	54%	75%	2.61	
天佑德酒	0%	37%	38%	70%	50%	0.41	

资料来源：公司公告, 中国银河证券研究院

（四）重点公司

我们预计 2025 年下半年白酒行业需求有机会温和改善，行业格局延续集中分化发展趋势，结合分红和估值情况，推荐：山西汾酒，泸州老窖，今世缘，关注：古井贡酒。

表8：白酒推荐标的盈利预测和估值

名称	收盘价（元，2025/6/17）	EPS（元）			P/E		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
贵州茅台	1,427.00	74.9	80.6	86.8	19	18	16
山西汾酒	174.75	10.7	11.9	13.0	16	15	13
今世缘	38.50	3.0	3.3	3.7	13	12	10
泸州老窖	109.98	9.4	10.1	11.0	12	11	10

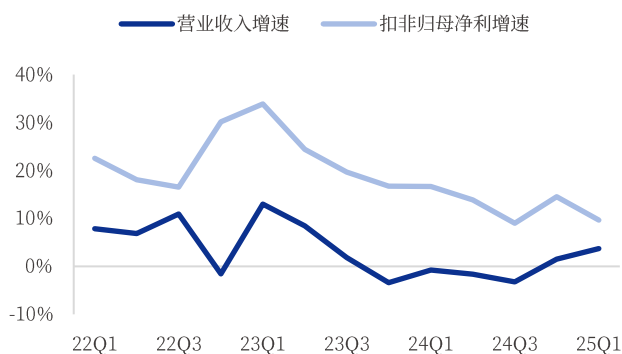
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

五、啤酒：短期关注旺季催化，长期关注第二增长曲线

（一）25H1 复盘：盈利能力持续改善，内部结构性分化

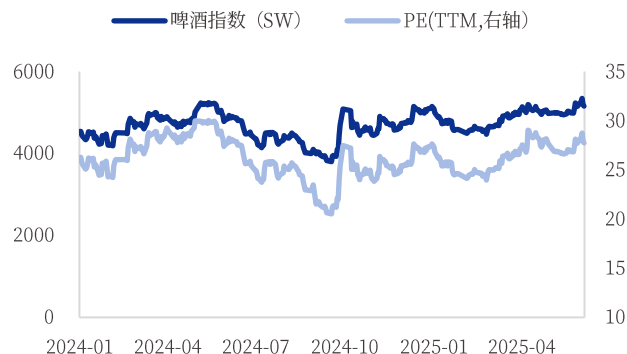
收入端稳定增长，盈利能力持续改善。25Q1 啤酒行业收入/扣非归母净利润分别同比 +3.7%/+9.6%，实现开门红。收入端，伴随库存逐步去化，25H1 企业轻装上阵，低基数下销量驱动增长。利润端，1) 部分原料价格下行，成本红利持续释放；2) 收入修复后规模效应得以释放。

图54：啤酒板块单季度收入、利润增速（SW 指数口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图55：啤酒行业指数 PE（TTM）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

内部结构性分化，燕京、珠江业绩优异。区域龙头燕京啤酒、珠江啤酒收入与业绩均实现高增，其中燕啤 U8 大单品势能强劲；青啤、重啤、惠泉表现相对稳健；兰州黄河收入端仍然承压。

图56：25Q1 啤酒重点公司业绩表现

	收入增速								
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
青岛啤酒	16.3%	8.2%	-4.6%	-3.4%	-5.2%	-8.9%	-5.3%	7.4%	2.9%
重庆啤酒	4.5%	9.6%	6.5%	-3.8%	7.2%	1.5%	-7.1%	-11.5%	1.5%
燕京啤酒	13.7%	7.6%	8.5%	-4.4%	1.7%	8.8%	0.2%	1.3%	6.7%
珠江啤酒	18.8%	11.4%	5.9%	1.2%	7.0%	8.1%	6.9%	2.1%	10.7%
*ST兰黄	1.4%	-17.8%	-10.6%	-11.7%	-26.9%	4.0%	-4.9%	-23.5%	-11.5%
惠泉啤酒	7.0%	12.5%	4.2%	-64.7%	2.9%	-1.3%	-0.4%	145.5%	0.4%
	归母净利润增速								
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
青岛啤酒	28.9%	14.4%	4.7%	-15.0%	10.1%	3.5%	-9.0%	-0.8%	7.1%
重庆啤酒	13.6%	23.5%	5.3%	-109.2%	16.8%	-6.0%	-10.1%	-2801.4%	4.6%
燕京啤酒	7373.3%	28.5%	37.4%	2.8%	58.9%	45.9%	19.8%	25.3%	61.1%
珠江啤酒	22.2%	15.1%	8.0%	-171.9%	39.4%	35.6%	10.6%	118.7%	29.8%
*ST兰黄	9.2%	-21.6%	85.0%	-482.6%	70.9%	-135.7%	-381.3%	-5.6%	934.6%
惠泉啤酒	152.4%	20.0%	26.7%	-68.6%	468.5%	23.6%	15.4%	4.1%	23.7%
	毛利率								
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
青岛啤酒	38.3%	40.1%	40.9%	27.5%	40.4%	42.8%	42.1%	26.2%	41.6%
重庆啤酒	45.2%	51.4%	50.5%	48.8%	47.9%	50.5%	49.2%	43.4%	48.4%
燕京啤酒	36.8%	45.7%	48.0%	-6.6%	37.2%	48.3%	48.0%	9.9%	42.8%
珠江啤酒	40.8%	48.2%	45.7%	27.7%	42.1%	53.1%	49.8%	28.8%	45.0%
*ST兰黄	15.3%	25.5%	26.3%	-16.7%	10.8%	16.5%	26.9%	-49.5%	15.3%
惠泉啤酒	26.4%	34.1%	33.2%	-34.7%	30.6%	35.6%	35.9%	-4.0%	32.0%
	销售费用率								
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
青岛啤酒	13.8%	8.3%	11.7%	41.4%	12.8%	8.7%	14.1%	37.2%	12.5%
重庆啤酒	12.9%	15.9%	15.6%	33.1%	13.1%	17.2%	14.7%	34.4%	12.7%
燕京啤酒	12.5%	9.4%	15.9%	-0.6%	11.9%	10.0%	13.9%	2.6%	15.7%
珠江啤酒	15.4%	13.3%	13.1%	23.4%	16.6%	13.1%	15.2%	16.0%	15.8%
*ST兰黄	11.9%	21.7%	15.5%	24.7%	16.2%	27.8%	44.0%	33.9%	15.5%
惠泉啤酒	9.1%	4.4%	1.1%	15.2%	9.1%	6.7%	1.7%	1.3%	6.9%

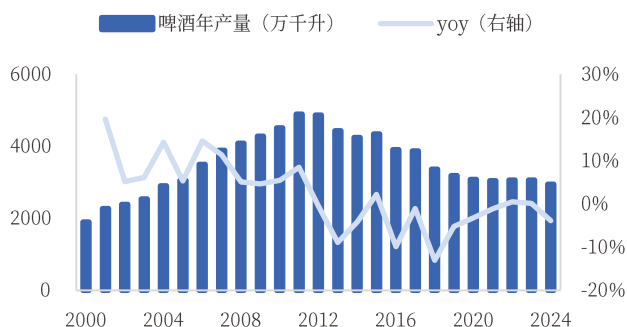
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 25H2 展望：短期关注旺季催化，长期关注第二增长曲线

1. 短期：低基数背景下关注旺季动销，成本端红利持续释放

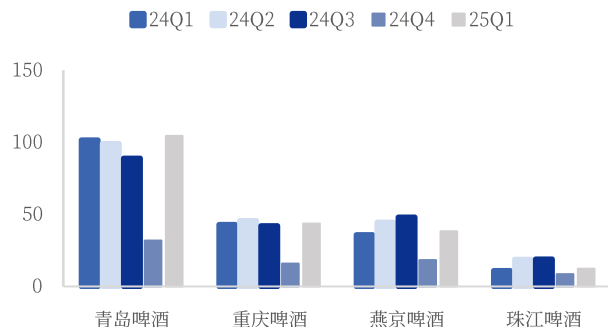
低基数背景下关注旺季动销。25H1 政策发力刺激旅游、体育等服务消费，“苏超”赛事的火热出圈有效带动酒水需求，激活啤酒消费场景，伴随 25Q3 夏季来临，叠加 2024 年啤酒企业着力去库，报表端收入基数较低，旺季有望实现热销。

图57：啤酒行业产量变化趋势



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

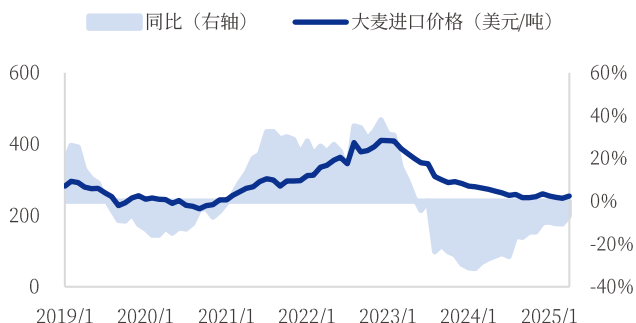
图58：啤酒公司 Q2-Q3 报表端收入基数较低



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

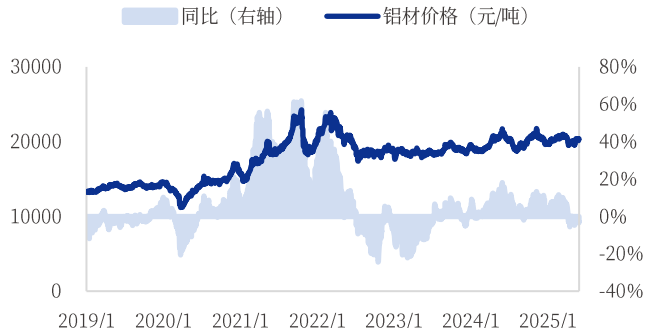
成本端红利持续释放。包装材料方面，截至 5 月 29 日，纸箱价格同比-2.1%；玻璃价格同比-42.5%；包膜价格同比-3.5%，铝材价格同比-3.4%。原材料方面，2025 年 4 月大麦进口价格同比-6.9%。总体来看，成本端红利持续释放，利好上市公司盈利能力改善。

图59：2025 年以来大麦价格同比下行



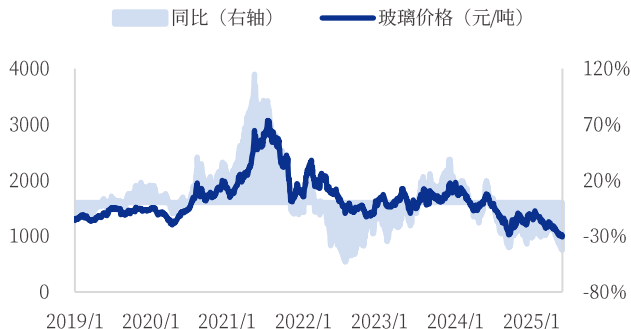
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图60：铝材价格同比由增转降



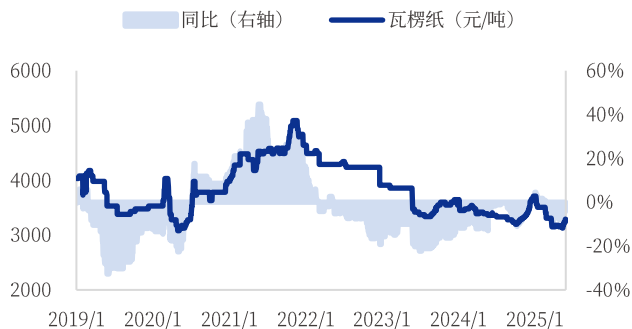
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图61：2025 年以来玻璃价格同比下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图62：2025 年以来瓦楞纸价格同比下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 长期：饮料等第二增长曲线有望打开长期空间

燕京啤酒：持续经营成熟产品，发展更多饮料品类。燕京啤酒 2024 年营收 147 亿元，其中非啤酒业务占比约 10%。燕啤非酒饮料业务历史悠久，知名传统饮料品牌“九龙斋酸梅汤”运营超过 20 年。近期，公司推出汽水倍斯特嘉槟，基于燕京包头雪鹿公司生产，并计划将其升级为全国化饮料单品，同步开拓线上销售渠道。

重庆啤酒：跟随嘉士伯全球战略，区域市场布局汽水与功能饮料。重庆啤酒 2024 年营收 146 亿元，其中非啤酒业务占比约 3%。嘉士伯在全球推行“零非理性饮酒”目标，近两年，公司开始在区域强势市场推出汽水和能量饮料产品，利用现有的啤酒分销网络推广，如 2024 年底在云南推出“大理苍洱汽水”，2025 年 4 月在新疆、重庆等地上市“天山鲜果庄园橙味汽水”；5 月在新疆推出低糖能量饮料“电持”。

图63：燕京啤酒非酒精业务历史悠久，推陈出新



图64：重庆啤酒在强势市场推出汽水和能量饮料



资料来源：界面新闻，Foodtalks，中国银河证券研究院

资料来源：Foodaily，中国银河证券研究院

青岛啤酒：积极拓展饮料业务，多元化布局健康饮品。青岛啤酒 2024 年营收 321 亿元，其中非啤酒业务占比 1.7%。青啤在非酒精饮料的布局相对较早，且产品线较为丰富，主要通过子公司“青岛啤酒优家健康饮品有限公司”运营，旗下非酒精饮料产品突出“健康”概念。2025 年，青啤股份的母公司青啤集团正式收购青岛饮料集团，白花蛇草水、崂山矿泉水、崂山可乐等丰富饮料产品线。

华润啤酒：啤酒产品多元化，探索“啤酒+饮料”。华润啤酒 2024 年营收 386 亿元，均为酒类业务。2015 年，华润创业（华润啤酒前身）将全部非啤酒业务出售给华润集团，自身战略聚焦啤酒；2021 年起，开始重新涉足饮料业务，当年 1 月推出“小啤汽”系列（碳酸饮料），包括菠萝百香果乳酸菌味和蜜桃味。

图65：青岛啤酒非酒产品序列



图66：华润啤酒推出个性化啤酒产品



资料来源：青岛啤酒官网，中国银河证券研究院

资料来源：食品板，中国银河证券研究院

参考海外啤酒巨头经验，饮料业务贡献较多收入与利润：

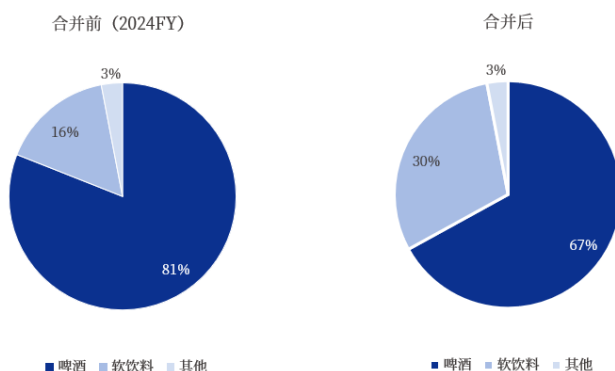
1) **嘉士伯**：全球第三大啤酒集团，公司过去几年将战略重心从啤酒组合向外拓展，着力发展无酒精啤酒、软饮料。2024 财年公司总产量 126 万千升，其中软饮料占比 16%，主要包括碳酸饮料、能量饮料、果汁、饮用水。公司饮料业务有三类来源，1) 与全球品牌合作，在不同区域分别为可口可乐、百事可乐装瓶商；2) 自研产品，如能量饮料 Battery；3) 业务收购，2025 年 1 月公司收购跨国公司 Britvic（碧域），预期将饮料业务占比提升至 30%。

图67：嘉士伯软饮料产品



资料来源：嘉士伯公司公告，中国银河证券研究院

图68：嘉士伯业务结构（2024 财年）



资料来源：嘉士伯公司公告，中国银河证券研究院

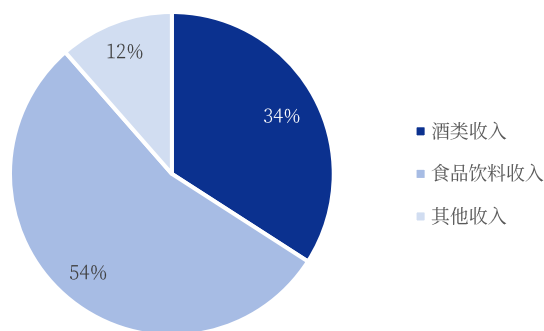
2) **三得利**：公司非酒精业务拓展历史悠久，1981 年推出的乌龙茶至今仍为大单品之一。2024 年公司总营收 3.1 万亿日元，其中非酒类食品饮料收入占 54%，已成为重要的第二曲线，主要软饮料产品包括三得利乌龙茶、天然水、Boss 咖啡、果汁等，且多源自于国内市场内生开发。另一方面，公司也与百事等全球巨头合作。

图69：三得利饮料产品



资料来源：三得利官网，中国银河证券研究院

图70：三得利业务结构（2024 财年）



资料来源：三得利公司公告，中国银河证券研究院

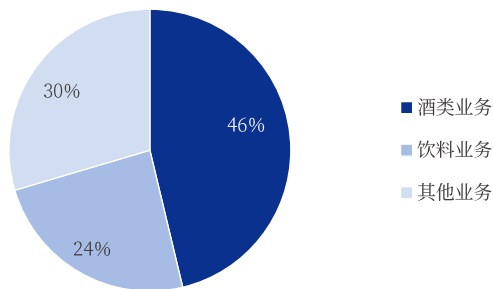
3) **麒麟**：1928 年麒麟啤酒拓展了软饮料生产线，并在 1991 年成立麒麟饮料公司。2024 财年集团收入 2.3 亿日元，其中饮料占比 24%。其中分来源来看，1) 公司自有饮料收入占比 11%，品类涉及 RTD 茶、乳酸菌饮料，主力大单品包括“生茶”、“午后红茶”、“IMUSE”；2) 与可口可乐合作占比 13%，品类涉及碳酸饮料、包装水。

图71：麒麟饮料产品



资料来源：麒麟公司公告，中国银河证券研究院

图72：麒麟业务结构（2024 财年）



资料来源：麒麟公司公告，中国银河证券研究院

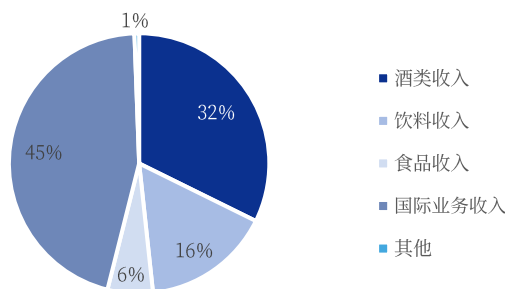
4) 朝日：朝日啤酒由 1889 年成立的大阪麦酒株式会社于 1949 年分裂而来，以西式酒和饮料业务为中心；公司饮料业务多可追溯至 19-20 世纪，逐步通过整合进入集团。2024 财年，公司国内业务中非酒收入占比约 40%，国内饮料业务占比约 30%，主要品类包括碳酸饮料、乳酸菌饮料、咖啡等，“三矢苏打”、“可尔必思”等产品在细分市场中占重要地位。

图73：朝日国内主要饮料产品



资料来源：朝日官网，中国银河证券研究院

图74：朝日集团业务结构



资料来源：朝日公司公告，中国银河证券研究院

（三）重点公司

短期来看，我们认为啤酒板块竞争格局稳定+盈利能力改善，旺季低基数背景下关注动销催化；其中，青岛啤酒、华润啤酒与重庆啤酒具备低估值+高股息的特性，而燕京啤酒与珠江啤酒则具备较好成长性。长期来看，啤酒公司均在积极拓展第二增长曲线，其中饮料业务是重要发展方向，我们看好饮料业务带来的成长空间。

表9：啤酒板块重点公司盈利预测与估值

标的	2025/6/17 收盘价（元/港元）	归母净利润（亿元）			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
青岛啤酒	70.05	48.6	54.3	61.4	16	15	13
重庆啤酒	56.48	12.7	13.3	13.9	21	21	20
燕京啤酒	12.58	14.3	17.2	20.1	25	21	18
华润啤酒	24.45	53.0	57.8	62.4	14	13	12

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

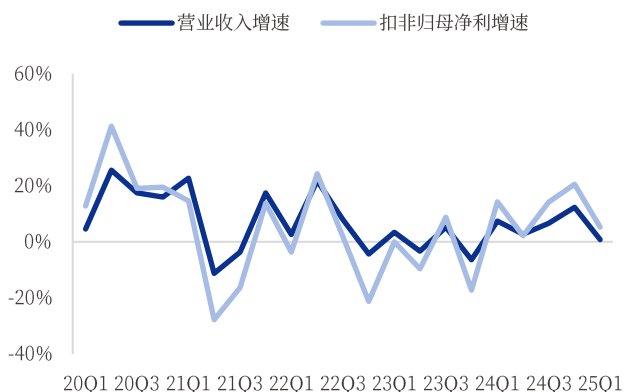
注：港股标的收盘价单位为港元，A股标的为人民币元；青岛啤酒为中国银河证券研究院预测，其余为Wind一致预期

六、调味品与餐饮链：关注结构性机会与顺周期复苏

（一）25H1 复盘：C 端韧性更强，B 端承压明显

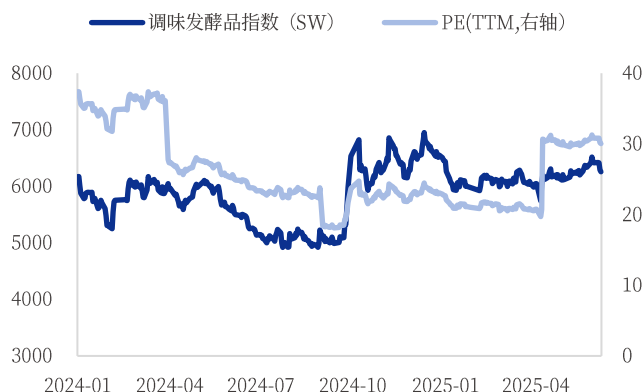
调味品（C 端为主）：需求刚性+部分成本红利，业绩稳健增长。25Q1 调味品板块收入/扣非归母净利润分别同比+0.8%/5.3%，考虑春节错期，合并 24Q4 后板块收入/扣非归母净利润分别同比+5.9%/11.1%，实现稳健增长，主要得益于：1) 前期库存去化，以及品类需求本身具备韧性；2) 部分原材料成本持续回落；3) 企业产品内部变革与增质提效。

图75：调味品板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

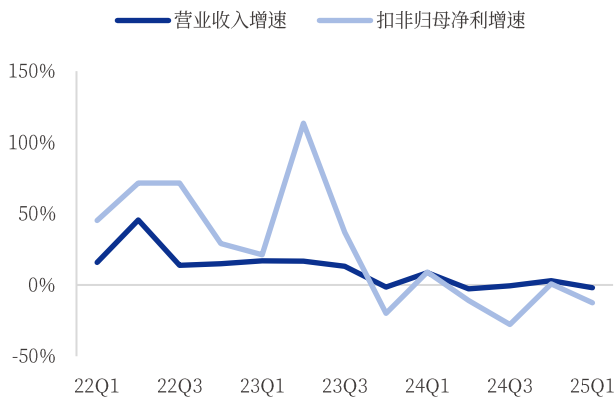
图76：调味品板块行业指数 PE（TTM）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

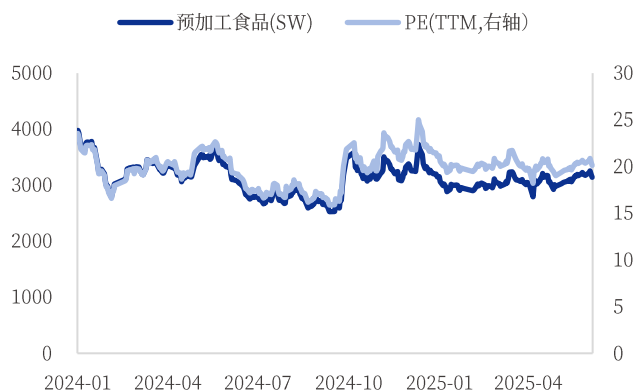
餐饮供应链（B 端为主）：需求端复苏较慢，价格竞争导致盈利承压。25Q1 餐饮链板块收入/扣非归母净利润分别同比-1.9%/-12.6%，合并 24Q4 后收入/扣非归母净利润分别同比+0.6%/-6.8%。收入端增速较慢主要受单价下降影响；利润端同比下滑，主要系促销力度加大导致毛利率下降，反映行业价格竞争较为激烈。

图77：餐饮链板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图78：餐饮链板块行业指数 PE（TTM）



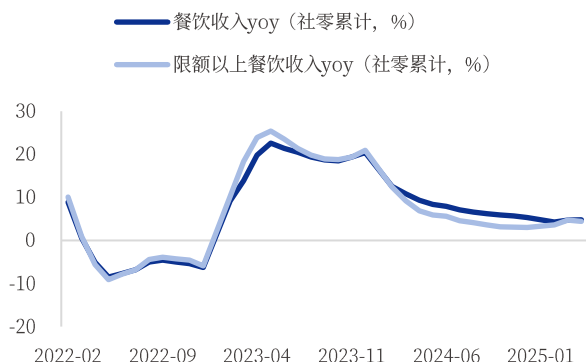
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(二) 25H2 展望：C 端关注结构性机会，B 端关注顺周期复苏弹性

1. B 端：顺周期复苏弹性更大，优选竞争格局更优的公司

预计 25H2 餐饮需求有望回暖。2025 年 2-4 月社零餐饮累计增速环比逐月改善，我们判断 25H2 有望延续稳步复苏态势，主要得益于：1) 2025 年多数省份将提振消费作为年度“头号任务”，政策部署下整体经济与消费者信心有望回升，推动餐饮需求改善；2) 餐饮消费券发放，2025 年至今上海、深圳等地政府继续发放消费券，我们认为 25H2 服务消费或仍为刺激内需的重要路径。

图79：2025 年社零餐饮增速环比略有回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

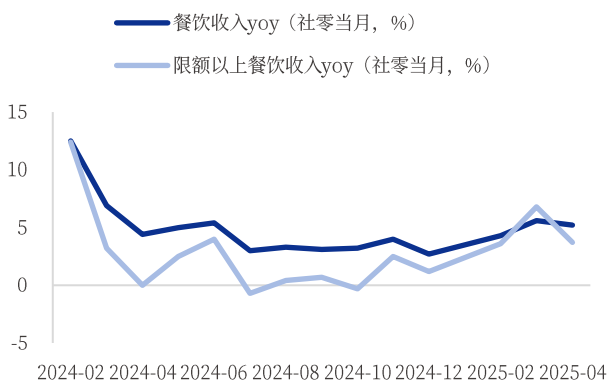
图80：2025 年至今各地发放餐饮消费券

地区	消费券名称	活动时间	折扣力度	消费券面额
北京	北京朝阳餐饮消费券	25年3-5月	6~7折	满200-60、满500-180、满1000-400
上海	“乐品上海”餐饮消费券	25年2-6月	6~7折	满300-90、满500-180、满1000-400
广州	“食在广州”餐饮消费券	25年4-5月	7.5-8折	满200-50、满500-100、满1000-200
深圳	南山餐饮、零售消费券	25年4-6月	6折	满20-8、满50-20、满100-40、满300-120、满500-200
成都	“食尚蓉城”餐饮消费券	25年3-4月	8折	满200-40、满500-100、满800-160、满1000-200
杭州	上城区餐饮消费券	25年3-6月	6-8折	满30-10、满50-20、满100-30、满200-40、满500-100

资料来源：北京朝阳，上海发布，广州本地宝，深圳本地宝，成都本地宝，杭州发布，中国银河证券研究院

预计大、小 B 均有望修复。2024 年餐饮市场呈现明显的小 B 优于大 B 特征，而 25 年以来，或得益于 3 月多地开始发放消费券，大 B 端快速修复，表现为规上社零餐饮增速赶超全体餐饮增速；小 B 端亦呈现逐月改善趋势。展望 25H2，我们判断这一趋势将延续，主要考虑到未来大 B 餐饮品牌仍然保持快速开店，例如麦当劳、百胜中国等。

图81：规上社零餐饮增速慢于全部社零餐饮增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图82：头部餐饮拓店情况

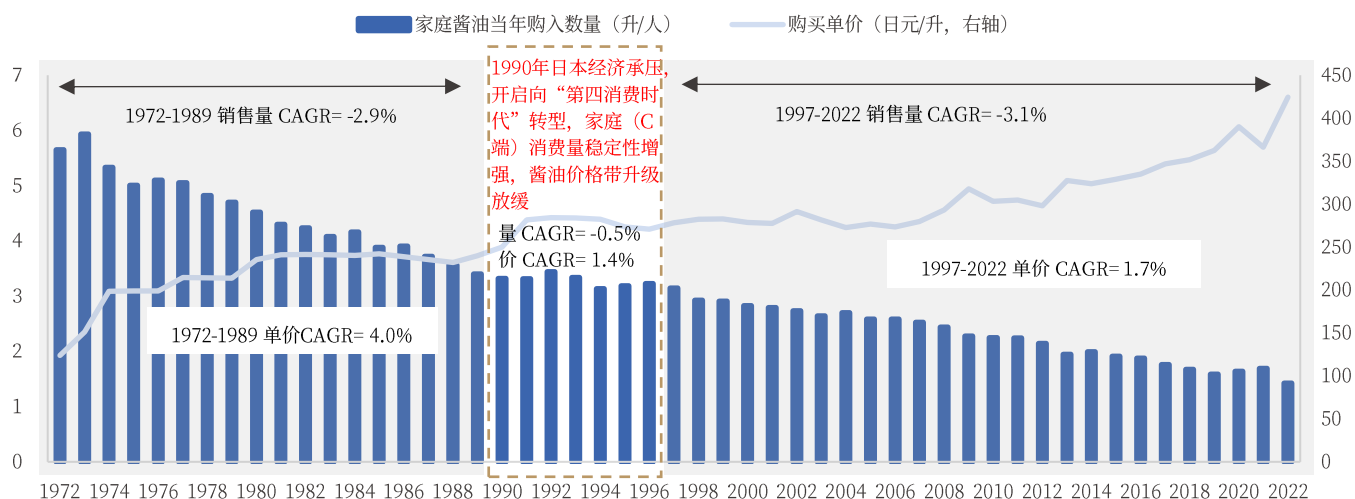


资料来源：Foodaily，财联社，百胜中国、星巴克官网，中国银河证券研究院

2. C 端：需求具备韧性，关注结构性机会

预计 25 年下半年 C 端需求具备韧性、有望边际改善。若 25H2 宏观经济复苏节奏偏稳，我们预计在家庭烹饪仍然具备高性价比，参考日本 1991-1998 年期间 C 端调味品消费具备一定韧性，预计 C 端调味品有望在量价方面实现边际改善。

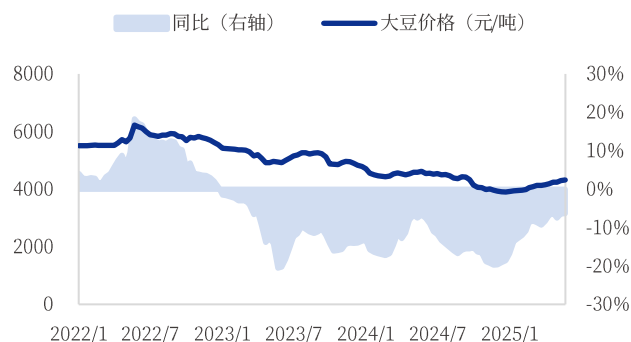
图83：日本酱油发展经验显示 1990-1996 年家庭需求更具韧性



资料来源：日本酱油行业协会，中国银河证券研究院

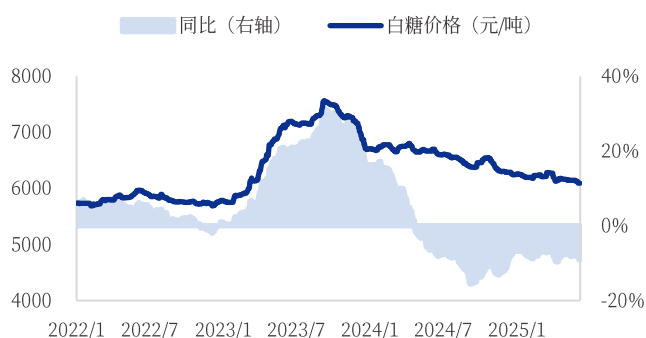
成本端：25H2成本红利或将边际减弱，但不构成盈利压力。25年初部分原料价格分化，棕榈油等部分大宗商品成本同比上涨；大豆成本同比回落，但降幅呈现收窄趋势；白糖、玻璃成本同比持续回落。涪陵榨菜2025年青菜头收购价格同比持平（执行保护价）。

图84：2025年以来大豆价格环比略有提升



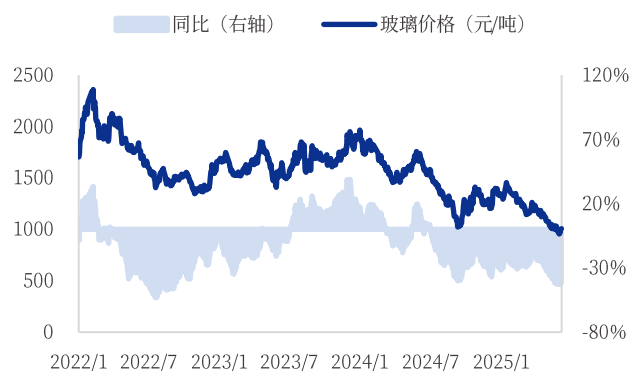
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图85：2025年以来白糖价格同比持续回落



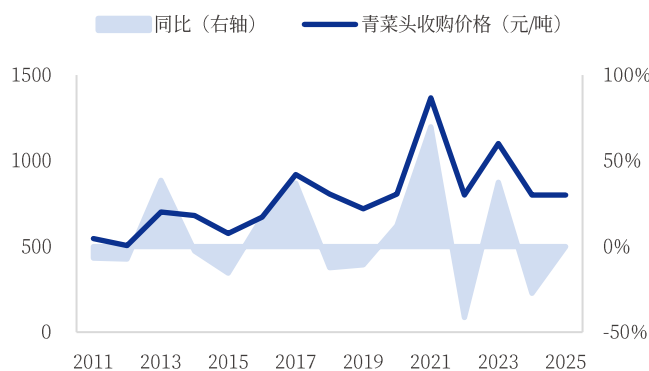
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图86：2025年以来玻璃价格同比持续回落



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

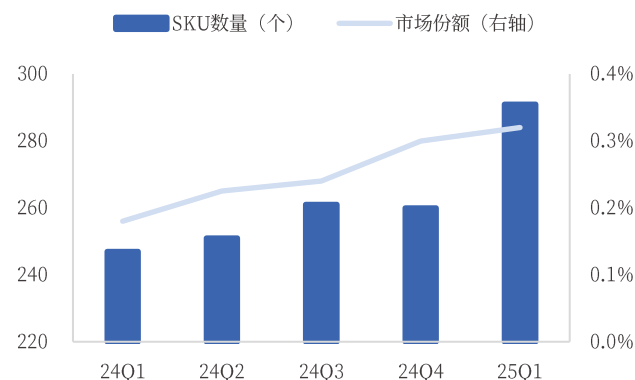
图87：青菜头价格历史波动情况



资料来源：涪陵榨菜办，涪陵榨菜公告，中国银河证券研究院

健康化、功能化是升级方向。关注“有机”，22Q4-2023 年受酱油添加剂事件催化，零添加化渗透率高速提升。25H1 食品安全新国标要求预包装食品不再使用“零添加”等用语对食品配料进行特别强调，对健康的追求或将逐步转向“有机”等概念，25Q1 “有机”概念产品市场份额迎来快速提升。**关注“功能细分”，**从调味品核心价值（功能与调味）出发，我们认为 25H2 调味品的升级方向仍然是挖掘细分功能，例如凉拌酱油、海鲜汁、白灼汁。

图88：有机概念调味料产品的 SKU 数量和份额快速增长



资料来源：马上赢情报站，中国银河证券研究院

图89：复合调味汁快速兴起



资料来源：海天味业官网，中国银河证券研究院

（三）重点公司

综上所述，展望 25H2 调味品与餐饮链板块，建议关注 B 端顺周期复苏且格局较好的方向，关注 C 端符合产品升级与渠道变革方向且内部调整到位的公司，包括海天味业、立高食品、天味食品、安井食品、中炬高新。

表10：调味品与餐饮链板块重点公司盈利预测与估值

标的	2025/6/17 收盘价（元）	归母净利润（亿元）			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
海天味业	40.43	71.0	78.5	86.2	32	29	26
立高食品	48.36	3.2	3.7	4.3	26	22	19
中炬高新	19.09	10.5	11.8	13.4	14	13	11
千味央厨	28.58	1.0	1.1	1.3	28	25	22
天味食品	11.09	6.9	7.8	8.7	17	15	14
安井食品	77.41	16.1	17.8	19.6	14	13	12

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：海天味业、立高食品、中炬高新为中国银河证券研究院预测，其余为 Wind 一致预期

七、乳业：细分成长领域为先，静待行业周期拐点

（一）上游静待原奶价格拐点，下游聚焦细分领域机会

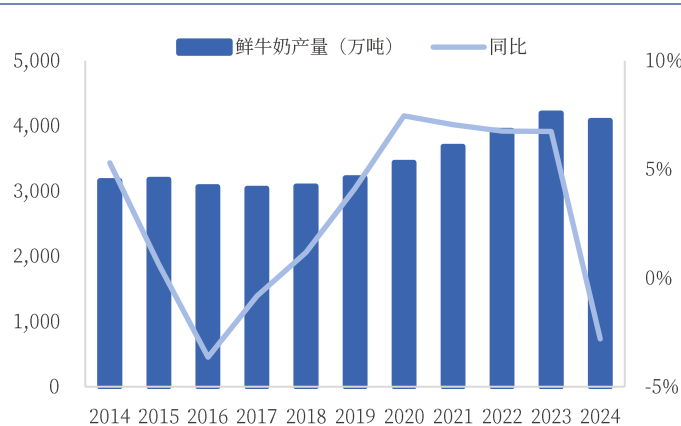
上游：夏季之后生鲜乳有望迎来价格拐点。生鲜乳现阶段仍处于供过于求的状态。2020-2023年全国奶牛存栏数持续提升，但2024年以来下游乳制品需求低迷，由此导致原奶供过于求。生鲜乳价格持续下跌，截止2025年5月底主产区生鲜乳价格3.06元/公斤，这一价格水平创2011年以来的新低。展望2025下半年，考虑目前生鲜乳价格水平普遍低于全国规模牧场的养殖现金成本，上游在加速去产能，经过夏季淡季之后，行业有望迎来价格拐点。

图90：主产区生鲜乳平均价（元/公斤）



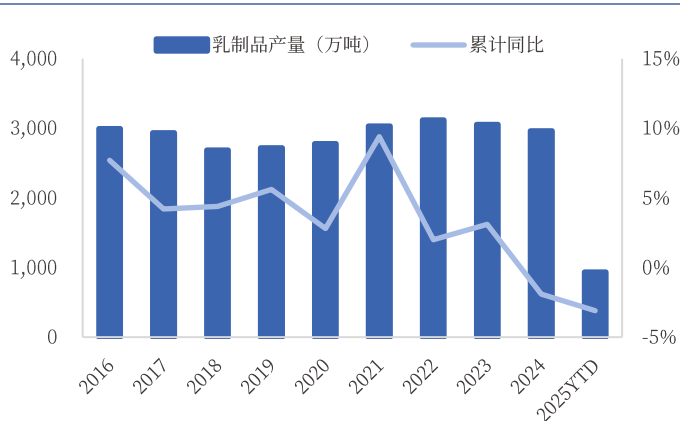
资料来源：农业农村部，中国银河证券研究院

图91：中国鲜牛奶产量及同比



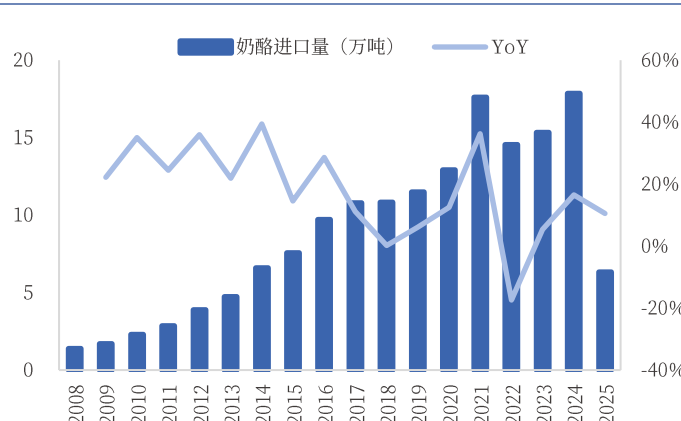
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图92：中国乳制品产量及同比



资料来源：农业农村部，中国银河证券研究院

图93：中国奶酪进口量

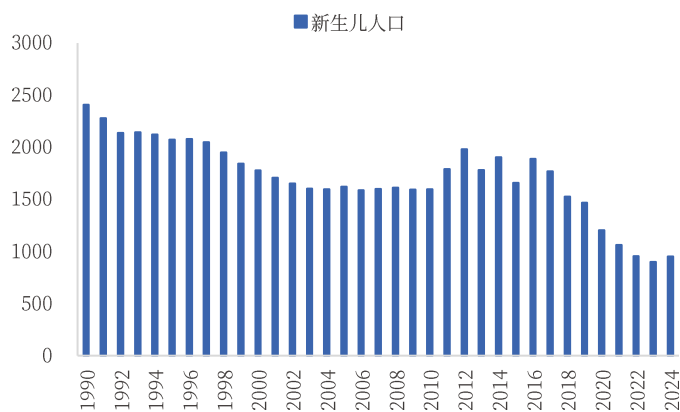


资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

下游：聚焦细分领域投资机会。①液态奶整体需求平淡，但行业竞争格局相对稳定，头部企业伊利、蒙牛在经过去年渠道去库存调整之后，预计今年利润率将会提升；新乳业深耕低温赛道，产品创新和渠道开拓驱动公司实现高于行业的稳健业绩增长。②奶酪细分品类保持成长性，头部企业如妙可蓝多在产品端也有了更多创新。此外，在原奶供过于求的状态下，也期待相关产业政策出台推动喝奶向吃奶加速转变。③奶粉板块，2024年新生儿出生人口同比+6%，预计2025-26年国内婴

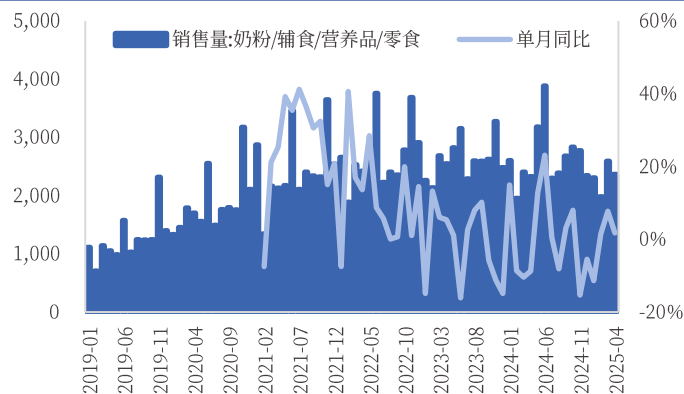
幼儿配方奶粉消费总量将企稳。尽管生鲜乳价格下降，婴幼儿奶粉的零售价仍然在上行，该领域消费升级趋势持续。飞鹤、伊利、君乐宝等几家头部国产奶粉厂商在今年陆续推出了“生育补贴”政策，这将有助于品牌份额的进一步提升。

图94：新生儿人口数量（万人）



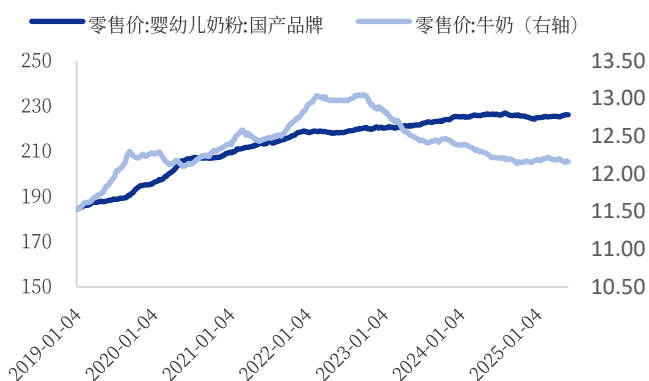
资料来源：农业农村部，中国银河证券研究院

图95：奶粉等销售量（万件）



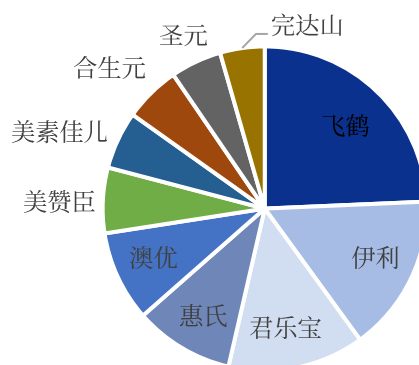
资料来源：数据威，Wind，中国银河证券研究院

图96：国产品牌婴幼儿奶粉零售价、牛奶零售价（元/公斤）



资料来源：商务部，中国银河证券研究院

图97：2024年中国婴幼儿配方奶粉市场份额



资料来源：Nielsen，中国银河证券研究院

（二）重点公司

我们看好液态奶领域龙头企业估值修复，奶酪赛道的成长型机会，以及奶粉领域国产品牌份额提升机会。关注：优然牧业，现代牧业，蒙牛乳业，中国飞鹤，妙可蓝多，H&H 国际。

八、投资建议

估值：截至 2025 年 6 月 12 日，食品饮料指数 PE (TTM) 约 21X，处于近 10 年历史底部区间（分位点约 7.7%），相较于全 A 的市盈率比值亦处于历史底部。

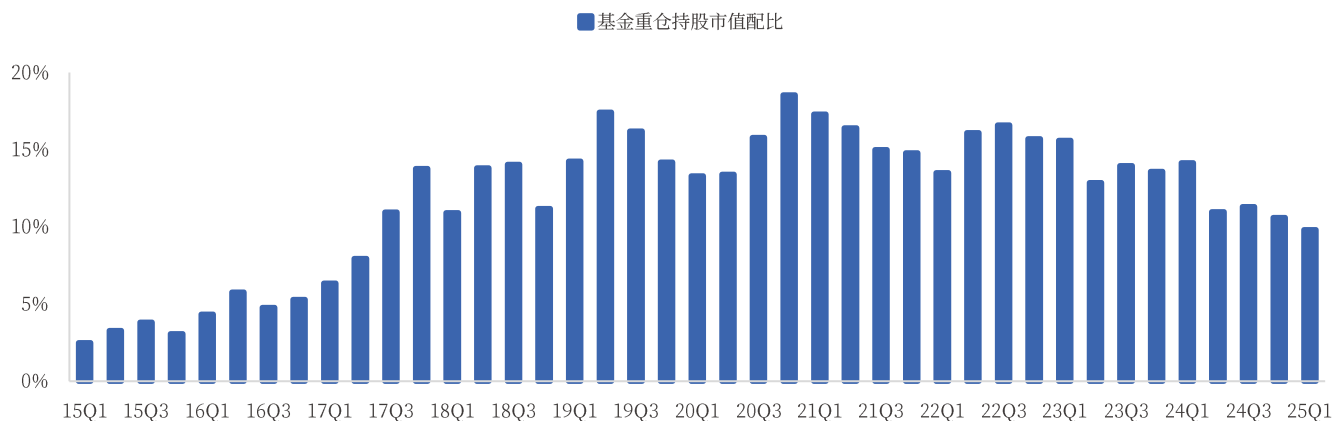
图98：食品饮料指数估值处于近 10 年底部



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

持仓：食品饮料行业的基金重仓市值占比，2025Q1 环比 2024Q1 延续下降趋势，处于最近 5 年的底部位置，接近最近 10 年的中枢水平。横向来看，25Q1 食品饮料为全行业第二大重仓板块，继续处于超配状态。

图99：食品饮料板块重仓股持股市值占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

休闲零食、创新软饮、折扣零售供应链受益标的，推荐东鹏饮料、劲仔食品、立高食品，关注卫龙美味、盐津铺子、锅圈、万辰集团等。对于传统消费我们关注分红率吸引力，以及市场出清机会。推荐青岛啤酒、华润饮料、海天味业、洽洽食品、山西汾酒，关注农夫山泉、统一企业中国等。

表11：重点公司盈利预测与估值

2025/6/17		收盘价 (元/港元)	总市值 (亿元/港元)	归母净利润（亿元）				PE				投资评 级
股票代码	股票名称			2024E	2025E	2026E	2027E	2024E	2025E	2026E	2027E	
003000.SZ	劲仔食品	13.45	61	2.9	3.4	4.0	4.8	21	18	15	13	推荐
002557.SZ	洽洽食品	23.31	118	8.5	7.6	9.0	9.7	14	15	13	12	推荐
605499.SH	东鹏饮料	314.80	1,637	33.3	46.0	60.5	78.9	49	36	27	21	推荐
2460.HK	华润饮料	12.16	292	16.4	20.3	23.4	26.4	16	13	11	10	推荐
600809.SH	山西汾酒	174.75	2,132	122.4	131.0	145.3	158.2	17	16	15	13	推荐
600600.SH	青岛啤酒	70.05	798	43.4	48.6	54.3	61.4	18	16	15	13	推荐
300973.SZ	立高食品	48.36	82	2.7	3.2	3.7	4.3	31	26	22	19	推荐
603288.SH	海天味业	40.43	2,248	63.4	71.0	78.5	86.2	35	32	29	26	推荐

资料来源：Wind，中国银河证券研究院
注：港股标的收盘价单位为港元，A 股标的为人民币元

九、风险提示

需求不及预期的风险。2025 年多项政策利好终端消费；若后续经济复苏的力度与持续性不及预期，或将导致消费意愿与消费场景的修复偏缓，致使行业增长承压。

产品价格下跌的风险。若宏观经济改善不及预期、部分行业供给去化不及预期，可能产生终端价格持续下跌，或价格回升速度不及预期的风险。

市场竞争的风险。原材料成本下行驱动新的竞争者持续加入市场，叠加质价比概念兴起，部分子赛道竞争一度趋紧；若竞争改善不及预期，行业企业可能面临发展速度放缓的风险。

图表目录

图 1: 食品饮料行业单季度收入、利润增速 (SW 行业指数)	4
图 2: 食品饮料行业指数 2025 年以来走势 (SW 行业指数)	4
图 3: 2025 年至今食品饮料累积涨幅在全行业位居第 26 名 (截至 2025/6/11)	4
图 4: 2025 年至今食品饮料子行业涨跌幅 (截至 2025/6/11)	4
图 5: 2025 年社零同比增速	5
图 6: 2025 年 CPI 同比增速	5
图 7: 我国渠道迎来新一轮变革	5
图 8: 魔芋产品迎来高度景气	7
图 9: 健康+美味为消费者对魔芋品类的重要认知 (2025 年 2~5 月)	7
图 10: 25Q1 运动饮料、植物饮料销售额同比快速增长	8
图 11: 无糖茶、电解质水与养生水产品类 2024 年景气度较高	8
图 12: 零食板块单季度收入、利润增速 (重点公司口径)	9
图 13: 休闲食品行业指数 PE (TTM)	9
图 14: 25Q1 零食重点公司业绩表现 (部分)	9
图 15: 卫龙美味蔬菜制品业务收入高增	10
图 16: 盐津铺子魔芋产品放量	10
图 17: 一致魔芋业务收入及增速	10
图 18: 劲仔食品蔬菜制品业务收入及增速	10
图 19: 鹌鹑蛋零食市场具备较大潜力	11
图 20: 鹌鹑蛋行业 2024 年竞争激烈	11
图 21: 盐津铺子 2025 年 3 月推出虎皮三兄弟中的“虎皮豆干”	11
图 22: 劲仔食品 2025 年 5 月官宣虎皮豆干新品	11
图 23: 万辰集团和鸣鸣很忙门店数量 (个)	12
图 24: 万辰集团和鸣鸣很忙集团净利率	12
图 25: 零食量贩对行业规模贡献测算 (亿元)	12
图 26: 各品牌覆盖零食量贩门店数量	12
图 27: 软饮料板块单季度收入、利润增速 (重点公司口径)	15
图 28: 软饮料行业指数 PE (TTM)	15
图 29: 25Q1 软饮料重点公司业绩表现 (部分)	15
图 30: 25H1 日常出行同比基本稳定	16
图 31: 预计 25H2 出行仍将保持旺盛态势 (亿人次)	16
图 32: PET 瓶片价格 25H1 持续下行	16
图 33: 白糖价格 25H1 同比回落	16
图 34: 1998-2009 年日本矿泉水行业市场集中度快速提升	17

图 35: 2011-2023 年龙头市场份额稳固.....	17
图 36: 康师傅与统一毛利率在全行业中较低	17
图 37: 康师傅与统一扣非净利率在全行业中较低	17
图 38: 全国体育场地数量稳定增长.....	17
图 39: 2025 年运动饮料旺季有望实现更快动销	17
图 40: 25H1 植物饮料占比仍然保持增长	18
图 41: 华润饮料与承德露露推出养生水新品（枇杷雪梨、露露草本）	18
图 42: 中国白酒行业产量年度累计值及累计同比（万吨）	19
图 43: 中国制造业和非制造业 PMI.....	19
图 44: 中国结婚登记对数.....	19
图 45: 飞天茅台价格（元/500ml）	19
图 46: 白酒行业的几轮周期.....	20
图 47: A 股 18 家白酒上市公司历年合计营收和净利同比增速	20
图 48: 华致酒行收入和归母净利润同比增速	20
图 49: 各白酒公司季度收入同比增速	21
图 50: 主动型基金和指数型基金重仓白酒股市值（亿元）	21
图 51: 主动型和指数型基金重仓白酒股市值占其股票投资市值比（%）	21
图 52: 白酒板块 P/E Band.....	22
图 53: 白酒上市公司分红比例.....	22
图 54: 啤酒板块单季度收入、利润增速（SW 指数口径）	23
图 55: 啤酒行业指数 PE（TTM）	23
图 56: 25Q1 啤酒重点公司业绩表现.....	23
图 57: 啤酒行业产量变化趋势.....	24
图 58: 啤酒公司 Q2-Q3 报表端收入基数较低.....	24
图 59: 2025 年以来大麦价格同比下行	24
图 60: 铝材价格同比由增转降.....	24
图 61: 2025 年以来玻璃价格同比下行	24
图 62: 2025 年以来瓦楞纸价格同比下行	24
图 63: 燕京啤酒非酒精业务历史悠久，推陈出新	25
图 64: 重庆啤酒在强势市场推出汽水和能量饮料	25
图 65: 青岛啤酒非酒产品序列.....	25
图 66: 华润啤酒推出个性化啤酒产品	25
图 67: 嘉士伯软饮料产品.....	26
图 68: 嘉士伯业务结构（2024 财年）	26
图 69: 三得利饮料产品	26
图 70: 三得利业务结构（2024 财年）	26
图 71: 麒麟饮料产品	27

图 72: 麒麟业务结构 (2024 财年)	27
图 73: 朝日国内主要饮料产品	27
图 74: 朝日集团业务结构	27
图 75: 调味品板块单季度收入、利润增速 (重点公司口径)	28
图 76: 调味品板块行业指数 PE (TTM)	28
图 77: 餐饮链板块单季度收入、利润增速 (重点公司口径)	28
图 78: 餐饮链板块行业指数 PE (TTM)	28
图 79: 2025 年社零餐饮增速环比略有回升	29
图 80: 2025 年至今各地发放餐饮消费券	29
图 81: 规上社零餐饮增速慢于全部社零餐饮增速	29
图 82: 头部餐饮拓店情况	29
图 83: 日本酱油发展经验显示 1990-1996 年家庭需求更具韧性	30
图 84: 2025 年以来大豆价格环比略有提升	30
图 85: 2025 年以来白糖价格同比持续回落	30
图 86: 2025 年以来玻璃价格同比持续回落	30
图 87: 青菜头价格历史波动情况	30
图 88: 有机概念调味料产品的 SKU 数量和份额快速增长	31
图 89: 复合调味汁快速兴起	31
图 90: 主产区生鲜乳平均价 (元/公斤)	32
图 91: 中国鲜牛奶产量及同比	32
图 92: 中国乳制品产量及同比	32
图 93: 中国奶酪进口量	32
图 94: 新生儿人口数量 (万人)	33
图 95: 奶粉等销售量 (万件)	33
图 96: 国产品牌婴幼儿奶粉零售价、牛奶零售价 (元/公斤)	33
图 97: 2024 年中国婴幼儿配方奶粉市场份额	33
图 98: 食品饮料指数估值处于近 10 年底部	34
图 99: 食品饮料板块重仓股持股市值占比	34
表 1: 部分头部商超调改进程与计划 (部分)	6
表 2: 头部零食量贩品牌折扣超市布局情况 (部分)	6
表 3: 盒马与仓储会员店布局与未来规划情况 (部分)	7
表 4: 当前零食上市公司已入驻山姆渠道的产品梳理	13
表 5: 零食板块重点公司盈利预测与估值	14
表 6: 软饮料板块重点公司盈利预测与估值	18
表 7: 2025Q1 公募基金重仓持股数量 (万股) 及环比变化	22

表 8： 白酒推荐标的盈利预测和估值	22
表 9： 啤酒板块重点公司盈利预测与估值	27
表 10： 调味品与餐饮链板块重点公司盈利预测与估值	31
表 11： 重点公司盈利预测与估值	35

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意 食品饮料行业分析师。经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类与啤酒板块，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

刘来珍 食品饮料行业分析师。上海交通大学金融学硕士，8 年以上食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

何伟 研究所副所长、大消费组组长。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者·财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。《Extel》（原《机构投资者》）2025 年度“亚洲最佳本土券商评选，中国最佳分析师非必需消费品第一；中国香港最佳分析师非必需消费品第一。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn