

超配（维持）

白酒加速出清，大众品结构分化

食品饮料行业 2025 年半年度业绩综述

2025 年 9 月 4 日

投资要点：

分析师：魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

分析师：黄冬祎

SAC 执业证书编号：

S0340523020001

电话：0769-22119410

邮箱：

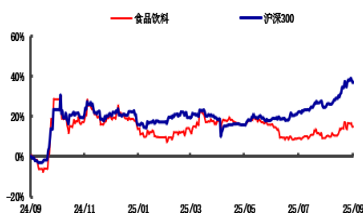
huangdongyi@dgzq.com.cn

■ 食品饮料行业上半年营收实现个位数增长，利润同比下降。2025H1，食品饮料行业实现营业总收入5828.05亿元，同比增长2.47%，增速同比下降2.79个百分点；实现归属于母公司股东的净利润1276.68亿元，同比下降0.60%，增速同比下降14.64个百分点。分季度看，今年一季度食品饮料行业整体表现相对平稳。步入二季度，白酒消费场景受损，需求承压，叠加部分板块需求弱复苏，对应行业Q2业绩增速季环比放缓。2025Q2，食品饮料行业实现营业总收入2551.79亿元，同比增长2.36%；实现归母净利润460.81亿元，同比下降2.10%。

■ 投资策略：维持对行业的超配评级。白酒板块：二季度白酒消费场景受损，多数酒企业绩承压，行业加速出清。贵州茅台作为白酒龙头上半年业绩稳健增长，彰显品牌韧性。次高端与区域白酒Q2业绩同比均出现不同程度下滑。目前即将进入中秋国庆消费旺季，关注旺季动销反馈。标的方面，建议关注确定性强的高端白酒贵州茅台（600519）、五粮液（000858）等；次高端与区域白酒可以关注山西汾酒（600809）、古井贡酒（000596）等。大众品板块：大众品由于各子板块的影响因素不同，经营节奏亦存在差异，内部业绩延续分化态势，部分板块Q2业绩改善。业绩具备确定性、存在边际改善预期、高性价比的板块可重点关注。啤酒板块关注成本下行、产品结构优化等指标。调味品板块可以重点关注餐饮消费力修复、成本等。7月28日，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《育儿补贴制度实施方案》，明确从2025年1月1日起，对符合法律法规规定生育的3周岁以下婴幼儿发放补贴，育儿补贴按年发放，现阶段国家基础标准为每孩每年3600元，发放补贴至婴幼儿年满3周岁。在育儿补贴带动下，人口改善预期提升，乳品需求有望提振。零食板块持续关注核心大单品、零食量贩、线上渠道等带来的增量贡献。标的方面，可重点关注青岛啤酒（600600）、海天味业（603288）、伊利股份（600887）、东鹏饮料（605499）等。

■ 风险提示：原材料价格波动，产品提价不及预期，渠道开展不及预期，行业竞争加剧风险，食品安全风险，宏观经济波动等。

食品饮料（申万）指数走势



资料来源：东莞证券研究所，同花顺

相关报告

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 食品饮料行业 2025 年上半年业绩概述	4
1.1 上半年行业营收实现个位数增长，利润同比下降	4
1.2 上半年行业内细分板块业绩表现分化	4
2. 白酒板块：业绩承压，加速出清	5
2.1 白酒板块 Q2 业绩同比下降	5
2.2 白酒板块上半年毛利率同比提升，净利率同比下降	8
3. 啤酒板块：成本红利延续，盈利水平提高	10
3.1 啤酒板块上半年营收实现个位数增长，归母净利润实现双位数增长	10
3.2 啤酒板块上半年盈利能力稳步提升	12
4. 调味品板块：Q2 业绩环比改善	13
4.1 2025H1 板块营收与利润同比实现个位数增长	13
4.2 调味品板块上半年盈利水平同比增加	14
5. 乳品板块：龙头 Q2 业绩增速季环比改善	16
5.1 乳品 Q2 业绩基于低基数同比实现增长	16
5.2 乳品板块 Q2 毛利率与净利率同比增加	17
6. 零食板块：Q2 业绩表现分化	19
6.1 零食板块业绩表现分化	19
6.2 零食公司盈利能力表现不一	21
7. 投资策略	22
8. 风险提示	23

插图目录

图 1：2021H1-2025H1 SW 食品饮料行业营业总收入与增速（亿元，%）	4
图 2：2021H1-2025H1 SW 食品饮料行业归母净利润与增速（亿元，%）	4
图 3：2025H1 SW 食品饮料行业细分板块营收同比增速（%）	5
图 4：2025H1 SW 食品饮料行业细分板块归母净利润同比增速（%）	5
图 5：2025Q2 SW 食品饮料行业细分板块营收同比增速（%）	5
图 6：2025Q2 SW 食品饮料行业细分板块归母净利润同比增速（%）	5
图 7：2021H1-2025H1 SW 白酒行业营业总收入与增速（亿元，%）	5
图 8：2021H1-2025H1 SW 白酒行业归母净利润与增速（亿元，%）	5
图 9：2025H1 SW 白酒细分板块营业总收入与增速（亿元，%）	6
图 10：2025H1 SW 白酒细分板块归母净利润与增速（亿元，%）	6
图 11：2025Q2 SW 白酒细分板块营业总收入与增速（亿元，%）	7
图 12：2025Q2 SW 白酒细分板块归母净利润与增速（亿元，%）	7
图 13：2021H1-2025H1 SW 白酒板块毛利率与净利率（%）	9
图 14：2021H1-2025H1 SW 白酒板块期间费用率（%）	9
图 15：2021H1-2025H1 SW 啤酒板块营业总收入与增速（亿元，%）	11
图 16：2021H1-2025H1 SW 啤酒板块归母净利润与增速（亿元，%）	11
图 17：2021H1-2025H1 SW 啤酒板块毛利率与净利率（%）	12
图 18：2021H1-2025H1 SW 啤酒板块期间费用率（%）	12
图 19：2021H1-2025H1 SW 调味品板块营业总收入与增速（亿元，%）	13
图 20：2021H1-2025H1 SW 调味品板块归母净利润与增速（亿元，%）	13

图 21: 2021H1-2025H1 SW 调味品板块毛利率与净利率 (%)	14
图 22: 2021H1-2025H1 SW 调味品板块期间费用率 (%)	14
图 23: 2021H1-2025H1 SW 乳品板块营业总收入与增速 (亿元, %)	16
图 24: 2021H1-2025H1 SW 乳品板块归母净利润与增速 (亿元, %)	16
图 25: 2021H1-2025H1 SW 乳品板块毛利率与净利率 (%)	17
图 26: 2021H1-2025H1 SW 乳品板块期间费用率 (%)	17
图 27: 2021H1-2025H1SW 零食板块营业总收入与增速 (亿元, %)	19
图 28: 2021H1-2025H1SW 零食板块归母净利润与增速 (亿元, %)	19
图 29: 2021H1-2025H1 SW 零食板块毛利率与净利率 (%)	21
图 30: 2021H1-2025H1 SW 零食板块期间费用率 (%)	21

表格目录

表 1: 2025H1SW 食品饮料行业业绩单季度表现 (亿元, %)	4
表 2: 2025H1SW 白酒板块业绩单季度表现 (亿元, %)	6
表 3: 2025H1SW 白酒板块重点上市公司营收情况 (亿元, %)	7
表 4: 2025H1SW 白酒板块重点上市公司归母净利润情况 (亿元, %)	8
表 5: 2025H1 SW 白酒板块重点上市公司毛利率与净利率 (% , 百分点)	9
表 6: 2025H1 SW 白酒板块重点上市公司期间费用率 (% , 百分点)	10
表 7: 2025H1SW 啤酒板块业绩单季度表现 (亿元, %)	11
表 8: 2025H1SW 啤酒板块上市公司业绩表现 (亿元, %)	11
表 9: 2025H1SW 啤酒板块上市公司毛利率与净利率 (% , 百分点)	12
表 10: 2025H1SW 啤酒板块上市公司期间费用率 (% , 百分点)	12
表 11: 2025H1SW 调味品板块业绩单季度表现 (亿元, %)	13
表 12: 2025H1SW 调味品板块上市公司业绩表现 (亿元, %)	14
表 13: 2025H1SW 调味品板块上市公司毛利率与净利率 (% , 百分点)	15
表 14: 2025H1SW 调味品板块上市公司期间费用率 (% , 百分点)	15
表 15: 2025H1SW 乳品板块业绩单季度表现 (亿元, %)	16
表 16: 2025H1SW 乳品板块上市公司业绩表现 (亿元, %)	17
表 17: 2025H1SW 乳品板块上市公司毛利率与净利率 (% , 百分点)	18
表 18: 2025H1SW 乳品板块上市公司期间费用率 (% , 百分点)	18
表 19: 2025H1SW 零食板块业绩单季度表现 (亿元, %)	20
表 20: 2025H1SW 零食板块上市公司业绩表现 (亿元, %)	20
表 21: 2025H1SW 零食板块上市公司毛利率与净利率 (% , 百分点)	21
表 22: 2025H1SW 零食板块上市公司期间费用率 (% , 百分点)	21
表 23: 重点公司盈利预测及投资评级 (2025/9/4)	22

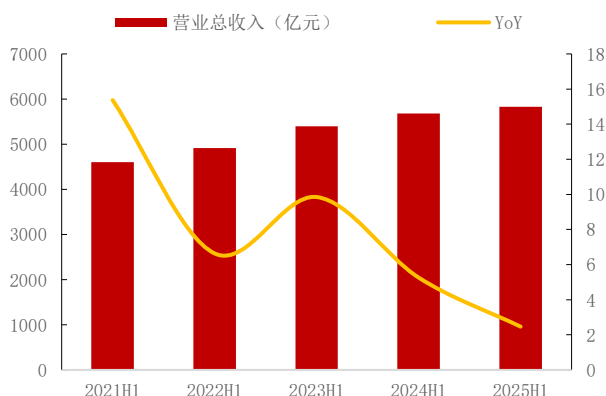
1. 食品饮料行业 2025 年上半年业绩概述

1.1 上半年行业营收实现个位数增长，利润同比下降

食品饮料行业上半年营收实现个位数增长，利润同比下降。2025H1，食品饮料行业（SW 食品饮料行业剔除 B 股，共 128 家样本公司，下同）实现营业总收入 5828.05 亿元，同比增长 2.47%，增速同比下降 2.79 个百分点；实现归属于母公司股东的净利润 1276.68 亿元，同比下降 0.60%，增速同比下降 14.64 百分点。

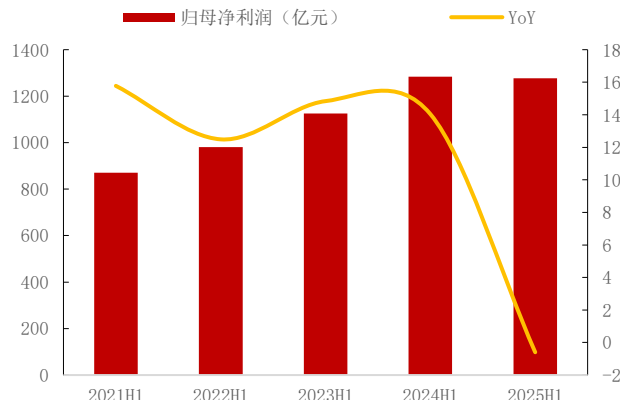
食品饮料行业 Q2 业绩增速季环比放缓。分季度看，今年一季度食品饮料行业整体表现相对平稳。步入二季度，白酒消费场景受损，需求承压，叠加部分板块需求弱复苏，对应行业 Q2 业绩增速季环比放缓。2025Q2，食品饮料行业实现营业总收入 2551.79 亿元，同比增长 2.36%；实现归母净利润 460.81 亿元，同比下降 2.10%。

图 1：2021H1–2025H1 SW 食品饮料行业营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 2：2021H1–2025H1 SW 食品饮料行业归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 1：2025H1SW 食品饮料行业业绩单季度表现（亿元，%）

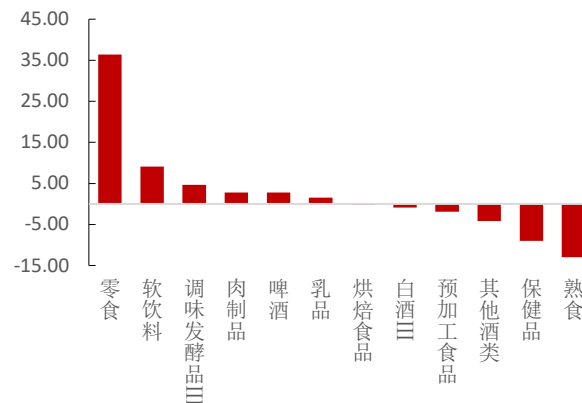
	营业总收入	营业总收入 YoY	归母净利润	归母净利润 YoY
2025Q1	3276.26	2.55	815.88	0.27
2025Q2	2551.79	2.36	460.81	-2.10

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

1.2 上半年行业内细分板块业绩表现分化

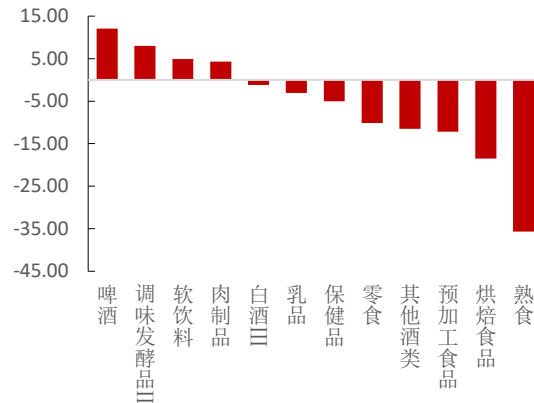
上半年行业内细分板块业绩表现分化。分板块看，2025H1 食品饮料行业内部子板块表现分化。其中，零食、软饮料等板块动销表现相对良性，营收在食品饮料行业中增幅靠前。调味品、肉制品、啤酒等板块营收相对稳健。相比之下，熟食、保健品等板块表现偏弱。单季度看，2025Q2 零食、软饮料等板块受益于核心大单品、渠道优化等因素影响，营收同比增长居前。白酒二季度需求相对承压，业绩同比下滑。

图 3：2025H1 SW 食品饮料行业细分板块营收同比增速（%）



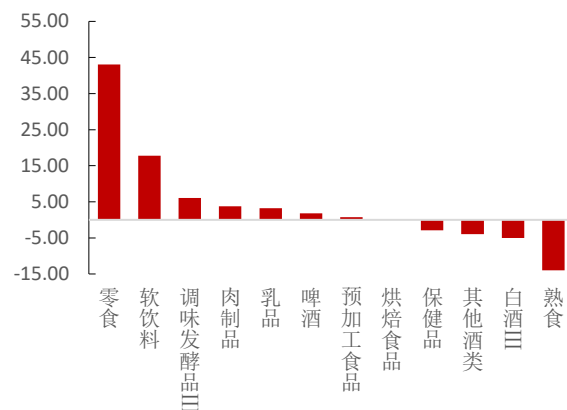
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 4：2025H1 SW 食品饮料行业细分板块归母净利润同比增速（%）



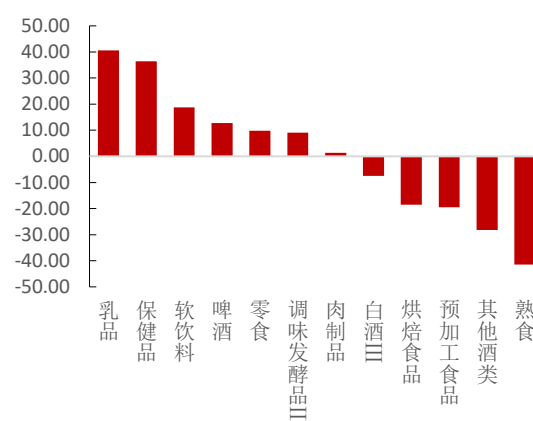
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 5：2025Q2 SW 食品饮料行业细分板块营收同比增速（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 6：2025Q2 SW 食品饮料行业细分板块归母净利润同比增速（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

2. 白酒板块：业绩承压，加速出清

2.1 白酒板块 Q2 业绩同比下降

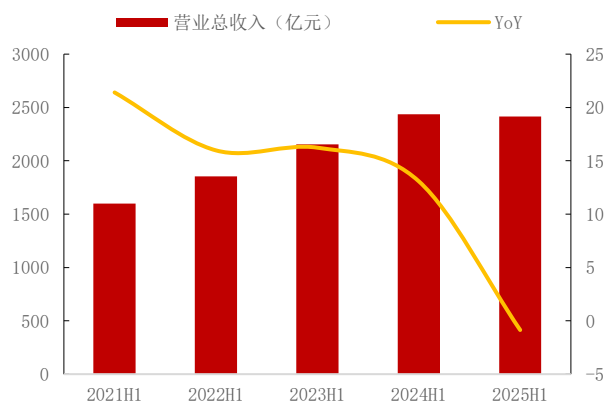
白酒板块上半年业绩实现个位数下降。2025H1，白酒板块（SW 白酒剔除古井贡酒 B，共 20 家样本公司，下同）实现营业总收入 2415.08 亿元，同比下降 0.86%；实现归属于母公司股东的净利润 945.61 亿元，同比下降 1.18%。

白酒 Q2 业绩承压。分季度看，春节期间，在宴席等消费场景带动下，白酒一季度动销整体平稳。二季度为白酒传统的消费淡季，叠加商务宴席等消费场景受损，白酒板块 Q2 业绩承压。2025Q2，白酒板块实现营业总收入 880.90 亿元，同比下降 5.01%；实现归母净利润 311.69 亿元，同比下降 7.50%。

图 7：2021H1-2025H1 SW 白酒行业营业总收入与增

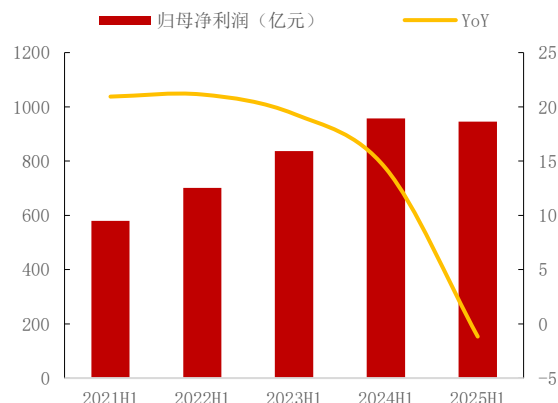
图 8：2021H1-2025H1 SW 白酒行业归母净利润

速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

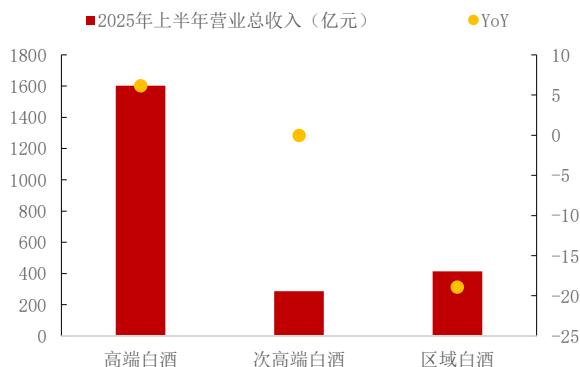
表 2：2025H1SW 白酒板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入（亿元）	营业总收入 YoY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YoY
2025Q1	1534.18	1.68	633.92	2.26
2025Q2	880.90	-5.01	311.69	-7.50

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

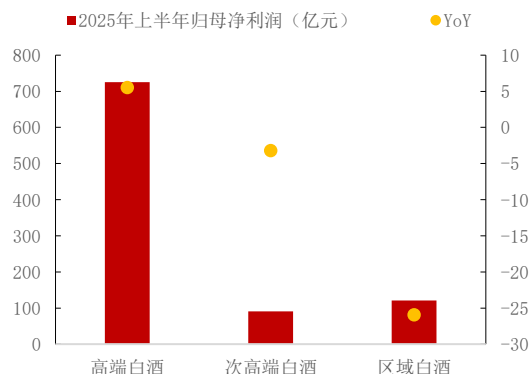
分层级看，2025Q2 仅高端白酒业绩同比实现正增长。按白酒层级来看，在白酒消费场景受损背景下，仅高端白酒凭借其强大的品牌影响力和渠道溢价能力，今年上半年业绩同比实现正增长。其余价格带的白酒由于宴席等消费场景受损，业绩整体承压。具体数据看，2025H1 营收增速：高端白酒（+6.17%）>次高端白酒（-0.02%）>区域白酒（-18.91%）；归母净利润增速：高端白酒（+5.49%）>次高端白酒（-3.22%）>区域白酒（-25.95%）。2025Q2 营收增速：高端白酒（+3.45%）>次高端白酒（-5.44%）>区域白酒（-31.13%）；归母净利润增速：高端白酒（+0.62%）>次高端白酒（-19.41%）>区域白酒（-41.21%）。

图 9：2025H1 SW 白酒细分板块营业总收入与增速（亿元，%）



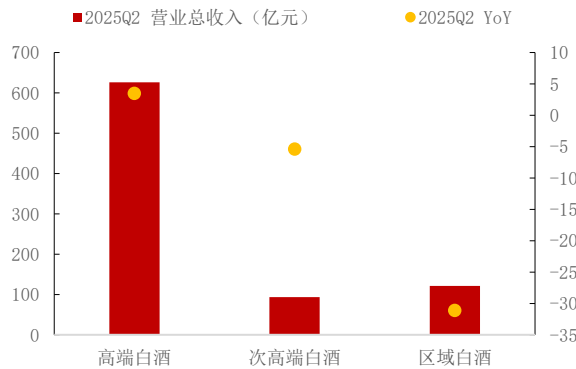
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 10：2025H1 SW 白酒细分板块归母净利润与增速（亿元，%）



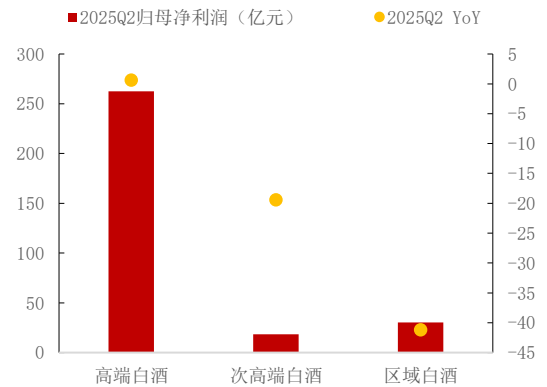
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 11：2025Q2 SW 白酒细分板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 12：2025Q2 SW 白酒细分板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

贵州茅台彰显龙头韧性，带动高端白酒上半年业绩稳健增长。2025H1，高端白酒实现营业收入 1603.18 亿元，同比增长 6.17%；实现归母净利润 725.58 亿元，同比增长 5.49%。5 月中下旬以后，白酒消费场景受损，高端白酒 Q2 营收增速放缓，利润同比微增 0.62%。其中，贵州茅台作为白酒行业龙头，渠道溢价能力较强，回款相对良性，上半年顺利完成任务。五粮液和泸州老窖 Q2 理性降速，业绩短期面临一定压力。

次高端与区域白酒中，多数酒企上半年业绩下滑。在需求弱复苏，叠加部分白酒消费场景受损的背景下，次高端与区域白酒中多数酒企上半年业绩下滑。2025H1，次高端白酒/区域白酒实现营业收入 287.24 亿元/413.18 亿元，同比下降 0.02%/下降 18.91%；实现归母净利润 90.63 亿元/120.79 亿元，同比下降 3.22%/下降 25.95%。单二季度，行业加速出清，业绩承压，业绩增速季环比下滑明显。2025Q2 次高端白酒/区域白酒营收同比下降 5.44%/下降 31.13%，归母净利润同比下降 19.41%/下降 41.21%。次高端白酒中，仅汾酒今年二季度营收同比实现微增。舍得酒业产品结构持续优化，2025Q2 收入降幅收窄，叠加降本增效，提升了公司整体业绩水平。相比之下，区域白酒 Q2 调整幅度更大，洋河股份、口子窖等公司 Q2 需求承压幅度明显，报表加速出清。

表 3：2025H1SW 白酒板块重点上市公司营收情况（亿元，%）

白酒层级	公司名称	2025H1 营业总收入	YoY	2025Q1 YoY	2025Q2 YoY
高端白酒	贵州茅台	910.94	9.16	10.67	7.26
	五粮液	527.71	4.19	6.05	0.10
	泸州老窖	164.54	-2.67	1.78	-7.97
高端白酒合计		1603.18	6.17	7.99	3.45
次高端白酒	山西汾酒	239.64	5.35	7.72	0.45
	水井坊	14.98	-12.84	2.74	-31.37
	酒鬼酒	5.61	-43.54	-30.34	-56.57
	舍得酒业	27.01	-17.41	-25.14	-3.44
次高端白酒合计		287.24	-0.02	2.81	-5.44
区域白酒	洋河股份	147.96	-35.32	-31.92	-43.67

	今世缘	69.51	-4.84	9.17	-29.69
	古井贡酒	138.80	0.54	10.38	-14.23
	口子窖	25.31	-20.07	2.42	-48.48
	迎驾贡酒	31.60	-16.89	-12.35	-24.13
区域白酒合计		413.18	-18.91	-12.44	-31.13
重点 大众白酒	顺鑫农业	45.93	-19.24	-19.69	-18.12
	老白干酒	24.81	0.48	3.36	-1.95
	金徽酒	17.59	0.31	3.04	-4.02
	金种子酒	4.84	-27.47	-29.41	-24.16
大众白酒合计		111.47	-13.74	-13.11	-14.81

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 4：2025H1SW 白酒板块重点上市公司归母净利润情况（亿元，%）

白酒层级	公司名称	2025H1 归母净利润	YoY	2025Q1 YoY	2025Q2 YoY
高端白酒	贵州茅台	454.03	8.89	11.56	5.25
	五粮液	194.92	2.28	5.80	-7.58
	泸州老窖	76.63	-4.54	0.41	-11.10
高端白酒合计		725.58	5.49	8.47	0.62
次高端白酒	山西汾酒	85.05	1.13	6.15	-13.50
	水井坊	1.05	-56.52	2.15	-251.25
	酒鬼酒	0.09	-92.60	-56.78	-147.77
	舍得酒业	4.43	-24.98	-37.10	139.48
次高端白酒合计		90.63	-3.22	2.03	-19.41
区域白酒	洋河股份	43.44	-45.34	-39.93	-62.66
	今世缘	22.29	-9.46	7.27	-37.06
	古井贡酒	36.62	2.49	12.78	-11.63
	口子窖	7.15	-24.63	3.59	-70.91
	迎驾贡酒	11.30	-18.19	-9.54	-35.20
区域白酒合计		120.79	-25.95	-18.90	-41.21
重点 大众白酒	顺鑫农业	1.73	-59.09	-37.34	-290.89
	老白干酒	3.21	5.42	11.91	0.16
	金徽酒	2.98	1.12	5.77	-12.78
	金种子酒	-0.72	-750.54	-320.62	-408.17
大众白酒合计		8.61	-29.96	-23.14	-77.21

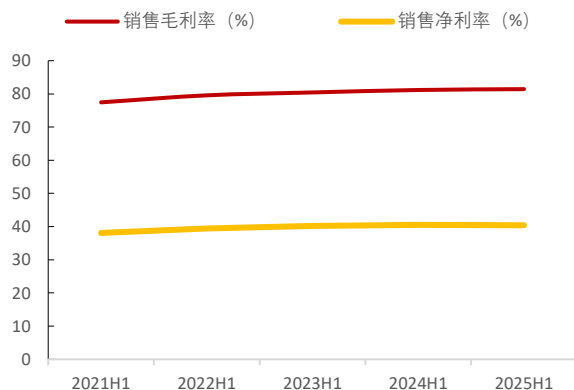
资料来源：同花顺，东莞证券研究所

2.2 白酒板块上半年毛利率同比提升，净利率同比下降

白酒板块上半年毛利率同比提升，净利率同比下降。受益于产品结构优化，2025H1 白酒板块的毛利率为 81.43%，同比增加 0.26 个百分点。从费用端来看，部分白酒加大费用投入，2025H1 白酒板块的销售费用率为 9.56%，同比增加 0.04 个百分点；管理费用率为 4.13%，同比减少 0.14 个百分点；财务费用率为-1.09%，同比增加 0.25 个百分点。综合毛利率与费用率的情况，今年上半年白酒板块的净利率为 40.42%，同比下降 0.10

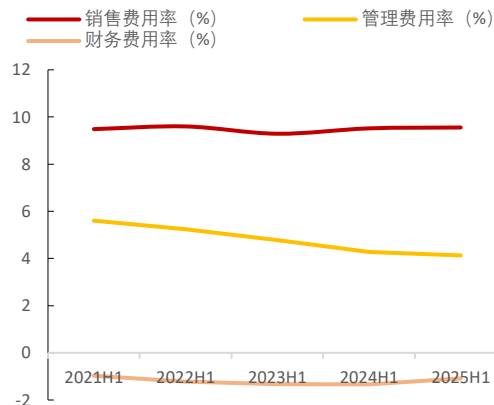
个百分点。

图 13：2021H1-2025H1 SW 白酒板块毛利率与净利率（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 14：2021H1-2025H1 SW 白酒板块期间费用率（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

各层级白酒盈利能力表现分化。今年上半年，白酒需求弱复苏，叠加二季度在消费场景受损的背景下去库缓解渠道压力，多数酒企盈利水平下滑，内部表现分化。2025H1 年白酒分层级毛利率同比增幅：区域白酒（-0.24pct）>次高端白酒（-0.40pct）>高端白酒（-0.47pct）；净利率同比增幅：高端白酒（-0.37pct）>次高端白酒（-1.04pct）>区域白酒（-2.73pct）。2025Q2 白酒分层级毛利率同比增幅：高端白酒（-0.20pct）>区域白酒（-0.61pct）>次高端白酒（-3.45pct）；净利率同比增幅：高端白酒（-1.33pct）>次高端白酒（-3.46pct）>区域白酒（-4.14pct）。

表 5：2025H1 SW 白酒板块重点上市公司毛利率与净利率（%，百分点）

白酒层级	公司名称	2025H1 毛利率	2025Q2 毛利率	Q2 毛利率同比变动	2025H1 净利率	2025Q2 净利率	Q2 净利率同比变动
高端白酒	贵州茅台	91.30	90.42	-0.26	52.56	49.53	-1.07
	五粮液	76.83	74.69	-0.32	38.16	30.11	-2.71
	泸州老窖	87.09	87.86	-0.95	46.70	43.26	-1.69
高端白酒合计		86.05	86.09	-0.20	47.16	43.83	-1.33
次高端白酒	山西汾酒	76.65	71.88	-3.21	35.57	25.10	-4.03
	洋河股份	75.02	73.32	-0.35	29.30	18.84	-9.78
	水井坊	79.26	74.42	-7.13	7.04	-15.75	-22.90
	酒鬼酒	68.58	65.20	-10.39	1.60	-10.47	-20.00
	舍得酒业	65.71	60.60	-0.33	16.35	8.56	4.92
次高端白酒合计		75.60	70.51	-3.45	31.61	19.91	-3.46
区域白酒	今世缘	73.41	72.81	-0.21	32.07	31.58	-3.70
	古井贡酒	79.87	80.24	-0.26	27.22	29.33	1.19
	口子窖	73.07	65.18	-9.86	28.25	14.51	-11.18
	迎驾贡酒	73.62	68.33	-2.82	35.87	27.12	-4.83
区域白酒合计		76.15	75.00	-0.61	29.50	25.37	-4.14
重点	顺鑫农业	34.36	28.38	-5.66	3.92	-7.86	-6.27

大众白酒	老白干酒	67.97	67.42	-1.06	12.93	12.82	0.27
	金徽酒	65.65	63.67	-1.01	16.51	9.21	-1.53
	金种子酒	42.88	44.75	3.05	-14.92	-17.74	-15.13
大众白酒合计		50.25	50.94	-0.66	7.63	0.63	-2.69

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 6：2025H1 SW 白酒板块重点上市公司期间费用率（%，百分点）

白酒层级	公司名称	2025Q2 销售费用率	Q2 销售费用率 同比变动	2025Q2 管理费用率	Q2 管理费用率 同比变动	2025Q2 财务费用率	Q2 财务费用率 同比变动
高端白酒	贵州茅台	4.45	0.46	4.48	-0.32	-0.51	0.59
	五粮液	18.88	1.54	4.22	-0.04	-3.81	0.50
	泸州老窖	10.58	-1.20	3.31	-0.27	-1.95	-1.19
高端白酒合计		8.80	0.32	4.28	-0.22	-1.51	0.39
次高端白酒	山西汾酒	11.52	-0.02	4.35	0.08	-0.02	0.01
	洋河股份	20.88	2.33	11.40	4.17	-2.32	0.85
	水井坊	52.10	19.87	33.13	13.17	-0.52	0.17
	酒鬼酒	40.29	4.84	17.06	9.26	-0.67	1.65
	舍得酒业	23.73	-3.27	10.92	-1.16	0.07	0.39
次高端白酒合计		16.01	-0.22	7.10	0.48	-0.06	0.18
区域白酒	今世缘	19.02	6.79	5.65	1.71	-1.33	0.36
	古井贡酒	22.78	-1.86	5.75	0.78	-2.85	1.03
	口子窖	18.20	-0.59	11.81	4.57	-0.07	0.01
	迎驾贡酒	13.41	3.41	5.51	2.10	-0.38	0.18
区域白酒合计		20.49	1.67	7.80	2.09	-2.06	0.64
重点大众白酒	顺鑫农业	10.89	-3.67	12.86	4.46	0.00	-0.37
	老白干酒	27.58	-2.56	6.70	-0.23	-0.27	0.09
	金徽酒	22.62	1.59	13.04	0.50	-0.51	0.37
	金种子酒	34.59	11.99	8.74	1.05	0.71	0.87
大众白酒合计		21.10	-1.61	10.60	1.56	0.20	0.19

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

3. 啤酒板块：成本红利延续，盈利水平提高

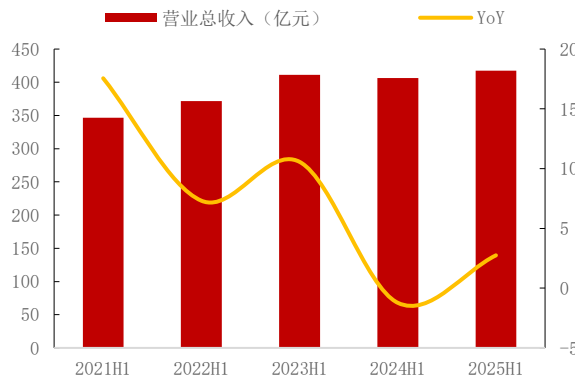
3.1 啤酒板块上半年营收实现个位数增长，归母净利润实现双位数增长

啤酒板块上半年营收实现个位数增长，归母净利润实现双位数增长。2025H1，啤酒板块（SW 啤酒共 7 家样本公司，下同）实现营业总收入 417.32 亿元，同比增长 2.75%；实现归属于母公司股东的净利润 65.38 亿元，同比增长 12.06%。

啤酒 2025Q2 需求弱复苏，成本红利带动利润增长。分季度看，今年春节带动餐饮等消费需求，啤酒动销表现良性。6 月啤酒部分消费场景受损，但考虑到去年同期受多雨等天气影响叠加酒企积极去库存，业绩基数相对较低，啤酒板块 2025Q2 营业总收入同比增长 1.84%至 215.84 亿元。目前，我国已经取消对澳大利亚大麦的双反措施，成本出现

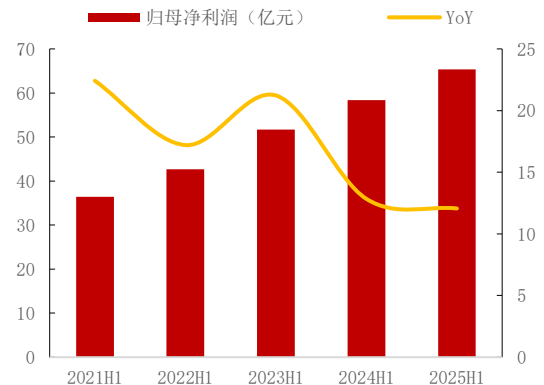
实质性利好。在成本下行的带动下，啤酒板块 2025Q2 归母净利润同比增长 12.81%至 40.12 亿元。

图 15：2021H1-2025H1 SW 啤酒板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 16：2021H1-2025H1 SW 啤酒板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 7：2025H1SW 啤酒板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入（亿元）	营业总收入 YoY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YoY
2025Q1	201.47	3.73	25.26	10.89
2025Q2	215.84	1.84	40.12	12.81

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

多数啤酒企业 2025Q2 业绩同比正增长。从啤酒板块公布的业绩数据来看，多数啤酒企业 2025Q2 业绩同比正增长。青岛啤酒去年二季度受多雨等天气影响叠加公司积极去库存，业绩基数相对较低。今年 6 月虽部分消费场景受损，但整体影响有限，2025Q2 公司实现营收 100.46 亿元，同比增长 1.28%。利润方面，公司成本红利延续，2025Q2 归母净利润同比增长 7.32%至 21.94 亿元。燕京啤酒与珠江啤酒大单品维持强势，品牌势能延续，成本红利带动 2025Q2 利润增长。重庆啤酒在现饮消费需求相对疲软的背景下，Q2 业绩有所承压。

表 8：2025H1SW 啤酒板块上市公司业绩表现（亿元，%）

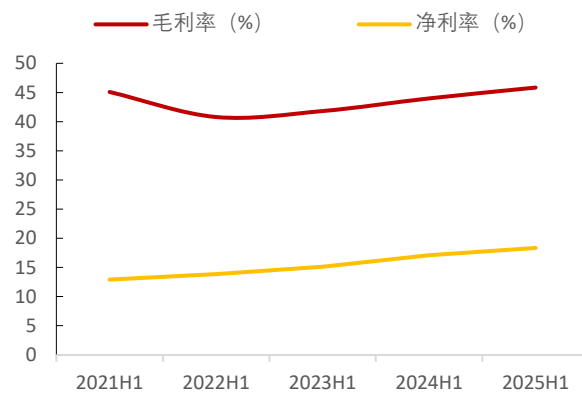
公司名称	2025H1 营业总收入	YoY	2025Q1 YoY	2025Q2 YoY	2025H1 归母净利润	YoY	2025Q1 YoY	2025Q2 YoY
青岛啤酒	204.91	2.11	2.91	1.28	39.04	7.21	7.08	7.32
重庆啤酒	88.39	-0.24	1.46	-1.84	8.65	-4.03	4.59	-12.70
燕京啤酒	85.58	6.37	6.69	6.11	11.03	45.45	61.10	43.00
珠江啤酒	31.98	7.09	10.69	4.96	6.12	22.51	29.83	20.18
惠泉啤酒	3.51	1.03	0.35	1.49	0.40	25.52	23.72	25.86
*ST 兰黄	0.97	-15.82	-11.49	-19.63	-0.12	-45.29	934.62	-161.09
ST 西发	1.97	2.13	15.80	-9.72	0.26	157.93	791.12	104.95

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

3.2 啤酒板块上半年盈利能力稳步提升

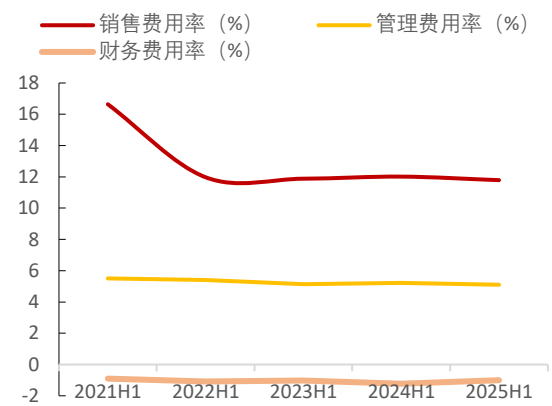
啤酒板块今年上半年盈利能力同比提升。虽需求弱复苏使啤酒高端化进度有所放缓，但啤酒公司产品结构优化延续，叠加成本出现实质性利好，带动啤酒板块 2025H1 毛利率同比增加 1.86 个百分点至 45.84%。费用方面，啤酒企业费用整体可控，2025H1 啤酒板块销售费用率/管理费用率分别为 11.79%/5.10%，同比分别下降 0.23pct/下降 0.11pct。综合毛利率与费用率情况，2025H1 啤酒板块净利率同比增加 1.25 个百分点至 18.35%。单二季度，啤酒板块毛利率/净利率分别为 48.12%与 21.14%，同比分别增加 1.76 个百分点与 1.51 个百分点。在啤酒重点公司中，重庆啤酒 2025Q2 受费用投放节奏、所得税等因素影响，净利率同比下滑，青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒 Q2 净利率均有所提升。

图 17：2021H1-2025H1 SW 啤酒板块毛利率与净利率（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 18：2021H1-2025H1 SW 啤酒板块期间费用率（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 9：2025H1SW 啤酒板块上市公司毛利率与净利率（%，百分点）

公司名称	2025H1 毛利率	2025Q2 毛利率	Q2 毛利率 同比变动	2025H1 净利率	2025Q2 净利率	Q2 净利率 同比变动
青岛啤酒	43.70	45.84	3.05	19.39	22.26	1.11
重庆啤酒	49.83	51.21	0.75	19.55	17.54	-2.17
燕京啤酒	45.50	47.70	-0.64	14.83	22.03	5.37
珠江啤酒	51.85	56.11	3.00	19.44	23.35	2.87
惠泉啤酒	35.04	37.06	1.49	11.22	15.87	3.06
*ST 兰黄	13.94	12.67	-3.84	-24.76	-53.50	-32.78
ST 西发	42.22	41.56	2.10	25.61	33.45	12.49

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 10：2025H1SW 啤酒板块上市公司期间费用率（%，百分点）

公司名称	2025Q2 销售费用率	Q2 销售费用率 同比变动	2025Q2 管理费用率	Q2 管理费用率 同比变动	2025Q2 财务费用率	Q2 财务费用率 同比变动
青岛啤酒	8.74	0.00	3.48	0.23	-1.01	0.50
重庆啤酒	17.35	0.15	3.14	0.19	-0.07	0.10
燕京啤酒	6.02	-3.99	9.21	-1.92	-1.24	0.27

珠江啤酒	13.36	0.30	5.92	0.53	-2.22	-0.86
惠泉啤酒	7.55	0.84	4.60	-2.13	-6.22	-3.00
*ST 兰黄	25.35	-2.48	11.76	-2.40	-1.85	12.03
ST 西发	4.42	1.00	7.46	-9.67	-2.63	-2.50

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

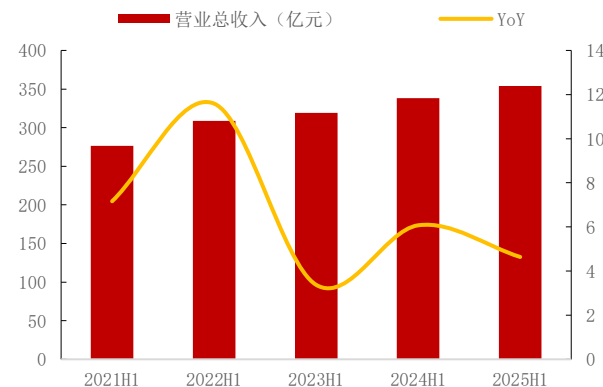
4. 调味品板块：Q2 业绩环比改善

4.1 2025H1 板块营收与利润同比实现个位数增长

调味品板块上半年营业总收入与归母净利润同比实现个位数增长。2025H1，调味品板块（SW 调味品共 15 家样本公司，下同）实现营业总收入 354.06 亿元，同比增长 4.64%；实现归属于母公司股东的净利润 63.41 亿元，同比增长 8.01%。

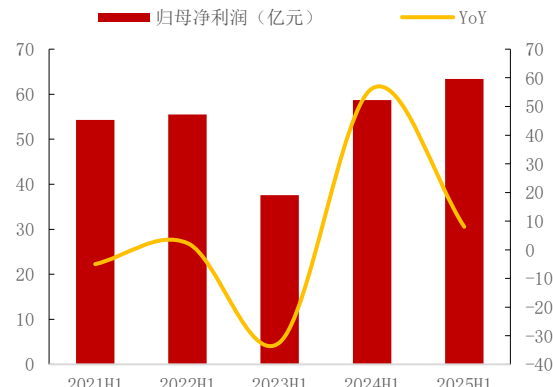
调味品板块 Q2 业绩环比改善。分季度看，考虑到备货错期影响，今年春节调味品动销表现相对平稳。二季度消费弱复苏，部分调味品企业积极优化产品与渠道结构，叠加成本压力下降，板块 Q2 业绩环比改善。2025Q2，调味品板块实现营业总收入 168.61 亿元，同比增长 6.08%；实现归母净利润 27.67 亿元，同比增长 9.13%。

图 19：2021H1-2025H1 SW 调味品板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 20：2021H1-2025H1 SW 调味品板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 11：2025H1SW 调味品板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入（亿元）	营业总收入 YoY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YoY
2025Q1	185.45	3.36	35.75	7.17
2025Q2	168.61	6.08	27.67	9.13

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

调味品板块内部公司业绩表现分化。今年以来需求弱复苏，板块内部公司业绩表现分化。具体公司来看，海天味业 2025H1 实现营业收入 152.30 亿元，同比增长 7.59%；实现归母净利润 39.14 亿元，同比增长 13.35%。在需求弱复苏下，公司作为行业龙头积极优化产品与渠道结构，Q2 业绩稳健增长。中炬高新 Q2 主营业务收入下滑收窄；千禾味业受

舆情影响经销商拿货意愿有限，Q2 业绩承压。

表 12：2025H1SW 调味品板块上市公司业绩表现（亿元，%）

公司名称	2025H1 营业总收入	YoY	2025Q1 YoY	2025Q2 YoY	2025H1 归母净利润	YoY	2025Q1 YoY	2025Q2 YoY
海天味业	152.30	7.59	8.08	7.00	39.14	13.35	14.77	11.57
中炬高新	21.32	-18.58	-25.81	-9.11	2.57	-26.56	-24.24	-31.57
千禾味业	13.18	-17.07	-7.15	-29.86	1.73	-30.81	3.67	-86.66
天味食品	13.91	-5.24	-24.80	21.93	1.90	-23.01	-57.53	62.72
安琪酵母	78.99	10.10	8.95	11.19	7.99	15.66	16.02	15.35
涪陵榨菜	13.13	0.51	-4.75	7.59	4.41	-1.66	0.24	-4.59
宝立食品	13.80	8.39	7.18	9.54	1.17	7.53	-4.19	22.45
恒顺醋业	11.25	12.03	35.97	-8.22	1.11	18.07	2.36	40.61
莲花控股	16.21	32.68	37.77	28.13	1.61	60.01	105.19	16.92
ST 加加	7.33	-7.07	-13.76	3.75	0.08	128.64	129.63	81.17
仲景食品	5.24	-2.50	1.06	-6.19	1.01	0.29	-4.81	5.56
安记食品	3.09	8.54	4.95	12.01	0.14	58.61	-7.07	282.27
日辰股份	2.04	8.63	10.50	6.85	0.35	22.64	36.86	11.04
佳隆股份	1.21	1.59	-1.76	4.45	0.09	15.28	19.04	14.09
朱老六	1.07	-1.45	-20.19	41.70	0.11	-5.12	-32.28	1,007.88

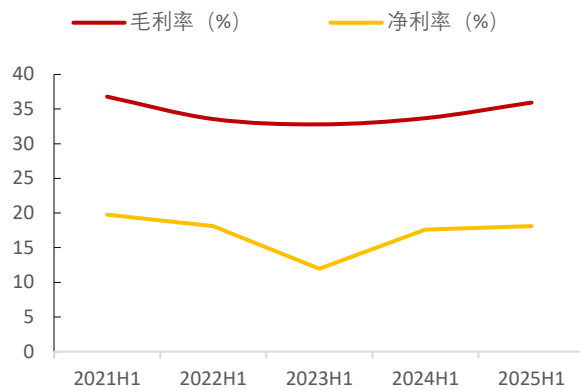
资料来源：同花顺，东莞证券研究所

4.2 调味品板块上半年盈利水平同比增加

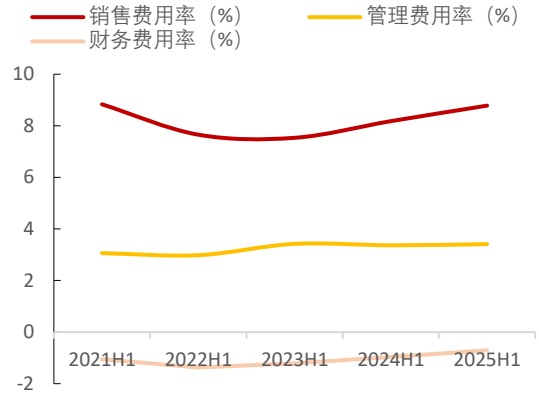
调味品板块上半年盈利水平同比增加。受益于大豆等原材料价格下降叠加产品渠道结构优化，2025H1 调味品板块毛利率为 35.94%，同比增加 2.25 个百分点。费用方面，部分企业加大费用投放，2025H1 调味品板块销售费用率同比增加 0.60 个百分点至 8.78%；管理费用率/财务费用率为 3.41%/-0.71%，同比分别增加 0.04pct/增加 0.25pct。综合毛利率与费用率情况，2025H1 板块净利率为 18.10%，同比增加 0.51 个百分点。2025Q2，调味品板块毛利率与净利率分别为 35.46%与 16.57%，同比分别增加 2.94 个百分点/增加 0.41 个百分点。具体公司看，多数调味品企业盈利水平 Q2 同比增加。海天味业在原材料价格下降叠加产品结构优化的背景下，2025Q2 毛利率同比增加 3.88 个百分点至 40.21%；净利率为 24.80%，同比增加 1.01 个百分点。千禾味业在舆情影响下，加大广告等费用投放力度，叠加需求弱复苏，Q2 盈利水平下滑。

图 21：2021H1-2025H1 SW 调味品板块毛利率与净利率（%）

图 22：2021H1-2025H1 SW 调味品板块期间费用率（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 13：2025H1SW 调味品板块上市公司毛利率与净利率（%，百分点）

公司名称	2025H1 毛利率	2025Q2 毛利率	Q2 毛利率 同比变动	2025H1 净利率	2025Q2 净利率	Q2 净利率 同比变动
海天味业	40.12	40.21	3.88	25.75	24.80	1.01
中炬高新	39.05	39.39	3.22	12.07	7.38	-3.52
千禾味业	36.58	32.64	-2.52	13.16	2.62	-11.15
天味食品	38.70	36.96	3.63	14.53	16.42	4.00
安琪酵母	26.09	26.19	2.27	10.52	10.82	0.56
涪陵榨菜	54.15	52.00	2.82	33.57	28.09	-3.59
宝立食品	33.68	34.68	2.58	9.63	9.22	0.57
恒顺醋业	38.41	42.06	9.60	9.76	10.76	3.86
莲花控股	28.19	25.81	3.55	10.06	6.76	-1.28
ST 加加	29.31	30.12	4.22	1.14	-2.15	10.20
仲景食品	45.04	44.06	1.06	19.17	21.05	2.34
安记食品	14.28	15.07	1.69	4.46	4.66	3.29
日辰股份	38.27	37.35	-0.71	17.30	17.19	0.65
佳隆股份	31.73	34.98	3.31	7.42	10.27	1.82
朱老六	23.98	21.35	-1.76	10.28	6.29	7.27

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 14：2025H1SW 调味品板块上市公司期间费用率（%，百分点）

公司名称	2025Q2 销售费用率	Q2 销售费用率 同比变动	2025Q2 管理费用率	Q2 管理费用率 同比变动	2025Q2 财务费用率	Q2 财务费用率 同比变动
海天味业	6.95	0.35	2.30	0.17	-1.69	0.61
中炬高新	18.88	4.05	8.12	0.37	0.05	-0.18
千禾味业	22.38	6.42	4.80	1.43	-1.52	-0.10
天味食品	10.02	-0.67	6.03	-0.82	-0.06	0.23
安琪酵母	5.57	0.08	3.37	0.23	0.08	0.23
涪陵榨菜	17.18	5.09	3.93	-0.03	-3.65	0.20
宝立食品	16.47	1.41	2.59	0.10	0.30	0.51
恒顺醋业	19.39	3.08	4.74	0.23	0.09	0.26

莲花控股	9.21	4.33	3.31	-0.48	0.60	0.31
ST 加加	18.36	-0.77	9.48	-3.19	-0.06	-0.65
仲景食品	11.44	-3.84	4.63	0.15	-0.97	0.27
安记食品	5.57	0.51	3.01	-0.08	-0.40	-0.04
日辰股份	4.72	-2.24	7.08	-0.76	0.68	0.00
佳隆股份	4.22	-0.68	12.38	0.52	0.53	3.13
朱老六	3.38	-5.02	8.02	-5.70	-0.14	0.61

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

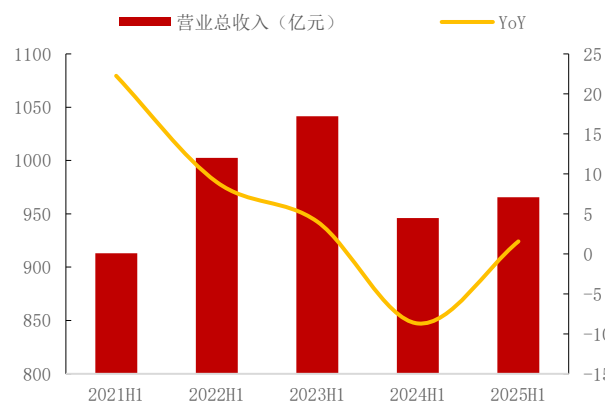
5. 乳品板块：龙头 Q2 业绩增速季环比改善

5.1 乳品 Q2 业绩基于低基数同比实现增长

乳品板块上半年营收实现个位数增长，归母净利润同比下滑个位数。2025H1，乳品板块（SW 乳品共 19 家样本公司，下同）实现营业总收入 965.59 亿元，同比增长 1.56%；实现归属于母公司股东的净利润 83.27 亿元，同比下降 3.04%。

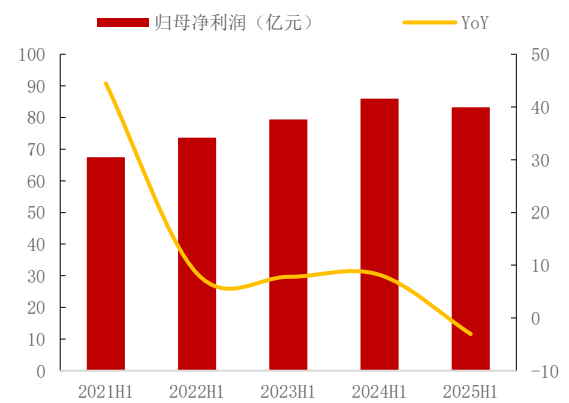
乳品 2025Q2 业绩基于低基数同比实现增长。分季度看，今年春节乳品动销平稳。二季度乳品需求弱复苏，叠加去年同期在减值损失等影响下业绩基数相对较低，乳品 Q2 业绩基于低基数同比实现增长。2025Q2，乳品板块实现营业总收入 464.50 亿元，同比增长 3.19%；实现归母净利润 29.72 亿元，同比增长 40.62%。

图 23：2021H1-2025H1 SW 乳品板块营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 24：2021H1-2025H1 SW 乳品板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 15：2025H1SW 乳品板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入（亿元）	营业总收入 YoY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YoY
2025Q1	501.09	0.08	53.54	-17.30
2025Q2	464.50	3.19	29.72	40.62

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

乳品板块 Q2 业绩表现分化。今年上半年乳品需求弱复苏，板块内部业绩表现分化。其中，伊利股份 2025H1 实现营业总收入 619.33 亿元，同比增长 3.37%；实现归母净利润 72.00 亿元，同比下降 4.39%。单季度看，公司去年积极去库存，虽然今年液奶需求弱复苏，但基于低基数公司 Q2 营收同比增长 5.77%至 289.15 亿元。利润端，原奶价格呈下降趋势，叠加去年减值损失基数低，公司 Q2 归母净利润同比增长 44.65%至 23.26 亿元，Q2 业绩增速季环比改善。妙可蓝多得益于与蒙牛爱氏晨曦业务协同，餐饮业务实现一定增长，Q2 收入环比有所提速。

表 16：2025H1SW 乳品板块上市公司业绩表现（亿元，%）

公司名称	2025H1 营业总收入	YoY	2025Q1 YoY	2025Q2 YoY	2025H1 归母净利润	YoY	2025Q1 YoY	2025Q2 YoY
伊利股份	619.33	3.37	1.35	5.77	72.00	-4.39	-17.71	44.65
光明乳业	124.72	-1.90	-0.76	-3.06	2.17	-22.53	-18.16	-29.49
新乳业	55.26	3.01	0.42	5.46	3.97	33.76	48.46	27.37
妙可蓝多	25.67	7.98	6.26	9.62	1.33	86.27	114.88	53.06
天润乳业	13.95	-3.30	-2.50	-3.94	-0.22	21.68	-1,713.36	258.54
贝因美	13.55	-4.37	1.01	-9.94	0.74	43.68	93.87	6.07
一鸣食品	14.01	2.12	1.75	2.45	0.32	21.73	28.38	17.45
佳禾食品	11.85	10.43	5.46	15.48	0.12	-82.10	-91.46	-64.06
皇氏集团	9.05	-13.07	-6.90	-18.33	-0.06	-549.66	10.05	-194.97
燕塘乳业	7.65	-10.26	-11.81	-9.01	0.35	-37.91	-46.17	-34.59
均瑶健康	7.66	1.38	1.41	1.36	0.07	-78.52	-58.29	-139.95
海融科技	5.12	-1.33	-5.58	2.75	0.03	-95.42	-79.89	-112.18
骑士乳业	6.68	41.18	55.88	26.40	0.16	-54.16	-38.70	-68.81
西部牧业	3.96	-12.45	-20.87	-3.23	-0.44	-26.48	-129.95	-11.86
三元股份	33.31	-13.77	-19.45	-7.38	1.83	43.33	20.85	73.05
庄园牧场	4.20	-1.31	-6.61	4.64	-0.28	68.50	41.85	96.02
品渥食品	3.71	-8.69	-15.10	-1.97	0.13	181.65	231.40	162.99
熊猫乳品	3.53	-2.16	-8.27	4.27	0.41	-12.76	-48.76	33.18
阳光乳业	2.37	-7.03	-3.62	-9.59	0.60	8.27	2.58	11.90

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

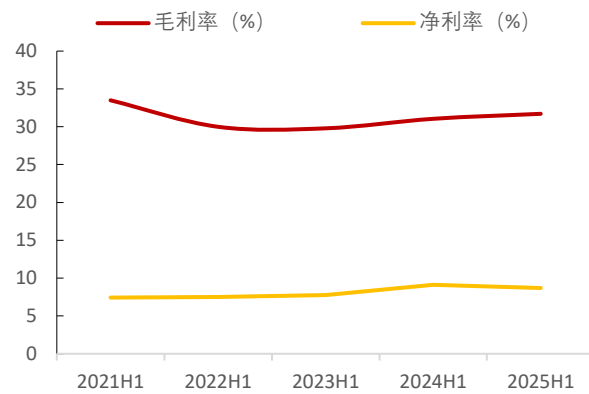
5.2 乳品板块 Q2 毛利率与净利率同比增加

乳品板块 Q2 毛利率与净利率同比增加。今年上半年乳品市场需求弱复苏，但生鲜乳价格整体呈下降态势，乳品板块 2025H1 毛利率同比增加 0.66 个百分点至 31.71%。受费用、税金等因素影响，2025H1 乳品板块净利率同比下降 0.43 个百分点至 8.68%。单二季度，部分乳企积极控费增效，乳品板块毛利率与净利率分别为 30.45%与 6.35%，同比分别增加 0.30 个百分点与增加 1.63 个百分点。其中，伊利股份受益于产品结构优化叠加生鲜乳等原材料成本下行，2025Q2 实现毛利率 34.19%，同比增加 0.61 个百分点；净利率同比增加 2.00 个百分点至 7.94%。

图 25：2021H1-2025H1 SW 乳品板块毛利率与净利

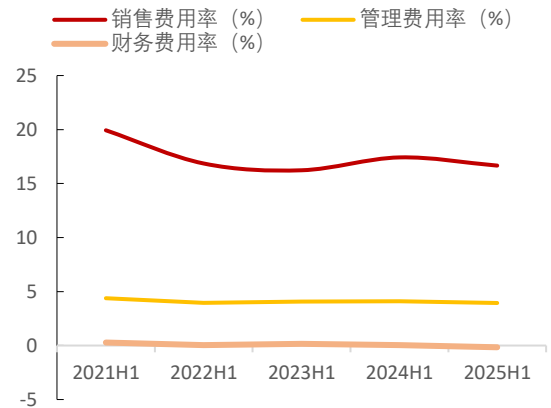
图 26：2021H1-2025H1 SW 乳品板块期间费用

率 (%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

率 (%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 17：2025H1SW 乳品板块上市公司毛利率与净利率 (%，百分点)

公司名称	2025H1 毛利率	2025Q2 毛利率	Q2 毛利率 同比变动	2025H1 净利率	2025Q2 净利率	Q2 净利率 同比变动
伊利股份	36.05	34.19	0.61	11.71	7.94	2.00
光明乳业	18.85	19.06	-0.97	1.85	1.30	0.05
新乳业	30.02	30.49	1.40	7.40	9.36	1.67
妙可蓝多	30.81	30.18	-5.83	5.18	3.79	0.14
天润乳业	16.87	18.68	0.70	-2.88	6.28	11.62
贝因美	45.27	44.99	5.78	5.92	5.53	0.87
一鸣食品	28.85	28.76	-0.74	2.30	2.53	0.32
佳禾食品	12.39	12.73	-5.02	1.28	1.64	-2.87
皇氏集团	26.43	25.26	-1.51	-0.48	-2.46	-2.45
燕塘乳业	26.03	27.46	0.20	4.61	6.19	-2.33
均瑶健康	32.55	32.11	1.80	0.38	-1.85	-4.51
海融科技	26.04	23.76	-13.64	0.61	-1.51	-14.11
骑士乳业	13.96	18.06	-3.26	1.12	1.04	-7.88
西部牧业	8.42	9.08	3.85	-9.02	-12.93	0.91
三元股份	24.55	24.74	-1.86	5.35	5.40	2.11
庄园牧场	21.01	22.09	16.41	-6.60	-0.81	20.88
品渥食品	17.20	15.91	-2.73	3.63	3.88	9.93
熊猫乳品	26.30	27.46	1.48	11.40	14.84	3.15
阳光乳业	39.87	43.27	5.42	24.94	28.49	4.41

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 18：2025H1SW 乳品板块上市公司期间费用率 (%，百分点)

公司名称	2025Q2 销售费用率	Q2 销售费用率 同比变动	2025Q2 管理费用率	Q2 管理费用率 同比变动	2025Q2 财务费用率	Q2 财务费用率 同比变动
伊利股份	19.87	-0.68	3.77	0.51	-0.75	-0.49
光明乳业	11.66	-0.19	3.55	-0.46	0.80	-0.19

新乳业	15.90	0.69	2.93	-0.94	0.77	-0.18
妙可蓝多	17.89	-5.11	6.29	0.57	0.99	-0.83
天润乳业	5.96	-0.22	3.43	0.38	0.93	-0.08
贝因美	29.10	5.41	7.32	-0.50	-0.36	-0.82
一鸣食品	19.71	-3.94	3.18	2.21	0.31	-0.05
佳禾食品	6.38	-0.62	2.80	-0.92	0.15	1.13
皇氏集团	13.83	3.11	7.94	0.03	4.63	-0.60
燕塘乳业	12.38	1.93	5.13	0.38	0.19	0.13
均瑶健康	23.69	9.32	9.35	0.02	0.06	0.14
海融科技	15.31	1.09	7.71	1.18	0.36	0.42
骑士乳业	1.15	0.20	6.02	-1.59	3.97	-0.45
西部牧业	3.08	-1.75	8.21	2.76	0.30	-0.45
三元股份	18.23	0.74	3.42	0.05	0.62	-0.34
庄园牧场	9.71	-5.47	8.89	0.41	1.83	-2.02
品渥食品	12.21	-10.13	3.13	-0.55	-4.86	-5.19
熊猫乳品	5.38	-0.36	7.13	0.63	-0.31	-0.11
阳光乳业	7.33	0.31	5.16	2.09	-3.03	-0.14

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

6. 零食板块：Q2 业绩表现分化

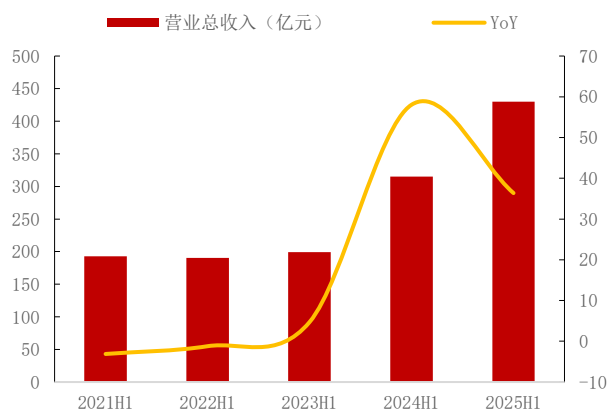
6.1 零食板块业绩表现分化

零食板块上半年营收同比实现双位数增长，归母净利润同比下降。2025H1，零食板块（SW 零食共 11 家样本公司，下同）实现营业总收入 429.78 亿元，同比增长 36.36%；实现归属于母公司股东的净利润 12.10 亿元，同比下降 10.12%。

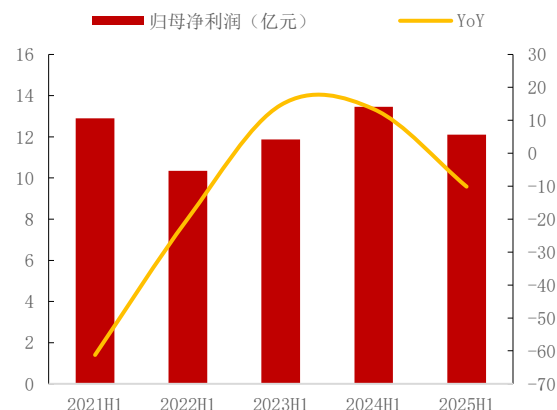
零食板块 Q2 营收增速提升。分季度看，由于今年春节较早，备货时间提前，2025Q1 零食板块实现营业总收入同比增长 30.96%。二季度为零食传统的销售淡季，板块内部公司表现分化，2025Q2 零食板块营业总收入同比增长 43.02%至 202.08 亿元。受部分原材料成本上行、促销费用增加等影响，零食板块 2025Q2 归母净利润为 3.12 亿元，同比增长 9.79%，增速慢于营收。

图 27：2021H1-2025H1SW 零食板块营业总收入与增速（亿元，%）

图 28：2021H1-2025H1SW 零食板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 19：2025H1SW 零食板块业绩单季度表现（亿元，%）

	营业总收入（亿元）	营业总收入 YoY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YoY
2025Q1	227.70	30.96	8.98	-15.44
2025Q2	202.08	43.02	3.12	9.79

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

零食公司 2025Q2 业绩表现分化，具备核心大单品与渠道优势的企业业绩具有比较优势。具体公司来看，由于不同零食公司的经营策略、产品渠道结构、原材料存在一定差异，Q2 板块内部公司业绩表现分化。目前线下零食量贩渠道维持较高景气，量贩零食龙头万辰集团二季度业绩维持双高位数增长。盐津铺子的核心大单品魔芋表现强势，三只松鼠 Q2 淡季收入相对稳定。相比而言，甘源食品、劲仔食品、良品铺子 Q2 营收承压，表现有所分化。

表 20：2025H1SW 零食板块上市公司业绩表现（亿元，%）

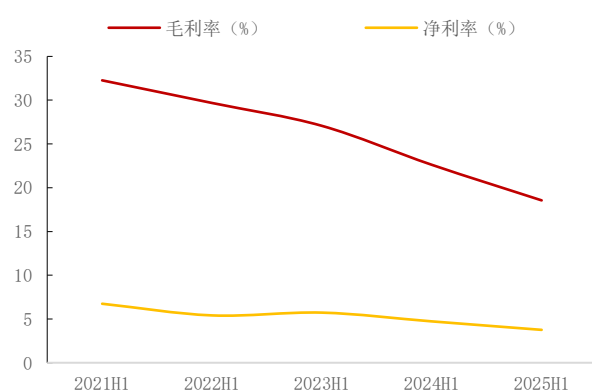
公司名称	2025H1 营业总收入	YoY	2025Q1 YoY	2025Q2 YoY	2025H1 归母净利润	YoY	2025Q1 YoY	2025Q2 YoY
万辰集团	225.83	106.89	124.02	93.29	4.72	50,358.80	3,344.13	4,940.33
良品铺子	28.29	-27.21	-29.34	-23.57	-0.94	-491.59	-157.85	-48.75
三只松鼠	54.78	7.94	2.13	22.77	1.38	-52.22	-22.46	-441.41
洽洽食品	27.52	-5.05	-13.76	9.69	0.89	-73.68	-67.88	-88.17
盐津铺子	29.41	19.58	25.69	13.54	3.73	16.70	11.64	21.75
来伊份	19.40	8.21	-1.23	21.92	-0.51	-439.60	-79.72	-36.07
黑芝麻	9.28	-4.65	-3.74	-5.46	0.08	-29.26	-29.61	-29.12
劲仔食品	11.24	-0.50	10.27	-10.37	1.12	-21.86	-8.21	-36.27
甘源食品	9.45	-9.34	-13.99	-3.37	0.75	-55.20	-42.21	-70.96
好想你	6.89	-15.64	-16.44	-14.42	-0.20	45.25	216.08	-22.15
有友食品	7.71	45.59	39.23	52.45	1.08	42.47	16.25	77.03

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

6.2 零食公司盈利能力表现不一

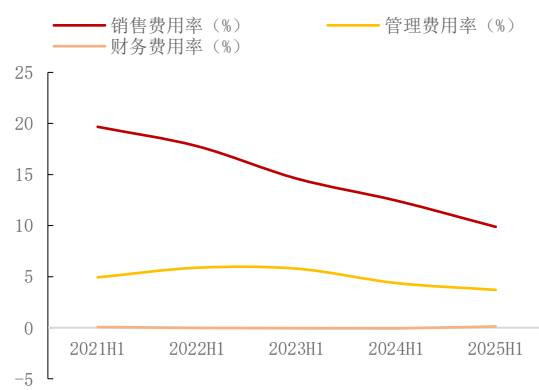
2025H1 零食板块盈利水平同比下滑。由于各零食公司经营的产品、原材料等存在差异，2025 年上半年零食板块毛利率为 18.55%，同比下降 4.07 个百分点。费用方面，随着渠道结构改革成效逐步显现，零食板块费用结构有所优化。2025H1，零食板块的销售费用率/管理费用率分别为 9.88%/3.70%，同比分别下降 2.57 个百分点/下降 0.67 个百分点。综合影响，2025H1 零食板块净利率为 3.76%，同比下降 0.97 百分点。单二季度，零食板块的毛利率与净利率分别为 17.66%/2.69%，同比分别下降 3.06 个百分点与增加 0.11 个百分点。具体公司看，多数公司在需求淡季影响下，Q2 毛利率同比出现下滑。甘源食品 Q2 净利率同比下降幅度较大主要系公司加大了品牌投放与薪酬费用。洽洽食品 Q2 盈利水平同比下降主要系原材料成本上涨，叠加促销活动与终端费用投放等因素影响。

图 29：2021H1-2025H1 SW 零食板块毛利率与净利率（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 30：2021H1-2025H1 SW 零食板块期间费用率（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 21：2025H1SW 零食板块上市公司毛利率与净利率（%，百分点）

公司名称	2025H1 毛利率	2025Q2 毛利率	Q2 毛利率 同比变动	2025H1 净利率	2025Q2 净利率	Q2 净利率 同比变动
万辰集团	11.41	11.76	0.66	3.85	4.10	2.87
良品铺子	24.42	24.07	-2.26	-3.33	-5.27	-2.54
三只松鼠	25.08	21.57	-0.33	2.47	-5.87	-4.57
洽洽食品	20.31	21.42	-3.56	3.24	0.99	-7.94
盐津铺子	29.66	30.97	-1.98	12.57	13.79	0.79
来伊份	32.61	30.21	-10.73	-2.27	-6.58	0.13
黑芝麻	22.01	23.93	1.96	1.36	2.26	0.31
劲仔食品	29.45	28.93	-1.83	10.02	8.42	-3.55
甘源食品	33.61	32.79	-1.58	7.87	4.90	-11.58
好想你	29.50	22.81	5.19	-2.88	-21.56	-6.30
有友食品	27.57	28.04	-2.16	14.07	14.99	2.08

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

表 22：2025H1SW 零食板块上市公司期间费用率（%，百分点）

公司名称	2025Q2 销售费用率	Q2 销售费用率 同比变动	2025Q2 管理费用率	Q2 管理费用率 同比变动	2025Q2 财务费用率	Q2 财务费用率 同比变动
万辰集团	2.88	-1.98	2.99	-0.43	0.09	-0.06
良品铺子	25.71	2.38	5.06	-1.69	0.17	0.22
三只松鼠	24.16	3.06	5.16	1.63	0.17	-0.02
洽洽食品	14.07	4.03	7.14	-0.53	0.10	2.31
盐津铺子	9.84	-3.70	3.67	-1.12	0.52	0.26
来伊份	25.03	-7.23	10.63	-4.08	0.51	-0.08
黑芝麻	11.76	2.82	6.21	0.26	1.70	-1.02
劲仔食品	14.32	2.23	4.64	1.23	-0.37	0.14
甘源食品	19.97	6.42	5.46	1.36	-0.60	0.21
好想你	21.62	-2.48	7.55	-2.35	-0.40	1.48
有友食品	8.02	-4.10	3.17	-1.13	0.00	-0.04

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

7. 投资策略

维持对行业的超配评级。白酒板块：二季度白酒消费场景受损，多数酒企业绩承压，行业加速出清。贵州茅台作为白酒龙头上半年业绩稳健增长，彰显品牌韧性。次高端与区域白酒 Q2 业绩同比均出现不同程度下滑。目前即将进入中秋国庆消费旺季，关注旺季动销反馈。标的方面，建议关注确定性强的高端白酒贵州茅台（600519）、五粮液（000858）等；次高端与区域白酒可以关注山西汾酒（600809）、古井贡酒（000596）等。**大众品板块：**大众品由于各子板块的影响因素不同，经营节奏亦存在差异，内部业绩延续分化态势，部分板块 Q2 业绩改善。业绩具备确定性、存在边际改善预期、高性价比的板块可重点关注。啤酒板块关注成本下行、产品结构优化等指标。调味品板块可以重点关注餐饮消费力修复、成本等。7 月 28 日，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《育儿补贴制度实施方案》，明确从 2025 年 1 月 1 日起，对符合法律法规规定生育的 3 周岁以下婴幼儿发放补贴，育儿补贴按年发放，现阶段国家基础标准为每孩每年 3600 元，发放补贴至婴幼儿年满 3 周岁。在育儿补贴带动下，人口改善预期提升，乳品需求有望提振。零食板块持续关注核心大单品、零食量贩、线上渠道等带来的增量贡献。标的方面，可重点关注青岛啤酒（600600）、海天味业（603288）、伊利股份（600887）、东鹏饮料（605499）等。

表 23：重点公司盈利预测及投资评级（2025/9/4）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS（元）			PE			评级	评级变动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
600519	贵州茅台	1472.66	68.86	74.85	80.01	21.39	19.67	18.41	买入	维持
000858	五粮液	125.51	8.21	8.25	8.64	15.29	15.21	14.53	买入	维持
000568	泸州老窖	134.09	9.15	8.82	9.39	14.65	15.20	14.28	买入	维持
600809	山西汾酒	197.26	10.04	9.77	10.41	19.65	20.19	18.95	买入	维持
000799	酒鬼酒	65.20	0.04	0.25	0.44	1630.00	260.80	148.18	买入	维持
000596	古井贡酒	164.38	10.44	10.84	11.84	15.75	15.16	13.88	买入	维持

603288	海天味业	40.42	1.08	1.21	1.32	37.43	33.40	30.62	买入	维持
600872	中炬高新	18.97	1.14	1.07	1.22	16.64	17.73	15.55	买入	维持
600600	青岛啤酒	67.70	3.19	3.52	3.85	21.22	19.23	17.58	买入	维持
000729	燕京啤酒	12.34	0.37	0.53	0.64	33.35	23.28	19.28	买入	维持
600887	伊利股份	28.16	1.34	1.75	1.87	21.01	16.09	15.06	买入	维持
002847	盐津铺子	73.38	2.35	2.98	3.70	31.23	24.62	19.83	买入	维持
605499	东鹏饮料	296.47	6.40	8.60	10.86	46.32	34.47	27.30	买入	维持

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

8. 风险提示

（1）**原材料价格波动风险**。行业原材料价格存在波动的风险，若原材料价格上涨幅度较大，将增加企业的成本压力，进而对业绩产生一定影响。

（2）**产品提价不及预期**。后续若受终端需求不景气等因素扰动，企业提价节奏或将受到影响。

（3）**渠道开展不及预期**。为扩大市场竞争力，行业中的公司积极进行渠道布局，扩张全国业务区域。若后续受经销商信心等因素影响而不能顺利开拓销售市场，将一定程度上影响公司渠道扩张进展。

（4）**行业竞争加剧**。目前我国食品饮料行业中的部分子板块市场竞争格局相对分散，市场竞争较为激烈。市场竞争加剧或一定程度上影响市场竞争格局，进而影响行业盈利水平。

（5）**食品安全风险**。食品安全问题是社会普遍关注的重要问题之一。若板块发生食品安全及品质问题，将对行业产生一定的负面影响。

（6）**宏观经济波动**。若后续宏观经济产生波动，则会一定程度上影响居民消费水平，进而对需求有所影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、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。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn