

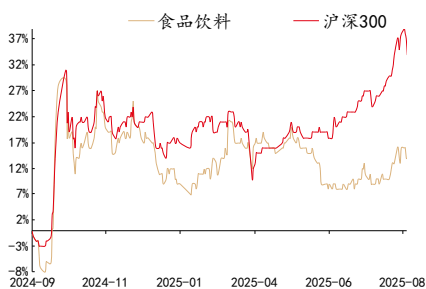
行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	17514.42
52周最高	19809.29
52周最低	14118.56

行业相对指数表现(相对值)



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 张子健
SAC 登记编号: S1340524050001
Email: zhangzijian@cnpsec.com
分析师: 杨逸文
SAC 登记编号: S1340522120002
Email: yangyiwen@cnpsec.com

近期研究报告

《白酒报表端压力加速释放助力股价表现，宠物经济蓬勃向上，大众品多家报表展现经营亮点》 - 2025.08.25

食品饮料 2025 年半年报总结

白酒释放压力，软饮/量贩/宠物/茶饮保持景气，餐供或将触底

● 投资要点

白酒：25H1 白酒板块营收同比-0.75%，归母净利润同比-1.15%；25Q2 板块营收同比-4.95%，归母净利润同比-7.53%。白酒板块报表端压力加速释放。高端酒：茅台经营韧性凸显，五粮液老窖开始释放压力。25H1 茅台酒继续稳健双位数增长，五粮液估计上半年 1618 和低度增速好于整体，普五保持平稳。泸州老窖估计国窖整体下滑，60 版特曲和老字号特曲保持增长。高端酒无论是从分红率还是分红的绝对金额来看，均有较为稳定的投资回报。截至 9 月 2 日茅五泸的股息率分别为 3.77%/4.42%/4.31%。次高端酒：汾酒经营具有韧性，水井/酒鬼加速下滑，舍得下滑幅度收窄。估计 25H1 青花整体增长，巴拿马略下降，老白汾略有增长，玻汾实现高个位数增长。舍得下滑幅度环比收窄，或与公司去年 Q2 开始报表端加速出清有关。次高端悲观预期前期已经交易的较为充分，同时舍得和酒鬼出现一些积极变化，舍得 8 月份开瓶数同比止跌转正，酒鬼在胖东来上新 200 元价位带白酒。建议关注舍得和酒鬼在收入端的恢复和利润端的弹性。苏皖白酒：古井韧性较足，今世缘、迎驾释放经营压力，洋河加速下滑。洋河批价稳定，预收款不减反增，公司在主动清理渠道库存且执行坚定。受到浪费条例执行中不断加码的影响，叠加去年同期基数较高，古井迎驾今世缘实际动销受影响较大。随着官媒纠偏后政策影响逐步减轻，7/8 月以来公司动销逐步改善。展望下半年，低基数下公司业绩同比情况有望环比改善。

软饮料：东鹏延续高增长，康师傅/统一具备利润弹性，农夫持续复苏。东鹏电解质水进一步扩大市场渗透度，果之茶依托强大的渠道网络，快速进行渠道渗透。承德露露传统品类承压，新品水系列上半年收入 0.33 亿元。康师傅因提价影响收入略有下滑，统一稳健增长，成本端 PET、白砂糖和纸箱等原材料价格有所下降，康师傅和统一利润弹性明显。农夫山泉受益于社会舆论转向和绿瓶水策略，同时公司邀请和号召消费者更多的来参观和体验水源地，加大宣传力度，在水的细分品类中持续创新，收入持续复苏，利润同样受益于成本红利。

乳制品：伊利营收企稳/盈利表现超预期，新乳业利润率提升持续兑现。伊利二季度液体乳企稳，奶粉及奶制品和冷饮产品均实现较好的增长，原奶价格下降公司毛利率提升同时减值减少。24 年新生儿数量增长叠加新出台的生育补贴政策，预计婴幼儿配方奶粉市场有望稳中向好。新乳业 25H1 新品收入占比双位数，低温品类销额同比增长超 10%，“活润”系列超 40% 的高速增长，同时公司在山姆渠道持续推新。25H1 原奶价格继续承压，但下降幅度同比有所收窄，上游牧场优然和现代因生物资产减值，导致利润端继续承压。其中优然上

半年减值同比基本维稳，现代减值幅度同比有所增长。

啤酒：现饮渠道承压，全年成本改善确定性强。25H1 行业总量维稳，其中现饮渠道表现较弱，非现饮表现更优。拆分量价来看，25Q2 青岛啤酒、重啤啤酒分别实现销量 247.1/91.73/135.67 万吨，同比+1.02%/+0.03%/+1.47%，均价分别为 4065/4888/3487 元/吨，同比 0.26%/-1.88%/4.57%，吨成本分别为 2202/2385/1824 元/吨，同比-5.08%/-3.37%/+5.86%。上半年酒企毛利率普遍提升，主因麦芽、玻瓶等原材料成本下降，预计下半年该成本红利继续维持。

速冻食品：上半年行业竞争态势延续，但 25 年上半年相较 24 年下半年已有修复迹象，压力最大时点过去，虽传统品类仍承压，但头部企业积极求变，预制菜与渠道定制成为突破方向，新零售渠道快速发展，安井韧性凸显，千味调整待改善。从产品角度看，传统速冻面米制品仍处于下滑区间，而安井和千味在速冻菜肴制品上均实现了较好增长。从渠道角度看，安井在新零售渠道快速增长，迅速发展大 B 定制化产品，千味同样在新零售深入合作，围绕沃尔玛、永辉、胖东来、奥乐齐、盒马等零售新势力进行定制化产品开发销售。原材料成本上涨、促销力度加大及产品结构变化等原因导致行业利润整体表现承压。整体利润率并未呈现出显著修复态势，但可看出在毛利率压力加大的同时、头部公司均在费用投入方面更为谨慎克制，费率优化明显。

休闲食品：渠道变革与品类创新驱动分化成长，量贩/会员制商超与健康品类引领增长。收入端来看，在零售端消费分流进一步加剧的背景下，终端渠道量贩零食龙头万辰始终受益于新渠道红利成长期，收入保持高增。传统中游零食制造商经营压力较大且分化延续，1) 品类品牌逻辑更强。2) 量贩/会员制超市渠道势能强劲。3) 电商渠道战略转变，上半年多数企业在线上平台进行 SKU 优化，短期经营调整下增速放缓。4) 传统流通渠道占比过重、新渠道势能较弱/潜力尚未体现的公司表现承压。利润角度看上半年不同公司面临不同成本压力/渠道结构带来的毛利率变动，且市场消费环境边际减弱下部分市场费用投入较为刚性，规模效应凸显。展望下半年，零食量贩、会员店仍为增长主要渠道，随着暑期、国庆等旺季预计上半年承压的个股有望迎来改善，成本压力有望边际缓解。

烘焙行业：行业分化加剧，烘焙原料与冷冻烘焙半成品依托 B 端需求与供应链优势延续高增长，终端品牌型企业如桃李、元祖受消费疲软与渠道变革冲击业绩承压。原料供应商安琪酵母、立高食品营收/净利润均实现双位数增长，受益于 B 端渗透度提升及成本管控优化。稀奶油行业规范化发展利好头部奶油制造企业，B 端客户持续渗透，全年度看好立高食品。下半年将迎来中秋国庆及春节旺季，公司将适时推出冷冻烘焙及奶油产品，另外，公司已与调改商超系统展开合作，期待后续合作事项增加带来销售规模提升。下半年预计毛利率维稳，全年度费用率延续下降趋势不变。安琪酵母海外业务扩张逻辑不变，国内市场稳定增长，此前公司收购晟通糖业 55% 股权，进一步优化制

糖业务及打通上下游产业链，有利于把控上游原料，增强公司持续盈利能力和综合竞争力，持续推动公司稳健发展。

宠物行业/出海供应链：2024年中国宠物食品市场规模已达1668亿元（同比增长7.54%），预计2025年将突破1755亿元。1）主粮强势引领，零食分化，用品稳健。2）境内自主品牌仍高速扩张，增长强劲，2025年上半年乖宝、中宠、佩蒂自主品牌均延续了较快增长。3）境外业务受对美出口关税事件影响较大，更注重全球化产能布局，中宠境外业务在关税压力下仍实现稳健增长，得益于公司在美国、加拿大现有产能布局。下半年自主品牌销售延续积极展望，关税最大影响时期过去，下半年出口业务将有所恢复。中宠股份小金盾系列爆品打造成功，预计下半年国内市场仍将保持高速增长，乖宝主粮产品结构持续升级，麦富迪旗下霸弗、奶弗系列表现亮眼，高端品牌弗列加特高增长延续。佩蒂品牌爵宴新品源力碗（烘焙犬粮）于8月底上市，对明年销量增长有较高期待，同时新西兰自主品牌产品预计下半年或明年初进入国内市场，带动主粮业务发展。保健品代工行业中国市场新老客户接替，海外市场空间广阔，短期对美出口受影响，Q3预期回暖。仙乐健康中国市场传统保健品品牌客户表现下滑，新消费客户（MCN、跨境、私域、新零售）逆势增长，美洲市场因中美关税影响出口略受影响，但仍实现了4.26%的增长，欧洲、亚太及新兴市场空间广阔，增长表现亮眼。

连锁业态：茶饮行业已从过去的跑马圈地、追求开店速度进入到提质发展阶段，战略聚焦单店质量、供应链效率和精细化运营，Q2外卖补贴对单店有一定带动作用。蜜雪在全球拥有门店数达到53014家，旗下咖啡品牌幸运咖也在今年快速开店，重点提升产品力以强化差异化优势，并加速全国门店布局。瑞幸咖啡同样也在2025年第二季度实现了收入业绩双高增，星巴克咖啡中国同店实现2%增长。由于二季度国内市场外卖大战使得消费者尝鲜门槛大大降低，刺激了国内门店日均订单量，我们预计蜜雪Q2平均单店有较好提升。其他连锁业态中卤味仍处于关店提质进程中，但值得关注的是巴比食品（早餐连锁）率先复苏。我们看好月子中心新业态的快速成长，圣贝拉前瞻性布局产康全周期业务板块，并于25H1经调净利快速提升。

● 风险提示：

食品安全的风险；行业竞争加剧的风险；需求复苏不及预期的风险；成本波动的风险。

目录

1	白酒：报表端压力加速释放，下半年进入经营低基数区间.....	6
1.1	高端酒：茅台经营韧性凸显，五粮液老窖积极应对行业压力.....	7
1.2	次高端酒：汾酒经营具有韧性，水井/酒鬼加速下滑，舍得下滑幅度收窄.....	8
1.3	苏皖白酒：古井韧性较足，今世缘、迎驾释放真实经营压力，洋河加速下滑.....	10
2	大众品：板块表现分化，新渠道/新市场仍具发展势能.....	12
2.1	软饮料：东鹏延续高增长，康师傅/统一具备利润弹性，农夫持续复苏.....	12
2.2	乳制品：伊利营收企稳/盈利表现超预期，新乳业利润率提升持续兑现，牧场生物减值继续承压...	14
2.3	啤酒：现饮渠道承压，全年成本改善确定性强.....	16
2.4	速冻食品：竞争延续下行业持续洗牌变革，预制菜肴与渠道定制成为新方向.....	18
2.5	休闲零食：渠道变革/品类创新驱动成长，量贩/会员制商超引领增长.....	20
2.6	烘焙行业：原料成本承压 B 端需求与供应链优势延续高增长.....	24
2.7	宠物行业/出海供应链：国内市场宠粮增长迅速，多数对美出口供应 Q2 受限.....	25
2.8	连锁业态：注重门店提质增效，外卖补贴短期增厚单店收入.....	28
3	风险提示.....	30

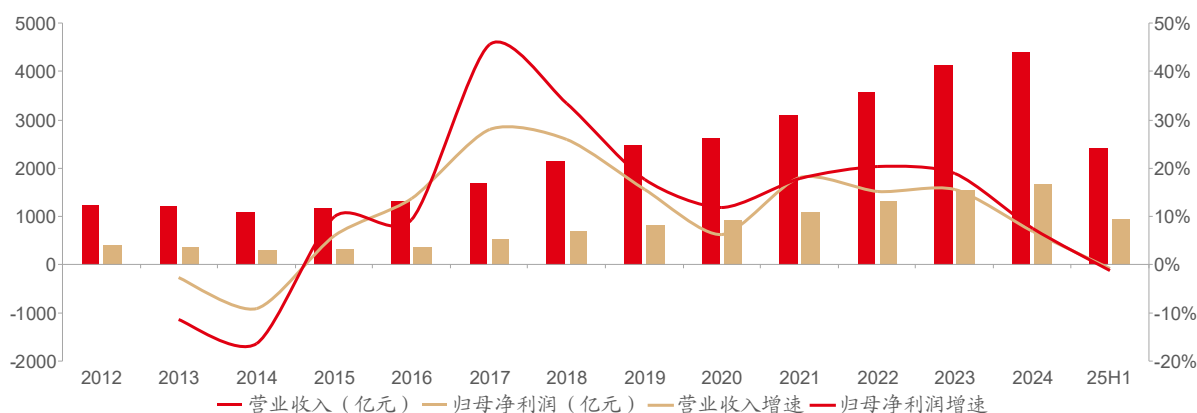
图表目录

图表 1: 白酒行业 25H1 整体营收和归母净利润	6
图表 2: 各酒企 25H1 营收和归母净利润	6
图表 3: 高端白酒茅五泸 25H1 财务数据	8
图表 4: 高端白酒茅五泸 25H1 合同负债和现金流表现	8
图表 5: 次高端白酒 25H1 财务数据	10
图表 6: 次高端白酒 25H1 合同负债和现金流表现	10
图表 7: 苏皖白酒 25H1 财务数据	11
图表 8: 苏皖白酒 25H1 合同负债和现金流表现	12
图表 9: 软饮料板块 25H1 业绩情况	13
图表 10: 软饮料板块 25Q2 业绩情况	14
图表 11: 乳制品板块 25H1 年业绩情况	15
图表 12: 乳制品板块 25Q2 业绩情况	16
图表 13: 原奶价格	16
图表 14: 啤酒板块 25H1 业绩情况	18
图表 15: 啤酒板块 25Q2 业绩情况	18
图表 16: 25H1 速冻主要产品类目表现	19
图表 17: 25H1 速冻主要公司渠道类目表现	19
图表 18: 速冻食品板块 2025 年半年度财务表现汇总	20
图表 19: 速冻食品板块 2025 年 Q2 财务表现汇总	20
图表 20: 休闲零食板块 2025 年半年度财务表现汇总	23
图表 21: 休闲零食板块 2025 年 Q2 财务表现汇总	24
图表 22: 烘焙食品板块 2025 年半年度财务表现汇总	25
图表 23: 烘焙食品板块 2025 年 Q2 财务表现汇总	25
图表 24: 宠物板块主要上市公司业务表现情况	27
图表 25: 宠物及出海板块 2025 年半年度财务表现汇总	28
图表 26: 宠物及出海板块 2025 年 Q2 财务表现汇总	28
图表 27: 连锁板块 2025 年半年度财务表现汇总	30
图表 28: 连锁板块 2025 年 Q2 财务表现汇总	30

1 白酒：报表端压力加速释放，下半年进入经营低基数区间

白酒板块报表端压力加速释放。根据申万分类，白酒板块 25H1 年实现营业总收入 2407.48 亿元，同比-0.75%，整体实现归母净利润 945.82 亿元，同比-1.15%。白酒板块 25Q2 整体实现营业总收入 878.15 亿元，同比-4.95%，整体实现归母净利润 312.42 亿元，同比-7.53%。

图表1：白酒行业 25H1 整体营收和归母净利润



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：各酒企 25H1 营收和归母净利润

	营业总收入	同比	归母净利润	同比	扣非净利	同比	毛利率	同比	净利率	同比
	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(%)	(pts)	(%)	(pts)
贵州茅台	910.94	9.16	454.03	8.89	453.90	8.93	91.46	-0.45	49.84	-0.12
五粮液	527.71	4.19	194.92	2.28	194.80	2.86	76.83	-0.53	36.94	-0.69
泸州老窖	164.54	-2.67	76.63	-4.54	76.50	-4.30	87.09	-1.48	46.57	-0.91
洋河股份	147.96	-35.32	43.44	-45.34	42.32	-46.71	75.02	-0.33	29.36	-5.38
山西汾酒	239.64	5.35	85.05	1.13	85.16	1.27	76.65	-0.04	35.49	-1.48
酒鬼酒	5.61	-43.54	0.09	-92.60	0.08	-92.79	68.58	-4.77	1.60	-10.58
舍得酒业	27.01	-17.41	4.43	-24.98	4.39	-24.10	65.71	-3.73	16.41	-1.66
水井坊	14.98	-12.84	1.05	-56.52	0.48	-78.74	79.26	-1.71	7.04	-7.07
古井贡酒	138.80	0.54	36.62	2.49	36.26	2.42	79.87	-0.54	26.38	0.50
今世缘	69.51	-4.84	22.29	-9.46	22.24	-9.08	73.41	-0.38	32.06	-1.63
口子窖	25.31	-20.07	7.15	-24.63	6.98	-24.90	73.07	-2.78	28.25	-1.71
迎驾贡酒	31.60	-16.51	11.30	-18.02	10.93	-19.94	73.62	0.04	35.76	-0.66
伊力特	10.70	-19.51	1.63	-17.82	1.55	-19.90	49.30	-1.22	15.19	0.31
老白干酒	24.81	0.48	3.21	5.42	2.96	6.45	67.97	2.12	12.93	0.61
金种子酒	4.84	-27.47	-0.72	-750.54	-0.78	-2226.38	42.88	-0.59	-14.93	-16.59
金徽酒	17.59	0.31	2.98	1.12	2.90	-4.05	65.65	0.53	16.95	0.14
顺鑫农业	45.93	-19.24	1.73	-59.09	1.77	-57.95	34.36	-1.90	3.76	-3.67

资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.1 高端酒：茅台经营韧性凸显，五粮液老窖积极应对行业压力

25H1 茅/五/泸营收增速分别为 9.16%/4.19%/-2.67%，归母净利润增速 8.89%/2.28%/-4.54%，单二季度营收增速分别为 7.26%/0.10%/-7.97%，归母净利润增速 5.25%/-7.58%/-11.10%。单二季度业绩增速均相较一季度放缓、茅台业绩达成度仍是最稳健、五粮液、泸州老窖有所承压。贵州茅台：25H1 茅台酒/系列酒收入同比+10.24%/+4.68%，高端酒继续稳健双位数增长，系列酒略降速。五粮液：估计上半年 1618 和低度增速好于整体，普五保持平稳。泸州老窖：估计国窖整体下滑，低度表现优于高度，60 版特曲和老字号特曲保持增长，窖龄下滑。

从财务指标来看，单二季度茅/五/泸毛利率分别为 90.63%/74.69%/87.86%，同比-0.26/-0.32/-0.95pcts，销售费用率分别为 4.45%/18.88%/10.58%，同比 +0.46/+1.54/-1.20pcts，归母净利率 46.80%/29.26%/43.23pcts，同比-0.90/-2.43/-1.52pcts。二季度三家酒企毛利率均承压，主因产品结构承压导致吨酒价下滑。茅台五粮液销售费用率提升主因加大市场投入应对需求走弱，老窖费用率下滑主因部分费用直接抵扣收入而不计入费用。整体来看高端酒的净利率有所承压。25H1 茅/五/泸经现净额分别同比-64.18%/131.88%/-26.27%，茅台经现净额下滑主因吸收存款减少及存放同业存款增加，五粮液现金流表现良好主因上半年贷款中现金收取比例较去年高。二季度末茅/五/泸合同负债分别为 55.07/100.77/35.29 亿元，分别同比-44.86%/+19.20%/+11.88 亿元，环比-32.81%/-0.89%/+4.64 亿元，去年同口径环比 +4.70%/+31.10%/-1.93，从环比变化较去年同口径看、经销商打款意愿普遍偏弱。

监管最艰难时刻过去、看好高端酒进一步的估值修复。白酒龙头基本面承压在前期股价下调过程中已经交易的较为充分，近期股价表现较平稳。8 月上旬官媒连续发声纠偏，我们估计此前层层加码的执行情况导致的消费场景缺失有望略有修复，高端酒动销、开瓶环比估计有所改善。高端酒品牌地位显著，能够率先感知行业需求的回暖，动销改善是较库存去化/批价触底等，股价启动的更为重要的前瞻性指标，随着动销改善高端酒有望迎来较好的一波估值再修复。

另外一条投资逻辑在于，高端酒无论是从分红率还是分红的绝对金额来看，均有较为稳定的投资回报。25年茅台分红率不低于75%，五粮液不低于70%且不低于200亿，老窖不低于70%且不低于85亿。此外，8月29日茅台发布控股股东增持股份计划公告，茅台集团计划增持金额不低于人民币30亿元（含）且不低于人民币33亿元，同时此前的60亿元回购计划已实施完成，预计9月1日完成注销工作。按最新估值、单看当下分红，截至9月2日三家酒企的股息率分别为3.77%/4.42%/4.31%，是夯实过的股息率。

图表3：高端白酒茅五泸25H1财务数据

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pts)	净利率 (%)	同比 (pts)
贵州茅台	910.94	9.16	454.03	8.89	453.90	8.93	91.46	-0.45	49.84	-0.12
五粮液	527.71	4.19	194.92	2.28	194.80	2.86	76.83	-0.53	36.94	-0.69
泸州老窖	164.54	-2.67	76.63	-4.54	76.50	-4.30	87.09	-1.48	46.57	-0.91

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表4：高端白酒茅五泸25H1合同负债和现金流表现

	25H1末合同负债 (亿元)	合同负债同比变 动(亿元)	合同负债环比变 动(亿元)	25H1销售费用率同 比变动pct	25H1销售收现 同比变动	25H1经现净额 同比变动
贵州茅台	55.07	-44.86	-32.81	0.44	9.18%	-64.18%
五粮液	100.77	19.20	-0.89	-0.37	39.92%	131.88%
泸州老窖	35.29	11.88	4.64	-0.41	-10.97%	-26.27%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.2 次高端酒：汾酒经营具有韧性，水井/酒鬼加速下滑，舍得下滑幅度收窄

25H1 汾酒/水井/舍得/酒鬼营收增速分别为 5.35%/-12.84%/-17.41%/-43.54%，归母净利润增速 1.13%/-56.52%/-24.98%/-92.60%，单二季度营收增速分别为 0.45%/-31.37%/-3.44%/-56.57%，归母净利润增速 -13.50%/-251.25%/139.48%/-147.77%。汾酒经营韧性强、收入维稳，水井，酒鬼继续下滑，舍得收入下滑幅度环比收窄。山西汾酒：估计 25H1 青花整体增长，其中青 25 快于 20，青 30 及以上产品估计下滑，青 26 带来一定增量，巴拿马略下降，老白汾

略有增长，玻汾估计实现高个位数增长。水井：25H1 高档/中档产品收入同比-14%/-10.37%，中档表现更佳。舍得：25H1 中高档酒/普通酒收入同比-24.15%/15.86%，估计品位下滑，舍之道、T68 增长。酒鬼酒：25H1 内参/酒鬼/湘泉收入同比-35.81%/-51.01%/-35.87%。

从财务指标来看，单二季度汾酒/水井/舍得/酒鬼毛利率分别为 71.88%/74.42%/60.60%/65.20%，同比-3.21/-7.13/-0.33/-10.39pcts，销售费用率分别为 11.52%/52.10%/23.73%/40.29%，同比-0.02/+19.87/-3.27/+4.84pcts，归母净利率 24.96%/-15.75%/8.64%/-10.47%，同比 -4.03/-22.90/5.15/-20pcts。二季度四家酒企毛利率均承压，主因产品结构承压。汾酒销售费用率维稳，水井和酒鬼销售费用率大幅提升，主因在部分刚性销售费用支出的前提下收入大幅下滑，导致费用率提升较多，舍得全面推动降本增效，在营收维稳的前提下费用率有所下降。上半年汾酒/水井/舍得/酒鬼经现净额分别为 59.80/-5.05/0.67/-2.34 亿元，去年同期分别为 79.30/-2.94/-0.21/-2.09，舍得现金流有所好转，与利润增长有关，其他酒企现金流均有不同程度恶化。25H1 末汾酒/水井/舍得/酒鬼合同负债分别为 59.83/9.83/1.57/1.35 亿元，分别同比 +2.51/-0.88/-0.05/-1.22 亿元，环比+1.65/+0.47/-0.49/-0.44 亿元，去年同口径环比+1.42/-0.80/-0.73/0.23，预收款变动较小。

汾酒上半年经营具有韧性，收入端维稳，业绩增速慢于收入，现金流表现承压，预收款维稳；其他酒企收入利润延续着一季度较大的跌幅，其中舍得收入下滑幅度大幅收窄，净利率开始修复，或与公司去年 Q2 开始报表端加速出清，早于市场做主动调整有关。近期汾酒和酒鬼股价相对平稳，舍得和酒鬼涨幅较大，估计主因舍得和酒鬼前期经历了长时间且大幅的收入业绩下滑，下滑幅度远超行业平均，悲观预期前期已经交易的较为充分，同时舍得和酒鬼出现一些积极变化，舍得 8 月份开瓶数同比止跌转正，库存较 5 月有所下降，酒鬼在胖东来上新 200 元价位带白酒，并在步步高连锁商超推开。建议关注舍得和酒鬼在收入端的恢复和利润端的弹性。

图表5：次高端白酒 25H1 财务数据

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pts)	净利率 (%)	同比 (pts)
山西汾酒	239.64	5.35	85.05	1.13	85.16	1.27	76.65	-0.04	35.49	-1.48
酒鬼酒	5.61	-43.54	0.09	-92.60	0.08	-92.79	68.58	-4.77	1.60	-10.58
舍得酒业	27.01	-17.41	4.43	-24.98	4.39	-24.10	65.71	-3.73	16.41	-1.66
水井坊	14.98	-12.84	1.05	-56.52	0.48	-78.74	79.26	-1.71	7.04	-7.07

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表6：次高端白酒 25H1 合同负债和现金流表现

	25H1末合同负债 (亿元)	合同负债同比变 动(亿元)	合同负债环比变动 (亿元)	25H1销售费用率同 比变动pct	25H1销售收现同 比变动	25H1经现净额 同比变动
山西汾酒	59.83	2.51	1.65	1.15	-4.00%	-24.59%
水井坊	9.83	-0.88	0.47	2.58	1.65%	71.94%
舍得酒业	1.57	-0.05	-0.49	1.05	-19.26%	-427.77%
酒鬼酒	1.35	-1.22	-0.44	-2.10	-45.76%	12.23%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.3 苏皖白酒：古井韧性较足，今世缘、迎驾释放真实经营压力，洋河加速下滑

25H1 洋河/今世缘/古井/迎驾营收增速分别为-35.32%/-4.84%/0.54%/-16.89%，归母净利润增速-45.34%/-9.46%/2.49%/-18.19%，单二季度营收增速分别为-43.67%/-29.69%/-14.23%/-24.13%，归母净利润增速-62.66%/-37.06%/-11.63%/-35.20%。单二季度业绩下滑幅度均相较一季度扩大，其中古井下滑幅度最小，今世缘、迎驾释放真实经营压力，洋河继续下滑。洋河坚持价在量先，海之蓝、天之蓝和水晶梦等单品上半年批价相对稳定，第七代海之蓝完成升级后市场反响较好，新推出的洋河大曲高线光瓶酒同样表现突出。今世缘：估计二季度四开及以上产品（尤其是V系）受影响最大，对开、单开及淡雅系列受影响较小，省外市场受政策影响程度好于省内。古井：25H1 年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼营收同比+1.59%/-4.39%/+6.68%，销量同比 10.80%/9.26%/12.11%，吨价同比-8.31%/-12.49%/-4.84%。迎驾：25Q2 中高档白酒（洞藏、金银星）收入同比-23.6%，普通白酒（百年迎驾贡等）收入同比-32.9%，估计洞6/洞9 下滑幅度小于整体；洞16 及以上销售承压。

从财务指标来看，单二季度洋河/今世缘/古井/迎驾毛利率分别为73.32%/72.81%/80.24%/68.33%，同比-0.35/-0.21/-0.26/-2.82pcts，销售费用率分别为20.88%/19.02%/22.78%/13.41%，同比+2.33/+6.79/-1.86/+3.41pcts，归母净利率18.95%/31.57%/28.13%/27.10%，同比-9.63/-3.69/+0.83/-4.78pcts。二季度四家酒企毛利率均承压，主因产品结构承压。洋河/今世缘/迎驾 Q3 销售费用率大幅提升，主因收入下滑的背景下费用支出具有刚性，古井费用率下降估计主因公司注重价盘稳定，费用投入较为克制，同时渠道三通工程及数字化系统赋能加强费用精益化管理。25H1 洋河/今世缘/古井/迎驾经现净额分别同比-69.85%/-13.75%/3.61%/-45.71%，古井现金流表现平稳。25H1 末洋河/今世缘/古井/迎驾合同负债分别为58.78/6/14.28/4.40亿元，分别同比19.4/-0.28/-7.90/-0.22亿元，环比-11.46/+0.61/-22.46/-0.16亿元，去年同口径环比-18.78/-3.46/-23.99/-0.53。洋河预收款同比不减反增，公司坚定出清释放风险。

受到浪费条例执行中不断加码的影响，叠加去年同期基数较高，古井迎驾今世缘实际动销受影响较大。我们预计今年二季度报表端较为真实反映实际动销情况，随着官媒纠偏后政策影响逐步减轻，7/8月以来公司动销逐步改善，渠道库存相对不大。展望下半年，低基数下公司业绩同比情况有望环比改善。洋河收入利润较 Q1 下滑幅度加大，预收款不减反增，我们认为公司在主动清理渠道库存且执行坚定。洋河 25 年现金分红总额不低于人民币 70 亿元，截至 9 月 2 日公司股息率为 6.30%。

图表7：苏皖白酒 25H1 财务数据

	营业总收入	同比	归母净利润	同比	扣非净利	同比	毛利率	同比	净利率	同比
	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(%)	(pcts)	(%)	(pcts)
洋河股份	147.96	-35.32	43.44	-45.34	42.32	-46.71	75.02	-0.33	29.36	-5.38
古井贡酒	138.80	0.54	36.62	2.49	36.26	2.42	79.87	-0.54	26.38	0.50
今世缘	69.51	-4.84	22.29	-9.46	22.24	-9.08	73.41	-0.38	32.06	-1.63
口子窖	25.31	-20.07	7.15	-24.63	6.98	-24.90	73.07	-2.78	28.25	-1.71
迎驾贡酒	31.60	-16.51	11.30	-18.02	10.93	-19.94	73.62	0.04	35.76	-0.66

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表8：苏皖白酒 25H1 合同负债和现金流表现

	25H1 末合同负债 (亿元)	合同负债同比变 动 (亿元)	合同负债环比变 动 (亿元)	25H1 销售费用率同 比变动pct	25H1 销售收现 同比变动	25H1 经现净额 同比变动
古井贡酒	14.28	-7.90	-22.46	-0.86	6.78%	3.61%
今世缘	6.00	-0.28	0.61	1.35	7.63%	-13.75%
迎驾贡酒	4.40	-0.22	-0.16	1.74	-10.00%	-45.71%
洋河股份	58.78	19.40	-11.46	3.10	-30.50%	-69.85%
口子窖	2.98	-0.19	0.28	-0.95	-19.44%	-9854.35%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 大众品：板块表现分化，新渠道/新市场仍具发展势能

2.1 软饮料：东鹏延续高增长，康师傅/统一具备利润弹性，农夫持续复苏

25H1 东鹏饮料/农夫山泉/养元饮品/承德露露/香飘飘/欢乐家/李子园/康师傅/统一营收同比 +36.37%/+15.56%/-16.19%/-15.30%/-12.21%/-20.90%/-8.53%/-2.69%/10.60%，归母净利润同比 +37.22%/+22.16%/-27.76%/-11.97%/-230.13%/-77.50%/+1.05%/+20.46%/+33.24%。25Q2 东鹏饮料/养元饮品/承德露露/香飘飘/欢乐家/李子园营收同比 +34.10%/-3.18%/-6.10%/+0.18%/-24.23%/-12.64%，归母净利润同比 +30.75%/-32.46%/-9.00%/-43.69%/-4367.91%/-21.51%。东鹏延续高增长，25H1 能量饮料/电解质饮料/其他饮料营收同比 21.91%/213.71%/66.24%，二季度特饮在高基数下保持稳健增长，电解质水从“专业补给”向“日常健康刚需”转化，进一步扩大市场渗透度，公司推出 380ml“小补水”系列新品，凭借便携特性精准覆盖学校、家庭、会议及聚餐等多类场景，有效拓宽了使用场景，助力拓展全新销售渠道，同时针对零食量贩等特定渠道开发 900ml 补水啦。其他饮料高速增长，预计主要受益于果之茶放量，果之茶依托公司强大的渠道网络，快速进行渠道渗透，并结合 1L 大瓶装的亲民价格及“1 元乐享”等数字化营销活动迅速崭露头角。承德露露上半年销售承压，主因传统品类杏仁露和果仁核桃收入分别下滑 17.67%和 4.37%，新品水系列上半年收入达到 0.33 亿元。康师傅 25H1 方便面收入同比下滑 2.5%，饮品业务同比下滑 2.6%，其中茶营收同比下滑 6.3%，水营收同比下滑 6.0%，果汁同比下滑 13.0%，碳酸

及其他同比增长 6.3%。统一 25H1 食品业务同比增长 8.8%，饮料业务同比增长 7.6%，其中茶同比增长 9.1%，奶茶同比增长 3.5%，果汁及功能饮料业务同比增长 1.7%。上半年无糖茶行业延续高速增长，农夫山泉基本确立领先地位；含糖茶的竞争有所加剧，多家公司推出含糖茶新品；瓶装奶茶受到外卖价格战影响；包装水行业价格竞争有所变化；饮料行业整体呈现中大包装趋势。

从财务指标来看，25Q2 东鹏饮料/养元饮品/承德露露/香飘飘/欢乐家/李子园毛利率分别为 45.70%/43.92%/40.48%/27.02%/26.73%/36.70%，同比-0.35/-2.37/+4.45/+1.31/-5.14/-1.62pcts，归母净利率 23.69%/16.81%/11.23%/-17.27%/-5.26%/9.94%，同比-0.61/-7.29/-0.36/-5.23/-5.35/-1.12pcts，销售费用率分别同比+0.50/+3.04/+7.11/+2.93/-3.07/+0.94pcts。东鹏单 Q2 毛利率略有下降，主因去年同期基数较高，销售费用率同比提升，主因二季度投放并确认较多冰柜费用，预计下半年该影响因素会显著减弱。承德露露上半年毛利率大幅提升，成本端红利如期兑现，二季度销售费用大幅增长，主因公司从 Q2 开始确认分众广告费用。康师傅因提价影响收入略有下滑，统一稳健增长，成本端 PET、白砂糖和纸箱等原材料价格有所下降，康师傅和统一利润弹性明显，预计成本红利下半年将延续。农夫上半年受益于社会舆论转向和绿瓶水策略，同时公司邀请和号召消费者更多的来参观和体验水源地，进一步宣传沟通让消费者回归产品的品质和质量，在水的细分品类中公司也推出了泡茶水、婴幼儿包装水等，坚持创新，公司收入持续复苏，利润同样受益于成本红利。

图表9：软饮料板块 25H1 业绩情况

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pcts)	净利率 (%)	同比 (pcts)
东鹏饮料	107.37	36.37	23.75	37.22	22.70	33.02	45.15	0.55	22.12	0.14
农夫山泉	256.22	15.56	76.22	22.16	121.49	5.34	60.32	1.55	29.75	1.61
康师傅控股	400.92	-2.69	22.71	20.46	37.34	42.74	34.46	1.84	5.66	1.09
统一企业中国	170.87	10.60	12.87	33.24	18.49	10.92	34.32	0.48	7.53	1.28
养元饮品	24.65	-16.19	7.44	-27.76	6.27	-19.00	45.65	-1.34	30.17	-4.83
维维股份	15.21	-12.76	1.20	-20.14	1.09	56.78	24.68	3.70	7.91	-0.73
承德露露	13.84	-15.30	2.58	-11.97	2.58	-11.70	45.99	4.19	18.67	0.71
香飘飘	10.35	-12.21	-0.97	-230.13	-1.11	-157.78	29.36	-1.22	-9.41	-6.91
欢乐家	7.48	-20.90	0.19	-77.50	0.16	-80.18	29.52	-6.33	2.48	-6.24
李子园	6.21	-8.53	0.96	1.05	0.87	-2.32	39.86	1.60	15.47	1.47

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表10：软饮料板块 25Q2 业绩情况

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pts)	净利率 (%)	同比 (pts)
东鹏饮料	58.89	34.10	13.95	30.75	13.12	21.17	45.70	-0.35	23.69	-0.61
养元饮品	6.06	-3.18	1.02	-32.46	0.72	5.17	43.92	-2.37	16.81	-7.29
维维股份	6.68	5.32	0.49	105.76	0.40	10.49	24.62	-4.02	7.40	3.61
承德露露	3.82	-6.10	0.43	-9.00	0.43	-7.19	40.48	4.45	11.23	-0.36
香飘飘	4.55	0.18	-0.79	-43.69	-0.86	-36.56	27.02	1.31	-17.27	-5.23
欢乐家	2.99	-24.23	-0.16	-4367.91	-0.17	-3156.11	26.73	-5.14	-5.26	-5.35
李子园	3.01	-12.64	0.30	-21.51	0.26	-16.60	36.70	-1.62	9.94	-1.12

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.2 乳制品：伊利营收企稳/盈利表现超预期，新乳业利润率提升持续兑现，牧场生物减值继续承压

25H1 伊利股份/新乳业营收同比+3.37%/+3.01%，归母净利润同比-4.39%/+33.76%，25Q2 伊利股份/新乳业营收同比+5.77%/+5.46%，归母净利润同比+44.65%/+27.37%。伊利：25H1 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品营收同比-2.06%/14.26%/12.39%/-5.05%，25Q2 同比-0.85%/9.65%/37.96%/-3.05%。二季度公司液体乳企稳，奶粉及奶制品和冷饮产品均实现较好的增长，25H1 公司整体婴幼儿奶粉零售额市场份额跃居全国第一。2024 年全国新生儿数量为 954 万人，较 23 年的 902 万人增长明显。受益于新生儿数量的显著增长，婴幼儿配方奶粉市场也迎来需求回暖。7 月 28 日中共中央办公厅、国务院办公厅印发《育儿补贴制度实施方案》，从 2025 年 1 月 1 日起，对 3 周岁以下婴幼儿发放补贴。受益于补贴政策出台，我们预计婴幼儿配方奶粉市场有望稳中向好。新乳业：25H1 公司新品收入占比双位数，低温品类销额同比增长超 10%；高端鲜奶、“今日鲜奶铺”均实现双位数增长，“活润”系列抓住质价比、代餐、0 蔗糖的消费趋势不断迭代创新，实现超 40% 的高速增长。公司于 4 月份在山姆渠道推出唯品芭乐酸奶，近期继续推出焦糖烧生牛乳布丁，迅速获得了消费者认可，新兴渠道的发展也是推动公司二季度营收增长的重要动力。

从财务指标来看，25Q2 伊利/新乳业毛利率分别为 34.37%/30.49%，同比+0.53/+1.40pts，销售费用率分别为 19.87%/15.90%，同比-0.68/0.69pts，归母净利率 8.05%/9.08%，同比+2.16/+1.56pts。伊利：25Q2 净利率提升主要受益于毛利率提升、费用率下降以及减值减少。25Q2 毛销差 14.5%，提升 1.22pct，

其中毛利率提升主要受益于原奶价格下降；费用率下降主因广告营销费用减少；25Q2 公司资产+信用减值为 4.01 亿元，去年同期为 9.02 亿元，预计主因原奶价格降幅收窄带来 5 亿减值的减少。新乳业：25Q2 公司净利率提升主要受益于毛利率提升和管理费用率下降，还原财务口径调整（管理费用率中维修费用 Q1 起在成本里确认）、同口径下毛利率提升主要受益于产品结构提升、部分来自于原奶价格下降；管理费用率下降主因规模效应以及人力成本优化。25H1 原奶价格继续承压，但下降幅度同比有所收窄，受原奶价格影响，上游牧场优然和现代因生物资产减值，导致利润端继续承压。其中优然上半年减值同比基本维稳，现代减值幅度同比有所增长。

图表11：乳制品板块 25H1 年业绩情况

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pcts)	净利率 (%)	同比 (pcts)
伊利股份	619.33	3.37	72.00	-4.39	70.16	31.78	36.21	1.18	11.63	-0.94
光明乳业	124.72	-1.90	2.17	-22.53	2.52	-27.79	18.85	-0.98	1.74	-0.46
新乳业	55.26	3.01	3.97	33.76	4.11	31.17	30.02	0.79	7.18	1.65
三元股份	33.31	-13.52	1.83	42.65	1.74	66.19	24.55	-0.57	5.49	2.16
妙可蓝多	25.67	33.52	1.33	73.19	1.02	80.10	30.81	-3.76	5.18	1.19
贝因美	13.55	-4.37	0.74	43.68	0.63	64.11	45.27	3.45	5.46	1.83
皇氏集团	9.05	-13.07	-0.06	-549.66	-0.23	-16.85	26.43	1.23	-0.64	-0.76
天润乳业	13.95	-3.30	-0.22	21.68	0.58	141.32	16.87	-0.43	-1.57	0.37
一鸣食品	14.01	2.12	0.32	21.73	0.32	21.08	28.85	-1.17	2.30	0.37
佳禾食品	11.85	10.43	0.12	-82.10	0.02	-96.10	12.39	-5.46	1.05	-5.42
燕塘乳业	7.65	-10.25	0.35	-37.91	0.36	-34.04	26.03	0.08	4.57	-2.03
品渥食品	3.71	-8.69	0.13	181.65	0.11	156.52	17.20	-2.93	3.63	7.68
西部牧业	3.96	-12.45	-0.44	-26.48	-0.55	-51.23	8.42	-2.78	-11.01	-3.39
麦趣尔	2.94	-4.49	0.02	102.40	-0.06	89.07	25.32	10.74	0.53	21.42
均瑶健康	7.66	1.38	0.07	-78.52	0.02	-94.44	32.55	2.66	0.97	-3.62
庄园牧场	4.20	-1.31	-0.28	68.50	-0.36	60.26	21.01	13.69	-6.58	14.03
海融科技	5.12	-1.33	0.03	-95.42	-0.04	-107.21	26.04	-11.67	0.62	-12.75
熊猫乳品	3.53	-2.16	0.41	-12.76	0.33	-16.06	26.30	-1.16	11.73	-1.42
阳光乳业	2.37	-7.03	0.60	8.27	0.60	0.97	39.87	3.36	25.29	3.57

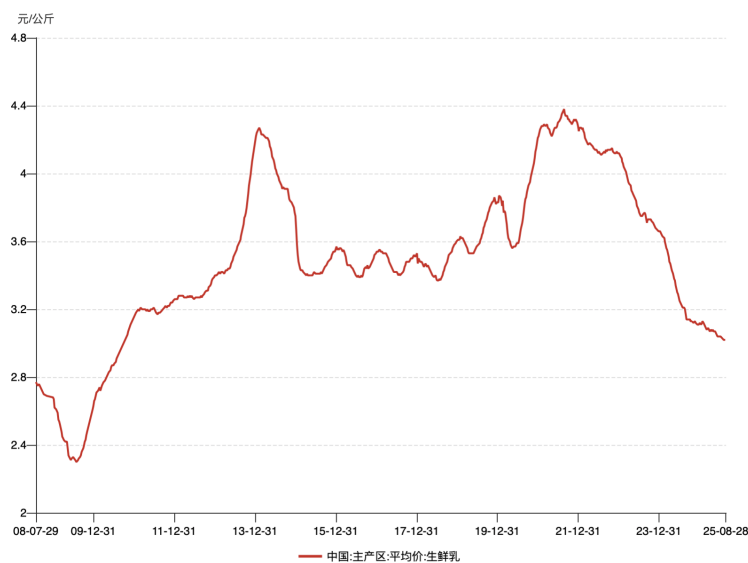
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表12：乳制品板块 25Q2 业绩情况

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pts)	净利率 (%)	同比 (pts)
伊利股份	289.15	5.77	23.26	44.65	23.87	49.48	34.37	0.53	8.05	2.16
光明乳业	61.04	-3.06	0.76	-29.49	0.61	-62.25	19.06	-0.97	1.25	-0.47
新乳业	29.01	5.46	2.63	27.37	2.70	26.85	30.49	1.40	9.08	1.56
三元股份	16.84	-7.01	0.95	73.04	0.91	145.64	24.74	-1.86	5.65	2.61
妙可蓝多	13.34	37.09	0.51	42.54	0.38	44.29	30.18	-5.83	3.79	0.14
贝因美	6.27	-9.94	0.31	6.07	0.27	32.68	44.99	5.78	4.98	0.75
皇氏集团	4.59	-18.33	-0.11	-194.97	-0.25	-95.47	25.26	-1.51	-2.50	-1.81
天润乳业	7.71	-3.94	0.51	258.54	0.59	4533.75	18.68	0.70	6.67	10.72
一鸣食品	7.47	2.45	0.19	17.45	0.17	5.19	28.76	-0.74	2.53	0.32
佳禾食品	6.15	15.48	0.09	-64.06	0.02	-89.67	12.73	-5.02	1.39	-3.07
燕塘乳业	4.31	-9.01	0.26	-34.59	0.28	-29.86	27.46	0.20	6.09	-2.38
品渥食品	1.94	-1.97	0.08	162.99	0.06	146.84	15.91	-2.73	3.88	9.93
西部牧业	2.09	-3.23	-0.34	-11.86	-0.44	-35.17	9.08	3.85	-16.16	-2.18
麦趣尔	1.46	-5.86	0.01	102.60	-0.05	85.14	22.64	8.52	0.58	21.55
均瑶健康	3.65	1.36	-0.03	-139.95	-0.05	-188.14	32.11	1.80	-0.94	-3.34
庄园牧场	2.10	4.64	-0.02	96.02	-0.08	82.65	22.09	16.41	-0.82	20.70
海融科技	2.71	2.75	-0.04	-112.18	-0.09	-129.92	23.76	-13.64	-1.50	-14.12
熊猫乳品	1.83	4.27	0.28	33.18	0.23	31.17	27.46	1.48	15.16	3.29
阳光乳业	1.32	-9.59	0.38	11.90	0.38	1.91	43.27	5.42	28.69	5.51

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表13：原奶价格



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.3 啤酒：现饮渠道承压，全年成本改善确定性强

25H1 华润啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/百威亚太/惠泉啤酒营收同比+0.83%/+2.11%/-0.24%/+6.37%/+7.09%/-9.51%/+1.03%，归母净利润同比+23.04%/+7.21%/-4.03%/+45.45%/+22.51%/-25.85%/+25.52%，25Q2 青岛啤

酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒营收同比+1.28%/-1.84%/+6.11%/+4.96%/+1.49%，归母净利润同比7.32%/-12.70%/43.00%/20.17%/25.86%。拆分量价来看，25Q2青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒分别实现销量247.1/91.73/135.67万吨，同比+1.02%/+0.03%/+1.47%，均价分别为4065/4888/3487元/吨，同比0.26%/-1.88%/4.57%，吨成本分别为2202/2385/1824元/吨，同比-5.08%/-3.37%/+5.86%。上半年酒企毛利率普遍提升，主因麦芽、玻瓶等原材料成本下降，预计下半年该成本红利继续维持。

25H1国内啤酒行业规模以上企业共实现产量1904万吨，同比下滑0.3%，行业总量维稳，其中现饮渠道表现较弱，非现饮表现更优。青岛啤酒：25H1青岛啤酒主品牌共实现产品销量271.3万吨，同比增长3.9%，其中中高端以上产品实现销量199.2万吨，同比增长5.1%。25H1经典系、青岛白啤、高端生鲜1L铝瓶及超高端产品销量均保持稳健增长。公司坚持全渠道发力，主流渠道市场地位不断夯实，新兴渠道保持行业领先，即时零售业务连续5年交易额高速增长。重庆啤酒：分产品看，25Q2高档/主流/经济酒收入同比-1.09%/-3.59%/4.79%。公司通过优化大城市项目策略、丰富产品组合、推进数字化赋能渠道及加深经销商合作等举措，保持了生意平稳。燕京啤酒：产品端，公司大力实施大单品营销战略，形成以燕京U8、V10、漓泉1998、燕京狮王系列为代表的大单品矩阵，以“中高端+腰部+区域特色”三层架构匹配并满足不同消费需求，其中大单品燕京U8依然保持快速增长。渠道端，公司以“全渠道融合+区域深耕”为双引擎，优化布局区域策略，在“百县工程”基础上新增“百城工程”，形成梯度化市场开发策略。针对成熟市场，通过精细化运营，挖掘高端产品渗透空间；针对成长型市场，加速产品铺货并配套推广活动；针对潜力市场，以全国大单品为抓手，结合主题活动培育消费习惯。

图表14：啤酒板块 25H1 业绩情况

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pcts)	净利率 (%)	同比 (pcts)
华润啤酒	239.42	0.83	57.89	23.04	47.39	18.62	48.88	1.97	24.18	4.36
青啤啤酒	204.91	2.11	39.04	7.21	36.32	5.99	43.70	2.09	19.05	0.91
重庆啤酒	88.39	-0.24	8.65	-4.03	8.55	-3.72	49.83	0.62	9.79	-0.39
燕京啤酒	85.58	6.37	11.03	45.45	10.36	39.91	45.50	2.14	12.89	3.46
珠江啤酒	31.98	7.09	6.12	22.51	5.87	23.31	51.85	2.81	19.15	2.41
惠泉啤酒	3.51	1.03	0.40	25.52	0.38	43.20	35.04	1.47	11.26	2.20
百威亚太	224.50	-9.51	29.28	-25.85	56.75	-5.29	51.43	-0.08	13.04	-2.87

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表15：啤酒板块 25Q2 业绩情况

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pcts)	净利率 (%)	同比 (pcts)
青啤啤酒	100.46	1.28	21.94	7.32	20.29	6.02	45.84	3.05	21.84	1.23
重庆啤酒	44.84	-1.84	3.92	-12.70	3.88	-12.26	51.21	0.75	8.75	-1.09
燕京啤酒	47.31	6.11	9.38	43.00	8.83	38.43	47.70	-0.63	19.82	5.11
珠江啤酒	19.71	4.96	4.55	20.17	4.41	18.80	56.11	3.00	23.10	2.93
惠泉啤酒	2.10	1.49	0.33	25.86	0.32	48.76	37.06	1.49	15.84	3.07

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.4 速冻食品：竞争延续下行业持续洗牌变革，预制菜肴与渠道定制成为新方向

上半年行业竞争态势延续，但 25 年上半年相较 24 年下半年已有修复迹象，压力最大时点过去，虽传统品类仍承压，但头部企业积极求变，预制菜与渠道定制成为突破方向，新零售渠道快速发展，安井韧性凸显，千味调整待改善。2025 年上半年安井/千味分别实现收入 76.04/8.86 亿元，同比+0.8%/-0.72%，其中单 Q2 安井/千味分别实现收入 40.05/4.15 亿元，同比+5.69%/-3.12%。从产品角度看，传统速冻面米制品仍处于下滑区间，而安井和千味在速冻菜肴制品上均实现了较好增长，安井/千味菜肴制品分别同比增长 9.4%/67.31%，千味整体基数较小，其烘焙和菜肴类制品在新零售渠道拓展的带动下实现了较快增长，安井虽传统品类表现呈微降，但主打高端产品锁鲜装半年度销售仍实现稳定增长，火山石烤肠表现亮眼，新推出的肉多多烤肠（面向 C 端）主打电商和商超渠道，属高毛利产品、有望在下半年全面铺开。从渠道角度看，安井在新零售渠道快速增长，迅速发展大 B 定制化产品，面点制品中烧卖已进入多家商超定制化产品体系，沃尔玛渠道上半年有较好贡献，山姆渠道也在积极推进中，千味同样在新零售深入

合作，围绕沃尔玛、永辉、胖东来、奥乐齐、盒马等零售新势力进行定制化产品开发销售。

原材料成本上涨、促销力度加大及产品结构变化等原因导致行业利润整体表现承压。主要公司安井/千味/三全 25H1 毛利率同比-3.39/-1.62/-1.6pcts，单 Q2 毛利率同比-3.29/-2.29/-2.15pcts，安井/千味/三全 25H1 净利率同比-1.94/-2.57/-0.31pcts，单 Q2 净利率同比-2.86/-2.24/+0.44pcts，整体利润率并未呈现出显著修复态势，但可看出在毛利率压力加大的同时、头部公司均在费用投入方面更为谨慎克制，费率优化明显。

图表16：25H1 速冻主要公司产品类目表现

收入 (亿元)	景气度相对低		景气度相对高
	速冻面食制品	速冻调制食品	菜肴制品
安井食品	12.41	37.59	24.16
千味央厨	4.13		0.65
三全食品	30.94	3.94	
同比增速			
安井食品	-3.89%	-1.94%	9.40%
千味央厨	-9.10%		67.31%
三全食品	-1.50%	-15.00%	

注：千味央厨速冻面食制品选取主食类分项

图表17：25H1 速冻主要公司渠道类目表现

收入 (亿元)	景气度相对低	景气度相对高
	经销	直营
安井食品	31.34	3.28
千味央厨	4.45	4.34
三全食品	26.67	6.68
同比增速		
安井食品	1.61%	19.27%
千味央厨	-6.40%	5.31%
三全食品	-3.25%	-5.37%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

下半年随着天气转冷将迎来传统旺季，预期下半年整体业绩表现将好于上半年，行业继续呈现出弱复苏态势。安井下半年肉多多等新品全面投放，叠加下半年基数压力相对减轻，收购的鼎味泰于7月开始并表贡献，静待行业复苏公司将获得更好表现。千味大B餐饮客户下半年预期表现平稳，公司自身的经营调整和突破预计在下半年将呈现逐季改善趋势，费用端来看下半年将优化人员结构、提升人效比、渠道费用产出比，预计下半年利润率将有所回升。

图表18: 速冻食品板块 2025 年半年度财务表现汇总

公司	营业总收入		归母净利润		扣非净利		毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
	(亿元)	同比	(亿元)	同比	(亿元)	同比						
安井食品	76.04	0.80%	6.76	-15.79%	6.03	-21.85%	20.52%	-3.39	5.80%	-0.34	8.88%	-1.94
千味央厨	8.86	-0.72%	0.36	-39.67%	0.34	-41.94%	23.59%	-1.62	6.87%	1.34	4.02%	-2.57
三全食品	35.68	-2.66%	3.13	-5.98%	2.24	-16.61%	24.34%	-1.60	12.25%	-0.29	8.78%	-0.31
海欣食品	6.06	-15.18%	-0.20	-59.06%	-0.26	-51.68%	19.36%	1.45	11.93%	1.06	-3.41%	-1.68
惠发食品	7.35	-17.75%	-0.30	-82.54%	-0.31	-67.50%	16.97%	-0.03	7.86%	0.91	-3.64%	-2.00
春雪食品	12.30	5.75%	0.14	428.10%	0.13	317.07%	9.54%	2.63	2.65%	0.08	1.16%	1.53
盖世食品	2.70	11.39%	0.20	4.77%	0.20	28.17%	17.59%	-0.22	3.54%	0.74	7.39%	-0.63
味知香	3.43	4.70%	0.32	-24.46%	0.25	-38.74%	20.83%	-4.02	4.44%	-0.71	9.33%	-3.60
五芳斋	15.92	0.66%	1.95	-16.70%	1.89	-16.26%	41.02%	-3.80	17.15%	-0.56	12.24%	-2.48

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表19: 速冻食品板块 2025 年 Q2 财务表现汇总

公司	营业总收入		归母净利润		扣非净利		毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
	(亿元)	同比	(亿元)	同比	(亿元)	同比						
安井食品	40.0458	5.69%	2.8142	-22.74%	2.60	-26.11%	18.00%	-3.29	4.96%	0.12	7.03%	-2.86
千味央厨	4.1540	-3.12%	0.1435	-42.05%	0.13	-47.63%	22.66%	-2.29	5.57%	0.44	3.43%	-2.24
三全食品	13.4968	-4.39%	1.0466	1.23%	0.60	-15.89%	22.72%	-2.15	12.71%	-0.34	7.77%	0.44
春雪食品	6.3583	0.14%	0.0311	91.43%	0.03	2433.39%	9.16%	2.45	2.40%	-0.23	0.49%	0.23
海欣食品	2.7886	9.00%	-0.2153	7.03%	-0.25	3.15%	15.99%	0.38	11.04%	-2.35	-7.69%	1.40
惠发食品	4.2507	-9.85%	-0.1196	3.39%	-0.12	10.14%	17.35%	0.44	7.23%	0.10	-2.40%	-0.31
盖世食品	1.4000	2.85%	0.1145	-3.55%	0.11	29.24%	17.76%	0.17	3.55%	1.57	7.96%	-0.77
味知香	1.6952	5.17%	0.1244	-46.79%	0.10	-56.81%	18.77%	-5.93	4.60%	0.33	7.34%	-7.17
五芳斋	13.4884	-1.84%	2.3975	-20.95%	2.38	-19.74%	42.03%	-4.37	13.31%	0.14	17.82%	-4.24

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

2.5 休闲零食: 渠道变革/品类创新驱动成长, 量贩/会员制商超引领增长

渠道变革与品类创新驱动分化成长, 量贩/会员制商超与健康品类引领增长。收入端来看, 在零售端消费分流进一步加剧的背景下, 终端渠道量贩零食龙头万辰始终受益于新渠道红利成长期, 收入保持高增, 公司上半年共新增门店 1468 家, 门店经营原因致闭店 259 家, 非门店经营原因致减少门店 40 家, 期末门店数量为 15365 家。公司当前聚焦正常拓店节奏, 预期可达成全年新开店目标。今

年以来公司店型继续升级，门店 4.0/5.0 版本以及省钱超市店型均在拓展。值得关注的是 Q2 量贩业务净利率显著攀升，25H1 量贩业务净利率 4.28%，其中 25Q2 量贩业务净利率高达 4.67% 创下新高。

传统中游零食制造商经营压力较大且分化延续，1) 品类品牌逻辑更强，较早转型品牌化的盐津铺子魔芋制品表现突出，大爆品麻酱素毛肚自 2023 年 11 月推出，月销快速攀升破亿、且仍处于爬坡阶段。当前重点打造“大魔王”麻酱味素毛肚，同时推出创新口味火鸡面味魔芋爽，未来将有更多系列新品有组合、有计划地推进上市，强化大魔王品牌消费者心智，同时虎皮鱼豆腐等新品月销表现优异，承接起更多品类增量。卫龙同样在魔芋品类上持续高增，其蔬菜制品在 24 年高基数下 25 年上半年仍实现 44.31% 增长，规模突破 21 亿，麻酱素毛肚、爆辣魔芋等新品销量表现优秀，同时进入山姆系统，进一步打开渠道空间。2) 量贩/会员制超市渠道势能强劲。盐津铺子零食渠道保持高速增长态势，预期明年将与更多头部量贩品牌展开更全面合作，卫龙量贩渠道增速始终快于大盘、渠道占比持续提升，7 月公司在山姆渠道实现突破，定制化产品与市场同质化魔芋产品形成高端化和差异化竞争，预计 Q3 新渠道势能有望进一步提速。有友食品 25 年受新渠道销售带动最为显著，与会员制商超合作持续深化，5 月底第三款在山姆渠道上新定制单品酸汤双脆，其受众群体、消费场景更为广泛。电商渠道持续实现翻倍式增长，零食量贩渠道随着终端扩张、体量快速攀升，已完成单个系统多品类导入，25 年以来增速表现亮眼。3) 电商渠道战略转变，上半年多数企业在线上平台进行 SKU 优化，短期经营调整下增速放缓。三只松鼠传统天猫渠道 25H1 下滑 18.56%，但在抖音、线下分销的带动下整体收入仍实现较好增长。盐津铺子电商渠道今年 3 月以来主动进行产品调整，淘汰低毛利品项、下架部分贴牌品项，导致销售出现下滑，目前电商月销已至底部、基本保持稳健趋势，未来电商平台将聚焦品类品牌发展，侧重于核心品项的品牌传播、线上销售和消费者行为研究。卫龙上半年线上渠道同样小幅下滑，定位从销售渠道转向品牌互动与消费场景拓展平台，优化店铺体验、物流售后等基础服务。4) 传统流通渠道占比过重、新渠道势能较弱/潜力尚未体现的公司表现承压。劲仔食品鹌鹑蛋上半年收入增长不及预期，传统流通渠道承压较大、受零食量贩渠道挤压明显，导致渠道销售下滑，新渠道中山姆渠道因舆情事件影响、进口进度放缓，电商渠

道因社区团购行业性回撤且新媒体渠道无明显增长带动导致下滑。甘源食品已完成全国主要城市及地方性 KA 的直营合作转换,渠道切换导致经销渠道短期承压,线上渠道稳定增长,零食量贩持续渗透。海外市场表现较年初目标有所偏弱,印尼、马来等新市场处于拓展初期,已在当地超市渠道完成初步铺货,越南市场因税收政策影响部分门店闭店,短期内拖累海外整体增长。

利润角度看上半年不同公司面临不同成本压力/渠道结构带来的毛利率变动,且市场消费环境边际减弱下部分市场费用投入较为刚性,规模效应凸显。1) 毛利低费用渠道快速上升导致毛利率下滑、但费用优化显著,带动净利率提升。盐津铺子毛利率因渠道结构变化有所承压,费用管控效果显著、Q2 净利率同环比均有较好抬升,魔芋精粉今年价格有较大幅度上升,目前库存可用到明年上半年,采购成本呈缓慢回落趋势,为明年带来一定成本弹性。Q2 净利水平回升至高位,今年以来费用率持续优化,24 年品牌元年渠道终端投入较多,25 年精准把控费用支出、组织架构精简,在费用端成效显著。今年下半年进入休闲零食旺季,公司会把握势能,市场费用投入更多集中在与销售相关的品牌投入、并严格考核产出比,预计费用率在规模效应下延续下降趋势。有友食品毛利率下滑主因渠道结构变化影响,二季度净利率同环比均有所提升,山姆/零食量贩渠道上新节奏加快且销售超预期、带动产能利用率提升,市场费用大幅减少,同时公司严格把控差旅、业务招待等费用支出,推动净利率快速提升。2) 原材料成本压力加大/渠道费用在竞争环境下无法大幅缩减导致利润承压。三只松鼠今年以来坚果原料成本上涨幅度较大,叠加线上平台流量转化费率增加,带来较大利润压力。劲仔食品小鱼价格上涨带来成本压力,费用支出相对稳定,但因收入规模收缩导致报表端费用率高企。甘源食品同样受原料价格上涨和费用增加导致利润下滑严重,二季度延续海外及品牌市场高费用投入,销售费用绝对值环比 Q1 基本持平,但因收入规模下滑导致销售费用率进一步提升,单 Q2 净利率受损较多。

展望下半年,零食量贩、会员店仍为增长主要渠道,随着暑期、国庆等旺季预计上半年承压的个股有望迎来改善,成本压力有望边际缓解。

增长势能看延续:量贩业态龙头效应加剧,鸣鸣很忙和万辰集团双巨头格局稳定,持续释放利润。盐津铺子下半年高毛利新品增长带动产品结构升级,同时规模效应下公司费率优化、产品力进一步体现,利润率有望维持高位。有友食品

量贩/电商/山姆渠道有望全年度维持高景气增长。**底部看改善**：甘源食品下半年公司将聚焦核心单品渠道拓展和新品市场开发，于7月在山姆渠道推进新品冻干，预计随着中秋、春节等消费旺季到来，渠道势能和产品势能逐步释放。下半年及明年人员扩张需求相对稳定，因品牌仍处于培育建设初期、因此市场投入延续。短期来看公司受收入规模收窄和费用增加影响利润率有较大降幅，长期将通过产品结构优化和渠道规模化拓展，力争业绩持续改善。劲仔食品整体经营重点从品牌升级转向以渠道建设为中心，在坚持品类坚守、健康食材选取和健康化推进的同时，更关注渠道需求，高效响应渠道需要，下半年销售收入力争回到正增长。成本压力下半年有望缓解，9-10月新鱼汛期到来，Q3起采购量将有所增加，新采购季价格预期平稳，费用投放将针对性对线下品牌营销进行投放。

图表20：休闲零食板块 2025 年半年度财务表现汇总

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率 (pcts)	同比	销售费用率 (pcts)	同比	净利率 (pcts)	同比
盐津铺子	29.41	19.58%	3.73	16.70%	3.34	22.50%	29.66%	-2.87	10.57%	-2.70	12.57%	-0.46
甘源食品	9.45	-9.34%	0.75	-55.20%	0.64	-56.01%	33.61%	-1.34	18.56%	5.27	7.87%	-8.10
劲仔食品	11.24	-0.50%	1.12	-21.86%	0.87	-28.94%	29.45%	-0.96	13.81%	1.23	10.02%	-2.82
洽洽食品	27.52	-5.05%	0.89	-73.68%	0.43	-84.77%	20.31%	-8.10	12.09%	0.60	3.24%	-8.38
三只松鼠	54.78	7.94%	1.38	-52.22%	0.51	-77.75%	25.08%	-0.77	20.43%	2.80	2.47%	-3.23
有友食品	7.71	45.59%	1.08	42.47%	0.93	52.51%	27.57%	-3.27	8.45%	-3.49	14.07%	-0.31
良品铺子	28.29	-27.21%	-0.94	-491.59%	-1.19	-1694.33%	24.42%	-1.97	24.52%	4.90	-3.33%	-3.92
来伊份	19.40	8.21%	-0.51	-439.60%	-0.57	-536.91%	32.61%	-8.67	23.32%	-4.88	-2.27%	-3.00
黑芝麻	9.28	-4.65%	0.08	-29.26%	-0.04	-140.20%	22.01%	0.82	10.45%	2.14	1.36%	0.07
好想你	6.89	-15.64%	-0.20	45.25%	0.17	147.02%	29.50%	4.76	21.31%	-1.43	-2.88%	1.67
万辰集团	225.83	106.89%	4.72	50358.80%	4.51	14722.34%	11.41%	0.89	3.09%	-1.41	3.85%	2.54

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图21：休闲零食板块 2025 年 Q2 财务表现汇总

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)	环比 (pcts)
盐津铺子	14.03	13.54%	1.95	21.75%	1.78	31.78%	30.97%	-1.98	9.84%	-3.70	13.79%	0.79	2.32
甘源食品	4.41	-3.37%	0.22	-70.96%	0.18	-70.91%	32.79%	-1.58	19.97%	6.42	4.90%	-11.58	-5.56
劲仔食品	5.28	-10.37%	0.44	-36.27%	0.34	-47.49%	28.93%	-1.83	14.32%	2.23	8.42%	-3.55	-3.02
洽洽食品	11.81	9.69%	0.11	-88.17%	-0.15	-124.39%	21.42%	-3.56	14.07%	4.03	0.99%	-7.94	-3.93
三只松鼠	17.54	22.77%	-1.01	-441.41%	-1.12	-220.91%	21.57%	-0.33	24.16%	3.06	-5.87%	-4.57	-12.27
有友食品	3.88	52.45%	0.58	77.03%	0.49	87.86%	28.04%	-2.16	8.02%	-4.10	14.99%	2.08	1.85
良品铺子	10.97	-23.57%	-0.57	-48.75%	-0.79	-66.19%	24.07%	-2.26	25.71%	2.38	-5.27%	-2.54	-3.17
来伊份	8.91	21.92%	-0.63	-36.07%	-0.62	-10.50%	30.21%	-10.73	25.03%	-7.23	-6.58%	0.13	-7.98
黑芝麻	4.86	-5.46%	0.06	-29.12%	-0.03	-140.49%	23.93%	1.96	11.76%	2.82	2.26%	0.31	1.89
好想你	2.76	-14.42%	-0.60	-22.15%	-0.12	76.10%	22.81%	5.19	21.62%	-2.48	-21.56%	-6.30	-31.18
万辰集团	117.62	93.29%	2.57	4940.33%	2.39	4828.14%	11.76%	0.66	2.88%	-1.98	4.10%	2.87	0.52

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.6 烘焙行业：原料与冷冻烘焙依托 B 端需求与供应链优势延续高速增长

行业分化加剧，烘焙原料与冷冻烘焙半成品依托 B 端需求与供应链优势延续高速增长，终端品牌型企业如桃李、元祖受消费疲软与渠道变革冲击业绩承压。

原料供应商安琪酵母、立高食品营收/净利润均实现双位数增长，受益于 B 端渗透度提升及成本管控优化。安琪酵母上半年国内业务表面增速较低系制糖剥离拖累影响，内生业务仍快速增长，海外市场延续年初以来的高速增长趋势，同时成本红利持续释放。立高食品冷冻烘焙食品收入稳定增长，我们预计 Q2 增速环比 Q1 有所放缓，主要因商超渠道回归正常季节性销售。烘焙食品原料收入占比进一步提升，其中 UHT 系列奶油二季度保持较好增长趋势，带动奶油板块维持高增。直销渠道表现亮眼，核心商超客户新品取得较好销售表现，餐饮及新零售渠道多元化发展趋势下继续保持高增。

稀奶油行业规范化发展利好头部奶油制造企业，B 端客户持续渗透，全年度看好立高食品。下半年将迎来中秋国庆及春节旺季，公司将适时推出冷冻烘焙及奶油产品，在流通渠道产品研发和新品推出会注重性价比，同时推出有质价比的高端产品，在品质保障前提下适应不同消费需求、档次和规格。另外，公司已与调改商超系统展开合作，期待后续合作品项增加带来销售规模提升。下半年看成本压力预期基本保持平稳，公司会通过锁单减少成本上涨影响，毛利率波动受产品及渠道结构影响，预计毛利率维稳，全年度费用率延续下降趋势不变。安琪酵

母海外业务扩张逻辑不变,国内市场稳定增长,此前公司收购晟通糖业55%股权,进一步优化制糖业务及打通上下游产业链,有利于把控上游原料,增强公司持续盈利能力和综合竞争力,持续推动公司稳健发展。

图表22: 烘焙食品板块 2025 年半年度财务表现汇总

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
桃李面包	26.11	-13.55%	2.04	-29.70%	1.94	-30.03%	22.98%	-1.18	8.51%	0.56	7.81%	-1.79
元祖股份	8.29	-13.71%	0.01	-96.26%	-0.37	-270.98%	61.55%	-0.22	54.61%	5.39	0.14%	-3.29
南侨食品	15.55	-0.69%	0.36	-72.00%	0.34	-72.21%	19.91%	-6.31	8.33%	0.03	2.31%	-5.89
立高食品	20.70	16.20%	1.71	26.24%	1.67	33.28%	30.35%	-2.25	10.61%	-1.44	8.05%	0.56
海融科技	5.12	-1.33%	0.03	-95.42%	-0.04	-107.21%	26.04%	-11.67	15.10%	1.20	0.61%	-12.75
安琪酵母	78.99	10.10%	7.99	15.66%	7.42	24.49%	26.09%	1.80	5.58%	0.40	10.52%	0.64

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表23: 烘焙食品板块 2025 年 Q2 财务表现汇总

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
桃李面包	14.10	-12.99%	1.1979	-31.44%	1.15	-31.72%	23.83%	-1.23	8.42%	0.71	8.49%	-2.28
元祖股份	4.91	-8.97%	0.2625	-36.60%	0.16	-58.39%	61.54%	-0.77	47.78%	2.10	5.34%	-2.34
南侨食品	7.65	-3.24%	0.0700	-86.49%	0.06	-88.07%	18.95%	-6.51	8.99%	0.08	0.91%	-5.64
立高食品	10.24	18.40%	0.8239	40.84%	0.80	40.36%	30.72%	-1.89	11.14%	-0.88	7.90%	1.25
海融科技	2.71	2.75%	-0.0406	-112.18%	-0.09	-129.92%	23.76%	-13.64	15.31%	1.09	-1.51%	-14.11
安琪酵母	41.05	11.19%	4.2925	15.35%	4.05	34.39%	26.19%	2.27	5.57%	0.08	10.82%	0.56

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

2.7 宠物行业/出海供应链: 国内市场宠粮增长迅速, 多数对美出口供应 Q2 受限

2024 年中国宠物食品市场规模已达 1668 亿元(同比增长 7.54%), 预计 2025 年将突破 1755 亿元。1) 主粮强势引领, 零食分化, 用品稳健。宠物主粮市场最为广阔、同时优势企业增长也最为亮眼, 乖宝宠物主粮收入 18.83 亿元(同比+57.09%), 中宠股份主粮收入 7.93 亿元(同比+85.79%), 成为核心增长引擎。

零食业务基本以出口为主，上半年以来基本保持稳定增长，佩蒂股份出现下滑因出口承担关税、叠加国内销售不在包含代理品牌业务所致。宠物用品从半年报表现来看依旧保持稳健出口增长。**2) 境内自主品牌仍高速扩张，增长强劲。**国内宠物食品市场维持持续增长，带动国产品牌崛起，国内头部宠粮自主品牌近年来高速增长，各大宠物企业自主品牌战略成效显著，618大促推动显著，2025年上半年乖宝、中宠、佩蒂自主品牌均延续了较快增长，乖宝主粮产品结构持续升级，麦富迪旗下霸弗、奶弗系列表现亮眼，高端品牌弗列加特高增长延续。中宠股份上半年境内收入8.57亿元（同比+38.89%），目前顽皮3个系列对应不同客群，卡位不同价格带，25年主推高鲜肉主粮小金盾鲜肉粮，618预售表现突出、是顽皮今年增量的主要来源，从上半年销售情况来看全年目标可破亿。经典系列产品结构占比提升带来营收增量，新品高汤鲜肉在线下渠道实现突破。领先品牌今年以来增长势头不减，下半年将开展与武林外传的联名活动，并会推出年度迭代新品。佩蒂自主品牌爵宴在上半年也实现了较高增长，定位高端，在狗零食，风干粮表现亮眼，同时配合有中端价格带品牌好适嘉，与爵宴形成品牌区隔，狗类产品快速增长，猫产品亏损收窄，下半年将推出更具差异化的猫产品，并基于供应链和渠道优势覆盖爵宴的下沉用户。**3) 境外业务受对美出口关税事件影响较大，更注重全球化产能布局。**出口代工业务因Q2美国加征关税预期影响增速边际下滑，但中宠境外业务在关税压力下仍实现稳健增长，得益在美国、加拿大现有产能布局，将关键性出口订单挪至美国和加拿大工厂进行生产避免潜在关税影响，佩蒂股份则将出口零食订单从国内工厂移至东南亚工厂生产，因短暂性停发货导致出口销售下滑，但公司积极提升东南亚工厂运营效率，在承担部分关税压力下净利率表现出较强韧性。乖宝同样将对美出口订单移至东南亚工厂进行生产，整体发货趋于正常。

下半年自主品牌销售延续积极展望，关税最大影响时期过去，下半年出口业务将有所恢复。中宠股份小金盾系列爆品打造成功，预计下半年国内市场仍将保持高速增长，海外出口业务最大关税压力过去，近期关税政策趋于平缓、且公司墨西哥工厂建成即将投产，从海外产能角度来看，美国工厂技改已于去年年底完成，加拿大二期工厂也将于下半年投产，美国二期工厂或于明年建成，预示着公司进一步深化在美墨加地区的产能布局，形成产地稀缺性与成本可控双重护城河。

佩蒂未来将围绕国内自主品牌、零食代工业务、新西兰主粮业务三大方向进行业务扩展。零食业务借助东南亚产能优势，开拓欧洲、南美洲及美国终端商超客户，促进 OEM 订单增长，同时稳定并提升利润率。佩蒂品牌爵宴新品源力碗（烘焙犬粮）于 8 月底上市，对明年销量增长有较高期待，同时新西兰自主品牌产品预计下半年或明年初进入国内市场，带动主粮业务发展。

图表24：宠物板块主要上市公司业务表现情况

收入 (亿元)	主粮	零食	用品	境内	境外
乖宝宠物	18.83	12.94			
中宠股份	7.83	15.29	1.19	8.57	15.75
佩蒂股份	0.45	6.7			
天元宠物	6.68		7.28	7.79	6.55
源飞宠物	0.77	4.12	2.41	1.72	6.2
依依股份			8.88	0.58	8.3
注：数据条进代表数值大小					
同比增速	主粮	零食	用品	境内	境外
乖宝宠物	57.09%	8.34%		高速增长	预计增速回落
中宠股份	85.79%	6.37%	23.12%	38.89%	17.61%
佩蒂股份	-44.74%	-10.79%		增长	预计下滑承压
天元宠物	16.68%		8.96%	11.89%	17.93%
源飞宠物	55.39%	64.63%	12.75%	136.77%	31.44%
依依股份			9.34%	8.03%	9.43%
注：红色背景色代表同比增长（深浅代表增幅大小）；绿色背景代表同比下滑（深浅代表增幅大小）；黄色背景代表增速下滑					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

保健品代工行业中国市场新老客户接替，海外市场空间广阔，短期对美出口受影响，Q3 预期回暖。仙乐健康 2025 年上半年实现营业收入 20.42 亿元，同比增长 2.6%，归属于上市公司股东的净利润 1.61 亿元，同比增长 4.3%，若剔除美国 BF 子公司亏损部分，其内生业务利润增长更快。中国市场传统保健品品牌客户表现下滑，新消费客户（MCN、跨境、私域、新零售）逆势增长，部分订单推迟至 Q3 确认，预计三季度中国区收入有望进一步恢复。美洲市场因中美关税影响出口略受影响，但仍实现了 4.26% 的增长，美国关税政策暂停将加速订单履行速度，为第三季度出口订单带来乐观预测，对美国本土市场仍保持较好未来展望，欧洲、亚太及新兴市场空间广阔，增长表现亮眼。下半年来看中国新消费市场仍保持快速增长，美国 BF 业务经营面临挑战，通过多项举措提升运营效率争取尽快扭亏为盈，同时考虑寻求外部投资进而剥离出售 C 端业务，后话美国业务结构，提升盈利能力。

图表25: 宠物及出海板块 2025 年半年度财务表现汇总

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
乖宝宠物	32.21	32.72%	3.78	22.55%	3.67	26.46%	42.78%	0.73	21.12%	2.10	11.75%	-0.98
中宠股份	24.32	24.32%	2.03	42.56%	1.99	44.64%	31.38%	3.40	12.22%	1.03	9.16%	1.25
佩蒂股份	7.28	-13.94%	0.79	-19.23%	0.77	-19.19%	31.98%	5.63	7.66%	1.64	11.00%	-0.65
天元宠物	14.35	14.59%	0.37	20.14%	0.30	30.76%	19.43%	3.19	11.05%	2.52	2.22%	-0.25
源飞宠物	7.92	45.52%	0.74	0.37%	0.73	3.50%	21.51%	-0.94	4.25%	1.11	11.49%	-4.28
依依股份	8.88	9.34%	1.02	7.37%	0.90	9.11%	18.97%	0.09	1.85%	0.07	11.50%	-0.21
路斯股份	3.91	11.32%	0.30	-12.07%	0.29	-13.15%	20.86%	-1.49	5.64%	0.47	6.90%	-3.19
仙乐健康	20.42	2.57%	1.61	4.30%	1.59	3.25%	33.18%	1.14	8.67%	0.84	6.67%	-0.15

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表26: 宠物及出海板块 2025 年 Q2 财务表现汇总

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
乖宝宠物	17.41	30.99%	1.74	8.54%	1.69	10.43%	43.82%	1.01	23.93%	3.48	10.00%	-2.06
中宠股份	13.31	23.44%	1.12	29.79%	1.11	32.32%	30.97%	2.89	12.91%	1.07	9.05%	0.73
佩蒂股份	3.99	-13.56%	0.57	1.15%	0.56	1.06%	34.76%	6.75	7.00%	-0.16	14.25%	1.96
天元宠物	8.66	15.61%	0.21	21.08%	0.16	21.09%	19.44%	3.53	11.00%	2.47	2.02%	-0.33
源飞宠物	4.57	53.11%	0.49	30.63%	0.48	29.85%	24.23%	1.82	4.44%	1.00	12.76%	-1.89
依依股份	4.03	-6.05%	0.48	-9.09%	0.40	-15.17%	19.11%	-0.36	1.76%	0.01	11.94%	-0.40
路斯股份	2.07	6.28%	0.14	-32.19%	0.13	-34.67%	20.16%	-3.52	6.10%	0.16	5.75%	-5.17
仙乐健康	10.87	4.66%	0.92	1.13%	0.94	5.46%	33.27%	-0.09	8.08%	0.12	7.34%	-0.56

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

2.8 连锁业态: 注重门店提质增效, 外卖补贴短期增厚单店收入

茶饮行业已从过去的跑马圈地、追求开店速度进入到提质发展阶段, 战略聚焦单店质量、供应链效率和精细化运营, Q2 外卖补贴对单店有一定带动作用。

蜜雪冰城在国内市场净增 6697 家门店, 国内门店总数达到 48281 家,

合计海外 4733 家门店、蜜雪在全球拥有门店数达到 53014 家, 旗下咖啡品牌幸运咖也在今年快速开店, 重点提升产品力以强化差异化优势, 并加速全国门店布局。由于二季度国内市场外卖大战使得消费者尝鲜门槛大大降低, 刺激了国内门店日均订单量, 我们预计蜜雪 Q2 平均单店有较好提升。未来对于蜜雪及其他茶

饮品牌来说，三四线下沉市场依然是开店主要方向，同时出海寻求新市场成为头部品牌的共同选择，但也面临本土化挑战，蜜雪于上半年在海外净关店 162 家、重点调整优化越南和印尼存量门店，目前门店运营效率和质量较年初有显著提升。瑞幸咖啡 2025 年第二季度的业绩延续了高速增长的气势，总净收入同比增长 47.1%，其 GAAP 营业利润同比大幅增长 61.8%，净新开门店 2109 家，截至季度末，全球总门店数已达 26206 家，公司持续加强门店网络布局，提升市场渗透率。星巴克中国区在 2025 年第二季度也表现亮眼，中国市场同店销售额同比增长 2%，~~连续~~实现正增长（其中客单价下滑，交易量增长 6%）。**供应链**

与成本控制成核心壁垒，拥有强大供应链能力的企业能在原材料采购、生产成本、物流效率上建立优势，从而支撑市场扩张策略。蜜雪、瑞幸和古茗凭借强大的规模效应和运营效率，在营收和利润上保持了强劲增长，展现了高质量的盈利能力，霸王茶姬和茶百道则分别因市场开拓前置费用较多和增长瓶颈面临较大压力。展望下半年外卖补贴政策可能褪去，单店将回归理性水平，长期看持续优化单店模型、控制成本、进行有效创新，并成功实现全球化布局的企业更能胜出。

其他连锁业态中卤味仍处于关店提质进程中，但值得关注的是巴比食品（早餐连锁）率先复苏。截至 2025 年 1-6 月，公司期末门店数量 5685 家，新增 1027 家门店，关店 485 家，净增 542 家，上半年开店时间过半、进度过半，全年有望达成开店目标，同时外卖带动效应强劲，单店水平在 Q2 快速修复，并保持了向上增长趋势。公司并不局限于享受外卖补贴带来的增厚效应，积极进行门店升级，一是对小店型进行布局改造（提升烟火气，将蒸包柜移至侧边，售卖场景前移），二是对有条件的门店进行堂食化改造，部分标杆门店改造后对日营业额提升显著。

我们看好月子中心新业态的快速成长，圣贝拉前瞻性布局产康全周期业务板块，并于 25H1 经调净利快速提升。公司月子中心基本盘在 25H1 表现亮眼，海外市场开拓顺利，带动产后修复、家庭护理全周期产后业务快速增长。由于公司上市前财务性损益较多，因此经调净利润更能反映公司利润情况，25H1 经调净利率提升至 8.6%，同比提升 3.8 个百分点。其中管理费用下降 4.4 个百分点至 22.1%，营销费用在收入增长的情况下仍实现下降，毛利率提升叠加费用率优化推动净利润提升。下半年核心发力产后修复、予家、广和堂等高毛利率、强复购力的业务板块，同时在规模效应下，管理费用绝对值保持相对平稳，上市募集资金收益及

上市相关政府补助对下半年利润均有一定贡献，预计 25H2 净利率有望进一步攀升。我们看好公司的轻资产运营模式，在前期供应链/数智化前置投入、品牌口碑积累、标准化管理的竞争优势积累下，公司规模和市占率的持续提升，规模效应下的净利率提升。此外产后业务旨在解决行业痛点，未来增长值得期待。

图表27：连锁板块 2025 年半年度财务表现汇总

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
紫燕食品	14.73	-11.46%	1.05	-47.20%	0.83	-49.28%	22.24%	-2.55	5.86%	0.79	7.35%	-4.60
绝味食品	28.20	-15.57%	1.75	-40.71%	1.33	-52.60%	29.92%	-0.37	10.02%	1.10	5.85%	-2.66
煌上煌	9.84	-7.19%	0.77	26.90%	0.68	40.27%	31.96%	-0.47	10.97%	-3.05	7.79%	2.09
巴比食品	8.35	9.31%	1.32	18.08%	1.01	15.29%	27.01%	0.84	3.96%	-0.73	15.84%	1.05
圣贝拉	4.50	25.64%	0.39	126.1%	/	/	37.62%	3.59	12.04%	-0.61	8.68%	3.8
蜜雪集团	148.75	39.32%	26.93	42.90%	/	/	31.64%	-0.23	6.14%	0.04	18.10%	0.43

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表28：连锁板块 2025 年 Q2 财务表现汇总

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
紫燕食品	9.0893	-6.16%	0.8936	-37.99%	0.78	-37.49%	24.77%	-2.81	5.64%	0.68	10.04%	-4.93
绝味食品	13.1884	-19.80%	0.5543	-57.64%	0.27	-78.08%	28.92%	-1.63	10.39%	0.39	3.78%	-3.81
煌上煌	5.3820	-10.72%	0.3255	16.08%	0.29	30.57%	29.27%	-0.75	11.05%	-2.84	6.12%	1.36
巴比食品	4.6508	13.50%	0.9446	31.42%	0.62	24.28%	28.23%	1.85	3.88%	-0.53	20.45%	2.71

资料来源：iFind，中邮证券研究所

3 风险提示

- 食品安全的风险；
- 行业竞争加剧的风险；
- 需求复苏不及预期的风险；
- 成本波动的风险。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为**包容、开放、尊重、股东满意、员工自豪**的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048