

超配（维持）

结构分化，聚焦景气

食品饮料行业 2025 年中期投资策略

2025 年 6 月 13 日

投资要点：

分析师：黄冬祎

SAC 执业证书编号：

S0340523020001

电话：0769-22119410

邮箱：

huangdongyi@dgzq.com.cn

食品饮料（申万）指数走势



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

相关报告

- **食品饮料行业今年1-5月跑赢沪深300指数。**2025年1-5月份（截至2025年5月31日），SW食品饮料行业指数整体下跌1.52%，涨幅在所有申万一级行业指数中居第二十一位，跑赢同期沪深300指数约0.89个百分点。细分板块中，多数细分板块跑赢同期沪深300指数。
- **维持对行业的超配评级。白酒板块：**近期，受外部市场环境、需求弱复苏、政策强化等因素影响，板块波动较大。从白酒企业公布的业绩来看，板块内部呈现分化。政策面来看，5月18日，新华社发布了中共中央、国务院印发的修订后的《党政机关厉行节约反对浪费条例》。该《条例》是对2013年11月印发的《党政机关厉行节约反对浪费条例》进行了修订。在公务接待中，新增“工作餐不得提供高档菜肴，不得提供香烟，不上酒。”该条例对白酒市场产生一定扰动。预计白酒今年以消化库存为主，部分酒企动销仍面临一定压力，后续需持续跟踪动销、库存等指标，中长期需要进一步结合经济复苏进度等情况进行判断。标的方面，建议关注高端白酒贵州茅台（600519）、五粮液（000858）等，次高端白酒与区域白酒可关注动销表现较好的山西汾酒（600809）、古井贡酒（000596）等。**大众品板块：**大众品板块业绩表现延续分化态势。在消费积极定调背景下，叠加部分地区出台消费券，存在边际改善预期、高成长、高性价比等板块可重点关注。当前时点，建议关注三大主线：一是存在边际改善预期的餐饮链板块，如啤酒、调味品板块等。二是关注高成长、高景气的板块，如零食板块等。三是关注有生育政策催化的板块，如乳品龙头等。此外，新消费相关板块近期热度较高，后续持续关注市场需求、渠道渗透等指标。标的方面，可重点关注青岛啤酒（600600）、海天味业（603288）、盐津铺子（002847）、伊利股份（600887）等。
- **风险提示：**原材料价格波动，产品提价不及预期，渠道开展不及预期，行业竞争加剧风险，食品安全风险，宏观经济波动风险等。

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 2025 年 1-5 月食品饮料行业市场走势	5
1.1 食品饮料行业跑赢沪深 300 指数	5
1.2 行业估值回落	6
2. 消费政策定调积极	6
3. 白酒板块：需求平淡，内部延续分化	8
3.1 白酒动销平淡，内部延续分化	8
3.2 酒企控货挺价	8
3.3 酒企多措并举，提振市场信心	10
3.4 酒企经营目标务实理性	12
3.5 政务用酒强化，市场结构性分化	13
3.6 业绩表现分化	13
4. 啤酒板块：稳健开局，期待边际改善	14
4.1 啤酒 2024 年需求弱复苏，期待 2025 年边际改善	14
4.2 啤酒高端化系行业未来发展趋势之一	15
4.3 酒企成本节奏相对温和	16
4.4 重视分红，积极反馈投资者	16
4.5 2025Q1 多数酒企实现开门红	17
5. 调味品板块：餐饮复苏有望带动调味品需求增长	18
5.1 餐饮复苏有望带动调味品需求增长	18
5.2 我国调味品市场集中度有较大的提升空间	19
5.3 调味品企业成本整体可控	20
5.4 调味品板块 2025Q1 表现平稳	21
6. 乳品板块：生育政策提振需求，原奶供需结构有望改善	22
6.1 原奶供需结构有望改善	22
6.2 龙头企业竞争优势凸显	23
6.3 2025Q1 乳品板块营收微增，龙头率先调整	24
7. 零食板块：多渠道多品类渗透，打造市场竞争力	25
7.1 我国休闲零食行业市场规模稳步增长	25
7.2 多渠道渗透，提高品牌影响力	25
7.3 零食板块业绩表现分化	27
8. 投资策略	27
9. 风险提示	28

插图目录

图 1：2025 年 1 月 1 日-5 月 31 日 SW 一级行业涨跌幅 (%)	5
图 2：2025 年 1 月 1 日-5 月 31 日 SW 食品饮料行业子行业涨跌幅 (%)	5
图 3：SW 食品饮料行业 PE (TTM, 剔除负值, 倍)	6
图 4：SW 食品饮料行业相对沪深 300PE (TTM, 剔除负值, 倍)	6
图 5：飞天茅台 2025 年散装批价 (元/瓶)	9
图 6：八代普五批价 (元/瓶)	9
图 7：国窖 1573 批价 (元/瓶)	10

图 8: 2012 年与 2024 年我国白酒消费结构 (%)	13
图 9: 2020-2025Q1SW 白酒板块营业总收入与增速 (亿元, %)	14
图 10: 2020-2025Q1SW 白酒板块归母净利润与增速 (亿元, %)	14
图 11: 重要啤酒公司 2024 年啤酒销量与同比增速 (万千升, %)	14
图 12: 2022 年我国啤酒渠道结构 (%)	15
图 13: 2019-2025 年 4 月啤酒产量当月值 (万千升)	15
图 14: 2022 年我国啤酒渠道结构 (%)	15
图 15: 2022-2030E 我国精酿啤酒市场规模 (亿元)	15
图 16: 大麦全国均价 (元/吨)	16
图 17: 玻璃现货价 (元/平方米)	16
图 18: 铝锭现货价 (元/吨)	16
图 19: 瓦楞纸现货价 (元/吨)	16
图 20: 重要啤酒公司 2020-2024 年分红比例 (%)	16
图 21: 2020-2025Q1SW 啤酒板块营业总收入与增速 (亿元, %)	17
图 22: 2020-2025Q1SW 啤酒板块归母净利润与增速 (亿元, %)	17
图 23: 2014-2023 年我国调味品行业市场规模与增速 (亿元, %)	18
图 24: 2024 年我国调味品各渠道份额占比 (%)	18
图 25: 2019 年至 2025 年 1-4 月单月我国社会消费品零售总额同比增速 (%)	19
图 26: 2019 年至 2025 年 1-4 月单月我国社会消费品零售按消费类型同比增速 (%)	19
图 27: 2020-2024 年我国餐饮连锁化率 (%)	19
图 28: 2023 年中美日调味品市场集中度 CR5 (%)	20
图 29: 大豆生产资料价格 (元/吨)	20
图 30: 豆粕现货价 (元/吨)	20
图 31: 白砂糖现货价格 (元/吨)	21
图 32: 玻璃现货价 (元/平方米)	21
图 33: 2020-2025Q1SW 调味品板块营业总收入与增速 (亿元, %)	21
图 34: 2020-2025Q1SW 调味品板块归母净利润与增速 (亿元, %)	21
图 35: 2021 年-2025 年 4 月我国乳品产量累计值 (万吨)	22
图 36: 生鲜乳平均价 (元/公斤)	23
图 37: 2022 年我国乳制品行业市场竞争格局 (%)	23
图 38: 2020-2025Q1SW 乳品板块营业总收入与增速 (亿元, %)	24
图 39: 2020-2025Q1SW 乳品板块归母净利润与增速 (亿元, %)	24
图 40: 2020-2024 年我国休闲零食行业市场规模与增速 (亿元, %)	25
图 41: 2022 年量贩头部品牌市场份额 (%)	25
图 42: 2023 年量贩头部品牌市场份额 (%)	25
图 43: 2022-2024 年抖音休闲零食销售收入 (亿元)	26
图 44: 2022-2024 线上各渠道份额变化 (%)	26
图 45: 2020-2025Q1SW 零食板块营业总收入与增速 (亿元, %)	27
图 46: 2020-2025Q1SW 零食板块归母净利润与增速 (亿元, %)	27

表格目录

表 1: 2024 年 9 月以来国内出台的重要政策梳理	6
表 2: 2025 年以来重点酒企控货梳理	8
表 3: 2024 年以来重点白酒上市公司回购股份方案	10

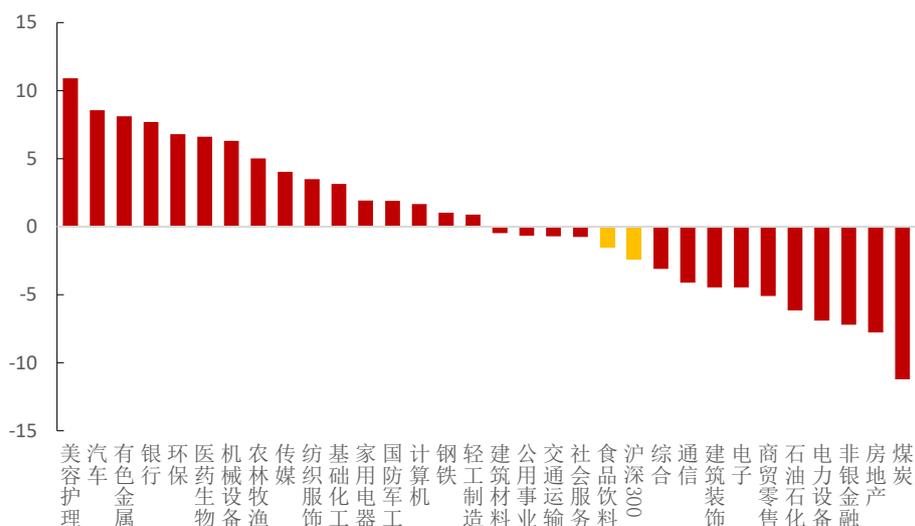
表 4: 2024 年以来重点白酒上市公司股东增持股份公告.....	11
表 5: 部分白酒上市公司发布分红回报规划公告.....	12
表 6: 部分白酒上市公司 2024-2025 年经营目标.....	12
表 7: 乳企重要政策梳理.....	22
表 8: 重点公司盈利预测及投资评级 (2025/6/12)	28

1. 2025 年 1-5 月食品饮料行业市场走势

1.1 食品饮料行业跑赢沪深 300 指数

食品饮料行业跑赢沪深 300 指数。2025 年 1-5 月份（截至 2025 年 5 月 31 日），SW 食品饮料行业指数整体下跌 1.52%，涨幅在所有申万一级行业指数中居第二十一位，跑赢同期沪深 300 指数约 0.89 个百分点。

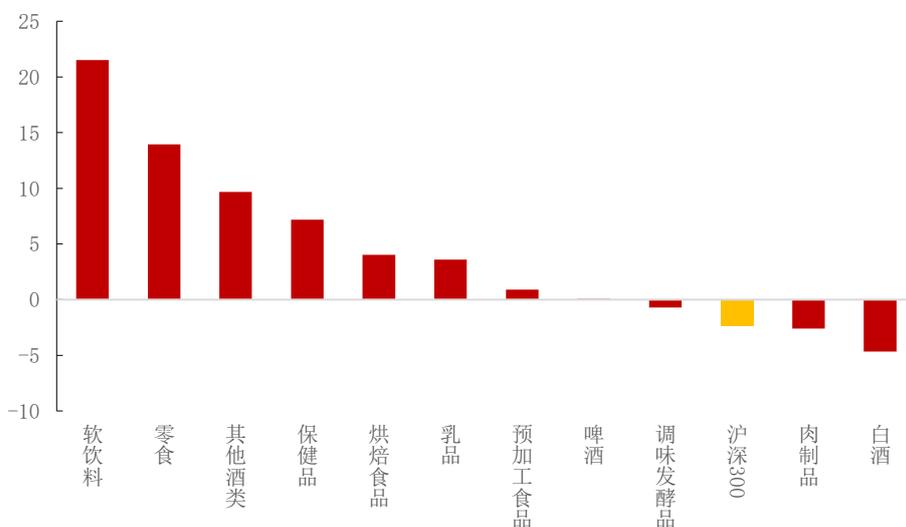
图 1：2025 年 1 月 1 日-5 月 31 日 SW 一级行业涨跌幅（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

多数细分板块跑赢同期沪深 300 指数。细分板块中，肉制品与白酒板块跑输同期沪深 300 指数，其余板块均跑赢同期沪深 300 指数。其中，软饮料板块上涨 21.52%，板块涨幅最大；白酒板块下跌 4.67%，跌幅在细分板块中最大。

图 2：2025 年 1 月 1 日-5 月 31 日 SW 食品饮料行业子行业涨跌幅（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

1.2 行业估值回落

行业估值低于近五年估值中枢。截至 2025 年 5 月 31 日，SW 食品饮料行业整体 PE（TTM，整体法）约 21 倍，低于行业近五年均值水平（34 倍）；相对沪深 300 PE（TTM，整体法）为 1.82 倍，低于行业近五年相对估值中枢（2.80 倍）。

图 3：SW 食品饮料行业 PE（TTM，剔除负值，倍）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 4：SW 食品饮料行业相对沪深 300PE（TTM，剔除负值，倍）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

2. 消费政策定调积极

我国消费政策定调积极。2024 年 9 月 24 日以来，国家重磅政策组合拳出台，一定程度上提振了市场信心。2024 年 12 月中央政治局会议与中央经济工作会议提出“要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。此后，2025 年 2 月国务院常务会议、3 月的政府工作报告均提出要大力提振消费。3 月 16 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，从 8 个方面、30 项重点任务进行了详细部署，旨在大力提振消费，全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿，针对性解决制约消费的突出矛盾问题。在国内消费积极定调的背景下，预计国内后续促消费政策的力度和范围有望加大，消费有望稳步复苏。

表 1：2024 年 9 月以来国内出台的重要政策梳理

时间	事件/文件	内容
2024/9/24	国新办举行新闻发布会，介绍金融支持经济高质量发展有关情况	<p>降低存款准备金率和政策利率。</p> <p>(1) 下调存款准备金率 0.5 个百分点，向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元；在今年年内还将视市场流动性的状况，可能择机进一步下调存款准备金率 0.25 至 0.5 个百分点。</p> <p>(2) 降低中央银行的政策利率，即 7 天期逆回购操作利率下调 0.2 个百分点，从目前的 1.7% 调降至 1.5%，同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差的稳定。</p>

		<p>降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例。</p> <p>(1) 引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在 0.5 个百分点左右。</p> <p>(2) 统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25% 下调到 15%。</p> <p>(3) 将 5 月份人民银行创设的 3000 亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的 60% 提高到 100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。</p> <p>(4) 将年底前到期的经营性物业贷款和“金融 16 条”这两项政策文件延期到 2026 年底。</p>
		<p>创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。</p> <p>(1) 创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，这项政策将大幅提升机构的资金获取能力和股票增持能力。计划首期操作规模 5000 亿元。通过这项工具所获取的资金只能用于投资股票市场。</p> <p>(2) 创设股票回购、增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。首期额度 3000 亿元。</p>
2024/9/26	中央政治局会议	<p>加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。</p>
2024/10/8	国务院新闻办举行新闻发布会，介绍“系统落实一揽子增量政策 扎实推动经济向上结构向优、发展态势持续向好”有关情况	<p>在有效落实存量政策的同时，围绕加大宏观政策逆周期调节、扩大国内有效需求、加大助企帮扶力度、推动房地产市场止跌回稳、提振资本市场等五个方面，加力推出一揽子增量政策，推动经济持续回升向好。</p>
2024/10/17	国新办举行新闻发布会，介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况	<p>四个取消：取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。</p> <p>四个降低：降低住房公积金贷款利率、降低住房贷款的首付比例、降低存量贷款利率、降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。</p> <p>两个增加：新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造、年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿。</p>
2024/11/8	全国人大常委会办公厅举行新闻发布会，介绍增加地方政府债务限额置换存量隐性债务有关政策情况	<p>为贯彻落实党中央决策部署，在压实地方主体责任的基础上，建议增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。为便于操作、尽早发挥政策效用，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施。按此安排，2024 年末地方政府专项债务限额将由 29.52 万亿元增加到 35.52 万亿元。</p>
2024/12/9	中共中央政治局召开会议	<p>明年要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。</p>

2024/12/11-12	中央经济工作会议	实施更加积极有为的宏观政策， 扩大国内需求 ，推动科技创新和产业升级融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。
2025/2/10	国务院常务会议	国务院总理李强 2 月 10 日主持召开国务院常务会议，研究提振消费有关工作。会议指出，提振消费是扩大内需、做大做强国内大循环的重中之重。 要切实转变观念，把提振消费摆到更加突出位置。
2025/3/5	政府工作报告	国务院总理李强 5 日在政府工作报告中介绍今年政府工作任务时提出，大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。促进消费和投资更好结合，加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。
2025/3/16	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》	《行动方案》从 8 个方面、30 项重点任务进行了详细部署，包括城乡居民增收促进行动、消费能力保障支持行动、服务消费提质惠民行动、大宗消费更新升级行动、消费品质提升行动、消费环境改善提升行动、限制措施清理优化行动、完善支持政策等。《行动方案》旨在大力提振消费，全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿，针对性解决制约消费的突出矛盾问题。

资料来源：中国政府网，新华社，东莞证券研究所

3. 白酒板块：需求平淡，内部延续分化

3.1 白酒动销平淡，内部延续分化

白酒端午动销平淡。受“双春年”观念影响，今年五一假期期间，婚宴市场有所回暖。根据微酒数据，今年五一婚宴预订量同比增幅超过 20%。但与此同时，婚宴中白酒消费量同比有所下降，整体呈现量增价减的态势。端午白酒动销符合市场预期，延续了淡季小幅下滑的趋势。一方面主要是目前白酒不是大旺季，并且当下礼赠选择也较为丰富，另一方面系近期政策端对政务用酒约束再次强化，对白酒市场产生一定扰动。

积极关注白酒旺季备货。目前是白酒传统的消费淡季，酒企一般通过控货挺价维持价盘，提升品牌形象。步入三季度后，7-8 月主要通过谢师宴、升学宴等消费场景带动白酒渠道去库存，后续可积极关注中秋旺季备货情况，持续跟踪动销、库存等关键指标。

3.2 酒企控货挺价

酒企控货挺价。考虑到白酒实际需求情况，五粮液、珍酒、洋河等公司在今年春节前对部分产品进行控货，以保证动销良性。春节之后，白酒进入消费淡季，泸州老窖、山西汾酒、洋河股份、今世缘等公司在节后均对部分产品进行控货。酒企通过控制产品的市场投放量，可以在一定程度上缓解供需矛盾，减少经销商压力，为后续白酒旺季消费做准备。

表 2：2025 年以来重点酒企控货梳理

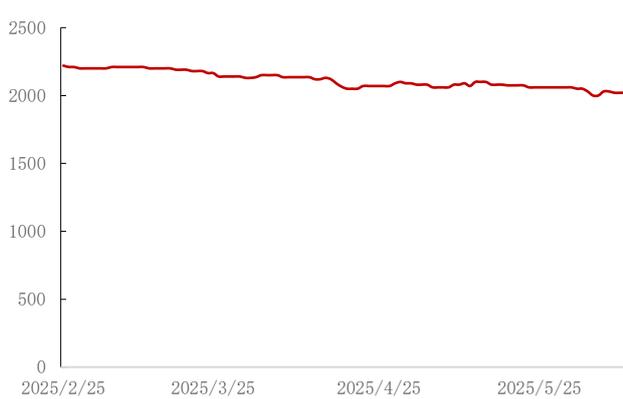
时间	公司名称	控货内容
2025 年春节前	五粮液	2025 年 1 月 9 日，多地第八代五粮液（普五）停止供货
	珍酒	自 2025 年 1 月 10 日起停止接收第三代珍十五（含无奖）产品销售订单
	洋河股份	2025 年 1 月 17 日，洋河下发通知停止接受线上天之蓝与海之蓝的订单及货物供应
2025 年春节后	泸州老窖	2025 年 2 月 19 日，泸州大成浓香酒类销售有限公司发布《关于暂停接收老头曲 500ML 装产品订单与发货的通知》。通知显示，经公司研究决定，即日起暂停接收泸州老窖老头曲 500ML 装产品订单与发货，恢复时间另行通知。
		2025 年 2 月 21 日，泸州老窖怀旧酒类营销有限公司发布通知，表示即日起暂停接收泸州老窖特曲 60 版系列产品订单与发货，恢复时间另行通知。
	今世缘	2025 年 2 月 1 日，暂停接收 42 度 500ML 国缘四开、对开销售订单。
	洋河股份	2025 年 2 月 6 日，洋河连续发布《关于江苏省内暂停接收第六代海之蓝销售订单的通知》和《关于加强对梦之蓝 M6+实施严格配额管控政策的通知》，分别表示，2025 年将推出第七代海之蓝，率先在江苏省内上市，江苏省内暂停接收第六代海之蓝销售订单；对梦之蓝 M6+实施严格的配额管控政策，对于不符合相关要求的市场暂停接收销售订单。
	山西汾酒	2025 年 2 月 17 日，微酒获悉，汾酒青花 20、老白汾酒 10 两款产品已在多地停止供货，未来将全部升级为五码合一的新版产品。资料显示，新版青花 20、老白汾 10 都是于 2024 年 6 月份推出的，加入了五码合一功能。
	习酒	2025 年 2 月 20 日，习酒销售公司于当日发布通知，根据窖藏系列产品销售规划，经研究决定，自 2025 年 2 月 28 日 17:00 起，停止接收 53° 习酒·窖藏 1988(2020) 500mlx6 产品订单。
	酒鬼酒	自 2025 年 3 月 1 日起，52 度 500mL 酒鬼酒（透明装）（鉴赏）、42 度 500mL（透明装）（鉴赏）全国市场暂停接收订单。
郎酒	2025 年 3 月 12 日，郎酒宣布红运郎即日起停止发货，2025 年市场控量投放 300 吨。	

资料来源：微酒，东莞证券研究所

批价近期出现波动。今日酒价数据显示，6 月 10 日，2025 年散瓶飞天批价为 2020 元/瓶，较 6 月 1 日下降 30 元/瓶。普五批价为 940 元/瓶，国窖 1573 批价为 845 元/瓶，较 6 月 1 日下降 10 元/瓶。近期白酒批价出现波动，主要是今年以来白酒需求疲软，叠加 618 线上平台活动冲击，以及政策端对政务接待白酒进行限制。批价后续主要结合需求、经销商信心等情况进行判断。

图 5：飞天茅台 2025 年散装批价（元/瓶）

图 6：八代普五批价（元/瓶）

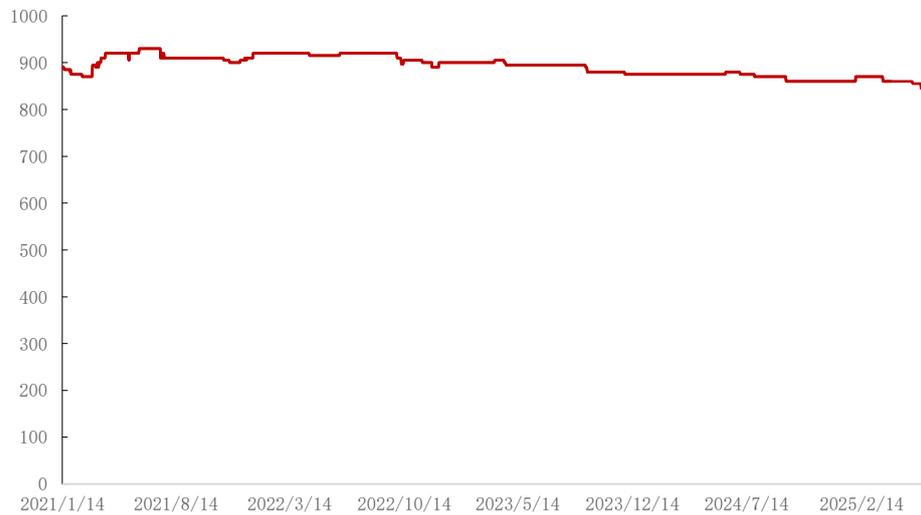


数据来源：今日酒价，东莞证券研究所



数据来源：今日酒价，东莞证券研究所

图 7：国窖 1573 批价（元/瓶）



数据来源：今日酒价，东莞证券研究所

3.3 酒企多措并举，提振市场信心

酒企回购与增持股份，提振市场信心。此前，贵州茅台、舍得酒业等公司出台了回购股份方案，用于减少注册资本，或用于公司的员工持股计划或股权激励，以完善公司内部激励机制。此外，五粮液、泸州老窖、山西汾酒、今世缘等公司的控股股东基于对公司未来持续稳定发展的信心以及对公司价值的认可，表示增持公司股份，以提高投资者信心，提升品牌影响力。

表 3：2024 年以来重点白酒上市公司回购股份方案

公司名称	公告时间	回购主要内容
贵州茅台	2024/9/21	拟以集中竞价方式回购不低于人民币 30 亿元（含）且不超过人民币 60 亿元（含），用于注销并减少公司注册资本。回购股份价格不超过 1795.78 元/股（含）。回购股份期限自公司股东大会审议通过回购方案之日起 12 个月内。

水井坊	2024/2/22	拟以集中竞价方式回购股份资金总额不低于人民币 7500 万元（含）且不超过人民币 15000 万元（含），用于实施员工持股计划或股权激励。回购价格不超过人民币 75.00 元/股（含）。回购股份的期限为自董事会审议通过本次回购股份方案之日起不超过 12 个月。
舍得酒业	2024/10/29	拟以集中竞价方式回购不低于人民币 1 亿元（含）且不超过人民币 2 亿元（含），用于公司的员工持股计划或股权激励。回购价格不超过人民币 91.00 元/股（含）。回购期限自公司董事会审议通过本次回购股份方案之日起不超过 6 个月。
金徽酒	2024/3/16	拟以集中竞价方式回购股份的资金总额不低于人民币 1 亿元（含），不超过人民币 2 亿元（含），用于实施员工持股计划或股权激励。回购股份价格不超过人民币 28.00 元/股（含）。回购期限自公司董事会审议通过本次回购方案之日起 12 个月内。

资料来源：贵州茅台关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告，舍得酒业关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告，水井坊关于以集中竞价交易方式回购公司股份的回购报告书，金徽酒关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告，东莞证券研究所

表 4：2024 年以来重点白酒上市公司股东增持股份公告

公司名称	公告时间	增持主要内容
顺鑫农业	2024/2/6	顺鑫控股计划自 2024 年 2 月 2 日起 6 个月内，通过深圳证券交易所交易系统增持公司股份，增持金额不低于人民币 1 亿元，不超过人民币 2 亿元（含 2024 年 2 月 2 日至 2 月 5 日增持金额），本次增持不设定价格区间。
金种子酒	2024/2/22	公司董事、总经理何秀侠女士和副总经理刘辅弼先生拟于 2024 年 2 月 22 日起 6 个月内，通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易的方式各增持公司股份 2 万股。
山西汾酒	2024/3/11	控股股东山西杏花村汾酒集团有限责任公司计划自本公告披露之日起 6 个月内，使用自有资金通过集中竞价交易方式增持公司股份，增持金额不低于人民币 1 亿元、不超过人民币 2 亿元，增持股份数量以实际交易情况为准。
金徽酒	2024/11/22	公司控股股东甘肃亚特投资集团有限公司计划自本公告披露之日起 6 个月内，通过集中竞价交易或大宗交易方式增持公司股份。本次增持资金总额不低于人民币 5000 万元，不超过人民币 1 亿元。
今世缘	2024/12/31	公司控股股东今世缘集团拟以 2.7 亿元—5.4 亿元增持公司股份，增持价格不超过 46 元/股（含本数），增持计划的实施期限自公告之日起 12 个月内。
泸州老窖	2025/3/14	公司控股股东泸州老窖集团有限责任公司计划自本公告披露之日起的 6 个月内，以增持专项贷款及自有资金通过集中竞价交易的方式增持公司股份，增持金额不低于 1.5 亿元，不超过 3 亿元。
皇台酒业	2025/4/8	公司控股股东甘肃盛达集团有限公司基于对公司未来持续稳定发展的信心和长期投资价值的认可，增强投资者信心，计划自本公告之日起 6 个月内，通过二级市场竞价交易方式增持公司股份。本次计划增持总金额不少于人民币 6000 万元，不超过人民币 1.2 亿元。
五粮液	2025/4/9	五粮液集团公司计划自本公告之日起 6 个月内通过深圳证券交易所交易系统增持公司股票，拟增持金额不低于 5 亿元，不超过 10 亿元。

资料来源：关于四川省宜宾五粮液集团有限公司增持公司股票计划的公告，泸州老窖关于控股股东以增持专项贷款和自有资金增持公司股份计划的公告，山西汾酒关于控股股东增持公司股份计划暨推动公司“提质增效重回报”的公告，今世缘关于控股股东增持公司股份计划的公告，顺鑫农业关于控股股东增持公司股份及后续增持计划的公告，金种子酒关于董

事、高级管理人员增持股份计划暨公司“提质增效重回报”行动方案的公告，金徽酒股份有限公司关于控股股东增持公司股份计划的公告，皇台酒业关于控股股东拟增持公司股份计划的公告，东莞证券研究所

多家白酒公司已发布分红回报规划，积极反馈投资者。贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份等公司已发布分红回报规划。白酒公司发布分红方案，一方面彰显了公司对自身经营发展的信心，另一方面积极反馈投资者，重视股东回报，有利于提升市场信心。

表 5：部分白酒上市公司发布分红回报规划公告

公司名称	公告时间	主要内容
贵州茅台	2024/8/9	2024—2026 年度，公司每年度分配的现金红利总额不低于当年实现归属于上市公司股东的净利润的 75%，每年度的现金分红分两次（年度和中期分红）实施。
五粮液	2024/10/31	2024-2026 年度，公司每年度现金分红总额占当年归母净利润的比例不低于 70%，且不低于 200 亿元（含税）；公司每年度的现金分红可分一次或多次（即年度分红、中期分红、特殊分红）实施。
泸州老窖	2025/4/28	2024-2026 年度，公司每年度现金分红总额占当年归属于上市公司股东净利润的比例分别不低于 65%、70%、75%，且均不低于人民币 85 亿元（含税）。具体的年度现金分红方案由公司董事会拟定，经公司股东大会审议通过后实施。原则上公司每年度可以进行两次现金分红。
洋河股份	2024/8/30	2024 年度-2026 年度，公司每年度的现金分红总额不低于当年实现归属于上市公司股东净利润的 70%且不低于人民币 70 亿元（含税）。
口子窖	2024/7/13	公司计划未来三年以现金形式分配的利润不少于当年实现可供分配利润的 30%，保证投资者的合理投资回报。
金徽酒	2024/3/16	公司在当年盈利且累计未分配利润为正，现金流满足正常生产经营和未来发展的前提下，在足额预留法定公积金、盈余公积金以后，以现金形式分配的利润不少于当年实现可供分配利润的 30%。

资料来源：贵州茅台关于 2024—2026 年度现金分红回报规划的公告，五粮液关于 2024-2026 年度股东回报规划的公告，泸州老窖关于 2024-2026 年度股东分红回报规划的公告，洋河股份关于现金分红回报规划（2024 年度-2026 年度）的公告，口子窖 2024 年度“提质增效重回报”行动方案公告，金徽酒未来三年（2024-2026）股东分红回报规划，东莞证券研究所

3.4 酒企经营目标务实理性

酒企经营目标务实理性。今年以来白酒需求延续弱复苏，酒企根据实际情况制定经营目标，整体目标更加务实。其中，茅台、五粮液等公司 2025 年经营目标均理性降速，部分白酒企业今年未制定明确的目标指引，采取更为灵活的策略应对市场变化。

表 6：部分白酒上市公司 2024-2025 年经营目标

公司名称	2025 年经营目标	2024 年经营目标
贵州茅台	实现营业总收入较上年度增长 9%左右，并同步完成固定资产投资 47.11 亿元	营业总收入同比增长 15%左右，完成固定资产投资 61.79 亿元
五粮液	将推动营业总收入与宏观经济指标保持一致	营业总收入双位数增长
泸州老窖	全年营业收入稳中求进	营业收入同比增长不低于 15%
山西汾酒	全年营业收入继续保持稳健增长态势	营业收入同比增长 20%左右
水井坊	—	主营业务收入和净利润均保持增长

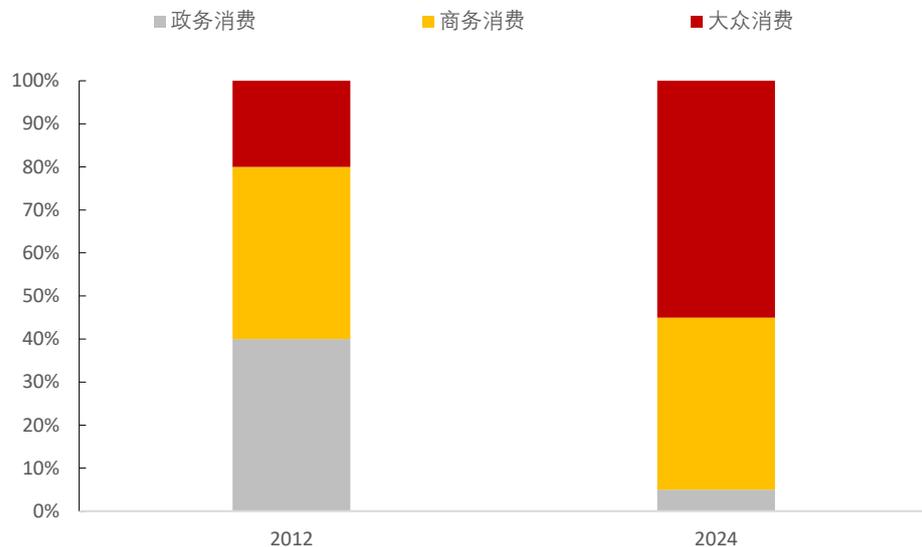
洋河股份	—	营业收入同比增长 5%-10%
今世缘	总营业收入同比增长 5%-12%，净利润增幅略低于收入增幅	总营收 122 亿元左右，净利润 37 亿元左右
古井贡酒	营业总收入较上年度实现稳健增长	总营收 122 亿元左右，净利润 37 亿元左右
金徽酒	实现营业收入 32.80 亿元、净利润 4.08 亿元	营业收入 30.00 亿元、净利润 4.00 亿元
伊力特	力争实现营业收入 23 亿元（合并报表），实现利润总额 4.05 亿元（合并报表）	营业收入 28 亿元（合并报表）；实现利润总额 4.95 亿元（合并报表）
老白干酒	计划实现营业收入 54.7 亿元，营业成本控制在 18.26 亿元以内	实现营业收入 57.8 亿元

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

3.5 政务用酒强化，市场结构性分化

政务用酒强化，市场结构性分化。5月18日，新华社发布了中共中央、国务院印发的修订后的《党政机关厉行节约反对浪费条例》。该《条例》是对2013年11月印发的《党政机关厉行节约反对浪费条例》进行了修订。在公务接待中，新增“工作餐不得提供高档菜肴，不得提供香烟，不上酒”。从白酒消费结构来看，2012年白酒政务消费占比约40%。在限制三公消费之后，白酒需求短期受到剧烈冲击，并迅速进入了深度调整期。目前，白酒政务消费占比已降到5%左右，大众消费占比最高。因此，与2013年相比，此次修订虽对白酒政务消费需求产生冲击，但由于目前政务消费占比较小，预计本次冲击幅度小于2013年，白酒市场结构或进一步分化。

图 8：2012 年与 2024 年我国白酒消费结构（%）



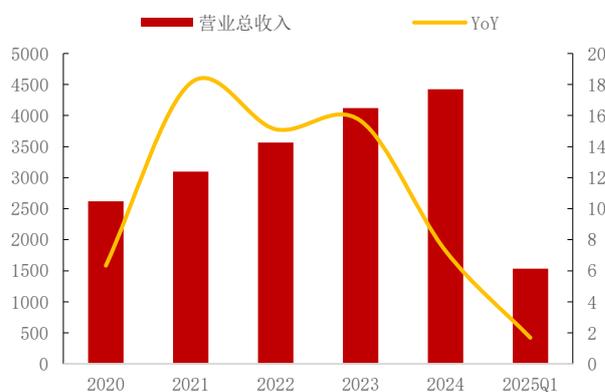
数据来源：酒业财经，东莞证券研究所

3.6 业绩表现分化

白酒业绩表现分化。2024年白酒业绩整体降速，部分酒企去年四季度主动控货去库存，全年业绩呈现前高后低的态势。今年一季度，白酒动销仍面临一定的压力，业绩实现低个位数的增长。2025Q1，白酒板块实现营业总收入 1534.2 亿元，同比增长 1.7%；实现归母净利润 633.9 亿元，同比增长 2.3%。分价格带来看，高端白酒业绩表现稳

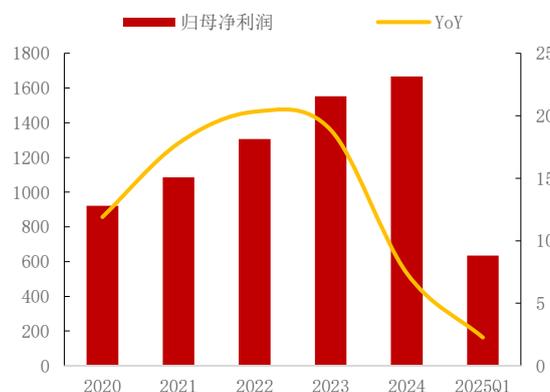
健。贵州茅台今年一季度业绩双位数增长，实现开门红。次高端白酒商务宴席弱复苏，部分酒企的业绩持续承压，区域白酒内部分化进一步加剧。结合目前实际情况，预计白酒今年以消化库存为主，部分酒企动销仍有一定的压力。

图 9：2020-2025Q1SW 白酒板块营业总收入与增速(亿元，%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 10：2020-2025Q1SW 白酒板块归母净利润与增速(亿元，%)



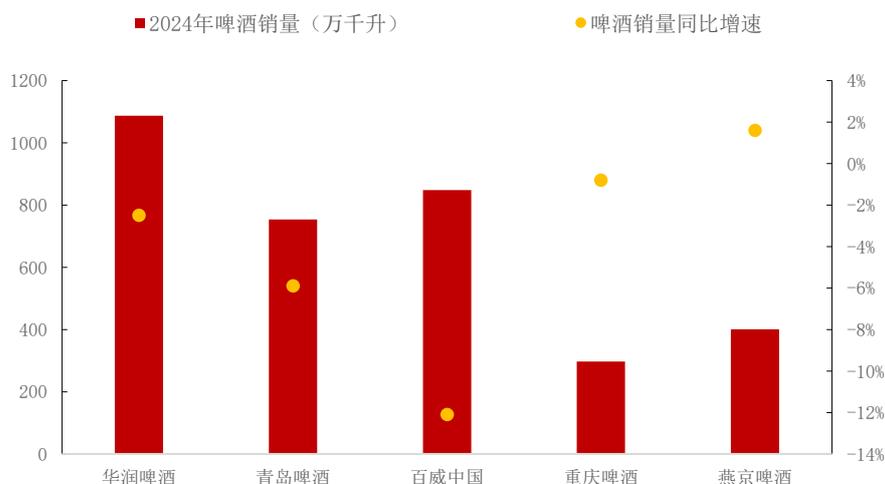
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

4. 啤酒板块：稳健开局，期待边际改善

4.1 啤酒 2024 年需求弱复苏，期待 2025 年边际改善

啤酒 2024 年销量承压。受需求弱复苏、雨水天气等因素影响，啤酒 2024 年销量承压。从重点公司公布的数据来看，仅燕京啤酒 2024 年销量同比实现单个位数的增长，青岛啤酒、华润啤酒等公司销量同比均出现不同程度的下滑。

图 11：重要啤酒公司 2024 年啤酒销量与同比增速（万千升，%）

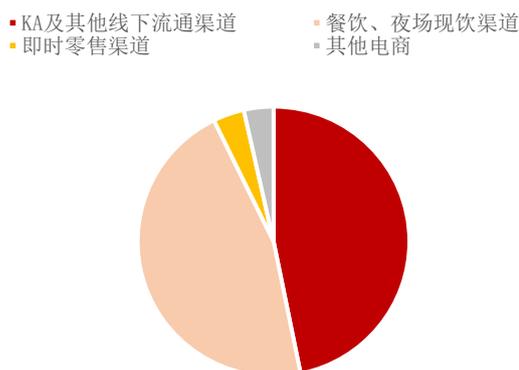


数据来源：上图中所示公司 2024 年年报，东莞证券研究所

期待啤酒需求边际改善。今年 1-2 月系啤酒消费淡季，行业积极消化库存。3 月以来，进入低基数阶段，叠加部分地区出台消费券，带动餐饮等场景恢复，龙头啤酒需求实

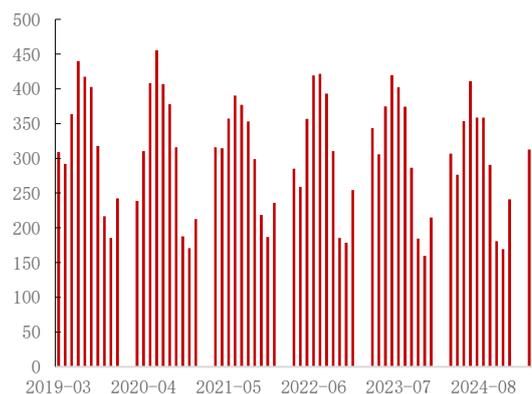
现一定增长。根据国家统计局数据，2025 年 4 月，我国规模以上企业啤酒产量 289.60 万千升，同比增长 4.8%。从啤酒渠道结构看，2022 年啤酒在餐饮夜场现饮渠道的占比为 46.0%，餐饮复苏回暖有望带动啤酒餐饮端需求增加。此外，华润、重庆啤酒等公司加大非现饮渠道布局，积极发展 C 端。目前，国内消费政策定调积极，叠加迎来啤酒消费旺季，啤酒销量或迎边际改善。

图 12：2022 年我国啤酒渠道结构（%）



数据来源：中国酒业协会，知萌咨询，东莞证券研究所

图 13：2019-2025 年 4 月啤酒产量当月值（万千升）

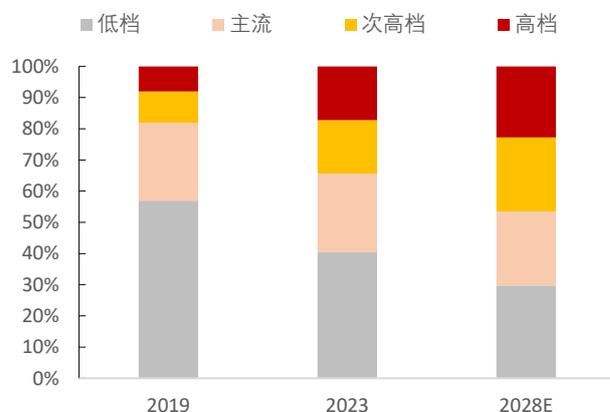


数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

4.2 啤酒高端化系行业未来发展趋势之一

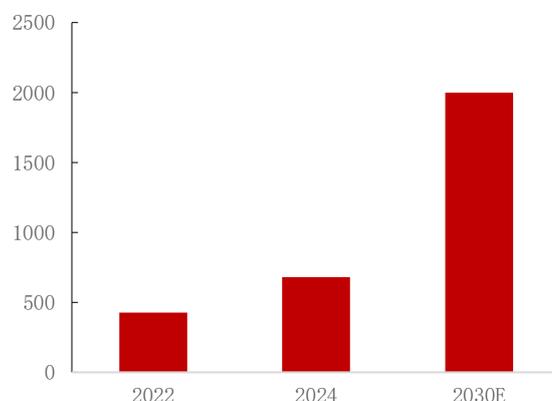
啤酒高端化系行业未来发展趋势之一。随着消费者对啤酒品质的要求进一步提高，近几年次高档和高档啤酒占比呈上升态势，啤酒高端化系行业未来发展趋势之一。以精酿啤酒为例，根据中研普华研究院数据显示，2022-2024 年，我国精酿啤酒市场规模从 428 亿元增加到 680 亿元，年均复合增速为 26.05%。预计到 2030 年，我国精酿啤酒市场规模有望达到 2000 亿元。

图 14：2022 年我国啤酒渠道结构（%）



数据来源：嘉世咨询，东莞证券研究所

图 15：2022-2030E 我国精酿啤酒市场规模（亿元）

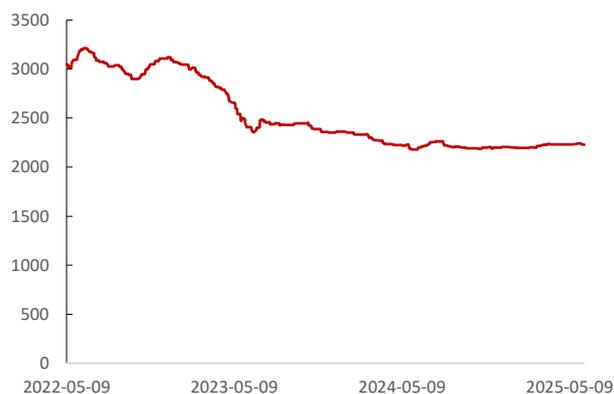


数据来源：中研普华研究院，东莞证券研究所

4.3 酒企成本节奏相对温和

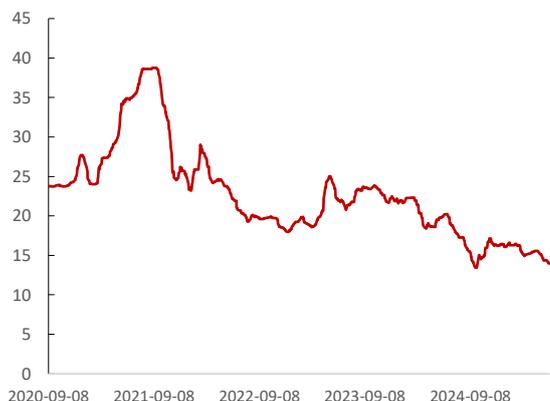
预计啤酒企业成本节奏相对温和。2024 年以来大麦等原材料价格呈下降态势。一般来说，酒企在去年年底至今年年初锁定今年大麦的成本价格，并且我国啤酒企业从美国进口大麦的依赖度较低，预计酒企成本节奏相对温和。

图 16：大麦全国均价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 17：玻璃现货价（元/平方米）



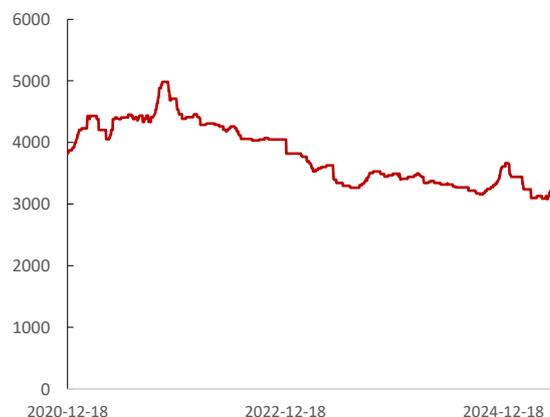
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 18：铝锭现货价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 19：瓦楞纸现货价（元/吨）

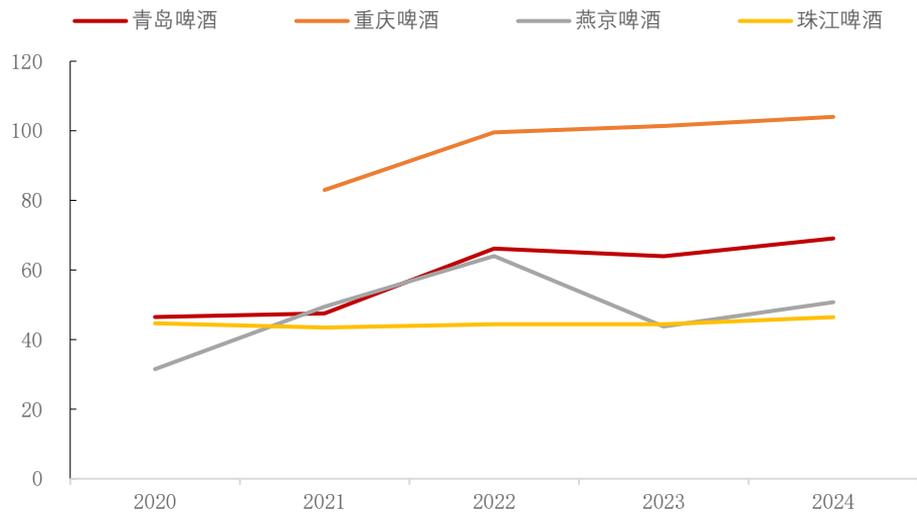


数据来源：同花顺，东莞证券研究所

4.4 重视分红，积极反馈投资者

酒企重视分红，积极反馈投资者。随着啤酒行业竞争格局逐渐稳定以及头部企业市场份额进一步集中，啤酒企业在提升产品品质、拓展销售渠道、推进品牌高端化进程的同时，亦通过分红方式积极反馈投资者，青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒等公司近五年分红比例总体均呈增长态势。

图 20：重要啤酒公司 2020-2024 年分红比例（%）

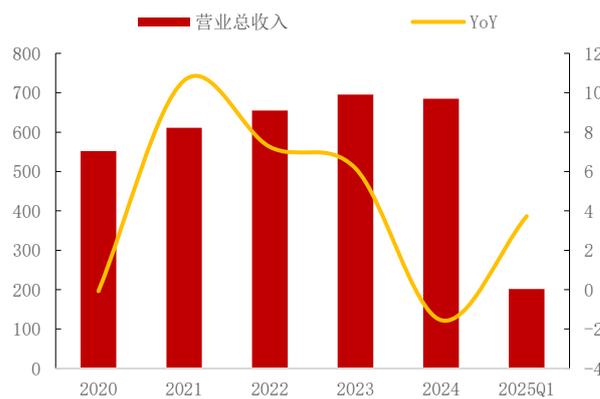


数据来源：同花顺，东莞证券研究所

4.5 2025Q1 多数酒企实现开门红

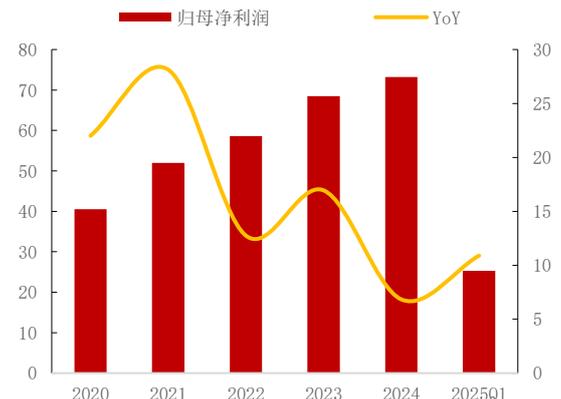
2025Q1 多数酒企实现开门红。受需求、天气等因素影响，2024 年啤酒销量承压。单季度看，去年四季度多数啤酒企业主动去库存，库存水平已处在相对较低水平，今年啤酒企业轻装上阵。在国内消费定调积极，叠加部分地区发放消费券等催化下，餐饮等消费场景复苏回暖，啤酒动销表现良性，青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒等公司开局良好。目前迎来啤酒消费旺季，啤酒销量或迎边际改善。

图 21：2020-2025Q1SW 啤酒板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 22：2020-2025Q1SW 啤酒板块归母净利润与增速（亿元，%）



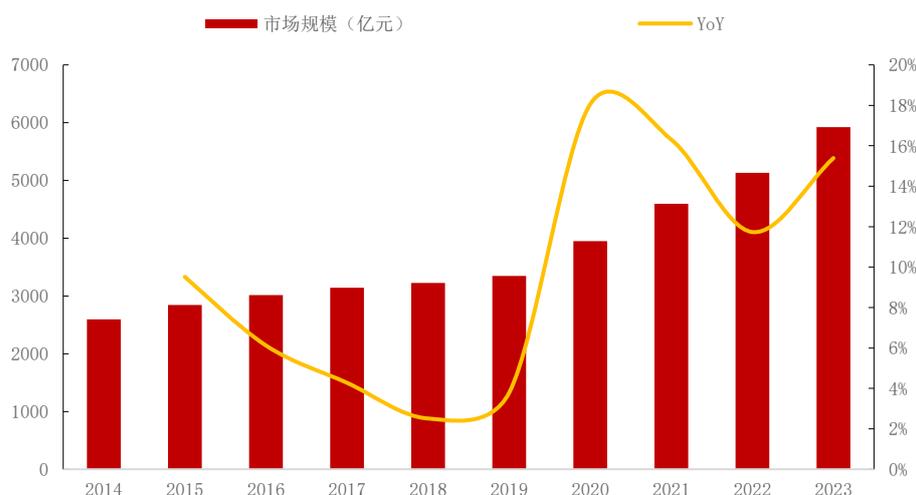
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

5. 调味品板块：餐饮复苏有望带动调味品需求增长

5.1 餐饮复苏有望带动调味品需求增长

我国调味品行业市场规模稳步扩张。作为生活必需品，调味品行业具有典型的“小产品、大市场”的特点，近几年我国调味品行业市场规模稳步扩张。2014-2023 年，我国调味品行业的市场规模从 2595 亿元增加至 5923 亿元，年均复合增速为 9.6%。

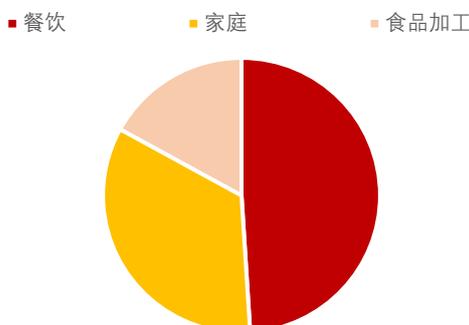
图 23：2014-2023 年我国调味品行业市场规模与增速（亿元，%）



数据来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

我国调味品需求结构以餐饮为主。目前，我国调味品的消费渠道包括餐饮、家庭与食品加工。其中，餐饮端的消费占比最大，约为 50%。家庭端与食品加工渠道占比分别为 30%与 20%左右。为追求食物口味的最佳效果，调味品在餐饮端的人均摄入量整体高于家庭端。

图 24：2024 年我国调味品各渠道份额占比 (%)

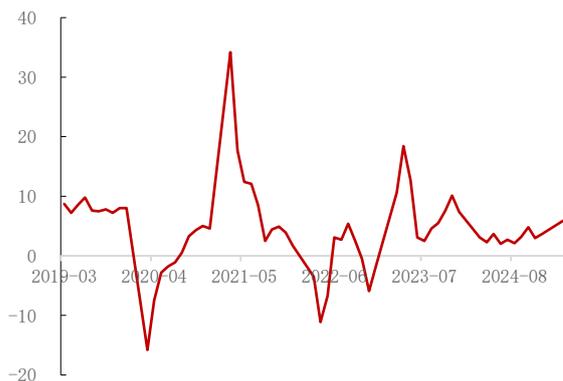


数据来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

餐饮复苏有望带动调味品需求增长。今年以来，我国消费稳步复苏。根据国家统计局数据，4 月我国社零总额 3.72 万亿元，同比增长 5.1%。按消费类型划分，4 月我国商品零售额 3.30 万亿元，同比增长 5.1%；餐饮收入 4167 亿元，增长 5.2%。从调味品

企业来看，部分调味品企业在去年三季度以来，积极去库存并且进行内部改革，部分产品动销出现好转。考虑到今年春节时间较早，渠道备货时间提前至去年年末，对应今年春节调味品动销表现平稳，龙头海天开局良性。由于调味品的消费渠道在餐饮端占比较高，在国内消费政策定调积极，叠加部分地区发放消费券的背景下，预计餐饮复苏将带动调味品需求增加。

图 25：2019 年至 2025 年 1-4 月单月我国社会消费品零售总额同比增速 (%)



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

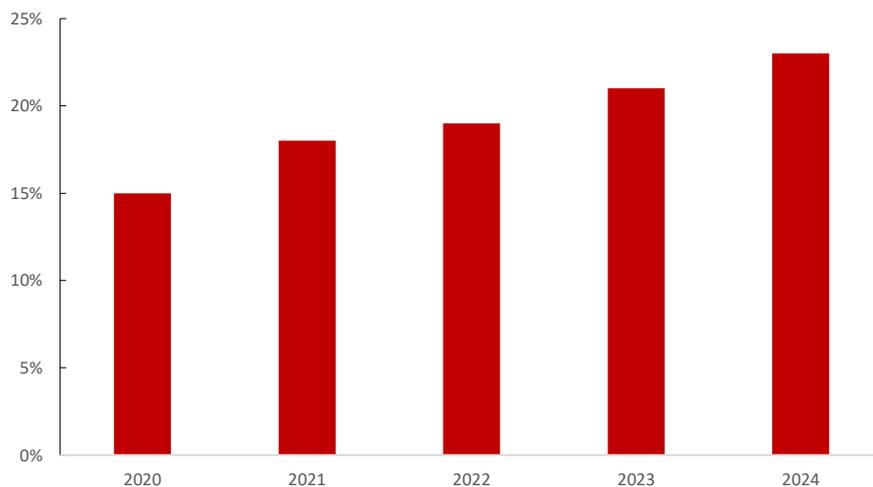
图 26：2019 年至 2025 年 1-4 月单月我国社会消费品零售按消费类型同比增速 (%)



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

餐饮连锁化率提高，增加调味品需求。近几年，我国餐饮连锁化率稳步提升。根据亿欧智库数据显示，我国餐饮连锁化率从 2020 年的 15% 提升至 2024 年的 23%。连锁餐饮企业不断扩大门店，将带动调味品需求增加。

图 27：2020-2024 年我国餐饮连锁化率 (%)



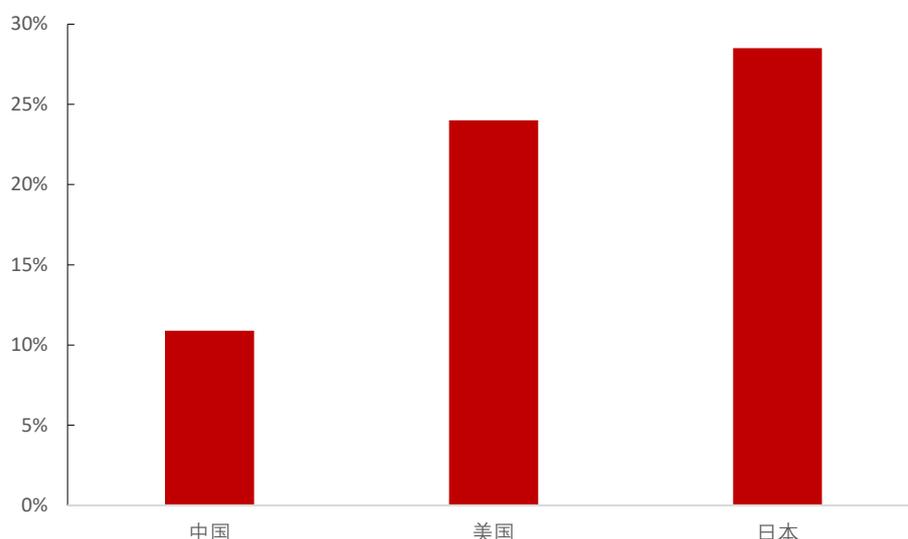
数据来源：亿欧智库，东莞证券研究所

5.2 我国调味品市场集中度有较大的提升空间

我国调味品市场集中度较低，龙头企业市场份额有较大提升空间。从集中度来看，以 2023 年收入计，中国调味品行业前五大企业市场份额集中度为 10.9%，低于美国的 24.0% 和日本的 28.5%。在调味品产品逐步向便捷化、健康化等方向发展，叠加国内市

场区域下沉、国际市场需求扩容等背景下，我国调味品龙头企业市场份额有较大的提升空间。与此同时，餐饮连锁化对调味品的品质有较高的要求，进而有望加大优质调味品企业的市场份额。

图 28：2023 年中美日调味品市场集中度 CR5 (%)

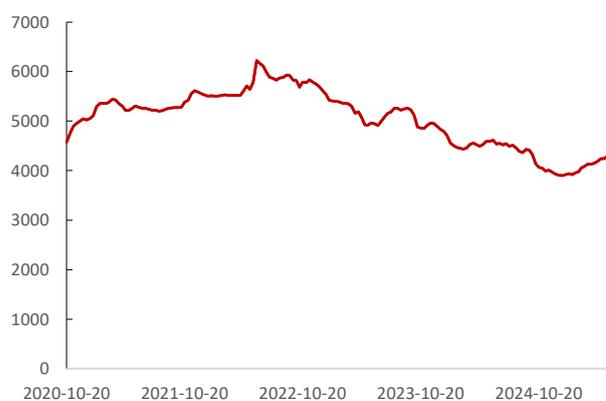


数据来源：海天味业港股招股说明书申请版本（第一次呈交）（全文档案），弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

5.3 调味品企业成本整体可控

调味品企业成本整体可控。从成本端来看，去年以来，大豆、豆粕等原材料价格呈下降态势。近期外部不确定性增加，大豆价格短期上涨。考虑到调味品企业具有提前锁价平抑价格波动的能力，且以海天味业为代表的调味品知名企业多数采用国内非转基因大豆作为原材料供给，预计短期对调味品成本的影响整体相对可控。

图 29：大豆生产资料价格（元/吨）



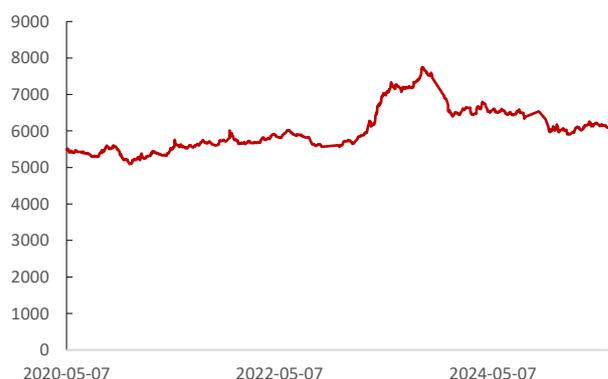
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 30：豆粕现货价（元/吨）



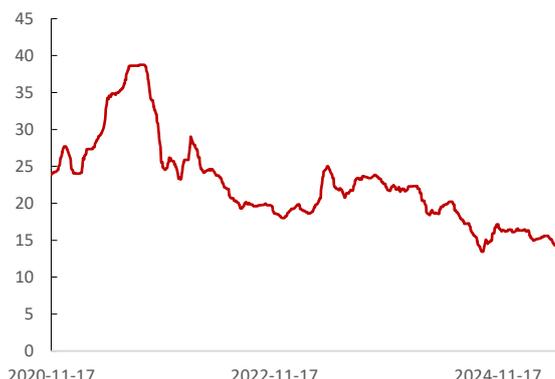
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 31：白砂糖现货价格（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 32：玻璃现货价（元/平方米）

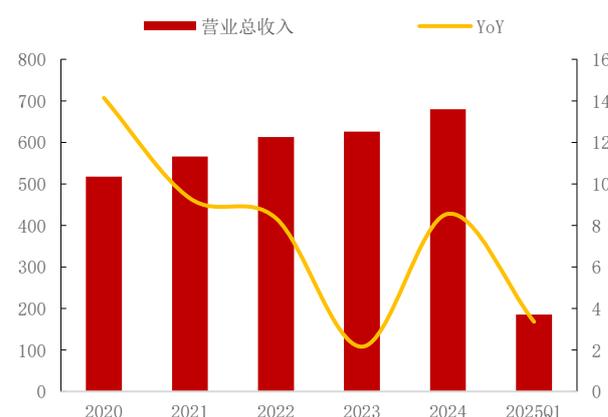


数据来源：同花顺，东莞证券研究所

5.4 调味品板块 2025Q1 表现平稳

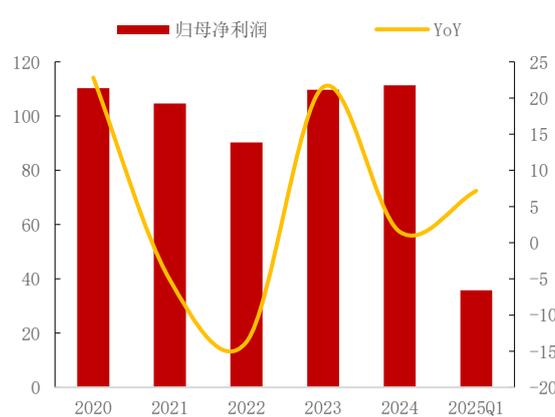
调味品板块 2025Q1 表现平稳。2024 年 SW 调味品板块实现营业总收入 679.62 亿元，同比增长 8.56%；实现归母净利润 111.41 亿元，同比增长 1.53%。单季度看，由于今年春节时间较早，备货前置，调味品板块 2024Q4 营收同比增长 12.64%至 177.11 亿元。对应到今年春节，调味品动销表现相对平稳。具体公司看，2024 年海天改革成效明显。受春节备货的影响，海天去年四季度营收同比增长超过 10%。今年一季度在去年同期相对高基数的情况下，公司业绩仍实现良性增长。千禾今年受舆论冲击的影响，一季度业绩延续承压态势。此外，涪陵榨菜需求表现相对平淡，安琪酵母海外延续增长态势，今年一季度业绩表现良性。在国内消费积极定调的背景下，期待餐饮等需求回暖带动调味品业绩改善。

图 33：2020-2025Q1SW 调味品板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 34：2020-2025Q1SW 调味品板块归母净利润与增速（亿元，%）



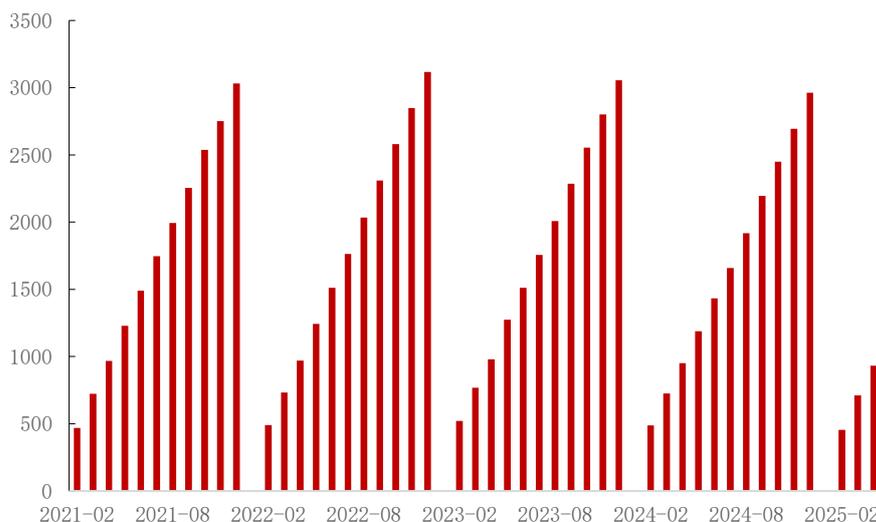
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

6. 乳品板块：生育政策提振需求，原奶供需结构有望改善

6.1 原奶供需结构有望改善

乳品供给边际去化。供给端来看，近几年大规模牧场扩张使乳品供给增加。随着牧场扩张趋于理性，2024 年以来乳品产量边际去化。根据国家统计局数据显示，2025 年 1-4 月，我国乳制品产量为 933.10 万吨，同比下降 1.8%。

图 35：2021 年-2025 年 4 月我国乳品产量累计值（万吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

政策积极催化，乳品需求有望改善。从政策面来看，2024 年 9 月农业农村部等七部门联合印发了《关于促进肉牛奶牛生产稳定发展的通知》，提出要促进牛肉牛奶消费，推广“学生饮用奶”，鼓励有条件的地方通过发放消费券等方式，拉动牛奶消费。2025 年 3 月，政府工作报告以及中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《提振消费专项行动方案》提到要加大生育补贴和保障力度。目前，呼和浩特、浙江等地区均制定了实施生育补贴制度刺激生育。在政策催化下，乳品需求有望改善，进而为乳企业绩带来增量贡献。

表 7：乳企重要政策梳理

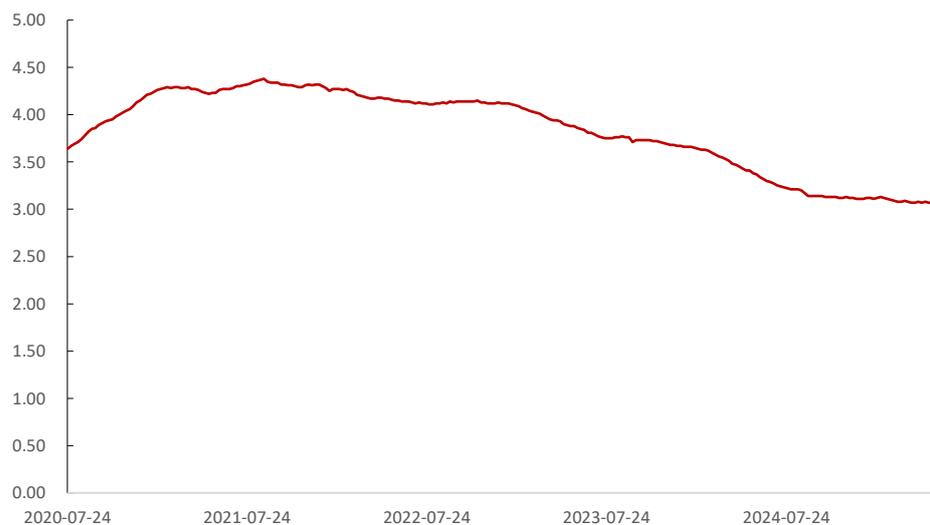
时间	事件/文件	相关内容
2024/9/14	农业农村部等七部门印发《关于促进肉牛奶牛生产稳定发展的通知》	着力稳定肉牛奶牛基础产能，要求各地加快实施基础母牛扩群提质项目，培育奶牛家庭牧场和奶农合作社等新型经营主体。有效降低养殖场户饲草成本，用好用足粮改饲支持政策，加快推进优质饲草收储进度；实施好草原畜牧业转型升级整县推进项目，提高项目建设质量。促进牛肉牛奶消费，科学宣传展示鲜牛肉、鲜牛奶品质和营养价值，推广“学生饮用奶”，鼓励有条件的地方通过发放消费券等方式，拉动牛奶消费。
2025/3/5	政府工作报告	制定促进生育政策，发放育儿补贴，大力发展托幼一体服务，增加普惠托育服务供给。

2025/3/16	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》	涵盖了 8 个方面的 30 项重点任务。其中，提到要加大生育养育保障力度。研究建立育儿补贴制度。
-----------	------------------------------	--

资料来源：中国政府网，东莞证券研究所

预计原奶供需结构或有所改善。目前，生鲜乳均价已经持续下探到较低的位置。后续随着产能持续去化，叠加政策提振，预计原奶供需结构或有所改善。

图 36：生鲜乳平均价（元/公斤）



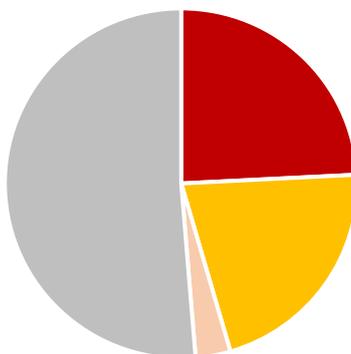
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

6.2 龙头企业竞争优势凸显

乳制品龙头企业竞争优势显现。从竞争格局来看，我国乳制品市场龙头企业竞争优势明显。根据前瞻产业研究院数据显示，2022 年我国乳制品市场份额排名前三的公司分别为伊利股份、蒙牛乳业与光明乳业。其中，伊利与蒙牛二者的市占率达 45%左右，在市场中形成了一定的品牌壁垒。在品牌影响力增强、消费者认可度提高等因素影响下，预计龙头企业市场份额与竞争优势有望进一步提升。

图 37：2022 年我国乳制品行业市场竞争格局（%）

■ 伊利股份 ■ 蒙牛乳业 ■ 光明乳业 ■ 其他

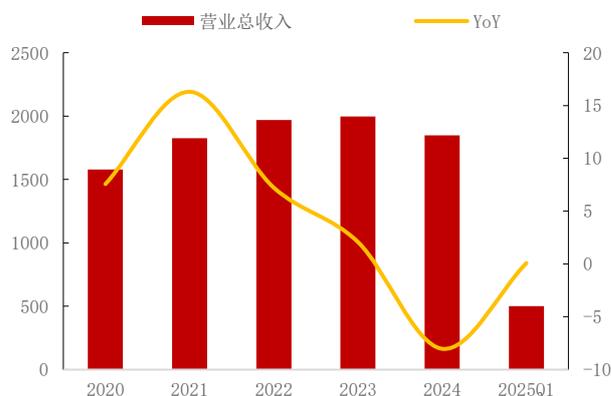


数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

6.3 2025Q1 乳品板块营收微增，龙头率先调整

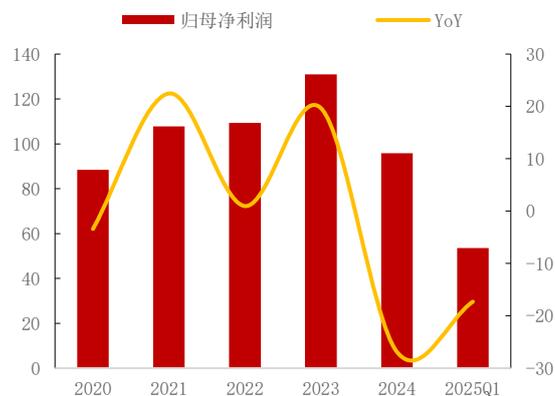
2025Q1 乳品板块营收微增，龙头率先调整。2024 年，乳品需求弱复苏。今年春节乳品动销平稳，去库存后乳品龙头开局彰显韧性，乳品板块一季度营收微增 0.08%至 501.09 亿元。考虑到生鲜乳产能持续去化，叠加费用等因素影响，乳品板块 2025Q1 实现归母净利润 53.54 亿元，同比下降 17.30%。具体公司看，受产品、渠道结构不同等因素影响，乳品公司业绩表现分化。伊利股份作为乳品龙头，2025Q1 扣非归母净利润表现亮眼，同比增长 24.19%，一方面由于液体乳同比跌幅收窄明显，另一方面奶粉收入增长带动整体收入同比回正，彰显经营韧性。相比之下，乳品板块中的小微企业业绩仍存在一定压力，竞争加剧。后续需持续关注乳品供需格局。

图 38：2020-2025Q1SW 乳品板块营业总收入与增速 (亿元, %)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 39：2020-2025Q1SW 乳品板块归母净利润与增速 (亿元, %)



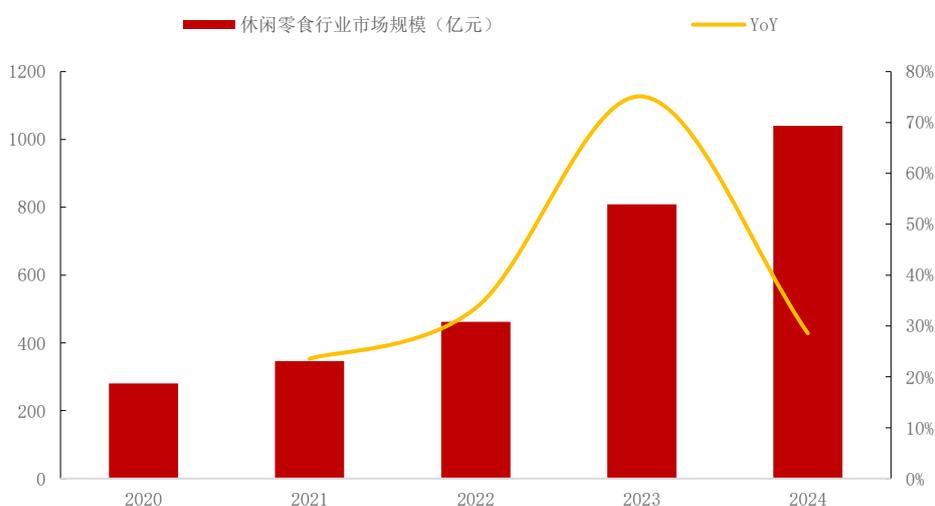
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

7. 零食板块：多渠道多品类渗透，打造市场竞争力

7.1 我国休闲零食行业市场规模稳步增长

我国休闲零食行业市场规模稳步增长。随着居民对生活品质的要求提高，为达到放松心情、缓解压力等效果，消费者对零食等非刚性食品的需求有所增加，我国休闲零食行业市场规模近几年实现稳健增长。根据嘉世咨询数据显示，2024 年我国休闲零食行业市场规模为 1040 亿元，同比增长 28.55%。2020-2024 年，我国休闲零食行业的市场规模从 280 亿元增加至 1040 亿元，年均复合增速约为 38.83%。

图 40：2020-2024 年我国休闲零食行业市场规模与增速（亿元，%）



数据来源：嘉世咨询，东莞证券研究所

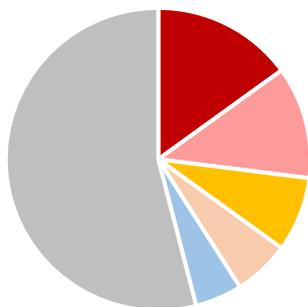
7.2 多渠道渗透，提高品牌影响力

零食量贩市场加速整合，品牌优势进一步凸显，零食企业纷纷布局量贩赛道。从零食量贩市场份额来看，2023 年前，在零食量贩带动下，量贩品牌相继出现，零食很忙、好想来、零食有鸣、赵一鸣等头部品牌逐步在市场中形成品牌优势。2023 年 9 月，万辰集团将好想来、来优品、吖嘀吖嘀、陆小馋合并，同年 11 月零食很忙与赵一鸣合并，零食量贩市场进入加速整合阶段，品牌优势进一步凸显。在此背景下，三只松鼠、劲仔食品、盐津铺子等公司均将部分产品入驻零食量贩，以提高市场渗透率与品牌影响力。

图 41：2022 年量贩头部品牌市场份额 (%)

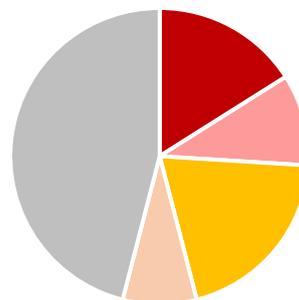
图 42：2023 年量贩头部品牌市场份额 (%)

■ 零食很忙 ■ 好想来 ■ 零食有鸣 ■ 赵一鸣 ■ 老婆大人 ■ 其他



数据来源：勤策消费研究，东莞证券研究所

■ 零食很忙 ■ 赵一鸣 ■ 万辰系 ■ 零食有鸣 ■ 其他

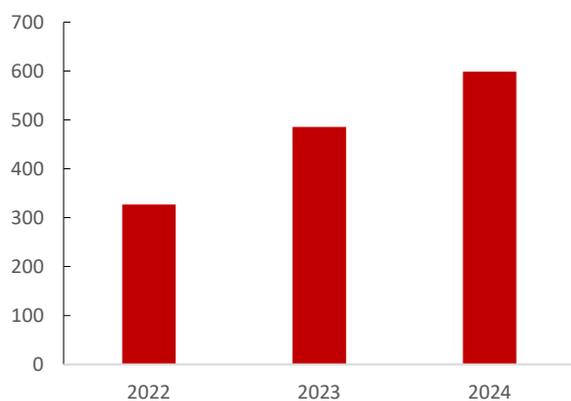


数据来源：勤策消费研究，东莞证券研究所

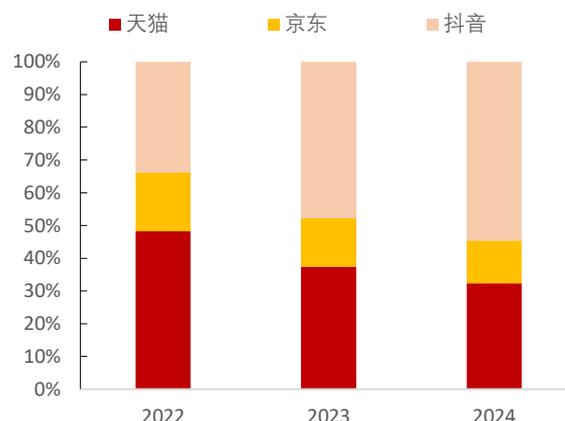
零食在线上抖音等新兴电商模式中，实现较快增长。近几年，我国电商平台不断发展，短视频行业发展迅猛，以抖音、快手等为代表的社交电商快速崛起，通过“直播+短视频”等创新形式，帮助消费者种草，为消费者提供更加多元化、多链路的消费场景。2022-2024 年休闲零食在抖音的销售收入从 326.86 亿元增加到 598.81 亿元，抖音的线上渠道占比从 33.81% 增加至 54.55%。在这过程中，三只松鼠、良品铺子等公司积极打入抖音等电商平台，增加品牌线上曝光度。盐津铺子的大魔王系列产品麻酱素毛肚今年 3 月单品月销售额突破 1 亿元。其中，抖音为该产品销量做出了积极贡献。

图 43: 2022-2024 年抖音休闲零食销售收入 (亿元)

图 44: 2022-2024 线上各渠道份额变化 (%)



数据来源：嘉世咨询，东莞证券研究所



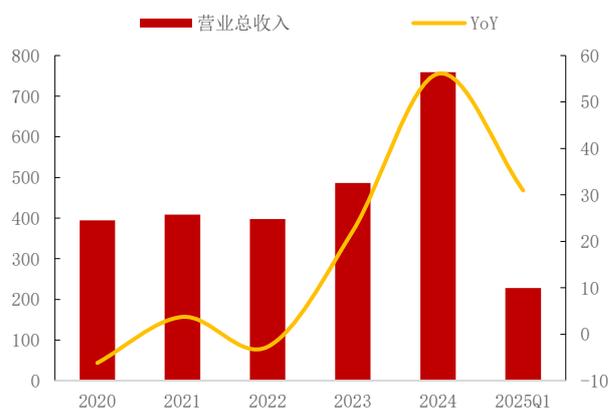
数据来源：嘉世咨询，东莞证券研究所

零食企业打入山姆会员店，增强品牌推广与市场影响力。山姆会员店采用会员制，通过收取会员费精准筛选出用户群体。会员付费后，一般会形成稳定的消费习惯和复购率。与此同时，山姆会员通常具有较高的消费能力，对高品质零食有较大的需求和购买意愿，能为零食公司带来一定的销售额。目前，有友食品的脱骨鸭掌、盐津铺子的鹌鹑蛋等核心大单品已在山姆形成了一定的消费者群体，实现了产品销售与品牌知名度的提升。

7.3 零食板块业绩表现分化

零食板块业绩表现分化。2024 年零食板块业绩实现双位数增长，其中营业总收入 759.02 亿元，同比增长 56.06%；归母净利润 29.00 亿元，同比增长 24.53%。由于今年春节较早，备货时间提前，叠加去年同期基数相对较高，2025Q1 零食板块实现营业收入 227.70 亿元，同比增长 30.96%，增速同比放缓。受部分原材料成本上行、促销费用增加等影响，零食板块 2025Q1 归母净利润 8.98 亿元，同比下降 15.44%。具体公司来看，具备大单品与渠道优势的零食企业表现较优。今年一季度，受益于魔芋大单品放量，盐津铺子业绩表现较好，顺利实现开门红。相比之下，受春节错期等因素影响，叠加去年同期高基数，三只松鼠 2025Q1 归母净利润同比下降。洽洽食品和甘源食品 2025Q1 业绩表现亦相对偏弱。具备核心大单品与渠道竞争力的公司，在后续市场竞争中将具有比较优势，进而可以持续为业绩带来增量贡献。

图 45：2020-2025Q1SW 零食板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 46：2020-2025Q1SW 零食板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

8. 投资策略

维持对行业的超配评级。**白酒板块：**近期，受外部市场环境、需求弱复苏、政策强化等因素影响，板块波动较大。从白酒企业公布的业绩来看，板块内部呈现分化。政策面来看，5 月 18 日，新华社发布了中共中央、国务院印发的修订后的《党政机关厉行节约反对浪费条例》。该《条例》是对 2013 年 11 月印发的《党政机关厉行节约反对浪费条例》进行了修订。在公务接待中，新增“工作餐不得提供高档菜肴，不得提供香烟，不上酒。”该条例对白酒市场产生一定扰动。预计白酒今年以消化库存为主，部分酒企动销仍面临一定压力，后续需持续跟踪动销、库存等指标，中长期需要进一步结合经济复苏进度等情况进行判断。标的方面，建议关注高端白酒贵州茅台（600519）、五粮液（000858）等，次高端白酒与区域白酒可关注动销表现较好的山西汾酒（600809）、古井贡酒（000596）等。**大众品板块：**大众品板块业绩表现延续分化态势。在消费积极定调背景下，叠加部分地区出台消费券，存在边际改善预期、高成长、高性价比等板块可重点关注。当前时点，建议关注三大主线：一是存在边际

改善预期的餐饮链板块，如啤酒、调味品板块等。二是关注高成长、高景气的板块，如零食板块等。三是关注有生育政策催化的板块，如乳品龙头等。此外，新消费相关板块近期热度较高，后续持续关注市场需求、渠道渗透等指标。标的方面，可重点关注青岛啤酒（600600）、海天味业（603288）、盐津铺子（002847）、伊利股份（600887）等。

表 8：重点公司盈利预测及投资评级（2025/6/12）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
600519	贵州茅台	1459.00	68.64	74.63	81.57	21.26	19.55	17.89	买入	维持
000858	五粮液	122.50	8.21	8.64	9.18	14.92	14.18	13.34	买入	维持
000568	泸州老窖	113.17	9.15	9.38	10.08	12.37	12.07	11.23	买入	维持
600809	山西汾酒	173.85	10.04	10.91	12.07	17.32	15.93	14.40	买入	维持
600779	水井坊	42.94	2.75	2.89	3.11	15.61	14.86	13.81	买入	维持
000596	古井贡酒	140.94	10.44	11.66	13.03	13.50	12.09	10.82	买入	维持
603288	海天味业	41.29	1.14	1.27	1.40	36.22	32.51	29.49	买入	维持
600872	中炬高新	19.72	1.14	1.17	1.31	17.30	16.85	15.05	买入	维持
600600	青岛啤酒	71.30	3.19	3.52	3.85	22.35	20.26	18.52	买入	维持
000729	燕京啤酒	13.08	0.37	0.51	0.61	35.35	25.65	21.44	买入	维持
600887	伊利股份	28.21	1.33	1.74	1.91	21.21	16.21	14.77	买入	维持
300783	三只松鼠	28.00	1.02	1.24	1.68	27.45	22.58	16.67	买入	维持
002847	盐津铺子	89.44	2.35	3.04	3.76	38.06	29.42	23.79	买入	维持

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

9. 风险提示

- （1）原材料价格波动风险。**行业原材料价格存在波动的风险，若原材料价格上涨幅度较大，将增加企业的成本压力，进而对业绩产生一定影响。
- （2）产品提价不及预期。**后续若受终端需求不景气等因素扰动，企业提价节奏或将受到影响。
- （3）渠道开展不及预期。**为扩大市场竞争力，行业中的公司积极进行渠道布局，扩张全国业务区域。若后续受经销商等因素影响而不能顺利开拓销售市场，将一定程度上影响公司渠道扩张进展。
- （4）行业竞争加剧。**目前我国食品饮料行业中的部分子板块市场竞争格局相对分散，市场竞争较为激烈。市场竞争加剧或一定程度上影响市场竞争格局，进而影响行业盈利水平。
- （5）食品安全风险。**食品安全问题是社会普遍关注的重要问题之一。若板块发生食品安全及品质问题，将对行业产生一定的负面影响。

(6) **宏观经济波动风险**。食品饮料部分行业为顺周期行业，若经济波动将对其需求等产生一定影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn