

# 分化依旧，把握结构性景气

——大众品板块2025年中报业绩综述

王言海、张馨予、范锡蒙



## 核心观点

- **低度酒及饮料：优选高景气。**考虑到现饮渠道复苏斜率暂无显著改善，啤酒板块推荐基本面景气相对较优、业绩具备α的**燕京啤酒、珠江啤酒**，主因区域性龙头非现销量占比高+单品渠道利润周期因素共振下公司收入端α具备一定持续性，其中燕京啤酒得益于改革稳步推进，经营效率持续提升，利润端α更为突出；关注全国性龙头**华润啤酒**，公司经营周期处于较好阶段，因此我们认为在行业外部环境一定承压的背景下公司节奏相对从容，有望持续兑现优于行业的业绩表现，考虑到现金流状况优异后续分红率亦有望持续提升，估值具备修复空间。建议持续跟踪后续现饮渠道需求恢复情况，关注**青岛啤酒/青岛啤酒股份、重庆啤酒**。黄酒板块关注**会稽山、古越龙山**。预调酒板块建议关注**百润股份**。饮料板块推荐高景气细分赛道+持续推进全国化的**东鹏饮料**，关注份额持续修复且25H2业绩有望进一步环比提速的平台型龙头**农夫山泉**，建议关注**康师傅控股、统一企业中国、华润饮料**。
- **调味品及餐供：关注餐饮修复进程。**受下游餐饮需求走弱影响，二季度调味品、餐供收入整体承压，表现优于同行的公司或因新品新渠放量、或因前期调整到位显效。成本端基调中的主要原料大豆、白糖、包材Q2价格延续下行，糖蜜低价原料陆续使用，海天、安琪成本红利释放明显；速冻中白鲢鱼、油脂价格有所上涨，猪肉、鸡肉、小麦粉价格下行，但速冻行业竞争暂未趋缓，各家仍延续一定促销力度。费投上需求偏弱、竞争激烈，行业仍延续投放力度抢占份额。上半年收入端仍实现一定增长，利润端或受益原料价格下行、严控费用的立高、巴比盈利能力表现亮眼，归母及扣非净利率均有提升；延续促销、规模效应有所下降的标的盈利仍有承压。短期看，当前下游餐饮需求仍在弱复苏阶段，阶段性外部扰动下竞争激烈、强调性价比，餐饮供应链由于无库存周期传导影响，与下游餐饮需求恢复高度敏感，后续仍需紧密关注下游餐饮恢复进程。中长期看，后续若餐饮需求回暖，有望带动相关供应链需求，行业规模扩张下餐供龙头凭借自身规模、渠道及研发优势，有望获取更多市场份额，释放增长潜力。后续建议关注：1) 主动布局新渠、渠道扩展显效、单品持续放量的标的；2) 新品开拓进程；3) 具备阿尔法、市场份额持续提升的标的。**推荐安琪酵母、立高食品、安井食品、巴比食品，关注锅圈。**
- **休闲食品：把握结构性品类红利和新渠道机会。**推荐魔芋品类红利延续，海外业务发展势头向上，消费趋势感知敏锐&组织执行效率高，会员制商超、量贩渠道等高势能渠道表现亮眼，子品牌营销（口味联名&代言人&渠道联合）效果显著的**盐津铺子**，关注魔芋品类龙头企业**卫龙美味**；关注山姆等会员制渠道趋势延续，脱骨鸭掌、素食等单品放量，同时深化零食量贩渠道渗透、电商起势，渠道突破&新品发布效果显著的**有友食品**；山姆渠道&量贩渠道高速增长，燕麦成本红利持续兑现，业绩弹性逐步释放的西麦食品；推荐饮料乳品的招商铺货拉动分销业务高增，零食品类、分销业务、日销品占比提升带来毛利、费率的改善，构建性价比之上的差异化的**三只松鼠**；同时，我们也建议关注量贩渠道合作加深，海外新国家导入增长的**甘源食品**以及山姆、胖东来等商超共创，叠加鸣鸣很忙投资收益贡献的**好想你**。
- **风险提示：**消费场景复苏节奏及相关刺激政策效果不达预期；原材料价格大幅上行；公司改革进度不及预期；下游需求恢复不及预期；行业竞争加剧；食品安全风险等。



01

**啤酒：需求较为平淡，收入分化持续**

02

**黄酒：营收稳健增长，龙头求变发力高端**

03

**其他低度酒&饮料：关注新品及威士忌渠道进展**

04

**调味品：表现分化，龙头韧性**

05

**餐供：短期延续承压，积极寻求突破**

06

**休闲食品：景气分化，关注细分品类、渠道机会**

07

**盈利预测**

08

**风险提示**

CONTENTS

# 目录



# 01. 啤酒：需求较为平淡，收入分化持续

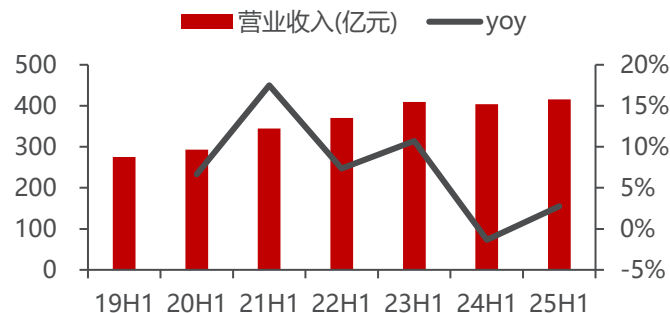
## 1.1 啤酒：需求仍较为平淡，收入分化整体持续

- 25H1，A股啤酒板块营收417.3亿元，同比+2.8%。
- ✓ **量方面**：在现饮需求恢复偏弱的背景下，25H1全国规模以上啤酒企业产量同比-0.3%，根据我们测算，龙头公司销量合计同比约-1.5%左右，主要系百威中国下滑幅度较大，销量同比-8.2%，主要系百威现饮渠道占比相对较高，因此受渠道结构变化影响较大。其余公司销量均正增长，其中珠江啤酒销量在非现饮渠道占比较高且直接受益于广东地区格局变动销量同比+5.1%，青啤、润啤、燕京销量同比增2%左右，重啤同比增1.0%。
- ✓ **价方面**：受下游渠道结构影响，25H1行业整体升级速率复苏不明显，上游成本仍处于下行周期因此提价贡献不大，同时弱需求下行业竞争边际略有加剧反映至货折之中，行业吨价表现较为平淡。其中全国性龙头中，百威中国由于产品结构领先于行业且受现饮渠道弱需求影响较大吨价持续下滑，同比-1.4%，青啤同比微降0.3%，华润同比微增0.4%。区域性龙头中燕京同比增4.8%、珠江同比增2.6%，表现优于行业，重啤则由于产品结构领先于行业叠加非现饮渠道费用增投，吨价同比-1.1%。
- **因此营收横向对比看，行业分化整体持续。** 1) 珠江、燕京收入端呈现 $\alpha$ ，量价均跑赢行业；2) 全国性龙头收入表现均弱于珠江、燕京，其中青啤、华润销量增速有所修复，但预计中低端产品贡献度提升，且货折比例增加，因此吨价增速放缓，百威则承压持续，综合表现与2024年一致，华润>青啤>百威中国；3) 重啤销量表现稳健，但吨价略有承压。

表：啤酒龙头25H1收入及量价表现

25H1	销量 (万千升)	YOY	吨价 (元)	YOY	啤酒收入 (亿元)	YOY
青岛啤酒	473	2.2%	4272	-0.3%	202	1.9%
华润啤酒	649	2.2%	3570	0.4%	232	2.6%
百威中国	/	-8.2%	/	-1.4%	/	-9.5%
燕京啤酒	235	2.0%	3358	4.8%	79	6.9%
珠江啤酒	73	5.1%	4222	2.6%	31	7.8%
重庆啤酒	180	1.0%	4779	-1.1%	86	-0.2%

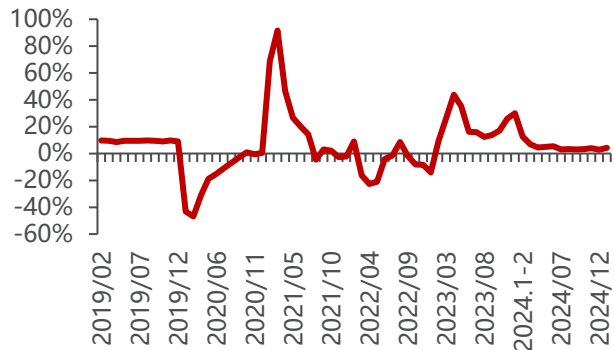
图：A股啤酒企业25H1收入及增速



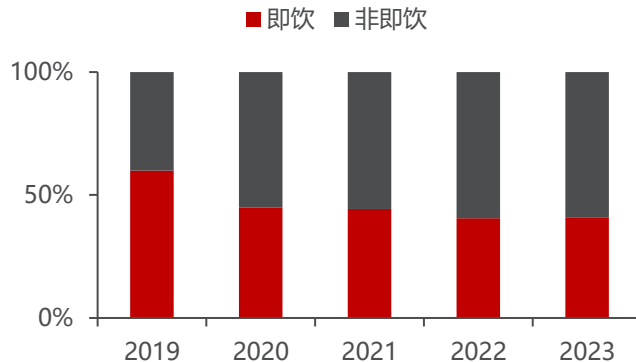
## 1.2 渠道结构差异是龙头收入分化的重要原因，单品生命周期错位亦有影响

- **归因：** 2024年全国性啤酒龙头收入端相对承压，我们认为主要有以下两点影响因素：
  - **1) 渠道结构差异：** Beta角度，2024年下游现饮渠道（餐饮、夜场）恢复较弱，但由于各公司自身渠道占比有所不同，因此量、价受到的影响各异，考虑到啤酒企业往往通过封锁现饮渠道（买店）维持市占率，因此全国性龙头通常现饮占比更高；
  - **2) 单品生命周期：** 酒企中高端大单品渠道利润周期错位引发份额变化，导致酒企自身渠道占比变化趋势与行业Beta变动不一致，从而影响各公司量价表现。
- **销量：** 下游现饮恢复较慢，则现饮占比高的公司在量上受损程度更大；在现饮整体需求偏弱的背景下，部分大单品通过更有竞争力的渠道/终端利润抢夺市场份额，代表单品有喜力、U8、97纯生。
- **吨价：** 由于现饮是封闭式渠道而非现饮是开放渠道，所以通常现饮渠道产品结构好于非现饮、且过往现饮渠道较非现饮升级速率更快，因此现饮恢复较慢对于企业吨价是负向影响，如百威夜场占比高于竞品，其吨价受夜场需求疲软影响最大；企业间份额变化影响同上。

图表：社零餐饮业当月同比增速，2024年餐饮整体复苏缓慢



图表：青岛啤酒分渠道销量占比



## 1.3 啤酒：成本红利释放+费用投入克制，毛销差普遍扩张，利润呈现较好韧性

- 成本端：**伴随澳麦双反政策取消，同时主要包材价格步入下行通道，2024年起行业成本端普遍改善并延续至2025。25H1青啤/华润/百威亚太/燕京/珠江/重庆啤酒吨成本分别同比-3.8%/-4.1%/-0.3%/+2.8%/-3.8%/-2.8%，其中燕京吨成本同比正增长，预计与成本确认节奏有关，全年来看原材料价格下降叠加改革红利，吨成本预计同比下降；华润吨成本改善幅度较大，我们判断与原材料库存消耗节奏有关，24年公司吨成本仅同比-0.2%，其中24H1同比+0.9%，因此25H1改善空间更大。
- 费用端：**下游需求偏弱背景下，旺季行业整体销售费用率稳中有增，但行业竞争格局处于较好阶段，因此酒企整体费用投入较为克制，销售费率增幅可控，其中青啤销售费用率同比仍有改善。华润啤酒未披露啤酒业务销售费率，考虑到整体经营费率同比持平，预计销售费率较为平稳。
- 毛销差：**25H1，啤酒龙头毛销差普遍同比改善，青啤/燕京/珠江/重啤毛销差分别同比+2.2%/+1.6%/+3.4%/+1.0pct，华润预计毛销差亦同比正增长。
- 竞争：**2025年可看到龙头均不同程度强化对份额的诉求，弱需求下行业竞争有一定程度加剧为正常阶段，尤其对于啤酒此类重基地市场、强规模效应属性的行业来说份额是中长期稳健发展的基石，在当前市场发展环境下龙头诉求适当向稳份额倾斜为理性选择。尽管如此龙头并非放弃结构，行业更不是恶性竞争，整体竞争态势是适度、良性的，且当前不同于24年的是需求已逐渐筑底，**对利润影响程度需看行业量价扩容情况，若需求恢复较好则可平滑消化，现景气度为核心跟踪变量。**

表：啤酒龙头25H1利润表现

25H1	吨价 YOY	啤酒吨成本 YOY	啤酒毛利率 YOY	销售费用率 YOY	毛销差 YOY	利润 (亿元/ 亿美元)	YOY	利润率	YOY
青岛啤酒	-0.3%	-3.8%	2.1%	-0.1%	2.2%	36.3	6.0%	17.7%	0.6%
华润啤酒	0.4%	-4.1%	2.4%	/	/	81.3	13.5%	35.1%	3.4%
百威亚太	0.5%	-0.3%	0.4%	/	/	10.1	-8.0%	31.5%	-0.8%
百威中国	-1.4%	/	/	/	/	/	-11.0%	/	/
燕京啤酒	4.8%	2.8%	1.0%	-0.5%	1.6%	10.4	39.9%	12.1%	2.9%
珠江啤酒	2.6%	-3.8%	3.3%	-0.1%	3.4%	5.9	23.3%	18.3%	2.4%
重庆啤酒	-1.1%	-2.8%	0.8%	-0.1%	1.0%	8.5	-3.7%	9.7%	-0.3%

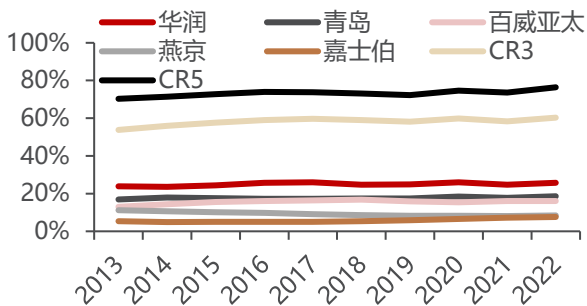
注：为更好反应企业真实盈利，青啤、燕京、珠江、重啤采用扣非归母净利润，百威亚太采用内生口径正常化除息税折旧摊销前盈利、利润单位亿美元，华润啤酒采用啤酒业务不计特别项目未计息税折旧摊销利润)

# 1.4

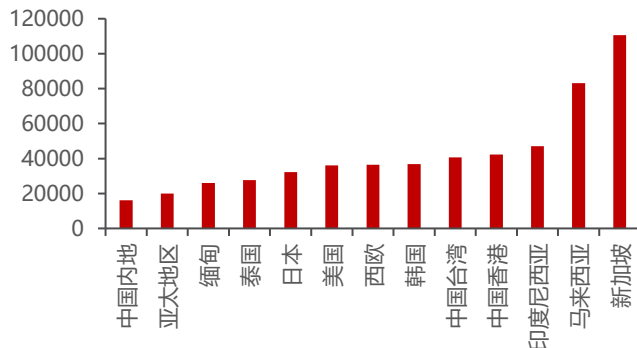
## 啤酒：外部环境影响短期升级速率，行业逻辑及长期趋势未变，关注新产品和新渠道

- 行业竞争格局及态势仍处于较好阶段，行业升级由供需两端共同引导：**寡头垄断+区域割据（多数省份啤酒龙头间呈现或接近“721”格局，底层逻辑为啤酒销售存在运输半径限制，且价位越低产品受该限制越明显）。目前行业竞争格局及态势较好，核心系行业失去量增红利后龙头追求份额效益边际减弱，与此同时行业价增空间仍较大，因此龙头目标统一高端化。基于酒企基地市场中低端价位产品份额稳固，龙头普遍优先选择依托渠道封锁优势积极推动强势市场产品结构升级，同时寻求中高端产品区域拓展机会。目前行业整体竞争态势较为温和，相较于过往的恶性竞争，龙头整体更呈“竞合式”发展，共同推动中高价位产品持续扩容，各家发力价位、区域一定程度有所区隔。
- 外部环境仅影响升级速率，中长期趋势不变。**对标海外成熟市场，我国啤酒行业产品结构及出厂吨价仍有较大增长空间。在当前外部环境下，虽10元以上产品升级速率阶段性放缓（高端消费追求性价比+高端产品更依赖现饮渠道），但目前该部分产品占比较小，8元价格带承接过去6元主流价格带向上升级红利明显，同时主流以下低端品仍可内部迭代。
- 吨价=渠道结构\*单一渠道内部升级速率，龙头积极探索非现饮高端化，加快产品创新&拥抱即时零售渠道。**在当前现饮需求恢复较缓的外部环境下，探索非现饮高端化从而提升非现饮渠道升级速率是企业抵御当前外部市场环境下升级速率放缓、抵消渠道结构负面影响的重要方式。一方面，酒企纷纷加大产品创新，布局低醇/风味化/精酿啤酒等满足消费者多样化、个性化的消费需求，同时积极拥抱即时零售渠道等新兴渠道。据美团数据，2023年酒类即时零售行业规模180+亿元（渗透率1.3%），预计2027年酒类即时零售行业规模超1000+亿元（渗透率6.2%）。

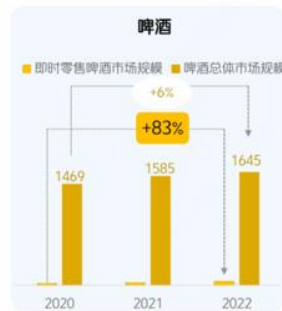
图表：啤酒龙头份额变动边际变化不大



图表：不同国家和地区啤酒零售均价对比（元/吨）



图表：啤酒市场规模及即时零售市场规模（亿元）



**1.5**
**啤酒：单季度财务指标一览**

销量YOY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
华润啤酒		4%		-5%		-3%		-1%		2%
百威中国	7%	11%	0%	-3%	-6%	-10%	-14%	-19%	-9%	-7%
青岛啤酒	11%	3%	-11%	-10%	-8%	-8%	-5%	6%	4%	1%
燕京啤酒	13%	2%	4%	-2%	0%	1%	0%	9%	3%	1%
珠江啤酒	11%	5%	1%	4%	1%	2%	5%	2%	12%	1%
重庆啤酒	4%	6%	5%	5%	5%	2%	-6%	-8%	2%	0%

吨价YOY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
华润啤酒		4%		3%		2%		1%		0%
百威中国	3%	8%	9%	15%	4%	-5%	-2%	-1%	-4%	1%
青岛啤酒	5%	5%	8%	7%	3%	-1%	0%	2%	-1%	0%
燕京啤酒	1%	5%	4%	-2%	1%	8%	0%	-7%	4%	5%
珠江啤酒	7%	6%	4%	-3%	6%	6%	2%	0%	-1%	4%
重庆啤酒	1%	4%	1%	-8%	2%	0%	-2%	-4%	0%	-2%

吨成本YOY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
华润啤酒		-1%		4%		1%		-2%		-4%
青岛啤酒	4%	2%	2%	4%	-1%	-5%	-2%	3%	-3%	-5%
燕京啤酒	-3%	3%	4%	9%	1%	3%	0%	-21%	-5%	6%
珠江啤酒	6%	-1%	3%	8%	4%	-4%	-6%	-2%	-6%	-3%
重庆啤酒	6%	0%	3%	6%	-3%	2%	1%	7%	-1%	-3%

## 02. 黄酒：营收稳健增长，龙头求变发力高端

## 2.1 黄酒：营收稳健增长，龙头求变发力高端化，会稽山表现优于行业

- 25H1，A股黄酒板块营收19.3亿元，同比+3.4%，扣非后归母净利润1.6亿元，同比+6.7%。单25Q2，黄酒板块营收7.7亿元，同比+9.4%，扣非后归母净利润0.1亿元，同比+34.4%。其中，二季度为黄酒传统消费淡季，营收占全年比重较小且单季度利润率低，因此Q2利润绝对值普遍小，亦造成观感增速波动明显。
- 积极求变，会稽山表现优于行业，营收保持双位数增长。**25H1会稽山营收仍维持双位数增长，同比+11%，25Q1/25Q2分别同比+10%/12%，主要得益于公司高端化及年轻化战略显效，25H1公司中高端黄酒/普通黄酒/其他酒营收分别5.2/2.0/0.7亿元，分别同比+7.2%/+2.5%/60.5%，其中其他酒主要系一日一熏贡献，中高端酒得益于1743、兰亭持续放量保持较好增速。25H1毛销差同比-1.9pct，主要系公司处于费用投入阶段，销售费用率同比+7.3pct；毛利率同比+5.4pct，主要系产品结构提振叠加所见开发品SKU优化成本结构，产品聚焦策略效果显著；同时得益于管理（含研发）费用率下降，扣非利润率同比提升。近两年公司通过高举高打的方式换得更高的毛利水平和更大的营收体量，费用率同步提升，毛销差基本平稳，从23年至今财报数据可看出公司战略切实有效。我们认为，未来随着当中高端大单品达到一定体量规模后，自点和消费粘性逐渐形成，公司业绩节奏将迎来拐点，利润进入加速释放阶段。

图表：黄酒龙头25H1收入及利润表现

亿元	2025H1				2025Q2				2025Q1			
	营业收入	YoY	扣非归母净利润	YoY	营业收入	YoY	扣非归母净利润	YoY	营业收入	YoY	扣非归母净利润	YoY
黄酒板块	19.3	3.4%	1.6	6.7%	7.7	9.4%	0.1	34.4%	11.6	-0.2%	1.5	5.2%
古越龙山	8.9	0.4%	0.8	-12.1%	3.5	9.7%	0.2	-23.3%	5.4	-4.9%	0.6	-6.4%
会稽山	8.2	11.0%	0.9	14.6%	3.4	12.4%	0.0	22.4%	4.8	10.1%	0.9	12.7%
金枫酒业	2.2	-9.0%	-0.1	55.4%	0.8	-3.3%	-0.1	46.6%	1.4	-12.0%	0.0	78.5%

图表：黄酒龙头25H1财务数据一览

同比变动 (pcts)	2025H1				2025Q2				2025Q1			
	毛利率	销售费用率	毛销差	管理费用率 (含研发)	毛利率	销售费用率	毛销差	管理费用率 (含研发)	毛利率	销售费用率	毛销差	管理费用率 (含研发)
古越龙山	-0.47	0.09	-0.56	0.05	-2.26	0.76	-3.02	-0.24	0.62	-0.48	1.10	-0.24
会稽山	5.41	7.31	-1.90	-4.03	3.10	8.02	-4.92	-1.10	7.10	6.74	0.36	-1.10
金枫酒业	0.07	-6.68	6.76	0.87	-7.75	-19.14	11.39	3.33	4.60	-0.06	4.67	3.33

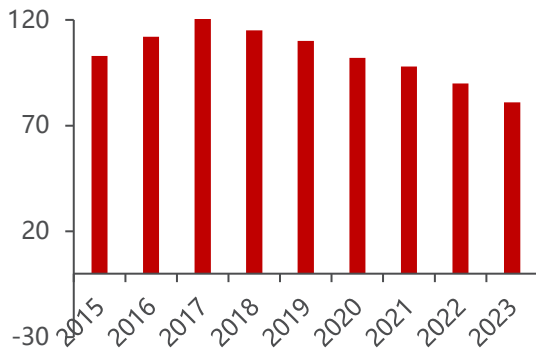
## 2.2 黄酒：历史上市场参与主体、容量持续萎缩，份额向龙头集中

- 我国黄酒行业企业参与主体、容量持续萎缩，预计量跌价平。**根据酒业协会数据，我国黄酒行业销售收入于2016年触顶，规上企业营收达198.2亿元。2023年，我国黄酒规上企业销售收入85.5亿元，较2016年已腰斩下滑57%，CAGR-11%。2023年，我国规上黄酒企业利润总额达15.6亿元，较2016年18.9亿元下滑16%，CAGR-2%。从吨价表现来看，三家上市公司龙头古越龙山、会稽山、金枫酒业2016-2023年吨价CAGR分别为1.6%、3.4%、0.6%，考虑到上市龙头表现较优，我们预计行业容量萎缩以量跌为主，均价增长不明显甚至略有下滑。
- 市场份额向龙头集中。**行业利润增速下滑幅度小于收入，行业利润率有所提升主要系行业存量竞争下，长尾酒企亏损加剧并逐步出清，市场份额向龙头集中，2016-2023年，全国规上黄酒企业数量由112家减少至81家，2023年三家上市黄酒企业酒类营收占比较2016年提升25pcts至43%（其中CR2提升23pcts至36%），利润份额较2016年则提升35pcts至58%。

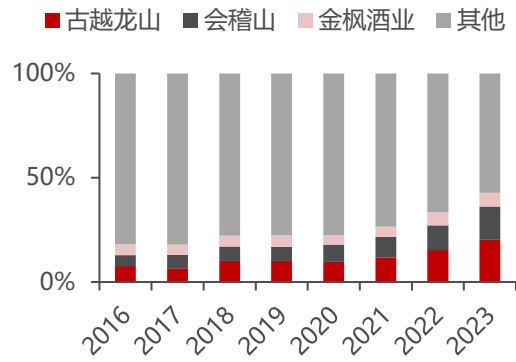
图表：我国黄酒行业规上企业收入及利润（亿元）



图表：我国黄酒行业规上企业数量（家）



图表：我国黄酒行业集中度

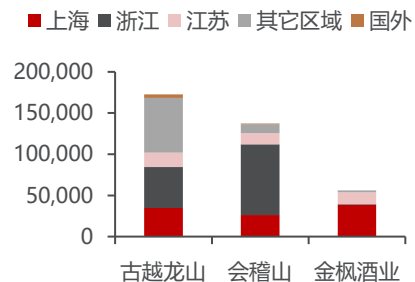


## 2.3 黄酒：价位、区域、人群、场景难以破圈，底层痛点是缺乏高价

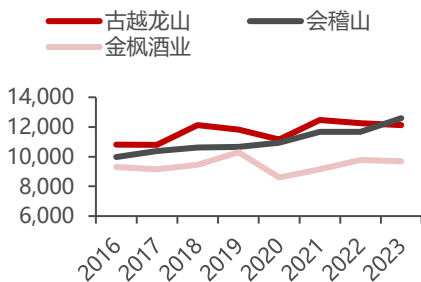
➢ 我国黄酒行业面临产品结构低端、消费区域集中且局限、消费人群老龄化、消费场景单一受限的困局

- 1) 目前市面上主流销售的黄酒多为3-5年陈的产品，终端零售价普遍在10-30元/500ml，23年上市酒企平均吨价仅1.15万元。
  - 2) 销售区域上黄酒高度集中，23年三家上市黄酒企业江浙沪销售占比达77%。
  - 3) 黄酒的消费主力主要集中在45岁以上的男性，消费群体老化明显。
  - 4) 黄酒社交属性偏弱，其饮用场景中家庭生活消费总体占比合计79%，而社交场景消费合计仅21%（其中招待朋友16%，可能仍有部分属于家庭场景的消费），不同于白酒绑定宴席、商务宴请，啤酒绑定烧烤排挡，黄酒难以在国内主流酒精饮用场景下形成消费者强心智占领。
- 黄酒为我国传统饮用酒种，有较好的历史文化和消费基础，但在近十余年的酒精品类竞争中持续处于劣势，逐步被边缘化，目前占酒类市场总量已不到2%，归其原因我们认为：1则行业内产品长期缺乏产品创新、进而提价困难，主销产品售价低、渠道利润空间薄，也就无法支撑酒企推动全国化和年轻化的消费者人群培育，同时也让品类丧失进入宴席、商务宴请等诸多消费场景的可能性；2则酒企运营管理相对白酒、啤酒等行业较为粗放，缺乏系统化的营销体系。后者更多为战术层面归因，行业的底层痛点仍是产品没有高价，从而缺乏可持续的投入支撑，从而陷入低端内卷竞争。因此高端化也是行业恢复增长、重新扩容的重要主线。

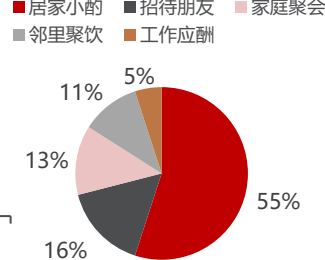
图表： 黄酒上市企业分地区收入情况 (百万元)



图表： 黄酒上市企业吨价情况 (元)



图表： 黄酒消费场景



图表： 行业产品同质化严重，长期缺乏产品创新，提价困难

品牌	产品	价格：元 /500ml	品牌	产品	价格：元 /500ml
会稽山	纯正3年	15	沙洲优黄	红标5年	13.6
	纯正5年	23		低聚糖6年	24.5
	品酒大师8年	19.7	古越龙山	清醇3年	11
3年陈	7.4	清醇5年		19.8	
5年陈	11.1	金3年		11	
金枫-和酒	大开福3年陈	8.2	金5年	22	
	大开福5年陈	11.8	鉴湖	5年陈	15
	金色年华5年陈	19.1	状元红	5年陈	10.7
金枫-石库门	红色峥嵘2001	18.6	塔牌	花雕3年	9.8
	蓝牌1号	28.5		纯正5年	18.8
	红牌1号	23.8		丽春8年	33.5

## 2.4

# 黄酒：内外部因素共振蓄势待发，供给侧积极变革把握机遇，正循环有望强化

- **宏观层面：近年来饮酒趋势朝低度化、健康化方向发展，黄酒的品类属性与之完美契合。**随着我国居民消费水平提高、人口结构发生变化（90、00后成为消费主力军、60、70后年龄提升），酒类行业低度化、健康化趋势显著。一方面社会时代背景变化使得酒类消费的目的由“悦人”向“悦己”倾斜，黄酒凭借其低度、温和的特性与这种追求自我享受的理念天然契合，同时具备健康化属性。
- **行业层面：政策、资金、经销商等外部资源正不断向行业集中。**
  - 1) 政策方面，近几年地方政府更加重视黄酒行业发展，一系列支持政策密集出台，政府调拨专项资金扶持行业发展，鼓励企业研发创新、扩大销售、引进人才。
  - 2) 产业资本方面，青岛啤酒为推动自身多元化发展，拟收购北派黄酒代表企业山东即墨黄酒厂100%股权，后续有望在即墨黄酒品宣推广、渠道销售等方面形成赋能与协同。
  - 3) 随着白酒行业进入调整期，行业呈挤压式增长，白酒市场存量竞争激烈，内部企业分化加剧，白酒经销商投资回报收窄、资金压力较大，急需结构性转型，部分渠道寻求自身转型或寻找其他高毛利产品进行利润补充。

图表：针对支持黄酒行业发展的政策密集出台

时间	文件名	发布单位	主要内容
2021年	《浙江省食品工业“十四五”发展规划》	浙江省政府	明确提出要大力发展黄酒产业，推动黄酒产品的多样化、高端化和品牌化，培育一批具有国际竞争力的黄酒品牌
2021年10月	《绍兴黄酒保护和发展条例》	绍兴市	从黄酒文化传承、生产规范、技术研发、产品创新、产区保护、标准共建、经营秩序、市场环境等多个维度对黄酒产业的保护和高质量发展进行了全方位指导和立体式规范。条例的实施为绍兴黄酒产业的高质量发展提供了坚实的法律支撑。
2023年9月	《关于促进黄酒产业发 展振兴的实施意见》	绍兴市人民政府办公室	2027年基本实现“1522”阶段性目标，即全市黄酒产业年销售收入达到100亿元，在全国市场占有率超过50%，形成2-3家黄酒产业链主企业，绍兴成为黄酒产业最具活力主产区和黄酒文化传承发展引领区。梳理出台保护和振兴发展黄酒产业专项政策。各级财政支持绍兴黄酒区域品牌，市财政每年安排不少于500万资金专项用于支持打响绍兴黄酒区域品牌。积极向上争取相关支持和要素保障；适时统筹各级政府产业基金支持黄酒产业发展壮大。
2024年9月	《绍兴黄酒产业发展振 兴若干政策》	绍兴市人民政府办公室	鼓励标准化体系建设。积极推荐黄酒领域研究项目申报市级及以上科技计划，列入市级产业关键技术攻关计划的，按项目研发投入25%以内的比例给予补助，最高300万元。支持人才培育。对符合条件的黄酒高层次人才，支持推荐申报各级人才计划。对黄酒企业守正创新打造大单品和扩大销售给予奖励。

# 2.5 黄酒：内外部因素共振蓄势待发，供给侧积极变革把握机遇，正循环有望强化

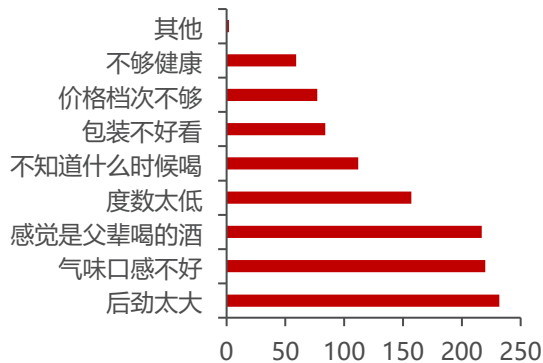
➢ **企业层面：供给侧积极变革，行业龙头率先引领本轮产业变革和黄酒价值重塑，酒企战略协同合力推行高端化、年轻化，后续正循环有望逐步形成并不断强化。**

## 1) 高端化：打破黄酒的价值天花板，重塑价格认知

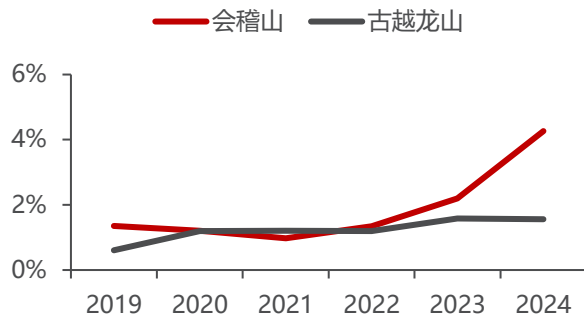
- 1) 科技革新升级工艺解决饮后舒适度问题，同时建立行业分级评分标准体系让好黄酒的价值表达有据可依。
- 2) 产品线梳理，从低端SKU汇量到大单品聚焦，推动结构化升级。
- 3) 生意模式（渠道分润体系）激活，营销模式升级。

**2) 年轻化：打破黄酒的传统老化，突破品类边界。** 客观上高端化的培育周期较长、前置投入较高，年轻化本质是探索通过品类创新驱动行业扩容的可能性，且这种方式往往推广性更强、效率更快。

图表：消费者不愿意喝黄酒的原因



图表：会稽山古越龙山研发费用率



图表：龙头布局高端价位

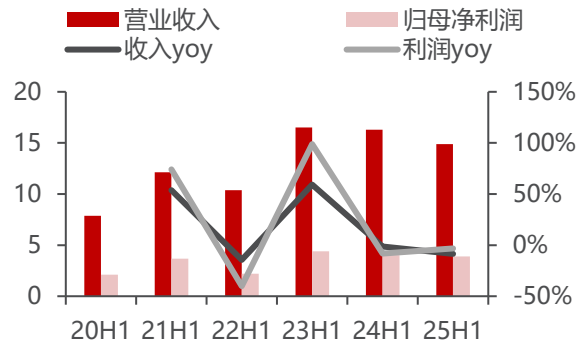
品牌	产品	零售价	酒龄
会稽山	国潮兰亭	699元/L	20年
	大师兰亭	2099元/L	30年
古越龙山	国酿1959青玉	599元/500ml	20年
	国酿1959红玉	1199元/500ml	30年
	国酿1959白玉	1959元/500ml	40年
塔牌	本酒	550元/500ml	13年

### 03. 其他低度酒&饮料：关注新品 及威士忌渠道进展

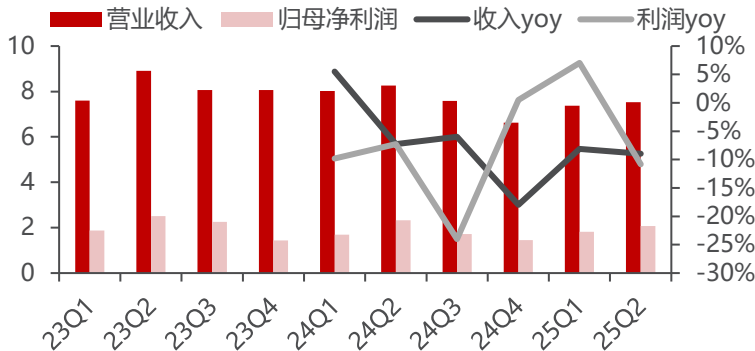
### 3.1 其他低度酒：百润股份预调酒业务短期承压，关注新品及威士忌渠道进展

- 25H1预调酒业务短期承压，利润率保持稳定：**25H1公司营收同比-8.6%至14.9亿元，其中酒类产品营收13.0亿元，同比-9.3%，香精业务营收1.7亿元，同比-3.9%；单25Q2，公司营收同比-9.0%至7.5亿元。预调酒业务短期承压延续，一方面与整体消费需求较为疲软有关系，同时公司主动控货，加强渠道库存管理。利润端，25H1公司毛利率同比+0.3pct至70.3%，期间费用率合计同比-2.5pct，其中销售费用率同比-4.2pct，主要系同期营销广告费用基数较高今年自然回落；管理费用率同比+1.6pct，主要系折摊提升、烈酒业务团队扩张导致职工薪酬支出增加。25H1公司所得税率同比+5.5pct，主要系主要系公司香精业务经营主体调整，高新技术企业资格重新认证，所得税税率阶段性变化，综上25H1公司扣非归母净利润率同比-0.1pct至23.9%，利润率保持稳定。
- 预调酒创新加速，威士忌铺货稳步推进，关注新品表现及威士忌渠道进展。**预调酒作为产品创新驱动市场扩容的行业，企业产品持续推新至关重要，公司不断夯实产品布局，上半年微醺、强爽系列均推出新口味，同时微醺系列推出高创新度的果冻酒产品。在传统“3-5-8”产品矩阵基础之公司近期新推出轻享系列，布局高度数预调酒，有望进一步拓展消费场景及人群。烈酒业务方面，25H1公司推出“百利得”单一调和威士忌系列以及“峡州”单一麦芽威士忌系列产品，已于25H1贡献一定营收增量，目前铺市稳步推进中，后续有望陆续进入更多KA、CVS以及即时零售渠道。关注预调酒新品表现以及威士忌招商及渠道拓展进展。

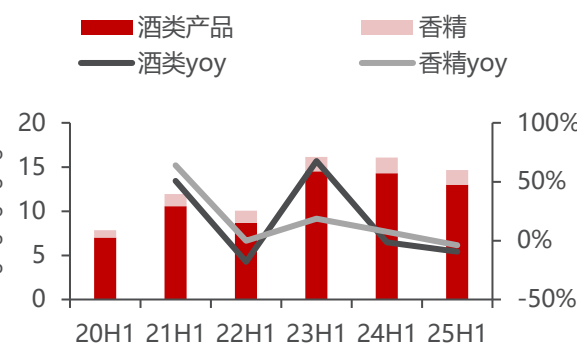
图表：百润股份累季营收及利润表现（亿元）



图表：百润股份单季营收及利润表现（亿元）



图表：百润股份分业务营收及增速（亿元）



## 3.2 饮料：收入分化依旧，东鹏景气突出，农夫份额恢复

- **行业表现分化延续，细分赛道景气度较优。**根据国家统计局数据，25H1我国饮料类商品零售额1620亿元，同比-0.6%，行业整体需求端表现较为稳健，但竞争有所加剧且一定程度受到外卖大战冲击，其中无糖茶、椰子水、能量/运动饮料等部分细分赛道凭借健康化、强功能性特点呈现较好的景气度。
- **横向对比重点软饮料公司，25H1收入端分化持续。东鹏饮料**延续高增势能，25H1营收同比增36.4%至107亿元，一方面能量饮料业务全国化持续推进，同比增21.9%至84亿元，同时电解质水作为第二增长曲线快速放量，同比增213.7%至15亿元。**农夫山泉**25H1营收同比增15.6%至256亿元，其中水/即饮茶/功能饮料/果汁/其他产品实现营收94/101/29/26/6亿元，分别同比+11%/+20%/+14%/+21%/+15%，其中公司包装水业务低基数下迎来修复，份额持续回补，同时无糖茶、功能饮料、果汁亦有亮眼增长。**华润饮料**25H1营收同比-18.5%至62亿元，主要系包装水行业竞争加剧，叠加公司主动去库及渠道调整，公司包装水业务有所承压，同比-23.1%至53亿元，饮料业务同比+21.3%至10亿元。**统一企业中国**饮料业务25H1营收同比增7.6%至108亿元，其中茶饮料/奶茶/果汁/其他产品分别同比+9.1%/+3.5%/+1.7%/65.7%至50.7/34.0/18.2/5.0亿元。**康师傅控股**饮品业务25H1同比-2.6%至264亿元，其中茶类/包装水/果汁类/碳酸及其他产品分别同比-6.3%/-6.0%/-13.0%/+6.3%至106.7/23.8/29.6/103.6亿元。**IFBH**25H1营收同比+31.5%至7.4亿元，其中椰子水营收+33.3%。

图表：重点软饮料企业25H1收入及利润情况

亿元	营业收入			同比变动			净利率			同比变动		
	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2	25H1
东鹏饮料	48.5	58.9	107.4	39.2%	34.1%	36.4%	19.8%	22.3%	21.1%	1.8%	-2.4%	-0.5%
养元饮品	18.6	6.1	24.7	-19.7%	-3.2%	-16.2%	29.9%	11.8%	25.4%	-0.6%	0.9%	-0.9%
承德露露	10.0	3.8	13.8	-18.4%	-6.1%	-15.3%	21.5%	11.3%	18.7%	1.4%	-0.1%	0.8%
香飘飘	5.8	4.6	10.4	-20.0%	0.2%	-12.2%	-4.4%	-18.9%	-10.7%	-7.1%	-5.0%	-7.1%
李子园	3.2	3.0	6.2	-4.3%	-12.6%	-8.5%	19.3%	8.5%	14.1%	1.7%	-0.4%	0.9%
欢乐家	4.5	3.0	7.5	-18.5%	-24.2%	-20.9%	7.2%	-5.5%	2.1%	-7.3%	-5.7%	-6.4%
农夫山泉	/	/	256.2	/	/	15.6%	/	/	29.7%	/	/	1.6%
华润饮料	/	/	62.1	/	/	-18.5%	/	/	13.0%	/	/	-1.8%
康师傅控股	/	/	263.6	/	/	-2.6%	/	/	6.6%	/	/	1.2%
统一企业中国	/	/	107.9	/	/	7.6%	/	/	14.6%	/	/	2.1%
IFBH	/	/	7.4	/	/	31.5%	/	/	20.0%	/	/	-3.1%

### 3.3 饮料：竞争有所加剧，成本红利持续

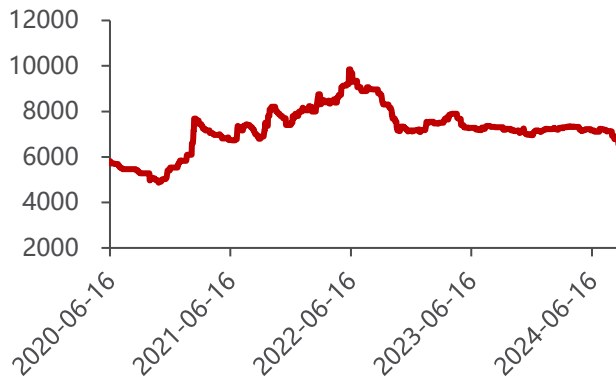
- 成本端看，2025年上半年白砂糖、PET价格仍处于下降通道，带动成本红利兑现至企业报表端，饮料企业毛利率大多有不同程度上行，东鹏/农夫/康师傅/统一25H1毛利率分别同比+0.5/+1.5/+2.5/+1.4pct。其中华润饮料25H1毛利率同比-2.6pct主要系收入下滑导致规模效应减弱同时毛利率较低的饮料业务占比提升，公司主动去库导致费投增加亦有一定影响；IFBH毛利率同比-4.7pct则主要系由于汇率变动。
- 费用端，由于消费需求整体较为疲软行业竞争有所加剧，饮料企业销售费用率普遍上行，其中农夫山泉同比-2.9pct，主要系广告及促销开支下降，同时饮料产品占比提升优化物流费率。

图表：重点饮料企业25H1毛销差表现

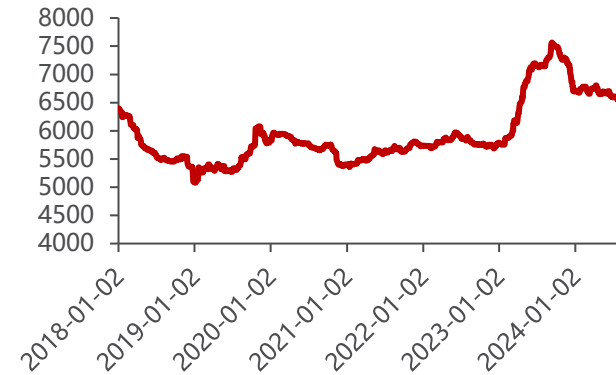
%	25H1			同比变动(pcts)		
	毛利率	销售费用率	毛销差	毛利率	销售费用率	毛销差
东鹏饮料	45.1	15.7	29.5	0.5	0.1	0.4
养元饮品	45.6	13.4	32.3	-1.3	2.6	-3.9
承德露露	46.0	20.3	25.7	4.2	3.6	0.6
香飘飘	29.4	32.0	-2.6	-1.2	3.5	-4.7
李子园	39.9	15.0	24.9	1.6	0.2	1.4
欢乐家	29.5	15.0	14.5	-6.3	-1.3	-5.0
农夫山泉	60.3	19.6	40.8	1.5	-2.9	4.4
华润饮料	46.7	30.4	16.3	-2.6	2.9	-5.5
康师傅控股	37.7	/	/	2.5	/	/
统一企业中国	39.4	/	/	1.4	/	/
IFBH	33.7	3.6	30.1	-4.7	0.4	-5.1

注：康师傅、统一均采用饮料业务

图表：PET现货价格（元/吨）



图表：白糖现货价格（元/吨）



### 3.4

## 投资建议：优选高景气

- **投资建议：**考虑到现饮渠道复苏斜率暂无显著改善，啤酒板块推荐基本面景气相对较优、业绩具备α的**燕京啤酒、珠江啤酒**，主因区域性龙头非现销量占比高+单品渠道利润周期因素共振下公司收入端α具备一定持续性，其中燕京啤酒得益于改革稳步推进，经营效率持续提升，利润端α更为突出；关注全国性龙头**华润啤酒**，公司经营周期处于较好阶段，因此我们认为在行业外部环境一定承压的背景下公司节奏相对从容，有望持续兑现优于行业的业绩表现，考虑到现金流状况优异后续分红率亦有望持续提升，估值具备修复空间。建议持续跟踪后续现饮渠道需求恢复情况，关注**青岛啤酒/青岛啤酒股份、重庆啤酒**。黄酒板块关注**会稽山、古越龙山**。预调酒板块建议关注**百润股份**。饮料板块推荐高景气细分赛道+持续推进全国化的**东鹏饮料**，关注份额持续修复且25H2业绩有望进一步环比提速的平台型龙头**农夫山泉**，建议关注**康师傅控股、统一企业中国、华润饮料**。

图表：重点公司盈利预测一览（2025年9月18日收盘价）

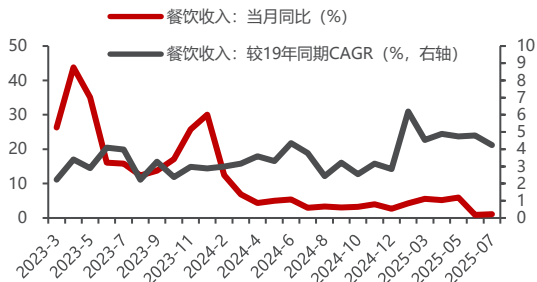
证券简称	股价（元）	归母净利润（亿元）				PE				评级
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
青岛啤酒	67.2	43.4	47.0	50.4	53.5	18	17	16	15	推荐
重庆啤酒	54.3	11.1	12.4	12.9	13.3	24	21	20	20	推荐
珠江啤酒	10.4	8.1	9.7	11.1	12.1	28	24	21	19	推荐
燕京啤酒	11.9	10.6	16.1	19.7	23.2	32	21	17	14	推荐
华润啤酒*	25.2	47.4	56.8	59.4	63.8	17	14	14	13	/
东鹏饮料	295.6	33.3	45.5	58.2	71.3	46	34	26	22	推荐
农夫山泉*	49.1	121.2	145.3	166.6	187.6	46	38	33	29	/
华润饮料*	10.2	16.4	16.3	19.4	22.4	15	15	13	11	/
康师傅控股*	9.9	37.3	42.7	46.9	50.3	15	13	12	11	/
统一企业中国*	7.8	18.5	22.6	25.2	27.7	18	15	13	12	/

## 04. 调味品：表现分化，龙头韧性

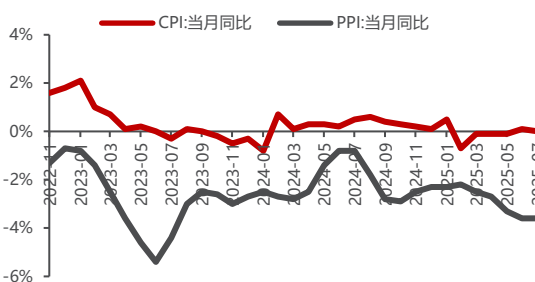
# 4.1 调味品：二季度收入降速，成本红利释放稳住盈利

➤ **板块整体：社零餐饮低速延续、CPI回正，板块收入降速、成本红利释放稳住盈利。** 二季度受禁酒令影响，餐饮低速延续，月度间增速亦环比走弱，计算社零餐饮较19年CAGR，5/6/7月环比-0.2/+0.1/-0.6pcts。收入：24Q4+25Q1/25Q2 SW调味品板块收入同比+7.4%/+4.4%，收入环比降速主因下游餐饮需求走弱、Q2为火锅等业态消费淡季、部分企业Q2进行内部经营调整。利润：24Q4+25Q1/25Q2 SW调味品板块扣非同比+12.6%/10.1%，成本端大豆、白糖、包材等价格延续下行，行业竞争加剧下延续高费投，Q2板块扣非净利率同比+0.9pcts。

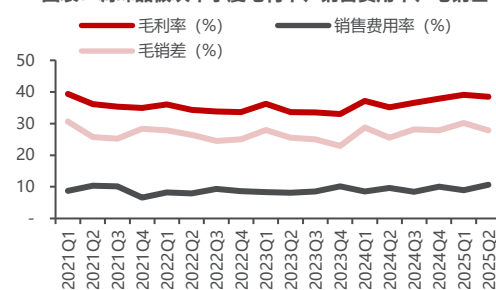
图表：社零餐饮同比增速及较19年同期CAGR



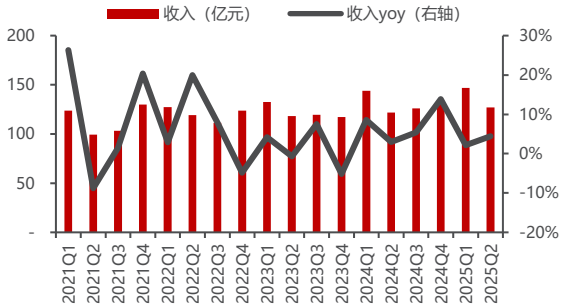
图表：CPI及PPI同比情况



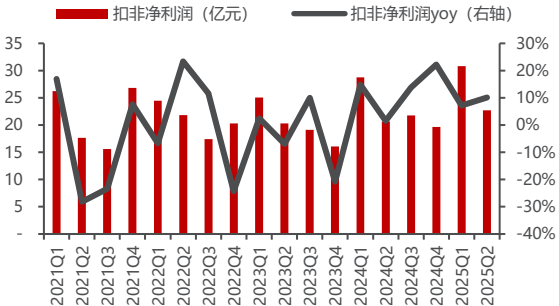
图表：调味品板块单季度毛利率、销售费用率、毛销差



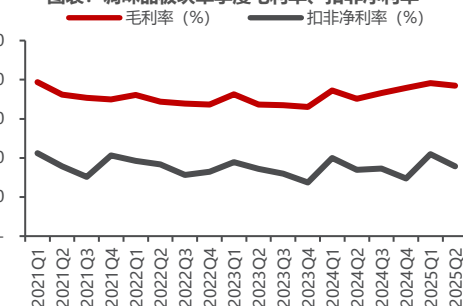
图表：调味品板块单季度收入及增速



图表：调味品板块单季度扣非净利润及增速



图表：调味品板块单季度毛利率、扣非净利率



## 4.2 调味品：表现分化，龙头韧性

➤ **收入端：**整体来看，受下游餐饮需求走弱影响，二季度收入端有所承压，但处于行业龙头地位的海天、安琪实现稳健增长，天味则在Q2库存低位、并表加点滋味后录得较快增长。具体来看，二季度海天在经销商补货下实现稳健增长，安琪二季度国内业务环比改善、海外延续较快增势，中炬因内部调整、千禾舆情影响Q2表现较弱；复调中的宝立增长稳健，日辰受下游客户订单影响增速略有回落。

➤ **利润端：**基调当中主要原料大豆、白糖、包材Q2价格延续下行，糖蜜低价原料陆续使用，海天、安琪成本红利释放明显；费投上由于需求偏弱、竞争激烈，各家仍延续投放力度抢占份额。具体来看，中炬、千禾受收入下滑影响规模效应走弱，恒顺主因24Q2利润低基数。

图表：调味品公司收入、利润表现

	25年中报表现		单季度收入 (亿元)					单季度收入增速				
	25H1收入	25H1增速	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
海天味业	152.30	7.59%	64.62	62.43	65.02	83.15	69.15	7.98%	9.83%	10.03%	8.08%	7.00%
安琪酵母	78.99	10.10%	36.92	37.38	42.85	37.94	41.05	11.31%	27.17%	9.07%	8.95%	11.19%
中炬高新	21.32	-18.58%	11.34	13.28	15.73	11.02	10.30	-11.96%	2.23%	32.59%	-25.81%	-9.11%
千禾味业	13.18	-17.07%	6.94	6.99	7.85	8.31	4.87	-2.53%	-12.63%	-10.30%	-7.15%	-29.86%
涪陵榨菜	13.13	0.51%	5.57	6.57	4.25	7.13	6.00	-3.37%	6.81%	-14.77%	-4.75%	7.59%
恒顺醋业	11.25	12.03%	5.44	5.27	6.65	6.26	4.99	3.36%	5.64%	41.87%	35.97%	-8.22%
天味食品	13.91	-5.24%	6.14	8.97	11.12	6.42	7.49	-6.80%	10.93%	21.57%	-24.80%	21.93%
宝立食品	13.80	8.39%	6.49	6.57	7.21	6.69	7.11	10.29%	4.06%	18.24%	7.18%	9.54%
日辰股份	2.04	8.53%	0.96	1.10	1.07	1.01	1.02	15.58%	6.45%	14.90%	10.50%	6.85%

	25年中报表现		单季度归母净利润 (亿元)					单季度利润增速				
	25H1利润	25H1增速	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
海天味业	39.14	13.35%	15.34	13.62	15.29	22.02	17.12	11.12%	10.50%	17.82%	14.77%	11.57%
安琪酵母	7.99	15.66%	3.72	2.62	3.71	3.70	4.29	17.65%	7.84%	3.60%	16.02%	15.35%
中炬高新	2.57	-26.56%	1.11	2.26	3.17	1.81	0.76	106.95%	32.90%	-89.33%	-24.24%	-31.57%
千禾味业	1.73	-30.81%	0.96	1.01	1.63	1.61	0.13	-14.16%	-22.58%	13.45%	3.67%	-86.66%
涪陵榨菜	4.41	-1.66%	1.77	2.23	1.29	2.72	1.68	-15.58%	17.88%	-23.12%	0.24%	-4.59%
恒顺醋业	1.11	18.07%	0.38	0.26	0.07	0.57	0.54	-24.06%	79.99%	114.03%	2.36%	40.61%
天味食品	1.90	-23.01%	0.71	1.86	1.92	0.75	1.15	-10.90%	64.79%	41.03%	-57.53%	62.72%
宝立食品	1.17	7.53%	0.48	0.65	0.60	0.58	0.58	-46.75%	-13.45%	-0.49%	-4.19%	22.45%
日辰股份	0.35	22.64%	0.16	0.26	0.09	0.18	0.18	20.37%	44.52%	-36.49%	36.86%	11.04%

## 4.3 调味品：表现分化，龙头韧性

- **毛利率：成本红利延续释放，Q2毛利普遍改善。**二季度调味品公司毛利率普遍改善，主因：1) 主要原料如大豆、白糖、糖蜜、青菜头、玻璃瓶、PET、纸箱等Q2价格延续下行趋势，释放成本红利，酱油、酵母、榨菜相关公司毛利端改善明显；2) 部分公司由于产品结构变化带来毛利端优化，如天味二季度B端业务占比下降、宝立空刻占比提升。

图表：调味品公司毛利率表现

	25年中报表现		单季度毛利率 (%)					单季度同比变动 (pcts)				
	25H1毛利率	25H1同比	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
海天味业	40.12%	3.26	36.33%	36.61%	37.66%	40.04%	40.21%	1.60	2.07	5.33	2.73	3.88
安琪酵母	26.09%	1.80	23.92%	21.35%	24.15%	25.97%	26.19%	0.28	-3.62	1.13	1.31	2.27
中炬高新	39.05%	2.42	36.17%	38.82%	45.84%	38.73%	39.39%	3.64	4.95	12.70	1.75	3.22
千禾味业	36.58%	0.97	35.16%	37.54%	40.07%	38.89%	32.64%	-2.28	0.67	4.67	2.93	-2.52
涪陵榨菜	54.15%	3.29	49.18%	56.17%	43.38%	55.96%	52.00%	0.38	10.48	-7.27	3.85	2.82
恒顺醋业	38.41%	1.86	32.46%	35.61%	31.27%	35.50%	42.06%	-4.00	9.47	-2.36	-5.88	9.60
天味食品	38.70%	-0.86	33.33%	38.83%	40.84%	40.74%	36.96%	2.19	0.76	0.54	-3.32	3.63
宝立食品	33.68%	1.61	32.10%	31.28%	35.52%	32.61%	34.68%	-2.38	-1.06	4.57	0.57	2.58
日辰股份	38.27%	0.11	38.05%	39.04%	39.28%	39.21%	37.35%	-2.49	0.61	1.66	0.93	-0.71

图表：调味品核心原料价格变动情况

	黄豆	脱脂大豆 (豆粕)	白糖	玻璃瓶	PET (塑料瓶)	纸箱
	同比增速					
2022-01	4.80%	-5.49%	6.22%	17.28%	39.08%	8.23%
2022-02	2.96%	1.98%	5.26%	6.41%	27.47%	3.50%
2022-03	2.10%	43.27%	5.43%	-3.21%	13.34%	-0.05%
2022-04	7.03%	30.29%	6.02%	-9.63%	19.08%	4.42%
2022-05	11.38%	18.18%	4.77%	-31.37%	27.96%	-2.27%
2022-06	15.93%	20.98%	5.80%	-36.61%	39.13%	-4.18%
2022-07	12.34%	14.36%	3.77%	-48.44%	25.06%	-5.31%
2022-08	12.62%	12.74%	2.52%	-43.73%	23.10%	-10.03%
2022-09	11.18%	24.23%	1.76%	-39.97%	23.24%	-10.57%
2022-10	7.24%	45.80%	1.47%	-32.35%	0.58%	-18.01%
2022-11	3.68%	52.78%	-0.93%	-19.54%	-7.18%	-19.12%
2022-12	1.59%	32.11%	-0.19%	-13.97%	-5.38%	-16.16%
2023-01	-1.61%	22.69%	0.61%	-18.30%	-16.05%	-16.54%
2023-02	-2.79%	6.65%	3.63%	-24.33%	-7.04%	-17.46%
2023-03	-4.56%	-17.19%	5.31%	-20.29%	-10.88%	-23.76%
2023-04	-9.88%	-6.50%	11.25%	-13.31%	-6.97%	-23.61%
2023-05	-15.96%	-0.65%	18.13%	-9.75%	-14.77%	-22.43%
2023-06	-17.96%	-8.33%	20.52%	-9.76%	-23.74%	-22.26%
2023-07	-11.25%	4.55%	22.16%	9.86%	-19.64%	-21.90%
2023-08	-11.02%	9.72%	24.33%	9.64%	-18.34%	-21.03%
2023-09	-11.14%	-3.21%	30.14%	15.99%	-15.46%	-17.81%
2023-10	-15.41%	-19.54%	28.52%	11.96%	-9.85%	-14.14%
2023-11	-14.66%	-22.95%	26.53%	23.20%	-2.21%	-16.05%
2023-12	-13.89%	-17.71%	20.33%	22.81%	-1.86%	-12.62%
2024-01	-15.33%	-22.33%	16.24%	5.88%	-0.43%	-10.79%
2024-02	-17.76%	-25.84%	14.83%	13.94%	-3.82%	-10.12%
2024-03	-14.31%	-15.14%	10.14%	-1.24%	-3.48%	-1.87%
2024-04	-10.79%	-10.40%	3.42%	-13.20%	-6.56%	-5.95%
2024-05	-6.99%	-17.67%	-3.66%	0.91%	-4.29%	-9.85%
2024-06	-9.21%	-14.15%	-7.16%	4.91%	-1.37%	-7.06%
2024-07	-13.16%	-27.24%	-7.95%	-12.30%	-0.83%	-6.78%
2024-08	-16.00%	-37.79%	-10.06%	-22.40%	-4.87%	-5.19%
2024-09	-15.68%	-34.84%	-14.65%	-36.35%	-11.99%	-7.28%
2024-10	-16.05%	-29.72%	-11.90%	-22.77%	-10.46%	-9.97%
2024-11	-19.32%	-27.04%	-12.30%	-24.62%	-12.16%	-4.25%
2024-12	-19.14%	-26.24%	-8.89%	-32.43%	-12.53%	-0.48%
2025-1	-14.44%	-15.11%	-7.15%	-24.00%	-12.27%	0.48%
2025-2	-10.14%	7.04%	-8.07%	-27.18%	-12.77%	-1.37%
2025-3	-8.78%	-0.95%	-6.95%	-25.15%	-15.22%	-4.24%
2025-4	-7.16%	1.82%	-8.33%	-24.18%	-20.94%	-4.58%
2025-5	-6.75%	-1.54%	-7.83%	-37.72%	-16.87%	0.27%
2025-6	-3.51%	-12.41%	-8.55%	-38.45%	-15.15%	0.09%
2025-7	-2.39%	-7.09%	-8.15%	-21.87%	-16.02%	-0.45%
2025-8	0.34%	2.75%	-8.21%	-11.49%	-14.19%	3.07%

# 4.4 调味品：表现分化，龙头韧性

- **费用率：**整体来看，由于餐饮需求承压、竞争激烈，调味品企业仍延续费用投放力度抢占份额，部分企业由于收入规模下滑费效走弱进一步拖累盈利。1) 销售费用率上，受Q2收入规模下降影响，中炬、干禾上升明显，恒顺、榨菜加大促销及市场推广。2) 管理费用率上，受收规模效应走弱影响，干禾费率上升较为明显，其他调味品公司表现相对稳定。
- **净利率：**收入增长稳健毛利稳步提升的海天、安琪兑现盈利改善逻辑、业务结构优化并严控费投的天味Q2利润率提升显著，此外恒顺受去年同期利润低基数影响盈利端改善明显，仍处调整阶段的中炬、干禾盈利有所承压。

图表：调味品公司销售、管理费用率表现

	销售费用率		单季度销售费用率 (%)					单季度同比变动 (pcts)				
	25H1费率	25H1同比	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
海天味业	6.38%	0.38	6.60%	5.58%	6.62%	5.91%	6.95%	1.03	-0.01	1.72	0.41	0.35
安琪酵母	5.58%	0.40	5.49%	5.59%	5.78%	5.58%	5.57%	0.56	-0.10	0.81	0.74	0.08
中炬高新	13.58%	2.77	14.83%	6.26%	8.81%	8.62%	18.88%	6.43	-1.86	-1.85	0.89	4.05
干禾味业	16.13%	2.50	15.96%	14.93%	13.00%	12.46%	22.38%	2.48	2.98	1.07	0.64	6.42
涪陵榨菜	14.87%	2.71	12.09%	17.24%	12.26%	12.94%	17.18%	2.74	5.50	-0.95	0.72	5.09
恒顺醋业	18.14%	1.50	16.32%	18.81%	19.01%	17.15%	19.39%	0.07	6.04	-16.76	0.13	3.08
天味食品	15.67%	1.29	10.70%	7.81%	15.32%	22.26%	10.02%	-0.72	-7.78	-3.15	5.24	-0.67
宝立食品	15.45%	0.50	15.06%	13.14%	14.98%	14.38%	16.47%	0.25	0.93	-0.71	-0.48	1.41
日辰股份	5.00%	-2.52	6.96%	7.10%	12.81%	5.28%	4.72%	-1.21	1.13	2.88	-2.83	-2.24
	管理费用率		单季度管理费用率 (%)					单季度同比变动 (pcts)				
	25H1费率	25H1同比	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
海天味业	2.08%	0.23	2.13%	2.42%	2.74%	1.89%	2.30%	0.15	0.03	0.04	0.28	0.17
安琪酵母	3.43%	0.02	3.13%	3.07%	3.10%	3.49%	3.37%	-0.33	-0.86	0.10	-0.20	0.23
中炬高新	8.10%	1.13	7.75%	7.01%	6.76%	8.07%	8.12%	1.48	1.10	-4.40	1.71	0.37
干禾味业	3.45%	0.48	3.37%	3.86%	0.10%	2.66%	4.80%	-0.80	-0.65	-3.21	0.00	1.43
涪陵榨菜	3.21%	0.05	3.95%	3.13%	7.58%	2.60%	3.93%	0.56	-0.14	2.73	0.04	-0.03
恒顺醋业	4.25%	-1.01	4.50%	5.00%	5.26%	3.86%	4.74%	0.16	-0.04	-0.86	-2.29	0.23
天味食品	6.51%	0.69	6.85%	5.19%	4.83%	7.06%	6.03%	-1.39	-0.73	-0.72	1.99	-0.82
宝立食品	2.36%	-0.07	2.49%	2.36%	3.72%	2.12%	2.59%	-1.38	-0.07	1.26	-0.24	0.10
日辰股份	8.28%	-0.58	7.84%	0.28%	9.62%	9.49%	7.08%	-1.52	-7.95	3.08	-0.44	-0.76

图表：调味品公司归母、扣非净利率表现

	归母净利率		单季度归母净利率 (%)					单季度同比变动 (pcts)				
	25H1净利率	25H1同比	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
海天味业	25.70%	3.31	23.74%	21.81%	23.52%	26.49%	24.75%	0.67	0.13	1.56	1.54	2.01
安琪酵母	10.12%	0.49	10.08%	7.01%	8.67%	9.75%	10.46%	0.54	-1.26	-0.46	0.59	0.38
中炬高新	12.05%	-1.31	9.77%	17.05%	20.15%	16.44%	7.35%	扭亏	3.94	-230.19	0.34	-2.41
干禾味业	13.16%	-2.61	13.77%	14.45%	20.71%	19.33%	2.62%	-1.87	-1.86	4.33	2.02	-11.15
涪陵榨菜	33.57%	-0.74	31.68%	33.91%	30.28%	38.19%	28.09%	-4.58	3.18	-3.29	1.90	-3.59
恒顺醋业	9.83%	0.50	7.07%	5.02%	1.08%	9.03%	10.83%	-2.55	2.07	12.04	-2.96	3.76
天味食品	13.66%	-3.16	11.53%	20.70%	17.29%	11.65%	15.39%	-0.53	6.77	2.39	-8.98	3.86
宝立食品	8.45%	-0.07	7.35%	9.90%	8.29%	8.71%	8.21%	-7.87	-2.00	-1.56	-1.03	0.87
日辰股份	17.30%	3.98	16.54%	23.41%	8.77%	17.42%	17.19%	0.66	6.17	-7.09	3.36	0.65
	扣非净利率		单季度扣非净利率 (%)					单季度同比变动 (pcts)				
	25H1净利率	25H1同比	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
海天味业	25.06%	1.57	22.67%	20.65%	22.38%	25.82%	24.14%	0.46	-0.14	1.35	1.64	1.47
安琪酵母	9.39%	1.09	8.16%	6.51%	7.71%	8.88%	9.86%	-0.30	-0.24	0.20	0.42	1.70
中炬高新	12.33%	-0.63	9.07%	16.01%	7.54%	16.35%	8.03%	-2.74	3.19	2.39	0.42	-1.03
干禾味业	13.00%	-2.50	13.63%	14.35%	19.92%	19.10%	2.59%	-1.95	-1.94	3.47	2.15	-11.04
涪陵榨菜	31.61%	-0.92	29.78%	32.32%	22.41%	36.07%	26.30%	-2.87	4.44	-8.22	1.50	-3.48
恒顺醋业	8.89%	0.78	6.63%	4.59%	1.17%	7.70%	10.39%	-2.34	1.83	12.93	-2.17	3.77
天味食品	11.69%	-2.62	10.26%	19.94%	15.96%	7.92%	14.91%	1.24	7.19	2.52	-9.30	4.65
宝立食品	8.06%	0.27	7.21%	9.04%	7.77%	8.60%	7.54%	-2.12	-2.02	1.53	0.21	0.34
日辰股份	17.20%	2.57	15.99%	22.80%	2.71%	17.33%	17.08%	1.18	6.55	-11.92	4.11	1.09



05. 餐供：短期延续承压，积极寻求突破

# 5.1 餐供：短期延续承压，积极寻求突破

➤ **收入端：**整体来看，受下游餐饮需求走弱影响，二季度餐供企业收入端延续承压，大B端表现优于小B，各家或从产品端、或从渠道端积极寻求突破寻找增量。具体来看，Q2立高受益奶油、商超渠道放量，表现优于行业整体；巴比同店稳步回升、团餐持续增长下录得较高增速；速冻中安井表现相对稳健，三全、千味积极调整寻求突破。

➤ **利润端：**成本方面，二季度白鲢鱼、油脂价格有所上涨，猪肉、鸡肉、小麦粉价格下行；但速冻行业竞争暂未趋缓，各家仍延续一定促销力度。上半年收入端仍实现一定增长，利润端或受益原料价格下行、严控费用的立高、巴比盈利能力表现亮眼，归母及扣非净利率均有提升；延续促销、规模效应有所下降的相关速冻标的盈利仍有承压。

图表：餐供公司收入、利润表现

	25年中报表现		单季度收入 (亿元)					单季度收入增速				
	25H1收入	25H1增速	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
安井食品	76.04	0.80%	37.89	35.33	40.50	36.00	40.05	2.31%	4.63%	7.31%	-4.13%	5.69%
三全食品	35.68	-2.66%	14.12	14.60	15.07	22.18	13.50	-4.74%	-6.46%	-8.14%	-1.58%	-4.39%
立高食品	20.70	16.20%	8.65	9.36	11.18	10.46	10.24	2.80%	-1.11%	21.99%	14.13%	18.40%
巴比食品	8.35	9.31%	4.10	4.47	4.61	3.70	4.65	-1.93%	-0.46%	3.84%	4.45%	13.50%
千味央厨	8.86	-0.72%	4.29	4.72	5.04	4.70	4.15	1.65%	-1.17%	-11.93%	1.50%	-3.12%
味知香	3.43	4.70%	1.61	1.83	1.61	1.73	1.70	-24.94%	-9.19%	-10.40%	4.24%	5.17%

	25年中报表现		单季度归母净利润 (亿元)					单季度利润增速				
	25H1利润	25H1增速	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
安井食品	6.76	-15.79%	3.64	2.44	4.38	3.95	2.81	-2.51%	-36.76%	22.84%	-10.01%	-22.74%
三全食品	3.13	-5.98%	1.03	0.61	1.48	2.09	1.05	-34.36%	-47.02%	-24.91%	-9.22%	1.23%
立高食品	1.71	26.24%	0.59	0.68	0.65	0.88	0.82	0.30%	35.07%	175.96%	15.11%	40.84%
巴比食品	1.32	18.08%	0.72	0.83	0.82	0.37	0.94	75.60%	14.00%	39.23%	-6.13%	31.42%
千味央厨	0.36	-39.67%	0.25	0.22	0.02	0.21	0.14	-3.36%	-42.08%	-94.65%	-37.98%	-42.05%
味知香	0.32	-24.46%	0.23	0.25	0.20	0.20	0.12	-40.12%	-21.81%	-29.78%	3.16%	-46.79%

# 5.2

## 餐供：短期延续承压，积极寻求突破

➢ **毛利率：延续促销稳住份额，毛利普遍承压。**成本方面，二季度白鲢鱼、油脂价格有所上涨，猪肉、鸡肉、小麦粉价格下行；但速冻行业竞争暂未趋缓，各家仍延续一定促销力度，叠加部分公司收入规模下滑规模效应减弱，行业整体毛利端普遍承压。其中巴比因受益猪肉价格下行，Q2毛利端有所提升。

图表：餐供公司毛利率表现

	25年中报表现		单季度毛利率 (%)					单季度同比变动 (pcts)				
	25H1毛利率	25H1同比	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
安井食品	20.52%	-3.39	21.29%	19.93%	25.09%	23.32%	18.00%	1.44	-2.04	-1.25	-3.23	-3.29
三全食品	24.34%	-1.60	24.87%	22.75%	21.48%	25.32%	22.72%	-1.80	-1.81	-1.28	-1.28	-2.15
立高食品	30.35%	-2.25	32.61%	31.34%	29.77%	29.99%	30.72%	-1.09	-0.55	1.58	-2.60	-1.89
巴比食品	27.01%	0.84	26.38%	26.79%	27.51%	25.47%	28.23%	-0.32	-0.13	0.53	-0.45	1.85
千味央厨	23.59%	-1.62	24.95%	22.44%	22.04%	24.42%	22.66%	2.43	0.04	-3.42	-1.03	-2.29
味知香	20.83%	-4.02	24.70%	25.91%	24.33%	22.86%	18.77%	-1.33	-0.34	-2.81	-2.14	-5.93

图表：餐供核心原料价格变动情况

	白鲢鱼：批发价	猪肉：平均批发价	鸡大胸：批发价	小麦粉：平均批发价	肥膘：大宗价	猪板油
	同比增速					
2022-01	21.84%	-52.67%	-8.44%	-	-57.45%	-
2022-02	15.89%	-53.50%	-12.51%	-	-53.85%	-
2022-03	10.73%	-51.28%	-11.57%	-	-55.09%	-
2022-04	0.90%	-42.12%	-4.69%	-	-55.09%	-
2022-05	-6.82%	-24.79%	-7.18%	-	-55.56%	-
2022-06	-12.72%	-7.27%	-1.18%	-	-33.33%	-
2022-07	-18.34%	31.01%	4.36%	-	22.73%	20.01%
2022-08	-20.74%	36.01%	2.38%	6.51%	30.30%	20.46%
2022-09	-16.69%	54.94%	4.58%	1.29%	21.82%	42.15%
2022-10	-18.27%	73.55%	12.94%	8.94%	74.42%	68.27%
2022-11	-17.63%	41.21%	15.84%	7.33%	66.67%	50.94%
2022-12	-12.09%	22.02%	8.33%	4.33%	8.33%	40.50%
2023-01	-9.31%	7.44%	4.06%	7.34%	-20.83%	42.01%
2023-02	-9.62%	5.82%	12.21%	11.26%	-16.67%	21.67%
2023-03	-9.38%	12.79%	14.19%	9.38%	0.00%	21.95%
2023-04	-12.85%	5.36%	10.24%	5.35%	0.00%	51.99%
2023-05	-10.42%	-6.23%	6.17%	3.02%	0.00%	-11.89%
2023-06	-8.20%	-11.50%	-1.27%	4.31%	-8.89%	-28.73%
2023-07	-7.18%	-34.40%	-5.50%	3.44%	-46.30%	-36.40%
2023-08	-5.28%	-22.92%	-3.61%	3.64%	-47.67%	-27.68%
2023-09	-3.36%	-27.58%	-5.43%	4.55%	-38.82%	-22.54%
2023-10	-0.67%	-38.11%	-13.17%	-1.75%	-46.67%	-38.48%
2023-11	-1.84%	-39.92%	-19.59%	-1.12%	-43.33%	-46.66%
2023-12	-4.88%	-31.05%	-18.38%	1.83%	-31.54%	-38.45%
2024-01	-5.00%	-15.68%	-12.42%	-1.35%	-51.26%	-32.41%
2024-02	-2.96%	2.10%	-16.22%	-1.80%	2.86%	-22.15%
2024-03	4.78%	-2.00%	-17.61%	-1.55%	0.00%	-27.94%
2024-04	11.84%	5.99%	-19.95%	-3.48%	4.17%	-16.83%
2024-05	10.84%	7.88%	-17.55%	-3.57%	5.86%	-15.52%
2024-06	9.74%	27.20%	-16.94%	-4.50%	25.00%	9.00%
2024-07	12.24%	29.65%	-15.37%	-3.72%	41.38%	17.25%
2024-08	9.43%	19.86%	-16.71%	-5.48%	38.67%	61.89%
2024-09	8.73%	19.52%	-13.28%	-6.60%	29.84%	01.99%
2024-10	7.08%	16.29%	-9.78%	-6.51%	31.25%	77.6%
2024-11	10.22%	17.57%	-8.13%	-6.85%	16.47%	16.87%
2024-12	11.23%	13.44%	-5.33%	-6.69%	1.12%	13.54%
2025-1	9.14%	13.55%	-6.20%	-8.46%	0.00%	21.33%
2025-2	9.83%	1.10%	-9.73%	-8.19%	0.00%	28.91%
2025-3	6.05%	3.11%	-11.17%	-7.84%	0.00%	30.57%
2025-4	2.10%	1.22%	-16.35%	-3.80%	-9.33%	38.19%
2025-5	0.81%	-0.60%	-16.15%	-2.11%	-11.79%	31.79%
2025-6	-0.72%	-16.31%	-9.48%	-1.98%	-25.61%	72.4%
2025-7	0.33%	-16.91%	-12.89%	-1.60%	-13.20%	48.9%

# 5.3 餐供：短期延续承压，积极寻求突破

- **费用率**：整体来看，下游需求承压、行业竞争激烈，各家速冻企业延续货折促销力度，但费用端加强管控，25H1及25Q2费用端普遍呈现收缩状态。其中立高食品控费成效持续显现，严格执行预算管理及营销费用把控，四费收缩明显；干味央厨因人员扩张、电商渠道增加推广，费用率有所提升。
- **净利率**：上半年收入端仍实现一定增长，利润端或受益原料价格下行、严控费用的立高、巴比盈利能力表现亮眼，归母及扣非净利率均有提升；延续促销、规模效应有所下降的相关速冻标的盈利仍有承压。

图表：餐供公司销售、管理费用率表现

	销售费用率		单季度销售费用率 (%)									
	25H1费率	25H1同比	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
安井食品	5.80%	-0.34	4.85%	6.40%	7.32%	6.73%	4.96%	-0.09	0.29	-0.68	-0.72	0.12
三全食品	12.25%	-0.29	13.04%	15.67%	10.99%	11.97%	12.71%	3.04	2.74	1.21	-0.25	-0.34
立高食品	10.61%	-1.44	12.02%	10.52%	13.50%	10.10%	11.14%	0.05	-2.19	-3.77	-2.00	-0.88
巴比食品	3.96%	-0.73	4.41%	3.96%	4.06%	3.88%	-0.66	-1.11	-1.60	-0.95	-0.53	
干味央厨	6.87%	1.34	5.13%	4.89%	5.65%	8.01%	5.57%	0.48	0.81	0.74	2.12	0.44
味知香	4.44%	-0.71	4.27%	4.06%	3.58%	4.29%	4.60%	0.01	-1.79	-2.15	-1.72	0.33

	管理费用率		单季度管理费用率 (%)									
	25H1费率	25H1同比	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
安井食品	2.72%	-0.48	3.27%	3.53%	3.42%	2.78%	2.66%	1.11	1.39	-0.35	-0.35	-0.61
三全食品	3.25%	0.64	3.79%	3.34%	3.32%	2.25%	4.89%	0.01	0.44	2.56	0.39	1.10
立高食品	5.57%	-1.44	7.47%	6.89%	5.98%	5.41%	5.72%	-0.30	-0.98	-8.92	-1.16	-1.74
巴比食品	7.16%	0.00	6.77%	8.83%	6.37%	7.55%	6.86%	-1.01	2.19	0.62	-0.08	0.09
干味央厨	9.69%	0.82	10.47%	9.26%	10.54%	8.74%	10.77%	1.65	1.19	1.63	0.39	0.30
味知香	6.00%	-1.02	6.50%	7.17%	6.80%	6.58%	5.42%	3.03	1.02	-0.83	-0.95	-1.08

图表：餐供公司归母、扣非净利率表现

	归母净利率		单季度归母净利率 (%)									
	25H1净利率	25H1同比	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
安井食品	8.89%	-1.75	9.61%	6.92%	10.81%	10.96%	7.03%	-0.48	-4.53	1.37	-0.72	-2.59
三全食品	8.78%	-0.31	7.32%	4.19%	9.82%	9.40%	7.75%	-3.30	-3.21	-2.19	-0.79	0.43
立高食品	8.25%	0.66	6.76%	7.25%	5.80%	8.45%	8.04%	-0.17	1.94	15.12	0.07	1.28
巴比食品	15.77%	1.37	17.54%	18.55%	17.83%	10.06%	20.31%	7.74	2.35	4.53	-1.13	2.77
干味央厨	4.04%	-2.51	5.77%	4.71%	0.42%	4.56%	3.45%	-0.30	-3.33	-6.56	-2.90	-2.32
味知香	9.33%	-3.60	14.51%	13.86%	12.27%	11.28%	7.34%	-3.68	-2.24	-3.39	-0.12	-7.17

	扣非净利率		单季度扣非净利率 (%)									
	25H1净利率	25H1同比	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
安井食品	7.93%	-2.30	9.30%	6.48%	8.85%	9.53%	6.50%	-0.14	-3.33	-0.11	-1.65	-2.80
三全食品	6.28%	-1.05	5.05%	3.01%	6.77%	7.40%	4.45%	-4.45	-3.56	-3.09	-1.36	-0.61
立高食品	8.04%	1.08	6.61%	7.11%	5.57%	8.25%	7.83%	0.04	2.64	8.18	0.85	1.23
巴比食品	12.13%	0.63	12.24%	13.17%	13.77%	10.54%	13.40%	1.06	0.81	1.22	-0.11	1.16
干味央厨	3.85%	-2.73	5.84%	4.81%	0.29%	4.46%	3.16%	0.33	-1.41	-6.77	-2.81	-2.68
味知香	7.40%	-5.24	14.09%	13.40%	10.11%	8.98%	5.79%	-3.57	-2.26	-4.79	-2.26	-8.31

## 06. 休闲食品：景气分化，关注细分品类、渠道机会

# 6.1 休闲食品：景气分化，关注细分品类、渠道机会

➤ **收入端：**二季度休闲食品内部景气度分化加剧，打造爆品、把握优质渠道的零食公司在收入端录得亮眼表现，如魔芋放量、山姆订单催化的盐津、卫龙、有友在零食淡季仍实现双位数以上的收入增长；流量增势有所放缓的甘源、劲仔、松鼠收入进入转型调整期。

➤ **利润端：**在原料成本波动、渠道结构调整、行业竞争加剧背景下，休闲食品公司盈利普遍承压，部分公司受益原料成本下降盈利端有所优化。具体来看，洽洽、甘源短期盈利承压，好想你受益红枣原料价格下降盈利端提升明显。

图表：休闲食品公司收入、利润表现

	25年中报表现		单季度收入 (亿元)					单季度收入增速				
	25H1收入	25H1增速	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
盐津铺子	29.41	19.58%	12.36	14.02	14.43	15.37	14.03	23.44%	26.20%	29.96%	25.69%	13.54%
劲仔食品	11.24	-0.50%	5.90	6.42	6.40	5.95	5.28	20.90%	12.94%	11.92%	10.27%	-10.37%
甘源食品	9.45	-9.34%	4.56	5.63	6.52	5.04	4.41	4.90%	15.58%	22.05%	-13.99%	-3.37%
洽洽食品	27.52	-5.05%	10.77	18.59	23.74	15.71	11.81	-20.25%	3.72%	1.99%	-13.76%	9.69%
有友食品	7.71	45.59%	2.54	3.57	2.96	3.83	3.88	2.98%	27.98%	42.92%	39.23%	52.45%
好想你	6.89	15.64%	3.23	3.61	4.92	4.13	2.76	12.66%	-7.44%	-22.73%	-16.44%	-14.42%
三只松鼠	54.78	7.94%	14.29	20.95	34.53	37.23	17.54	43.93%	24.03%	36.35%	2.13%	22.77%
良品铺子	28.29	27.21%	14.35	15.94	16.79	17.32	10.97	-10.43%	-20.81%	-17.95%	-29.34%	-23.57%
来伊份	19.40	8.21%	7.31	7.31	8.47	10.48	8.91	-18.52%	-18.12%	-13.08%	-1.23%	21.92%
卫龙	34.83	8.52%										

	25年中报表现		单季度归母净利润 (亿元)					单季度利润增速				
	25H1利润	25H1增速	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
盐津铺子	3.73	16.70%	1.60	1.74	1.47	1.78	1.95	19.11%	15.62%	33.66%	11.64%	21.75%
劲仔食品	1.12	-21.86%	0.70	0.71	0.77	0.68	0.44	58.74%	42.58%	0.31%	-8.21%	-36.27%
甘源食品	0.75	-55.20%	0.75	1.11	0.99	0.53	0.22	16.79%	17.10%	-13.91%	-42.21%	-70.96%
洽洽食品	0.89	-73.68%	0.96	2.89	2.23	0.77	0.11	7.58%	21.40%	-24.79%	-67.88%	-88.17%
有友食品	1.08	42.47%	0.33	0.45	0.36	0.50	0.58	-0.10%	75.23%	257.97%	16.25%	77.03%
好想你	-0.20	45.25%	-0.49	-0.24	-0.11	0.40	-0.60	-60.07%	-8.28%	-1.75%	216.08%	-22.15%
三只松鼠	1.38	-52.22%	-0.19	0.52	0.67	2.39	-1.01	51.21%	221.89%	32.63%	-22.46%	-441.41%
良品铺子	-0.94	-491.59%	-0.39	-0.05	-0.65	-0.36	-0.57	-195.02%	-325.20%	-494.41%	-157.85%	-48.75%
来伊份	-0.51	-439.60%	-0.46	-0.58	-0.33	0.12	-0.63	-175.58%	-15.47%	-162.18%	-79.72%	-36.07%
卫龙	7.33	18.00%										

# 6.2

## 休闲食品：景气分化，关注细分品类、渠道机会

➤ **毛利率：延续促销稳住份额，毛利普遍承压。**成本方面，二季度棕榈油、葵花籽、魔芋等价格有所上涨，大豆、鹌鹑蛋价格下行，整体看休闲食品公司毛利普遍承压；渠道结构层面，山姆、量贩等低毛利渠道占比提升亦对毛利产生压制。上半年好想你毛利率提升明显，主因红枣原料成本回落、公司规模效应提升。

图表：休闲食品公司毛利率表现

	25年中报表现		单季度毛利率 (%)					单季度同比变动 (pcts)				
	25H1毛利率	25H1同比	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
盐津铺子	29.66%	-2.87	32.96%	30.62%	27.62%	28.47%	30.97%	-3.08	-2.32	-3.44	-3.64	-1.98
劲仔食品	29.45%	-0.96	30.76%	30.06%	30.99%	29.91%	28.93%	4.25	3.26	-1.62	-0.11	-1.83
甘源食品	33.61%	1.34	34.36%	36.80%	35.14%	34.32%	32.79%	-0.57	-0.74	-0.90	-1.07	-1.58
洽洽食品	20.31%	-8.10	24.98%	33.11%	25.83%	19.47%	21.42%	4.42	6.31	-3.46	-10.97	-3.56
友友食品	27.57%	-3.27	30.20%	28.90%	25.69%	27.08%	28.04%	-1.52	1.94	0.92	-4.35	-2.16
好想你	29.50%	4.76	17.62%	23.17%	18.71%	33.97%	22.81%	-2.18	-6.25	-6.81	4.58	5.19
三只松鼠	25.08%	-0.77	21.90%	24.46%	21.77%	26.74%	21.57%	3.24	0.11	1.01	-0.66	-0.33
良品铺子	24.42%	-1.97	26.32%	27.95%	23.83%	24.64%	24.07%	-2.30	0.22	-1.60	-1.78	-2.26
来伊份	32.61%	-6.67	40.94%	39.43%	41.75%	34.64%	30.21%	-0.62	-3.05	0.30	-6.87	-10.73
卫龙	47.16%	-2.60										

图表：休闲食品核心原料价格变动情况

	24度精炼棕榈油		葵花籽：现货价	花生米：现货价	大豆：生产资料价格	鹌鹑蛋	纸箱	包膜
	现货价	同比增速						
2022-01	34.41%	37.57%	-18.76%	4.80%	2.85%	8.23%	11.42%	
2022-02	31.42%	38.14%	-23.86%	2.96%	1.63%	3.50%	5.88%	
2022-03	32.59%	43.61%	-23.47%	2.10%	1.29%	-0.05%	1.46%	
2022-04	31.46%	27.53%	-14.43%	7.03%	10.20%	4.22%	4.75%	
2022-05	33.24%	23.77%	5.38%	1.38%	2.99%	-2.27%	5.09%	
2022-06	32.62%	25.77%	5.09%	5.93%	54.62%	-4.18%	8.11%	
2022-07	38.34%	18.59%	8.88%	2.34%	6.30%	-5.31%	-2.86%	
2022-08	34.49%	11.80%	10.39%	2.62%	64.98%	-10.03%	-6.84%	
2022-09	24.23%	11.38%	13.20%	1.13%	60.32%	-10.57%	-7.99%	
2022-10	38.39%	10.41%	18.87%	7.24%	39.25%	-10.17%	-13.39%	
2022-11	11.70%	8.42%	18.93%	3.68%	23.55%	-19.12%	-10.27%	
2022-12	16.08%	2.56%	23.15%	1.59%	11.25%	-1.62%	-6.83%	
2023-01	-11.69%	2.74%	30.87%	-1.61%	-37.66%	-16.54%	-6.66%	
2023-02	-15.41%	3.93%	28.17%	-2.79%	2.24%	-17.46%	-7.96%	
2023-03	-30.73%	6.82%	44.72%	-4.56%	-0.95%	-23.76%	-10.07%	
2023-04	-36.56%	17.80%	35.20%	-9.83%	2.58%	-23.61%	-8.79%	
2023-05	-32.25%	24.85%	33.75%	15.96%	-7.14%	-22.43%	-9.90%	
2023-06	-32.55%	29.06%	30.72%	17.96%	-26.14%	-22.26%	-10.48%	
2023-07	-40.25%	23.24%	28.72%	11.25%	-30.14%	-21.90%	-1.47%	
2023-08	-35.94%	15.90%	25.35%	-11.02%	-27.93%	-21.03%	4.43%	
2023-09	-22.94%	15.83%	8.21%	-11.14%	-231.9%	-17.81%	2.89%	
2023-10	-17.53%	15.35%	-2.91%	15.41%	-21.60%	-14.14%	-2.88%	
2023-11	-14.85%	13.23%	-11.60%	14.66%	-23.63%	-16.05%	-1.31%	
2023-12	-10.48%	11.03%	-10.94%	13.89%	-15.27%	-12.62%	-2.57%	
2024-01	-11.78%	11.86%	-8.33%	15.33%	51.59%	-10.79%	-0.39%	
2024-02	-9.61%	14.79%	-10.64%	17.16%	-46.85%	-10.12%	-0.95%	
2024-03	-9.10%	20.12%	-14.72%	14.31%	-28.31%	-1.87%	-0.21%	
2024-04	-8.19%	16.94%	-11.75%	10.79%	-21.19%	-5.95%	1.62%	
2024-05	-5.48%	14.65%	-17.82%	-6.99%	-14.48%	-8.85%	7.08%	
2024-06	-1.27%	12.14%	-23.97%	-9.21%	-3.73%	-7.06%	9.04%	
2024-07	4.52%	11.29%	-25.53%	13.16%	-4.73%	-6.78%	4.44%	
2024-08	5.40%	11.55%	-24.57%	16.00%	-1.59%	-5.19%	0.40%	
2024-09	1.03%	12.51%	-21.79%	15.68%	-6.77%	-2.28%	-2.49%	
2024-10	-0.41%	6.26%	-22.07%	16.05%	-9.88%	-9.77%	3.88%	
2024-11	3.62%	9.92%	-11.30%	19.32%	-7.44%	-4.25%	4.73%	
2024-12	3.61%	0.53%	-13.02%	19.14%	-7.90%	-0.48%	9.55%	
2025-1	23.01%	1.65%	-15.80%	14.44%	-19.84%	0.48%	5.40%	
2025-2	21.73%	10.79%	-16.26%	10.14%	18.28%	-1.37%	1.02%	
2025-3	22.62%	9.43%	-15.53%	-8.78%	-4.68%	-4.24%	-0.94%	
2025-4	17.6%	1.25%	-17.29%	-7.16%	-13.22%	-4.58%	-7.99%	
2025-5	3.35%	3.07%	-14.17%	-6.75%	-12.99%	0.27%	-13.01%	
2025-6	10.62%	6.32%	-3.21%	-3.51%	-17.29%	0.09%	-14.64%	
2025-7	8.87%	10.25%	-0.58%	-2.39%	-15.03%	-0.45%	-13.61%	

# 6.3 休闲食品：景气分化，关注细分品类、渠道机会

- **费用率**：费投方面各家零食公司表现仍呈分化状态，处于调整转型阶段的甘源、松鼠、良品销售费用率提升明显；有友由于低费率的山姆渠道放量，费率有所提升；盐津主动控制电商费投，费率有所收窄。
- **净利率**：整体来看，在原料成本波动、渠道结构调整、行业竞争加剧背景下，休闲食品公司盈利普遍承压，部分公司受益原料成本下降盈利端有所优化。具体来看，洽洽、甘源短期盈利承压，好想你受益红枣原料价格下降盈利端提升明显。

图表：休闲食品公司销售、管理费用率表现

	销售费用率		单季度销售费用率 (%)					单季度同比变动 (pcts)				
	25H1费率	25H1同比	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
	盐津铺子	10.57%	-2.70	13.53%	12.13%	11.54%	11.24%	9.84%	2.05	0.29	-1.63	-1.76
劲仔食品	13.81%	1.23	12.09%	12.24%	10.61%	13.36%	14.32%	1.62	0.30	1.63	0.23	2.23
甘源食品	18.56%	5.27	13.55%	11.41%	12.77%	17.34%	19.97%	1.73	1.50	1.68	4.24	6.42
洽洽食品	12.09%	0.60	10.04%	7.86%	9.83%	10.60%	14.07%	1.52	-0.55	0.88	-1.75	4.03
有友食品	8.45%	-3.49	12.11%	9.29%	9.97%	8.88%	8.02%	1.21	-4.51	-4.86	-2.88	-4.10
好想你	21.31%	-1.43	24.10%	22.46%	16.80%	21.10%	21.62%	-1.33	-2.99	-0.48	-0.75	-2.48
三只松鼠	20.43%	2.80	21.10%	19.08%	16.61%	18.67%	24.16%	-0.06	-0.21	0.30	2.41	3.06
良品铺子	24.52%	4.90	23.33%	22.96%	22.64%	23.76%	25.71%	2.84	2.26	2.01	6.32	2.38
来伊份	23.32%	-4.88	32.26%	31.07%	26.04%	21.86%	25.03%	3.24	-0.88	-0.98	-3.53	-7.23
卫龙	15.14%	-1.04										

	管理费用率		单季度管理费用率 (%)					单季度同比变动 (pcts)				
	25H1费率	25H1同比	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
	盐津铺子	3.55%	-0.96	4.79%	3.11%	4.47%	3.44%	3.67%	0.67	-1.34	-0.29	-0.79
劲仔食品	4.32%	0.89	3.41%	3.40%	4.35%	4.05%	4.64%	-0.31	-0.37	-0.36	0.16	1.23
甘源食品	5.15%	1.39	4.11%	3.74%	3.73%	4.87%	5.46%	-0.27	0.29	0.53	1.39	1.36
洽洽食品	5.72%	0.51	7.67%	3.94%	3.54%	4.64%	7.14%	2.03	-0.37	0.69	0.90	-0.53
有友食品	3.15%	-0.83	4.30%	3.22%	6.07%	3.13%	3.17%	-0.20	-0.67	-2.09	-0.56	-1.13
好想你	6.88%	-0.96	9.91%	6.95%	4.76%	6.42%	7.55%	-0.25	-0.63	-2.30	-0.06	-2.35
三只松鼠	2.85%	0.90	3.53%	2.52%	2.02%	1.76%	5.16%	-1.73	-0.45	-0.53	0.43	1.63
良品铺子	3.80%	-1.76	6.75%	4.03%	3.44%	3.00%	5.06%	1.40	-1.86	-2.51	-1.86	-1.69
来伊份	10.79%	-1.47	14.71%	16.17%	13.20%	10.94%	10.63%	0.12	-0.12	3.04	0.35	-4.08
卫龙	5.77%	-2.47										

图表：休闲食品公司归母、扣非净利率表现

	归母净利率		单季度归母净利率 (%)					单季度同比变动 (pcts)				
	25H1净利率	25H1同比	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
	盐津铺子	12.67%	-0.31	12.93%	12.39%	10.18%	11.59%	13.86%	-0.47	-1.13	0.28	-1.46
劲仔食品	9.96%	-2.72	11.83%	11.11%	11.97%	11.34%	8.41%	2.82	2.31	-1.39	-2.28	-3.42
甘源食品	7.89%	-8.08	16.49%	19.66%	15.19%	10.47%	4.95%	1.68	0.25	-6.34	-5.11	-11.53
洽洽食品	3.22%	-8.40	8.95%	15.57%	9.41%	4.92%	0.96%	2.31	2.27	-3.35	-8.28	-7.98
有友食品	14.07%	-0.31	12.91%	12.63%	12.21%	13.14%	14.99%	-0.40	3.41	7.33	-2.60	2.08
好想你	-2.88%	1.51	-15.14%	-6.78%	-2.29%	9.65%	-21.61%	-4.48	-0.98	-0.55	7.10	-6.47
三只松鼠	2.53%	-3.18	-1.30%	2.46%	1.93%	6.42%	-5.73%	2.54	1.51	-0.05	-2.04	-4.43
良品铺子	-3.31%	-3.92	-2.69%	-0.28%	-3.90%	-2.09%	-5.23%	-5.22	-0.38	-3.36	-4.64	-2.55
来伊份	-2.61%	-3.45	-6.34%	-7.88%	-3.85%	1.19%	-7.08%	-4.47	-2.29	-9.24	-4.59	-0.74
卫龙	21.05%	-0.09										

	扣非净利率		单季度扣非净利率 (%)					单季度同比变动 (pcts)				
	25H1净利率	25H1同比	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
	盐津铺子	11.36%	0.27	10.92%	10.81%	9.96%	10.16%	12.67%	-2.35	-2.21	0.91	-1.10
劲仔食品	7.74%	3.10	10.86%	10.40%	11.19%	8.96%	6.36%	2.87	3.79	-2.27	-1.85	-4.50
甘源食品	6.72%	7.13	13.34%	18.37%	14.34%	9.09%	4.02%	1.01	1.00	-5.20	-5.16	-9.33
洽洽食品	1.57%	8.19	5.71%	14.78%	9.06%	3.70%	-1.27%	1.46	2.24	-3.21	-8.46	-6.98
有友食品	12.04%	0.55	10.29%	12.24%	7.10%	11.38%	12.68%	-1.85	4.84	7.09	-1.22	2.39
好想你	2.48%	6.93	-15.76%	-7.51%	-3.47%	7.08%	-4.40%	-0.94	-6.67	-2.77	4.14	11.36
三只松鼠	0.93%	3.57	-2.43%	1.82%	1.53%	4.36%	-6.36%	3.94	1.09	0.89	-2.86	-3.93
良品铺子	-4.21%	4.40	-3.30%	-0.67%	-4.27%	-2.32%	-7.19%	-4.35	-0.56	-1.50	-4.56	-3.88
来伊份	-2.92%	2.42	-7.67%	-9.07%	-1.76%	0.51%	-6.95%	-4.52	-1.67	-6.18	-3.94	0.72

## 07. 盈利预测

# 7.1 盈利预测

图表：部分食品饮料行业公司盈利预测

证券简称	股价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE				评级
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
青岛啤酒	67.2	43.4	47.0	50.4	53.5	18	17	16	15	推荐
重庆啤酒	54.3	11.1	12.4	12.9	13.3	24	21	20	20	推荐
珠江啤酒	10.4	8.1	9.7	11.1	12.1	28	24	21	19	推荐
燕京啤酒	11.9	10.6	16.1	19.7	23.2	32	21	17	14	推荐
东鹏饮料	295.6	33.3	45.5	58.2	71.3	46	34	26	22	推荐
海天味业	39.8	63.4	71.1	77.9	85.4	36	32	30	27	推荐
安琪酵母	39.5	13.2	15.8	18.4	21.2	26	22	19	16	推荐
中炬高新	18.7	8.9	7.4	8.5	9.4	16	20	17	15	推荐
天味食品	11.6	6.2	6.1	6.8	7.4	20	20	18	17	推荐
安井食品	73.3	14.8	15.4	17.1	19.0	16	15	14	12	推荐
千味央厨	38.3	0.8	0.8	0.9	1.0	44	49	42	37	推荐
三全食品	11.2	5.4	5.2	5.5	5.8	18	19	18	17	推荐
立高食品	43.8	2.7	3.6	4.3	5.0	28	20	17	15	推荐
巴比食品	22.8	2.8	2.9	3.2	3.5	20	19	17	16	推荐
盐津铺子	69.9	6.4	8.2	10.9	13.8	30	23	18	14	推荐
甘源食品	56.2	3.8	2.4	2.8	3.3	14	22	18	16	推荐
洽洽食品	22.0	8.5	4.0	5.4	6.7	13	28	21	17	推荐
三只松鼠	25.5	4.1	5.0	7.0	8.8	25	20	15	12	推荐
佳禾食品	13.0	0.8	0.4	1.6	2.0	70	136	37	30	推荐

## 08. 风险提示

- **消费场景复苏节奏及相关刺激政策效果不达预期：**消费场景复苏节奏及相关刺激政策效果不达预期将影响行业企业业绩，居民收入现金流、投资收益预期等下降也将导致居民消费意愿降低；啤酒行业场景修复节奏，如商务聚饮、餐饮消费修复不及预期或将影响终端动销，导致渠道库存周转压力加大，影响价格体系，渠道利益价值链条受损，价格走低；
- **原材料价格大幅上行：**食品行业原材料多为农副产品、肉类等，易受自然条件、市场供求等因素影响，其价格存在一定的波动性，行业采购成本存在随农副产品市场价格波动而变动的风险，若未来原材料价格大幅波动上行且无法及时消除原材料价格波动造成的不利影响，将对企业盈利能力和财务状况产生不利影响。
- **公司改革进度不及预期：**公司结合自身情况对产品及渠道进行改革，进展不及预期或将影响公司业绩，如低度酒饮市场培育对公司人力财力资源长期持续投入依赖度较高，如市场开拓进度不达预期，将影响黄酒等企业业绩增速。
- **下游需求恢复不及预期：**啤酒行业下游销售渠道中，餐饮、夜场现饮渠道占据较高比例，且现饮渠道是企业进行产品结构升级的重要抓手，若下游渠道景气需求恢复较慢将对行业升级速率产生负面影响。
- **行业竞争加剧：**若居民消费需求恢复不及预期，将引发行业竞争加剧，从而对企业盈利能力产生负面影响
- **食品安全风险：**采购、生产及流通环节可能存在一定食品安全风险，企业层面无法完全管控；此外，行业层面若发生重大食品安全事故等会使消费者产生舆论危机、信任危机，对行业内企业的业绩产生负面影响。

# THANKS 致谢

## 民生食饮：



**分析师 王言海**

执业证号：S0100521090002  
邮箱：wangyanhai@gms.com.cn



**分析师 张馨予**

执业证号：S0100523060004  
邮箱：zhangxinyu@glms.com.cn



**研究助理 范锡蒙**

执业证号：S0100123090030  
邮箱：fanximeng@glms.com.cn

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦7层； 200082  
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005  
深圳：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场1座10层 01室； 518048

## 分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐 相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐 相对基准指数涨幅5% ~ 15%之间
		中性 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避 相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐 相对基准指数涨幅5%以上
		中性 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避 相对基准指数跌幅5%以上

## 免责声明:

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。