

# 2025年四季度食品饮料行业投资策略

## 底部蓄能，强者恒强

行业研究 · 行业专题

食品饮料

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

S0980523090001

证券分析师：杨苑

021-60933124

yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090003

证券分析师：柴苏苏

021-61761064

chaisusu@guosen.com.cn

S0980524080003

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

S0980525070005

联系人：王新雨

021-60875135

wangxinyu8@guosen.com.cn

# 核心结论：底部蓄能，强者恒强

- **市场回顾：**受内需和消费者信心不足影响，今年以来食品饮料板块跑输指数，A股和H股累计上涨1%，其中，A股食品饮料（申万）下跌4.7%，明显跑输沪深300（+17.9%）；H股食品饮料（申万）上涨29.5%，跑输恒生指数（+34%）。
  - ✓ **品类分化，强者恒强。**二季度以来酒类受政策影响，股价持续承压，其中贵州茅台、酒类（剔除贵州茅台）较年初分别下跌5.5%和下跌5.8%。大众品出现改善迹象，龙头效应明显，前三季度上涨13.4%，饮料（农夫山泉、东鹏饮料等）、零食（卫龙美味、盐津铺子）表现最好。
  - ✓ **改革赋能，热点增多，底部信号增强。**今年以来，不少公司积极进行渠道、产品、组织改革，通过数字化重塑产业生态，效果初显，生育补贴、椰子水、无糖茶、魔芋零食、气泡黄酒、珍酒李渡·大珍新模式、酒鬼酒·自由爱等热点增多，板块底部信号增强。
- **展望四季度：**随着二季度酒类消费政策影响逐步变弱，酒类、餐饮供应链等需求步入进入复苏阶段，供给端也将出现积极信号，比如白酒产区政府降速共识形成，我们认为四季度飞天茅台价格等板块核心景气指标均有改善空间。
- **投资建议：**从历史经验来看，四季度宏观政策密集，在基本面低基数、资本市场低预期、机构持仓较低、美联储降息预期的背景下，任何供需两端的变化均有可能催化股价上行，比如白酒经销商大会释放降速预期，我们看好四季度板块投资机会，建议关注以下几个方向：
  - ✓ **政策敏感度较高的白酒、餐饮供应链（预制菜），**推荐贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、迎驾贡酒、海天味业、巴比食品、颐海国际、第一太平、千味央厨、安井食品等。
  - ✓ **强者恒强，**推荐农夫山泉、东鹏饮料、燕京啤酒、卫龙美味、盐津铺子、伊利股份等。
- **风险提示：**需求复苏慢于预期等风险、白酒、乳品等持续增加供给导致价格大幅下跌风险、食品安全问题带来的舆论风险等。

01

**市场指标：**交易量、持仓量和估值均处于历史较低水平

02

**基本面：**交易策略、行业景气度及三季度前瞻

03

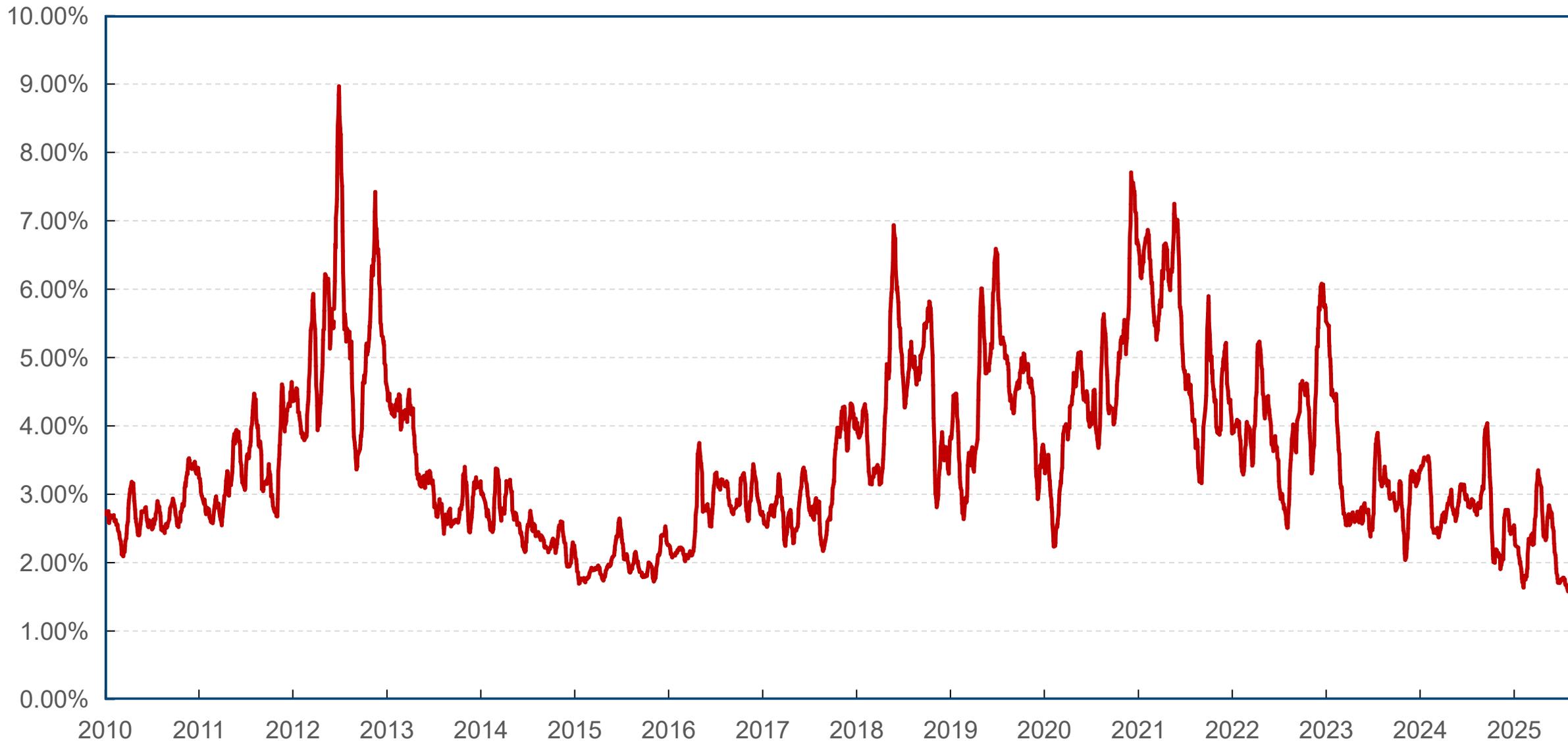
**推荐公司基本面更新**

01

市场指标：交易量、持仓量和估值均处于历史较低水平

# 交易指标：食品饮料板块在A股的交易额占比降至2%以内，与2015-16年接近

图表：食品饮料板块A股交易额占比变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

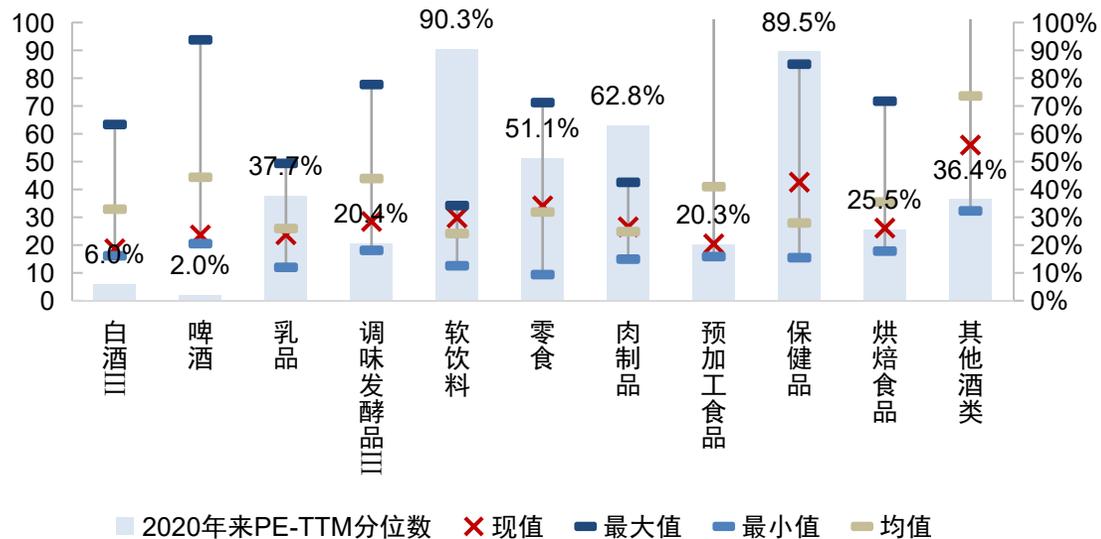
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 估值：食品饮料PE自2021年震荡回落，白酒/啤酒/调味品等处于历史较低分位数

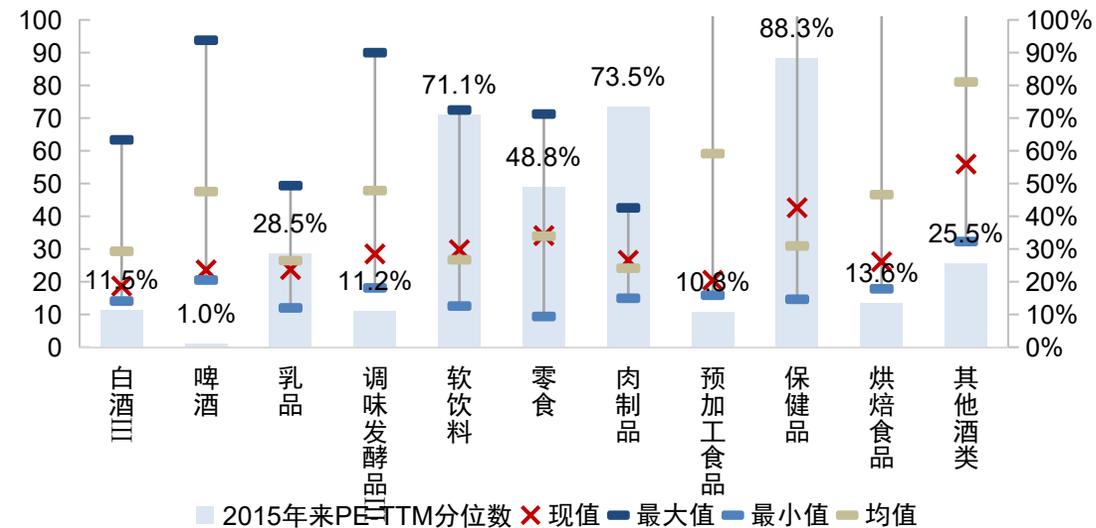
图表：茅台、除茅台外白酒、大众品2015年来PE-TTM走势



图表：食品饮料各子板块2020年来PE-TTM分位数



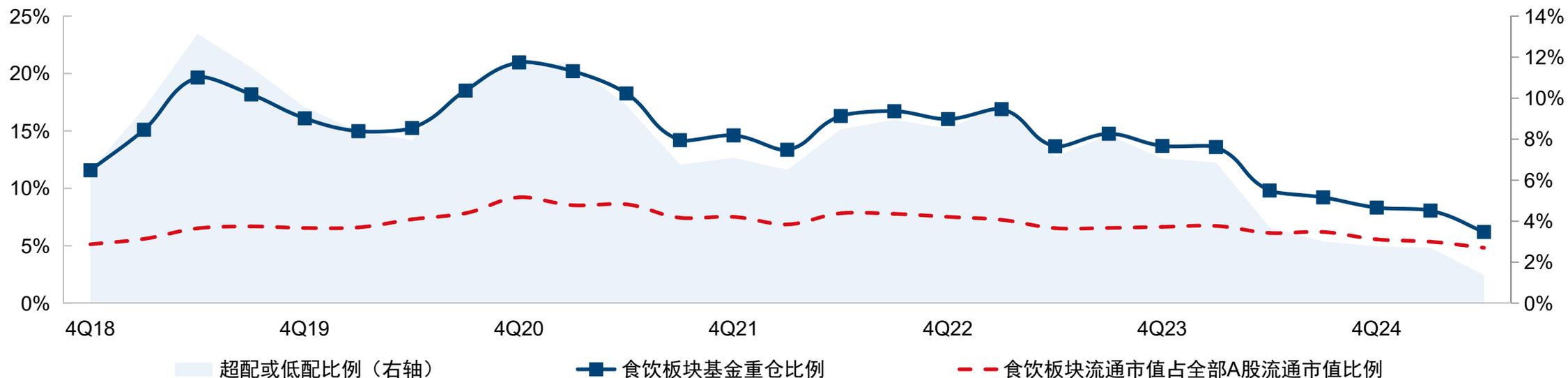
图表：食品饮料各子板块2015年来PE-TTM分位数



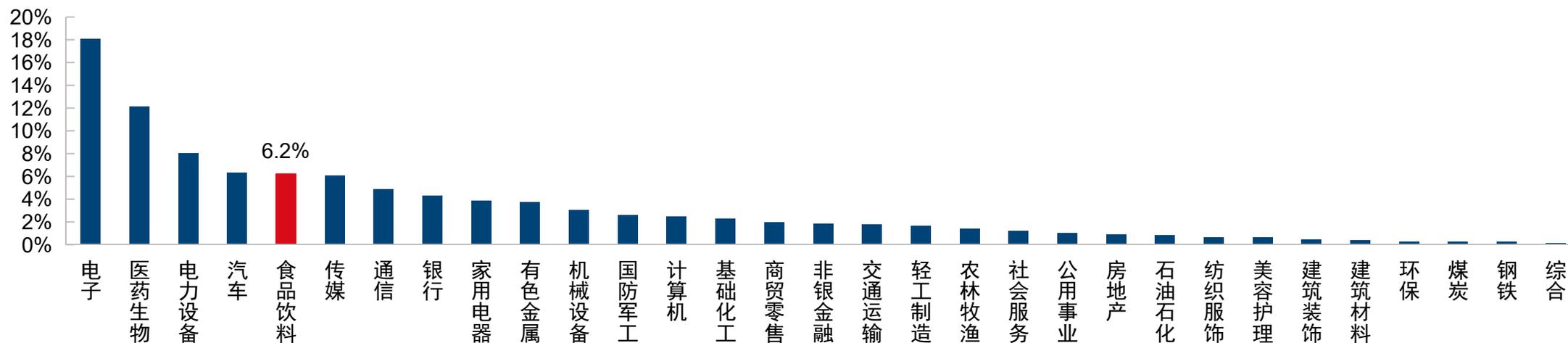
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2025/9/26

# 持仓结构：食品饮料板块持仓持续下降，截止2Q2025重仓比例约为6.2%

图表：食品饮料板块基金重仓比例以及超配比例



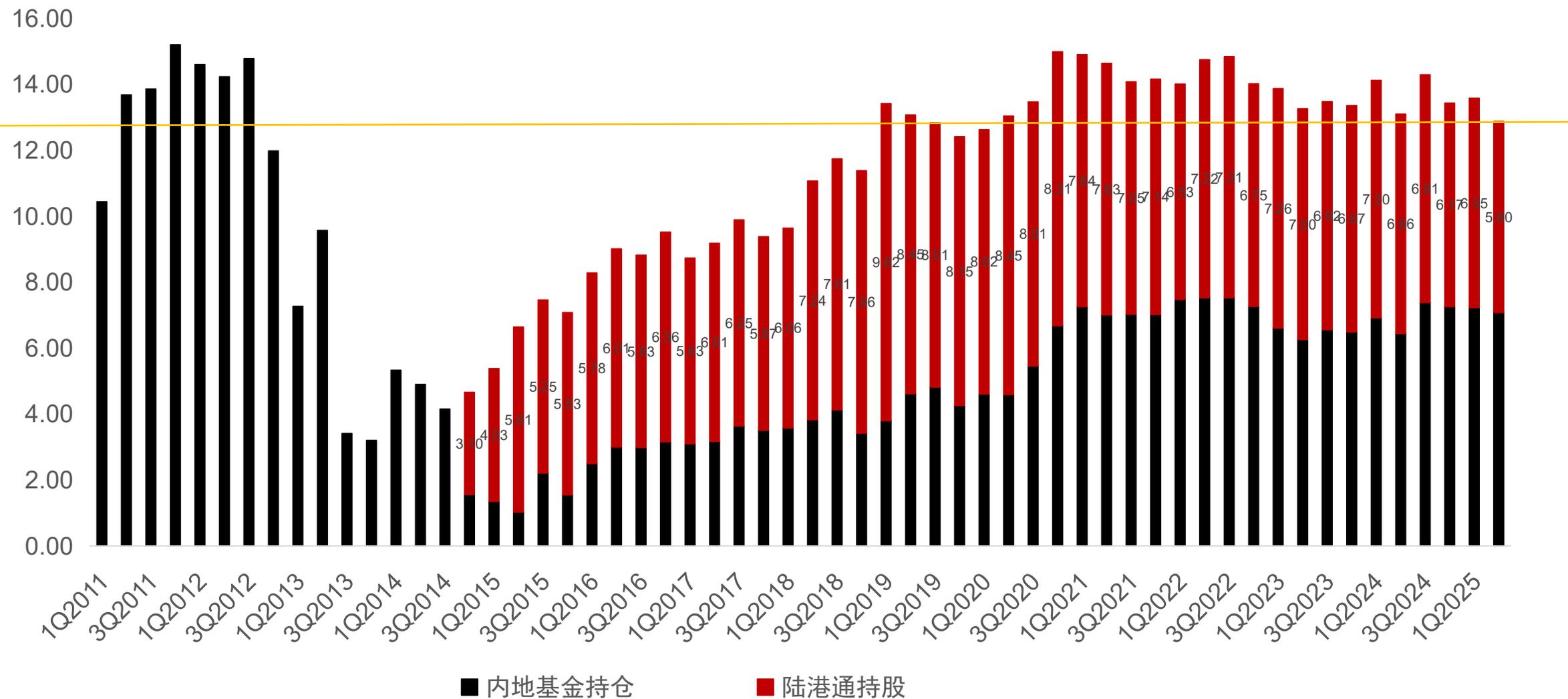
图表：2025Q2食品饮料板块基金重仓比例排名



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 贵州茅台：去年四季度以来，机构持仓下降至2020年水平

图表：贵州茅台机构持仓



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

02

基本面：交易策略、行业景气度及三季度业绩前瞻

# 从板块内部来看，贵州茅台在食品饮料（A股、H股申万）权重为31%

■ 为了更好的研究，我们根据申万指数分类，将A股和H股食品饮料分为贵州茅台、酒类（剔除贵州茅台）和大众食品三部分，其占比分别为31%、29%和40%，因此主动权益基金在食品饮料的配置就转化2个问题：

- ✓ 自上而下，判断行业有没有β性机会，即是要不要配置酒类、要不要配置茅台？作为行业景气指标，我们需要对贵州茅台投资价值进行深度分析。
- ✓ 自下而上，选择正处于快速成长阶段的细分板块或者个股，或者处于困境反转的个股。

图表：食品饮料（A+H）主要资产构成及今年的收益情况（亿元人名币）

	贵州茅台	酒类（剔除贵州茅台）	大众食品	合计	备注
A股	18,083	15,209	12,734	46,025	
H股	-	2,097	10,766	12,863	剔除A+H同步上市的公司，剔除IFBH
合计	18,083	17,306	23,500	58,888	
占比	30.7%	29.4%	39.9%		
年初至今上涨	-5.5%	-5.8%	13.4%	1.1%	截止到2025年9月30日

# 首先，如何看待贵州茅台：长期来看，茅台被全球定价，受美债收益率影响

- 美国十年国债利率、茅台分红比例和白酒行业景气是贵州茅台估值的三个主要指标

图表：茅台PE-TTM与1/10Y美国国债收益率



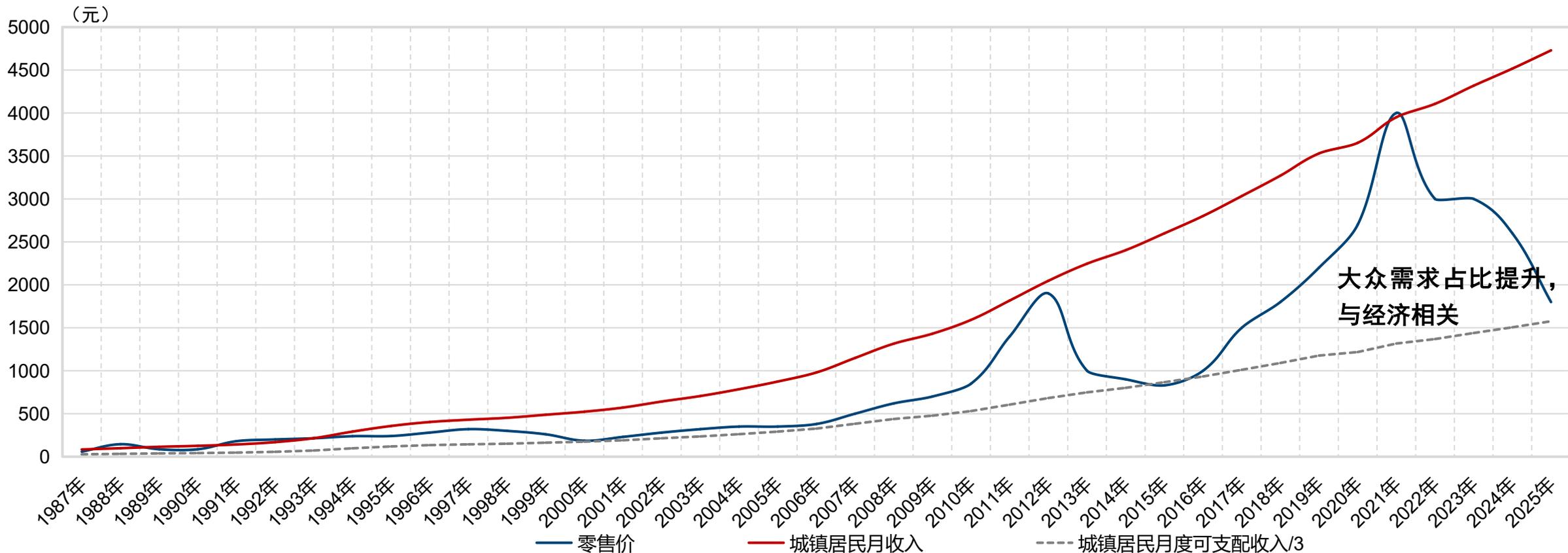
图表：茅台分红率



## 其次，从景气度指标上看：飞天茅台价值底在哪里？何时达到价值底？

历史经验数据证明：飞天价格呈螺旋上涨，受经济周期和政策周期影响，**在城镇居民月度可支配收入与其1/3之间波动**。当城镇居民月收入可购买约3瓶茅台时，大众需求场景占比提升，渠道库存去化加快。预计本轮飞天价格底部在1600-1800元（我们测算当前经销商综合成本也在这个水平）。从今年双节动销表现来看，华东、华南等多地反馈，飞天动销速度加快，价格底部信号增多，目前箱装飞天茅台价格约1800元/瓶，已至价值区间。

图表：飞天茅台零售价与城镇居民月可支配收入的关系



资料来源：今日酒价、Wind，国信证券经济研究所整理

# 景气度指标：飞天渠道状态良性，批价大幅下探的风险较小，估值底部支撑力较强



- 飞天茅台批价同比变化与估值具有较强相关性，同比降幅或已触底。2025Q2-3在禁酒令影响下，飞天批价下跌较快，8月价格同比跌幅32%，9月以来伴随需求环比改善，批价同比降幅收窄至25%左右。
- 当前公司打款和发货进度正常，和去年同期基本持平；同时渠道库存1.5-2M左右，处于合理可控区间；判断当前价格交易在真实供需下的公允水平，反映弱beta。

我们预计后续进入低基数期，同时产品性价比支撑消费者需求提升，飞天批价同比跌幅有望触底逐步收窄。因此贵州茅台及白酒板块估值均具有底部支撑力，下跌空间或有限；板块中具有个股alpha的公司更有望跑出超额。

图表：飞天茅台批价同比与居民中长期贷款同比拟合



图表：飞天茅台渠道情况，当前库存可控，动销环比改善

时间	13年	14年	15年	16年	17年	18年	19年
库存	3	2	2	1	1	1.5	0.5
时间	20年	21年	22年	23年	24年	24Q3	25Q3
库存	0.5	0.25	0.5	0.5	0.5	1.5	1.5-2
当前回款	当前发货	去年同期回款	去年同期发货	批价当前批价	去年同期批价	中秋国庆预计动销	
完成10月打款	75-80%	80-85%	80-85%	箱装1785 散装1760	箱装2390 散装2270	预计飞天动销量同比下滑10-15%，华东地区预计持平；非标类下滑30-40%；系列酒1935动销速度较快，库存2M	

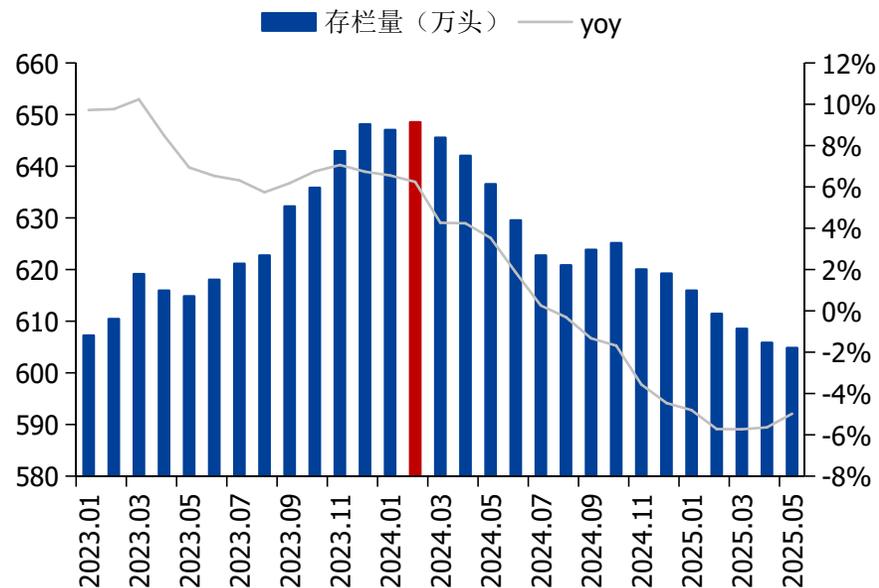
资料来源：今日酒价、Wind，国信证券经济研究所整理

# 大众品景气度指标：生鲜乳价格仍在磨底，上游减牛不减产，下游需求弱修复中

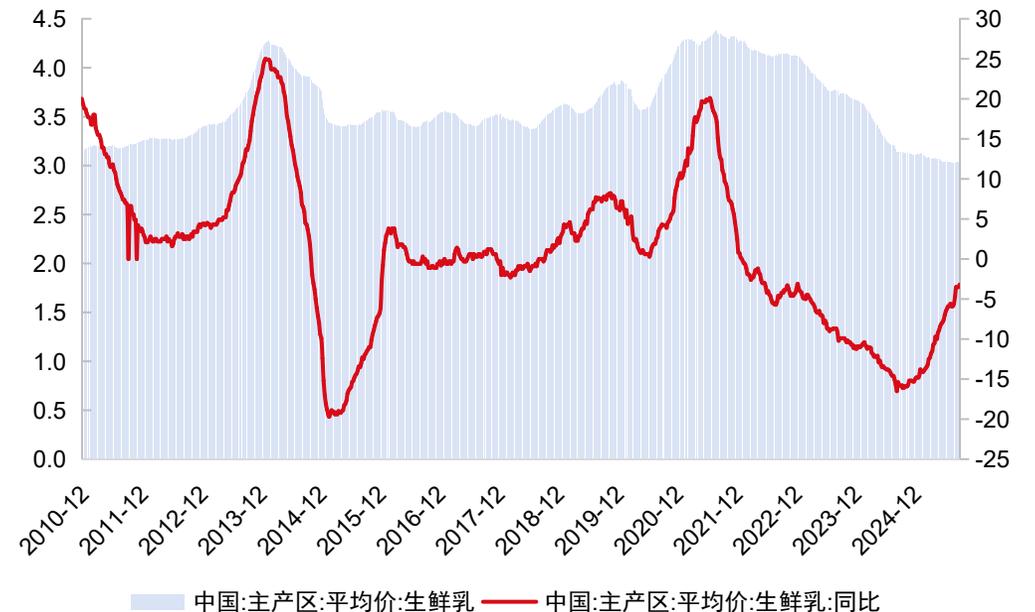
乳品交易成本阶段基本过去，上游缓慢去化，需求渐进复苏。

- 上游存栏缓慢去化中，Q3价格短暂企稳。根据奶业协会及农业农村部数据，24年初奶牛存栏量已见顶，24年8月起同比增速转负，25年1-4月行业保持近3万头以上去化速度，5月开始去化速度阶段性放缓（牛肉价格降幅环比平稳，饲料成本），二季度去化不足，低于预期；7月单月去化5.5万头，8月去化回落1.2w头。但单产提升+成母牛占比提升，1-8月产量累计增长2.2%（8月+6.3%）。
- 下游需求渐进修复，液奶行业分化加大。25H1行业包装白奶预计下滑中个位数，伊利/蒙牛/新乳业25H1液奶分别-2.1%/-11.2%/4.6%，龙头乳企相继加大经销商让利，维持产业链健康。生育补贴、学生奶、牛奶券等潜在利好政策有望刺激牛奶消费提升，预计25H2行业降幅有望边际收窄。

图表：奶牛存栏量见顶回落，存栏缓慢去化中



图表：国内奶价仍在下行区间



# 大众品景气度：饮料、无糖茶仍处于高景气阶段

板块	主要细分赛道	行业景气情况	近期催化
啤酒		<b>弱景气</b> ，消费意愿偏弱，且餐饮渠道销量阶段性受相关政策冲击，但非现饮渠道持续小幅增长，预计行业整体低个位数销量增长	禁酒令减弱、去年基数走低
休闲食品		延续结构性景气， <b>魔芋品类有显著高景气</b> ，量贩零食渠道维持较高景气度，个股分化明显	魔芋品类维持较快增速、渠道渗透加快；龙头公司推新品；海外、会员店等渠道拓展动作积极
乳品	液态奶	相对弱景气	正面：上游去化；政策催化
	奶粉	景气适中（边际改善）	正面：人口政策、24新生儿超预期
饮料	包装水	相对景气	旺季水头（价格战趋缓）
	<b>无糖茶</b>	<b>高景气</b>	<b>旺季动销</b>
	<b>功能饮料</b>	<b>高景气</b>	<b>旺季动销</b>
餐饮供应链	基础调味品	景气适中	餐饮修复，渠道库存消化
	复合调味品	弱景气	餐饮修复、新品新渠道增长贡献、并购
	速冻预制菜	弱景气，基本面磨底	餐饮消费券、新品新渠道增长贡献、并购

# 25Q3业绩前瞻：酒精饮料（白酒、啤酒）



公司	收入（亿元）				利润（亿元）				25Q3业绩前瞻				2025Q1-03				市值 (亿元)	PE	
	2025E	YoY	2026E	YoY	2025E	YoY	2026E	YoY	收入	YoY	利润	YoY	收入	YoY	利润	YoY		2025E	2026E
贵州茅台	1,863.3	7.0%	1,928.6	3.5%	905.4	5.0%	938.9	3.7%	404.6	2.0%	191.3	0.0%	1,315.6	6.9%	645.3	6.1%	18,083	20.0	19.3
五粮液	847.2	-5.0%	851.4	0.5%	286.7	-10.0%	289.5	1.0%	146.8	-15.0%	47.0	-20.0%	674.5	-0.7%	241.9	-3.0%	4,715	16.4	16.3
泸州老窖	280.8	-10.0%	286.4	2.0%	120.0	-10.9%	123.6	3.0%	62.9	-15.0%	29.2	-18.0%	227.4	-6.4%	105.9	-8.7%	1,942	16.2	15.7
山西汾酒	360.1	0.0%	378.1	5.0%	116.3	-5.0%	123.3	6.0%	77.5	-10.0%	25.0	-15.0%	317.1	1.1%	110.0	-3.0%	2,367	20.3	19.2
舍得酒业	46.6	-13.0%	51.3	10.0%	7.0	101.6%	7.9	14.0%	9.5	-20.0%	1.0	25.0%	36.5	-18.1%	5.4	-19.1%	201	28.8	25.3
酒鬼酒	10.0	-30.0%	11.8	18.0%	0.4	220.2%	1.3	230.0%	2.1	8.0%	0.6	-200.0%	7.7	-35.0%	0.7	30.1%	202	506.2	153.4
水井坊	41.7	-20.0%	45.1	8.0%	10.1	-25.0%	11.1	10.0%	15.5	-25.0%	6.6	-25.0%	30.5	-19.5%	7.7	-31.8%	211	21.0	19.1
洋河股份	202.1	-30.0%	210.2	4.0%	43.4	-35.0%	45.5	5.0%	37.1	-20.0%	3.2	-50.0%	185.1	-32.7%	46.6	-45.7%	1,023	23.6	22.5
今世缘	106.2	-8.1%	111.5	5.0%	30.1	-11.8%	31.6	5.0%	21.6	-18.0%	4.7	-25.0%	91.1	-8.3%	27.0	-12.6%	490	16.3	15.5
古井贡酒	224.0	-5.0%	237.4	6.0%	53.5	-3.0%	57.8	8.0%	44.7	-15.0%	9.4	-20.0%	183.5	-3.8%	46.0	-3.1%	849	15.9	14.7
迎驾贡酒	62.4	-15.0%	66.2	6.0%	21.2	-18.0%	22.7	7.0%	15.6	-10.0%	5.3	-15.0%	47.2	-14.5%	16.6	-17.1%	329	15.5	14.5
口子窖	49.1	-18.3%	50.6	3.0%	12.7	-23.5%	13.2	4.0%	9.6	-20.0%	2.8	-22.0%	34.9	-20.0%	10.0	-23.9%	200	15.8	15.2
金徽酒	30.7	1.4%	33.1	8.0%	3.8	-1.8%	4.0	5.5%	5.7	0.0%	0.4	-2.0%	23.3	0.2%	3.4	0.8%	102	26.9	25.5
老白干酒	54.1	1.0%	56.8	5.0%	8.3	6.0%	8.9	7.0%	14.6	-10.0%	2.4	-5.0%	39.4	-3.7%	5.6	0.7%	157	18.9	17.6
青岛啤酒	328	2.2%	336	2.3%	47	9.3%	51	7.9%	91	2.0%	15	9.0%	296	2.1%	54	7.7%	899	18.9	17.5
重庆啤酒	147	0.6%	150	2.0%	13	13.3%	13	3.4%	42	0.0%	4	-0.5%	130	-0.2%	13	-2.9%	259	20.5	19.9
华润啤酒	391	1.3%	402	2.8%	59	24.5%	60	2.0%	-	-	-	-	-	-	-	-	806	13.7	13.4
燕京啤酒	156	6.3%	166	6.3%	16	48.8%	19	19.6%	51	6.0%	6	22.0%	136	6.2%	17	35.8%	342	21.8	18.2
珠江啤酒	61	6.5%	65	6.0%	10	22.4%	11	14.7%	20	5.0%	4	16.0%	52	6.3%	10	20.0%	222	22.3	19.5

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 25Q3业绩前瞻：大众品



公司	收入 (亿元)				利润 (亿元)				25Q3业绩前瞻				2025Q1-Q3				市值 (亿元)	PE	
	2025E	YoY	2026E	YoY	2025E	YoY	2026E	YoY	收入	YoY	利润	YoY	收入	YoY	利润	YoY		2025E	2026E
东鹏饮料	212	34.0%	264	24.3%	47	39.8%	60	29.3%	62	33.0%	13	35.0%	170	35.1%	37	36.4%	1580	34.0	26.3
农夫山泉	502	17.0%	570	13.5%	150	24.0%	173	15.0%	-	-	-	-	-	-	-	-	5519	36.7	31.9
伊利股份	1,194	3.1%	1,225	2.6%	115	36.1%	124	7.7%	293	0.5%	34	2.0%	912	2.4%	106	-2.4%	1726	15.0	13.9
洽洽食品	74	4.3%	78	4.4%	3	-62.0%	5	51.0%	19	2.0%	1	-60.0%	46	-2.3%	2	-67.4%	108	33.5	22.2
盐津铺子	62	17.5%	74	19.0%	8	23.7%	10	22.0%	16	13.0%	2	25.0%	45	17.2%	6	19.6%	191	24.2	19.8
甘源食品	23	1.0%	26	12.7%	2	-37.0%	3	27.0%	6	2.0%	1	-40.0%	15	-5.4%	1	-49.1%	51	21.5	16.9
卫龙美味	75	20.0%	90	20.0%	15	37.8%	18	22.1%	-	-	-	-	-	-	-	-	267	18.2	14.9
安井食品	158	4.6%	172	8.9%	14	-5.4%	16	10.9%	37	5.0%	2	0.0%	113	2.1%	9	-12.1%	235	16.7	15.1
千味央厨	19	0.5%	20	4.9%	1	-5.6%	1	10.8%	5	3.0%	0	-10.0%	14	0.6%	1	-31.6%	39	49.5	44.6
三全食品	67	0.8%	71	5.8%	5	-2.1%	6	5.7%	14	-3.0%	1	2.0%	50	-2.8%	4	-4.7%	95	17.8	16.8
立高食品	44	15.1%	49	11.0%	3	25.4%	4	19.5%	10	12.0%	1	20.0%	31	14.8%	3	24.2%	72	21.3	17.8
巴比食品	19	12.1%	21	11.5%	3	7.2%	3	13.0%	5	12.0%	1	10.0%	13	10.3%	2	14.6%	56	18.7	16.6
海天味业	289	7.5%	309	7.0%	72	13.8%	79	9.3%	66	6.0%	15	7.0%	218	7.1%	54	11.6%	2280	31.6	28.9
天味食品	37	5.1%	40	8.4%	7	8.8%	7	8.7%	10	10.0%	2	10.0%	24	0.5%	4	-8.8%	123	18.1	16.7
涪陵榨菜	25	4.5%	27	6.3%	8	3.2%	9	6.8%	7	6.0%	2	0.0%	20	2.3%	7	-1.1%	148	17.9	16.8
颐海国际	69	5.0%	74	7.9%	8	4.6%	9	11.1%	-	-	-	-	-	-	-	-	114	14.7	13.3

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

03

## 重点公司基本面更新

# 贵州茅台：业绩增长仍有较高确定性，本轮改革以触达消费者为主



短期看，飞天茅台价格接近城镇居民月收入1/3，终端动销加快，库存风险不高，同时接近经销商成本线，具有底部支撑力，预计批价同比降幅触底后逐步收窄。行业调整阶段，公司积极推动营销市场化改革，扩大渠道和消费者基础：1) 4+6渠道体系布局，协助经销商开拓1-5箱企业团购，未来飞天等大单品线上渠道收入占比预计提升；2) 灵活调整供需，如Q2以来停止国资平台发货等；3) 推出多IP产品，触达消费者。

**盈利预测与估值：**2025年收入1863亿/同比+7%，净利润905亿/同比+5%，十五五整体收入&净利润增速预计降低到中个位数左右，当前股价对应25年20.2xP/E。长期公司品牌、产品稀缺性支撑估值溢价之源，重估具有空间。当前边际定价增量在于外资，伴随流动性宽松和政策逐步释放，有望修复到25x（24年外资持仓占比开始下降以来的均值），对应25%空间，维持“优于大市”评级。

图表：2025年主要产品渠道精细化运作，并推出多规格、多IP产品触达消费者

系列	主要产品	上市时间	市场策略	渠道策略
飞天系	普飞及多规格		增加1L、100ml*6规格的投放量，增加消费者开瓶；推出500ml*4小箱，主打中秋国庆礼赠场景	500ml向经销渠道、团购渠道倾斜，其他规格重点投放商超、电商、餐饮渠道
非标茅台	生肖、年份、精品、珍品等		调整珍品运营模式，不再搭售、转向区域运营；调整陈年酒和43度分销政策、资源向优质经销商倾斜	主要通过直营渠道投放，经销商通过直营渠道提货（计入直营收入贡献）
系列酒	茅台1935、王子酒		1935推出1.935L等多规格、西湖联名等多IP（和经销商开发），同时增加宴席市场费用支持	1935申购制、划片区释放资源运作，渠道利润提升后经销商积极性提升；王子酒等其他系列酒经销商给票据等回款支持
文创	"黄小西吃晚饭"系列	2025/8/19	将产品销售与文旅体验深度绑定，购买整箱产品赠送六大景区套票兑换券	线上主要通过i茅台平台销售，每日限购1箱；线下茅台文旅指定网点销售，i茅台app现场扫码购买自提
	五星70周年纪念酒	2025/8/8	单瓶售价7000元，通过“一瓶一码”选号送酒上门的数字化营销，触达消费者，限量发售25568瓶	i茅台申购，计算贡献1-2e收入体量，主要是链接消费者的作用
	走进系列	2025/6/4	开发专门针对国际市场的规格，有375ml和700/750ml	国际化渠道体系，线上可以在i茅台申购

图表：当前茅台酒经销商渠道毛利率收窄至0%左右，具有底部支撑力

目前	经销商拿货价	终端指导价	调货价	渠道毛利率
53° 飞天-箱	1169	1499	1785	35%
53° 飞天-散	1169	1499	1760	34%
生肖-蛇年	2269	2499	1870	-21%
精品	2969	3299	2350	-26%
15年陈	5399	5999	3920	-38%

资料来源：今日酒价、公司公告，国信证券经济研究所整理

# 泸州老窖：价格势能领先，基地市场优势扩大，38度国窖打开增长空间

短期看，公司在优势区域如河北、川渝等地周转率仍领先竞品，以费效比最大化；同时灵活调整渠道补贴模式维护厂商关系，也反映了公司组织前瞻性和渠道管理优势中长期仍然成立。中长期产品和区域均有加密空间，优质长久期资产。目前分歧点：

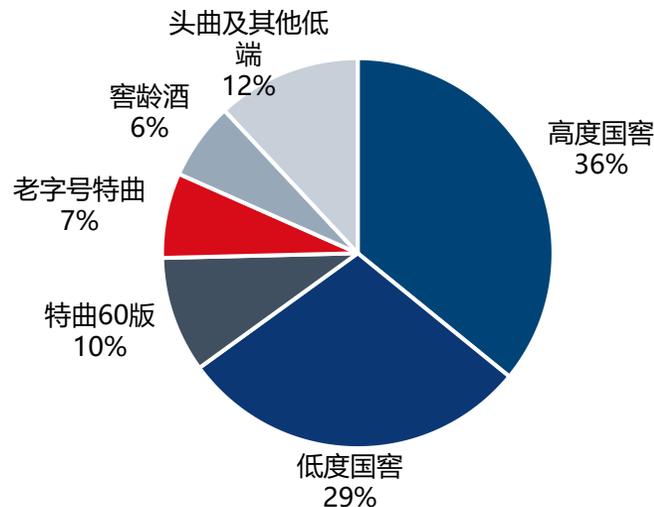
- 市场担心高度国窖以价为先，销量受到竞品挤压；我们认为公司产品、渠道灵活调整平衡量价。1) 公司产品结构布局纵深，24年高度国窖占比36%左右，38度国窖、特曲60版+老字号、头曲等也能贡献增长，无需过度担心单个产品下滑的影响；2) 国窖在春节以价换量有空间，在行业需求承压期积极培育专精特新等企业和新KOL，提前抢占未来新商务场景的机会。
- 中长期买什么？1) 38度国窖或是全国化抓手，25年来酒企纷纷布局20+度市场，但低度化的场景和人群有待市场长期认证，30-40度中度酒已经形成主流消费区（华北、江淮、环太湖）和消费场景（轻商务），38度产品、品牌先发优势明显，基地市场向全国化扩散。2) 数字化带来渠道效率的提升，生产端提升优质酒出酒率，渠道端提升管理效率，消费者端沉淀数字资产反哺决策，提升自身管理避雷。

盈利预测与估值：2025年收入281亿/同比-10%，净利润120亿/同比-11%，26年预计企稳，27年渠道包袱出清后增长提速。当前股价对应25年15.6xP/E，4.5%股息率，考虑到中长期经营久期，对标汾酒当前估值20xP/E，对应25%空间，维持“优于大市”评级。

图表：高度国窖批价相对平稳



图表：2024年公司产品结构，价位布局纵深



# 山西汾酒：短期稳健，中长期增速快于行业，有望估值引领



短期看，产品价位分布相对下沉，需求环境不确定性下抗风险能力相对较好；香型及产品势能持续释放，玻汾在光瓶酒、青花20在400元价位持续收割份额。中长期看，山西+环山西形成基本盘市场，青花20有望进入非线性增长阶段，长江以南增长空间大。

- 市场担心产品结构问题，25H2公司控量玻汾，大众价位势能向上。25Q2受政策影响，公司适当调整产品和渠道策略，加大玻汾投放量对冲需求下滑，批价小幅下行、但仍顺价销售，验证真实动销；大商收入贡献提升，渠道韧性也相对较好。Q3以来白酒大众消费需求环比提升，公司预计对玻汾控量，增加老白汾、巴拿马的放量，中秋国庆汾酒产品在河南、河北、山东等地100-400元周转率领先。
- 中长期玻汾具有产能约束，结构升级是必须路径。22年以来公司产量/产能值达到100%，倒逼玻汾控量和结构升级。1是青花20在商务场景的优势带动宴席产品，2是通过青花26、新青花30的圈层营销逐步承接升级。利润率提升的空间是板块中靠前的。

盈利预测与估值：2025年收入360亿/同比0%，净利润116亿/同比-5%，26、27年恢复增长并增速高于行业。当前股价对应25年20.1xP/E，结构提升动力和增长空间优于板块，给予25年略高于茅台估值22xP/E，对应10%上行空间，维持“优于大市”评级。

图表：2025H1汾酒各大单品体量及增速拆分测算

分产品	收入		yoy		占比		H1合计		
	1Q25	2Q25	1Q25	2Q25	1Q25	2Q25	1H25	yoy	占比
青花	77.3	21.6	9.6%	-8.3%	47.7%	30.0%	98.8	5.2%	42.3%
青花20	47.3	13.1	10%	-10%	29.2%	18.2%	60.35	5.0%	25.8%
青花30复兴版	15.7	3.5	-15%	-30%	9.7%	4.9%	19.23	-18.2%	8.2%
青花25	9.3	4.0	3%	0%	5.7%	5.6%	13.27	2.1%	5.7%
青花26	5.0	1.0			3.1%	1.4%	6.00		2.6%
巴拿马	15.4	6.4	10%	-20%	9.5%	8.9%	21.80	-0.9%	9.3%
老白汾	25.3	11.4	15%	-12%	15.6%	15.9%	36.74	5.0%	15.7%
玻汾	31.6	25.2	2%	20%	19.5%	35.1%	56.82	9.3%	24.3%
其他产品(开发/出口等)	12.5	7.2	1.7%	22.3%	7.7%	10.0%	19.70	8.4%	8.4%
计算值(不含其他)	149.6	64.6	8.8%	-1.4%			214.21	5.5%	
汾酒系列-实际值	162.1	71.8	8.2%	0.6%			233.9	5.8%	

图表：300-500元价位部分单品份额测算，青花20优势扩大

单品	2024年收入(亿元)	测算占比	2025年收入预测	测算占比
水晶剑	116	5.8%	93	5.8%
青花20	100	5.0%	95	5.9%
红花郎10/15	70	3.5%	56	3.5%
国缘四开	38	1.9%	32	2.0%
古井16+20	36	1.8%	31	1.9%
珍15	25	1.2%	18	1.1%
臻酿8号	25	1.2%	21	1.3%
老窖特曲60版	23	1.1%	24	1.5%
品味舍得	23	1.1%	19	1.1%
茅台汉酱+赖茅	20	1.0%	22	1.4%
总计	2002.65		1602.12	-20%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 农夫山泉：稀缺的软饮料平台型企业，H2经营加速，持续推荐



- **25H1略超预期，全品项盈利均有提升。** 25H1公司实现营收256.2亿元，同比+15.6%，归母净利润76.2亿元，同比+22.1%，业绩超预期。25H1毛利率为60.3% (yoy+2.5pp)，同时广告及促销开支同比下降，销售费用率为19.6% (yoy-2.9pp)。舆情后公司明显：①费投及竞争更理性，明确价格战是最low的竞争方式；②经营打法更接地气：一元乐享、1.5L东方树叶、600ml冰茶等，今年渠道士气和状态都更上一层楼。
- **水份额如期修复，无糖茶环比提速明显。** 在25H1竞对水都表现一般的背景下，农夫水依然双位数增长。同时公司25年3月推出“陈皮白茶”，补齐六大茶类最后缺口，占无糖茶20%，叠加“一元换购+扫码红包”25H1即饮茶100e成为第一大品类，分部毛利率提升4.27 p.p.至48%。对比竞品，康师傅即饮茶全国铺货率约83%，东方树叶目前铺货率仅68%，茶饮渠道下沉空间仍大。
- **YTD股价涨幅60%，H2基数走低经营加速，持续推荐。** 24年9月初跟随恒生科技修复50%，此后跟随指数回调，10月底第一轮反弹是因为25年目标积极，第二轮反弹是因为25年业绩反转预期，至此农夫股价基本回到924后高点。今年以来超额明显，一是公司自身基本面加速改善，二是主要竞对遭遇舆论风波。农夫的投资稀缺性再次凸显，我们预计25/26/27年业绩152/174/196亿，对应估值40/35/31，持续优于大市评级。

图表：水市盈率占比分公司（亿元）

公司	2023 12月	2024 01月	2024 02月	2024 03月	2024 04月	2024 05月	2024 06月	2024 07月	2024 08月	2024 09月	2024 10月	2024 11月	2024 12月	2025 01月	2025 02月	2025 03月	2025 04月	2025 05月	2025 06月	2025 07月
农夫山泉	32.50%	33.50%	34.20%	30.50%	27.50%	27.30%	28.30%	29.60%	30.00%	30.10%	29.90%	29.50%		30.08%	30.21%	29.90%	30.10%	29.84%	30.00%	30.90%
哇哈哈		8.30%	8.70%	12.00%	14.70%	14.90%	14.70%	14.60%	14.80%	15.00%	14.90%	15.30%			16.00%	16.50%	16.89%	16.91%	16.70%	16.30%
怡宝		22.10%	21.60%	21.60%	21.40%	20.80%	20.50%	20.70%	20.70%	21.20%	21.30%	21.50%			20.30%	20%	19.37%	18.97%	18.70%	18.50%

图表：分品类营收及占比（百万元）

	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1
包装饮用水	9349	8914	10442	9820	8531	7421	9443
包装饮用水yoy	4.82%	9.52%	11.69%	10.16%	-18.31%	-24.43%	10.69%
茶饮料	3307	3599	5286	7373	8430	8315	10089
茶饮料yoy	51.56%	50.15%	59.84%	104.86%	59.48%	12.77%	19.68%
功能饮料	2023	1815	2457	2445	2550	2382	2898
功能饮料yoy	0.95%	7.33%	21.45%	34.71%	3.80%	-2.59%	13.62%
合计	16599	16640	20462	22205	22173	20723	25622
yoy	9.38%	14.59%	23.27%	33.44%	8.36%	-6.67%	15.56%
水占比	56.32%	53.57%	51.03%	44.22%	38.47%	35.81%	36.85%
茶占比	19.92%	21.63%	25.83%	33.20%	38.02%	40.12%	39.38%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图表：盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	42910	43125	50533	57275	63700
(+/-%)	27.7%	0.5%	17.2%	13.3%	11.2%
归母净利润(百万元)	12080	12123	15157	17445	19598
(+/-%)	42.19%	0.36%	25.02%	15.10%	12.34%
每股收益(元)	1.07	1.08	1.35	1.56	1.75
EBIT Margin	36.8%	36.8%	39.3%	39.9%	40.3%
ROE	42.3%	37.5%	24.5%	19.8%	16.4%
PE	38.1	29.17	40.41	35.10	31.25
EV/EBITDA	1.1	1.1	0.7	0.7	0.6

# 东鹏饮料：PEG视角优选标的，效率为王的平台型饮料企业



- **费投增加及新品放量影响，Q2业绩略慢于收入，但全年盈利提升抓手充分。** 25Q2公司毛利率/净利率分别为45.7%/23.7%，同比-0.3/-0.6pcts，主要系新品爬坡放量阶段，叠加旺季前加大费投。2025Q2公司销售/管理/财务费用率分别为14.82%/2.35%/-0.78%，同比+0.50/+0.29/+0.57pcts，主要系期内公司加大人员扩编、冰柜投入以及广告宣传费用投放。
- **东鹏特饮：** 25H1特饮收入同比增长22%，全年维度预计20%左右。中长期可看能量饮料口味化+年轻化、出海等。
- **其他：** 补水啦通过延展口味，提高铺市率维持高增；果之茶上修全年目标至7-8e；其他饮料中咖啡亦有不错表现、海岛椰拟推出节庆装。
- **PEG视角最优标的，持续推荐。** 大单品规模效应持续释放，我们预计25/26/27收入212/264/314亿元，净利润46/60/74亿，对应PE为33/26/21倍。考虑到公司是板块稀缺景气增长标的，特饮全国化仍在推进，补水啦连续两年翻倍以上增长，果之茶推出年内连续两次上调年度目标，公司渠道数字化及管理精细化领先行业，后续潜在的新品仍值得期待。我们预计未来三年收入cagr20-25%，业绩增速更快，公司仍是食品饮料板块PEG视角最优投资标的，我们维持优于大市评级。

图表：东鹏饮料分品项的季度收入（单位：亿元）

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3E	2025Q4E
能量饮料	31.03	37.52	36.52	27.96	39.01	44.60	44.19	33.55
YoY					25.72%	18.86%	21.00%	20.00%
电解质饮料	1.58	3.18	7.35	2.84	5.70	9.23	15.44	3.98
YoY					260.76%	190.17%	110.00%	40.00%
其他饮料	2.17	3.14	2.81	2.11	3.75	5.02	4.92	2.61
YoY					72.81%	59.97%	75.00%	24.00%

图表：东鹏饮料盈利预测简表

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	69.78	85.05	112.63	158.39	212.23	263.77	314.05
YOY	40.72%	21.89%	32.42%	40.63%	33.99%	24.28%	19.06%
净利润（亿元）	11.93	14.41	20.40	33.27	46.51	60.13	74.11
yoy	46.90%	20.75%	41.60%	63.09%	39.82%	29.28%	23.25%
每股收益（元）	3.11	3.60	5.10	6.40	8.94	11.56	14.25
PE	60.97	49.40	35.79	38.85	33.19	25.67	20.83
PB	23.65	15.30	12.82	18.45	12.09	9.24	7.31
股息率	2.75%	2.81%	2.74%	2.01%	2.00%	2.59%	3.19%
分红率	100.59%	75.95%	64.20%	66.25%	66.50%	66.50%	66.50%
EBIT margin	21.48%	21.97%	22.52%	24.94%	25.20%	26.10%	27.03%
净资产收益率	38.79%	30.97%	35.82%	47.49%	36.41%	35.97%	35.09%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 燕京啤酒：U8拉动产品结构优化，降本增效成果显现，加速追赶行业龙头吨价、盈利水平

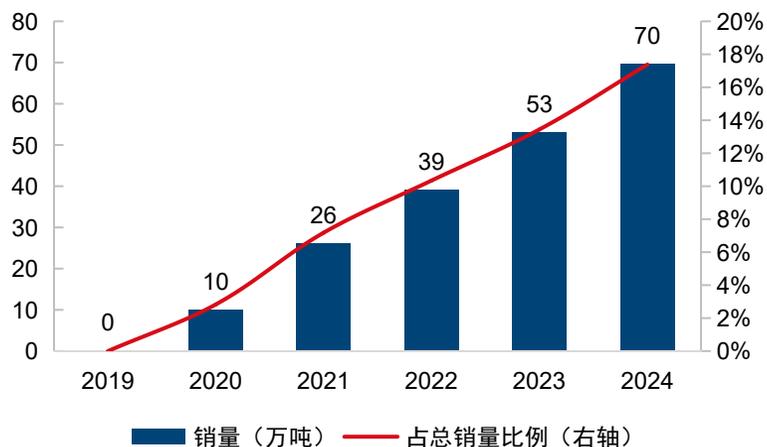


改革举措持续推进，对比行业龙头，燕京啤酒仍有较大利润提升空间。2022年燕京啤酒以来凭借中高端大单品及降本增效举措实现盈利水平快速提升，但对比国内外啤酒企业来看，目前燕京啤酒盈利水平仍在低位，后续公司仍有机会进一步追赶行业龙头的盈利水平。

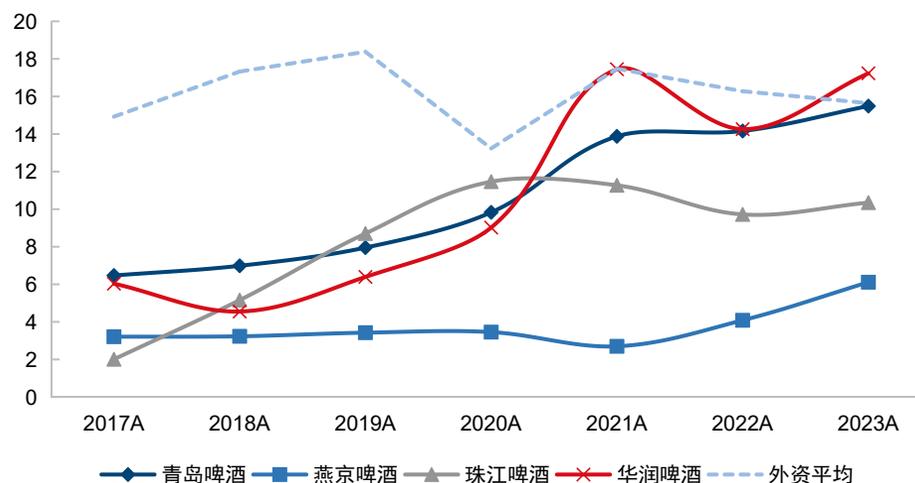
- 核心单品U8近年来品牌势能得到积累，目前价盘稳定、渠道利润空间可观，已在8-10元细分价格带具备较强竞争力。除基地市场外，U8在湖南、四川、山东等外围市场已有突破，2025年公司将在深化百县工程的基础上，开启百城工程，继续拓展市场，预计2025年仍可维持较高增速，持续拉动公司产品结构升级。
- 公司内部改革举措继续推进，继续全面建设现代化治理、生产体系，费用率仍有进一步下行空间，预计利润高弹性将持续兑现。

综合来看，燕京啤酒处于利润快速释放期、业绩成长性居啤酒行业前列。预计2025/2026年营业收入155.9/165.7亿元，同比+6.3%/+6.3%；归母净利润15.7/18.8亿元，同比+48.8%/+19.6%；当前股价对应PE分别为22/18倍，维持优于大市评级。

图表：燕京U8销量快速增长，2024年末销量占比提升至近20%



图表：燕京啤酒盈利能力仍有较大提升空间



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

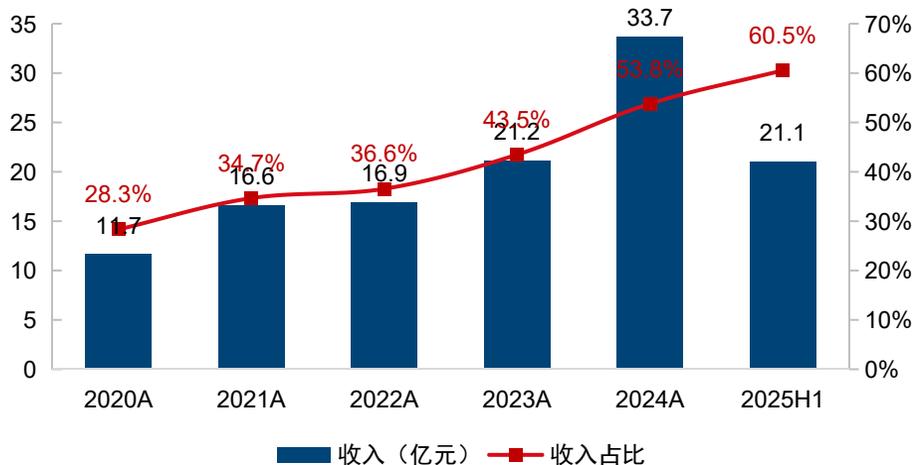
# 卫龙美味：魔芋品类进入快速成长期，有序扩充产品品类，培育新增长极

短期看新品铺市、新渠道（山姆、海外）突破的催化，中长期看公司通过产品创新不断抬升魔芋品类天花板+打造新增长曲线。

- 目前魔芋品类展现品类红利。在魔芋赛道，卫龙美味已具备较为显著的品牌优势，公司通过不断推新打开魔芋品类天花板，比如2025年推出的麻酱口味魔芋爽迅速爬坡，7月与山姆合作牛肝菌魔芋，新品上市后反馈积极。此外，公司继续凭借强势单品深化渠道建设，2025年不仅加深与量贩零食的合作、在传统流通渠道优化终端陈列，同时在会员制超市渠道、海外渠道取得突破，渠道扩张为魔芋品类的成长提供保障。
- 品牌和渠道基础坚实，公司凭借较强的产品研发创新能力，未来有序扩充产品品类，有望复制面制品、魔芋制品的盈利模式。海带品类今年新增1个口味，豆制品新品臭豆腐目前正在线上试销，后续有望贡献更多增量。

综合来看，卫龙美味是休闲食品行业为数不多的长久期资产，目前魔芋品类放量带来高业绩成长性。预计2025/2026年营业收入75.3/90.6亿元，同比+20.1%/+20.4%；归母净利14.7/18.0亿元，同比+37.8%/+22.1%；当前股价对应PE分别为19/16倍，且公司承诺分红比例不低于60%（2024年分红比例99%），预期股息率4%，维持优于大市评级。

图表：蔬菜制品（主要为魔芋）收入体量快速增长，占比提升



图表：卫龙美味持续推新，完善魔芋产品矩阵



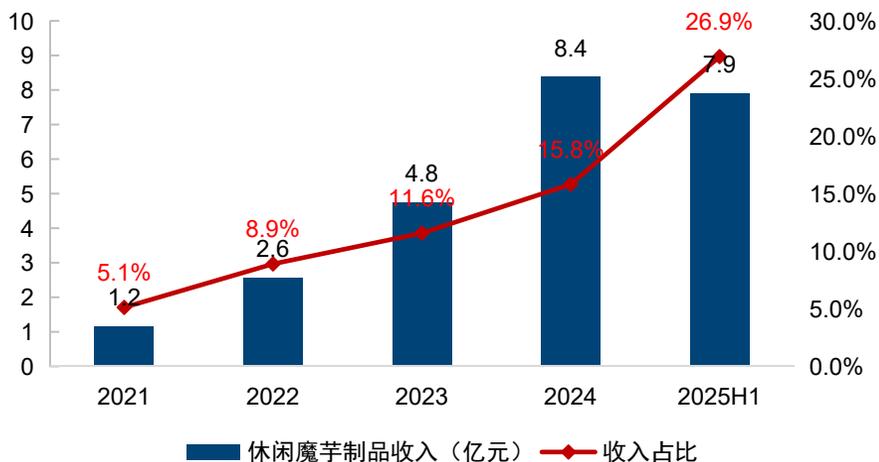
# 盐津铺子：着力打造品类品牌，魔芋品类高速成长

公司前期重点培育大魔王品类品牌，目前品牌影响力持续提升，并赋能线下定量流通渠道快速扩张，同时不断培育新口味的魔芋产品，增强收入成长动能。短期看魔芋产品渗透的高成长性，中长期看更多品类品牌培育成功。

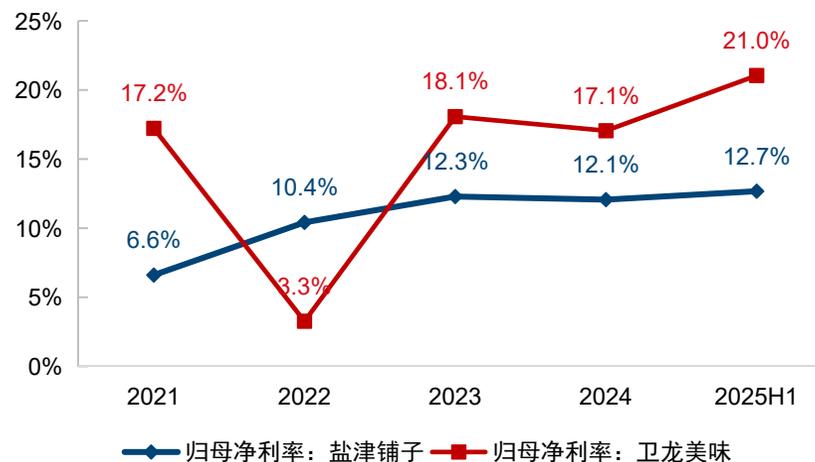
- 公司战略升级为品类品牌+渠道双轮驱动后，大单品打造能力持续增强。目前魔芋品类景气度依然较高，公司“大魔王”品牌延续高势能，3月大魔王月销过亿，此后延续环比改善趋势，近期继续推出新口味魔芋产品，预计全年魔芋制品仍将呈现高成长性。此外，大单品收入占比持续提升，将带动公司整体盈利能力提升。
- 渠道端，定量流通渠道扩张空间广阔，海外市场已借助魔芋自有品牌“Mowon”打通当地主流渠道，未来发展空间可观。

综合来看，盐津铺子战略升级后发展持续性与稳定性增强，目前大魔王品类品牌放量带来高业绩成长性。预计2025/2026年营业收入62.3/74.2亿元，同比+17.5%/+19.0%；归母净利7.9/9.7亿元，同比+23.7%/+22.0%；EPS分别为2.90/3.54元；当前股价对应PE分别为24/19倍。公司供应链优势突出、大单品打造能力不断强化，且持续通过现金分红及股份回购的方式加强股东回报，维持优于大市评级。

图表：盐津铺子魔芋制品收入快速增长、占比提升



图表：盐津铺子净利率水平仍有提升空间

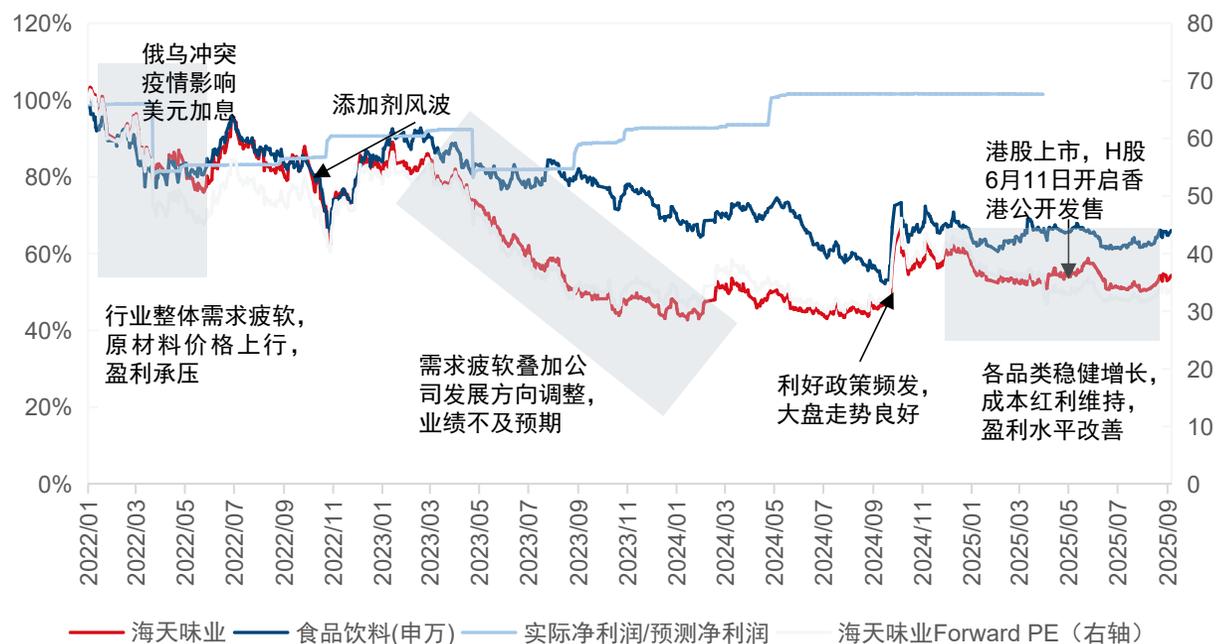


# 海天味业：依托品牌与渠道势能积累，贡献穿越周期的力量

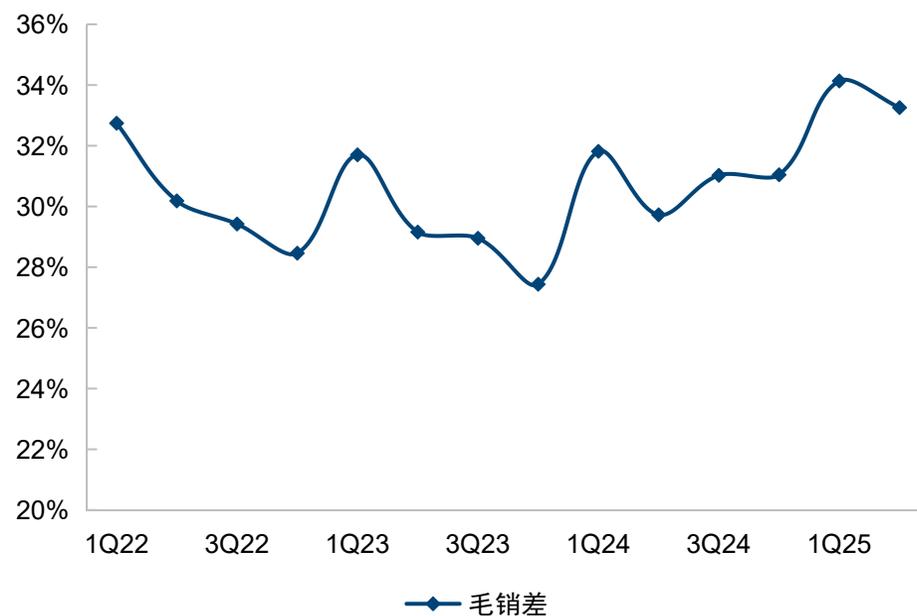
前期疫情冲击行业需求疲软，2025年势能释放龙头优势凸显。2024H2后由于公司经营状态好转，股价回升。2025年，公司完成港股上市，各品类维持稳健增长，自动化、精细运营降本增效。渠道调整已有初步效果，经销商数量短期企稳，库存虽有增加但渠道信心良好；24年新管理团队基本稳定且重视运营，虽然2024年销售费用有所增加，但是在成本不高的基础上毛销差改善趋势明显，体现公司运营效率。另外，公司2025员工持股计划参加总人数不超过800人（董监高占比不超过15%）；来源为回购的A股股票，总金额5.64亿元，业绩考核目标为2025年净利润增长不低于10.8%（剔除并购重组影响）。

我们预计2025-2026年公司实现营业总收入289.2/309.4亿元，同比7.5%/7.0%；实现归母净利润72.2/78.9亿元，同比13.8%/9.3%。

图表：海天味业股价波动



图表：海天味业改善趋势明显



# 巴比食品：“提效拓量”成果显著，运营韧性凸显

经营层面改善趋势明显，高管再次增持亦体现发展信心。巴比食品23-24年受到消费环境以及人口流动影响压制，通过积极提升门店效率实现单店营收企稳回升。公司加盟堂食店型7月上线，新增小笼、馄饨等品类，标杆店表现优秀，有望帮助公司进一步提升单店效益。2025年第二季度青露并表，已于7月完成浙江知名包点连锁“馒乡人”旗下约250家门店供应链切换，后续将有序推进股权收购。2025年大客户与零售实现突破，2025Q2收入同比+26.2%，大客户渠道布局更加清晰，零售业务盒马/小象同比增幅明显。

我们预计2025-2026年公司实现营业总收入18.7/20.9亿元，同比12.1%/11.5%；实现归母净利润3.0/3.3亿元，同比7.2%/13.0%。

图表：巴比食品门店数量增长，单店收入触底回升



图表：2024Q4以来巴比食品团餐渠道高速增长

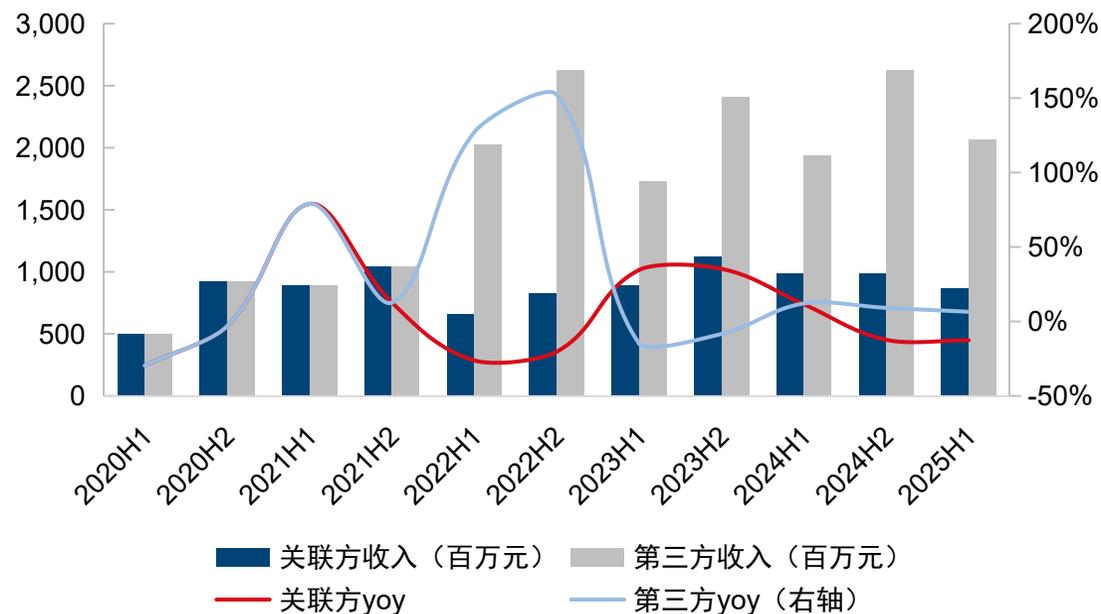


# 颐海国际：第三方+海外渠道拓展，高分红率延续

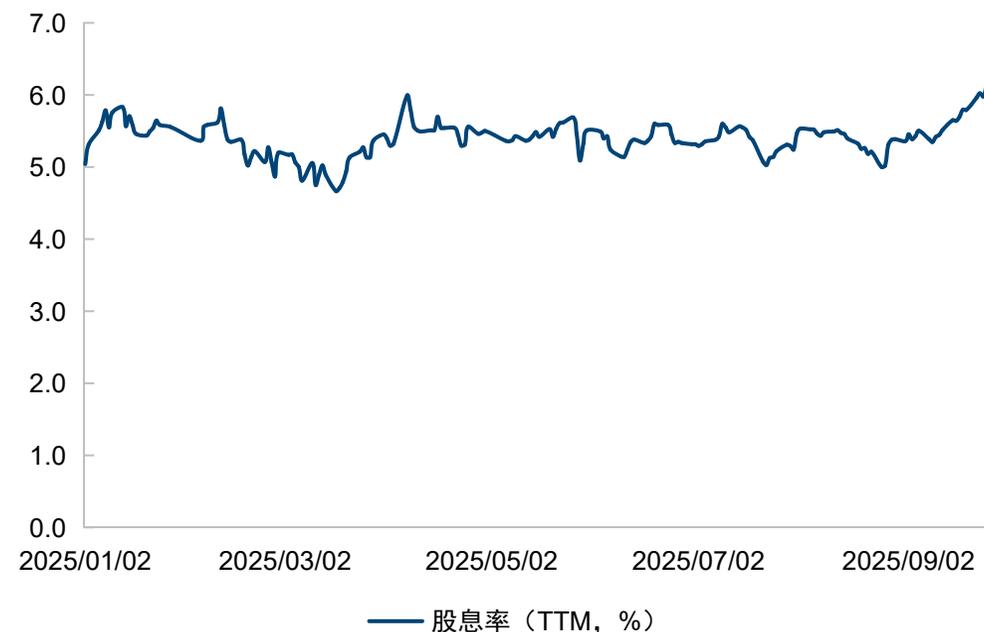
延续中期派息回馈股东，海外产能爬坡、客户开拓。公司产品、渠道方面均在2024年以来实施一系列调整，一是产品口味、价格制定更加精细，二是增量利润激励有望继续调动第三方销售团队积极性，三是海外工厂进度加速。公司关联方基础+高分红率较为安全，另一方面第三方B端、海外加速成长均有望成为新增长点，获益复苏可预见性强。目前海外占比不足10%，公司计划因地制宜开发产品，开拓直营终端海外客户，另外东南亚供应中心的建设亦有望提供产能支撑。另外，2025年公司继续实施中期派息，拟每股派息0.3107 HKD，合计分红2.93亿元，对应分红率95%。

我们预计2025-2026年公司实现营业总收入68.7/74.1亿元，同比5.0%/7.9%；实现归母净利润7.7/8.6亿元，同比4.6%/11.1%。

图表：颐海国际关联方稳健，第三方增长



图表：颐海国际股息率维持较高水平

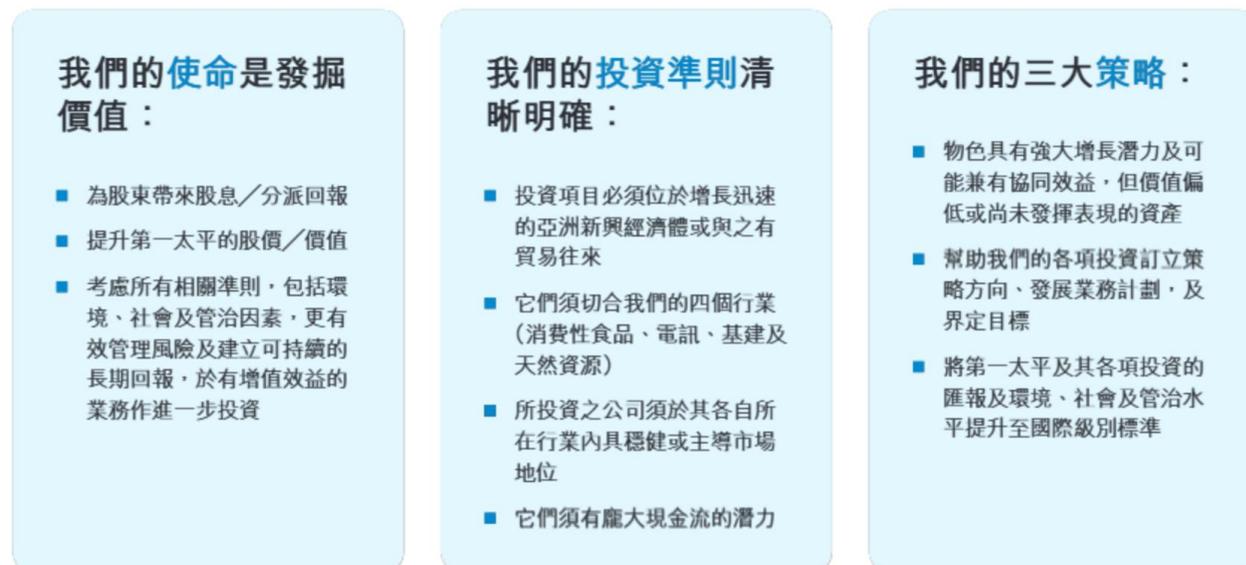


# 第一太平：核心业务稳健，受益于东南亚发展红利

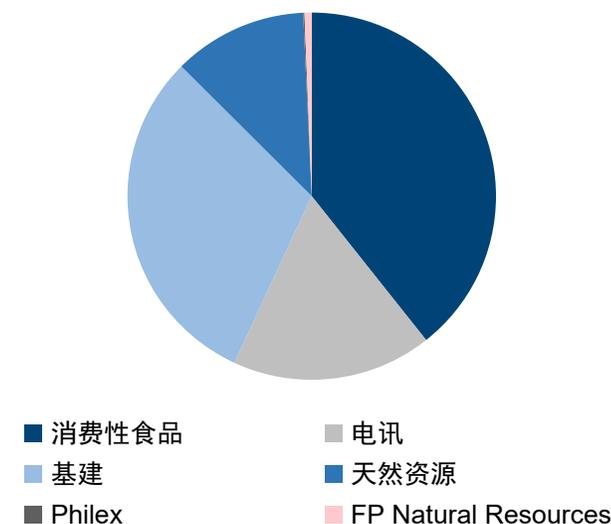
核心业务稳健，利润增长显著。2025上半年旗下Indofood/MPIC/FPM Power收入36.5/7.2/6.6亿美元，同比+1.7%/+14.9%/-15.6%，Indofood受益于面食销量上升及棕榈油价格提高，MPIC旗下收费道路车流量和收费上升，但是汇率对表观收入略有负面影响。从利润贡献看，Indofood/联营PLDT/MPIC/FPM Power经常性利润贡献1.6/0.8/1.3/0.5亿美元，同比+0.6%/0.7%/29%/6.6%。公司专注于投资位于快速增长亚洲新兴经济体或与其贸易往来密切的企业，属于消费性食品、电讯、基建或天然资源四大行业，并在其领域具备市场领导地位及强大现金流潜力。战略重点包括挖掘价值被低估或具协同效应的资产，为投资制定明确业务计划与发展方向。

- 我们预计2025-2026年公司实现营业总收入105.1/112.2亿美元，同比4.5%/6.8%；实现归母净利润7.9/9.3亿美元，同比31.2%/17.7%。

图表：第一太平投资理念



图表：第一太平利润来源（2024年）



- 需求复苏慢于预期等风险；白酒、乳品等持续增加供给导致价格大幅下跌风险；食品安全问题带来的舆论风险等

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032