

业绩分化加大，经营战略重要性凸显

—— 食饮 24 年与 25 年一季度业绩综述



易碧归 分析师

Email: yibigui@lczq.com

证书: S1320523020003

投资要点:

食饮行业的业绩分化加大，公司经营管理能力与业务战略重要性凸显。

2024 年食品饮料板块业绩实现个位数的稳健增长，但营收和归母净利润增速均有放缓，显示需求下滑压力仍存。以饮料、零食子行业为代表的结构性增长仍有亮点可寻，部分产品/渠道同比增速可超 30%。

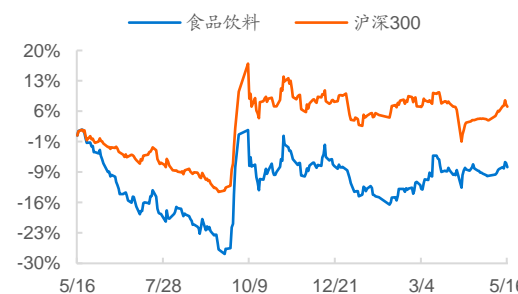
投资建议：消费刺激政策值得期待，食饮消费结构升级仍具潜力，需求恢复与结构调整后有望“年胜一年”。建议关注：

- ① 白酒：战略性投资地位相对减弱，但有望在顺周期、高毛利、控货管理加强背景下的实现估值修复，后续行业发展的关键是需求培育，高端白酒业绩增长确定性相对较强，卡位中档价格带的区域龙头或有亮眼表现；
- ② 调味品：可关注餐饮恢复和连锁化加快带来龙头公司的市场集中度提升机会，功能性、复合性产品的研发和销售已显示出增长潜力，结构升级正在进行中；
- ③ 乳品：强内需刺激（生育鼓励与健康意识提升）和厚利润安全垫（原奶价格低位）双重驱动，有望迎来品类升级带来的国产替代和需求扩容机会，常温奶需求下滑和龙头低温奶、固体乳制品的下沉可能给部分区域乳企造成一定压力；
- ④ 软饮料：全渠道和多元化布局胜率较大，强者恒强，传统饮料企业有望在产品和渠道结构转型完成后，迎来逆境反转机会；
- ⑤ 啤酒：销售量价承压，但 24 年库存去化，25Q1 业绩改善明显，关注国产替代环境下的新品突围和结构性升级（低度化、风味化）进程；
- ⑥ 休闲食品：渠道扩张带来的收入增速或将放缓，平台型企业的供应链优势凸显，关注规模扩张后的利润增长情况；生产型企业的产品矩阵逐步完善，关注新增渠道营收增速和新品迭代进展。

风险提示：消费刺激政策不及预期的风险；食品安全风险；国内需求收缩风险；全球贸易脱钩与地缘政治等风险。

投资评级：看好（维持）

市场表现



相关报告

年胜一年，内外兼修方得大成之道 ——
2025 年食品饮料行业策略

2025.04.14

食饮 ETF：消费改善与估值修复共推价值
提升

2024.09.25

乳制品行业深度：筑基已成，潜力犹存

2024.05.27

目 录

1. 食饮整体：需求环境承压，行业稳中有进.....	4
2. 白酒：大浪淘沙，品牌经营凸显实力	6
3. 软饮料：全渠道和多元化布局胜率较大	7
4. 休闲食品：出圈和调整兼而有之	8
5. 调味品：品类推新提振营收，成本下降改善利润	9
6. 啤酒：升级放缓，国产替代仍有增量空间	10
7. 乳制品：需求遇冷，各出其招	11
8. 投资建议与风险提示	12

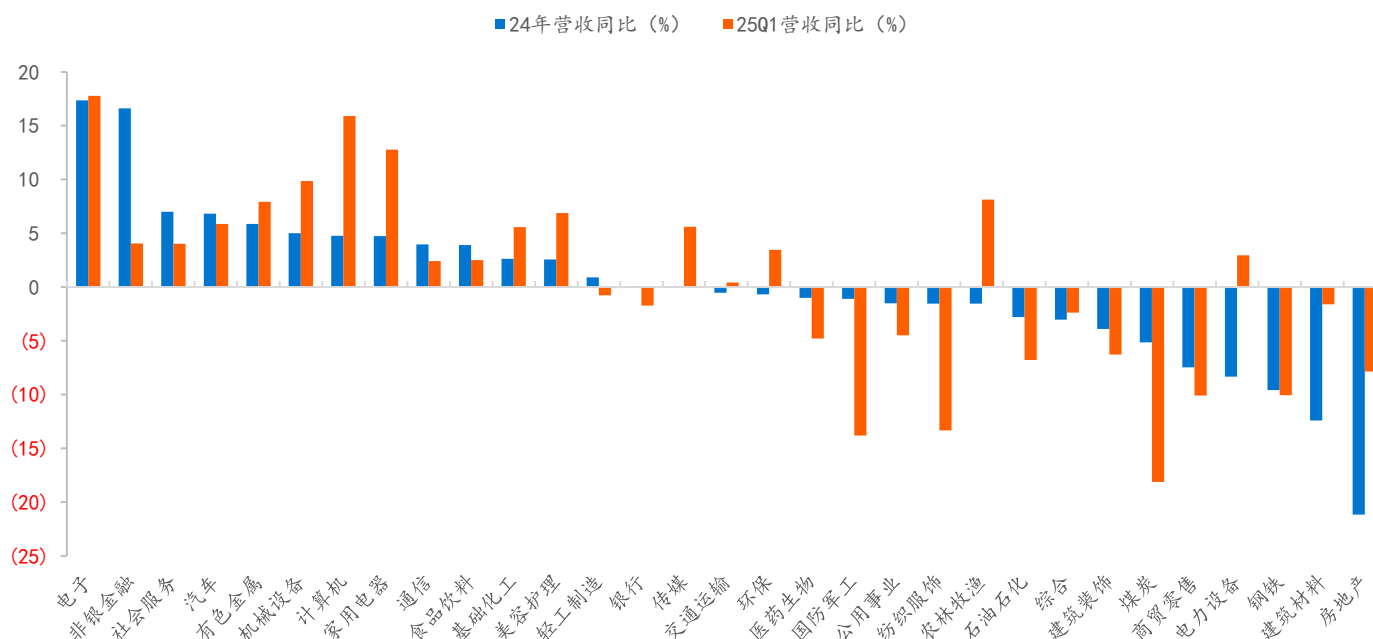
图表目录

图 1	食品饮料行业 24 年营收同比增速排名 10/31	4
图 2	食品饮料行业 24 年扣非归母净利同比增速排名 11/31	4
图 3	零食行业营收增长遥遥领先	5
图 4	肉制品行业利润改善较快	5
图 5	食饮各子行业销售毛利率 (%)	5
图 6	食饮各子行业销售净利率 (%)	5
表 1	白酒上市公司业绩增长情况	7
表 2	软饮料上市公司业绩增长情况	8
表 3	休闲食品上市公司业绩增长情况	9
表 4	调味品上市公司业绩增长情况	10
表 5	啤酒上市公司业绩增长情况	10
表 6	乳品上市公司业绩增长情况	12

1. 食饮整体：需求环境承压，行业稳中有进

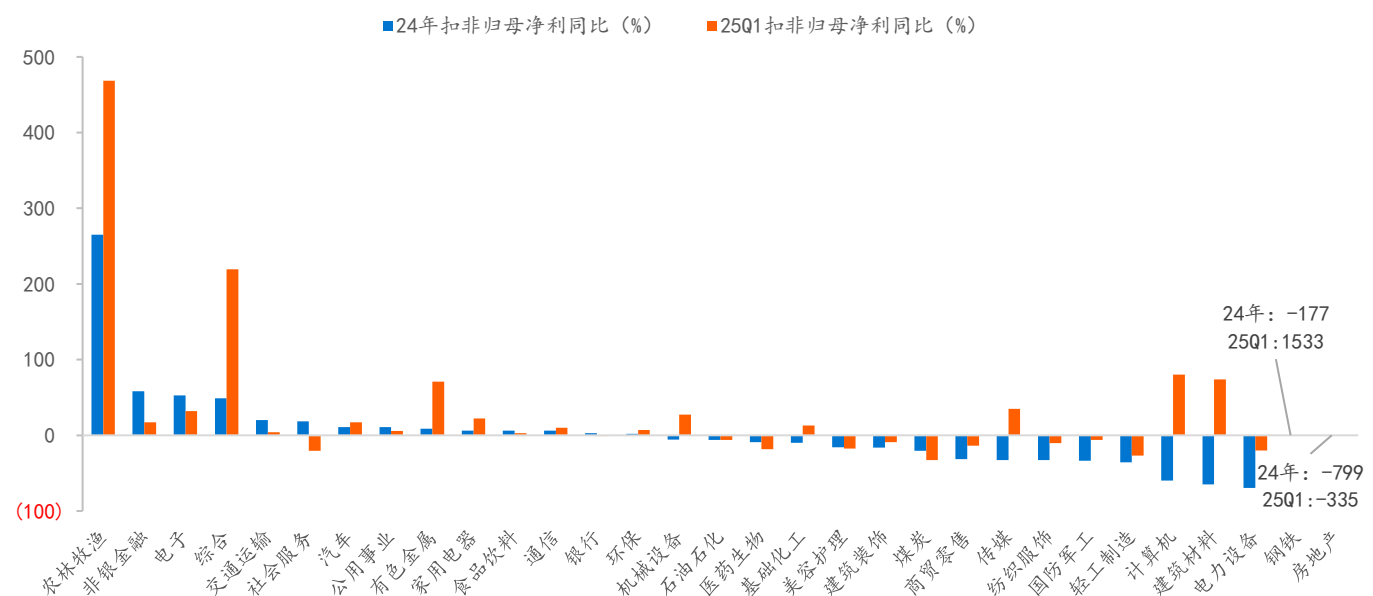
2024 年食品饮料板块业绩稳健增长，但营收和归母净利润增速均有放缓。2024 年食饮行业实现营收 10877.93 亿元，同比增长 3.91%（放缓 4.06pp），扣非归母净利润 2104.49 亿元，同比增长 6.07%（放缓 10.35pp），营收和归母净利润增速在 31 个申万一级行业中分别排名第 10 和第 9。25Q1 行业营收和归母净利润同比增长分别为 2.52%、2.98%，显示需求不足环境下，传统食饮消费面临的业绩增长压力仍存。

图1 食品饮料行业 24 年营收同比增速排名 10/31



资料来源：iFinD，联储证券研究院

图2 食品饮料行业 24 年扣非归母净利润同比增速排名 11/31

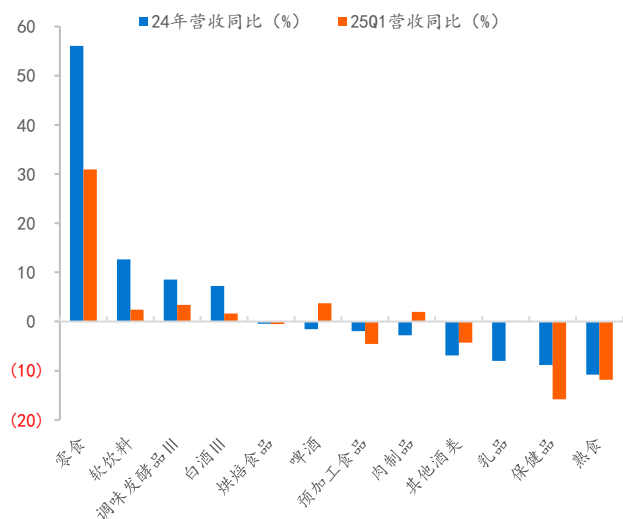


资料来源：iFinD，联储证券研究院

子行业业绩表现分化较大，结构性增长仍有亮点可寻。24 年零食、软饮料的营收增速领先，实现双位数以上的增长，分别为 56.06%、12.61%，调味品、白酒实现全年营

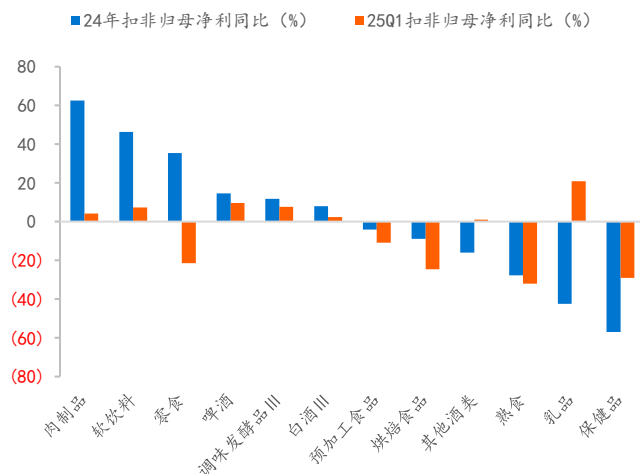
收的个位数增长，其他子板块均出现不同程度的营收下滑；归母净利润方面，肉制品、软饮料、零食、啤酒、调味品和白酒实现正增，分别为 62.55%、46.27%、35.35%、14.52%、11.83%和 7.99%。

图3 零食行业营收增长遥遥领先



资料来源：iFinD，联储证券研究院

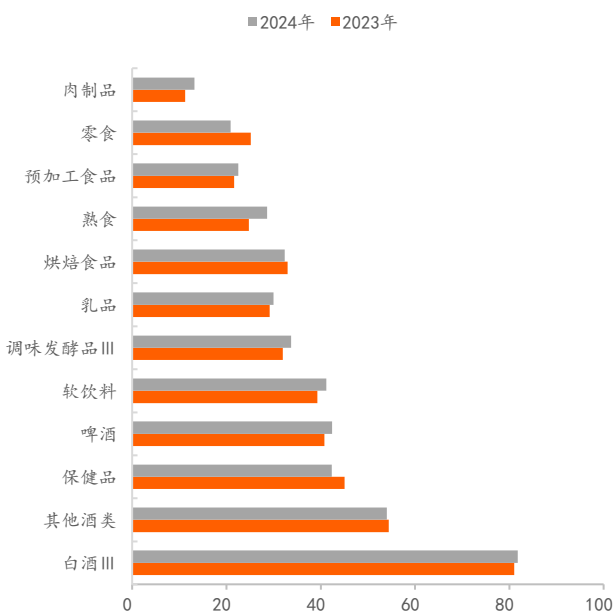
图4 肉制品行业利润改善较快



资料来源：iFinD，联储证券研究院

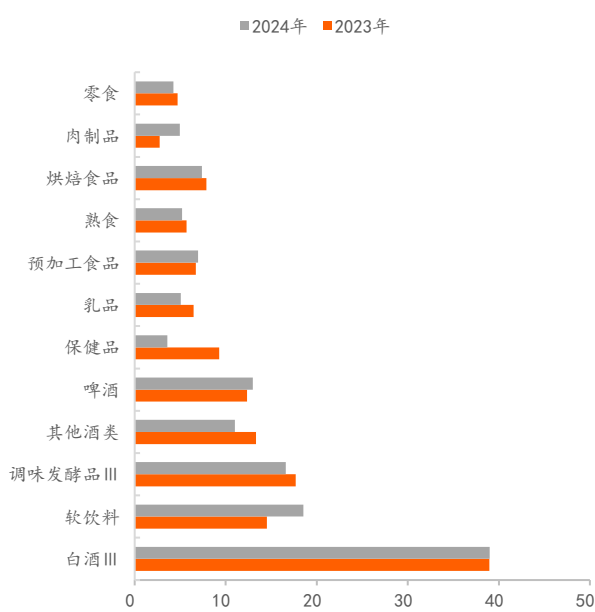
宏观经济增长放缓压力下，行业盈利能力通过考验。2024 年食品饮料半数子行业盈利能力提升，白酒/软饮料/啤酒/预加工食品/肉制品的毛利率和净利率均有改善，其中毛利率分别提升 0.76/1.92/1.63/0.83/1.92pp，净利率分别提升 0.04/4.03/0.66/0.24/2.19pp；其他酒类/烘焙食品/保健品/零食的毛利率和净利率均有下降，其中毛利率分别减少 0.42/0.64/2.67/4.33pp，净利率分别减少 2.31/0.47/5.72/0.47pp。综合来看，行业毛利率提升超 1 个百分点的多含上游包材和原料成本回落带来的利润改善，下降超 2 个百分点的多为产品或渠道结构调整带来的利润承压。

图5 食品饮料各子行业销售毛利率 (%)



资料来源：iFinD，联储证券研究院

图6 食品饮料各子行业销售净利率 (%)



资料来源：iFinD，联储证券研究院

2. 白酒：大浪淘沙，品牌经营凸显实力

2024 年白酒行业营收利润同比增长均超 7%，A 股上市公司中，营收利润双增者过半。

高端白酒：子品牌向中高端靠拢，整体产品结构有所下沉；毛利率略降，费用投放增加；自营、直销渠道增多，各酒企业绩增长基本符合市场预期，全年分红对应股息率在 3-6% 之间，对 25 年的业绩目标普遍调降。24 年茅五泸均保持业绩增长，营收同比增速分别为 15.66%/7.09%/3.19%，其中，贵州茅台的主品牌量增 10.22%，价增 4.59%；系列酒量增 18.47%，价增 1%；五粮液主品牌量增 7.06%，价增 0.94%，其他酒量增 0.12%，价增 11.65%；泸州老窖中高档量增 14.39%，价降 10.15%，其他酒量增 3.54%，价增 3.49%。除泸州老窖受中档酒放量导致吨价同比下降外，贵州茅台和五粮液均实现了价稳量增和个别产品的结构性升级。

中高端白酒：行业竞争加剧，销售费用率普遍提升，次高端增长承压，400 元以下价格带产品增长占优，酒企多元化布局和渠道开拓有效。山西汾酒作为全国性中高端白酒龙头，中高价产品（老白汾、巴拿马）销售量增较多，青花相对稳健，玻汾有所控量，低端系列（竹叶青、杏花村）调整减量，24 年省内外营收分别增长 13.81%、11.72%，省内渠道扩张强化优势，业绩保持稳健增长态势。水井坊、金徽酒 24 年、25Q1 均实现营收利润同比双增，共性可能一是区域市场竞争压力相对较小，二是价格卡位符合市场需求，其中，水井坊 24 年中档产品收入同比增长 29.14%，25Q1 开启的新零售渠道取得良好成效，实现 184.44% 的同比增长；金徽酒百元以上产品收入增速亮眼，24 年 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品营收分别同比+41.2%/+15.4%/+4.0%。

苏徽酒市场竞争加剧，业绩增速差距拉大。苏酒中，定位 400-800 元价格带的洋河股份省内外营收同比均有低双位数的下滑，受需求疲软影响较大；定位 100-500 元价格带的今世缘业绩增长相对强势，省内各区域实现 9-20% 不等的营收增长，省外营收也同比增长 27.4%，加大折扣、借力宴席的经营策略效果明显。徽酒中，省内市占率第一的古井贡酒的产品销售实现量价高个位数双增，华中地区占比进一步提升，一定程度上转移了省外竞争压力；迎驾贡酒 24 年受益于省内销售和 200-400 元价格带的洞藏系列 12-14% 的同比增长，实现营收利润双增，但 25Q1 业绩受省外收入和 80-150 元普通产品同比减少约 30% 的拖累较大，结构调整正在进行中；口子窖产品多为 50-150 元价格带，24 年面临省内外竞争加剧，业绩表现保持一定韧性，自 24 年开始逐步推出兼系列产品，强化 100-300 元价格带的产品布局，积极拓展团购为核心的扁平化直销渠道，25Q1 有所成效。

大众白酒：受消费降级影响，白酒业务均实现个位数增长，经营侧重于向外拓展。以顺鑫农业、老白干酒为代表百元以下价格带白酒营收 24 年增长约 5-7%，且市外/省外地区的营收增速相对更快。

总览白酒行业 24 年和 25Q1 业绩表现，可以发现：一是高端白酒品牌经营实力仍强，渠道结构调整基本完成，量价转换相对从容，在行业调整过程中还算游刃有余，后续有望在产能控制、产品结构调整、需求培育和创新产品方面加快打造第二曲线；二是中高端白酒的价格竞争比较激烈，酒企进行折扣促销和布局更加细分价格带产品比较普遍，经营调整仍在陆续进行中，其中次高端酒受需求下滑和高端白酒降价挤压影响较大，而 100-400 元价格带的产品销售比较火热，区域龙头相对占优，由于白酒消费习惯和品牌倾向韧性较强，后续市场可能仍存马太效应；三是大众白酒受益于降级消费的增长较多，向全国市场渗透加速，在经济动能转换之际，稳中有进的态势或将延续一段时间。

表1 白酒上市公司业绩增长情况

证券代码	证券名称	24 年营收 (亿元)	24 年营收 同比 (%)	25Q1 营收 (亿元)	25Q1 营收 同比 (%)	24 年归母 净利 (亿 元)	24 年归母 净利同比 (%)	25Q1 归母 净利 (亿 元)	25Q1 归母 净利同比 (%)
白酒			7.25		1.60		7.99		2.40
600519.SH	贵州茅台	1,741.44	15.66	514.43	10.67	862.28	15.37	268.47	11.64
000858.SZ	五粮液	891.75	7.09	369.40	6.05	318.53	5.40	148.60	5.86
600809.SH	山西汾酒	360.11	12.79	165.23	7.72	122.43	17.24	66.48	6.31
000568.SZ	泸州老窖	311.96	3.19	93.52	1.78	134.73	1.89	45.93	0.94
002304.SZ	洋河股份	288.76	-12.83	110.66	-31.92	66.73	-30.56	36.37	-40.21
000596.SZ	古井贡酒	235.78	16.41	91.46	10.38	55.17	21.40	23.30	12.78
603369.SH	今世缘	115.46	14.31	50.99	9.17	34.12	7.80	16.44	7.45
000860.SZ	顺鑫农业	91.26	-13.85	32.58	-19.69	2.31	143.08	2.82	-37.37
603198.SH	迎驾贡酒	73.44	8.46	20.47	-12.35	25.89	14.93	8.29	-9.48
603589.SH	口子窖	60.15	0.89	18.10	2.42	16.55	-5.15	6.10	3.48
600559.SH	老白干酒	53.58	1.91	11.68	3.36	7.87	20.12	1.52	13.22
600702.SH	舍得酒业	53.57	-24.41	15.76	-25.14	3.46	-76.64	3.46	-37.14
600779.SH	水井坊	52.17	5.32	9.59	2.74	13.41	7.07	1.90	23.63
603919.SH	金徽酒	30.21	18.59	11.08	3.04	3.88	18.29	2.34	4.30
600197.SH	伊力特	22.03	-1.27	7.96	-4.32	2.86	-16.48	1.44	-9.76
000799.SZ	酒鬼酒	14.23	-49.70	3.44	-30.34	0.12	-98.75	0.32	-54.76
002646.SZ	天佑德酒	12.55	3.69	4.32	-17.96	0.42	-55.06	0.68	-37.80
600199.SH	金种子酒	9.25	-37.04	2.96	-29.41	-2.58	-362.93	-0.39	-373.46
600696.SH	*ST 岩石	2.85	-82.54	0.15	-86.25	-2.17	-340.45	-0.19	19.36
000995.SZ	皇台酒业	1.72	11.87	0.39	6.40	0.28	277.28	0.03	1,391.46

数据来源: iFinD, 联储证券研究院

注: 公司名称标红为 24 年营收、利润双增项, 名称标底色为 25Q1 营收、利润双增项, 数据标底色为 25Q1 实现正增项。

3. 软饮料: 全渠道和多元化布局胜率较大

功能性饮料市场表现突出, 东鹏饮料业绩增长遥遥领先。软饮料行业中, 24 年实现营收利润双增的 A 股上市公司仅东鹏饮料和承德露露, 营收同比增速分别为 40.63%、11.26%, 归母净利润同比增速分别为 74.48%、3.65%。其中, 东鹏饮料的快速增长一是因为其全渠道精耕, 全国化推进顺利; 二是以特饮、补水啦两款核心单品超 30% 的收入增长基础上, 多品类布局基本形成; 三是规模效应提升, 利润空间打开。承德露露主要因 24Q4 实现营收和归母净利润同比增长 22.69%/26.95%, 收入达到目标对应解除激励股票限售比例 100%。

其他软饮料公司营收下滑主要是因为: 一是茶饮市场的快速增长带来竞争压力, 替代品消费更具便捷性; 二是消费需求发生较大变化, 消费者疫后健康意识不断强化, 对热量、含糖量、添加剂的重视程度提升, 传统饮料在风味茶饮和健康乳品之间优势不够突出, 新品培育进度偏慢; 三是销售渠道仍然单一, 线下商超为主的渠道结构亟需调整。

建议关注可能迎来逆境反转的公司: 一方面, 积极迎接减糖、无糖、新鲜等健康化趋势, 以及益生菌、维生素、电解质添加等功能化趋势, 推出新品打开市场; 另一方面, 在渠道端加快 to b 端业务合作 (利用产业链优势可望优质原料业务转型) 以及新零售渠道的战略性布局。

表2 软饮料上市公司业绩增长情况

证券代码	证券名称	24 年营收 (亿元)	24 年营收 同比 (%)	25Q1 营收 (亿元)	25Q1 营收 同比 (%)	24 年归 母净利 (亿元)	24 年归母 净利同比 (%)	25Q1 归母净 利 (亿元)	25Q1 归母净 利同比 (%)
软饮料			12.61		2.41		46.27		7.26
605499.SH	东鹏饮料	158.39	40.63	48.48	39.23	33.27	74.48	9.80	53.55
603156.SH	养元饮品	60.58	-1.69	18.60	-19.70	17.22	7.19	6.42	-21.34
600300.SH	维维股份	36.56	-9.40	8.53	-23.11	4.11	99.25	0.71	107.14
603711.SH	香飘飘	32.87	-9.32	5.80	-19.98	2.53	-5.82	-0.19	-228.08
000848.SZ	承德露露	32.87	11.26	10.02	-18.36	6.66	3.65	2.15	-12.55
300997.SZ	欢乐家	18.55	-3.53	4.49	-18.52	1.47	-46.67	0.34	-59.49
605337.SH	李子园	14.15	0.22	3.20	-4.30	2.24	-5.24	0.66	5.11
600189.SH	泉阳泉	11.98	6.77	3.07	31.74	-20.78	-0.86	0.05	105.21

数据来源: iFinD, 联储证券研究院

注: 公司名称标红为 24 年营收、利润双增项, 名称标底色为 25Q1 营收、利润双增项, 数据标底色为 25Q1 实现正增项。

4. 休闲食品: 出圈和调整兼而有之

2024 年业绩表现零食行业增速优先, 烘焙食品其次, 熟食相对落后, 出圈和调整企业兼而有之。休闲食品企业营收增长贡献多为量贩/社区团购/电商渠道加速扩张, 产品销售以折扣、性价比、核心单品+新品策略为主。24 年-25Q1 均实现稳定业绩增长的有万辰集团、盐津铺子、立高食品、西麦食品、友友食品和青岛食品, 其中, 万辰集团 24 年拥有 14196 家零食量贩门店, 门店数同比增加 200.38%, 零食量贩业务营收达 317.90 亿元, 同比增长 262.94%, 产业链优势逐步建立, 盈利能力持续改善; 盐津铺子依靠多类品质单品借力线下量贩和线上电商渠道, 24 年经销/电商渠道分别实现收入 39.6 亿/11.6 亿元, 同比增长 34%/40%, 25 年在会员店渠道和东南亚市场的增长值得期待; 立高食品主要是以稀奶油产品为主的烘焙原料业务借力会员制商超, 实现较好业绩增长; 西麦食品一方面积极拥抱多渠道, 线上线下均有超 10% 的增长, 另一方面产品有结构升级, 复合、冷食燕麦的营收同比增长 25% 左右。

与此同时, 线下门店商超门店客流量下滑, 烘焙食品和熟食营收压力较大, 产品系列相对单一的零食企业面临产品迭代压力, 多数营收有 10% 左右的下滑。休闲食品行业中部分渠道调整中的企业可能因规模效应减弱、折扣竞争激烈导致利润承压, 盈利能力有下降。

对于休闲食品行业, 25 年零食量贩领域的渠道扩张或将开始放缓, 线下门店的需求压力仍存, 建议关注平台/渠道型公司的闭店率、单店盈利、自主品牌销量和盈利能力提升情况, 以及生产型公司的核心单品销量的持续增长、销售渠道的调整、品类矩阵的建设和产品升级空间等情况。

表3 休闲食品上市公司业绩增长情况

证券代码	证券名称	24 年营收 (亿元)	24 年营收 同比 (%)	25Q1 营收 (亿元)	25Q1 营收 同比 (%)	24 年归母 净利 (亿 元)	24 年归母 净利同比 (%)	25Q1 归母 净利 (亿 元)	25Q1 归母净 利同比 (%)
	休闲食品		30.14		19.46		6.63		-23.75
300972.SZ	万辰集团	323.29	247.86	108.21	124.02	2.94	407.97	2.15	10,562.30
300783.SZ	三只松鼠	106.22	49.30	37.23	2.13	4.08	214.33	2.39	-38.31
603719.SH	良品铺子	71.59	-11.02	17.32	-29.34	-0.46	-214.77	-0.36	-173.22
002557.SZ	洽洽食品	71.31	4.79	15.71	-13.76	8.49	8.86	0.77	-73.76
603517.SH	绝味食品	62.57	-13.84	15.01	-11.47	2.27	-49.39	1.20	-32.13
603866.SH	桃李面包	60.87	-9.93	12.01	-14.20	5.22	-9.84	0.84	-27.41
002847.SZ	盐津铺子	53.04	28.89	15.37	25.69	6.40	19.27	1.78	13.41
603043.SH	广州酒家	51.24	4.55	10.46	3.34	4.94	-10.73	0.51	-29.86
300973.SZ	立高食品	38.35	9.61	10.46	14.13	2.68	108.22	0.88	27.30
603777.SH	来伊份	33.70	-15.25	10.48	-1.23	-0.75	-869.73	0.12	-88.67
603057.SH	紫燕食品	33.63	-5.28	5.64	-18.86	3.46	1.28	0.15	-87.09
605339.SH	南侨食品	31.59	2.49	7.89	1.90	2.01	-15.75	0.29	-61.47
000716.SZ	黑芝麻	24.65	-7.92	4.42	-3.74	0.78	97.11	0.02	-139.61
003000.SZ	劲仔食品	24.12	16.79	5.95	10.27	2.91	39.91	0.68	-8.61
603886.SH	元祖股份	23.14	-12.99	3.38	-19.77	2.49	-5.69	-0.25	-220.30
002991.SZ	甘源食品	22.57	22.18	5.04	-13.99	3.76	16.91	0.53	-45.14
002956.SZ	西麦食品	18.96	20.16	6.56	15.93	1.33	16.75	0.55	27.66
002695.SZ	煌上煌	17.39	-9.44	4.46	-2.53	0.40	-15.99	0.44	48.25
002582.SZ	好想你	16.70	-3.39	4.13	-16.44	-0.72	-35.71	0.40	101.30
603697.SH	有友食品	11.82	22.37	3.83	39.23	1.57	40.53	0.50	25.80
002719.SZ	麦趣尔	6.35	-10.40	1.49	-3.12	-2.30	-125.87	0.01	94.76
001219.SZ	青岛食品	5.26	7.47	1.35	2.19	0.97	14.00	0.30	11.24
002820.SZ	桂发祥	4.96	-1.64	1.46	-8.76	0.27	-57.31	0.07	-65.13

数据来源：iFinD，联储证券研究院

注：公司名称标红为 24 年营收、利润双增项，名称标底色为 25Q1 营收、利润双增项，数据标底色为 25Q1 实现正增项。

5. 调味品：品类推新提振营收，成本下降改善利润

24 年调味品行业增长优于 25Q1，24 年行业主要受益于成本下降兑现利润，以及复合调味品市场的持续扩容，60% 的上市公司实现不错的业绩表现，一季度主因春节错期提前备货，动销偏弱，库存有望逐步去化。后续伴随餐饮恢复，调味品行业有望加速产品升级和全国化进程。

24 年超百亿营收的海天味业和安琪酵母均开启了部分业务的转型调整，且取得不错成效。海天味业进行渠道改革，线下沉和线上发展并进，24 年线下/线上营收达 238.85 亿/12.43 亿元，同比增长 8.93%/39.78%，品类在传统优势品类基础上发展醋、料酒、复调等多元化品类，其他类业务营收达 40.86 亿元，同比增长 16.75%；安琪酵母主动收缩制糖业务，专精酵母领域，在酵母及深加工、食品原料业务实现 14.19%、31.7% 的同比增长，国外市场拓展加速，24 年国内/国际市场实现营收 94.2 亿/57.1 亿元，同比增长 7.5%/19.4%。

表4 调味品上市公司业绩增长情况

证券代码	证券名称	24 年营收 (亿元)	24 年营收 同比 (%)	25Q1 营收 (亿元)	25Q1 营收 同比 (%)	24 年归母 净利 (亿 元)	24 年归母 净利同比 (%)	25Q1 归母 净利 (亿 元)	25Q1 归母 净利同比 (%)
	调味品		8.56		11.83		3.36		7.67
603288.SH	海天味业	269.01	9.53	83.15	8.08	63.44	12.51	22.02	15.42
600298.SH	安琪酵母	151.97	11.86	37.94	8.95	13.25	5.79	3.70	14.37
600872.SH	中炬高新	55.19	7.39	11.02	-25.81	8.93	27.97	1.81	-23.87
603317.SH	天味食品	34.76	10.41	6.42	-24.80	6.25	40.00	0.75	-65.41
603027.SH	千禾味业	30.73	-4.16	8.31	-7.15	5.14	-5.12	1.61	4.65
603170.SH	宝立食品	26.51	11.91	6.69	7.18	2.33	-2.09	0.58	9.89
600186.SH	莲花控股	26.46	25.98	7.94	37.77	2.03	72.36	1.01	105.92
002507.SZ	涪陵榨菜	23.87	-2.56	7.13	-4.75	7.99	-3.13	2.72	-0.62
600305.SH	恒顺醋业	21.96	4.25	6.26	35.97	1.27	48.30	0.57	6.08
002650.SZ	ST 加加	13.01	-10.52	4.20	-13.76	-2.43	-32.50	0.15	249.13
300908.SZ	仲景食品	10.98	10.40	2.77	1.06	1.75	1.83	0.48	-4.99
603696.SH	安记食品	6.07	-4.06	1.47	4.95	0.38	-18.39	0.06	-60.24
603755.SH	日辰股份	4.05	12.59	1.01	10.50	0.64	5.59	0.18	44.87
002495.SZ	佳隆股份	2.68	3.02	0.54	-1.76	0.25	263.96	0.02	-4.94
831726.BJ	朱老六	2.38	-1.38	0.60	-20.19	0.18	-11.74	0.08	-32.42

数据来源: iFinD, 联储证券研究院

注: 公司名称标红为 24 年营收、利润双增项, 名称标底色为 25Q1 营收、利润双增项, 数据标底色为 25Q1 实现正增项。

6. 啤酒: 升级放缓, 国产替代仍有增量空间

啤酒消费升级明显放缓, 腰部企业增长, 行业龙头并购动作频频, 产品创新有望加速。重庆啤酒、青岛啤酒由于高位价格带产品占比较大, 24 年营收略减, 其中, 青啤近期公告收购山东即墨黄酒厂, 龙头追求“啤酒+”业务的创新探索有加速迹象; 燕京啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒则受益于成本下行、产品结构升级、区域市场巩固优势实现了 24 年营收个位数的同比增长, 其中, 燕啤的核心单品 U8 较长期维持 30% 以上增速, 市场渗透率提升较快。

25Q1 各酒企业绩实现“开门红”, 啤酒行业明显进入补库存周期, 传统啤酒产品的增长在量价上均有增长压力, 但以精酿啤酒为代表的多元化需求增长仍具潜力。建议关注在气泡、低度、风味等类型有新品研发, 与品牌 IP 有联名合作, 且市场培育开始展露成效的公司发展机会。

表5 啤酒上市公司业绩增长情况

证券代码	证券名称	24 年营收 (亿元)	24 年营收 同比 (%)	25Q1 营收 (亿元)	25Q1 营收 同比 (%)	24 年归母 净利 (亿 元)	24 年归母 净利同比 (%)	25Q1 归母 净利 (亿 元)	25Q1 归母 净利同比 (%)
	啤酒		-1.55		3.73		14.52		9.62
600600.SH	青岛啤酒	321.38	-5.30	104.46	2.91	43.45	6.19	17.10	5.95
000729.SZ	燕京啤酒	146.67	3.20	38.27	6.69	10.56	108.03	1.65	49.11
600132.SH	重庆啤酒	146.45	-1.15	43.55	1.46	11.15	-7.03	4.73	4.74
002461.SZ	珠江啤酒	57.31	6.56	12.27	10.69	8.10	36.79	1.57	39.40
600573.SH	惠泉啤酒	6.47	5.44	1.41	0.35	0.65	33.28	0.06	19.56
000752.SZ	ST 西发	4.21	25.11	1.04	15.80	0.26	3,366.62	0.07	208.87
000929.SZ	*ST 兰黄	2.11	-12.73	0.48	-11.49	-1.00	-109.52	0.07	30.59

数据来源: iFinD, 联储证券研究院

注: 公司名称标红为 24 年营收、利润双增项, 名称标底色为 25Q1 营收、利润双增项, 数据标底色为 25Q1 实现正增项。

7. 乳制品：需求遇冷，各出其招

乳制品行业传统液奶和冷饮产品需求遇冷，原奶价格低位改善行业毛利率，乳企经营策略不尽相同，业绩盈亏不一。行业需求下滑明显，乳制品 24 年营收同比减少 8%，营收利润双增企业仅贝因美、一鸣食品和海融科技，营收同比增速分别为 9.7%、6.54% 和 13.89%，归母净利润同比增速分别为 334.44%、21.77% 和 29.98%。其中，贝因美受益于中小企业出清，国产婴幼儿奶粉市场格局改善，以及米粉、母婴用品类业务的增长贡献，叠加上游成本下降改善利润，利润规模基数不高，业绩表现相对亮眼；一鸣食品由加盟开店为主带来营收增长，后续来自于茶饮市场的竞争压力可能影响区域市场扩张进程；海融科技 24 年奶油业务营收 10.08 亿元，同比增长 16.25%，量增贡献较大，直销渠道营收 2.10 亿元，同比增长 65.37%，to b 端茶饮、餐饮客户开拓顺利。

龙头企业减负前行，经营相对谨慎。伊利股份 24 年液体乳和冷饮业务收入同比减少超 10%，但高端低温奶收入同比增长超 30%，产品结构优化与原奶下行支持毛利率改善，除计提澳优的商誉减值准备的影响外，业绩增长基本符合市场预期。25Q1 减负前行，伴随低温奶、奶粉等子品牌产品的布局推完善，业绩改善明显。

区域乳企对于新业务/渠道/产品的推动进程不一。新乳业、妙可蓝多、三元股份 24 年营收略减，但把握成本红利和产品结构升级实现了利润增长，24 年-25Q1 实现较快的利润增长。其中，新乳业在低温奶赛道和电商渠道、妙可蓝多在奶酪业务和零食量贩渠道的增长比较亮眼，三元股份借力胖东来向京外市场扩张，固态奶（奶酪、奶粉）产品营收增速较快。光明乳业、天润乳业仍在调整过程中，除行业需求减少外，因牛犊减值和出售亏损，牧业业务下滑超 40% 造成较大拖累。

总览乳制品行业的业绩表现，可以发现：1、行业增长 25Q1 整体优于 24 年，体现乳品需求有回暖迹象，后续有望伴随终端需求恢复减轻行业营收压力；2、固态（奶油奶酪奶粉）产品销售增速优于液态（酸奶牛奶），差异化（生鲜奶、烘焙原料）产品销售增速优于经典普通款，体现产品结构升级仍有潜力；3、龙头经营彰显韧性，渠道下沉可能加大区域乳企的竞争压力。

表6 乳品上市公司业绩增长情况

证券代码	证券名称	24 年营收 (亿元)	24 年营收同 比 (%)	25Q1 营收 (亿元)	25Q1 营收 同比 (%)	24 年归母 净利 (亿 元)	24 年归母净 利同比 (%)	25Q1 归 母净利 (亿元)	25Q1 归母净 利同比 (%)
	乳制品		-8.03		0.15		-42.46		20.92
600887.SH	伊利股份	1,157.80	-8.24	330.18	1.35	84.53	-40.04	48.74	24.19
600597.SH	光明乳业	242.78	-8.33	63.68	-0.76	7.22	-67.48	1.41	2.45
002946.SZ	新乳业	106.65	-2.93	26.25	0.42	5.38	24.47	1.33	40.35
600429.SH	三元股份	70.12	-10.73	16.47	-19.45	0.55	934.19	0.88	22.57
600882.SH	妙可蓝多	48.44	-8.99	12.33	6.26	1.14	554.27	0.82	110.23
600419.SH	天润乳业	28.04	3.33	6.25	-2.50	0.44	-45.78	-0.73	-104.54
002570.SZ	贝因美	27.73	9.70	7.28	1.01	1.03	334.44	0.43	98.26
605179.SH	一鸣食品	27.51	4.09	6.54	1.75	0.29	21.77	0.13	47.37
605300.SH	佳禾食品	23.11	-18.68	5.71	5.46	0.84	-68.49	0.04	-99.46
002329.SZ	皇氏集团	20.46	-29.21	4.46	-6.90	-6.81	-231.90	0.06	136.46
002732.SZ	燕塘乳业	17.32	-11.18	3.34	-11.81	1.03	-30.17	0.09	-46.66
605388.SH	均瑶健康	14.58	-10.77	4.01	1.41	-0.29	-287.62	0.11	-70.46
832786.BJ	骑士乳业	12.97	3.22	3.70	55.88	-0.08	-45.73	0.11	-80.31
300915.SZ	海融科技	10.87	13.89	2.40	-5.58	1.11	29.98	0.07	-85.78
300106.SZ	西部牧业	9.38	-16.46	1.87	-20.87	-1.19	-85.75	-0.10	-178.85
002910.SZ	庄园牧场	8.90	-6.87	2.10	-6.61	-1.66	-70.59	-0.26	37.62
300892.SZ	品渥食品	8.76	-21.98	1.77	-15.10	0.07	101.88	0.06	176.62
300898.SZ	熊猫乳品	7.64	-19.29	1.70	-8.27	1.03	-1.33	0.14	-53.12
001318.SZ	阳光乳业	5.19	-8.86	1.05	-3.62	1.15	2.88	0.22	-0.58

数据来源：iFinD，联储证券研究院

注：公司名称标红为 24 年营收、利润双增项，名称标底色为 25Q1 营收、利润双增项，数据标底色为 25Q1 实现正增项。

8. 投资建议与风险提示

投资建议：消费刺激政策值得期待，食品饮料消费结构升级仍具潜力，需求恢复与结构调整后有望“年胜一年”。建议关注：

- ① 白酒：战略性投资地位相对减弱，但有望在顺周期、高毛利、控货管理加强背景下的实现估值修复，后续行业发展的关键是需求培育，高端白酒业绩增长确定性相对较强，卡位中档价格带的区域龙头或有亮眼表现；
- ② 调味品：可关注餐饮恢复和连锁化加快带来龙头公司的市场集中度提升机会，功能性、复合性产品的研发和销售已显示出增长潜力，结构升级正在进行中；
- ③ 乳品：强内需刺激（生育鼓励与健康意识提升）和厚利润安全垫（原奶价格低位）双重驱动，有望迎来品类升级带来的国产替代和需求扩容机会，常温奶需求下滑和龙头低温奶、固体乳制品的下沉可能给部分区域乳企造成一定压力；
- ④ 软饮料：全渠道和多元化布局胜率较大，强者恒强，传统饮料企业有望在产品和渠道结构转型完成后，迎来逆境反转机会；
- ⑤ 啤酒：销售量价承压，但 24 年库存去化，25Q1 业绩改善明显，关注国产替代环境下的新品突围和结构性升级（低度化、风味化）进程；
- ⑥ 休闲食品：渠道扩张带来的收入增速或将放缓，平台型企业的供应链优势凸显，关注规模扩张后的利润增长情况；生产型企业的产品矩阵逐步完善，关注新增

渠道营收增速和新品迭代进展。

风险提示：消费刺激政策不及预期的风险；食品安全风险；国内需求收缩风险；全球贸易脱钩与地缘政治等风险。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000