

食品饮料

报告日期：2025 年 09 月 22 日

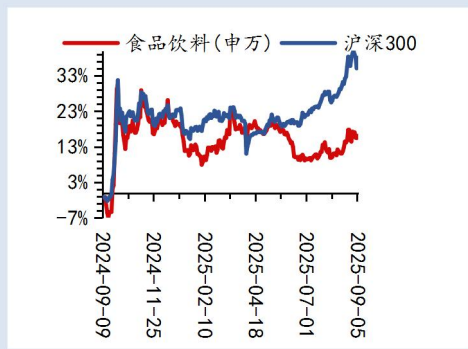
白酒深度调整，大众品龙头优势凸显

——食品饮料行业 2025 年半年报综述

华龙证券研究所

投资评级：推荐（维持）

最近一年走势



分析师：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzq.com

相关阅读

《需求端仍承压，龙头更具韧性——食品饮料行业周报》2025.09.09

《中报圆满收官，关注基本面稳健的标的——食品饮料行业周报》2025.09.01

《白酒持续出清，关注成长板块估值修复——食品饮料行业周报》2025.08.26

摘要：

- **食品饮料板块估值震荡筑底，位于较低位置。**截至 2025 年 9 月 19 日，申万一级食品饮料指数 PE (TTM，整体法) 为 21.9X，申万三级子行业中，市盈率(TTM)分别为白酒(19.2X)、啤酒(21.2X)、调味品 (31.5X)、乳品 (29.8X)、预加工食品 (24.6X)、软饮料 (32.0X)、零食 (38.9X)、烘焙食品 (29.6X)、其他酒类 (63.8X)。白酒中报业绩压力集中释放，大众品零食、乳品、调味品、软饮料板块龙头公司业绩实现稳健增长。提振消费是当前宏观经济政策发力的重心，我们认为在扩大内需的积极政策导向下，食品饮料板块有望迎来复苏，我们维持行业“推荐”评级。
- **白酒：**2025 上半年，白酒上市公司中仅贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、老白干和金徽酒实现营收和归母净利润的正增长。自二季度禁酒令以来，白酒需求端持续承压，短期来看，政策的边际影响有望逐渐收窄，白酒作为前期超跌的板块，预期先行，估值的修复有望先于基本面。建议关注：一是超跌反弹的次高端白酒舍得酒业；二是具备韧性的区域龙头山西汾酒、古井贡酒、今世缘；三是稳健的高端白酒贵州茅台、泸州老窖、五粮液。
- **大众品：【零食】**零食行业受到新品类和新渠道红利催化，2025 一季度主要受到春节错期备货节奏差异的影响，二季度零食板块增速恢复正常，万辰集团、盐津铺子等个股实现了较好的增长。我们认为产品端布局魔芋等品类的公司，渠道端积极拥抱零食量贩和社交电商，以及积极开拓海外市场的公司，后续有望延续较好增速，建议关注盐津铺子。**【啤酒】**营收端，受制于餐饮场景需求疲软等因素影响，2025 年二季度啤酒需求端延续承压态势，整体行业在旺季没有实现加速增长，利润端，受益于原材料价格下降，大多数啤酒上市公司迎来毛利率和净利率提升，龙头维持稳健增长，建议关注青岛啤酒、燕京啤酒。**【乳品】**乳制品需求依然偏弱，2025 二季度乳企营收和利润呈现正增长，下半年伴随产能的加速出清和双节效应，后续板块有望持续修复。龙头乳企领先优势稳固，成人奶粉市占率提升，建议关注伊利股份。**【调味品】**调味品行业营收和归母净利润均呈回暖态势，我们认为主要系 2024Q2 基数较低且龙头表现较好，成本端黄豆等原材料价格同比

下行，利润增速快于收入增速。建议关注海天味业。【软饮料】二季度饮料行业分化加剧，龙头企业东鹏饮料竞争优势进一步凸显，我们认为主因大单品持续放量及功能饮料红利释放；同时，行业竞争加剧，报表端净利率有一定扰动，建议关注龙头东鹏饮料。

- **风险提示：**食品安全风险、消费复苏不及预期风险、成本上行风险、业绩增速不及预期风险、行业竞争加剧风险、第三方数据统计偏差风险。

表：重点关注公司及盈利预测

股票代码	股票简称	2025/09/22	EPS（元）				PE				投资评级
		股价（元）	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
600519.SH	贵州茅台	1453.35	68.64	74.38	80.86	88.39	22.2	19.5	18.0	16.4	增持
600809.SH	山西汾酒	196.00	10.04	10.17	10.88	11.94	18.4	19.3	18.0	16.4	未评级
605499.SH	东鹏饮料	287.85	6.40	8.51	10.88	13.27	38.8	33.8	26.5	21.7	买入
000568.SZ	泸州老窖	133.58	9.18	8.69	9.24	10.08	13.7	15.4	14.4	13.2	未评级
000596.SZ	古井贡酒	158.69	10.44	10.56	11.41	12.64	16.6	15.0	13.9	12.6	未评级
002847.SZ	盐津铺子	68.55	2.36	2.93	3.72	4.45	26.7	23.4	18.4	15.4	买入
600702.SH	舍得酒业	63.25	1.05	1.94	2.32	2.76	63.5	32.6	27.2	22.9	未评级
603369.SH	今世缘	40.10	2.74	2.47	2.65	2.92	16.6	16.2	15.1	13.8	未评级
000858.SZ	五粮液	122.50	8.21	9.33	10.30	9.13	17.1	13.1	11.9	13.4	增持
603288.SH	海天味业	39.51	1.14	1.26	1.40	1.57	40.2	31.4	28.2	25.2	增持
600887.SH	伊利股份	27.55	1.33	1.83	1.99	2.10	22.7	15.1	13.8	13.2	增持
600600.SH	青岛啤酒	66.88	3.19	3.50	3.79	4.06	25.4	19.1	17.7	16.5	未评级
000729.SZ	燕京啤酒	12.06	0.38	0.44	0.52	0.73	32.1	27.4	23.2	16.4	增持

数据来源：iFinD，华龙证券研究所（贵州茅台、海天味业、东鹏饮料盈利预测来自华龙证券研究所；燕京啤酒、五粮液、盐津铺子、伊利股份 2025-2026 年度盈利预测来自华龙证券研究所，2027 年度及其他公司盈利预测来源于 iFinD 一致预期）。

内容目录

1 食品饮料：2025Q2 营收和归母净利润增速进一步趋缓	4
2 子板块：持续分化，龙头更具韧性	5
2.1 白酒：2025 上半年报表端压力持续释放	5
2.2 啤酒：成本红利带来利润改善	7
2.3 零食：二季度零食板块增速恢复正常	9
2.4 软饮料：营收端表现分化，东鹏饮料持续高增	11
2.5 乳品：需求端依然承压，成本红利延续	12
2.6 调味品：2025Q2 业绩持续修复，实现稳健增长	14
2.7 烘焙食品：板块整体承压，分化加剧	16
3 投资建议	17
4 风险提示	19

图目录

图 1：食品饮料行业营收及同比	4
图 2：食品饮料行业归母净利润及同比	4
图 3：申万一级食品饮料指数 PE (TTM)	18

表目录

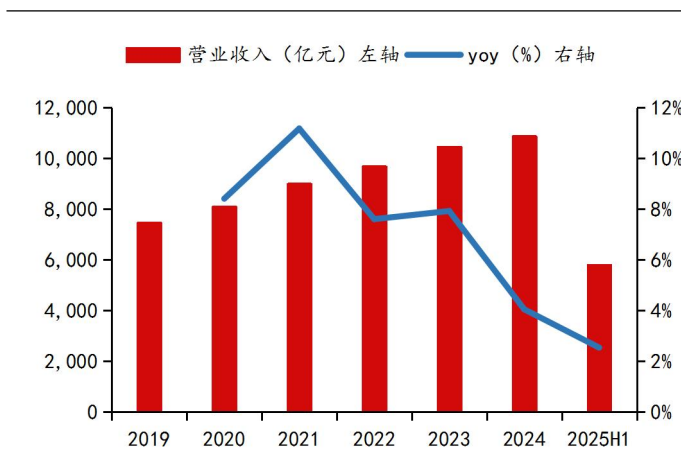
表 1：子行业单季度营收增速 (%)	4
表 2：子行业单季度归母净利润增速 (%)	5
表 3：2025 上半年白酒重点公司财务指标	6
表 4：2025 二季度白酒重点公司财务指标	7
表 5：2025 上半年啤酒重点公司财务指标	8
表 6：2025 年二季度啤酒重点公司财务指标	9
表 7：2025 上半年零食重点公司财务指标	10
表 8：2025 年二季度零食重点公司财务指标	10
表 9：2025 上半年软饮料重点公司财务指标	11
表 10：2025 年二季度软饮料重点公司财务指标	12
表 11：2025 上半年乳品重点公司财务指标	13
表 12：2025 年二季度乳品重点公司财务指标	14
表 13：2025 上半年调味品重点公司财务指标	15
表 14：2025 年二季度调味品重点公司财务指标	15
表 15：2025 上半年烘焙食品重点公司财务指标	17
表 16：2025 年二季度烘焙食品重点公司财务指标	17
表 17：重点关注公司及盈利预测	19

1 食品饮料：2025Q2 营收和归母净利润增速进一步趋缓

2025 上半年，食品饮料行业营收增速明显趋缓，归母净利润小幅下滑，扣非后归母净利润微增。2025 上年度，申万一级食品饮料行业上市公司实现营业收入 5808.54 亿元，同比增长 2.54%；归母净利润 1276.68 亿元，同比下滑 0.60%；扣非后归母净利润 1253.92 亿元，同比微增 1.06%。2025 年单二季度，食品饮料行业营业收入 2541.77 亿元，同比增长 2.36%，归母净利润 460.81 亿元，同比变化-2.10%。

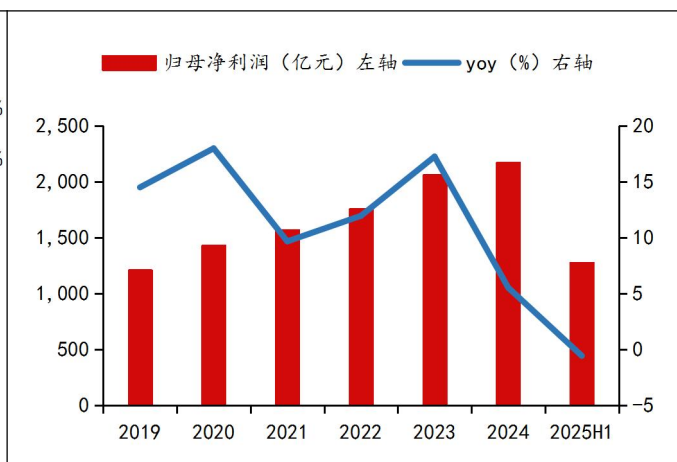
白酒行业处于调整期，乳品、啤酒、软饮料和调味品行业上市公司扣非后归母净利润同比增幅居前。2025 上半年白酒营收同比变化-0.01%，归母净利润同比变化-1.18%，扣非后归母净利润同比变化-1.16%；2025Q2 白酒营收同比变化-5.11%，归母净利润同比变化-7.50%，二季度禁酒令以来，白酒需求下滑，中报业绩承压。大众品方面，2025 上半年，各子板块营收同比实现小幅波动，基本持平，归母净利润啤酒、调味品、软饮料同比增幅居前，扣非后归母净利润乳品、啤酒、软饮料、调味品实现双位数增长，增幅居前；单二季度，零食和软饮料实现营收同比双位数增长，乳品、保健品、软饮料归母净利润同比实现双位数增长，增幅居前。整体来看，2025Q2 零食、软饮料景气度较高，乳品、调味品持续复苏。

图 1：食品饮料行业营收及同比



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

图 2：食品饮料行业归母净利润及同比



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 1：子行业单季度营收增速 (%)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
肉制品	5.32	-2.69	-9.07	-22.13	-8.56	-7.74	0.49	4.98	1.93	3.67
预加工食品	17.01	9.74	6.49	-6.55	2.52	-5.03	-3.35	-1.63	-4.54	0.74
保健品	25.19	9.20	5.76	6.30	-5.98	-4.77	-16.36	-8.75	-14.65	-2.88
白酒Ⅲ	15.85	17.85	15.59	15.02	14.68	10.65	0.52	1.12	1.60	-5.11
啤酒	12.98	8.45	1.81	-3.40	-0.78	-1.63	-3.26	1.47	3.73	1.84
其他酒类	-1.22	28.08	9.29	13.95	-2.41	-2.88	-7.77	-12.38	-4.33	-3.92
软饮料	12.67	16.28	17.09	7.53	14.40	14.37	9.14	12.88	2.41	17.82

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
乳品	6.25	1.98	2.34	-2.28	-3.84	-13.61	-8.87	-5.54	0.15	3.27
零食	-6.92	21.93	40.45	36.64	64.31	50.95	58.02	52.08	30.96	43.02
烘焙食品	8.55	4.47	11.21	10.68	6.14	-0.67	-4.26	-1.13	-0.54	0.07
熟食	6.81	7.29	3.40	0.18	-7.86	-8.11	-10.12	-18.45	-11.84	-13.99
调味发酵品III	5.72	0.91	6.21	-3.64	7.33	4.70	9.55	12.64	3.36	6.08

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 2：子行业单季度归母净利润增速（%）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
肉制品	-1.88	-55.07	-31.21	-126.65	-22.40	86.79	23.43	304.06	7.30	1.41
预加工食品	40.52	-0.29	24.55	-32.27	4.00	-0.38	-29.99	21.29	-3.10	-19.52
保健品	41.37	6.54	1.43	86.60	-18.12	-49.48	-65.36	-195.28	-22.94	36.45
白酒III	19.16	19.68	17.97	18.66	15.75	11.76	2.05	-3.35	2.26	-7.50
啤酒	28.41	17.22	11.95	-24.49	16.27	10.75	-2.05	-13.70	10.89	12.81
其他酒类	28.18	96.59	88.19	144.11	-30.04	-3.16	-44.96	-7.51	-1.58	-28.18
软饮料	41.54	32.93	20.85	-42.56	26.93	27.56	18.24	145.09	-3.82	18.80
乳品	2.07	15.01	44.19	44.12	54.45	-43.59	1.53	-244.89	-17.30	40.62
零食	27.63	-14.87	-10.77	55.36	15.70	5.63	60.18	18.60	-15.44	9.79
烘焙食品	16.84	63.73	28.86	-24.50	5.34	-8.77	-5.88	-24.41	-18.51	-18.56
熟食	42.25	103.07	38.15	-94.17	15.20	5.97	-4.96	-194.68	-28.62	-41.47
调味发酵品III	5.68	-72.31	5.90	263.94	10.87	238.60	15.25	-45.93	7.17	9.13

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2 子板块：持续分化，龙头更具韧性

2.1 白酒：2025 上半年报表端压力持续释放

当前白酒行业处于筑底阶段，上市公司整体营收和归母净利润出现小幅下滑。受政策影响，二季度白酒消费场景减少，动销较大幅度下滑，供给侧，酒企主动调节供给节奏，维持库存良性来匹配需求的变化，酒企报表端增长明显承压。白酒行业在产品 and 市场策略方面正在发生深刻的变化，中报业绩承压，渠道加速出清，建议关注具备较高护城河、产品结构均衡、库存管理健康，有能力抵御风险，穿越行业周期的上市公司。

高端白酒：上半年贵州茅台和五粮液逆势实现稳健增长。2025 上半年高端白酒贵州茅台/五粮液/泸州老窖分别实现营业收入 893.89 亿元/527.71 亿元/164.54 亿元，同比变化+9.10%/+4.19%/-2.67%，归母净利润 454.03 亿元/194.92 亿元/76.63 亿元，同比变化+8.89%/+2.28%/-4.54%，毛利率分别为 91.30%/76.83%/87.09%，同比变化-0.46pct/-0.53pct/-1.48pct；净利率分别为 50.79%/36.94%/46.57%，同比变化-0.10 pct /-0.69pct/-0.91pct。2025Q2 贵州茅台/五粮液/泸州老

窖分别实现营业收入 387.88 亿元/158.31 亿元/71.02 亿元，同比变化 7.28%/0.10%/-7.97%，归母净利润 185.55 亿元/46.32 亿元/30.70 亿元，同比变化 5.25%/-7.58%/-11.10%，毛利率分别为 90.42%/74.69%/87.86%，同比变化 -0.26pct/-0.32pct/-0.95pct；净利率分别为 48.45%/30.11%/43.26%，同比变化-1.04 pct /-2.71pct/-1.69pct，贵州茅台和五粮液持续彰显龙头韧性。

次高端白酒：次高端价格带内部延续分化趋势，山西汾酒业绩实现微增，其他酒企报表端承压。2025 上半年山西汾酒/洋河股份/舍得酒业/水井坊/酒鬼酒分别实现营业收入 239.64 亿元/147.96 亿元 27.01 亿元/14.98 亿元 /5.61 亿元，同比变化 5.35%/-35.32%/-17.41%/-12.84%/-43.54%，归母净利润分别为 85.05 亿元/43.44 亿元 /4.43 亿元 /1.05 亿元 /0.09 亿元，同比变化 1.13%/-45.34%/-24.98%/-56.52%/-92.60%，毛利率分别为 76.65%/75.02%/65.71%/79.26%/68.58%，净利率分别为 35.49%/29.36%/16.41%/7.04%/1.60%，山西汾酒和舍得酒业毛利率、净利率分别小个位数下降，其他酒企下降幅度更大。2025Q2 山西汾酒营收小幅微增 0.45%，归母净利润下滑 13.50%，舍得酒业营收中低个位数下降 3.44%，归母净利润大幅改善，同比增长 139.48%，其他次高端白酒单二季度营收和归母净利润均呈双位数下滑态势。

地产酒：2025 上半年古井贡酒、老白干酒和金徽酒营收和归母净利润实现正增长。2025 年上半年古井贡酒、老白干酒和金徽酒分别实现营业收入 138.80 亿元/24.81 亿元/17.59 亿元，同比增长 0.54%/0.48%/0.31%；归母净利润 36.62 亿元 /3.21 亿元 /2.98 亿元，同比增长 2.49%/5.42%/1.12%，毛利率分别为 79.87%/67.97%/65.65%，同比变化 -0.54pct/2.12pct/0.53pct；净利率分别为 26.38%/ 12.93%/ 16.95%，同比变化 0.50%/0.61%/0.14%，公司净利率小幅提升。2025Q2 老白干酒归母净利润同比微增 0.16%，其他酒企营收和归母净利润同比均有一定下滑。

表 3：2025 上半年白酒重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
贵州茅台	893.89	9.10	454.03	8.89	91.30	-0.46	50.79	-0.10
山西汾酒	239.64	5.35	85.05	1.13	76.65	-0.04	35.49	-1.48
五粮液	527.71	4.19	194.92	2.28	76.83	-0.53	36.94	-0.69
古井贡酒	138.80	0.54	36.62	2.49	79.87	-0.54	26.38	0.50
老白干酒	24.81	0.48	3.21	5.42	67.97	2.12	12.93	0.61
金徽酒	17.59	0.31	2.98	1.12	65.65	0.53	16.95	0.14
泸州老窖	164.54	-2.67	76.63	-4.54	87.09	-1.48	46.57	-0.91
今世缘	69.50	-4.84	22.29	-9.46	73.41	-0.38	32.07	-1.63
天佑德酒	6.74	-11.24	0.51	-35.37	58.66	-0.78	7.64	-2.85
皇台酒业	0.58	-11.85	-0.05	-32.59	64.70	-0.27	-9.12	-3.06
水井坊	14.98	-12.84	1.05	-56.52	79.26	-1.71	7.04	-7.07

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
迎驾贡酒	31.60	-16.89	11.30	-18.19	73.62	0.04	35.76	-0.66
舍得酒业	27.01	-17.41	4.43	-24.98	65.71	-3.73	16.41	-1.66
顺鑫农业	45.93	-19.24	1.73	-59.09	34.36	-1.90	3.76	-3.67
伊力特	10.70	-19.51	1.63	-17.82	49.30	-1.22	15.19	0.31
口子窖	25.31	-20.07	7.15	-24.63	73.07	-2.78	28.25	-1.71
金种子酒	4.84	-27.47	-0.72	-750.54	42.88	-0.59	-14.93	-16.59
洋河股份	147.96	-35.32	43.44	-45.34	75.02	-0.33	29.36	-5.38
酒鬼酒	5.61	-43.54	0.09	-92.60	68.58	-4.77	1.60	-10.58

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 4：2025 二季度白酒重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
贵州茅台	387.88	7.28	185.55	5.25	90.42	-0.26	48.45	-1.04
天佑德酒	2.42	3.92	-0.16	44.15	55.35	3.97	-6.62	5.70
山西汾酒	74.41	0.45	18.57	-13.50	71.88	-3.21	25.10	-4.03
五粮液	158.31	0.10	46.32	-7.58	74.69	-0.32	30.11	-2.71
老白干酒	13.14	-1.95	1.68	0.16	67.42	-1.06	12.82	0.27
舍得酒业	11.25	-3.44	0.97	139.48	60.60	-0.33	8.56	4.92
金徽酒	6.51	-4.02	0.64	-12.78	63.67	-1.01	9.21	-1.53
泸州老窖	71.02	-7.97	30.70	-11.10	87.86	-0.95	43.26	-1.69
古井贡酒	47.34	-14.23	13.32	-11.63	80.24	-0.26	29.33	1.19
顺鑫农业	13.34	-18.12	-1.09	-290.89	28.38	-5.66	-7.86	-6.27
迎驾贡酒	11.13	-24.13	3.02	-35.20	68.33	-2.82	27.12	-4.83
金种子酒	1.88	-24.16	-0.33	-408.17	44.75	3.05	-17.74	-15.13
今世缘	18.52	-29.69	5.85	-37.06	72.81	-0.21	31.57	-3.69
水井坊	5.39	-31.37	-0.85	-251.25	74.42	-7.13	-15.75	-22.90
皇台酒业	0.19	-34.59	-0.09	-79.73	59.98	-5.35	-45.32	-28.52
洋河股份	37.29	-43.67	7.07	-62.66	73.32	-0.35	18.84	-9.78
伊力特	2.75	-44.86	0.18	-52.75	50.84	2.61	6.80	-1.24
口子窖	7.21	-48.48	1.05	-70.91	65.18	-9.86	14.51	-11.18
酒鬼酒	2.17	-56.57	-0.23	-147.77	65.20	-10.39	-10.47	-20.00

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.2 啤酒：成本红利带来利润改善

2025 上半年需求保持稳健，成本红利利润提升显著。2025 上半年啤酒板块实现营收 417.32 亿元，同比微增 0.03%，归母净利润 65.38 亿元，同比增长 12.06%；扣非后归母净利润 61.42 亿元，同比增长 10.77%。2025Q2 啤酒板块营收同比增长 1.84%，归母净利润同比增长 12.81%，利润增幅大

于收入，我们认为主因成本红利延续以及啤酒企业降本增效，严格管控费用所致。

青岛啤酒：2025 上半年公司实现营收 204.91 亿元，同比增长 2.11%；归母净利润 39.04 亿元，同比增长 7.21%，毛利率 43.70%，同比提升 2.09pct，净利率 19.05%，同比提升 0.91pct；2025Q2 公司实现营收 100.46 亿元，同比增长 1.28%，归母净利润 21.94 亿元，同比增长 7.32%，毛利率 45.84%，同比提升 3.05pct，净利率 22.26 亿元，同比增长 1.11pct。公司继续推进实施“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒全国性第二品牌”的品牌战略，聚焦体育营销和音乐营销积极开展品牌推广和产品营销活动，通过多场景营销实践提升消费者体验及强化消费者互动，品牌和产品竞争力持续提升。公司加速培育大单品及创新品类产品，持续推进品牌优化和产品结构提升，加快青岛主品牌“1+1+1+2+N”产品组合发展，其中经典系、青岛白啤、高端生啤 1L 铝瓶及超高端产品销量均保持稳健增长，2025 上半年，青岛啤酒主品牌共实现产品销量 271.3 万千升，同比增长 3.9%，其中，中高端以上产品实现销量 199.2 万千升，同比增长 5.1%。

燕京啤酒：2025 上半年公司实现营收 85.58 亿元，同比增长 6.37%，实现归母净利润 11.03 亿元，同比增长 45.45%，毛利率 45.50%，同比提升 2.14pct，净利率 12.89%，同比提升 3.46pct。2025Q2 公司实现营收 47.31 亿元，同比提升 6.11%，扣非后归母净利润 9.38 亿元，同比提升 43.00%，毛利率 47.70%，同比下降 0.64pct，净利率 22.03%，同比提升 5.37pct。公司营收规模持续扩大，盈利水平显著增长。在产品端，公司大力实施大单品营销战略，形成以燕京 U8、燕京 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。同时，公司推行“啤酒+饮料”组合营销，落地多元化战略，产品矩阵不断优化，打造立体化市场布局。在营销策略方面，公司通过文化 IP 打造、线上线下融合推广及数字化转型，构建全渠道营销矩阵，不断提升品牌影响力。

珠江啤酒：2025 上半年公司实现营收 31.98 亿元，同比+7.09%；归母净利 6.12 亿元，同比+22.51%，毛利率 51.85%，同比提升 2.81pct，净利率 19.15%，同比提升 2.41pct。2025Q2 公司实现营收 19.71 亿元，同比+4.96%，归母净利润 4.55 亿元，同比+20.18%，毛利率 56.11%，同比提升 3.00pct，净利率 23.35%，同比提升 2.87pct。2025 年上半年，公司优化升级产品结构，高档啤酒产品销量同比增长 14.16%。渠道方面，持续发力新零售精准营销，与绝味鸭脖联名定制 3 款文创罐，推动产品价值延伸，展望 2025 全年，公司增长势能有望延续。

表 5：2025 上半年啤酒重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
青岛啤酒	204.91	2.11	39.04	7.21	43.70	2.09	19.05	0.91
重庆啤酒	88.39	-0.24	8.65	-4.03	49.83	0.62	9.79	-0.39
燕京啤酒	85.58	6.37	11.03	45.45	45.50	2.14	12.89	3.46

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
珠江啤酒	31.98	7.09	6.12	22.51	51.85	2.81	19.15	2.41
惠泉啤酒	3.51	1.03	0.40	25.52	35.04	1.47	11.26	2.20

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 6：2025 年二季度啤酒重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
青岛啤酒	100.46	1.28	21.94	7.32	45.84	3.05	22.26	1.11
燕京啤酒	47.31	6.11	9.38	43.00	47.70	-0.64	22.03	5.37
重庆啤酒	44.84	-1.84	3.92	-12.70	51.21	0.75	17.54	-2.17
珠江啤酒	19.71	4.96	4.55	20.18	56.11	3.00	23.35	2.87
惠泉啤酒	2.10	1.49	0.33	25.86	37.06	1.49	15.87	3.06

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.3 零食：二季度零食板块增速恢复正常

2025Q2 零食板块营收和归母净利润增速环比一季度明显改善。2025 上半年零食板块实现营业收入 429.78 亿元，同比增长 0.36%；归母净利润 12.10 亿元，同比下滑 10.12%；扣非后归母净利润 9.59 亿元，同比下滑 11.33%。单二季度来看，零食板块实现营收增速 43.02%，归母净利润增速 9.79%，二季度零食板块增速恢复正常，我们预计上半年净利润增速下滑主因一季度春节错期造成备货节奏差异，一季度同比下滑较多。

盐津铺子：2025 上半年公司营业收入 29.41 亿元，同比+19.58%，归母净利润 3.73 亿元，同比+16.70%。25Q2 公司营业收入 14.03 亿元，同比+13.54%，归母净利润为 1.95 亿元，同比+21.75%。2025 上半年，公司进一步聚焦战略核心产品，“大魔王”麻酱味素毛肚凭借健康、差异化创新等属性，保持叫快速增长，单月销售额增长亮眼，2025 上半年，休闲魔芋制品实现营收 7.91 亿元，同比增长 155.10%。渠道方面，“大魔王”麻酱味素毛肚在定量流通渠道、零食渠道、高势能会员（新商超）渠道、电商渠道等主要渠道销售表现较好，海外和散装渠道业贡献了部分增量，同时，公司依托控股股东的上游布局，具备一定的成本优势。

有友食品：2025 上半年，公司聚焦核心品类深耕与渠道效能提升，实现业绩高质量增长。2025 年 1-6 月，公司实现营业收入 7.71 亿元，同比增长 45.59%；实现归母净利润 1.08 亿元，同比增长 42.47%；实现扣非后归母净利润 0.93 亿元，同比增长 52.51%，主营业务盈利能力提升；实现经营活动产生的现金流量净额 1.39 亿元，同比增长 15.22%。市场拓展方面，公司持续深耕核心市场，同时积极开拓新兴区域，通过会员制商超、零食量贩及线上电商等多渠道协同发力，推动全渠道销售占比持续提升。产品创新上，在巩固泡椒凤爪核心单品细分市场龙头地位的基础上，加大肉类零食、素食产品迭代力度，同步推进新口味、新包装研发上市，以多

元化供给响应消费升级需求，产品矩阵不断丰富，为长期发展奠定较好基础。

万辰集团:2025 上半年,公司实现营业收入 225.83 亿元,同比+106.89%;归母净利润 4.72 亿元,同比增长 50358.80%。Q2 实现营业收入 117.62 亿元,同比+93.29%;归母净利润 2.57 亿元,扭亏为盈。公司已经形成覆盖水饮、乳制品、冲调饮品、膨化食品、烘焙糕点、糖果巧克力、果冻、肉类零食、坚果炒货、方便速食、果干蜜饯、素食山珍等 12 大核心品类的产品组合,涵盖各类国内国际头部品牌以及地方性特色品牌;整体 SKU 数量超过 2,000 个,充分满足不同消费者群体的多元化食品需求。2025 上半年,公司量贩零食业务实现营业收入 223.45 亿元,同比增长 109.33%;加回计提的股份支付费用后实现净利润 9.56 亿元,经营效益和利润水平稳步提升。截至 6 月 30 日,公司量贩零食门店网络遍布江苏省、安徽省、浙江省等 29 个省(自治区、直辖市),共计 15,365 家门店,规模化优势进一步增强;旗下“好想来品牌零食”是行业首个门店数量过万的品牌,已成为全国知名连锁品牌。

表 7: 2025 上半年零食重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
万辰集团	225.83	106.89	4.72	50,358.80	11.41	0.89	2.09	2.08
三只松鼠	54.78	7.94	1.38	-52.22	25.08	-0.77	2.53	-3.18
盐津铺子	29.41	19.58	3.73	16.70	29.66	-2.87	12.67	-0.31
良品铺子	28.29	-27.21	-0.94	-491.59	24.42	-1.97	-3.31	-3.92
洽洽食品	27.52	-5.05	0.89	-73.68	20.31	-8.10	3.22	-8.40
来伊份	19.40	8.21	-0.51	-439.60	32.61	-8.67	-2.61	-3.45
劲仔食品	11.24	-0.50	1.12	-21.86	29.45	-0.96	9.96	-2.72
甘源食品	9.45	-9.34	0.75	-55.20	33.61	-1.34	7.89	-8.08
黑芝麻	9.28	-4.65	0.08	-29.26	22.01	0.82	0.84	-0.29
友友食品	7.71	45.59	1.08	42.47	27.57	-3.27	14.07	-0.31
好想你	6.89	-15.64	-0.20	45.25	29.50	4.76	-2.88	1.56

数据来源: iFinD、华龙证券研究所

表 8: 2025 年二季度零食重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
万辰集团	117.62	93.29	2.57	4,940.33	11.76	0.66	4.10	2.87
三只松鼠	17.54	22.77	-1.01	-441.41	21.57	-0.33	-5.87	-4.57
盐津铺子	14.03	13.54	1.95	21.75	30.97	-1.98	13.79	0.79
洽洽食品	11.81	9.69	0.11	-88.17	21.42	-3.56	0.99	-7.94
良品铺子	10.97	-23.57	-0.57	-48.75	24.07	-2.26	-5.27	-2.54
来伊份	8.92	21.92	-0.63	-36.07	30.21	-10.73	-6.58	0.13
劲仔食品	5.29	-10.37	0.44	-36.27	28.93	-1.83	8.42	-3.55
黑芝麻	4.86	-5.46	0.06	-29.12	23.93	1.96	2.26	0.31

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
甘源食品	4.41	-3.37	0.22	-70.96	32.79	-1.58	4.90	-11.58
有友食品	3.88	52.45	0.58	77.03	28.04	-2.16	14.99	2.08
好想你	2.76	-14.42	-0.60	-22.15	22.81	5.19	-21.56	-6.30

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.4 软饮料：营收端表现分化，东鹏饮料持续高增

二季度高温天气，行业迎来旺季，整体延续较高景气度，龙头表现居前，其他个股受大单品需求偏弱影响收入端承压。2025 上半年，软饮料板块实现营业收入 191.96 亿元，同比增长 0.09%，归母净利润 35.38 亿元，同比增长 4.89%，扣非后归母净利润 32.68 亿元，同比增长 10.28%，单 2025 二季度来看，软饮料板块实现营收同比增长 17.82%，归母净利润同比增长 18.80%，行业动销持续改善。头部企业具备优秀的大单品、品牌打造能力和渠道管理能力，有望延续高势能。

东鹏饮料：公司持续以核心产品东鹏特饮为载体深耕全国市场，同步通过双向升级满足多元化需求：一方面聚焦功能迭代，以适配健康化趋势，或针对特定人群推出低糖/无糖版本锚定细分需求；另一方面推进包装创新增强产品与用户的情感连接。营销端，构建“场景渗透+精准触达+品牌破圈+全渠联动”的立体体系，以“更精准的功能、更有温度的场景、更高效的触达”，实现从“全国覆盖”到“深度渗透”的进阶。“补水啦”作为公司的第二增长曲线，公司规划通过立体多矩阵营销场景构建、加强代言人合作及体育赞助等活动推动其增长。公司还布局了果汁茶品类，果汁茶聚焦“真材实料+清爽口感”，采用优质原果榨汁与精选茶叶萃取融合，既保留果汁的天然果香，又兼具茶底的清爽回甘，同时控糖减甜适配当代消费者对健康饮品的需求。2025 年启动全国售卖后，公司将依托已有的全国渠道网络（包括便利店、商超及线上电商平台），结合果汁茶“佐餐、下午茶、户外休闲”等核心消费场景，通过精准营销与场景化陈列强化渗透，未来，果汁茶有望成为公司新的增长点。

表 9：2025 上半年软饮料重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
东鹏饮料	107.37	36.37	23.75	37.22	45.15	0.55	22.12	0.14
养元饮品	24.65	-16.19	7.44	-27.76	45.65	-1.34	30.17	-4.83
维维股份	15.21	-12.76	1.20	-20.14	24.68	3.70	7.91	-0.73
承德露露	13.84	-15.30	2.58	-11.97	45.99	4.19	18.67	0.71
香飘飘	10.35	-12.21	-0.97	-230.13	29.36	-1.22	-9.41	-6.91
欢乐家	7.48	-20.90	0.19	-77.50	29.52	-6.33	2.48	-6.24
泉阳泉	6.84	13.91	0.23	13.50	37.04	1.70	3.43	-0.01
李子园	6.21	-8.53	0.96	1.05	39.86	1.60	15.47	1.47

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 10：2025 年二季度软饮料重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
东鹏饮料	58.89	34.10	13.95	30.75	45.70	-0.35	23.68	-0.61
维维股份	6.68	5.32	0.49	105.76	24.62	-4.02	7.30	3.57
养元饮品	6.06	-3.18	1.02	-32.46	43.92	-2.37	16.81	-7.29
香飘飘	4.55	0.18	-0.79	-43.69	27.02	1.31	-17.32	-5.23
承德露露	3.82	-6.10	0.43	-9.00	40.48	4.45	11.23	-0.34
泉阳泉	3.77	2.61	0.18	-30.30	39.80	-0.33	8.83	-2.13
李子园	3.01	-12.64	0.30	-21.51	36.70	-1.62	9.94	-1.12
欢乐家	2.99	-24.23	-0.16	-4,367.91	26.73	-5.14	-5.26	-5.35

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.5 乳品：需求端依然承压，成本红利延续

2025Q2 乳品板块整体需求端依然承压，成本红利延续。2025 上半年乳品板块实现营收 964.03 亿元，同比增长 0.02%，归母净利润 83.27 亿元，同比下滑 3.04%，扣非后归母净利润 81.56 亿元，同比增长 27.04%。单 2025 二季度，乳品板块营收同比增长 3.27%，归母净利润同比增长 40.62%。行业内上市公司分化加剧，2025 年二季度，伊利股份和新乳业收入端边际改善明显。原奶价格仍处于历史较低位置，供给阶段性过剩延续，企业具备成本红利。

伊利股份：公司 2025Q2 边际改善显著，2025Q2 公司实现营收 288.38 亿元，同比提升 5.90%，归母净利润 23.26 亿元，同比提升 44.65%，毛利率提升 0.61pct，净利率提升 2.00pct。2025 上半年，公司积极调整液奶的经营策略，一方面，持续进行创新，在高端奶和功能性乳制品方面，通过创新性的产品满足消费者对品质和细分功能的需求；同时，公司在一些封闭渠道，推出一些高质价比的产品，让更多消费者享受到牛奶的营养与健康，培养更多消费者的饮奶习惯。除液奶外，其他各项业务实现了均衡发展。下半年，公司会继续以维护渠道健康为前提，满足消费者多元化的需求为驱动，液奶品类有望实现比行业更好的恢复；其他各项业务，有望继续保持上半年的增长势头。目前，新零售渠道已经成为拉动公司收入增长的重要引擎，以液奶为例，包含电商、会员连锁、零食折扣、即时零售、社区团购、私域等在内的新零售渠道收入占比已接近 30%。公司顺应消费趋势，积极地寻找更多的增量机会，在夯实线下渠道优势的基础上，持续发力新兴渠道业务，如内容电商、会员连锁、零食折扣、即时零售、社区团购、私域等。通过不断推出新规格、口味和包装的产品以及定制化产品，适配不同的渠道需求，改善渠道盈利水平。公司婴幼儿奶粉业务在 2025 年上半年表现较好，“伊利”婴幼儿奶粉零售额实现双位数增长。尼尔森与星图第三方零研数据综合显示，上半年，公司整体婴幼儿牛奶粉和羊奶粉

零售额市场份额达到 18.1%，较上年同期提升 1.3 个百分点，跃居全国零售额市场份额第一。其中，公司羊奶粉市场份额达到 34.4%，较上年同期提升 3.0 个百分点。上半年，公司海外业务实现了较好的增长；其中，公司海外业务的主要品类冷饮业务营收增长率为 14.4%，婴幼儿羊奶粉业务营收增长率为 65.7%，体现出公司在海外市场的发展潜力。

妙可蓝多：B 端表现亮眼，净利率同比改善。2025 年上半年，公司依据三年发展战略和年度经营规划，通过 TOB 和 TOC 双轮驱动战略的实施，积极部署推动一系列经营举措，实现营业收入 256,716.44 万元，其中奶酪业务持续向好、同比增长 14.85%。同时，公司同步推动“极致成本”战略落实各项降本增效措施，报告期内实现归属于上市公司股东的净利润 13,297.01 万元，较上年同期增长 86.27%，实现扣非后归母净利润 10,244.93 万元，较上年同期大幅增长 80.10%。根据 Worldpanel 消费者指数，公司奶酪市场占有率持续稳居行业第一。今年奶酪行业较去年有所回暖，渠道渗透率持续提升，越来越多的消费者开始接受奶酪和含乳脂产品，如烘焙、披萨、奶茶等。未来，随着消费者对奶酪营养意识的持续提升，饮食结构逐步的多元化，无论 C 端还是 B 端，都有较好的增长空间。

新乳业：业绩增速亮眼，盈利能力持续提升。2025 上半年，公司实现营收 55.26 亿元，同比增长 3.01%；归母净利润 3.97 亿元，同比增长 33.76%；扣非后归母净利润 4.11 亿元，同比增长 31.17%；净利率 7.40%，同比提升 1.72pct。2025 年上半年，公司产品结构优化带来毛利率的提升，公司低温品类销售收入同比增长超过 10%。作为区域性乳制品企业龙头，公司坚持“鲜立方战略”和以“鲜价值”为核心的产品策略——聚焦低温鲜奶与低温特色酸奶两大主导品类，持续重视紧贴消费需求的产品创新，着力培育战略级产品矩阵；渠道端以 DTC 模式为重要增长引擎，主动顺应渠道变革趋势，推动线上线下深度融合；坚持“分布经营、区域深耕”的发展策略，深耕核心市场、夯实区域根基，通过强化各区域市场的渗透深度与覆盖密度，稳步提升品牌影响力与市场份额。

表 11：2025 上半年乳品重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
伊利股份	617.77	3.49	72.00	-4.39	36.05	1.26	11.66	-0.96
光明乳业	124.72	-1.90	2.17	-22.53	18.85	-0.98	1.74	-0.46
新乳业	55.26	3.01	3.97	33.76	30.02	0.79	7.18	1.65
三元股份	33.31	-13.77	1.83	43.33	24.55	-0.57	5.49	2.16
妙可蓝多	25.67	7.98	1.33	86.27	30.81	-3.76	5.18	1.19
一鸣食品	14.01	2.12	0.32	21.73	28.85	-1.17	2.30	0.37
天润乳业	13.95	-3.30	-0.22	21.68	16.87	-0.43	-1.57	0.37
贝因美	13.55	-4.37	0.74	43.68	45.27	3.45	5.46	1.83
佳禾食品	11.85	10.43	0.12	-82.10	12.39	-5.46	1.05	-5.42
皇氏集团	9.05	-13.07	-0.06	-549.66	26.43	1.23	-0.64	-0.76
均瑶健康	7.66	1.38	0.07	-78.52	32.55	2.66	0.97	-3.62

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
燕塘乳业	7.65	-10.26	0.35	-37.91	26.03	0.08	4.57	-2.03
骑士乳业	6.68	41.18	0.16	-54.16	13.96	-11.60	2.45	-5.10
海融科技	5.12	-1.33	0.03	-95.42	26.04	-11.67	0.62	-12.75
庄园牧场	4.21	-1.31	-0.28	68.50	21.01	13.69	-6.58	14.03
西部牧业	3.96	-12.45	-0.44	-26.48	8.42	-2.78	-11.01	-3.39
品渥食品	3.71	-8.69	0.13	181.65	17.20	-2.93	3.63	7.68
熊猫乳品	3.53	-2.16	0.41	-12.76	26.30	-1.16	11.73	-1.42
阳光乳业	2.37	-7.03	0.60	8.27	39.87	3.36	25.29	3.57

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 12：2025 年二季度乳品重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
伊利股份	288.38	5.90	23.26	44.65	34.19	0.61	7.92	2.00
光明乳业	61.04	-3.06	0.76	-29.49	19.06	-0.97	1.30	0.05
新乳业	29.01	5.46	2.63	27.37	30.49	1.40	9.36	1.67
三元股份	16.84	-7.38	0.95	73.05	24.74	-1.86	5.40	2.11
妙可蓝多	13.34	9.62	0.51	53.06	30.18	-5.83	3.79	0.14
天润乳业	7.71	-3.94	0.51	258.54	18.68	0.70	6.28	11.62
一鸣食品	7.47	2.45	0.19	17.45	28.76	-0.74	2.53	0.32
贝因美	6.27	-9.94	0.31	6.07	44.99	5.78	5.53	0.87
佳禾食品	6.15	15.48	0.09	-64.06	12.73	-5.02	1.64	-2.87
皇氏集团	4.59	-18.33	-0.11	-194.97	25.26	-1.51	-2.46	-2.45
燕塘乳业	4.31	-9.01	0.26	-34.59	27.46	0.20	6.19	-2.33
均瑶健康	3.65	1.36	-0.03	-139.95	32.11	1.80	-1.85	-4.51
骑士乳业	2.98	26.40	0.06	-68.81	18.06	-3.26	1.04	-7.88
海融科技	2.72	2.75	-0.04	-112.18	23.76	-13.64	-1.51	-14.11
庄园牧场	2.10	4.64	-0.02	96.02	22.09	16.41	-0.81	20.88
西部牧业	2.09	-3.23	-0.34	-11.86	9.08	3.85	-12.93	0.91
品渥食品	1.94	-1.97	0.08	162.99	15.91	-2.73	3.88	9.93
熊猫乳品	1.83	4.27	0.28	33.18	27.46	1.48	14.84	3.15
阳光乳业	1.32	-9.59	0.38	11.90	43.27	5.42	28.49	4.41

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.6 调味品：2025Q2 业绩持续修复，实现稳健增长

调味品板块持续复苏，业绩改善明显。2025 上半年，调味品板块实现营收 354.06 亿元，同比增长 0.05%，归母净利润 63.41 亿元，同比增长 8.01%，扣非后归母净利润 61.06 亿元，同比增长 10.08%。单二季度来看，调味品板块实现营收增速 6.08%，归母净利润增速 9.13%，增长明显回暖，我们认

为主因一是 2024Q2 行业低基数，二是黄豆等原材料价格回落，成本红利带来利润端改善。

海天味业：逆势业绩实现增长，彰显行业龙头韧性。2025 年上半年，公司实现营业收入 152.3 亿元，同比增长 7.59%，调味品业务收入 145.6 亿元，同比增长 10.45%，归属于上市公司股东的净利润 39.1 亿元，同比增长 13.35%。公司的酱油、蚝油和酱料等核心品类均实现稳健增长。公司坚持打造最具质价比的产品和服务，加快做深做细渠道，满足消费者更多元、更健康、更细分的需求，把握不同细分市场的发展机遇。公司洞察市场需求，在满足经典调味品需求的同时，不断打造有机、薄盐等营养健康系列产品、凉拌汁等一汁成菜系列产品等大单品，满足消费者的不同需求。公司稳健推进国际化战略，加速海天经验向国际市场，以进一步提升服务全球用户的能力，并打开新的发展空间。公司着眼于体系化综合竞争力的提升，借力规模优势，继续围绕“质量和效率”强化极致供应链的打造，构筑更为长期的竞争壁垒。

表 13：2025 上半年调味品重点公司财务指标

	营业收入亿 元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
海天味业	152.30	7.59	39.14	13.35	40.12	3.26	25.70	1.31
安琪酵母	78.99	10.10	7.99	15.66	26.09	1.80	10.12	0.49
中炬高新	21.32	-18.58	2.57	-26.56	39.05	2.42	12.05	-1.31
莲花控股	16.21	32.68	1.61	60.01	28.19	4.88	9.96	1.70
天味食品	13.91	-5.24	1.90	-23.01	38.70	-0.86	13.66	-3.16
宝立食品	13.80	8.39	1.17	7.53	33.68	1.61	8.45	-0.07
千禾味业	13.18	-17.07	1.73	-30.81	36.58	0.97	13.16	-2.61
涪陵榨菜	13.13	0.51	4.41	-1.66	54.15	3.29	33.57	-0.74
恒顺醋业	11.25	12.03	1.11	18.07	38.41	1.86	9.83	0.50
仲景食品	5.24	-2.50	1.01	0.29	45.04	1.27	19.17	0.53
安记食品	3.09	8.54	0.14	58.61	14.28	-0.30	4.46	1.41
日辰股份	2.04	8.63	0.35	22.64	38.27	0.11	17.30	1.98
佳隆股份	1.21	1.59	0.09	15.28	31.73	2.68	7.81	0.93
朱老六	1.07	-1.45	0.11	-5.12	23.98	-2.83	10.28	-0.40

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 14：2025 年二季度调味品重点公司财务指标

	营业收入亿 元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
海天味业	69.15	7.00	17.12	11.57	40.21	3.88	24.80	1.01
安琪酵母	41.05	11.19	4.29	15.35	26.19	2.27	10.82	0.56
中炬高新	10.30	-9.11	0.76	-31.57	39.39	3.22	7.38	-3.52
莲花控股	8.27	28.13	0.60	16.92	25.81	3.55	6.76	-1.28
天味食品	7.49	21.93	1.15	62.72	36.96	3.63	16.42	4.00
宝立食品	7.11	9.54	0.58	22.45	34.68	2.58	9.22	0.57

	营业收入亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
涪陵榨菜	6.00	7.59	1.68	-4.59	52.00	2.82	28.09	-3.59
恒顺醋业	4.99	-8.22	0.54	40.61	42.06	9.60	10.76	3.86
千禾味业	4.87	-29.86	0.13	-86.66	32.64	-2.52	2.62	-11.15
仲景食品	2.48	-6.19	0.52	5.56	44.06	1.06	21.05	2.34
安记食品	1.62	12.01	0.08	282.27	15.07	1.69	4.66	3.29
日辰股份	1.02	6.85	0.18	11.04	37.35	-0.71	17.19	0.65
佳隆股份	0.67	4.45	0.07	14.09	34.98	3.31	10.27	1.82
朱老六	0.46	41.70	0.03	1,007.88	21.35	-1.76	6.29	7.27

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.7 烘焙食品：板块整体承压，分化加剧

申万一级烘焙食品板块整体承压。2025 上半年烘焙食品板块实现营收 110.26 亿元，同比持平，归母净利润 5.95 亿元，同比下滑 18.53%，扣非后归母净利润 5.21 亿元，同比下滑 23.16%。单 2025 年二季度，板块实现营收同比增长 0.07%，归母净利润同比下滑 18.56%，板块营收和利润均承压，立高食品和西麦食品业绩表现优于行业整体。

立高食品：收入利润稳步提升。2025Q2，公司实现销售收入 10.24 亿元，同比增长 18.40%，实现归母净利润 8,239 万元，同比增长 40.84%。2025 年二季度烘焙食品原料收入占比超过 50%，同比增长近 45%，其中 UHT 系列奶油产品保持上市以来较好的增长趋势，带动二季度公司奶油板块增长近 40%。分渠道看，上半年流通渠道收入占比接近 50%，同比基本持平，主要是烘焙行业渠道多元化发展，传统流通渠道受到新渠道分流的影响仍在持续。商超渠道收入占比约 30%，同比增长近 30%，主要是公司在核心商超客户上新的多款新品取得良好的销售表现；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%，渠道结构占比进一步提升，主要得益于公司把握烘焙消费渠道多元化的趋势，向烘焙创新渠道针对性调整营销组织架构并投入更多资源。烘焙食品原料和创新渠道共同驱动公司实现较好增长。

西麦食品：2025 上半年公司实现营收 11.49 亿元，同比增长 18.07%，扣非后归母净利润 7,776.61 万元，同比增长 24.24%，公司盈利水平提升，核心竞争能力进一步夯实。复合燕麦是公司近年来的主要增长引擎，公司持续推出复合新品，今年新推出药食同源系列粉、七白八珍麦片等，符合消费者中式养生需求，销售情况良好，并且复合燕麦毛利率较高，带动公司整体毛利率有了一定提升。公司积极的拥抱新渠道，与即时零食渠道、山姆会员店等开展合作，2025 上半年，公司新设立百瑞吉公司，专注于礼品渠道，开拓高端礼品市场。公司组建国际业务中心，设立了境外公司西麦国际澳洲有限公司，为后续工作的开展奠定基础。公司携两大全新国际品牌——国际西麦（SEAMILD）与威廉姆斯食阁（WILLIAMS' PANTRY）产品参加了海外大型国际行业展会，提高了品牌的海外曝光度，拓展了海外客户，

目前，公司海外业务仍处于探索和培育阶段，后续有望为公司带来新的增长空间。

表 15：2025 上半年烘焙食品重点公司财务指标

	营业收入亿 元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
桃李面包	26.11	-13.55	2.04	-29.70	22.98	-1.18	7.81	-1.79
立高食品	20.70	16.20	1.71	26.24	30.35	-2.25	8.25	0.66
广州酒家	19.91	4.16	0.39	-33.11	23.78	-2.09	1.96	-1.09
南侨食品	15.55	-0.69	0.36	-72.00	19.91	-6.31	2.31	-5.89
西麦食品	11.49	18.07	0.81	22.46	43.59	1.07	7.09	0.25
元祖股份	8.29	-13.71	0.01	-96.26	61.55	-0.22	0.15	-3.29
麦趣尔	2.94	-4.49	0.02	102.40	25.32	10.74	0.53	21.42
青岛食品	2.77	5.46	0.65	7.81	41.06	3.49	23.41	0.51
桂发祥	2.49	-7.03	-0.04	-117.25	44.09	-1.22	-1.57	-10.05

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 16：2025 年二季度烘焙食品重点公司财务指标

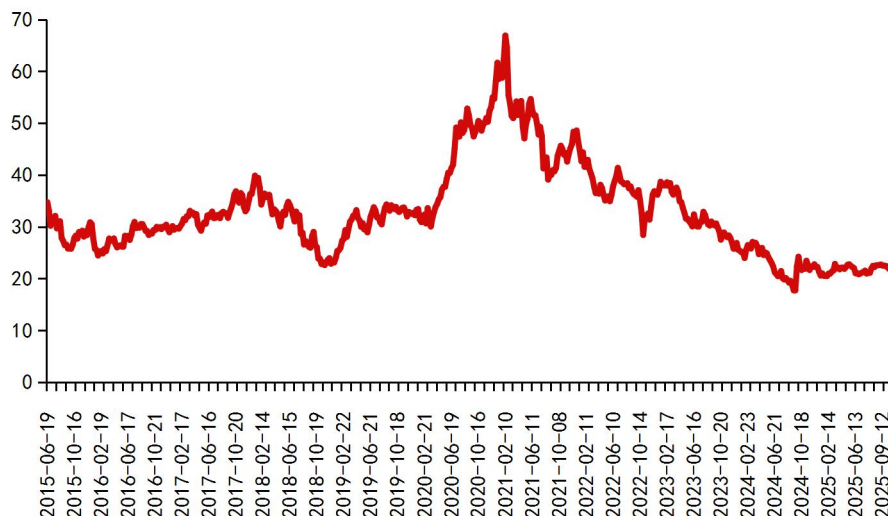
	营业收入亿 元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
桃李面包	14.10	-12.99	1.20	-31.44	23.83	-1.23	8.49	-2.28
立高食品	10.24	18.40	0.82	40.84	30.72	-1.89	7.90	1.25
广州酒家	9.45	5.09	-0.12	3.40	22.03	0.61	-0.84	-0.11
南侨食品	7.65	-3.24	0.07	-86.49	18.95	-6.51	0.91	-5.64
西麦食品	4.93	21.04	0.27	25.16	43.50	2.64	5.54	0.29
元祖股份	4.91	-8.97	0.26	-36.60	61.54	-0.77	5.34	-2.34
麦趣尔	1.46	-5.86	0.01	102.60	22.64	8.52	0.64	21.85
青岛食品	1.42	8.77	0.35	11.50	43.17	2.70	24.69	0.60
桂发祥	1.03	-4.45	-0.11	-362.73	44.66	-0.23	-10.28	-14.02

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

3 投资建议

食品饮料板块估值震荡筑底，位于较低位置。截至 2025 年 9 月 19 日，申万一级食品饮料指数 PE（TTM，整体法）为 21.9X，申万三级子行业中，市盈率（TTM）分别为白酒（19.2X）、啤酒（21.2X）、调味品（31.5X）、乳品（29.8X）、预加工食品（24.6X）、软饮料（32.0X）、零食（38.9X）、烘焙食品（29.6X）、其他酒类（63.8X）。白酒中报业绩压力集中释放，大众品零食、乳品、调味品、软饮料板块龙头公司业绩实现稳健增长。提振消费是当前宏观经济政策发力的重心，我们认为在扩大内需的积极政策导向下，食品饮料板块有望迎来复苏，我们维持行业“推荐”评级。

图 3：申万一级食品饮料指数 PE（TTM）



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

白酒：2025 上半年，白酒上市公司中仅贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、老白干和金徽酒实现营收和归母净利润的正增长。自二季度禁酒令以来，白酒需求端持续承压，短期来看，政策的边际影响有望逐渐收窄，白酒作为前期超跌的板块，预期先行，估值的修复有望先于基本面。建议关注：一是超跌反弹的次高端白酒舍得酒业；二是具备韧性的区域龙头山西汾酒、古井贡酒、今世缘；三是稳健的高端白酒贵州茅台、泸州老窖、五粮液。

大众品：【零食】零食行业受到新品类和新渠道红利催化，2025 一季度主要受到春节错期备货节奏差异的影响，二季度零食板块增速恢复正常，万辰集团、盐津铺子等个股实现了较好的增长。我们认为产品端布局魔芋等品类的公司，渠道端积极拥抱零食量贩和社交电商，以及积极开拓海外市场的公司，后续有望延续较好增速，建议关注盐津铺子。**【啤酒】**营收端，受制于餐饮场景需求疲软等因素影响，2025 年二季度啤酒需求端延续承压态势，整体行业在旺季没有实现加速增长，利润端，受益于原材料价格下降，大多数啤酒上市公司迎来毛利率和净利率提升，龙头维持稳健增长，建议关注青岛啤酒、燕京啤酒。**【乳品】**乳制品需求依然偏弱，2025 二季度乳企营收和利润呈现正增长，下半年伴随产能的加速出清和双节效应，后续板块有望持续修复。龙头乳企领先优势稳固，成人奶粉市占率提升，建议关注伊利股份。**【调味品】**调味品行业营收和归母净利润均呈回暖态势，我们认为主要系 2024Q2 基数较低且龙头表现较好，成本端黄豆等原材料价格同比下行，利润增速快于收入增速。建议关注海天味业。**【软饮料】**二季度饮料行业分化加剧，龙头企业东鹏饮料竞争优势进一步凸显，我们认为主因大单品持续放量及功能饮料红利释放；同时，行业竞争加剧，报表端净利率有一定扰动，建议关注龙头东鹏饮料。

表 17：重点关注公司及盈利预测

表 18：股票代码	股票简称	2025/09/22	EPS（元）				PE				投资评级
		股价（元）	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
600519.SH	贵州茅台	1453.35	68.64	74.38	80.86	88.39	22.2	19.5	18.0	16.4	增持
600809.SH	山西汾酒	196.00	10.04	10.17	10.88	11.94	18.4	19.3	18.0	16.4	未评级
605499.SH	东鹏饮料	287.85	6.40	8.51	10.88	13.27	38.8	33.8	26.5	21.7	买入
000568.SZ	泸州老窖	133.58	9.18	8.69	9.24	10.08	13.7	15.4	14.4	13.2	未评级
000596.SZ	古井贡酒	158.69	10.44	10.56	11.41	12.64	16.6	15.0	13.9	12.6	未评级
002847.SZ	盐津铺子	68.55	2.36	2.93	3.72	4.45	26.7	23.4	18.4	15.4	买入
600702.SH	舍得酒业	63.25	1.05	1.94	2.32	2.76	63.5	32.6	27.2	22.9	未评级
603369.SH	今世缘	40.10	2.74	2.47	2.65	2.92	16.6	16.2	15.1	13.8	未评级
000858.SZ	五粮液	122.50	8.21	9.33	10.30	9.13	17.1	13.1	11.9	13.4	增持
603288.SH	海天味业	39.51	1.14	1.26	1.40	1.57	40.2	31.4	28.2	25.2	增持
600887.SH	伊利股份	27.55	1.33	1.83	1.99	2.10	22.7	15.1	13.8	13.2	增持
600600.SH	青岛啤酒	66.88	3.19	3.50	3.79	4.06	25.4	19.1	17.7	16.5	未评级
000729.SZ	燕京啤酒	12.06	0.38	0.44	0.52	0.73	32.1	27.4	23.2	16.4	增持

数据来源：iFinD，华龙证券研究所（贵州茅台、海天味业、东鹏饮料盈利预测来自华龙证券研究所；燕京啤酒、五粮液、盐津铺子、伊利股份 2025-2026 年度盈利预测来自华龙证券研究所，2027 年度及其他公司盈利预测来源于 iFinD 一致预期）。

4 风险提示

食品安全风险：食品安全事件对公司和行业发展影响深远，若出现较大的食品安全问题，将对消费者需求产生不利影响。

消费复苏不及预期风险：消费复苏受宏观经济环境、居民人均可支配收入、就业率等因素影响，未来若消费复苏不及预期，影响食品饮料企业下游需求。

成本上行风险：食品饮料行业上游是农产品、包材等原材料，受到大宗商品价格波动影响，若未来原材料成本上行，对公司成本和利润产生不利影响。

业绩增速不及预期风险：公司营业收入增速和成本变化，费用率的变化均存在不确定性，若需求减弱、成本上升、费用率上行，可能对公司业绩增速产生不利影响。

行业竞争加剧风险：当前行业竞争激烈，未来若竞争进一步加剧，造成企业之间价格战等情况，对公司发展经营产生不利影响。

第三方数据统计偏差风险：本报告部分数据引自第三方平台，若第三方平台提供的统计数据存在错误，可能会导致本报告中引用和分析的数据错误。

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知道的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 6-12 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问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中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层 邮编：518046