

食品饮料2025年中期策略

追逐结构景气，守望底部稳增长

国金食饮团队 刘宸倩
(执业S1130519110005)

2025/6/22

- 当下泛消费产业中景气分化趋势持续，大众消费与政商消费表现分层，围绕新人群、新业态、新渠道布局新产品、拥抱新消费的企业不断脱颖而出，传统食饮行业的头部企业也在夯实内功、积极求变。中期维度看，围绕“促内需”我们认为食品饮料行业核心主线仍是追逐结构景气的契机，包括零食&软饮赛道，关注白酒&餐饮链景气修复的节奏。
- **核心主线：追逐结构景气，持续看好高景气赛道**
- 近年来随着消费者习惯变化及与之适配的多元化渠道涌现，质价比、健康化、情绪消费等特征成为高增长的代名词，与之对应的如大包装饮料、无糖茶、养生水、魔芋、鹌鹑蛋等品类凸显爆发力。
- 渠道端，顺应消费多元化、分级化、高效率趋势，线上新媒体电商、线下到店到家、会员商超、量贩零食等新兴渠道逐步崛起，凭借较强的供应链效率、针对性的卖点对传统渠道进行分流，并为反响效率高、品类创新能力强的公司提供快速成长的通道。
- 我们持续看好魔芋品类成长空间，推荐盐津铺子、卫龙美味。其次是软饮料中的东鹏饮料、农夫山泉、百润股份，大单品全国化持续推进，第二曲线有望超预期放量。

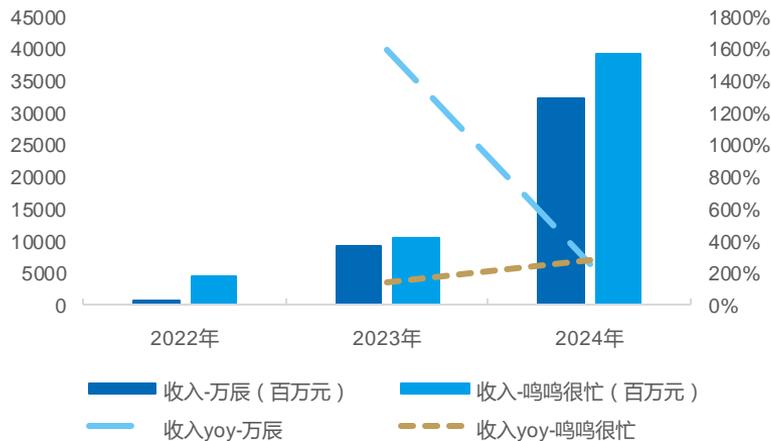
- **守望底部企稳，关注白酒板块触底改善+餐饮链修复弹性**
- **白酒板块：**中期维度外部风险事件对于板块基本面影响有望环比趋缓，自上而下稳增长相关政策有望持续落地、修复B端消费情绪&消费力。产业层面持续磨底，建议关注旺季动销情况以印证景气度变化节奏，整体板块已处于估值低位、安全边际相对不错。配置方向：1) 价稳&护城河夯实的高端酒（贵州茅台等），渠道势能仍处于上行期的山西汾酒，受益于大众需求强韧性&乡镇消费提质升级趋势的稳健区域龙头。2) 顺周期潜在催化弹性标的（泛全国化名酒古井贡酒等）。
- **餐饮链板块：**外部因素不确定背景下促内需势在必行，从社零数据窥见前期政策逐步起效。考虑到中高端餐饮需求与宴请、聚餐等场景挂钩，预计存在一定滞后性；但大众餐饮层面，随着相关政策刺激、消费信心修复，以及行业竞争加剧调整后，价格步入合理区间，终端消费能力和意愿同步提升，预计下半年需求有望持续改善。板块景气度改善有望率先提振估值水平，同步叠加EPS上修，投资回报率更为丰厚。关注啤酒、速冻、调味品板块低估值个股，如燕京啤酒、安琪酵母、颐海国际等。
- **风险提示：**宏观经济恢复节奏不及预期，原材料价格上涨风险，区域市场竞争风险，食品安全问题风险，行业政策风险。

01 结构景气主线

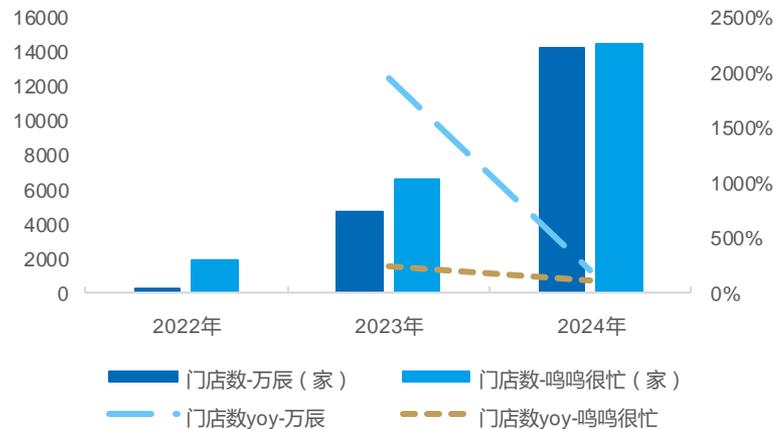
休闲零食：消费分级与降级并存，渠道引领行业变革

- 在消费趋于理性的大背景下，行业展现出“消费分级与降级并存”的结构特征，不同人群的差异化需求被各类新渠道捕捉，并针对性强化消费者服务，与传统渠道竞争流量，以此催生的渠道型企业（万辰、鸣鸣、松鼠）等展现出较强的增长爆发力；上游品牌制造企业通过及时切换渠道，拥抱流量变化等途径成功转型，重获增长动能。
- 量贩零食渠道借助性价比消费趋势兴起、同时足够下沉至乡县城市场打开新的增长空间。从相关企业报表来看，万辰营业收入从22年的5.5亿元增至24年323.3亿元、鸣鸣很忙从42.9亿元增至393.4亿元。收入突增的背后是加盟门店数的快速增长。万辰门店数从22年的232家增至24年的14196家（23/24年yoy分别为1937.1%/200.4%）；鸣鸣很忙门店数由22年的1902家增至24年的14394家（23/24年yoy分别为246.2%/118.6%）。

图：22-24年万辰、鸣鸣很忙收入爆发式扩张



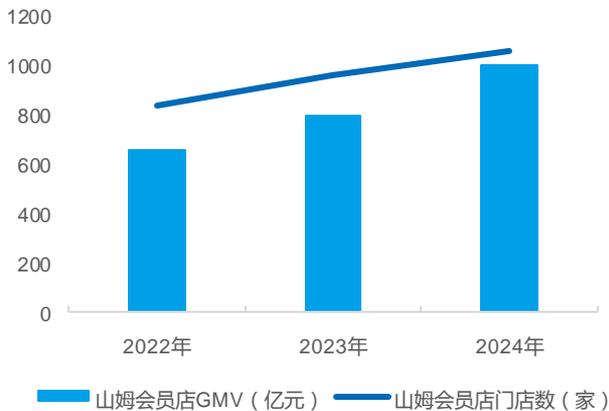
图：22-24年万辰、鸣鸣很忙门店数加速扩张



休闲零食：消费分级与降级并存，渠道引领行业变革

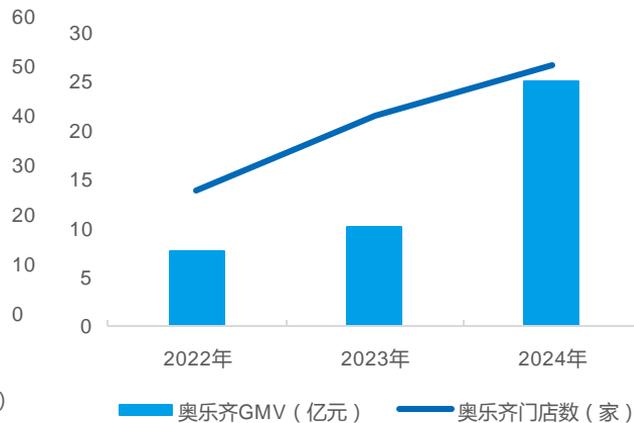
- **会员店渠道在中高净值家庭中稳步增长，凸显消费分级趋势。** 22-24年山姆门店数从42家扩至57家，GMV突破千亿元。依托付费会员制、精选商品策略和大包装优势，山姆在中高端消费人群中持续建立品牌粘性，客单价和复购率均保持领先。定位中产家庭的奥乐齐也展现出强劲成长，2024年门店增至62家，GMV增长至25亿元，以“平价+自有品牌”策略在一线及新一线城市快速放量，满足大众家庭的刚需型消费，兼顾便捷性、性价比与品质。
- **线上渠道经历快速爆发后仍保持领先大盘的扩张态势。** 2019-2024年，零食电商销售额从542亿元提升至956亿元，保持年复合高双位数增长，受益于新媒体电商、即时零售等新业态的兴起，依托于强大的物流运输体系，尽可能缩短用户购买路径、保持优于线下的价格体系，凸显线上消费的性价比、便捷性。

图：24年山姆GMV突破千亿



资料来源：刺猬公社，商业观察家，国金证券研究所

图：22-24年奥乐齐在一线至新一线城市稳步扩张



资料来源：中国连锁经营协会，21经济网，国金证券研究所

图：线下零售增长乏力、零售电商持续扩张

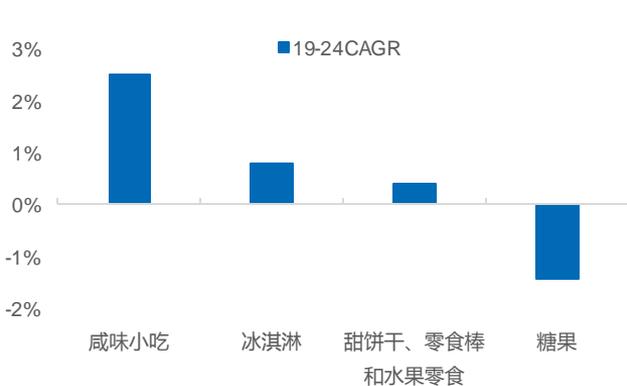


资料来源：欧睿，国金证券研究所

休闲零食：健康食材概念兴起，中式风味突出重围

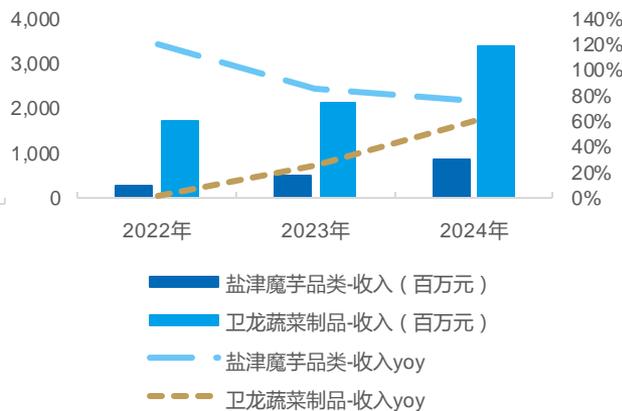
- 中式风味零食持续突围。**2019至2024年，休闲零食市场规模从4438.8亿元增长至4717.3亿元（CAGR为1.2%），呈现稳健增长态势。在整体增长趋缓的背景下，咸味小吃增速领先，主要系多类中式风味零食实现品类创新，吸引消费者尝鲜甚至复购。19-24年咸味小吃占比由53.9%升至57.4%（CAGR为2.5%），成为推动零食行业扩容的关键品类。
- 受益于厂商在形态、口味方面的持续创新，叠加下游消费渠道趋于多元化，以魔芋为代表的健康食材加速放量。**2022-2024年，盐津魔芋品类收入由2.57亿元增至8.38亿元，年均增速超80%，成为健康零食细分赛道的爆款。同期卫龙蔬菜制品收入从16.93亿元增至33.71亿元，逐年提速（24年同比增长59.10%）。
- 低脂、高蛋白等概念性产品亦加速渗透。**如盐津蛋类零食收入2023年同比增长594.52%，2024年仍保持81.87%的高增速，成为公司新的增长引擎。2022-2024年劲仔食品禽类制品收入从1.83亿元增至5.09亿元，亦受鹌鹑蛋品类驱动。

图：19-24年咸味小吃增速领先



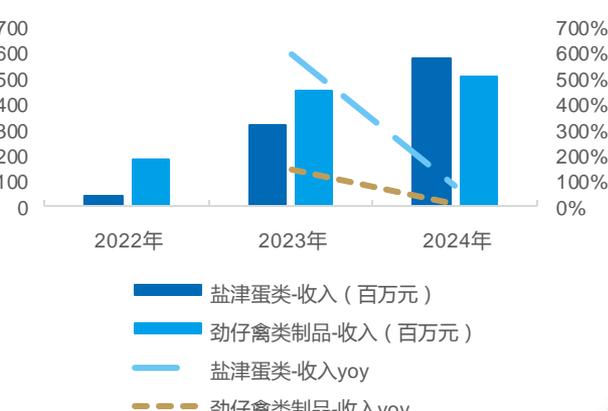
资料来源：欧睿，国金证券研究所

图：22-24年盐津魔芋、卫龙蔬菜制品收入持续增长



资料来源：公司年报，国金证券研究所

图：22-24年盐津蛋类、劲仔禽类收入持续增长

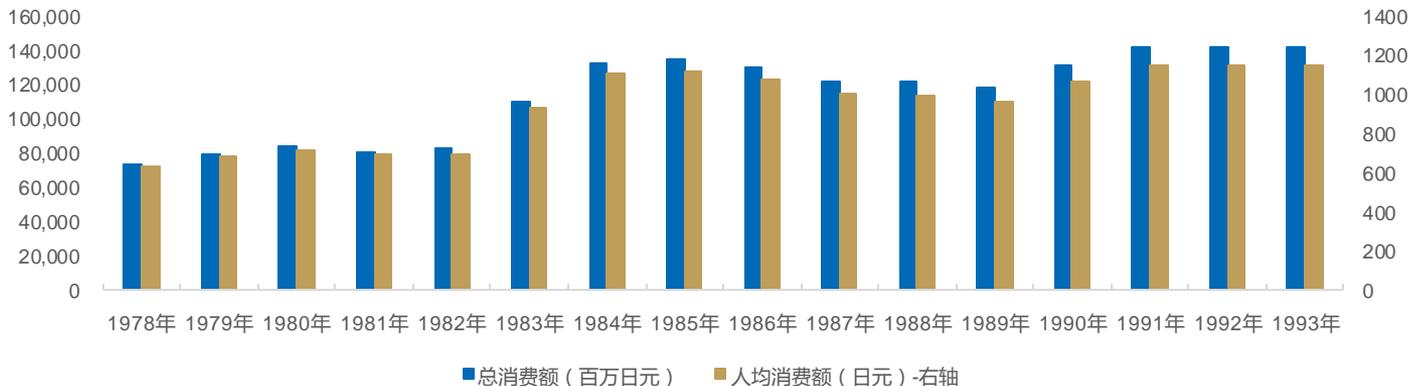


资料来源：公司年报，国金证券研究所

休闲零食：健康食材概念兴起，中式风味突出重围

- 参考日本1978-1993年魔芋市场数据，市场销售额由727亿日元增长至1415亿日元，人均消费从635.5日元增至1143日元，分别增长约94%和80%。魔芋由小众食材走向大众市场，系老龄化加剧背景下消费理念趋于健康化。
- 中国市场正在复制日本“启动-教育-扩容”的曲线，魔芋正值成长黄金期。随着控糖、低脂理念普及，中国魔芋从传统佐餐食材拓展至代餐、零食等多元场景。相比日本高峰期，中国人均消费仍处低位，且基于庞大人口基数与供应链优势，未来具备显著扩容潜力。
- 目前我国魔芋行业仅局限在辣卤零食（如卫龙魔芋爽、盐津素毛肚等形态），后续有望拓展至更加丰富的形态（如蒟蒻果冻、豆腐等），渗透率与市场规模仍处于上升通道。参照日本人均消费金额来看，我国魔芋行业市场规模预计可达800亿元，远超辣条等大单品规模。

图：1978-1993日本魔芋市场持续扩容



资料来源：日本魔芋协会，国金证券研究所

休闲零食：关注品牌品类及供应链优势，持续推荐盐津、卫龙

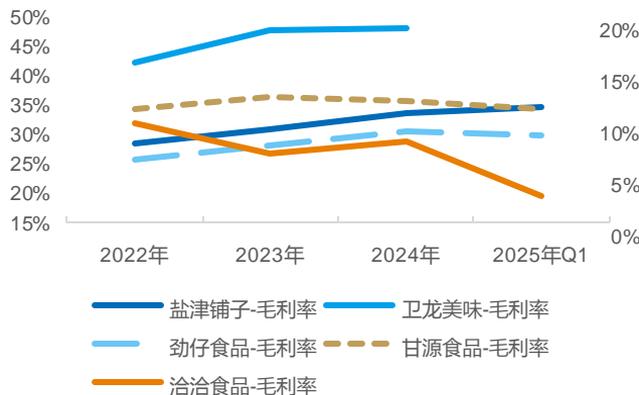
- 下游视角：看好零食量贩业态持续开店，门店模型升级+规模效应两重维度叠加，预计盈利弹性可观。**随着门店数量加密，24年万辰单店收入有小幅下降，预计在当前门店调改（品类扩张更多元化、高毛利产品占比提升）背景下，单店收入仍有较大提升空间。同时，伴随着规模效应释放，鸣鸣很忙和万辰集团净利率呈现稳中有升态势，预计后续仍有较大提升空间，目标向4-5%看齐。
- 上游视角：持续看好具备品类创新及供应链优势的制造型企业，抓住新渠道变革机遇同时保持净利率领先。**回顾过去新一轮渠道变革（20-24年期间），上游品牌制造型企业毛利率和净利率大体呈现先升后降趋势，而步入25Q1呈现较为显著的下滑趋势。我们预计随着下游渠道门店加速扩张，渠道端的议价权持续强化，对上游无品牌、品类优势的企业势必造成价格挤压。当下我们仍旧看好具备品类创新、供应链优势的企业，仍可在品类洞察、成本制造等角度维持领先水平，保持利润率稳中有升，推荐盐津、卫龙、劲仔。

图：22-24年万辰、鸣鸣单店收入、净利率表现亮眼



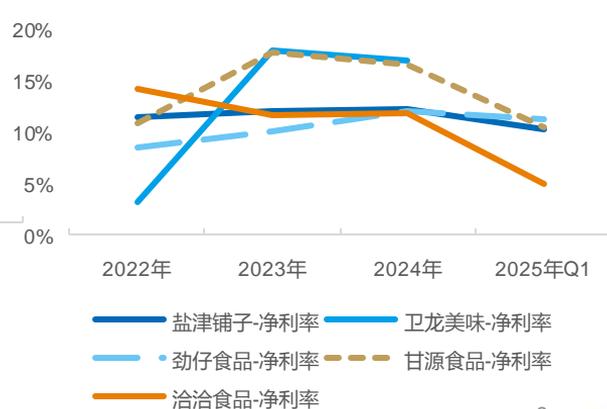
资料来源：各公司年报，国金证券研究所

图：盐津、卫龙毛利率明显提升



资料来源：各公司年报，国金证券研究所

图：多数零食公司25Q1净利率下降

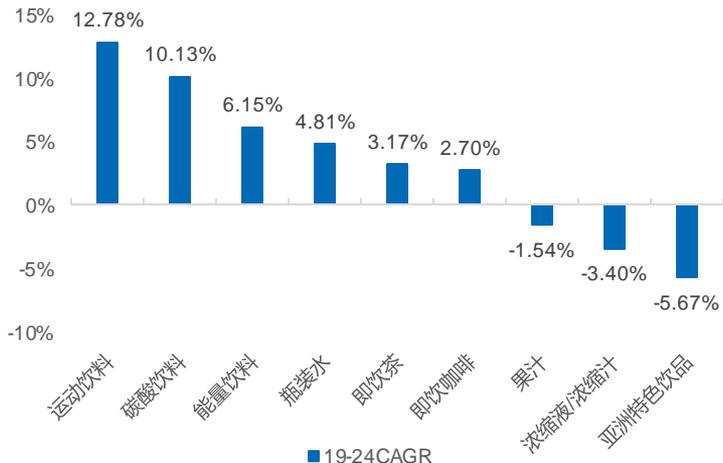


资料来源：各公司年报，国金证券研究所

软饮料：功能化、健康化新品涌现，第二曲线加速扩张

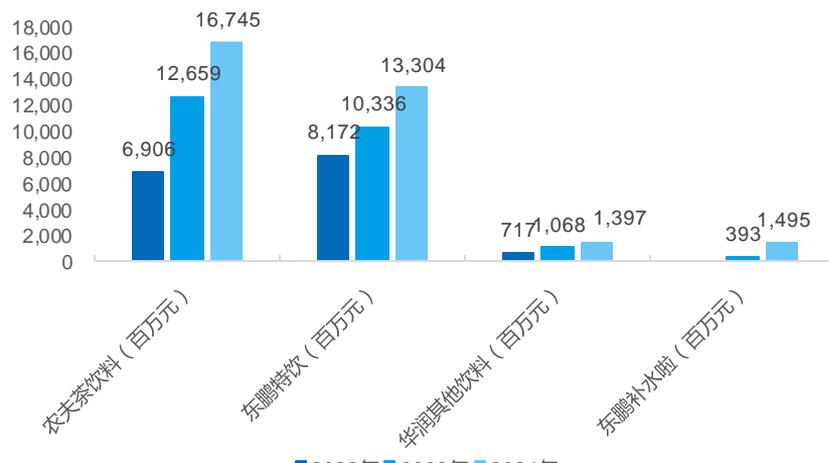
- 新品正在向功能化、健康化方向加速演进。**据欧睿，近5年中国软饮料市场保持稳健增长态势，截至2024年软饮料零售规模为5858亿元，19-24年CAGR为4.42%。分品类结构来看，其中运动饮料(5年CAGR为12.8%)、碳酸饮料(5年CAGR为10.1%，系无糖或低糖碳酸饮料新品驱动)、能量饮料(5年CAGR为6.2%)增速位居前三。相比之下，果汁和浓缩液/浓缩汁等传统饮品品类增长乏力，行业规模呈现收缩态势。
- 从上市公司报表层面，亦呈现运动饮料、无糖茶、养生茶等第二曲线借助原有渠道、品牌优势快速放量趋势。如东鹏补水啦两年内快速爬坡至15亿元，25年仍有望翻倍；农夫山泉茶饮料2年翻倍，24年突破167亿元，东方树叶领跑茶饮市场；华润其他饮料主要系菊花茶大单品快速铺货，低基数下2年复合增速保持40%。

图：能量饮料、运动饮料、碳酸饮料赛道保持领先增速



资料来源：欧睿，国金证券研究所

图：上市公司功能饮料、茶饮料、运动饮料品类收入持续增长

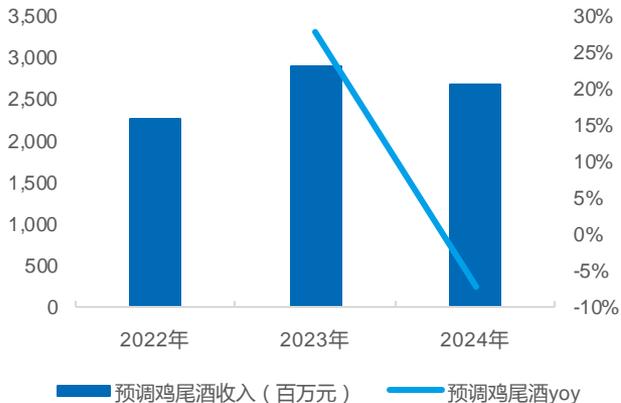


资料来源：各公司公告，国金证券研究所

软饮料：悦己消费情绪蔓延，威士忌有望成为下一个爆品

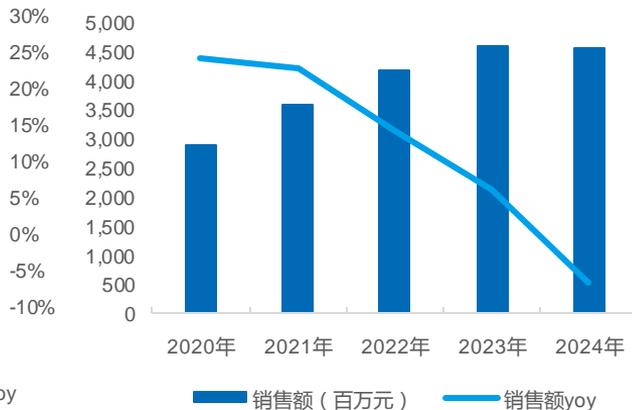
- 百润股份：预调酒主业逐步修复，第二曲线威士忌具备看点。**“3-5-8”产品矩阵不断完善，内部调整接近尾声。24年受强爽高基数及尝鲜人群褪去影响，收入同比下降7%。25年公司持续优化口味与包装，推出i2度轻享系列产品，有望承接强爽部分消费人群。同时公司主动优化渠道库存，临近软饮料消费旺季，需求亦有抬头趋势，预调酒主业有望在下半年止跌回稳。
- 积极筹备第二曲线，国产威士忌蓄势待发。**2020-2024年我国威士忌市场规模快速增长，由28.7亿元提升至45.4亿元，年复合增速达12.1%。作为全球六大烈酒之首，威士忌已得到世界各地口味验证，后续在中国潜力巨大。受制于饮酒习惯，24年我国威士忌人均饮用量仅0.01升，远低于日本（1.7升）、美国（2.1升）与英国（1.2升）。当下随着“悦人”消费逐步转向“悦己”消费，公司具备较强的渠道、风味及产能储备优势，有望抓住下一轮爆发机会。

图：百润预调鸡尾酒24年收入回落



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图：我国威士忌行业规模较小，24年不到50亿元



资料来源：欧睿，国金证券研究所

图：我国威士忌人均饮用量和世界发达国家仍有明显差距

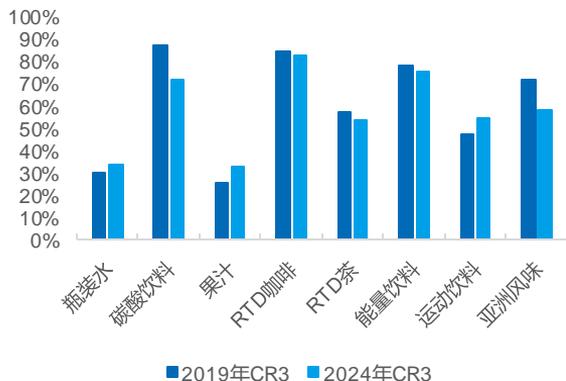


资料来源：欧睿，国金证券研究所

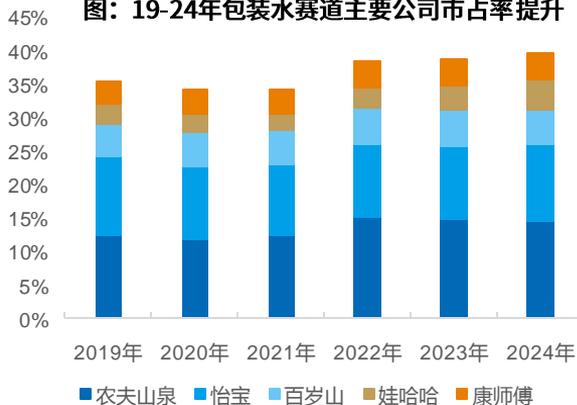
软饮料：看好龙头竞争优势，持续推荐东鹏、农夫

- **各细分赛道集中度表现分化，但基础品类集中度提升。**一方面，伴随着部分新兴品类崛起，中小品牌借助新概念入局，碳酸饮料、茶饮料等赛道CR3集中度下降。另一方面，受制于成本端、需求端双重压力，具备高频、刚需消费属性如包装水、运动饮料赛道的中小品牌加速出清，市占率向头部品牌集中。
- 瓶装水方面，龙头农夫山泉在24年受到舆情事件扰动，终端动销走弱，市占率短期下滑。25年随着舆情风波平息、行业竞争趋缓，公司强化红水定位修复价盘、东方树叶借“一元乐享”活动持续抢占终端网点，预计后续包装水有效收复市场份额，叠加第二曲线无糖茶蓄力，有望顺利兑现业绩高增长。
- 能量饮料方面，红牛持续受官司纠纷影响，市场拓展受限。同时中小品牌对该赛道投入小，未形成有力竞争格局。在此背景下，东鹏特饮凭借强大的渠道掌控力、精准的消费者定位和高性价比产品，市占率稳步提升，2024年已达44.5%，稳居行业龙头。持续看好后续东鹏扩张消费人群和场景，全国化进一步加速。

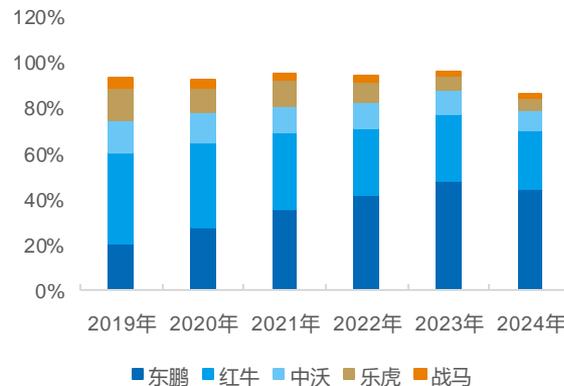
图：瓶装水、运动饮料市场集中度提升



图：19-24年包装水赛道主要公司市占率提升



图：19-24年东鹏市占率提升

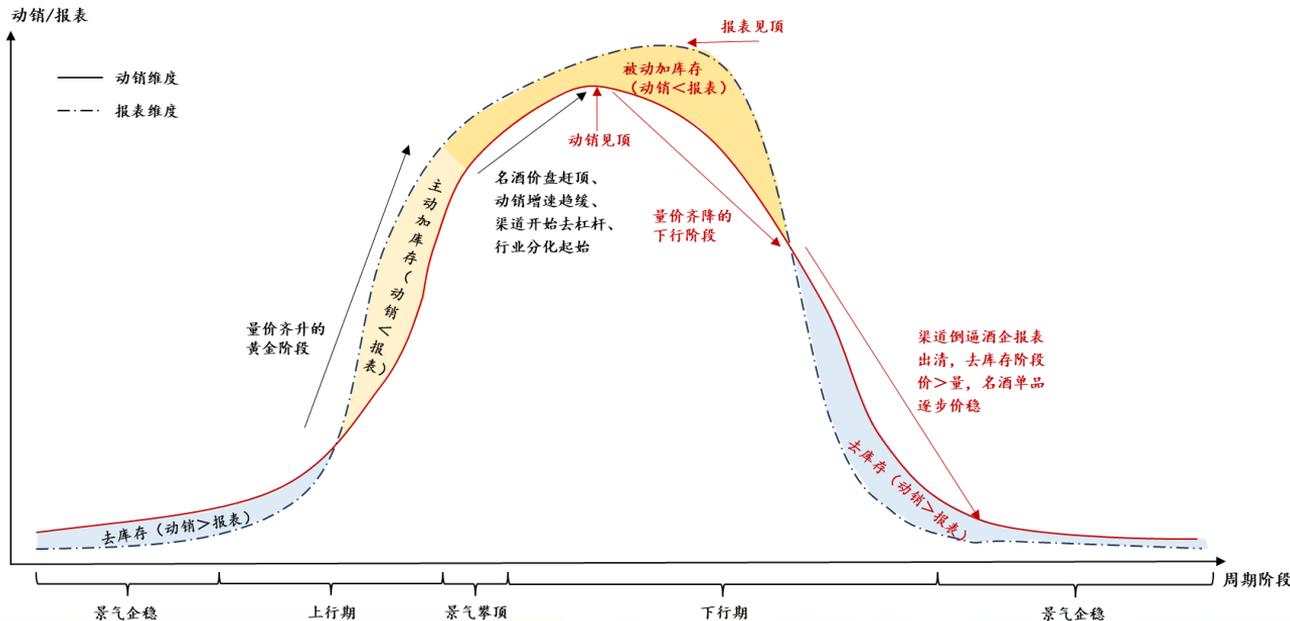


02 关注景气底部 板块契机

白酒行业：景气度预计有望环比改善，关注底部契机

- 整体而言，24年淡季起白酒产业动销走弱、传导至上市酒企报表自24Q3开始逐步出清。考虑后续报表基数进一步走低+促内需政策陆续落地生效+政策端约束有望趋缓，我们预计25H2行业景气度仍有望环比改善，目前或是产业层面压力最深时期。

图：白酒的库存周期导致酒企报表拐点滞后于基本面拐点

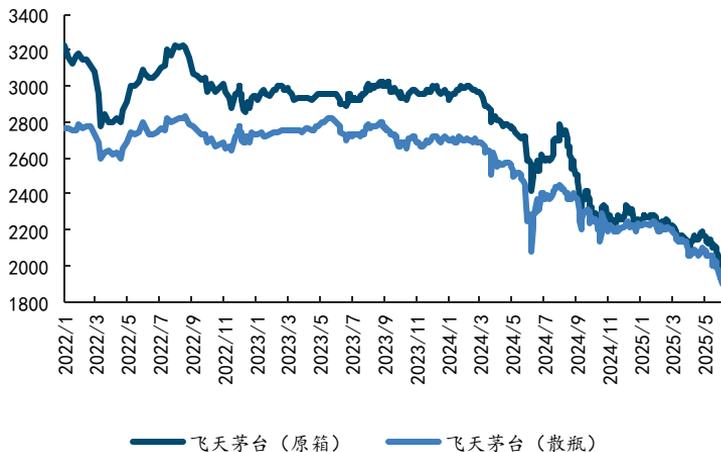


资料来源：国金证券研究所

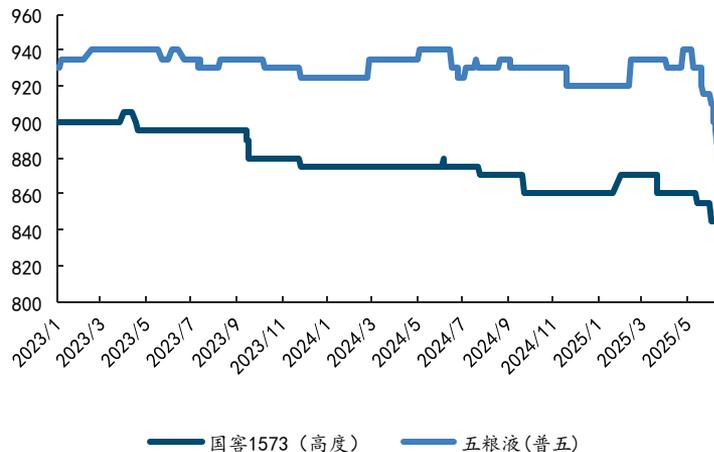
动销展望：下半年旺季动销情况仍存预期差

- 考虑到前期端午动销反馈不佳、头部单品批价有所回落等，市场普遍明显下修了中秋&国庆旺季白酒动销预期但悲观预期&低基数下我们认为仍有预期差空间，主要系：1) 自上而下稳增长相关政策有望持续落地、修复B端消费情绪&消费力。2) 近期淡季行业基本面的扰动情况有望在中秋&国庆前趋缓。3) 从消费属性来看，旺季白酒动销会更偏刚需。

图：2023年至今飞天茅台批价情况（元/瓶）



图：2023年至今普五、高度国窖1573批价情况（元/瓶）

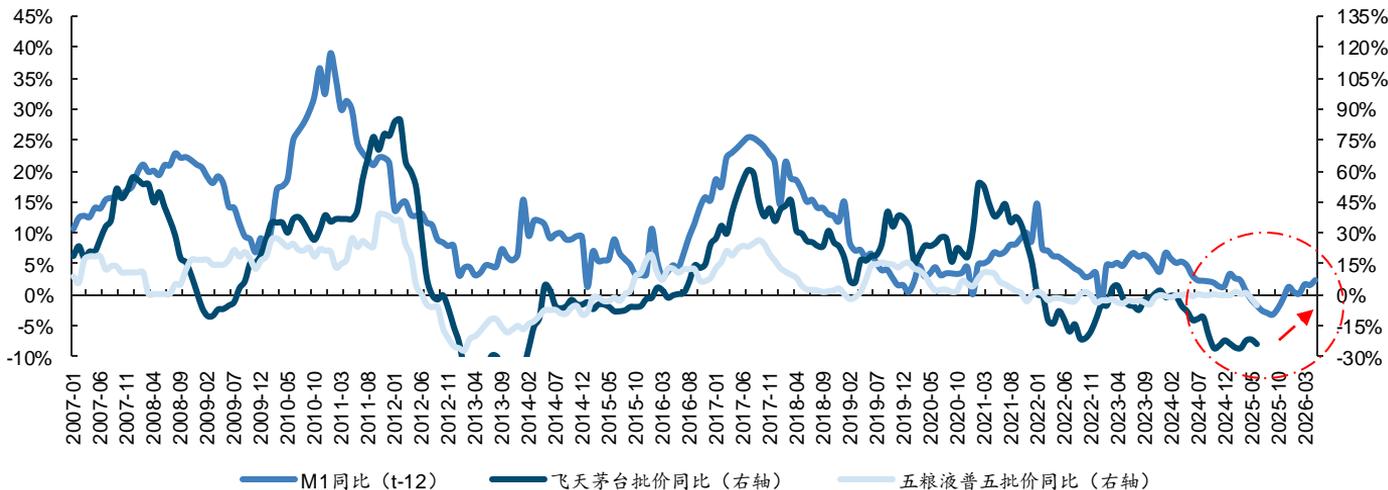


资料来源：今日酒价，百荣酒价，国金证券研究所（注：批价截至6月21日）

批价展望：预计飞天茅台价盘压力至深点已过

- 5月下旬以来飞天茅台批价有所回落，也与每年中旬渠道承兑汇票密集到期有现金流回笼诉求、淡季接货情绪较低等因素相关。从24年跌价过程中可以发现，批价超预期下行时往往是缩量下跌、若情绪修复批价回升斜率亦会较高。
- 我们预计飞天茅台原箱批价近期有望筑底，主要考虑：1.前瞻指标M1同比自24年末至今持续修复。2.下半年出货机会更多，例如中秋&国庆以及来年春节，渠道对摩擦成本预期会趋缓。3.批价自24年以来多次压力测试，具备价格锚定效应。4.近期酒企陆续出台稳价措施，预计酒企仍会加码主动作为、引导渠道价格预期。

图：M1同比变动领先于飞天茅台、五粮液批价变动

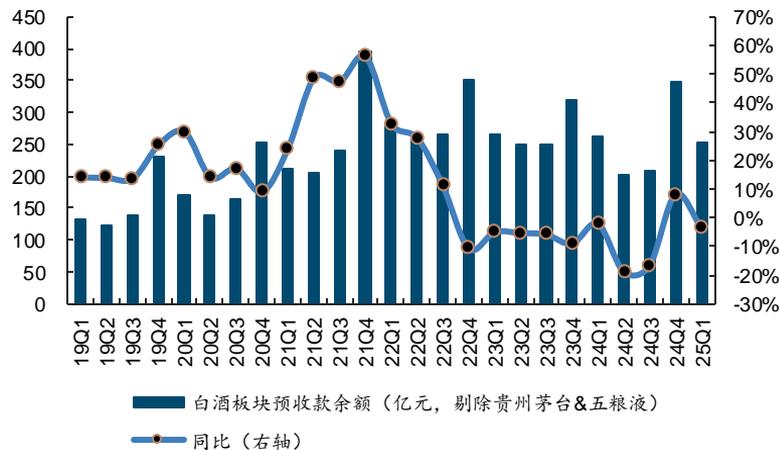
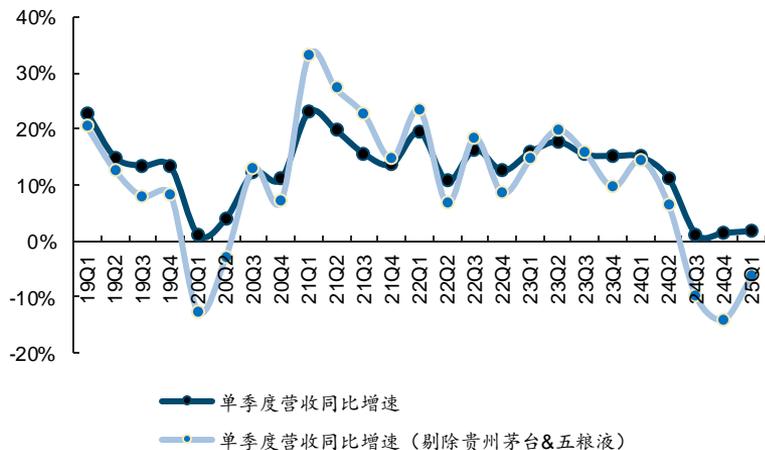


资料来源：Ifind，今日酒价，百荣酒价，国金证券研究所
(注：M1数据截至2025年5月，批价数据截至2025年6月21日)

业绩展望：行业出清&结构分化预计仍将延续

- 我们预计酒企25Q2业绩仍会延续出清。25Q1上市酒企业绩出清幅度收窄主要系24Q4控货调节奏+春节实际动销尚可。我们预计25Q2业绩尚不会大幅出清，主要系Q2为传统淡季+25Q1末酒企表观预收款余额仍不错，尤其是头部名酒。
- 5月下旬至今动销再走弱头部品牌批价回落预计会传导至25Q3表观业绩、延续出清。主要系当下渠道情绪偏谨、再回款情绪较弱，酒企也已普遍降低针对渠道催回款&压货的执念，以维护渠道良性、实现可持续发展为主。

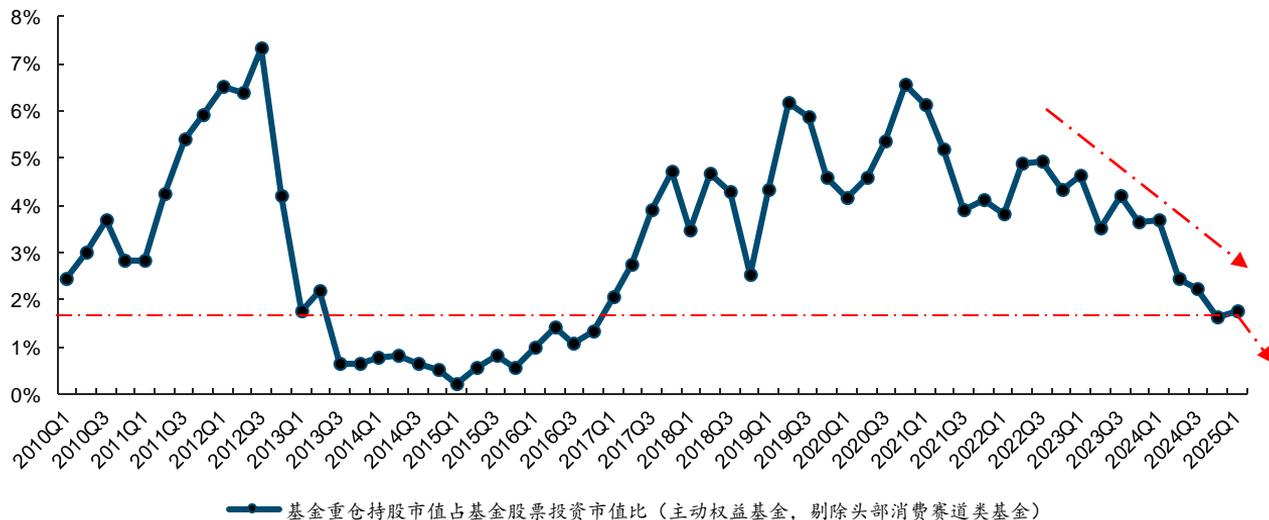
图：2019Q1至今白酒板块单季度营收增速&预收款情况



持仓结构：机构重仓持股已处于历史低位、与景气周期匹配

- 25Q1末主动权益基金白酒板块重仓仓位约3.3%，环比+0.09pct、与季节性节奏相关（近几年春节旺销期表现均相对不错，主要系低预期+大众消费旺季韧性足），且两会前后对稳增长政策预期较高。其中，剔除25Q1末规模30亿以上的消费赛道类基金后，白酒板块重仓仓位约1.8%、与17Q1水平相近。
- 考虑淡季动销趋势性走弱，稳增长政策落地节奏相对偏慢、市场预期回落，我们预计25Q2机构持仓会再有明显回落、类似24Q2，白酒持仓预计已处于历史较低水平。

图：2010年至今剔除头部消费主题基金后主动权益基金白酒板块重仓持股情况



资料来源：Iifind，国金证券研究所（注：剔除25Q1末规模30亿以上的消费赛道类基金）

如何看待白酒板块的配置价值？

- 当下白酒板块呈现“弱现实、低预期、低持仓”的特征，从股息率维度看已经具备不错的配置价值。参考酒企分红规划24年实际分红情况，结合当下酒企的盈利预期，测算来看多数酒企25E股息率仍 $\geq 3\%$ ，洋河股份、泸州老窖、五粮液、古井贡酒25E股息率 $> 5\%$ 。
- 市场对于白酒高股息抱有迟疑，主要担忧EPS再下修。即使行业景气下行，我们仍能观察到名优酒企在提升企业综合竞争力过程中依赖的核心驱动力未改（如强品牌力驱动的贵州茅台、五粮液，组织灵活性强/团队进攻性突出的泸州老窖、古井贡酒，经营思路稳健/组织学习型强的山西汾酒、今世缘等）。
- 考虑到市场对酒企EPS增长预期本身已较低，我们预计头部酒企短期EPS兑现置信度仍不错。即使短期EPS持平甚至略下滑，3-4%以上股息率+稳增长政策落地预期+中期CAGR高概率保持正增，仍是性价比突出的底仓配置资产。

表：重点白酒酒企2025E股息率情况梳理

公司名称	洋河股份	泸州老窖	五粮液	古井贡酒	贵州茅台	迎驾贡酒	口子窖	老白干酒	山西汾酒	伊力特	今世缘	金徽酒	水井坊	舍得酒业
分红率/额（25E）	70e	70%	70%	57%	75%	46%	47%	64%	60%	75%	44%	64%	35%	41%
股息率（25E）	7.0%	5.8%	5.1%	4.8%	4.0%	3.8%	3.8%	3.7%	3.6%	3.4%	3.2%	3.0%	2.4%	2.2%

资料来源：Ifind，各公司公告，国金证券研究所（注：口子窖、老白干酒25E测算股息率时归母净利为一致预期；贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份已披露24-26年分红规划、分红率/额以规划披露为准，其余酒企25E分红率为24A实际分红率；股价截至6月21日）

投资建议：板块赔率突出，推荐底仓配置禀赋性酒企

- 相似地，目前行业内头部酒企估值均位于16年至今的大周期内5%内的底部区间，我们认为近期酒企估值再下探已经较悲观地定价当下行业的景气预期。
- 市场对EPS预期的担忧一定意义上也是对渠道库存尚未去化的诟病，即使我们将当下头部酒企的估值考虑剔除部分冗余的社会库存、叠加短期双位数左右的动销下滑预期，其修正后的估值较此轮大周期的估值中枢也有明显折价、板块整体赔率空间也比较突出。预期先行，渠道对景气预期的修复会迅速反应至其对库存阈值的包容度时批价预期层面，后续稳增长相关政策持续落地对板块的催化亦可期。

表：头部白酒酒企估值已处于2016年至今底部区间

	PE-TTM	16年至今估值分位	16年至今中枢	较中枢折价	Forward PE	16年至今估值分位	16年至今中枢	较中枢折价
贵州茅台	20.2	4.7%	31.8	-37%	19.1	5.7%	28.3	-33%
五粮液	14.2	1.1%	25.0	-43%	13.8	3.1%	22.4	-38%
山西汾酒	17.7	2.1%	37.2	-52%	16.8	4.1%	32.1	-48%
泸州老窖	12.5	1.4%	28.6	-56%	12.2	4.1%	25.5	-52%
古井贡酒	12.9	0.3%	30.3	-57%	12.1	0.3%	27.4	-56%
今世缘	13.9	1.2%	23.9	-42%	13.3	2.5%	22.1	-40%
迎驾贡酒	13.2	0.9%	23.5	-44%	12.4	1.0%	20.6	-40%

资料来源：Ifind，国金证券研究所（注：股价截至6月21日）

投资建议：板块赔率突出，推荐底仓配置禀赋性酒企

- 整体而言，产业层面目前已处于磨底阶段，板块能受益于低估值+潜在稳增长政策催化+主动权益低配，建议持续关注板块的配置意义，低位具备不错安全边际。
- **配置方向**：1) 价稳时护城河夯实的高端酒（贵州茅台等），渠道势能仍处于上行期的山西汾酒，受益于大众需求强韧性&乡镇消费提质升级趋势的稳健区域龙头。2) 顺周期潜在催化弹性标的（泛全国化名酒古井贡酒、泸州老窖等）。

表：重点白酒酒企盈利预测

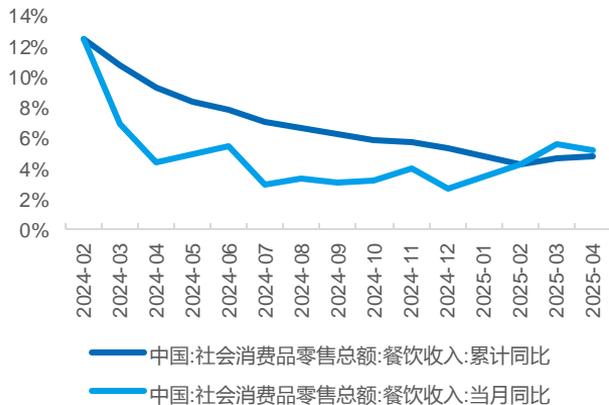
板块	公司名称	收入					YOY					PE	
		24A	25E	26E	25E	26E	24A	25E	26E	25E	26E	25E	26E
高端酒	贵州茅台	1741	1903	2059	9%	8%	862	947	1028	10%	9%	19	17
	五粮液	892	936	984	5%	5%	319	336	356	5%	6%	14	13
	泸州老窖	312	316	336	1%	6%	135	139	148	3%	7%	12	11
次高端	山西汾酒	360	389	421	8%	8%	122	132	145	8%	10%	17	15
	舍得酒业	54	56	64	5%	14%	3	9	11	164%	25%	18	15
	水井坊	52	54	58	4%	6%	13	14	15	5%	7%	14	13
地产酒	洋河股份	289	257	265	-11%	3%	67	60	62	-11%	4%	17	16
	今世缘	115	125	136	8%	9%	34	36	40	6%	9%	14	12
	古井贡酒	236	260	285	10%	10%	55	62	69	12%	12%	12	11
	迎驾贡酒	73	76	80	3%	5%	26	27	29	5%	7%	12	11
	金徽酒	30	33	37	9%	11%	4	4	5	10%	16%	21	18
	伊力特	22	23	24	5%	6%	3	3	4	11%	14%	22	19

资料来源：ifind，国金证券研究所（注：股价截至6月21日）

餐饮链：政策发力阶段性改善，内生增长动能有待修复

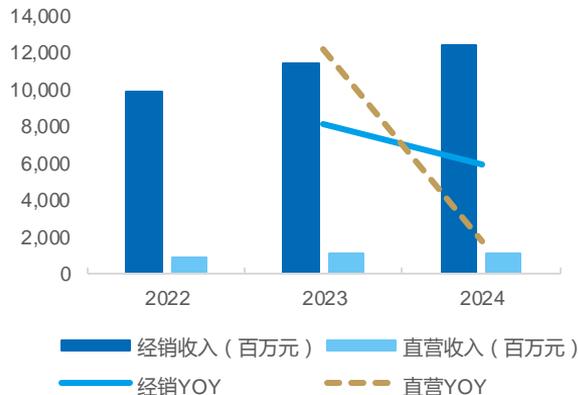
- 餐饮修复一波三折，政策刺激具备阶段性成效。**从国家统计局社零餐饮表现来看，24年初-至今单月增速处于中低个位数区间，修复呈现疲软态势。在各项促消费政策刺激下，25年前3个月有拐点向上态势，但4月开始回落，表明在外部环境冲击下居民端较为谨慎的消费态度。考虑到餐饮消费偏可选，较宏观经济指标修复具备一定滞后性，同时外部环境冲击、居家就餐习惯培育，也对于餐饮修复形成掣肘。预期在强政策引导下，板块有望逐步拐点向上。
- 低端显著承压，部分需求在C端实现回补。**相对应的餐饮链相关板块，如速冻、调味品板块龙头企业在24年及25Q1收入增长仍有压力，多数表现为下滑。如安井食品24年经销为代表的小端增速下行至个位数，且直营为代表的大b及连锁商超收入端下滑。颐海国际24年关联方（海底捞）拖累整体收入增长，第三方成为主要支撑，体现了C端和B端需求的互补属性。

图：社零餐饮增速依旧处于偏低水平



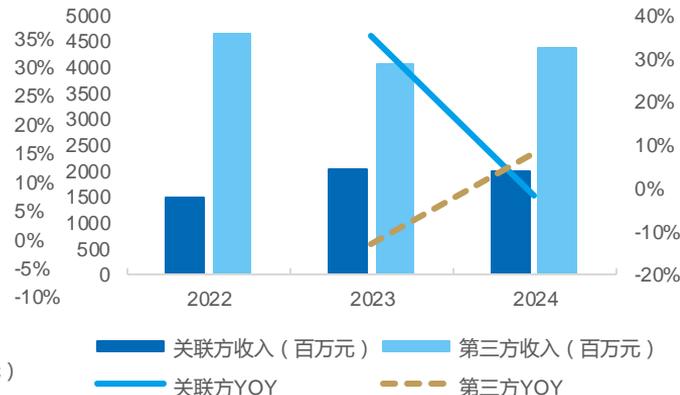
资料来源：国家统计局，国金证券研究所

图：24年安井食品直营收入下滑



资料来源：企查查，国金证券研究所

图：24年颐海国际第三方表现好于第三方

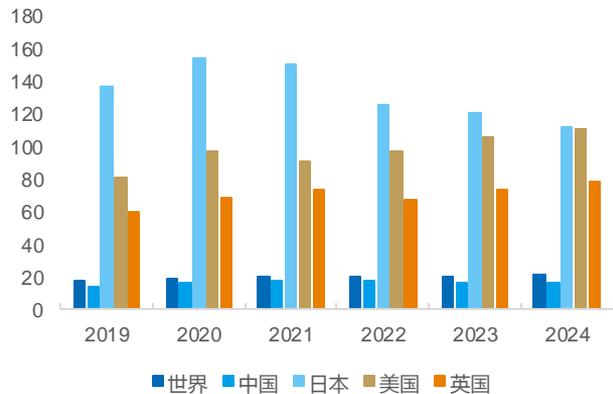


资料来源：美团，国金证券研究所

餐饮链：连锁化大势所趋，子板块渗透率持续提升

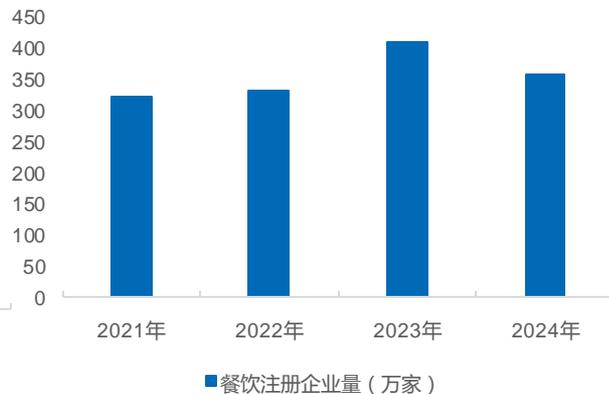
- **综合口味标准化、出餐效率等因素，餐饮连锁化仍为大势所趋。**相较于夫妻店，连锁餐饮企业在扩张的过程中更加注重口味一致性以及出餐速度，在需求偏弱、竞争加剧背景下，连锁餐饮企业通过集中采购、强化对上游议价权、门店端降本增效，强化终端价格竞争力。因此过去2年大型连锁餐饮如百胜中国、海底捞等品牌仍维持韧性增长。而部分夫妻老婆店经营抗风险能力偏弱，因此受冲击较大。
- **在城镇化加速、职能分工明确、就业竞争愈发激烈等社会背景下，餐饮链相关子板块渗透率仍有较大提升空间。**我国餐饮链相关人均支出处于世界偏低水平。据欧睿，我国调味品人均支出仅16美元/人，较世界平均水平21美元/人仍有较大提升空间，距日本/美国等发达国家仍有4~5倍差距。在当代工作节奏加快、家庭小型化、人均烹饪水平降低等背景下，大众对于复合调味品、速冻半成品及外卖需求持续增长，子板块挖潜空间值得期待。

图：我国调味品人均支出偏低（单位：美元/人）



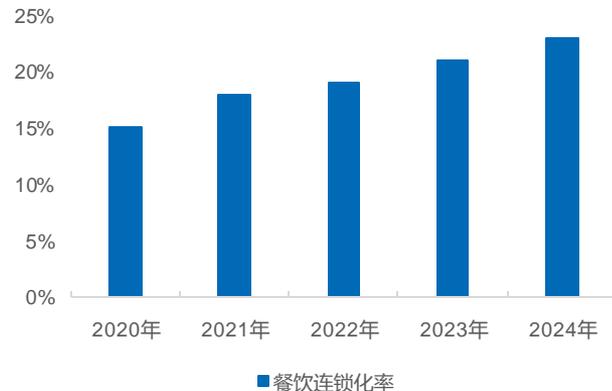
资料来源：欧睿，国金证券研究所

图：21-24年餐饮企业注册数量基本在300万/年



资料来源：企查查，国金证券研究所

图：餐饮连锁化率持续提升

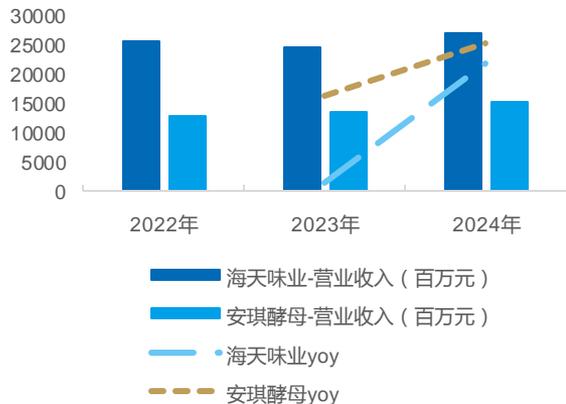


资料来源：美团，国金证券研究所

餐饮链：龙头通过推新、出海仍具备结构性机会

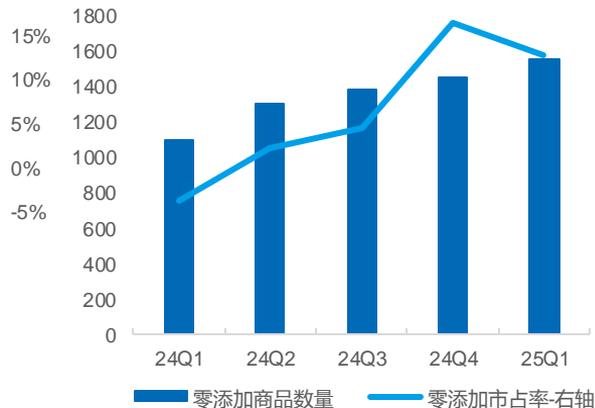
- 从细分板块来看，调味品刚需属性更强，且龙头竞争优势显著，近年来仍实现韧性增长。另外，伴随着C端向零添加、减盐等概念升级趋势，有效与B端形成互补。龙头通过资金优势、规模优势、品牌优势持续在行业中抢占份额，海天味业、安琪酵母24年收入均实现双位数增长，优于行业内多数公司。
- 展望后续，我们认为餐饮链板块内部仍存在结构性机会，一是推新，紧跟C端消费趋势，向健康、零添加、性价比方向进行研发推广，如安井的锁鲜装速冻丸子及纯肉烤肠、海天零添加酱油及复合调味汁、立高的360pro奶油。二是出海，类似海天、安井等龙头企业纷纷推进H股上市计划，走向国际市场，首先抓住东南亚市场机会，因地制宜研发产品。另外安琪酵母已经成功验证出海路径，其22-24年海外市场占比持续提升，目前接近40%；且近年来海外市场维持年复合20%+增长，成为收入增长的主要驱动力。

图：调味品龙头企业收入呈现韧性增长



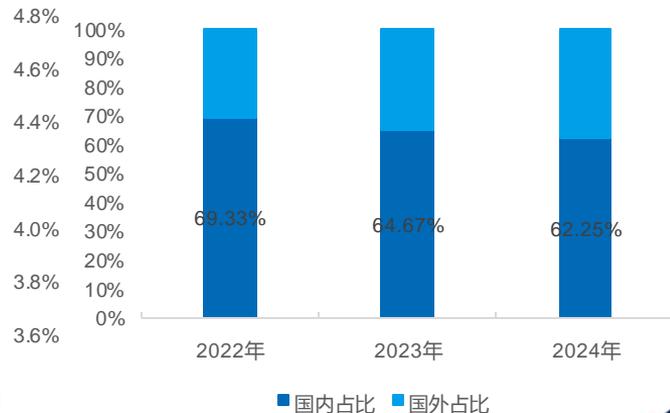
资料来源：各公司公告，国金证券研究所

图：调味品中零添加商品数量和市占率提升



资料来源：马上赢，国金证券研究所

图：安琪酵母海外占比持续提升

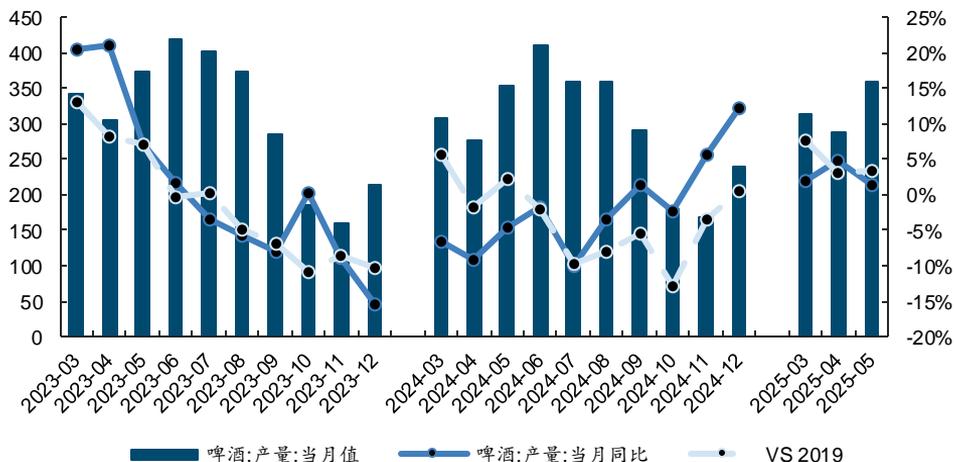


资料来源：安琪酵母公司公告，国金证券研究所

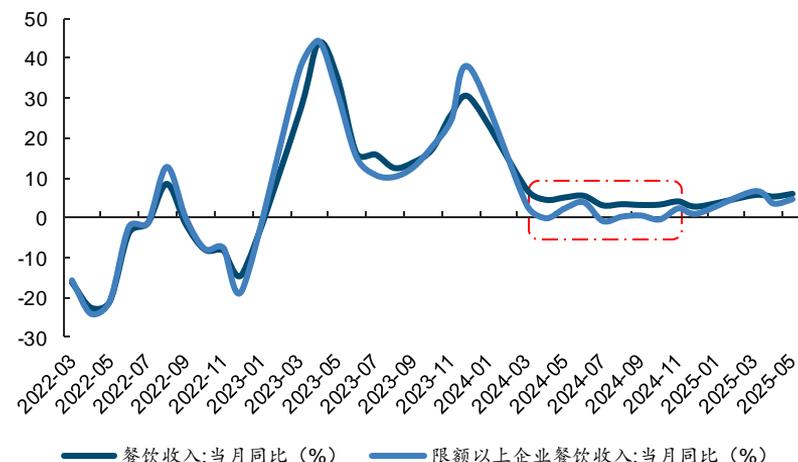
啤酒行业：旺季低基数+餐饮修复有望带动行业销量修复

- 2024年啤酒夏季消费旺季基数相对较低，主要系消费情绪疲软+极端天气干扰致使即饮需求释放不佳。
- 2025年初至今多地通过消费券等形式拉动餐饮在内服务消费复苏，从目前观察来看餐饮消费呈现稳步复苏的态势，但结构中夜场等高端场景仍相对承压。若无极端天气因素扰动，我们预计今年旺季即饮场景修复带动啤酒低基数下销量恢复性增长有不错的确定性，对啤酒酒企EPS构成支撑。

图：2023年至今啤酒行业月度产量（万千升）及同比增速



图：2022年至今月度餐饮收入同比增速情况



即时零售兴起，酒企拥抱新赛道、满足更多元的消费需求

- 当下消费需求的多元化体现在：1.品类多元化；2.渠道多元化。
- 啤酒酒企也在积极拥抱新消费、探索多元化，例如：1.青岛啤酒收购即墨黄酒、以期淡旺季互补，并发力生鲜业务、推动结构提升。2.华润啤酒与歪马送酒达成自营商品代工合作，自营商品淡爽拉格啤酒日均销量稳定突破4万罐。3.燕京啤酒推出倍斯特嘉槟汽水，重庆啤酒推出苍洱橙味汽水、天山鲜果庄园橙味汽水布局饮料赛道等。整体诉求仍是获客、为主品引流培育，并积极拉动消费高端化升级结构提升。

图：华润啤酒与歪马送酒合作产品



图：啤酒酒企积极布局软饮赛道



资料来源：歪马送酒，酒说，大理啤酒，重庆啤酒，国金证券研究所

啤酒行业：看好旺季催化，关注酒企大单品势能再突破

- 从成本端看，酒企对大麦价格完成锁价、预计全年成本端红利兑现度仍会不错，叠加各酒企持续内部提质增效、酒企仍在笃定拉动结构升级，我们预计全年利润端兑现弹性的置信度亦较高。
- 目前正值啤酒销售旺季，销售催化有望推动估值上移。近期对于禁酒令的担忧扩散到啤酒等板块，市场担忧旺季啤酒聚饮需求受影响，目前从渠道跟踪来看多数地区偏大众的聚饮需求受政策扰动影响较低、无需过虑。我们建议关注酒企大单品势能，例如燕京U8 24年825Q1保持30%以上高速增长，大单品势能突破有望带动EPS超预期兑现。

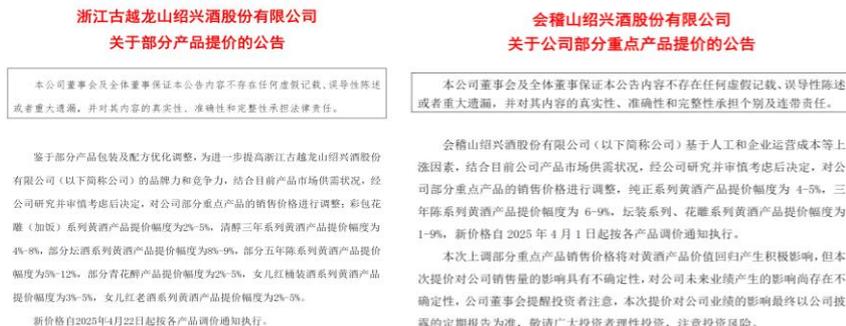
表：重点啤酒酒企盈利预测

公司名称	收入			YOY		归母净利润			YOY		PE	
	24A	25E	26E	25E	26E	24A	25E	26E	25E	26E	25E	26E
青岛啤酒	321	334	344	4%	3%	43	48	52	11%	8%	20	19
燕京啤酒	147	155	162	6%	5%	11	14	17	36%	20%	26	22
重庆啤酒	146	150	153	2%	2%	11	13	13	14%	5%	21	20
珠江啤酒	57	61	65	7%	6%	8	10	11	19%	12%	26	23
华润啤酒	386	402	414	4%	3%	47	52	57	10%	8%	14	13

黄酒行业：消费升级+高端化+新品破圈获客做培育

- 传统黄酒行业的特征为区域型、低价位、消费集中，目前头部黄酒企业主要动作包括：1.拉动升级：措施包括提价+出高价位新品，目的是拉升大众消费的客单价。2.高端化，学习白酒等行业做圈层培育、拔高品牌调性。3.年轻化培育，推出气泡黄酒等新品破圈获客。
- 从产业趋势来看，过去黄酒企业主动作为挖需求、做升级动作较少，主要销售区域江浙沪客单价普遍较低，即使零星头部酒企做提价也缺乏合力。当下黄酒企业主动谋变，对渠道、营销端的重视度明显提升，仅存量客群升级潜力便较足，例如会稽山1743仍保持较好势能，建议持续关注产业逻辑兑现。

图：头部黄酒企业密集提价



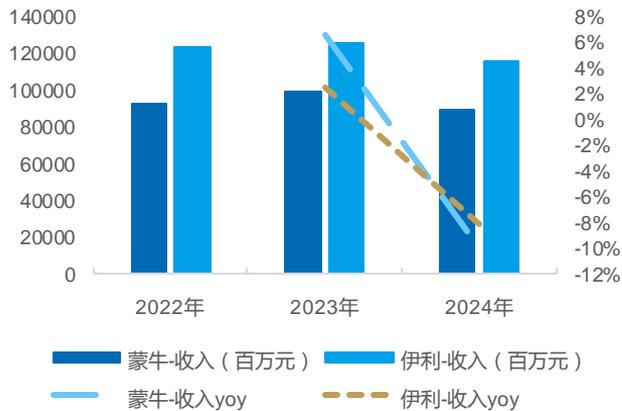
图：头部黄酒陆续推出气泡黄酒等新品



乳制品：需求逐步企稳，供给边际改善

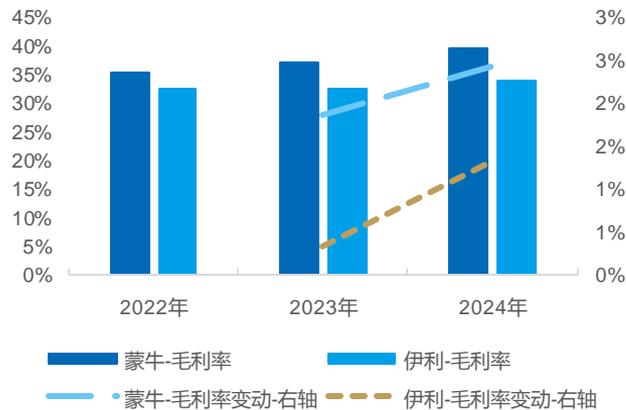
- 受公共卫生事件冲击，乳制品需求持续承压，目前仍处于弱复苏状态。据欧睿，乳制品行业规模自2022年开始呈现较为明显的下行趋势，2024年零售额为3578亿元，同比下滑4.16%。一方面系送礼渠道和场景受限，另一方面自饮决策更加理性，购买频次减少。从龙头收入端表现来看，伊利和蒙牛24年分别下滑8%/10%，呈现出较大的需求压力。
- 原奶价格持续下跌，企业毛利率改善，但终端价格战加剧。23年初以来原奶价格持续下跌，一方面系政策支持奶牛饲养使得上游产能大幅增加，另一方面系需求端偏弱，蛋白产品价格处于弱势。受益于上游原奶价格下降，乳企利润端得到明显改善，24年伊利/蒙牛毛利率分别增长1.3%/2.4%，但伴随着中小企业低价入局、以及渠道此前积累较多库存，行业价格战竞争加剧，终端促销频次加强。

图：24年乳制品龙头企业收入下滑



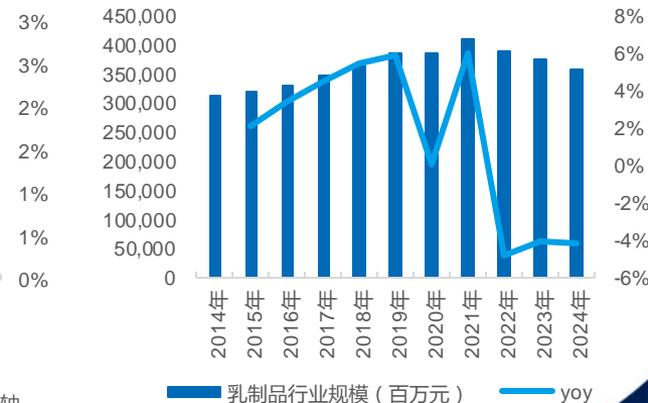
资料来源：各公司公告，国金证券研究所

图：24年乳制品龙头毛利率逐步改善



资料来源：各公司公告，国金证券研究所

图：22-24年乳制品行业大盘呈现收缩态势

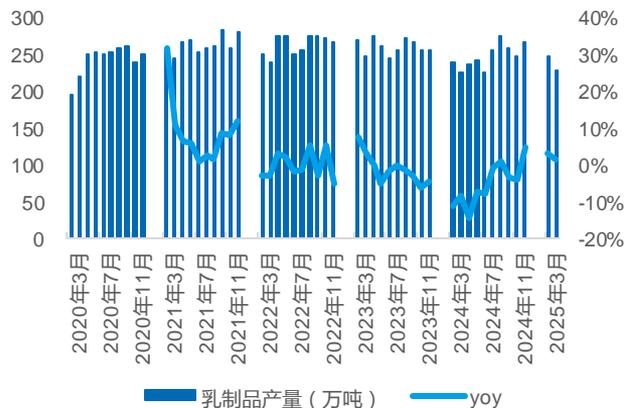


资料来源：欧睿，国金证券研究所

乳制品：供需有望重获平衡，利好龙头业绩修复

- 从供给端来看，上游牧场前期大幅亏损，预计主动减少奶牛存栏量；同时从替代品效应来看，随着牛肉价格提升、肉奶协同效应放大，奶牛屠宰率提升；海外率先进入减产周期，进口大包粉价格提升，替代成本高。尽管步入25年，供需不平衡导致生鲜乳价格持续走低，但同比降幅自25年3月开始收窄，体现上游加速去化信号。
- 从需求端来看，白奶作为蛋白质补充主要来源，仍呈现一定的刚需属性。同时行业面临结构转型，随着冷链物流技术发展以及生产成本下降，低温奶占比持续提升。同时各类乳制品（非液态乳）如黄油、奶酪、奶油等产品应用场景拓展，亦为乳制品行业带来新的增长点。
- 供需有望重获平衡，利好龙头乳企业绩修复。龙头企业在24年主动调整渠道库存、适当喷粉，随着下游库存的消化以及需求端的好转，有望在25年重回增长通道。当下原奶价格仍偏低，大乳企具备上游奶源协同优势，伴随着上一轮资本开支见顶回落，整体利润弹性可同步释放。

图：24年开始乳制品产量逐步下滑



资料来源：国家统计局，国金证券研究所

图：25年生鲜乳市场价格下滑幅度收窄



资料来源：农村农业部，国金证券研究所

图：原奶相关替代品价格开始上涨



资料来源：国家奶牛产业技术网，农村农业部，国金证券研究所

大众品板块重点公司盈利预测

表：大众品重点公司盈利预测

板块	公司	收入 (亿元)			YOY			归母净利润 (亿元)			YOY			PE	
		24A	25E	26E	24A	25E	26E	24A	25E	26E	24A	25E	26E	25E	26E
软饮料	百润股份	30	37	42	-7%	20%	16%	7.2	8.3	10.3	-11%	16%	23%	33	27
	东鹏饮料	158	209	262	41%	32%	25%	33.3	44.7	56.9	63%	34%	27%	37	29
	农夫山泉	429	498	576	0%	16%	16%	121.2	144.3	170.5	0%	19%	18%	27	23
	华润饮料	135	146	158	0%	8%	9%	16.4	19.6	22.1	23%	20%	13%	14	12
休闲零食	洽洽食品	71	72	78	5%	0%	10%	8.5	6.8	8.6	6%	-21%	28%	16	13
	盐津铺子	53	67	83	29%	26%	23%	6.4	8.2	10.3	27%	28%	26%	27	21
	甘源食品	23	26	31	22%	15%	18%	3.8	4.2	5.0	14%	11%	19%	13	11
	劲仔食品	24	28	32	17%	16%	15%	2.9	3.2	3.8	39%	10%	19%	18	15
	三只松鼠	106	133	166	49%	25%	25%	4.1	4.5	6.0	86%	10%	33%	24	18
	万辰集团	323	545	646	248%	69%	19%	2.9	8.0	10.8	扭亏	173%	34%	38	28
	绝味食品	63	56	62	-14%	-11%	11%	2.3	2.2	5.0	-34%	-2%	125%	42	19
卫龙	63	79	95	28%	25%	21%	10.7	13.0	16.1	21%	22%	24%	22	18	
餐饮链	海天味业	269	297	328	10%	10%	11%	63.4	71.2	78.6	13%	12%	10%	32	29
	中炬高新	55	58	66	7%	6%	12%	8.9	9.4	10.9	-47%	5%	16%	15	13
	千禾味业	31	32	34	-4%	4%	7%	5.1	5.4	6.0	-3%	5%	11%	22	20
	颐海国际	65	72	79	6%	10%	10%	7.4	8.2	9.3	-13%	11%	13%	15	13
	涪陵榨菜	24	25	27	-3%	7%	7%	8.0	8.7	9.2	-3%	8%	6%	17	16
	安琪酵母	152	168	186	12%	11%	11%	13.2	16.7	19.1	4%	26%	15%	18	16
	天味食品	35	40	45	10%	15%	14%	6.2	7.4	8.5	37%	18%	15%	16	14
	安井食品	151	163	177	8%	8%	8%	14.8	16.1	18.1	0%	9%	12%	14	12
	立高食品	38	44	50	10%	15%	13%	2.7	3.4	4.1	267%	27%	19%	24	20
宝立食品	27	30	34	12%	14%	12%	2.3	2.8	3.3	-23%	22%	16%	17	15	
乳制品	伊利股份	1158	1193	1245	-8%	3%	4%	84.5	109.4	116.8	-19%	29%	7%	16	15
	蒙牛乳业	887	880	910	-10%	-1%	3%	1.0	50.8	56.9	-98%	4765%	12%	11	10
	新乳业	107	110	117	-3%	3%	6%	5.4	6.9	8.3	25%	27%	20%	23	19
	妙可蓝多	48	54	62	-9%	12%	13%	1.1	2.1	3.0	89%	88%	40%	70	50

来源：Wind，国金证券研究所（注：PE以6月20日收盘价计算，万辰集团、三只松鼠、绝味食品、涪陵榨菜、安井食品、立高食品、伊利股份、蒙牛乳业、新乳业、妙可蓝多为Wind一致预期）
 港股采用1HKD=0.91CNY汇率计算

风险提示

- 宏观经济恢复节奏不及预期。
- 原材料价格上涨风险。
- 区域市场竞争风险。
- 食品安全问题风险。
- 行业政策风险。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题