

投资评级:看好(维持)

最近 12 月市场表现



分析师 吴文德
SAC 证书编号: S0160523090004
wuwd01@ctsec.com

分析师 任金星
SAC 证书编号: S0160524010001
renjx@ctsec.com

分析师 黄欣培
SAC 证书编号: S0160525070004
huangxp01@ctsec.com

相关报告

1. 《促消费政策催化, 持续看好顺周期方向》 2025-09-03
2. 《牧业专题报告》 2025-08-09
3. 《育儿补贴政策点评》 2025-07-28

白酒释压, 食品分化, 看好顺周期

核心观点

- ❖ **二季度业绩如期调整, 预期底部重视边际变化:** 通过总结个股与预期差异的原因和特点, 我们发现: 1) 低预期个股的数量较 Q1 减少, 表现市场对于业绩的预期或处于底部; 2) 超预期的个股, 大部分都是利润超预期, 表明需求端确实承压, 但公司通过内部降本增效等方式, 不断提升盈利能力; 3) 新品新渠道是重要的增量来源, 无论是报表的体现还是业绩交流的展望, 新品新渠道仍将是后续各家公司的主要发力方向; 4) 龙头具备强韧性, 主要是龙头公司业务结构相对多元, 有更好的抗风险能力; 5) 谁先调整谁先修复, Q2 板块表现较好的两个方向是连锁和复合调味品, 而 Q2 因禁酒令加速出清的是白酒和餐饮链。
- ❖ **板块内部分化, 白酒深化调整, 大众品预期分化:** 白酒方面, 酒企普遍开启降速调整, 其中: 高端龙头>次高端>地产酒, 高端龙头具备较强的经营韧性, 次高端 Q2 表现优于地产酒, 我们认为是去年次高端先调整, 基数较低, 而地产酒因为禁酒令场景缺失普遍承压。大众品方面, 零食整体较预期表现偏低, 但仍是表现较好的板块; 饮料内部强者恒强, 啤酒整体维持稳定。表现相对较好的板块是: 复合调味品、乳制品和连锁。复调主因低基数叠加新品新渠道贡献, 乳制品主要是毛销差带来的净利率改善, 连锁超预期得益于新典型等的持续拓展。
- ❖ **投资建议: 自上而下看顺周期, 自下而上优选业绩:** 从中报的总结来看, 我们认为板块的预期基本处于底部, 基本面也因为禁酒令的影响加速出清。展望后市, 我们认为可以从两个方向积极布局。
 - 1) **自上而下看好顺周期白酒和餐饮链:** 我们认为促消费的政策有望持续加码, 另一方面, 由于顺周期方向的业绩预期较低, 当前板块的博弈更多来自对于预期修复的节奏, 而我们认为随着政策的出台, 以及居民消费预期的提升, 板块基本面或加速修复, 持续看好顺周期方向的白酒和餐饮链。
 - 2) **自下而上精选个股, 重视边际变化:** 从 Q2 的业绩表现来看, 乳制品、调味品以及连锁是超预期较为集中的方向, 同时行业龙头的经营韧性也是较强的, 此外对于后续新品、新渠道和新店型等, 均是重要的增量贡献来源, 需密切关注。
- ❖ **龙头组合:** 贵州茅台、五粮液、山西汾酒、东鹏饮料、卫龙美味、安琪酵母、安井食品、天味食品
- ❖ **弹性组合:** 立高食品、锅圈、新乳业、宝立食品、巴比食品、舍得酒业、西麦食品、妙可蓝多
- ❖ **风险提示:** 消费力恢复不及预期, 行业竞争加剧, 食品安全问题等。

目录

1	行业总览：白酒解压，食品分化	5
1.1	Q2 板块增速放缓，内部分化加剧	5
1.2	2Q25 基金持仓：食品饮料整体减配，筹码结构优化.....	6
2	白酒：调整深化，板块寻底	9
2.1	收入端：环境极限施压，Q2 板块调整加剧	9
2.2	主要酒企：调整中见分化，头部酒企韧性较强	13
2.3	利润端：毛销差普遍收缩，盈利能力弱化	15
3	啤酒和饮料：啤酒平稳过渡，饮料分化加剧	17
3.1	啤酒：销量修复，吨价平稳，成本费效改善	17
3.2	饮料：龙头强者恒强，板块加速分化	18
4	乳制品及牧场：需求弱复苏，利润弹性释放	20
5	调味品：终端需求弱复苏，积极发掘增长新动力	22
5.1	基础调味品：餐饮需求弱复苏，主动调整收入承压	22
5.2	复合调味品：B 端有所承压，C 端恢复显著	23
6	速冻食品：终端竞争加剧，关注新品新渠道贡献	25
7	休闲零食：业绩持续分化，把握龙头和结构性机会	28
8	投资建议：自上而下看顺周期，自下而上优选业绩	33
9	风险提示	33

图表目录

图 1：	食品饮料板块营收变动情况	5
图 2：	食品饮料板块归母净利润变动情况	5
图 3：	各子版块营收表现有所分化	5
图 4：	各子版块归母净利润表现有所分化	5
图 5：	食品饮料板块 2Q2025 持仓比例位列行业第四	6
图 6：	食品饮料板块基金持仓变化	6
图 7：	主动权益基金及被动指数基金在食品饮料板块持仓规模	7

图 8:	饮食板块指数基金与主动权益基金持仓对比	7
图 9:	白酒板块指数基金与主动权益基金持仓对比	7
图 10:	白酒板块基金持仓变化	8
图 11:	大众品板块基金持仓变化.....	8
图 12:	白酒子版块单季收入增速	10
图 13:	白酒子版块季度累计收入增速	10
图 14:	白酒行业收入、订单额及收现增速对比	11
图 15:	高端酒收入、订单额及收现增速对比	11
图 16:	次高端酒收入、订单额及收现增速对比	11
图 17:	地产酒收入、订单额及收现增速对比	11
图 18:	1H25 白酒个股毛销差变动(pct)	15
图 19:	2Q25 白酒个股毛销差变动(pct)	15
图 20:	啤酒行业单季营收变动情况	17
图 21:	啤酒行业单季归母净利润变动情况	17
图 22:	啤酒核心企业毛利率（%）	18
图 23:	进口大麦平均单价（美元/吨）	18
图 24:	啤酒主要公司经营指标对比	18
图 25:	饮料行业单季营收变动情况	19
图 26:	饮料行业单季归母净利润变动情况	19
图 27:	饮料主要公司经营指标对比	19
图 28:	乳品行业单季营收变动情况	20
图 29:	乳品行业单季归母净利润变动情况	20
图 30:	2025 上半年原奶价格降幅收窄低位持稳	21
图 31:	牧业 1H2025 营收同比下滑	21
图 32:	牧业 1H2025 利润端亏损	21
图 33:	牧业及龙头牧企现金 EBITDA 利润率趋势	21
图 34:	CS 调味品行业营收变动情况	22
图 35:	CS 调味品行业归母净利润变动情况	22

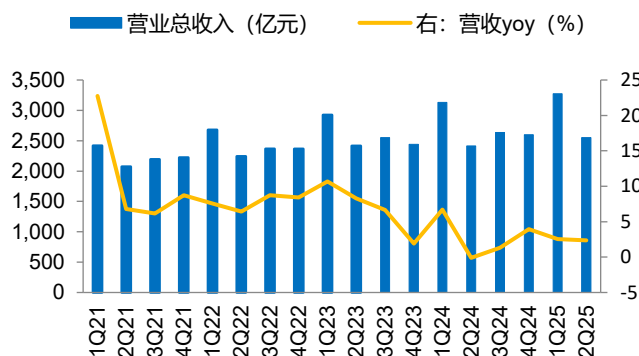
图 36:	基础调味品主要公司经营指标对比	23
图 37:	复合调味品主要公司经营指标对比	25
图 38:	CS 速冻食品行业营收变动情况	26
图 39:	CS 速冻食品行业归母净利润变动情况	26
图 40:	速冻食品主要公司经营指标对比	28
图 41:	CS 休闲零食行业营收变动情况	29
图 42:	CS 休闲零食行业归母净利润变动情况	29
图 43:	休闲零食主要公司经营指标对比	32
表 1:	分子板块基金重仓持仓比例	8
表 2:	分子板块基金重仓超配比例	8
表 3:	白酒板块公司 2021-2025 年上半年收入及归母净利润增速情况	9
表 4:	白酒板块公司单季收入及归母净利润增速情况	10
表 5:	白酒板块公司单季收入及订单额增速情况	12
表 6:	白酒板块公司收现增速及收现比情况	13
表 7:	主要白酒公司 2025 年中报点评	14
表 8:	白酒子板块单季收入增速情况	15
表 9:	白酒子板块单季毛利率同比变动情况 (pct)	15
表 10:	白酒子板块单季销售费用率同比变动情况 (pct)	16
表 11:	白酒子板块单季毛销差同比变动情况 (pct)	16
表 12:	白酒子板块单季管理费用率同比变动情况 (pct)	16
表 13:	白酒子板块归母净利润同比变动情况 (pct)	16
表 14:	白酒子板块扣非归母净利润同比变动情况 (pct)	17

1 行业总览：白酒释压，食品分化

1.1 Q2 板块增速放缓，内部分化加剧

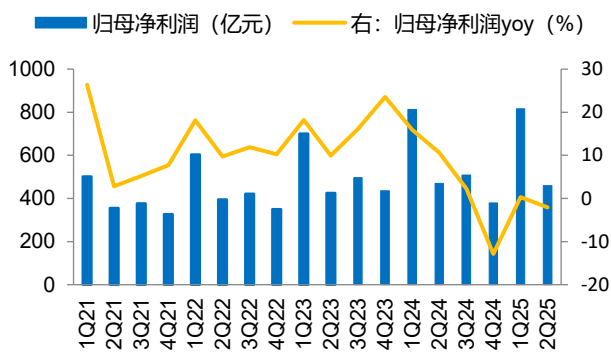
2Q25 食品饮料板块增速放缓，零食饮料增长亮眼，白酒承压。2Q25 食品饮料板块实现总营收 2549 亿元，同比+2.35%，增速环比放缓；归母净利润 460 亿元，同比-2.11%，增速环比由正转负。收入端来看，零食、饮料板块受益新兴渠道变革及新品放量，分别实现单季增速 43%、17.8%，显著优于其他板块；乳制品、啤酒表现则相对平稳；餐饮供应链内部有所分化，复合调味品表现较优、速冻有所承压；白酒板块单季同比下滑 5%，边际承压加剧。利润端来看，乳制品迎来显著改善，单季归母净利润同比增长 40.6%，饮料、啤酒、零食取得较好增速，白酒、餐饮供应链利润端下滑较多。

图1：食品饮料板块营收变动情况



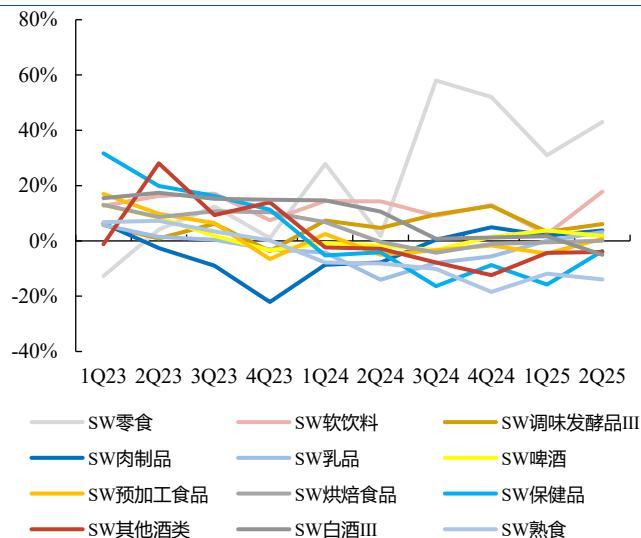
数据来源：Wind、财通证券研究所

图2：食品饮料板块归母净利润变动情况



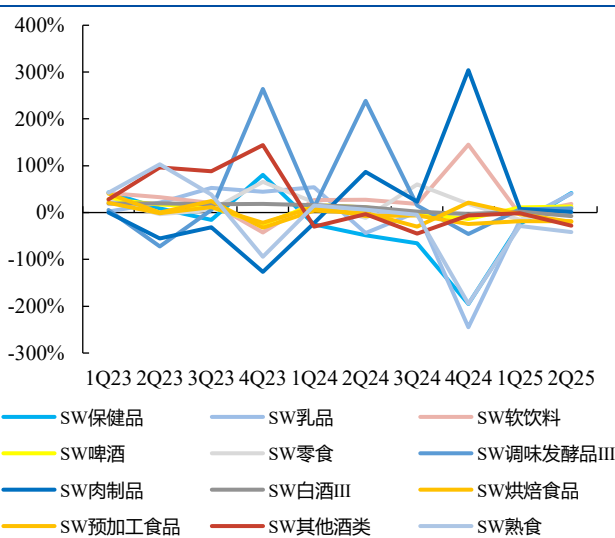
数据来源：Wind、财通证券研究所

图3：各子版块营收表现有所分化



数据来源：Wind、财通证券研究所

图4：各子版块归母净利润表现有所分化

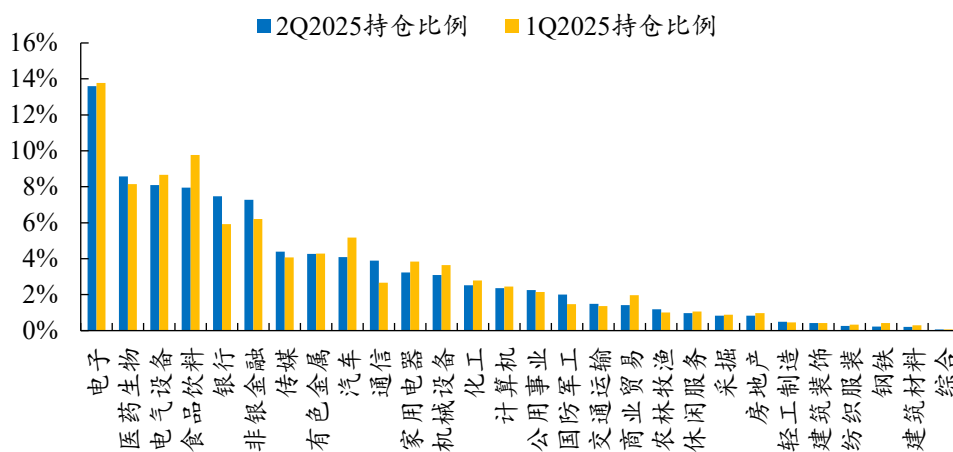


数据来源：Wind、财通证券研究所

1.2 2Q25 基金持仓：食品饮料整体减配，筹码结构优化

2Q2025 食品饮料板块减配，基金重仓股持仓比例环比 1Q2025 下降 1.82pct。2Q2025 季末基金食品饮料板块重仓持股比例为 7.99% (食品饮料重仓持股市值/基金重仓持股总市值)，较 1Q2025 下降 1.82pct。2Q2024-2Q2025 公募基金食品饮料重仓比例分别为 10.97%、11.29%、10.60%、9.81%、7.99%。全行业中，食饮板块重仓比例位列第四，次于电子、医药生物、电气设备板块。

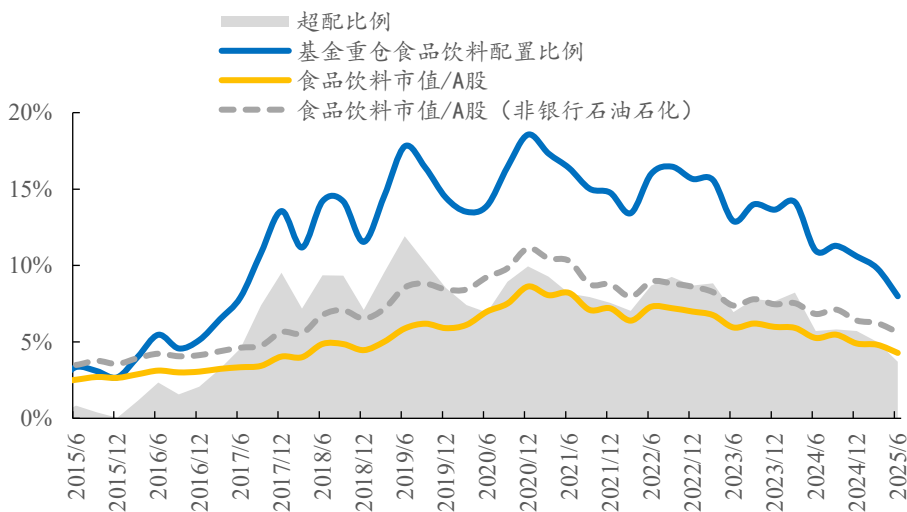
图5：食品饮料板块 2Q2025 持仓比例位列行业第四



数据来源：Wind、财通证券研究所

2Q2025 食品饮料板块超配降低，基金重仓股超配比例环比 1Q2025 减少 1.29pct。2Q2025 季末食品饮料市值占 A 股比重为 4.28% (剔除银行石油石化市值比重为 5.62%)，食品饮料板块继续处于超配状态，超配 3.71pct，超配比例环比下降 1.82pct。

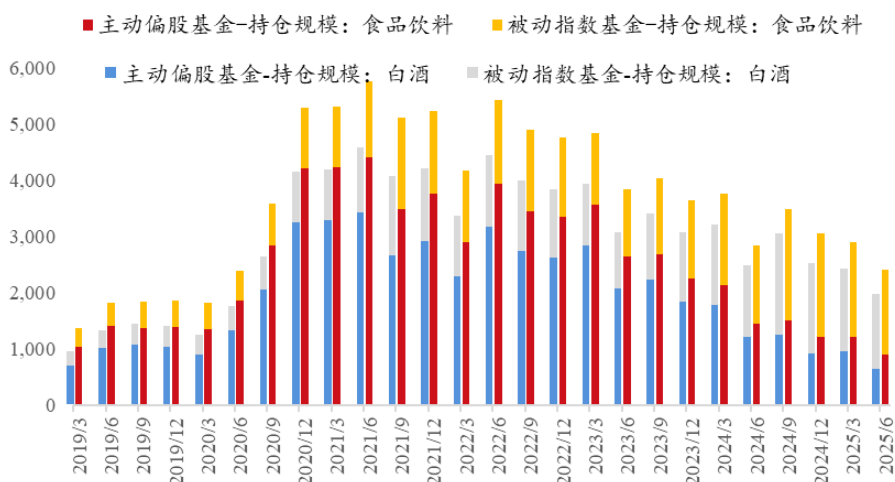
图6：食品饮料板块基金持仓变化



数据来源：Wind、财通证券研究所

2Q2025 食品饮料主动权益基金持仓比例环比下降，被动指数基金持仓比例环比下降。具体而言，2Q2025 主动权益基金食品饮料持仓比例环比下降 1.82pct 至 5.51%，其中白酒持仓比例环比下降 1.97pct 至 3.98%；2Q2025 被动指数基金食品饮料持仓比例环比下降 2.04pct 至 11.20%，其中白酒持仓比例环比下降 1.67pct 至 10.50%。

图7：主动权益基金及被动指数基金在食品饮料板块持仓规模

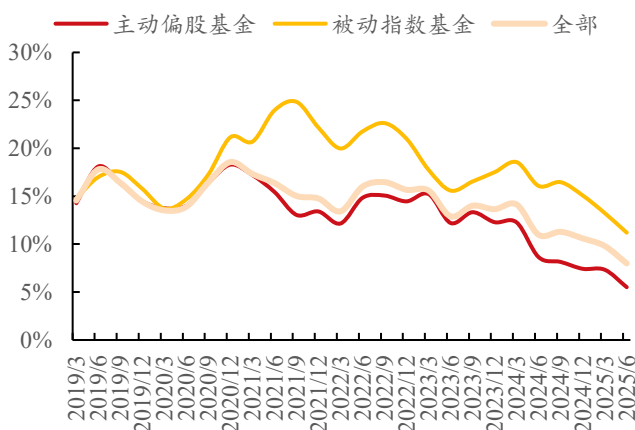


数据来源：Wind、财通证券研究所，单位：亿元

注：主动权益基金包含：普通股票型基金、偏股型混合基金、平衡型混合基金、灵活型混合基金

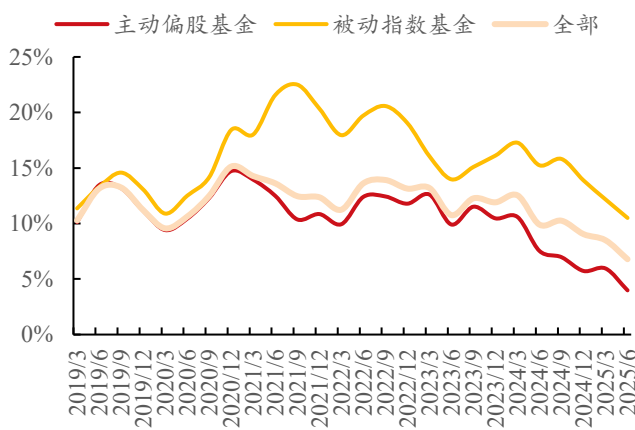
被动指数基金包含：被动指数型基金、增强指数型基金

图8：食品饮料指数基金与主动权益基金持仓对比



数据来源：Wind、财通证券研究所

图9：白酒板块指数基金与主动权益基金持仓对比



数据来源：Wind、财通证券研究所

2Q2025 白酒、大众品均减配。2Q2025 白酒持仓比例环比下降 1.71pct 至 6.78%，2Q2024-2Q2025 季末白酒持仓比例分别为 9.90%、10.25%、9.04%、8.49%、6.78%。2Q2025 大众品持仓比例为 1.20%，环比减少 0.11pct，其中休闲食品获小幅增配，其余各板块仓位环比小幅减少。

表1：分子板块基金重仓持仓比例

	2Q2025 环比	2Q2025	1Q2025	4Q2024	3Q2024	2Q2024	1Q2024	4Q2023	3Q2023
食品饮料	-1.82 pct	7.99%	9.81%	10.60%	11.29%	10.97%	14.14%	13.65%	14.00%
白酒	-1.71 pct	6.78%	8.49%	9.04%	10.25%	9.90%	12.54%	11.91%	12.27%
大众品	-0.11 pct	1.20%	1.32%	1.55%	1.03%	1.07%	1.60%	1.74%	1.74%
啤酒	-0.03 pct	0.25%	0.28%	0.34%	0.24%	0.27%	0.43%	0.37%	0.52%
饮料乳品	-0.08 pct	0.55%	0.63%	0.73%	0.38%	0.40%	0.59%	0.59%	0.51%
食品加工	-0.03 pct	0.11%	0.14%	0.14%	0.16%	0.17%	0.24%	0.34%	0.29%
休闲食品	0.04 pct	0.13%	0.09%	0.13%	0.08%	0.07%	0.14%	0.15%	0.14%
调味发酵品	-0.01 pct	0.11%	0.12%	0.15%	0.13%	0.12%	0.15%	0.18%	0.17%

数据来源：Wind、财通证券研究所

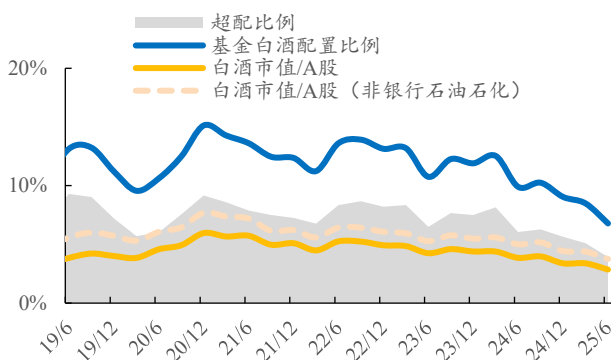
白酒基金超配比例环比下降，大众品低配增加。从超配比例来看，白酒 2Q2025 超配比例环比下降 1.18pct 至 3.93%，2Q2024-2Q2025 季末白酒超配比例分别为 6.04%、6.28%、5.66%、5.11%、3.93%；大众品 2Q2025 超配比例环比减少 0.11pct 至-0.22%，仍保持在低配，各子板块中，啤酒、饮料乳品处于超配状态，其余子板块为低配状态。

表2：分子板块基金重仓超配比例

	2Q2025 环 比	2Q2025	25Q1	24Q4	24Q3	24Q2	24Q1	23Q4	23Q3
食品饮料	-1.29 pct	3.71%	5.00%	5.70%	5.81%	5.71%	8.22%	7.67%	7.80%
白酒	-1.18 pct	3.93%	5.11%	5.66%	6.28%	6.04%	8.15%	7.51%	7.67%
大众品	-0.11 pct	-0.22%	-0.11%	0.04%	-0.46%	-0.33%	0.08%	0.16%	0.13%
啤酒	-0.02 pct	0.11%	0.13%	0.19%	0.09%	0.12%	0.27%	0.22%	0.34%
饮料乳品	-0.10 pct	0.07%	0.17%	0.25%	-0.08%	-0.04%	0.13%	0.14%	0.06%
食品加工	-0.02 pct	-0.11%	-0.09%	-0.10%	-0.09%	-0.08%	-0.04%	0.04%	-0.01%
休闲食品	0.02 pct	-0.05%	-0.07%	-0.04%	-0.07%	-0.07%	-0.03%	-0.03%	-0.05%
调味发酵品	0.02 pct	-0.22%	-0.24%	-0.24%	-0.29%	-0.24%	-0.25%	-0.23%	-0.23%

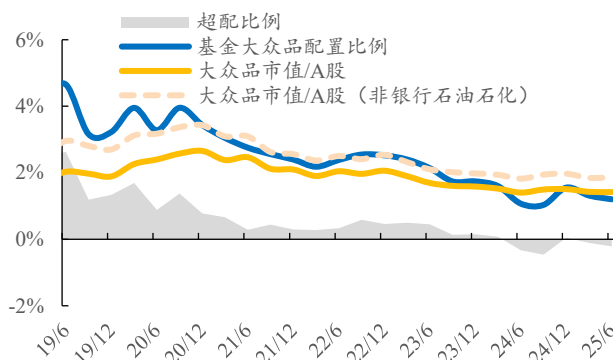
数据来源：Wind、财通证券研究所

图10：白酒板块基金持仓变化



数据来源：Wind、财通证券研究所

图11：大众品板块基金持仓变化



数据来源：Wind、财通证券研究所

2 白酒：调整深化，板块寻底

2.1 收入端：环境极限施压，Q2 板块调整加剧

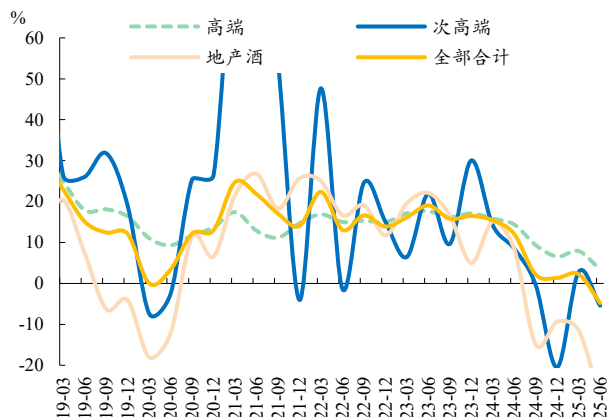
2025 年上半年白酒板块调整加剧。2025 年上半年白酒需求持续疲软，其中 Q1 元春表现偏弱，Q2 在禁酒令影响下核心场景（商务及部分宴席）缺失，其中 5~6 月面临极限压力，高端及次高端白酒首当其冲。酒企普遍谨慎经营、控货去库，对年初制定的经营目标谨慎对待，收入及利润增长迎来大幅度回调，业绩下滑成为普遍现象。其中 Q2 具体来看，龙头贵州茅台降速求稳，稳健兑现半年目标进度，五粮液、山西汾酒基本持平，其余主要酒企收入不同程度同比下滑，利润端承压态势则更为明显。总体来看，行业加速调整，处于寻底阶段。

表3：白酒板块公司 2021-2025 年上半年收入及归母净利润增速情况

	收入同比增速					归母净利润同比增速				
	1H2021	1H2022	1H2023	1H2024	1H2025	1H2021	1H2022	1H2023	1H2024	1H2025
白酒合计	23.6%	18.6%	17.3%	14.1%	-0.4%	21.4%	22.0%	19.5%	13.9%	-0.9%
高端	15.5%	16.1%	17.3%	15.3%	6.1%	14.7%	19.8%	19.2%	14.4%	5.5%
贵州茅台	11.7%	17.4%	20.8%	17.8%	9.1%	9.1%	20.8%	20.8%	15.9%	8.9%
五粮液	19.4%	12.2%	10.4%	11.3%	4.2%	21.6%	14.4%	12.8%	11.9%	2.3%
泸州老窖	22.0%	25.2%	25.1%	15.8%	-2.7%	31.2%	30.9%	28.2%	13.2%	-4.5%
次高端	91.1%	27.2%	11.5%	12.2%	0.0%	151.2%	34.2%	19.8%	12.7%	-3.2%
山西汾酒	75.6%	26.5%	24.0%	19.6%	5.4%	120.8%	41.5%	35.0%	24.3%	1.1%
水井坊	128.4%	12.9%	-26.4%	12.6%	-12.8%	266.0%	-2.0%	-45.2%	19.5%	-56.5%
舍得酒业	133.1%	26.5%	16.6%	-7.3%	-17.4%	347.9%	13.6%	10.1%	-35.8%	-25.0%
酒鬼酒	137.3%	48.0%	-39.2%	-35.5%	-43.5%	176.5%	40.7%	-41.2%	-71.3%	-92.6%
地产酒	23.5%	21.8%	20.5%	12.7%	-17.4%	17.2%	25.7%	20.4%	12.2%	-24.9%
洋河股份	15.7%	21.6%	15.7%	4.6%	-35.3%	4.8%	21.8%	14.1%	1.1%	-45.3%
古井贡酒	27.0%	28.5%	25.6%	22.1%	0.5%	34.5%	39.2%	44.9%	28.5%	2.5%
老白干酒	10.6%	22.7%	10.2%	10.7%	0.5%	6.1%	191.4%	-40.2%	40.3%	5.4%
今世缘	32.2%	20.7%	28.5%	22.4%	-4.8%	30.9%	21.2%	26.7%	20.1%	-9.5%
迎驾贡酒	52.5%	21.3%	24.2%	20.4%	-16.5%	77.6%	31.7%	36.5%	29.6%	-18.0%
口子窖	42.9%	2.4%	26.8%	8.7%	-20.1%	41.3%	7.6%	14.6%	11.9%	-24.6%
金徽酒	36.6%	26.1%	24.2%	15.2%	0.3%	55.9%	13.1%	20.1%	16.0%	1.1%
其他	38.3%	8.1%	13.7%	4.0%	-19.2%	233.8%	-8.8%	36.1%	22.7%	-50.8%
金种子酒	33.0%	10.4%	27.6%	-13.2%	-27.5%	79.8%	-43.6%	-31.3%	-129.3%	-750.5%
伊力特	29.9%	10.0%	7.7%	8.9%	-19.5%	45.0%	-39.5%	37.4%	12.1%	-17.8%
天佑德酒	63.6%	2.8%	11.0%	14.9%	-11.2%	-314.5%	32.3%	-3.0%	-17.5%	-35.4%

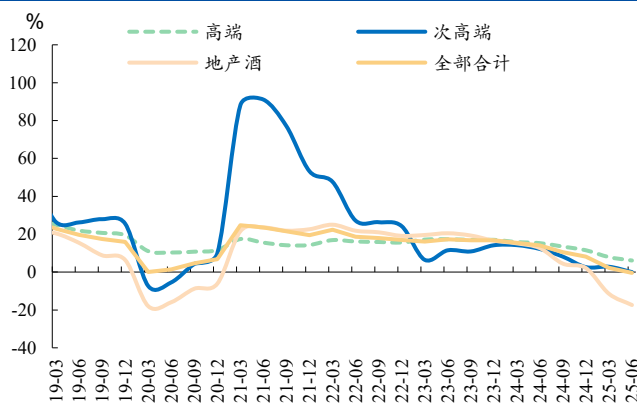
数据来源：Wind、财通证券研究所

图12：白酒子版块单季收入增速



数据来源：Wind、财通证券研究所

图13：白酒子版块季度累计收入增速



数据来源：Wind、财通证券研究所

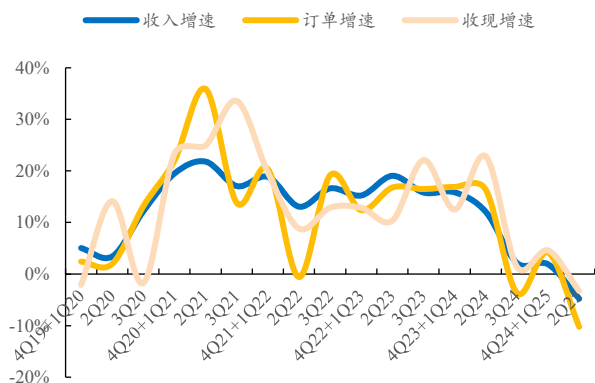
表4：白酒板块公司单季收入及归母净利润增速情况

	收入同比增速					归母净利润同比增速				
	2Q2024	3Q2024	4Q2024	1Q2025	2Q2025	2Q2024	3Q2024	4Q2024	1Q2025	2Q2025
白酒合计	12.1%	2.2%	1.3%	2.3%	-4.8%	10.6%	1.7%	-2.8%	2.6%	-7.3%
高端	14.4%	9.4%	6.6%	7.9%	3.4%	13.2%	9.2%	7.2%	8.5%	0.6%
贵州茅台	17.3%	15.3%	12.8%	10.5%	7.3%	16.1%	13.2%	16.2%	11.6%	5.2%
五粮液	10.1%	1.4%	2.5%	6.1%	0.1%	11.5%	1.3%	-6.2%	5.8%	-7.6%
泸州老窖	10.5%	0.7%	-16.9%	1.8%	-8.0%	2.2%	2.6%	-29.9%	0.4%	-11.1%
次高端	8.5%	-0.4%	-20.5%	2.8%	-5.4%	-7.0%	-2.0%	-58.8%	2.0%	-19.4%
山西汾酒	17.1%	11.4%	-10.2%	7.7%	0.4%	10.2%	10.4%	-11.3%	6.2%	-13.5%
水井坊	16.6%	0.4%	4.7%	2.7%	-31.4%	29.6%	7.7%	-12.3%	2.1%	-251.2%
舍得酒业	-22.7%	-30.7%	-51.1%	-25.1%	-3.4%	-88.4%	-79.2%	-167.9%	-37.1%	139.5%
酒鬼酒	-13.3%	-67.2%	-66.2%	-30.3%	-56.6%	-60.9%	-213.7%	-163.7%	-56.8%	-147.8%
地产酒	8.4%	-14.9%	-9.3%	-11.4%	-28.2%	8.7%	-29.6%	-83.1%	-18.0%	-39.5%
洋河股份	-3.0%	-44.8%	-52.2%	-31.9%	-43.7%	-9.7%	-73.0%	916.0%	-39.9%	-62.7%
古井贡酒	16.8%	13.4%	4.8%	10.4%	-14.2%	24.6%	13.6%	-0.7%	12.8%	-11.6%
老白干酒	9.0%	0.3%	-10.0%	3.4%	-1.9%	46.7%	25.2%	-6.8%	11.9%	0.2%
今世缘	21.5%	10.1%	-7.6%	9.2%	-29.7%	16.9%	6.6%	-34.8%	7.3%	-37.1%
迎驾贡酒	19.0%	4.0%	-4.5%	-11.9%	-23.8%	28.0%	6.2%	-7.9%	-9.2%	-35.2%
口子窖	5.9%	-22.0%	9.0%	2.4%	-48.5%	15.1%	-27.7%	-7.5%	3.6%	-70.9%
金徽酒	7.7%	15.8%	31.1%	3.0%	-4.0%	1.9%	108.8%	-2.1%	5.8%	-12.8%
其他	-9.4%	-31.5%	-25.3%	-14.3%	-28.0%	-92.9%	-237.8%	-219.9%	-39.4%	-961.5%
金种子酒	-26.2%	-54.4%	-69.9%	-29.4%	-24.2%	-295.6%	-3843.2%	-1335.9%	-320.6%	-
伊力特	3.6%	-23.3%	-6.6%	-4.3%	-44.9%	38.9%	-17.8%	-59.6%	-9.3%	-52.7%
天佑德酒	-11.8%	-18.8%	-0.5%	-18.0%	3.9%	-248.1%	-334.4%	-6.7%	-37.7%	-44.1%

数据来源：Wind、财通证券研究所

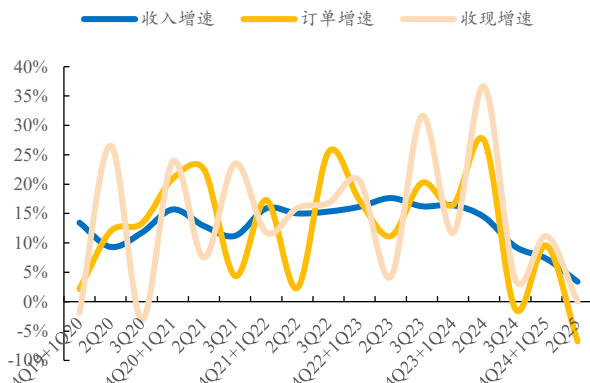
现金流表现来看，收现显著承压。多数酒企 Q2 销售收现、营收+Δ合同负债同比显著下滑，需求严重承压态势下，经销商回款趋向谨慎，同时酒企普遍放松回款进度要求。分酒企来看，头部势能较强酒企如贵州茅台、五粮液、山西汾酒等收现承压幅度较小，二三线酒企则大幅下滑，部分酒企（如水井坊）存在跨季扰动。

图14： 白酒行业收入、订单额及收现增速对比



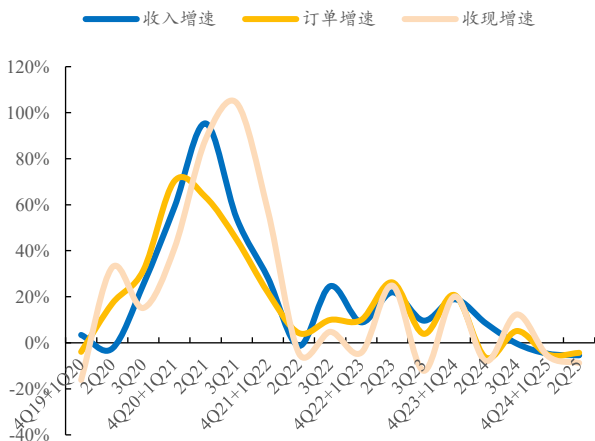
数据来源：Wind、财通证券研究所

图15： 高端酒收入、订单额及收现增速对比



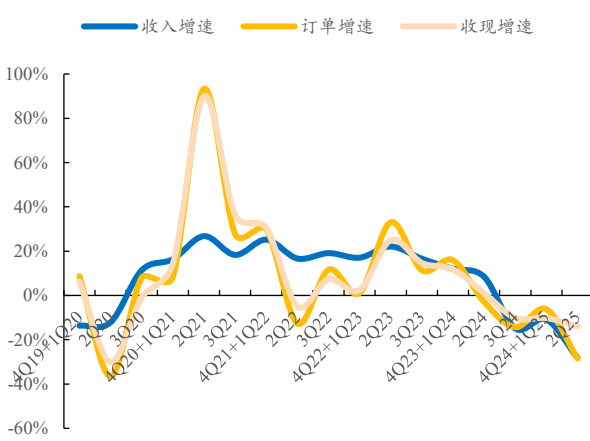
数据来源：Wind、财通证券研究所

图16： 次高端酒收入、订单额及收现增速对比



数据来源：Wind、财通证券研究所

图17： 地产酒收入、订单额及收现增速对比



数据来源：Wind、财通证券研究所

表5：白酒板块公司单季收入及订单额增速情况

	收入同比增速					订单额（收入+△合同负债）同比增速				
	4Q23+ 1Q24	2Q24	3Q24	4Q24+ 1Q25	2Q25	4Q23+ 1Q24	2Q24	3Q24	4Q24+ 1Q25	2Q25
白酒合计	15.9%	12.1%	2.2%	1.9%	-4.8%	16.9%	16.4%	-3.7%	4.2%	-10.2%
 高端	16.4%	14.4%	9.4%	7.3%	3.4%	16.5%	27.4%	-1.2%	9.6%	-6.8%
贵州茅台	19.2%	17.3%	15.3%	11.7%	7.3%	22.4%	22.8%	2.7%	12.7%	-3.1%
五粮液	12.7%	10.1%	1.4%	4.7%	0.1%	9.2%	51.6%	-6.6%	8.2%	-16.8%
泸州老窖	14.9%	10.5%	0.7%	-7.1%	-8.0%	13.4%	4.6%	-8.0%	-2.3%	0.6%
 次高端	18.9%	8.5%	-0.4%	-4.8%	-5.4%	20.7%	-6.4%	5.1%	-5.1%	-4.3%
山西汾酒	22.5%	17.1%	11.4%	3.2%	0.4%	29.3%	-4.5%	16.9%	2.7%	0.7%
水井坊	30.9%	16.6%	0.4%	3.9%	-31.4%	31.0%	-7.3%	-2.1%	-2.6%	-16.9%
舍得酒业	13.9%	-22.7%	-30.7%	-37.2%	-3.4%	-1.2%	-10.4%	-21.7%	-34.9%	-1.5%
酒鬼酒	-22.8%	-13.3%	-67.2%	-51.2%	-56.6%	-24.9%	-20.5%	-63.8%	-52.9%	-66.8%
 地产酒	12.0%	8.4%	-14.9%	-10.8%	-28.2%	15.9%	-2.9%	-14.3%	-6.2%	-28.5%
洋河股份	2.3%	-3.0%	-44.8%	-34.9%	-43.7%	11.0%	-8.3%	-34.1%	-25.3%	-45.5%
古井贡酒	19.5%	16.8%	13.4%	8.5%	-14.2%	20.6%	3.8%	1.0%	10.8%	-20.3%
老白干酒	15.5%	9.0%	0.3%	-4.1%	-1.9%	18.7%	-6.0%	-14.8%	-10.9%	-15.2%
今世缘	23.8%	21.5%	10.1%	4.6%	-29.7%	22.8%	6.3%	-0.9%	10.4%	-16.4%
迎驾贡酒	20.2%	19.0%	4.0%	-8.6%	-23.8%	17.7%	14.4%	0.4%	-7.5%	-22.1%
口子窖	10.8%	5.9%	-22.0%	5.5%	-48.5%	8.3%	-16.3%	3.6%	3.1%	-44.1%
金徽酒	19.4%	7.7%	15.8%	12.3%	-4.0%	20.6%	-17.7%	16.8%	5.8%	25.7%
 其他	23.9%	-9.4%	-31.5%	-18.8%	-28.0%	21.2%	-8.6%	-30.0%	-18.1%	-28.8%
金种子酒	1.5%	-26.2%	-54.4%	-49.1%	-24.2%	-5.7%	-22.6%	-42.8%	-44.1%	-19.9%
伊力特	34.4%	3.6%	-23.3%	-5.3%	-44.9%	38.7%	1.7%	-24.0%	-7.7%	-45.8%
天佑德酒	35.8%	-11.8%	-18.8%	-12.0%	3.9%	29.5%	-12.9%	-25.2%	-10.2%	-1.9%

数据来源：Wind、财通证券研究所

表6：白酒板块公司收现增速及收现比情况

	收现同比增速					收现比				
	4Q23+ 1Q24	2Q24	3Q24	4Q24+ 1Q25	2Q25	4Q23+ 1Q24	2Q24	3Q24	4Q24+ 1Q25	2Q25
白酒合计	12.5%	22.8%	1.4%	4.6%	-3.3%	1.06	1.19	1.20	1.08	1.21
高端	11.7%	36.6%	3.8%	11.2%	0.0%	1.06	1.31	1.24	1.10	1.27
贵州茅台	22.7%	22.6%	1.0%	10.5%	-4.6%	1.09	1.13	1.10	1.08	1.00
五粮液	-1.8%	93.4%	18.7%	3.2%	12.0%	1.09	1.76	1.63	1.07	1.97
泸州老窖	7.4%	-0.2%	-19.4%	48.3%	-15.1%	0.83	1.23	1.10	1.33	1.14
次高端	20.1%	-7.9%	12.3%	-5.8%	-8.7%	0.98	1.03	1.02	0.97	1.00
山西汾酒	25.1%	-6.3%	30.8%	0.8%	-6.1%	0.98	1.00	0.99	0.96	0.93
水井坊	29.5%	-5.9%	-0.8%	-18.5%	29.5%	1.11	0.97	1.12	0.87	1.84
舍得酒业	12.8%	-14.4%	-21.4%	-26.3%	-24.2%	0.97	1.30	0.96	1.13	1.02
酒鬼酒	-33.7%	-12.9%	-57.9%	-31.8%	-57.1%	0.76	1.04	1.24	1.06	1.02
地产酒	11.8%	1.0%	-10.2%	-10.2%	-14.0%	1.08	0.92	1.16	1.09	1.10
洋河股份	13.0%	-12.0%	-33.5%	-26.2%	-47.5%	1.16	0.74	1.38	1.32	0.69
古井贡酒	6.3%	12.8%	24.6%	-0.6%	18.7%	0.94	1.07	1.04	0.86	1.47
老白干酒	23.7%	-0.5%	-11.9%	-10.5%	-26.7%	1.23	0.84	1.00	1.15	0.63
今世缘	19.6%	7.1%	-1.8%	10.8%	-18.9%	1.08	0.95	1.16	1.14	1.09
迎驾贡酒	11.4%	12.7%	0.8%	-9.8%	-17.9%	1.12	1.07	1.08	1.11	1.15
口子窖	-1.0%	-4.4%	1.8%	9.6%	-24.1%	0.95	1.00	1.19	0.99	1.47
金徽酒	13.8%	-12.8%	12.7%	7.2%	17.2%	1.23	0.94	1.06	1.17	1.15
其他	7.0%	-30.6%	-29.1%	-15.4%	-19.7%	0.93	0.80	1.25	0.97	0.89
金种子酒	-47.8%	-46.9%	-62.7%	-35.4%	-33.4%	0.56	0.90	1.10	0.71	0.79
伊力特	35.6%	-26.5%	-1.2%	-12.6%	-24.0%	1.06	0.60	1.38	0.98	0.83
天佑德酒	31.0%	-13.0%	-25.8%	-9.8%	-2.6%	1.09	1.09	1.14	1.12	1.03

数据来源：Wind、财通证券研究所

2.2 主要酒企：调整中见分化，头部酒企韧性较强

需求显著承压环境下，酒企调整中见分化。贵州茅台 Q2 仍符合预期，单季降速求稳，全年目标稳健过半兑现，龙头定力十足；五粮液、山西汾酒 Q2 保持平稳，产品结构有所下移；泸州老窖 Q2 持续主动出清下滑。头部主要酒企调整幅度有限，仍可通过中低线产品补足。其余酒企则多数大幅调整，承压态势明显。

表7：主要白酒公司 2025 年中报点评

公司	点评
贵州茅台	公司发布 2025 中报，1H2025 营收 894 亿元，同比+9.1%，归母净利润 454 亿元，同比+8.9%；2Q2025 营收 388 亿元，同比+7.3%，归母净利润 186 亿元，同比+5.2%。收入端 Q2 符合预期，非标放量，海外发力。普飞保持稳健投放节奏，预计主要由非标放量带动增长（尤其公斤装），系列酒下滑或主因 1935 投放高基数。龙头定力犹在，全年兑现仍值得期待。经历 2Q2025 禁酒令及批价扰动的极限压力测试，公司仍然稳健兑现增长目标，体现出龙头十足定力。当前渠道回款有序推进，库存良性，飞天批价企稳。下半年展望来看，伴随政策影响逐渐退坡，动销有望弱复苏，价格体系在稳价策略组合下持稳，叠加非标、文创新品、海外等多个增长点，业绩稳健兑现仍有较强确定性
五粮液	公司 1H25 营收 527.7 亿元，同比+4.2%，归母净利润 194.9 亿元，同比+2.3%。2Q25 实现营收 158.3 亿元，同比+0.1%，归母净利润 46.3 亿元，同比-7.6%。吨价整体承压，系列酒放量。1H25 五粮液产品收入 410 亿元，同比+4.6%，量/价分别同比+12.7%/-7.2%。Q2 极端压力环境下，普五严格控货，或主要由 1618、低度五粮液贡献量增，两者开瓶量和宴席场次稳定增长，对吨价有所摊薄。浓香公司发力促动销，做强开瓶氛围，日均开瓶扫码量同比双位数增长，推动系列酒整体高增，但结构或有承压下移，吨价摊薄。期内公司发力经销商团队优化调整，经销商数量整体减少。Q3 或处于弱修复状态，动销端降幅环比或边际收窄，且下半年进入低基数期，包袱相对较轻，预计业绩平稳表现。同时也需关注边际变化，如推出 29 度新品“一见倾心”顺应低度化、年轻化趋势。
泸州老窖	公司 1H25 实现营收 164.5 亿元，同比-2.7%，归母净利润 76.6 亿元，同比-4.5%。2Q25 实现营收 71 亿元，同比-8%，归母净利润 30.7 亿元，同比-11.1%。Q2 承压调整，线上渠道高增。高端酒方面，考虑到主动停货去库及 6 月禁酒令影响，预计 Q2 国窖承压下滑；中高端方面，公司加大对特区 60、特曲、头曲等大众产品资源倾斜，中档酒或贡献量增，但摊薄整体吨价；低档酒价格带受损较多，或主因低线价格带竞争加剧。公司自建电商平台，深化与主流电商、即时零售渠道合作，线上渠道实现高增。面对市场调整，公司积极且灵活应对：1）持续推动去库稳价，当前渠道库存相对良性，批价稳固；2）顺应消费分化，发力县下沉市场深耕，向大众产品线倾斜资源；3）巩固低度先发优势，28 度国窖将适时投入市场，且考虑推出更低度的产品。
山西汾酒	公司 1H25 实现营收 239.6 亿元，同比+5.4%，归母净利润 85.1 亿元，同比+1.1%。2Q25 营收 74.4 亿元，同比+0.4%，归母净利润 18.6 亿元，同比-13.5%。Q2 平稳显韧性，玻汾放量，省外拓展稳健。Q2 环境压力下，汾酒产品维持稳健，凸显公司产品矩阵协同下的韧性。内部结构来看，青花 20/25 在低基数上有所增长（2Q24 主动控货），青花 30 及以上则承压下滑；腰部老白汾阶段性放缓，主因省外大众价格带竞争加剧；玻汾动销持续强劲，放量较多。Q2 极限压力环境下，渠道普遍反馈汾酒动销优于行业平均，凸显公司的稳健势能与完善的产品矩阵布局，尤其在逆势环境下保持经销商信心实属不易。当前公司主品批价、库存仍相对良性，省外发力经销商体系优化积蓄势能，伴随下半年基数逐季走低，我们认为公司面对环境压力可更加从容，业绩平稳兑现。
舍得酒业	公司 1H25 实现营收 27 亿元，同比-17.4%，归母净利润 4.43 亿元，同比-25%。2Q25 实现营收 11.3 亿元，同比-3.4%，归母净利润 0.97 亿元，同比+139.5%。Q2 收入降幅收窄，大众线逆势增长。Q2 酒类营收同比-4.5%，得益于 2024 年同期率先大幅调整，低基数下 2Q25 降幅明显收窄，或优于行业整体表现。分产品看，中高档酒下滑，主因核心单品品味舍得延续谨慎控货，主动应对禁酒令环境冲击，Q2 库存有阶段累积但整体维持良性，批价持稳。而舍之道聚焦下沉市场及宴席场景，受影响较小，仍维持增势；普通酒 Q2 环比转增，T68 聚焦大众自饮场景，伴随渠道拓展和铺货，低基数下实现高增。我们认为经历 2024 年大幅去库调整，公司市场包袱已经减轻，Q2 极限压力下仍维持良性库存，批价维持稳定（具备较强修复弹性；大众线产品舍之道、T68 聚焦韧性场景，可一定程度对冲品味压力。下半年进入低基数期，表现压力减轻，关注动销端表现。同时也应关注公司边际变化，如电商渠道逐步放量、低度酒新品“舍得自在”（29 度）即将上市。
水井坊	公司 1H25 实现营收 15 亿元，同比-12.8%，归母净利润 1.05 亿元同比-56.5%。2Q25 营收 5.4 亿元，同比-31.4%，归母净利润亏损 0.85 亿元，同比由盈转亏。次高端 Q2 价格承压，天号陈小体量高增。Q2 受禁酒令和弱需求影响，公司次高端产品线显著承压，叠加 Q2 主动去库，井台下滑较多，主力单品臻酿八号发力“六赠一”促销以价换量；定位中低端的天号陈维持较高增速，但体量较小。环境承压态势下，公司积极发力去库，7 月以来公司进一步整理渠道，发起八号全渠道停货，并开展违规查处、收货工作，以稳定价值链、维护渠道生态。我们认为供给端调整或可率先到位，Q2 全年占比较小，伴随需求端弱修复，叠加基数走低，报表端下半年仍有望边际修复。

数据来源：Wind、各公司公告、财通证券研究所

表8：白酒子板块单季收入增速情况

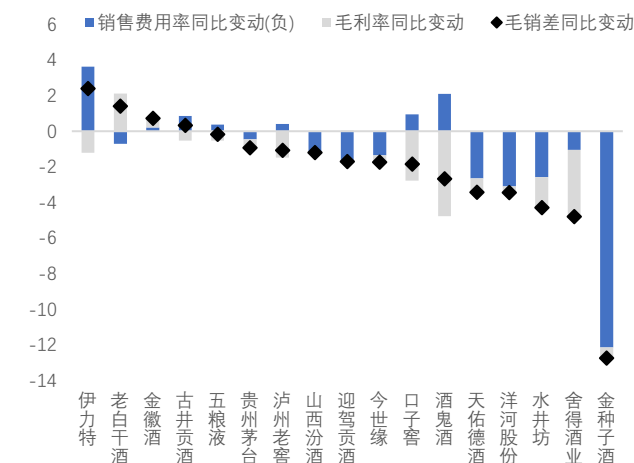
单位：%	2Q2024	3Q2024	4Q2024	1Q2025	2Q2025
高端合计	14.4	9.4	6.6	7.9	3.4
次高端合计	8.5	-0.4	-20.5	2.8	-5.4
地产酒合计	8.4	-14.9	-9.3	-11.4	-28.2
其他合计	-9.4	-31.5	-25.3	-14.3	-28.0
全部合计	12.1	2.2	1.3	2.3	-4.8

数据来源：Wind、财通证券研究所

2.3 利润端：毛销差普遍收缩，盈利能力弱化

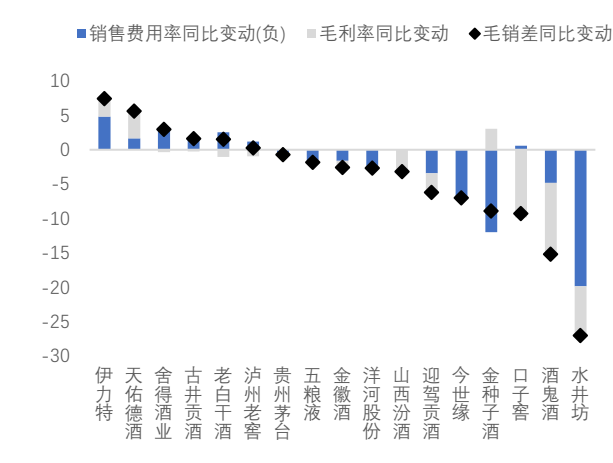
2Q25 上市酒企归母净利润增速普遍弱于收入增速，酒企盈利能力弱化。主因：1）高端/次高端产品线承压，大众产品线保持相对韧性，产品结构普遍下移拉低毛利率；2）收入规模收缩，费用端刚性投入，费用率普遍加大，毛销差整体有所收窄。

图18：1H25 白酒个股毛销差变动(pct)



数据来源：Wind、财通证券研究所

图19：2Q25 白酒个股毛销差变动(pct)



数据来源：Wind、财通证券研究所

表9：白酒子板块单季毛利率同比变动情况（pct）

	2Q2024	3Q2024	4Q2024	1Q2025	2Q2025
高端合计	0.61	0.82	0.59	-0.66	-0.20
次高端合计	-3.13	-1.65	1.01	0.97	-3.45
地产酒合计	0.76	-3.35	-1.93	-0.03	-0.98
其他合计	2.95	-3.89	-2.48	-2.72	3.44
全部合计	0.48	0.21	0.83	0.07	0.08

数据来源：Wind、财通证券研究所

表10： 白酒子板块单季销售费用率同比变动情况（pct）

	2Q2024	3Q2024	4Q2024	1Q2025	2Q2025
高端合计	0.91	0.63	0.40	-0.18	0.33
次高端合计	1.06	-1.23	5.92	0.77	-0.22
地产酒合计	0.43	2.20	3.79	2.67	1.58
其他合计	8.57	7.77	12.77	2.01	2.67
全部合计	0.77	0.18	0.70	0.25	-0.14

数据来源：Wind、财通证券研究所

表11： 白酒子板块单季毛销差同比变动情况（pct）

	2Q2024	3Q2024	4Q2024	1Q2025	2Q2025
高端合计	-0.30	0.19	0.19	-0.48	-0.52
次高端合计	-4.19	-0.42	-4.91	0.20	-3.23
地产酒合计	0.33	-5.55	-5.72	-2.70	-2.56
其他合计	-5.62	-11.66	-15.25	-4.73	0.77
全部合计	-0.29	0.03	0.13	-0.18	0.23

数据来源：Wind、财通证券研究所

表12： 白酒子板块单季管理费用率同比变动情况（pct）

	2Q2024	3Q2024	4Q2024	1Q2025	2Q2025
高端合计	-0.74	-0.37	-0.70	-0.48	-0.22
次高端合计	-0.02	0.41	2.83	-0.41	0.48
地产酒合计	0.15	1.18	2.27	0.46	1.91
其他合计	-0.76	3.90	2.09	-0.56	0.56
全部合计	-0.49	0.00	-0.05	-0.27	0.12

数据来源：Wind、财通证券研究所

净利润角度来看，2Q25 高端酒相对稳健，归母净利润保持平稳，次高端及地产酒均显著承压。当前报表及基本面都在加速筑底阶段，龙头酒企有望凭借渠道和产品结构特点突出抗压能力。

表13： 白酒子板块归母净利润同比变动情况（pct）

	2Q2024	3Q2024	4Q2024	1Q2025	2Q2025
高端合计	13.17	9.19	7.17	8.47	0.62
次高端合计	-6.97	-2.04	-58.75	2.03	-19.41
地产酒合计	8.68	-29.64	-83.11	-18.04	-39.53
其他合计	-92.92	-237.85	-219.95	-39.37	-961.50
全部合计	10.64	1.71	-2.76	2.55	-7.25

数据来源：Wind、财通证券研究所

表14： 白酒子板块扣非归母净利润同比变动情况（pct）

	2Q2024	3Q2024	4Q2024	1Q2025	2Q2025
高端合计	12.84	9.40	6.99	8.59	0.97
次高端合计	-5.79	-1.22	-54.88	2.71	-22.18
地产酒合计	9.96	-34.78	-68.83	-18.29	-42.07
其他合计	-115.33	-300.22	-245.03	-39.63	-561.49
全部合计	10.70	1.16	-1.31	2.68	-7.56

数据来源：Wind、财通证券研究所

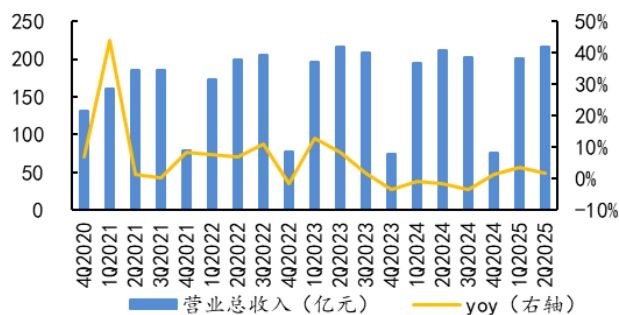
3 啤酒和饮料：啤酒平稳过渡，饮料分化加剧

3.1 啤酒：销量修复，吨价平稳，成本费效改善

收入端：2Q2025 环比改善，珠江燕京具备 α 。伴随行业整体销量基数走低、库存压力释放，二季度啤酒企业延续了 Q1 的修复趋势。从销量来看，二季度青啤/重啤/珠江/燕京同比分别为：1.0%/0.0%/1.1%/1.6%。从吨价来看，Q2 青啤/重啤/珠江/燕京同比分别为：0.3%/-1.9%/4.8%/5.3%，在禁酒令的影响下，餐饮渠道表现有所承压，全国化酒企的产品结构基本平稳，但珠江和燕京依靠纯生和 U8 走出了结构改善的超额表现。

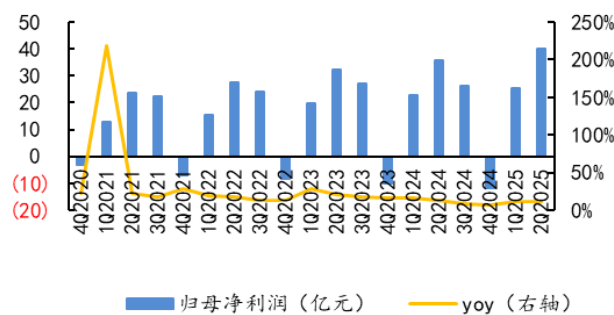
利润端：成本改善，费效持续提升。伴随大麦原料价格的回落，核心标的的毛利率水平也稳步提高。2Q2025 板块实现营收 215.84 亿元，同比+1.84%；实现归母净利润 40.12 亿元，同比+12.06%。个股毛利率维持改善趋势，同时因为行业需求仍较为平稳，费用的投放均有所控制。

图20： 啤酒行业单季营收变动情况



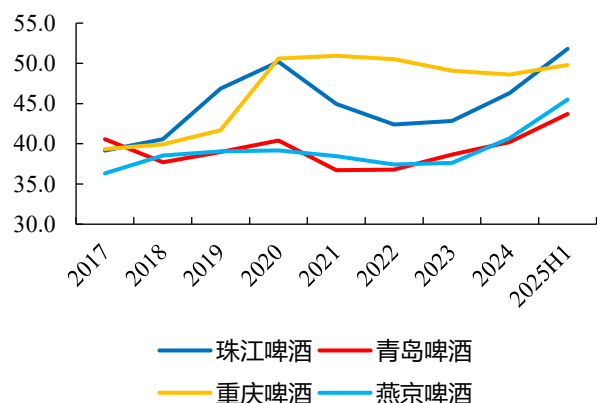
数据来源：Wind、财通证券研究所

图21： 啤酒行业单季归母净利润变动情况



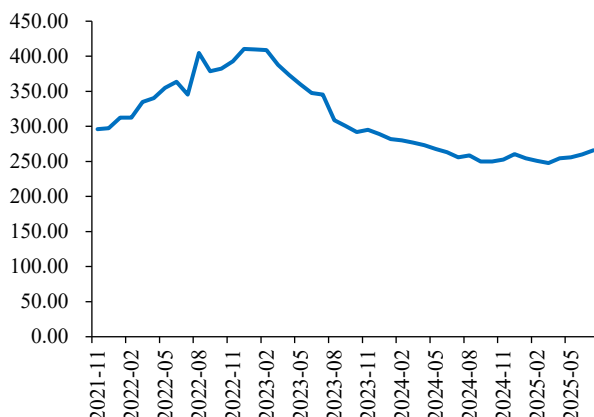
数据来源：Wind、财通证券研究所

图22： 啤酒核心企业毛利率（%）



数据来源：Wind、财通证券研究所

图23： 进口大麦平均单价（美元/吨）



数据来源：Wind、财通证券研究所

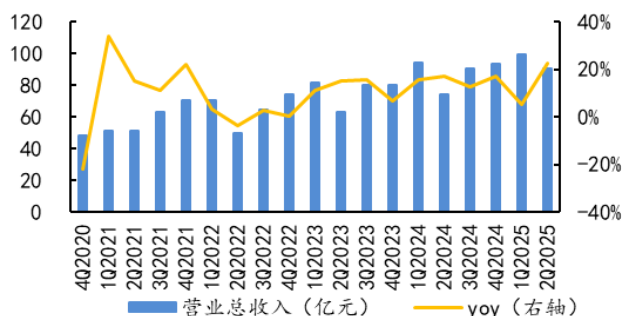
图24： 啤酒主要经营指标对比

公司	项目	2023	2024	1Q2024	2Q2024	3Q2024	4Q2024	1Q2025	2Q2025
燕京啤酒	营业收入（亿元）	215.8	151.3	27.2	45.1	32.1	46.9	31.2	36.6
	yoy (%)	-29.8	-29.9	-42.1	-14.0	-44.9	-19.1	14.5	-18.9
	归母净利润（亿元）	0.0	0.0	9.3	12.8	9.3	15.2	11.4	13.7
	yoy (%)	-49.2	-41.1	-58.0	-55.5	85.0	-34.2	22.5	7.2
	毛利率 (%)	56.0	51.9	48.7	56.7	56.2	46.1	53.4	60.4
珠江啤酒	营业收入（亿元）	53.8	57.3	11.1	18.8	19.0	8.4	12.3	19.7
	yoy (%)	9.1	6.6	7.0	8.1	6.9	2.1	10.7	5.0
	归母净利润（亿元）	0.0	0.0	1.2	3.8	3.1	0.0	1.6	4.6
	yoy (%)	4.2	30.0	39.4	35.6	10.6	118.7	29.8	20.2
	毛利率 (%)	42.8	46.3	42.1	53.1	49.8	28.8	45.0	56.1
重庆啤酒	营业收入（亿元）	148.1	146.4	42.9	45.7	42.0	15.8	43.6	44.8
	yoy (%)	5.5	-1.1	7.2	1.5	-7.1	-11.5	1.5	-1.8
	归母净利润（亿元）	0.0	0.0	4.5	4.5	4.3	-2.2	4.7	3.9
	yoy (%)	5.8	-16.6	16.8	-6.0	-10.1	-2,801.4	4.6	-12.7
	毛利率 (%)	49.1	48.6	47.9	50.5	49.2	43.4	48.4	51.2
惠泉啤酒	营业收入（亿元）	6.1	6.5	1.4	2.1	2.4	0.6	1.4	2.1
	yoy (%)	0.0	5.4	2.9	-1.3	-0.4	145.5	0.4	1.5
	归母净利润（亿元）	0.0	0.0	0.1	0.3	0.5	-0.1	0.1	0.3
	yoy (%)	21.8	33.6	468.5	23.6	15.4	4.1	23.7	25.9
	毛利率 (%)	29.5	31.2	30.6	35.6	35.9	-4.0	32.0	37.1
青岛啤酒	营业收入（亿元）	339.4	321.4	101.5	99.2	88.9	31.8	104.5	100.5
	yoy (%)	5.5	-5.3	-5.2	-8.9	-5.3	7.4	2.9	1.3
	归母净利润（亿元）	0.0	0.0	16.0	20.4	13.5	-6.4	17.1	21.9
	yoy (%)	15.0	1.8	10.1	3.5	-9.0	-0.8	7.1	7.3
	毛利率 (%)	38.7	40.2	40.4	42.8	42.1	26.2	41.6	45.8
燕京啤酒	营业收入（亿元）	339.4	321.4	101.5	99.2	88.9	31.8	104.5	100.5
	yoy (%)	5.5	-5.3	-5.2	-8.9	-5.3	7.4	2.9	1.3
	归母净利润（亿元）	0.0	0.0	16.0	20.4	13.5	-6.4	17.1	21.9
	yoy (%)	15.0	1.8	10.1	3.5	-9.0	-0.8	7.1	7.3
	毛利率 (%)	38.7	40.2	40.4	42.8	42.1	26.2	41.6	45.8
燕京啤酒	营业收入（亿元）	339.4	321.4	101.5	99.2	88.9	31.8	104.5	100.5
	yoy (%)	5.5	-5.3	-5.2	-8.9	-5.3	7.4	2.9	1.3
	归母净利润（亿元）	0.0	0.0	16.0	20.4	13.5	-6.4	17.1	21.9
	yoy (%)	15.0	1.8	10.1	3.5	-9.0	-0.8	7.1	7.3
	毛利率 (%)	38.7	40.2	40.4	42.8	42.1	26.2	41.6	45.8

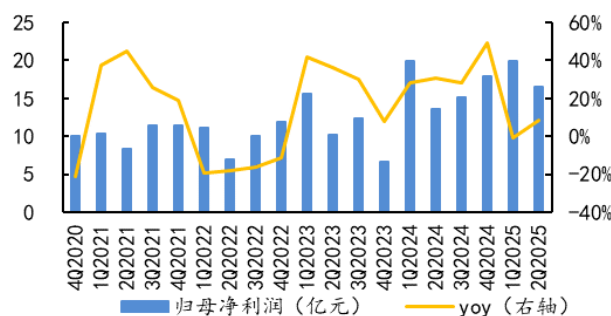
数据来源：Wind、财通证券研究所

3.2 饮料：龙头强者恒强，板块加速分化

二季度饮料行业分化进一步加剧，一方面以东鹏、农夫为代表的龙头公司，其竞争力进一步提升，我们认为其背后的驱动力更多来自渠道的能力以及大单品的持续放量，茶饮料和功能饮料品类红利显著。另一方面，行业竞争加剧，Q2以来，扫码红包等促销方式越来越多，冰柜的投放增加也使得报表端的业绩有所扰动。

图25： 饮料行业单季营收变动情况


数据来源：Wind、财通证券研究所

图26： 饮料行业单季归母净利润变动情况


数据来源：Wind、财通证券研究所

图27： 饮料主要公司经营指标对比

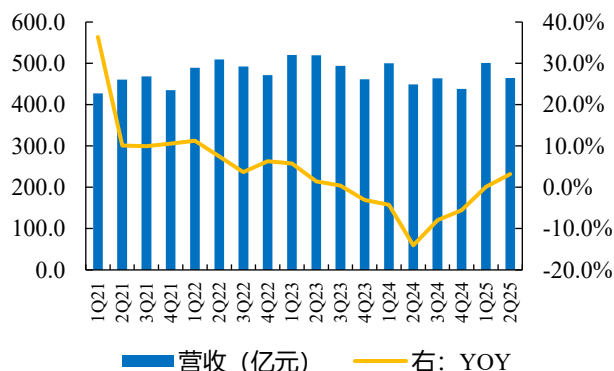
公司	项目	2023	2024	1Q2024	2Q2024	3Q2024	4Q2024	1Q2025	2Q2025
承德露露	营业收入 (亿元)	29.5	32.9	12.3	4.1	5.2	11.3	10.0	3.8
	yoy (%)	9.8	11.3	7.5	15.4	-3.0	22.7	-18.4	-6.1
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	2.5	0.5	1.3	2.5	2.2	0.4
	yoy (%)	6.0	4.4	3.0	-37.8	-2.3	27.0	-12.5	-9.0
	毛利率 (%)	41.5	40.9	43.7	36.0	40.7	39.8	48.1	40.5
养元饮品	营业收入 (亿元)	61.6	60.6	23.2	6.3	12.9	18.3	18.6	6.1
	yoy (%)	4.0	-1.7	3.9	-19.1	-18.8	16.1	-19.7	-3.2
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	8.8	1.5	2.0	4.9	6.4	1.0
	yoy (%)	-0.5	17.3	20.0	-15.7	-47.3	177.0	-26.9	-32.5
	毛利率 (%)	45.7	46.5	47.2	46.3	45.5	46.5	46.2	43.9
香飘飘	营业收入 (亿元)	36.3	32.9	7.2	4.5	7.6	13.5	5.8	4.6
	yoy (%)	15.9	-9.3	6.8	-7.5	-6.1	-18.1	-20.0	0.2
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	0.3	-0.5	0.5	2.4	-0.2	-0.8
	yoy (%)	31.0	-9.7	331.3	-9.7	-0.6	-14.9	-174.5	-43.7
	毛利率 (%)	37.5	38.3	33.6	25.7	40.9	43.7	31.2	27.0
东鹏饮料	营业收入 (亿元)	112.6	158.4	34.8	43.9	46.8	32.8	48.5	58.9
	yoy (%)	32.4	40.6	39.8	47.9	47.3	25.1	39.2	34.1
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	6.6	10.7	9.8	6.2	9.8	13.9
	yoy (%)	41.6	63.1	33.5	74.6	78.4	61.2	47.6	30.8
	毛利率 (%)	43.1	44.8	42.8	46.1	45.8	43.9	44.5	45.7
李子园	营业收入 (亿元)	14.1	14.2	3.3	3.5	3.8	3.5	3.2	3.0
	yoy (%)	0.6	0.2	-3.2	-3.0	4.5	2.4	-4.3	-12.6
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	0.6	0.4	0.6	0.7	0.7	0.3
	yoy (%)	7.2	-5.6	-3.8	-49.3	13.9	39.0	16.2	-21.5
	毛利率 (%)	35.8	39.1	38.2	38.3	41.0	38.6	42.8	36.7
百润股份	营业收入 (亿元)	32.6	30.5	8.0	8.3	7.6	6.6	7.4	7.5
	yoy (%)	25.9	-6.6	5.5	-7.3	-6.0	-18.0	-8.1	-9.0
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	1.7	2.3	1.7	1.4	1.8	2.1
	yoy (%)	55.3	-11.2	-9.8	-7.3	-24.0	0.5	7.0	-10.9
	毛利率 (%)	66.7	69.7	68.3	71.8	70.2	68.1	69.7	71.0
欢乐家	营业收入 (亿元)	19.2	18.5	5.5	3.9	3.9	5.1	4.5	3.0
	yoy (%)	20.5	-3.5	6.6	-0.2	0.2	-16.5	-18.5	-24.2
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0	0.6	0.3	-0.2
	yoy (%)	36.9	-47.1	-3.7	-99.2	-97.2	-38.0	-58.3	-4,367.9
	毛利率 (%)	38.7	34.0	38.7	31.9	30.3	33.4	31.4	26.7
	营业收入 (亿元)	2.0	6.9	8.3	6.7	7.1	5.7	8.2	7.9
	yoy (%)								
	归母净利润 (亿元)								
	yoy (%)								
	毛利率 (%)								

数据来源：Wind、财通证券研究所

4 乳制品及牧场：需求弱复苏，利润弹性释放

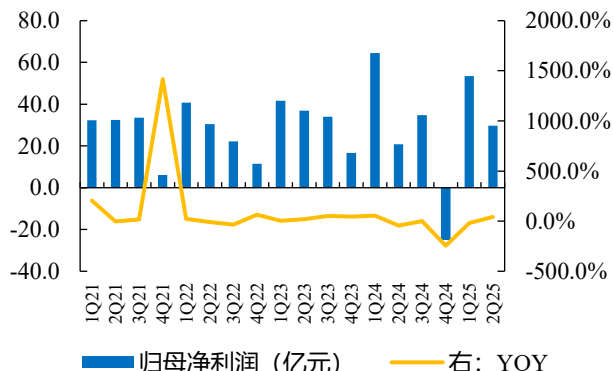
乳制品行业 2Q25 收入端弱复苏，利润端弹性释放。乳制品板块 2Q2025 实现营收 464.5 亿元，同比+3.2%，实现归母净利润 29.7 亿元，同比+40.6%。液奶大盘需求同比仍有下滑，但龙头伊利股份在奶粉、冷饮高增带动下仍稳健增长，低温及奶酪表现则相对较优，代表公司新乳业、妙可蓝多取得稳增。利润端受益原奶低位且降幅放缓，乳企减值压力弱化，利润弹性整体得到释放。其中新乳业受益产品结构优化，妙可蓝多受益国产深加工替代，均具备 α 利润弹性。

图28： 乳品行业单季营收变动情况



数据来源：Wind、财通证券研究所

图29： 乳品行业单季归母净利润变动情况



数据来源：Wind、财通证券研究所

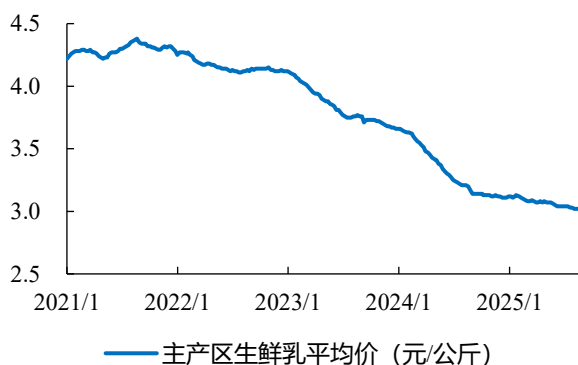
- **伊利股份：**2Q25 稳健修复，减值扰动退坡。收入端液奶降幅收窄，奶粉冷饮贡献增长，具体来看，常温整体仍有下滑，其中乳饮料表现最优，优酸乳新品驱动下取得双位数增长，常温白奶及酸奶则均略有下滑，基础白奶优于金典；低温优于常温实现正增，其中低温白奶增长达 20% 以上。同时公司期内积极开展渠道合作（山姆、量贩等），取得较好表现。利润端减值压力减轻，利润弹性释放。Q2 资产减值损失及信用减值损失同比大幅收缩，同时毛利率提升，费用管控合理。全年展望来看，液奶需求在弱复苏中有望保持相对稳健，奶粉作为第二曲线受益育儿补贴，有望延续双位数增长。利润端弹性有望持续释放，短期内低奶价成本红利犹在，2024 年减值出清后相关压力减轻，行业竞争烈度收敛，费用投放更加可控，看好公司利润端改善。
- **新乳业：**2Q25 利润超预期兑现，核心品类增长亮眼，低温双位数高增，常温 Q2 回正。高端鲜奶、今日鲜奶铺双位数增长，活润增长超 40%。Q2 单季提速且产品结构持续提升：常温产品转为正增，低温持续双位数增长，其中唯品、活润、夏进新品（山姆芭乐酸奶、活润轻食瓶、爵品）均贡献增量。Q2 净利率超预期，创下单季净利率新高，增利主要由毛利率贡献，高毛利核心品类占比提升增厚，重点子公司净利率普遍提升。Q3 仍具催化，7 月以来旺季加持下低温延续双位数增势：唯品山姆芭乐酸奶供应问题解决，全国门店布局，8 月山姆再度上新“焦糖烧生牛乳布丁”，已获良好口碑，潜力可期；活润动销持续强化，创新能力得到验证。利润端由于高奶源自给率，成本敏感性较小，原奶周期扰动不改增利路径，且减值压力减轻。2025 年

净利率 6%以上无虞，五年增利目标有望加速完成。

- **妙可蓝多：**2Q25 归母净利润符合预期。奶酪双位数增长，B 端高增亮眼，具体来看：1) C 端即食营养中，奶酪棒或持平微增，小丸子、小粒、小三角等新品凸显潜力。2) C 端餐桌系列增长主要由涂抹奶酪和黄油贡献，家庭奶酪消费趋势已现；3) B 端高增亮眼，新客拓展、老客新增 SKU 均贡献增量。展望来看，C 端方面，奶酪零食新品小丸子、小粒、三角等具备放量潜力；渠道合作持续深化，零食量贩逐步起量，山姆合作新品值得期待。B 端方面持续拓客，茶饮、咖啡、烘焙等渠道持续渗透，下半年仍有望提速。Q3 低基数基础上利润弹性或加速释放，下半年待摊销激励费用剩余 2700 万元左右，对单季利润影响减弱。

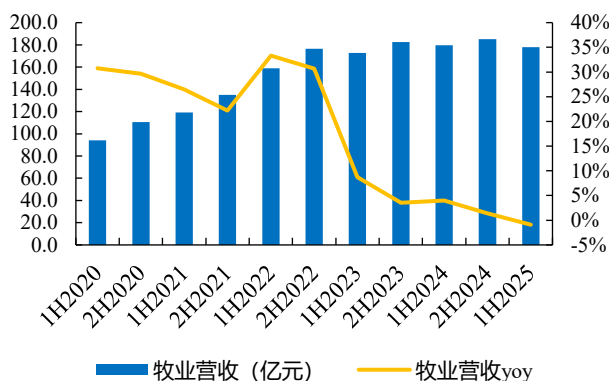
牧业利润端仍受减值拖累，但现金 EBITDA 稳健。2025 年上半年下游原奶需求偏弱，原奶价格降幅收窄且于低位持稳。1H25 牧企收入端同比基本持稳，净利润仍为亏损，主要受生物资产减值拖累。但现金 EBITDA 呈现稳健向好趋势，且生物资产减值同比收缩，主要受益肉牛价格上涨，淘牛减亏。当前原奶周期已处于尾声阶段，肉牛价格向好催化淘牛加速，利好牧业供给侧出清，牧企利润弹性有望快速释放。

图30： 2025 上半年原奶价格降幅收窄低位持稳



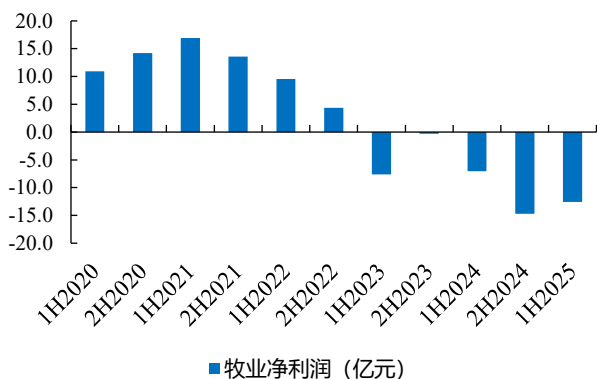
数据来源：Wind、财通证券研究所

图31： 牧业 1H2025 营收同比下滑



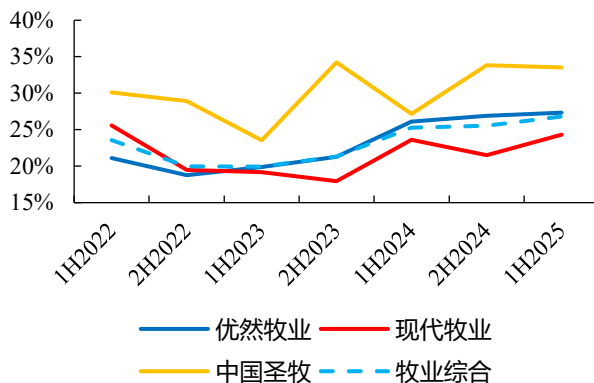
数据来源：Wind、财通证券研究所

图32： 牧业 1H2025 利润端亏损



数据来源：Wind、财通证券研究所

图33： 牧业及龙头牧企现金 EBITDA 利润率趋势

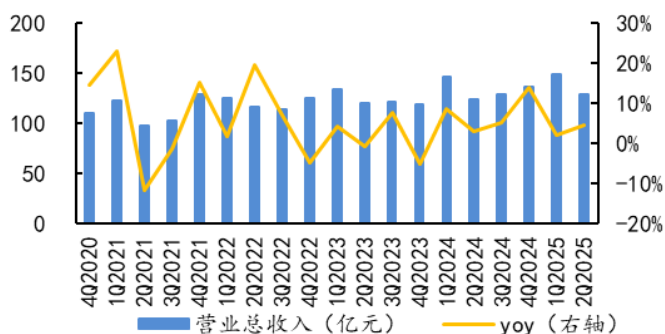


数据来源：Wind、财通证券研究所

5 调味品：终端需求弱复苏，积极发掘增长新动力

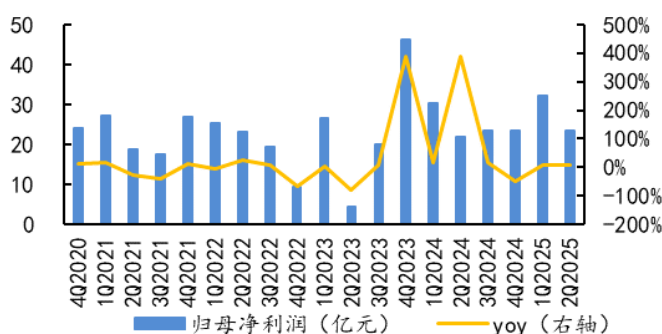
调味品行业 1H2025 缓慢复苏，基础调味品龙头稳定性强，复调 B 端稳健 C 端弹性充足。调味品板块 2Q2025 实现营收 128.96 亿元，同比+4.51%，实现归母净利润 23.49 亿元，同比+7.99%。具体表现上，渠道有所分化，B 端表现稳健、C 端企稳修复。品类上复调表现优于基础调味品。

图34： CS 调味品行业营收变动情况



数据来源：Wind、财通证券研究所

图35： CS 调味品行业归母净利润变动情况



数据来源：Wind、财通证券研究所

5.1 基础调味品：餐饮需求弱复苏，主动调整收入承压

海天龙头优势尽显，中炬改革进行时，千禾仍有承压。基础调味品个股表现分化：海天味业有望保持稳健增长势头，同时通过生产效率提升及规模效应释放带来的毛利率改善有望持续；中炬高新积极调整策略，虽短期外部需求不佳，公司仍持续强化经营，静待拐点；千禾味业受到舆情影响，短期业绩承压，仍需一段时间修复。

- **海天味业**：2Q2025 营收 69.15 亿元，同比+7.00%；归母净利润 17.12 亿元，同比+11.57%；扣非归母净利润 16.69 亿元，同比+13.93%。分产品看，1H2025 公司酱油/调味酱/蚝油营收分别+9.1%/12.0%/7.7%，其他品类营收同比+16.7%。其中 2Q2025 公司酱油/调味酱/蚝油/其他营收分别+10.3%/9.6%/9.8%/12.7%。分渠道看，1H2025 线下渠道营收同比增长 9.1%，同时公司积极布局新零售渠道，赋能经销商利用抖音卖货，带动线上渠道同比增长 39.0%。1H2025 毛利率/净利率分别同比+3.26/+1.27pct 至 40.1%/25.8%；其中 2Q2025 毛利率/净利率分别同比+3.88/+1.01pct 至 40.2%/24.8%。毛利率提升主要系原材料成本下降、规模效应释放带来的成本节约。费用端，2Q2025 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.35/+0.17/+0.22/+0.60pct，成本下降+规模效应释放，盈利能力稳步改善。
- **中炬高新**：2Q2025 营收 10.30 亿元，同比-9.11%；归母净利润 0.76 亿元，同比-31.57%；扣非归母净利润 0.83 亿元，同比-19.46%。分产品看，

2Q2025 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入分别为 6.50/1.26/0.58/1.32 亿元，同比分别+6.39%/-13.73%/-48.84%/+2.84%，公司加强定制化产品开发，酱油品类韧性充足。1H2025 分别实现毛净利率 39.05%/12.07%，同比+2.42pcts/-2.64pcts；Q2 分别实现毛净利率 39.39%/7.38%，同比+3.22pcts/-3.52pcts。费用端，2Q2025 销售/管理/研发/财务费率分别同比+4.05/+0.37/+0.04/-0.18pct，销售费率增长系公司进行渠道改造、加大费用投放力度。

- **千禾味业：**2Q2025 营收 4.87 亿元，同比-29.86%；归母净利润 0.13 亿元，同比-86.66%；扣非归母净利润 0.13 亿元，同比-86.69%。分产品看，2Q2025 酱油/食醋/其他产品分别实现营收 2.98/0.57/1.31 亿元，同比-31.06%/-35.41%/-24.02%。健康的产品形象是公司护城河，上半年公司推出多款高品质高端酱油，但在高基数和需求疲软的背景下，有所承压。利润端，1H2025/2Q2025 毛利率分别同比+1.0/-2.5pct；净利率分别同比-2.6/-11.2pct。利润率下降系公司维持较高的品牌和终端投放，在收入承压背景下费率显著提升。费用端，2Q2025 销售/管理费用率同比+6.42/+1.43pct。

图36： 基础调味品主要公司经营指标对比

公司	项目	2023	2024	1Q2024	2Q2024	3Q2024	4Q2024	1Q2025	2Q2025
海天味业	营业收入（亿元）	245.6	269.0	76.9	64.6	62.4	65.0	83.2	69.1
	yoy (%)	-4.1	9.5	10.2	8.0	9.8	10.0	8.1	7.0
	归母净利润（亿元）	0.0	0.0	19.2	15.3	13.6	15.3	22.0	17.1
	yoy (%)	-9.2	12.8	11.9	11.1	10.5	17.8	14.8	11.6
	毛利率 (%)	34.7	37.0	37.3	36.3	36.6	37.7	40.0	40.2
	净利率 (%)	23.0	23.6	25.1	23.8	21.8	23.5	26.5	24.8
	存货（亿元）	26.2	25.3	20.0	18.8	19.1	25.3	17.4	17.3
	存货周转天数（天）	56.3	54.6	43.1	45.3	47.4	54.6	38.5	42.0
千禾味业	营业收入（亿元）	32.1	30.7	8.9	6.9	7.0	7.9	8.3	4.9
	yoy (%)	31.6	-4.2	9.3	-2.5	-12.6	-10.3	-7.1	-29.9
	归母净利润（亿元）	0.0	0.0	1.5	1.0	1.0	1.6	1.6	0.1
	yoy (%)	54.2	-3.1	6.7	-14.2	-22.6	13.4	3.7	-86.7
	毛利率 (%)	37.1	37.2	36.0	35.2	37.5	40.1	38.9	32.6
	净利率 (%)	16.5	16.7	17.3	13.8	14.4	20.7	19.3	2.6
	存货（亿元）	7.5	8.9	7.0	7.3	7.7	8.9	8.8	9.3
	存货周转天数（天）	120.0	153.0	113.6	130.5	140.8	153.0	157.1	196.8
中炬高新	营业收入（亿元）	51.4	55.2	14.8	11.3	13.3	15.7	11.0	10.3
	yoy (%)	-3.8	7.4	8.6	-12.0	2.2	32.6	-25.8	-9.1
	归母净利润（亿元）	0.0	0.0	2.4	1.1	2.3	3.2	1.8	0.8
	yoy (%)	386.5	-47.4	59.7	107.0	32.9	-89.3	-24.2	-31.6
	毛利率 (%)	32.7	39.8	37.0	36.2	38.8	45.8	38.7	39.4
	净利率 (%)	33.8	17.4	17.6	10.9	18.9	20.5	16.5	7.4
	存货（亿元）	16.2	15.3	15.5	15.8	15.3	15.3	15.1	14.5
	存货周转天数（天）	171.1	170.6	152.2	173.3	172.1	170.6	202.9	206.6

数据来源：Wind、财通证券研究所

5.2 复合调味品：B 端有所承压，C 端恢复显著

B 端有所承压，C 端企稳修复。复合调味品 B 端客户中大 B 客户需求较为稳定，各家公司持续通过研发新品保证业绩合理增速，但在 6 月份禁酒令的影响下，仍有影响，使得 B 端整体在 Q2 有所降速。C 端在前期主动调整释压之后，Q2 迎

来修复，且伴随新渠道的兴起，积极发掘山姆、盒马、零食量贩等渠道的增量，后续空间充足。

- **天味食品：**公司 1H2025 实现收入 13.91 亿元，同比-5.24%；归母净利润 1.90 亿元，同比-23.02%；扣非归母净利润 1.63 亿元，同比-22.59%。其中 Q2 实现收入 7.49 亿元，同比+21.92%；归母净利润 1.15 亿元，同比+62.72%；扣非归母净利润 1.12 亿元，同比+77.20%。分品类看：2Q2025 底料/菜谱式调料/其他营收分别同比+29.0%/+17.8%/+10.2%，经营状态环比改善，主要系往年同期基数较低叠加 2025Q1 库存清理后公司积极布局季节性大单品带动菜谱式调料恢复。分公司来看，1H2025 食萃/加点滋味分别实现营收 1.38/1.33 亿元，净利率分别为 17.1%/5.3%。2Q2025 毛利率/净利率同比分别+3.6/+4.0pct 至 37.0%/16.4%。费用端，2Q2025 销售/管理/研发费用率分别同比-0.7/-0.8/-0.7pct，费用优化效果显现。
- **宝立食品：**公司 2Q2025 实现收入 7.1 亿元，同比+9.5%；归母净利润 0.6 亿元，同比+22.5%；扣非归母净利润 0.5 亿元，同比+14.7%，中期现金分红率为 48%。分产品来看，1H2025 轻烹解决方案实现收入 6.4 亿元，同比+13.9%；复合调味料实现收入 6.3 亿元，同比+4.1%；饮品甜点配料实现收入 0.8 亿元，同比+6.9%。2Q2025 轻烹解决方案实现收入 3.3 亿元，同比+15.0%；复合调味料实现收入 3.3 亿元，同比+9.2%；饮品甜点配料实现收入 0.3 亿元，同比-16.8%。公司 B 端业务伴随百胜等核心客户新品的导入，增速逐步修复。C 端冲泡意面表现亮眼，短期虽受制于原料产能，但产品潜力充足。同时空刻团队积极拓展线下渠道，探索量贩和及时零食渠道的可能性，后续冷藏意面、快煮面、微波意面、葱油拌面等新模式新口味的产品也会陆续推出。饮品甜点配料业务受下游客户需求变化，阶段性承压。利润端公司 1H2025/2Q2025 分别实现毛利率 33.7%/34.7%，同比+1.6pcts/同比+2.6pcts，趋势向好，主要是因为：1）公司产品结构发生变化，B 端导入高附加值产品；2）C 端毛利率更高的番茄口味占比提升；3）24Q2 受空刻意面货折影响，相对低基数。费用端，2Q2025 实现销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.5%/2.6%/2.0%/0.3%，同比+1.4pcts/+0.1pcts/+0.1pcts/+0.5pcts，销售费用阶段性提升我们预计主要是因为电商渠道投入增加。1H2025/2Q2025 分别实现净利率 9.6%/9.2%，同比-0.1pcts/+0.6pcts，盈利能力韧性充足。
- **日辰股份：**公司 2Q2025 实现收入 1.02 亿元，同比+6.84%；归母净利润 0.18 亿元，同比+10.99%；扣非归母净利润 0.17 亿元，同比+14.12%。分品类看，2Q2025 公司酱汁类调味料/粉体类调味料/食品添加剂分别实现营收 0.69/0.22/0.01 亿元，同比-8.23%/+10.84%/+77.96%；25 年 3 月，公司通过收购嘉兴艾贝棒食品有限公司成功拓展烘焙冷冻烘焙业务，成为公司收入新增长点。分渠道看，2Q2025 餐饮/食品加工/品牌定制/直营商超/直营电商/经销商（零售）渠道营收分别同比+3.18%/+6.43%/+7.93%/+897.62%/-65.97%/-46.86%；其中，餐饮渠道依旧保持稳定增长态势，直营商超受益于头部客户拓展大幅增长。1H2025 分别实现毛净利率 38.27%/17.30%，同比+0.11pcts/+1.98pcts；2Q2025

分别实现毛净利率 37.35%/17.19%，同比-0.70pcts/+0.65pcts。费用端，2Q2025 实现销售/管理/研发费用率分别为 4.72%/7.08%/3.79%，同比-2.24pcts/-0.76pcts/+0.44pcts，推广费用大幅收缩，盈利能力有所提升。

图37： 复合调味品主要公司经营指标对比

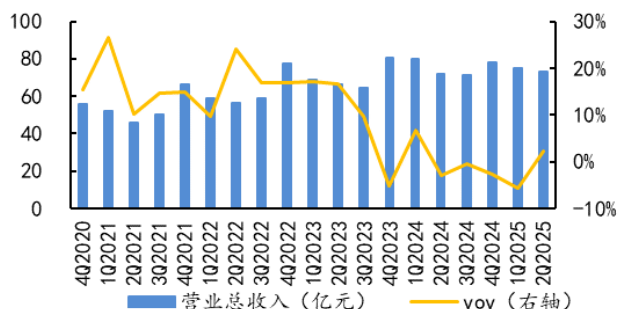
公司	项目	2023	2024	1Q2024	2Q2024	3Q2024	4Q2024	1Q2025	2Q2025
天味食品	营业收入（亿元）	31.5	34.8	8.5	6.1	9.0	11.1	6.4	7.5
	yoy (%)	17.0	10.4	11.3	-6.8	10.9	21.6	-24.8	21.9
	归母净利润（亿元）	0.0	0.0	1.8	0.7	1.9	1.9	0.7	1.2
	yoy (%)	33.7	36.8	37.2	-10.9	64.8	41.0	-57.5	62.7
	毛利率 (%)	37.9	39.8	44.1	33.3	38.8	40.8	40.7	37.0
	净利率 (%)	14.8	18.5	20.9	12.4	21.2	18.0	12.3	16.4
	存货（亿元）	1.6	1.2	1.8	0.9	1.5	1.2	1.5	1.2
	存货周转天数（天）	28.2	23.6	31.9	25.7	28.9	23.6	31.1	25.1
日辰股份	营业收入（亿元）	3.6	4.0	0.9	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0
	yoy (%)	16.5	12.6	14.7	15.6	6.5	14.9	10.5	6.8
	归母净利润（亿元）	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.1	0.2	0.2
	yoy (%)	10.5	13.2	21.1	20.4	44.5	-36.5	36.9	11.0
	毛利率 (%)	38.8	38.7	38.3	38.1	39.0	39.3	39.2	37.3
	净利率 (%)	15.7	15.8	14.1	16.5	23.4	8.8	17.4	17.2
	存货（亿元）	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
	存货周转天数（天）	53.0	49.6	53.9	49.3	48.8	49.6	49.6	46.8
宝立食品	营业收入（亿元）	23.7	26.5	6.2	6.5	6.6	7.2	6.7	7.1
	yoy (%)	16.3	11.9	15.7	10.3	4.1	18.2	7.2	9.5
	归母净利润（亿元）	0.0	0.0	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
	yoy (%)	39.8	-22.5	-20.4	-46.7	-13.4	-0.5	-4.2	22.5
	毛利率 (%)	33.1	32.8	32.0	32.1	31.3	35.5	32.6	34.7
	净利率 (%)	13.1	10.1	10.8	8.7	11.1	9.9	10.1	9.2
	存货（亿元）	2.7	2.7	2.5	2.3	2.3	2.7	2.8	2.6
	存货周转天数（天）	55.3	53.9	55.0	51.5	50.8	53.9	54.4	52.2

数据来源：Wind、财通证券研究所

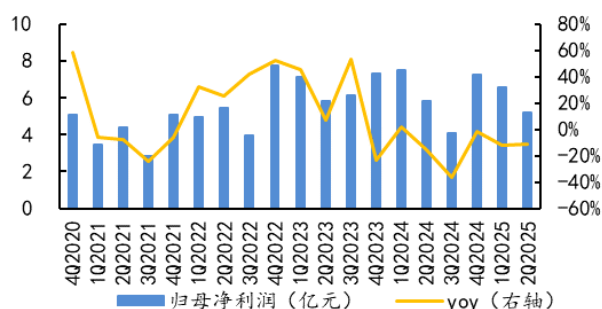
6 速冻食品：终端竞争加剧，关注新品新渠道贡献

速冻食品行业目前正处于周期底部逐步修复回暖的阶段，当前虽仍面临需求端压力，但政策持续推动终端需求提升、支持创新业态，与供应链龙头依托品牌力、产品推新及会员制渠道扩张所形成的韧性形成共振。在低基数与新品、新渠道贡献之下，板块基本面修复可期。速冻食品板块 2Q2025 实现营收 73.31 亿元，同比+2.29%，实现归母净利润 5.19 亿元，同比-11.17%。

- ✧ Q2 收入端整体平稳，基本处于持平附近，主要是 Q2 为淡季，影响不大；
- ✧ 利润端整体承压，我们判断与行业竞争加剧，特别是价格促销有关；
- ✧ 新渠道贡献逐步起量，特别是商超渠道的贡献，将是后续重点关注的增量。

图38: CS 速冻食品行业营收变动情况


数据来源: Wind、财通证券研究所

图39: CS 速冻食品行业归母净利润变动情况


数据来源: Wind、财通证券研究所

- **安井食品:** 公司 2Q2025 实现收入 40.0 亿元, 同比+5.7%; 归母净利润 2.8 亿元, 同比-22.7%, 公司中期分红率达 70%。收入端主业稳健, 小龙虾业务双位数增长, 拉动营收增速。分产品来看, 1H2025 速冻调制食品实现收入 37.6 亿元, 同比-1.9%; 速冻菜肴制品实现收入 24.2 亿元, 同比+9.4%; 速冻面米制品实现收入 12.4 亿元, 同比-3.9%。分渠道来看, 公司积极拥抱商超 B 定制。上半年公司渠道面临分化调整, 新零售及电商渠道同比+21%, 主要是盒马、小象、京东等增长贡献。上半年公司积极开拓商超定制渠道, 山姆新品后续有望上市, 其他渠道均有望开始贡献增量。利润端原料上涨扰动成本, 费用整体稳定。Q2 分别实现毛利率/净利率 18.0%/7.0%, 同比-3.3pcts/-2.9pcts。毛利率下降主要原因: 1) 原材料成本上涨, 2) 制造费用上涨, 3) 促销力度加大。费用来看, Q2 实现销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.0%/2.7%/0.5%/-0.04%, 同比+0.1pcts/-0.6pcts/-0.1pcts/+0.8pcts。销售费用整体可控, 广告、促销员等费用有所改善, 管理费用下降主因股份支付费用影响。展望下半年, 公司 C 端烤肠的推进、活鱼现杀嫩鱼丸进入火锅旺季、同时米面新品等有望逐步贡献新增量。新渠道方面, 大 B 商超定制或有新的突破: 胖东来、山姆等。
- **立高食品:** 公司 2Q2025 实现收入 10.2 亿元, 同比+18.4%; 归母净利润 0.8 亿元, 同比+40.8%; 扣非归母净利润 0.8 亿元, 同比+40.4%。收入端奶油业务实现高增, 餐饮等新渠道实现高速增长。分产品来看: 1H2025 冷冻烘焙实现收入 11.3 亿元, 同比+6.1%; 奶油实现收入 5.6 亿元, 同比+28.7%, 奶油的高增与渠道深度和客户广度进一步提升有关。分渠道来看: 1H2025 流通渠道收入占比接近 50%, 同比基本持平; 商超渠道收入占比约 30%, 同比增长近 30%; 餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入占比略超 20%, 合计同比增速约 40%, 高增系餐饮连锁客户订单增长趋势良好。利润端原料成本略有扰动, 持续降本增效费用优化明显。1H2025/2Q2025 分别实现毛利率 30.4%/30.7%, 同比-2.2pcts/-1.9pcts, 公司通过供应链优化、产品渠道结构的调整, 维持了毛利率相对平稳的态势。费用端, Q2 实现销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.1%/5.7%/3.4%/0.7%, 同比-0.9pcts/-1.7pcts/-0.8pcts/+0.5pcts, Q2 延续费用率改善趋势, 公司通过供应链物流管理、费用控制等方式, 持续优化费用率, 且有望贯穿全年。1H2025/2Q2025 分别实现净利率 8.1%/7.9%, 同比+0.6pcts/+1.2pcts。

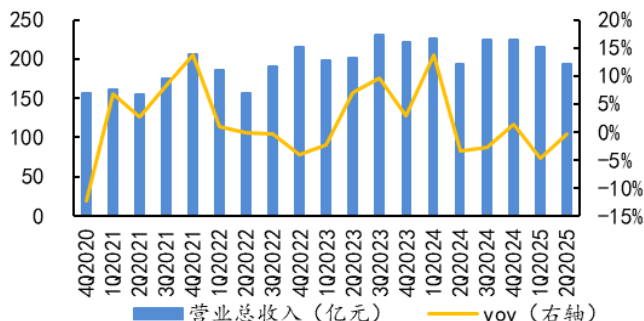
我们认为公司管理增效、渠道红利、产品升级三大周期协同发力，持续释放业绩弹性。

- **千味央厨：**公司 2Q2025 实现收入 4.2 亿元，同比-3.1%；归母净利润 0.1 亿元，同比-42.1%；扣非归母净利润 0.1 亿元，同比-47.6%。收入端直营受零售和线上带动实现增长，烘焙调理品类占比提升。分产品来看，1H2025 主食类实现收入 4.1 亿元，同比-9.1%；小食类实现收入 2.0 亿元，同比-6.6%；烘焙甜品类实现收入 2.1 亿元，同比+11.0%；冷冻调理菜肴类及其他实现收入 0.7 亿元，同比+67.3%，烘焙和调理类产品占比提升。分渠道来看，1H2025 经销实现收入 4.5 亿元，同比-6.4%；直营实现收入 4.3 亿元，同比+5.3%，主要是：1）零售端大客户销售额提升；2）线上直销销售增幅达到 44.87%。在大 B 客户中，百胜/华莱士/海底捞/盒马分别同比+0.3%/-27.8%/-15.2%/+349.7%，盒马受烘焙品类带动 1H2025 实现收入 2700 万元。利润端销售费用阶段性提升，低毛利率品类占比提升扰动毛利率。1H2025/2Q2025 公司分别实现毛利率 23.59%/22.66%，同比-1.62pcts/-2.29pcts，下滑主要是低毛利率的烘焙和调理类增速更快占比提升所致。1H2025 实现销售/管理/研发费用率分别为 6.9%/9.7%/1.3%，同比+1.3pcts/+0.3pcts/+0.1pcts。2Q2025 销售/管理/研发费用率分别为 5.6%/10.8%/1.5%，同比+0.4pcts/+0.3pcts/+0.2pcts，销售费用的增加主要系销售人员扩张和电商渠道推广费用增长。1H2025/2Q2025 分别实现净利率 4.02%/3.43%，同比-2.57pcts/-2.24pcts。

图40： 速冻食品主要公司经营指标对比

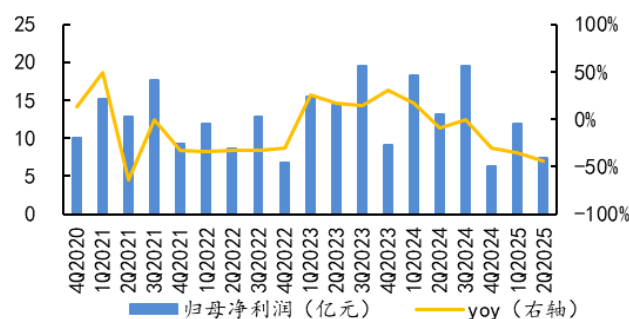
公司	项目	2023	2024	1Q2024	2Q2024	3Q2024	4Q2024	1Q2025	2Q2025
安井食品	营业收入 (亿元)	140.5	151.3	37.5	37.9	35.3	40.5	36.0	40.0
	yoy (%)	15.3	7.7	17.7	2.3	4.6	7.3	-4.1	5.7
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	4.4	3.6	2.4	4.4	3.9	2.8
	yoy (%)	34.2	0.5	21.2	-2.5	-36.8	22.8	-10.0	-22.7
	毛利率 (%)	23.2	23.3	26.6	21.3	19.9	25.1	23.3	18.0
	净利率 (%)	10.7	10.0	11.7	9.9	7.0	11.2	10.9	7.0
千味央厨	营业收入 (亿元)	19.0	18.7	4.6	4.3	4.7	5.0	4.7	4.2
	yoy (%)	27.7	-1.7	8.0	1.6	-1.2	-11.9	1.5	-3.1
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	0.3	0.2	0.2	0.0	0.2	0.1
	yoy (%)	31.4	-37.7	14.2	-3.4	-42.1	-94.7	-38.0	-42.0
	毛利率 (%)	23.7	23.7	25.4	25.0	22.4	22.0	24.4	22.7
	净利率 (%)	7.0	4.4	7.4	5.7	4.7	0.4	4.5	3.4
立高食品	营业收入 (亿元)	35.0	38.4	9.2	8.7	9.4	11.2	10.5	10.2
	yoy (%)	20.2	9.6	15.3	2.8	-1.1	22.0	14.1	18.4
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	0.8	0.6	0.7	0.6	0.9	0.8
	yoy (%)	-49.2	266.9	54.0	0.3	35.1	176.0	15.1	40.8
	毛利率 (%)	31.4	31.5	32.6	32.6	31.3	29.8	30.0	30.7
	净利率 (%)	2.0	6.9	8.3	6.7	7.1	5.7	8.2	7.9
海融科技	营业收入 (亿元)	9.5	10.9	2.5	2.6	2.5	3.2	2.4	2.7
	yoy (%)	10.0	13.9	5.8	13.2	6.0	29.9	-5.6	2.8
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.0
	yoy (%)	-4.1	23.8	53.0	33.5	3.4	-0.6	-79.9	-112.2
	毛利率 (%)	35.1	35.0	38.0	37.4	32.3	32.8	28.6	23.8
	净利率 (%)	9.4	10.2	14.1	12.6	7.3	7.2	3.0	-1.5
南侨食品	营业收入 (亿元)	30.8	31.6	7.7	7.9	7.4	8.5	7.9	7.7
	yoy (%)	7.7	2.5	4.5	-3.6	1.5	7.8	1.9	-3.2
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	0.8	0.5	0.2	0.5	0.3	0.1
	yoy (%)	44.7	-13.3	96.7	-4.8	-31.3	-52.3	-62.2	-86.5
	毛利率 (%)	23.8	24.2	27.0	25.5	20.8	23.3	20.8	19.0
	净利率 (%)	7.5	6.4	9.9	6.6	3.0	6.0	3.7	0.9
三全食品	营业收入 (亿元)	70.6	66.3	22.5	14.1	14.6	15.1	22.2	13.5
	yoy (%)	-5.1	-6.0	-5.0	-4.7	-6.5	-8.1	-1.6	-4.4
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	2.3	1.0	0.6	1.5	2.1	1.0
	yoy (%)	-6.5	-27.6	-17.8	-34.4	-47.0	-24.9	-9.2	1.2
	毛利率 (%)	25.8	24.2	26.6	24.9	22.8	21.5	25.3	22.7
	净利率 (%)	10.6	8.2	10.2	7.3	4.2	9.8	9.4	7.8

图41： CS 休闲零食行业营收变动情况



数据来源：Wind、财通证券研究所

图42： CS 休闲零食行业归母净利润变动情况



数据来源：Wind、财通证券研究所

- **盐津铺子：**公司 2Q2025 实现收入 14.0 亿元，同比+13.5%；归母净利润 1.9 亿元，同比+21.8%。收入端魔芋产品放量显著，电商渠道增速放缓。分产品看：1H2025 辣卤零食/烘焙薯类/果干果冻/深海零食/蛋类零食分别实现收入 13.2 亿元（+47.1%）/4.6 亿元（-18.4%）/4.3 亿元（+9.0%）/3.6 亿元（+11.9%）/3.1 亿元（+29.6%）。其中休闲魔芋制品实现收入 7.9 亿元，同比+155.1%，接近 2024 年全年体量。分渠道看：1H2025 直营商超渠道实现收入 0.6 亿元，同比-42.0%；经销渠道实现收入 23.0 亿元，同比+30.1%，已对接全国 3713 家经销商；电商渠道实现收入 5.7 亿元，同比-1.0%，战略调整阶段。利润端原料价格波动影响毛利，费用率优化显著。1H2025 公司分别实现毛利率和净利率 29.7%/12.6%，同比-2.9pcts/-0.5pcts；Q2 实现毛利率和净利率 31.0%/13.8%，同比-2.0pcts/+0.8pcts，毛利率下滑主要系魔芋原料价格同比增长超 30%和产品结构调整。受到低销售费用渠道占比增加和股份支付费用减少的影响，1H2025 实现期间费用率 15.7%，同比-3.9pcts。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.6%/3.5%/1.2%/0.4%，同比-2.7pcts/-1.0pcts/-0.4pcts/+0.2pcts。
- **劲仔食品：**公司 2Q2025 实现收入 5.28 亿元，同比-10.37%；归母净利润 0.44 亿元，同比-36.27%。分产品来看，1H2025 鱼制品实现收入 7.57 亿元，同比+7.61%；禽类制品实现收入 1.96 亿元，同比-24.00%；豆制品实现收入 1.15 亿元，同比+3.61%。休闲鱼制品、豆制品稳健增长，禽类制品受到行业需求波动、春节错峰、渠道变革等因素影响，阶段性承压。分渠道来看，1H2025 经销实现收入 7.92 亿元，同比-9.25%；直销实现收入 3.32 亿元，同比+29.24%；线上实现收入 1.85 亿元，同比-6.82%。线下拓展顺利，量贩增速相对较快，流通、KA 等现代渠道稳定；线上渠道同比下滑，主要为社区团购渠道影响。公司 1H2025 分别实现毛利率和净利率 29.45%/10.02%，同比-0.95pcts/-2.82pcts；Q2 分别实现毛利率和净利率 28.93%/8.42%，同比-1.83pcts/-3.55pcts。费用端，1H2025 实现销

售/管理/研发/财务费用率分别为 13.81%/4.32%/2.30%/-0.37%，同比+1.23pcts/+0.69pcts/+0.36pcts/+0.61pcts。Q2 实现销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.32%/4.64%/2.65%/-0.37%，同比+2.23pcts/+1.23pcts/+0.61pcts/+0.14pcts，销售费用率提升主要系公司增加电商渠道新媒体推广服务费。

- **甘源食品：**公司 2Q2025 实现收入 4.41 亿元，同比-3.4%；归母净利润 0.22 亿元，同比-71.0%。收入端电商逐步改善，综合果仁需求放缓。分产品看：1H2025 综合果仁及豆果/青豌豆/蚕豆/瓜子仁分别实现收入 2.73/2.34/1.25/1.25 亿元，同比-19.9/-1.6/+2.1/-9.5%。青豌豆、蚕豆和瓜子仁“老三样”整体表现相对稳健，综合果仁出现一定幅度的下滑。分渠道来看：1H2025 经销模式实现收入 6.96 亿元，同比-19.8%；电商模式实现收入 1.53 亿元，同比+12.4%；直营及其他模式实现收入 0.83 亿元，同比+154.6%。商超经销转直营和线上渠道拓展效果初步显现，后续有望持续推进。利润端加大费用投放塑造品牌价值，盈利能力阶段性承压。1H2025 公司分别实现毛净利率 33.6%/7.9%，同比-1.3pcts/-8.1pcts；Q2 分别实现毛净利率 32.8%/4.9%，同比-1.6pcts/-11.6pcts。费用端 1H2025 实现期间费用率 24.8%，同比+7.2pcts。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.6%/5.2%/1.6%/-0.5%，同比+5.3/+1.4/+0.3/+0.2pcts。费用率增加主要系公司加大品牌营销及新品推广相关费用投入，同时基于海外及直营渠道拓展需求，增加了必要的前期费用投入。
- **西麦食品：**公司 2Q2025 实现收入 4.9 亿元，同比+21.0%；归母净利润 0.3 亿元，同比+25.2%；扣非归母净利润 0.2 亿元，同比+17.4%。收入端复合燕麦产品边际广阔，电商渠道趋势不减。分产品来看：1H2025 复合燕麦片实现收入 5.6 亿元，同比+27.6%，新品持续拓宽产品边界；纯燕麦片实现收入 4.2 亿元，同比+13.2%，稳健增长；冷食燕麦片实现收入 0.9 亿元，同比+27.2%。利润端成功红利逐步显现，淡季增加费用投放抢占市场份额。1H2025/2Q2025 分别实现毛利率 43.6%/43.5%，同比+1.1pcts/+2.6pcts。成本红利逐步显现。Q2 实现期间费用率 37.1%，同比+2.1pcts；其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 30.7%/5.7%/0.5%/0.1%，同比+2.6pcts/-1.1pcts/-0.1pcts/+0.7pcts。销售费用率提高主要系公司在淡季加大费用投放抢占市场提高市占率，全年预计费用率保持稳定。同时全年新增 1847 万元股权支付费用，1H2025/Q2 分别实现净利率 7.1%/5.5%，同比+0.3pcts/+0.3pcts。
- **有友食品：**公司 2Q2025 实现收入 3.9 亿元，同比+52.5%；归母净利润 0.6 亿元，同比+77.0%，业绩处于之前预告范围中枢。同时公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.3 元（含税），对应分红率为 90.7%。收入端山姆渠道新品表现亮眼，红利向量贩电商发散。分产品来看，1H2025 肉制品实现收入 7.1 亿元，同比+50.5%；蔬菜制品及其他收入 0.5 亿元，同比-1.6%。其中 Q2 肉制品实现收入 3.6 亿元，同比+56.9%；蔬菜制品及其他收入 0.3 亿元，同比+17.2%。分渠道来看，1H2025 线上渠道实现收入 0.5 亿元，同比+116%；线下渠道收入 7.1 亿元，同比+42.3%。其中 Q2 线上渠道实

现收入 0.2 亿元，同比+153.3%；线下渠道收入 3.6 亿元，同比+49.1%，线上渠道收入逐季加速。利润端渠道结构调整导致毛利率下滑，Q2 经营质量整体优化。1H/Q2 公司分别实现毛利率 27.6%/28.0%，同比-3.3pcts/-2.2pcts。费用端 1H2025 实现销售/管理/研发费用率分别为 8.5%/3.2%/0.3%，同比-3.5pcts/-0.8pcts/-0.1pcts。Q2 实现销售/管理/研发费用率分别为 8.0%/3.2%/0.3%，同比-4.1pcts/-1.1pcts/-0.2pcts。1H/Q2 分别实现净利率 14.1%/15.0%，同比-0.3pcts/+2.1pcts。公司规模效应释放较好，叠加费用投放减少，经营质量整体向好。

- **洽洽食品：**公司 2Q2025 实现收入 11.8 亿元，同比+9.7%；归母净利润 0.1 亿元，同比-88.2%；扣非归母净利润-0.1 亿元，同比转亏。收入端春节错期叠加渠道变化扰动收入增速，Q2 边际改善增速回正。分品类看：1H2025 葵花子实现收入 17.7 亿元，同比-4.5%；坚果类实现收入 6.1 亿元，同比-7.0%。分渠道看：经销和其他模式实现收入 19.7 亿元，同比-18.5%，目前已对接 1406 个经销商，覆盖约 56 万家终端。1H2025 直营渠道实现收入 7.8 亿元，同比+63.0%，主要系会员制商超和零食量贩渠道渗透率提升。分地区看：电商实现收入 4.5 亿元，同比+24.8%；海外实现收入 2.8 亿元，同比+13.2%，入驻日本唐吉诃德、菲律宾 7-11 等渠道。利润端原料价格高位运行，费用投放增加。受到葵花子、巴旦木和腰果等原料价格上涨影响，1H2025 分别实现毛利率和净利率 20.3%/3.2%，同比-8.1pcts/-8.4pcts；Q2 分别实现毛净利率 21.4%/1.0%，同比-3.6pcts/-7.9pcts。费用端，1H2025 实现销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.1%/5.7%/1.5%/-0.5%，同比+0.6/+0.5/+0.4/+1.5pcts。

图43: 休闲零食主要经营指标对比

公司	项目	2023	2024	1Q2024	2Q2024	3Q2024	4Q2024	1Q2025	2Q2025
盐津铺子	营业收入 (亿元)	41.2	53.0	12.2	12.4	14.0	14.4	15.4	14.0
	yoy (%)	42.2	28.9	37.0	23.4	26.2	30.0	25.7	13.5
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	1.6	1.6	1.7	1.5	1.8	1.9
	yoy (%)	67.8	26.5	43.1	19.1	15.6	33.7	11.6	21.7
	毛利率 (%)	33.5	30.7	32.1	33.0	30.6	27.6	28.5	31.0
劲仔食品	营业收入 (亿元)	20.7	24.1	5.4	5.9	6.4	6.4	6.0	5.3
	yoy (%)	41.3	16.8	23.6	20.9	12.9	11.9	10.3	-10.4
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.4
	yoy (%)	68.2	39.0	87.7	58.7	42.6	0.3	-8.2	-36.3
	毛利率 (%)	28.2	30.5	30.0	30.8	30.1	31.0	29.9	28.9
甘源食品	营业收入 (亿元)	18.5	22.6	5.9	4.6	5.6	6.5	5.0	4.4
	yoy (%)	27.4	22.2	49.8	4.9	15.6	22.0	-14.0	-3.4
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	0.9	0.8	1.1	1.0	0.5	0.2
	yoy (%)	107.8	14.3	65.3	16.9	17.1	-13.9	-42.2	-71.0
	毛利率 (%)	36.2	35.5	35.4	34.4	36.8	35.1	34.3	32.8
洽洽食品	营业收入 (亿元)	68.1	71.3	18.2	10.8	18.6	23.7	15.7	11.8
	yoy (%)	-1.1	4.8	36.4	-20.2	3.7	2.0	-13.8	9.7
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	2.4	1.0	2.9	2.2	0.8	0.1
	yoy (%)	-17.8	5.8	35.1	7.6	21.4	-24.8	-67.9	-88.2
	毛利率 (%)	26.8	28.8	30.4	25.0	33.1	25.8	19.5	21.4
三只松鼠	营业收入 (亿元)	71.1	106.2	36.5	14.3	20.9	34.5	37.2	17.5
	yoy (%)	-2.4	49.3	91.8	43.9	24.0	36.3	2.1	22.8
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	3.1	-0.2	0.5	0.7	2.4	-1.0
	yoy (%)	69.9	85.5	60.8	51.2	221.9	32.6	-22.5	-441.4
	毛利率 (%)	23.3	24.2	27.4	21.9	24.5	21.8	26.7	21.6
好想你	营业收入 (亿元)	17.3	16.7	4.9	3.2	3.6	4.9	4.1	2.8
	yoy (%)	23.4	-3.4	19.1	12.7	-7.4	-22.7	-16.4	-14.4
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	0.1	-0.5	-0.2	-0.1	0.4	-0.6
	yoy (%)	72.6	-38.7	2.6	-60.1	-8.3	-1.7	216.1	-22.2
	毛利率 (%)	25.7	22.6	29.4	17.6	23.2	18.7	34.0	22.8
西麦食品	营业收入 (亿元)	15.8	19.0	5.7	4.1	4.6	4.6	6.6	4.9
	yoy (%)	18.9	20.2	46.1	29.9	6.5	4.0	15.9	21.0
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	0.5	0.2	0.4	0.2	0.5	0.3
	yoy (%)	6.1	15.4	14.6	-17.4	53.9	8.2	21.2	25.2
	毛利率 (%)	44.5	41.3	43.7	40.9	42.8	37.4	43.7	43.5
有友食品	营业收入 (亿元)	9.7	11.8	2.8	2.5	3.6	3.0	3.8	3.9
	yoy (%)	-5.7	22.4	18.0	3.0	28.0	42.9	39.2	52.4
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	0.4	0.3	0.5	0.4	0.5	0.6
	yoy (%)	-24.4	35.4	-8.8	-0.1	75.2	258.0	16.2	77.0
	毛利率 (%)	29.4	29.0	31.4	30.2	28.9	25.7	27.1	28.0
万辰集团	营业收入 (亿元)	92.9	323.3	48.3	60.8	97.0	117.2	108.2	117.6
	yoy (%)	1,592.0	247.9	534.0	318.3	261.3	166.7	124.0	93.3
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.8	2.1	2.1	2.6
	yoy (%)	-273.7	454.0	-88.1	90.9	263.1	894.3	3,344.1	4,940.3
	毛利率 (%)	9.3	10.8	9.8	11.1	10.3	11.3	11.0	11.8
桃李面包	营业收入 (亿元)	67.6	60.9	14.0	16.2	16.3	14.4	12.0	14.1
	yoy (%)	1.1	-9.9	-5.2	-6.3	-12.5	-14.9	-14.2	-13.0
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	1.2	1.7	1.5	0.9	0.8	1.2
	yoy (%)	-10.3	-9.1	-16.9	14.2	-13.4	-24.2	-27.1	-31.4
	毛利率 (%)	22.8	23.4	23.1	25.1	23.2	22.0	22.0	23.8
桃李面包	营业收入 (亿元)	67.6	60.9	14.0	16.2	16.3	14.4	12.0	14.1
	yoy (%)	1.1	-9.9	-5.2	-6.3	-12.5	-14.9	-14.2	-13.0
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	1.2	1.7	1.5	0.9	0.8	1.2
	yoy (%)	-10.3	-9.1	-16.9	14.2	-13.4	-24.2	-27.1	-31.4
	毛利率 (%)	22.8	23.4	23.1	25.1	23.2	22.0	22.0	23.8
桃李面包	营业收入 (亿元)	67.6	60.9	14.0	16.2	16.3	14.4	12.0	14.1
	yoy (%)	1.1	-9.9	-5.2	-6.3	-12.5	-14.9	-14.2	-13.0
	归母净利润 (亿元)	0.0	0.0	1.2	1.7	1.5	0.9	0.8	1.2
	yoy (%)	-10.3	-9.1	-16.9	14.2	-13.4	-24.2	-27.1	-31.4
	毛利率 (%)	22.8	23.4	23.1	25.1	23.2	22.0	22.0	23.8

数据来源: Wind、财通证券研究所

8 投资建议：自上而下看顺周期，自下而上优选业绩

自上而下来看，预期加速触底，看好顺周期板块机会。从中报的总结来看，我们认为板块的预期或处于底部，基本面也因为禁酒令的影响加速出清。展望后市，我们认为促消费的政策有望持续加码，另一方面，由于顺周期方向的业绩预期较低，当前板块的博弈更多来自对于预期修复的节奏，而我们认为随着政策的出台，以及居民消费预期的提升，板块基本面或加速修复，持续看好顺周期方向的白酒和餐饮链。

- ✧ 白酒：基本面仍处寻底阶段，供给侧由于 2024 年下半年以来的控货去库调整已相对良性，需求是唯一关键变量。2Q25 禁酒令导致的场景缺失已呈边际修复趋势，3Q25 动销降幅或边际收窄。促消费政策持续加码，尤其餐饮场景有望在政策催化下持续修复，拉动大众用酒需求向好。伴随中报出清及全年业绩下修，市场情绪及预期率先触底，白酒作为低估值的顺周期权重板块迎来配置机会。**龙头关注：贵州茅台、五粮液、山西汾酒；弹性关注：泸州老窖、酒鬼酒、舍得酒业、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘。**
- 餐饮供应链：行业目前正处于周期底部逐步修复回暖的阶段，当前虽仍面临需求端压力，但政策持续推动终端需求提升、支持创新业态，与供应链龙头依托品牌力、产品推新及会员制渠道扩张所形成的韧性形成共振。在低基数与新品、新渠道贡献之下，板块基本面修复可期，叠加估值处于历史低位，建议优先布局兼具抗风险能力与成长弹性的龙头企业。**上游关注：安井食品、安琪酵母、立高食品、宝立食品，下游关注：巴比食品、锅圈。**

自下而上来看，精选业绩较好的个股机会，特别是 Q2 超预期，且 Q3 可能维持经营势能的标的。**我们持续关注：东鹏饮料、新乳业、妙可蓝多、卫龙美味、西麦食品、有友食品、天味食品、颐海国际的基本面趋势。**

核心组合：

- **龙头组合：**贵州茅台、五粮液、山西汾酒、东鹏饮料、卫龙美味、安琪酵母、安井食品、天味食品
- **弹性组合：**立高食品、锅圈、新乳业、宝立食品、巴比食品、舍得酒业、西麦食品、妙可蓝多

9 风险提示

消费力恢复不及预期：食品饮料行业与整体消费力关联度高，消费力恢复不及预期会对消费量及结构升级造成影响。

行业竞争加剧：食品饮料行业公司众多，进入壁垒较低，易产生行业竞争。

食品安全问题：食品安全问题存在一定风险，若产生问题，或对公司经营情况及品牌形象产生较大影响。

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。