

食品饮料

报告日期：2025 年 11 月 19 日

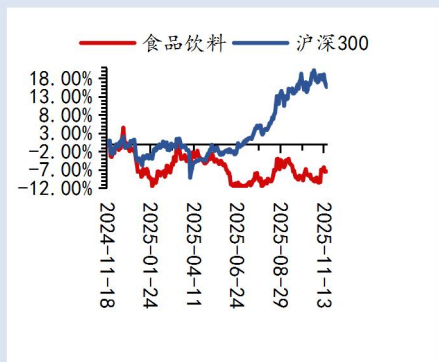
白酒报表端承压，关注高质量增长的大众品龙头

——食品饮料行业 2025 年三季度报综述

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一食品饮料行业周报》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：

- **2025Q1-Q3**，食品饮料行业营收小幅微增，归母净利润下滑 4.58%，单三季度报表端承压，营收和利润同比环比下降。2025 前三季度，申万一级食品饮料行业上市公司整体实现营业收入 8309.16 亿元，同比微增 0.17%；归母净利润 1711.64 亿元，同比下滑 4.58%；2025 年单三季度，食品饮料行业实现营业收入 2500.62 亿元，同比下滑 4.75%，环比下滑 1.62%，归母净利润 434.96 亿元，同比下滑 14.61%，环比下滑 5.34%，三季度报表端增速明显拖累全年。
- 在宏观政策持续发力带动内需板块提振的背景下，中长期消费信心改善，食品饮料板块有望迎来业绩和估值的修复。2025 年两会期间提出，“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”系 2025 年政府工作首要任务。2025 年 3 月 16 日，中共中央办公厅、国务院办公厅联合印发《提振消费专项行动方案》，从 8 个方面提出 30 项具体措施，系统部署提振消费行动。2025 年 10 月 23 日，新华社授权发布《中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议公报》（以下简称“《公报》”）提出，“建设强大国内市场，加快构建新发展格局。坚持扩大内需这个战略基点，坚持惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合，以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，促进消费和投资、供给和需求良性互动，增强国内大循环内生动力和可靠性。要大力提振消费，扩大有效投资，坚决破除阻碍全国统一大市场建设的卡点堵点。”
- **白酒**：2025Q3 白酒行业报表端承压，上市公司整体营收和归母净利润呈下滑态势。2025 年 5 月，中共中央、国务院修订《党政机关厉行节约反对浪费条例》，把“工作餐不得提供高档菜肴，不得提供香烟，不上酒”写进行政法规，消费场景的限制带来白酒政商务消费需求的进一步收缩。品牌方面，茅台、汾酒等名酒表现相对较好。白酒行业在产品 and 市场策略方面正在发生深刻的变化，三季报业绩承压，渠道加速出清。
- **大众品**：2025 年三季度啤酒行业整体需求保持稳健，成本红利叠加行业积极降本增效，利润增幅大于收入增长。零食行业龙头具备大单品和渠道扩张能力，延续较高景气度。软饮料板块景气度较高，三季度旺季，行业实现亮眼增长，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，延续高势能增长。乳品板块需求端延续弱复苏，成本端原奶价格止跌，乳制品行业仍面临供需不平衡的现状，但总体呈边际改善态势。调味品板块持续复苏，在下游餐饮行业较疲软的环境下，行业竞争激烈，分化加剧，龙头增速好于行业整体。

- **食品饮料板块估值震荡筑底，位于较低位置。**截至 2025 年 11 月 6 日，申万一级食品饮料指数 PE（TTM）为 22.1X，申万三级子行业中，市盈率（TTM）分别为白酒（19.5X）、啤酒（21.1X）、调味品（30.6X）、乳品（29.2X）、预加工食品（25.2X）、软饮料（28.7X）、零食（38.5X）、烘焙食品（32.5X）、其他酒类（64.3X），白酒三季报业绩压力集中释放，大众品分化加剧。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。白酒建议关注一是高端白酒贵州茅台、泸州老窖、五粮液；二是具备韧性的区域龙头山西汾酒、古井贡酒；大众品建议关注业绩增长具备确定性，竞争优势突出的行业龙头东鹏饮料、盐津铺子、伊利股份、妙可蓝多、西麦食品、海天味业、百润股份。
- **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	2025/11/10	EPS（元）				PE				投资评级
		股价（元）	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
600519.SH	贵州茅台	1,462.30	68.64	74.38	80.86	88.39	22.2	19.7	18.1	16.5	增持
600809.SH	山西汾酒	198.99	10.04	10.04	10.68	11.66	18.4	19.8	18.6	17.1	未评级
605499.SH	东鹏饮料	276.89	6.40	8.51	10.88	13.27	38.8	32.5	25.4	20.9	买入
000568.SZ	泸州老窖	142.49	9.18	8.21	8.58	9.32	13.7	17.3	16.6	15.3	未评级
000596.SZ	古井贡酒	162.50	10.44	9.26	9.93	11.12	16.6	17.5	16.4	14.6	未评级
002847.SZ	盐津铺子	77.08	2.36	2.93	3.72	4.37	26.7	26.3	20.7	17.6	买入
000858.SZ	五粮液	120.80	8.21	9.33	10.3	7.91	17.1	12.9	11.7	15.3	增持
603288.SH	海天味业	38.65	1.14	1.26	1.4	1.57	40.2	30.7	27.6	24.6	增持
002956.SZ	西麦食品	23.40	0.60	0.72	0.88	1.28	27.9	32.5	26.6	18.3	增持
002568.SZ	百润股份	25.16	0.69	0.70	0.80	0.93	40.9	36.1	31.3	27.0	未评级
600887.SH	伊利股份	28.27	1.33	1.83	1.99	2.09	22.7	15.4	14.2	13.5	增持
600882.SH	妙可蓝多	26.76	0.22	0.42	0.55	0.66	80.7	63.7	48.7	40.5	增持

数据来源：iFinD，华龙证券研究所（贵州茅台、妙可蓝多、东鹏饮料、海天味业盈利预测来源于华龙证券研究所，盐津铺子、五粮液、西麦食品、伊利股份 2025-2026 年盈利预测来源于华龙证券研究所，其他数据来源于 iFinD）。

内容目录

1 食品饮料：2025Q3 营收和归母净利润同比环比下降	4
2 子板块：白酒持续承压，大众品分化加剧，龙头更具韧性	6
2.1 白酒：2025Q3 报表端承压	6
2.2 啤酒：成本红利带来利润持续改善	8
2.3 零食：三季度零食营收和归母净利润实现正增长	9
2.4 软饮料：业绩表现分化，东鹏饮料持续高增	11
2.5 乳品：需求端依然承压，成本端原奶价格止跌	12
2.6 调味品：行业竞争加剧，龙头表现较优	15
3 投资建议	17
4 风险提示	18

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）	17

表目录

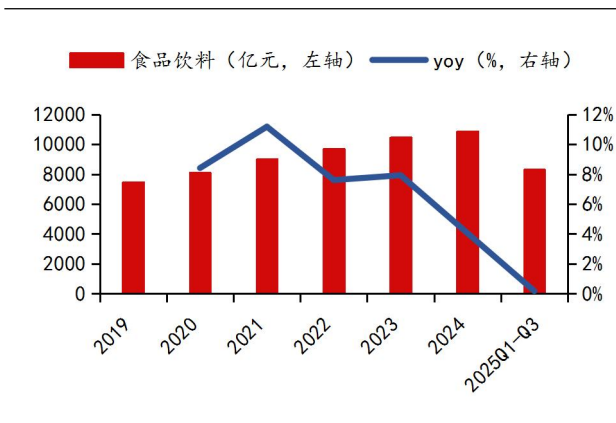
表 1：子行业营收和归母净利润及同比（亿元，%）	4
表 2：子行业单季度营业收入增速（%）	5
表 3：子行业单季度归母净利润增速（%）	5
表 4：2025Q1-Q3 白酒重点公司财务指标（亿元，%）	7
表 5：2025 单三季度白酒重点公司财务指标（亿元，%）	7
表 6：2025Q1-Q3 啤酒重点公司财务指标（亿元，%）	9
表 7：2025 年单三季度啤酒重点公司财务指标（亿元，%）	9
表 8：2025Q1-Q3 零食重点公司财务指标（亿元，%）	10
表 9：2025 年单三季度零食重点公司财务指标（亿元，%）	11
表 10：2025Q1-Q3 软饮料重点公司财务指标（亿元，%）	12
表 11：2025 年单三季度软饮料重点公司财务指标（亿元，%）	12
表 12：2025Q1-Q3 乳品重点公司财务指标（亿元，%）	14
表 13：2025 年单三季度乳品重点公司财务指标（亿元，%）	14
表 14：2025Q1-Q3 调味品重点公司财务指标（亿元，%）	16
表 15：2025 年单三季度调味品重点公司财务指标（亿元，%）	16
表 16：重点关注公司及盈利预测	18

1 食品饮料：2025Q3 营收和归母净利润同比环比下降

2025Q1-Q3，食品饮料行业营收小幅微增，归母净利润下滑 4.58%，单三季度报告端承压，营收和利润同比环比下降。2025 前三季度，申万一级食品饮料行业上市公司整体实现营业收入 8309.16 亿元，同比微增 0.17%；归母净利润 1711.64 亿元，同比下滑 4.58%；2025 年单三季度，食品饮料行业实现营收 2500.62 亿元，同比下滑 4.75%，环比下滑 1.62%，归母净利润 434.96 亿元，同比下滑 14.61%，环比下滑 5.34%，三季度报表端增速明显拖累全年。

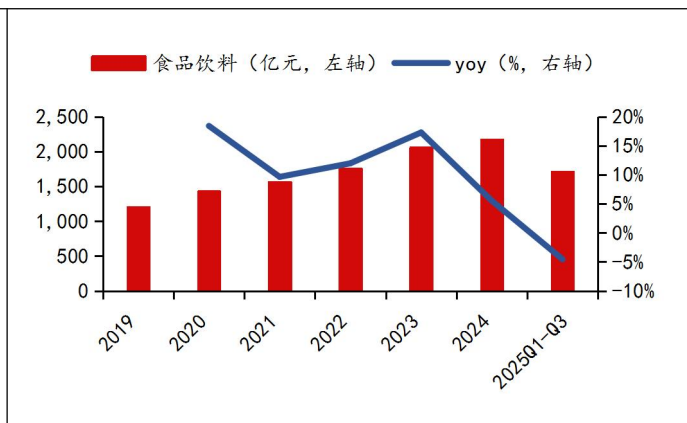
2025 年两会期间提出，“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”系 2025 年政府工作首要任务。2025 年 3 月 16 日，中共中央办公厅、国务院办公厅联合印发《提振消费专项行动方案》，从 8 个方面提出 30 项具体措施，系统部署提振消费行动。2025 年 10 月 23 日，新华社受权发布《中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议公报》（以下简称“《公报》”）提出，“建设强大国内市场，加快构建新发展格局。坚持扩大内需这个战略基点，坚持惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合，以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，促进消费和投资、供给和需求良性互动，增强国内大循环内生动力和可靠性。要大力提振消费，扩大有效投资，坚决破除阻碍全国统一大市场建设的卡点堵点。”在宏观政策持续发力带动内需板块提振的背景下，中长期消费信心改善，食品饮料板块有望迎来业绩和估值的修复。

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：子行业营收和归母净利润及同比（亿元，%）

	2025Q1-Q3				2025Q3			
	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比 (%)	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比 (%)
肉制品	793.94	0.37%	41.10	-7.31	267.59	-4.08	13.92	-23.89
预加工食品	292.11	-0.80%	19.54	-8.36	94.05	1.57	4.86	5.44
保健品	170.04	-2.81%	17.60	8.16	57.61	11.94	4.45	83.09
白酒	3177.79	-5.90%	1225.71	-6.93	779.76	-18.46	280.11	-22.22

	2025Q1-Q3				2025Q3			
	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比 (%)	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比 (%)
啤酒	620.52	2.02%	94.84	11.82	203.20	0.56	29.46	11.30
其他酒类	77.84	-3.71%	9.10	-7.43	24.32	-2.73	2.08	9.52
软饮料	298.14	10.93%	55.99	14.69	106.18	14.44	20.61	36.61
乳品	1419.13	0.86%	118.28	-2.04	455.10	-0.77	35.01	0.44
零食	673.61	30.97%	20.46	-3.31	243.84	22.42	8.35	8.62
烘焙食品	182.54	-0.70%	13.48	-17.48	72.28	-1.39	7.53	-16.63
熟食	81.53	-10.93%	5.75	-33.55	28.76	-6.92	2.19	-29.84
调味发酵品	521.97	3.87%	89.80	6.29	167.91	2.29	26.39	2.36

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 2：子行业单季度营业收入增速 (%)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
肉制品	5.32	-2.69	-9.07	-22.13	-8.56	-7.74	0.49	4.98	1.93	3.67	-4.08
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	1.57
保健品	25.19	9.20	5.76	6.30	-5.98	-4.77	-16.36	-8.75	-14.65	-2.88	11.94
白酒Ⅲ	15.85	17.85	15.59	15.02	14.68	10.65	0.52	1.12	1.60	-5.11	-18.46
啤酒	12.98	8.45	1.81	-3.40	-0.78	-1.63	-3.26	1.47	3.73	1.84	0.56
其他酒类	-1.22	28.08	9.29	13.95	-2.41	-2.88	-7.77	-12.38	-4.33	-3.92	-2.73
软饮料	12.67	16.28	17.09	7.53	14.40	14.37	9.14	12.88	2.41	17.82	14.44
乳品	6.25	1.98	2.34	-2.28	-3.84	-13.61	-8.83	-5.58	0.15	3.27	-0.77
零食	-6.92	21.93	40.45	36.64	64.31	50.95	58.02	52.08	30.96	43.02	22.42
烘焙食品	8.55	4.47	11.21	10.68	6.14	-0.67	-4.26	-1.13	-0.54	0.07	-1.39
熟食	6.81	7.29	3.40	0.18	-7.86	-8.11	-10.12	-18.45	-11.84	-13.99	-6.92
调味发酵品	5.72	0.91	6.21	-3.64	7.33	4.70	9.55	12.64	3.36	6.08	2.29

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 3：子行业单季度归母净利润增速 (%)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
肉制品	-1.88	-55.07	-31.21	-126.65	-22.40	86.79	23.43	304.06	7.30	1.41	-23.89
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	5.44
保健品	41.37	6.54	1.43	86.60	-18.12	-49.48	-65.36	-195.28	-22.94	36.45	83.09
白酒Ⅲ	19.16	19.68	17.97	18.66	15.75	11.76	2.05	-3.35	2.26	-7.50	-22.22
啤酒	28.41	17.22	11.95	-24.49	16.27	10.75	-2.05	-13.70	10.89	12.81	11.30
其他酒类	28.18	96.59	88.19	144.11	-30.04	-3.16	-44.96	-7.51	-1.58	-28.18	9.52
软饮料	41.54	32.93	20.85	-42.56	26.93	27.56	18.24	145.09	-3.82	18.80	36.61
乳品	2.07	15.01	44.19	44.12	54.45	-43.59	1.58	-244.98	-17.30	40.62	0.44
零食	27.63	-14.87	-10.77	55.36	15.70	5.63	60.18	18.60	-15.44	9.79	8.62
烘焙食品	16.84	63.73	28.86	-24.50	5.34	-8.77	-5.88	-24.41	-18.51	-18.56	-16.63
熟食	42.25	103.07	38.15	-94.17	15.20	5.97	-4.96	-194.68	-28.62	-41.47	-29.84

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
调味发酵品	5.68	-72.31	5.90	263.94	10.87	238.60	15.25	-45.93	7.17	9.13	2.36

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2 子板块：白酒持续承压，大众品分化加剧，龙头更具韧性

2.1 白酒：2025Q3 报表端承压

2025Q3 白酒行业报表端承压，上市公司整体营收和归母净利润呈下滑态势。2025 年 5 月，中共中央、国务院修订《党政机关厉行节约反对浪费条例》，把“工作餐不得提供高档菜肴，不得提供香烟，不上酒”写进行政法规，消费场景的限制带来白酒政商务消费需求的进一步收缩。根据酒业家调研山东、河南、江苏、安徽、湖北等主流区域市场白酒动销情况发现，中秋国庆传统双节动销旺季期间，白酒动销整体下滑 20%-30%，具体来看地域分化显著：河南、山东、江苏等传统白酒消费大省表现相对稳健，动销下滑程度好于全国平均水平，但广东、安徽等地动销下滑幅度普遍超 20%。品牌方面，茅台、汾酒等名酒表现相对较好，多地区茅台 1935、汾酒系列、红花郎、水晶剑出货量稳定，高端商务定位的产品受到的影响更为显著。白酒行业在产品 and 市场策略方面正在发生深刻的变化，三季报业绩承压，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：2025Q3 贵州茅台实现业绩同比微增，五粮液同比下滑较多。2025Q1-Q3 高端白酒贵州茅台/五粮液/泸州老窖分别实现营业收入 1284.54 亿元/609.45 亿元/231.27 亿元，同比变化+6.36%/-10.26%/-4.84%，归母净利润 646.27 亿元/215.11 亿元/107.62 亿元，同比变化+6.25%/-13.72%/-7.17%，毛利率分别为 91.29%/74.93%/87.11%，同比变化-0.24pct/-2.13pct/-1.32pct；净利率分别为 52.08%/36.45%/46.67%，同比变化-0.11 pct /-1.75pct/-1.09pct。2025Q3 贵州茅台/五粮液/泸州老窖分别实现营业收入 390.64 亿元/81.74 亿元/66.74 亿元，同比变化+0.56%/-52.66%/-9.80%，归母净利润 192.24 亿元/20.19 亿元/30.99 亿元，同比变化+0.48%/-65.62%/-13.07%，毛利率分别为 91.28%/62.64%/87.17%，同比变化 +0.23pct/-13.53pct/-0.95pct；净利率分别为 50.97%/25.41%/46.62%，同比变化-0.14 pct /-10.01pct/-1.52pct，贵州茅台彰显龙头韧性。

次高端白酒：次高端价格带内部延续分化趋势，2025Q1-Q3 山西汾酒业绩实现微增，其他酒企报表端承压。2025Q1-Q3 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 329.24 亿元/180.90 亿元/37.02 亿元 /23.48 亿元 /7.60 亿元，同比变化+5.00%/-34.26%/-17.00%/-38.01%/-36.21%，归母净利润分别为 114.05 亿元 /39.75 亿元 /4.72 亿元 /3.26 亿元 /-0.10 亿元，同比变化+0.48%/-53.66%/-29.43%/-71.02%/-117.36%，毛利率分别为

76.10%/71.10%/64.73%/80.18%/66.66%，净利率分别为34.78%/21.90%/12.69%/13.88%/-1.29%，山西汾酒毛利率小幅微增0.07pct，净利率下降1.45pct，其他酒企毛利率和净利率均呈下降态势。2025Q3山西汾酒营收同比增长4.05%，归母净利润小幅下滑1.38%，酒鬼酒营收同比增长0.78%，归母净利润处于亏损状态，其他次高端白酒单三季度营收和归母净利润同比均呈双位数下滑态势。

地产酒：2025Q1-Q3古井贡酒、老白干酒和金徽酒营收和归母净利润均呈同比下滑态势。2025年Q1-Q3古井贡酒、老白干酒和金徽酒分别实现营业收入164.25亿元/33.30亿元/23.06亿元，同比分别下滑13.87%/18.53%/0.97%；归母净利润39.60亿元/4.00亿元/3.24亿元，同比分别下滑16.57%/28.04%/2.78%，毛利率分别为79.87%/66.29%/64.65%，同比变化+0.16pct/+0.08pct/+0.51pct；净利率分别为24.86%/12.02%/13.56%，同比变化-0.82pct/-1.59pct/-0.56pct，公司净利率均呈下降态势。2025Q3古井贡酒、老白干酒和金徽酒营收和归母净利润同比均有一定下滑。

表 4：2025Q1-Q3 白酒重点公司财务指标（亿元，%）

	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	1,284.54	6.36	646.27	6.25	91.29	-0.24	52.08	-0.11
五粮液	609.45	-10.26	215.11	-13.72	74.93	-2.13	36.45	-1.75
山西汾酒	329.24	5.00	114.05	0.48	76.10	0.07	34.78	-1.45
洋河股份	180.90	-34.26	39.75	-53.66	71.10	-2.71	21.90	-9.26
泸州老窖	231.27	-4.84	107.62	-7.17	87.11	-1.32	46.67	-1.09
古井贡酒	164.25	-13.87	39.60	-16.57	79.87	0.16	24.86	-0.82
今世缘	88.81	-10.66	25.49	-17.39	73.76	-0.51	28.70	-2.34
顺鑫农业	58.69	-19.79	0.77	-79.85	33.35	-2.90	1.46	-3.86
迎驾贡酒	45.16	-18.09	15.11	-24.67	72.58	-1.70	33.54	-2.94
舍得酒业	37.02	-17.00	4.72	-29.43	64.73	-3.17	12.69	-2.26
口子窖	31.74	-27.24	7.42	-43.39	70.96	-3.81	23.38	-6.67
老白干酒	33.30	-18.53	4.00	-28.04	66.29	0.08	12.02	-1.59
水井坊	23.48	-38.01	3.26	-71.02	80.18	-2.75	13.88	-15.82
金徽酒	23.06	-0.97	3.24	-2.78	64.65	0.51	13.56	-0.56
伊力特	12.99	-21.46	1.37	-43.06	49.01	-3.34	10.40	-4.36
酒鬼酒	7.60	-36.21	-0.10	-117.36	66.66	-5.15	-1.29	-6.03
天佑德酒	8.80	-10.79	0.22	-62.03	58.48	-0.87	2.49	-3.34
金种子酒	6.28	-22.08	-1.01	-0.97	43.26	4.59	-16.00	-3.74
皇台酒业	0.87	-23.25	-0.07	-131.54	65.36	-0.55	-8.15	-27.93

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 5：2025 单三季度白酒重点公司财务指标（亿元，%）

	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
--	------------	---------------	-------------	----------------	----------	--------------	-------	--------------

	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	390.64	0.56	192.24	0.48	91.28	0.23	50.97	-0.14
五粮液	81.74	-52.66	20.19	-65.62	62.64	-13.53	25.41	-10.01
山西汾酒	89.60	4.05	28.99	-1.38	74.63	0.33	32.66	-1.44
泸州老窖	66.74	-9.80	30.99	-13.07	87.17	-0.95	46.62	-1.52
古井贡酒	25.45	-51.65	2.99	-74.56	79.83	1.96	12.02	-11.12
洋河股份	32.95	-29.01	-3.69	-158.38	53.52	-12.72	-11.32	-24.84
今世缘	19.30	-26.78	3.20	-48.69	75.04	-0.55	16.60	-7.09
水井坊	8.50	-58.91	2.21	-75.01	81.81	-2.76	25.95	-16.70
迎驾贡酒	13.56	-20.76	3.81	-39.01	70.17	-5.67	28.11	-8.26
顺鑫农业	12.76	-21.72	-0.96	-136.75	29.73	-6.52	-7.41	-5.15
老白干酒	8.49	-47.55	0.79	-68.48	61.37	-5.40	9.36	-6.21
口子窖	6.43	-46.23	0.27	-92.55	62.66	-9.25	4.20	-26.09
舍得酒业	10.00	-15.88	0.29	-63.18	62.09	-1.57	2.83	-3.51
金徽酒	5.46	-4.89	0.26	-33.02	61.44	0.31	4.07	-2.30
伊力特	2.29	-29.44	-0.25	-158.52	47.64	-12.21	-11.85	-25.28
天佑德酒	2.07	-9.28	-0.30	-33.73	57.90	-1.17	-14.35	-4.59
酒鬼酒	1.98	0.78	-0.19	70.93	61.22	-2.81	-9.45	23.32
金种子酒	1.44	3.73	-0.28	74.42	44.53	28.85	-19.59	59.92
皇台酒业	0.29	-38.83	-0.02	-107.02	66.66	-0.54	-6.47	-61.83

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.2 啤酒：成本红利带来利润持续改善

2025 年三季度行业整体需求保持稳健，成本红利叠加行业降本增效，利润提升显著。2025Q1-Q3 啤酒板块实现营收 620.52 亿元，同比增长 2.02%，归母净利润 94.84 亿元，同比增长 11.82%。2025Q3 啤酒板块实现营收 203.20 亿元，同比增长 0.56%，归母净利润 29.46 亿元，同比增长 11.30%，利润增幅大于收入增长，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：2025Q3 公司实现营收 88.76 亿元，同比下降 0.17%；归母净利润 13.70 亿元，同比增长 1.62%，2025Q1-Q3 公司实现营收 293.67 亿元，同比增长 1.41%，归母净利润 52.74 亿元，同比增长 5.70%。2025 前三季度公司累计实现产品销量 689.4 万千升，同比增长 1.6%，其中：主品牌青岛啤酒实现产品销量 399 万千升，同比增长 4.1%；中高端以上产品实现销量 293.5 万千升，同比增长 5.6%。公司加力提速高质量发展，充分发挥青岛啤酒的品牌、品质和渠道网络优势，加快产品结构调整优化升级，持续创新优化营销运作模式，积极开拓海内外市场。公司坚持全渠道发力，以精细化运营不断夯实主流渠道市场地位，加速开发新兴渠道，线上业务持续巩固提升；通过创新营销模式和多场景营销实践，提升消费者体验，强化消费者互动，带动产品消费扩容升级，多措并举实现了公司盈利能力

的持续提升。

燕京啤酒：2025 年前三季度，公司实现啤酒销量 349.52 万千升（含托管经营），同比增长 1.39%；实现营业收入 1,343,282.98 万元，同比增长 4.57%；实现利润总额 240,360.16 万元，同比增长 36.18%；实现归属于上市公司股东的净利润 177,045.53 万元，同比增长 37.45%，经营基础面稳定向好，公司主动践行高质量发展理念，以改革变革为主线，积极探寻创新实践路径，实现整体业绩和综合实力的系统性提升。2025 前三季度，公司坚定大单品战略执行，燕京 U8 继续保持良好增长态势，有力带动产品结构升级、市场形态焕新和盈利水平提升。同时，公司着力攻坚关键业务领域，深化卓越管理体系建设，以“全渠道融合+区域深耕”夯实市场增长基础，加快供应链智能化转型和数字化建设步伐，有效促进全链条效率提升。

表 6：2025Q1-Q3 啤酒重点公司财务指标（亿元，%）

	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
重庆啤酒	130.59	-0.03	12.41	-6.83	50.17	0.97	19.01	-1.40
惠泉啤酒	5.76	-2.59	0.99	23.70	37.58	3.06	17.17	3.60
青岛啤酒	293.67	1.41	52.74	5.70	43.66	1.89	18.40	0.68
燕京啤酒	134.33	4.57	17.70	37.45	47.19	2.10	15.32	3.53
珠江啤酒	50.73	3.81	9.44	17.05	51.51	2.19	18.85	1.99

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 7：2025 年单三季度啤酒重点公司财务指标（亿元，%）

	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
重庆啤酒	42.20	0.41	3.76	-12.71	50.87	1.70	17.90	-2.74
惠泉啤酒	2.24	-7.77	0.59	22.51	41.55	5.68	26.49	6.47
青岛啤酒	88.76	-0.17	13.70	1.62	43.56	1.44	16.09	0.24
燕京啤酒	48.75	1.55	6.68	26.00	50.15	2.16	16.17	2.79
珠江啤酒	18.75	-1.34	3.32	8.16	50.93	1.16	17.83	1.36

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.3 零食：三季度零食营收和归母净利润实现正增长

2025Q3 申万一级零食板块营收和归母净利润实现正增长，收入增速快于利润。2025Q1-Q3 零食板块实现营业收入 673.61 亿元，同比增长 30.97%；归母净利润 20.46 亿元，同比下滑 3.31%，降幅较上半年进一步收窄。单三季度来看，零食板块实现营收 243.84 亿元，同比增长 22.42%，归母净利润 8.35 亿元，同比增长 8.62%，零食行业龙头具备大单品和渠道扩张能力，延续较高景气度。

盐津铺子：公司前三季度实现收入 44.27 亿元，同比增长 14.67%；实现归母净利润 6.05 亿元，同比增长 22.63%；其中，第三季度，实现收入

14.86 亿元，同比增长 6.05%；归母净利润 2.32 亿元，同比增长 33.55%；第三季度收入、利润均实现同比、环比的稳健增长。公司除魔芋保持强劲增长外，深海零食、休闲豆制品收入稳健增长；鹤鹑蛋通过研发创新，塘心鹤鹑蛋上市即上榜“山姆新品热卖榜”。高毛利产品的收入占比上升，提升了公司的净利率、毛利率。渠道方面，定量流通渠道 Q3 持续高增长，定量流通渠道目前的重点策略是头部售点的渠道精耕，通过陈列面、堆头，持续进行品牌建设；零食量贩渠道仍有较大成长空间，公司该渠道的收入增长具备可持续性；电商主动调整产品结构，梳理大量贴牌产品，回归“供应链电商”的本质，电商渠道 Q3 收入同比下滑 40%，未来，电商将成为公司的大单品的品牌打造渠道；公司具备多品类优势，已为山姆、奥乐齐、盒马、麦德龙等会员超市和小象、快乐猴、朴朴等即时零售生产定制/共创型产品，持续渠道渗透。

有友食品：公司收入利润实现亮眼增速。2025 年前三季度收入 12.45 亿元，同比+40.39%；归母净利润 1.74 亿元，同比+43.34%，Q3 收入 4.74 亿元，同比+32.70%；归母净利润 0.65 亿元，同比+44.79%，扣非净利润 0.61 亿元，同比+39.31%。泡椒凤爪系公司核心产品，未来公司将持续通过品质升级、风味创新及渠道深耕巩固优势，同时围绕消费者需求优化产品矩阵，提升整体竞争力。高势能的山姆渠道贡献公司较多增量空间，未来公司将继续推动高质量发展，同时深化全渠道建设与精细化运营。

万辰集团：公司持续专注于量贩零食连锁业务的高质量发展，门店数量快速增加，经营效率稳步提升。2025Q1-Q3 公司实现营收 365.62 亿元，同比+77.37%；归母净利润 8.55 亿元，同比+917.04%；扣非后归母净利润 8.06 亿元，同比+955.27%。2025 年上半年，公司量贩零食业务实现营业收入 223.45 亿元，同比增长 109.33%；同时，公司积极推进门店扩张计划，在长三角和华北等优势区域深耕，在东北、西北、华南快速扩店，进一步推动全国化布局，规模效应和品牌势能累积释放。以可计入运营周期的门店统计来看，2025H1 公司共新增门店 1,468 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，截至上半年末门店数量为 15,365 家。

表 8：2025Q1-Q3 零食重点公司财务指标（亿元，%）

	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
有友食品	12.45	40.39	1.74	43.34	27.33	-2.73	13.96	0.29
良品铺子	41.40	-24.45	-1.22	-730.83	24.96	-1.88	-2.87	-3.18
来伊份	28.54	13.12	-1.25	-194.06	31.58	-9.16	-4.04	-2.27
黑芝麻	14.69	-7.52	0.07	-83.67	22.64	-0.40	0.59	-2.62
洽洽食品	45.01	-5.38	1.68	-73.17	21.94	-8.30	3.76	-9.41
好想你	10.62	-9.77	-0.05	92.24	28.67	4.41	-0.43	4.80
盐津铺子	44.27	14.67	6.05	22.63	30.32	-1.51	13.58	0.74
甘源食品	15.33	-4.53	1.56	-43.66	34.96	-0.63	10.17	-7.10
劲仔食品	18.08	2.05	1.73	-19.51	29.25	-1.03	9.57	-2.67
三只松鼠	77.59	8.22	1.61	-52.91	25.27	-0.18	1.97	-2.79

	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	365.62	77.37	8.55	917.04	11.69	1.26	4.35	2.68

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 9：2025 年单三季度零食重点公司财务指标（亿元，%）

	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
有友食品	4.74	32.70	0.65	44.79	26.95	-1.95	13.78	1.15
良品铺子	13.11	-17.72	-0.29	-539.23	26.14	-1.81	-1.88	-1.48
来伊份	9.14	25.15	-0.75	-29.73	29.41	-10.01	-7.80	0.10
黑芝麻	5.41	-12.07	-0.01	-103.07	23.72	-2.25	-0.73	-6.97
洽洽食品	17.49	-5.91	0.79	-72.58	24.52	-8.59	4.57	-10.99
好想你	3.74	3.51	0.15	161.82	27.14	3.97	4.09	10.87
盐津铺子	14.86	6.05	2.32	33.55	31.63	1.01	15.57	3.08
甘源食品	5.88	4.37	0.82	-26.31	37.15	0.35	13.85	-5.80
劲仔食品	6.85	6.55	0.61	-14.77	28.93	-1.14	8.81	-2.35
三只松鼠	22.81	8.91	0.22	-56.79	25.71	1.25	0.75	-1.71
万辰集团	139.80	44.15	3.83	361.22	12.14	1.83	5.15	3.08

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.4 软饮料：业绩表现分化，东鹏饮料持续高增

软饮料板块景气度较高。2025Q1-Q3，软饮料实现营业收入 298.14 亿元，同比增长 10.93%，归母净利润 55.99 亿元，同比增长 14.69%；单 2025 三季度来看，软饮料实现营收 106.18 亿元，同比增长 14.44%，归母净利润 20.61 亿元，同比增长 36.61%，三季度软饮料旺季，板块实现亮眼增长。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，延续高势能增长。随着现代生活节奏加快，消费者对具有能量补给、电解质补充等特定功能的饮料需求持续上升。同时，持续的品牌宣传与消费者教育增强了市场对功能饮料的“功能性”认知。功能饮料的消费场景已从传统的运动健身场景，拓展至包括体力劳动、学习工作、熬夜提神、户外活动、电竞、休闲聚会等更加日常化的多元场景。这种场景拓展不仅扩大了消费人群，也提高了消费频次。无糖茶以健康意识较强的中青年群体为核心，头部品牌凭借高市场份额稳固优势；电解质水聚焦运动、户外等场景，头部品牌锁定年轻运动人群，形成差异化壁垒。

东鹏饮料：公司实现稳健增长。2025Q1-Q3 公司实现收入 168.44 亿元、同比增长 34.13%，实现归母净利润 37.61 亿元，同增 38.91%，实现扣非净利润 35.40 亿元，同比增长 32.92%。2025Q3 实现营业收入 61.11 亿元，同比增长 30.36%，归母净利润 13.86 亿元，同比增长 41.91%，扣非后归母净利润 12.69 亿元，同比增长 32.74%。公司营收实现亮眼增长，主因公司继续实行全渠道精耕策略，同时积极开拓全国销售渠道，带动 500ml 金瓶及

“东鹏补水啦”等新品销量增长。2025 年 1-9 月，公司主营业务收入主要来自能量饮料，能量饮料收入占比为 74.63%；电解质饮料收入占比由上年 9.66%提升至本年 16.91%，其他饮料合计收入占比为 8.46%；公司营业成本较去年同期增长 33.84%，主因公司销量保持稳定增长，导致营业成本较去年同期同步增长；毛利率由去年同期的 45.05%增加至本期的 45.17%，主因原材料价格下降。

表 10：2025Q1-Q3 软饮料重点公司财务指标（亿元，%）

	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
泉阳泉	10.22	13.68	0.25	15.20	36.17	2.45	5.17	0.02
维维股份	23.88	-11.20	2.41	-1.93	27.66	4.18	10.00	0.87
养元饮品	39.05	-7.64	11.19	-8.95	44.57	-1.96	28.65	-0.41
香飘飘	16.84	-13.12	-0.89	-603.07	32.91	-1.73	-5.32	-6.23
李子园	9.73	-8.51	1.48	-5.93	39.35	0.12	15.19	0.41
东鹏饮料	168.44	34.13	37.61	38.91	45.17	0.12	22.32	0.76
承德露露	19.56	-9.42	3.84	-8.47	45.62	4.10	19.61	0.21
欢乐家	10.42	-22.25	0.11	-87.43	29.20	-5.02	1.01	-5.24

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 11：2025 年单三季度软饮料重点公司财务指标（亿元，%）

	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
泉阳泉	3.38	13.20	0.01	62.62	34.40	3.96	2.94	0.19
维维股份	8.67	-8.31	1.21	26.90	32.88	4.81	13.83	3.69
养元饮品	14.40	11.88	3.75	88.20	42.72	-2.77	26.06	10.57
香飘飘	6.49	-14.53	0.08	-82.67	38.58	-2.37	1.24	-4.99
李子园	3.52	-8.46	0.52	-16.62	38.46	-2.49	14.70	-1.45
东鹏饮料	61.07	30.36	13.86	41.91	45.21	-0.60	22.68	1.83
承德露露	5.72	8.91	1.25	-0.28	44.73	4.05	21.90	-2.02
欢乐家	2.94	-25.47	-0.08	-713.87	28.38	-1.93	-2.73	-3.06

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.5 乳品：需求端依然承压，成本端原奶价格止跌

乳品板块需求端延续弱复苏，成本端原奶价格止跌。2025Q1-Q3 乳品板块实现营收 1419.13 亿元，同比增长 0.86%，归母净利润 118.28 亿元，同比下滑 2.04%；2025 三季度，乳品板块实现营收 455.10 亿元，同比下滑 0.77%，归母净利润 35.01 亿元，同比增长 0.44%。乳制品行业仍面临供需不平衡的现状，但总体呈边际改善态势。

伊利股份：2025 年前三季度，公司实现营收 903.41 亿元，同比增长 1.81%；归母净利润 104.26 亿元，同比-4.07%；扣非归母净利润 101.03

亿元，同比+18.73%；其中 2025Q3 营收 285.64 亿元，同比-1.63%；归母净利润 32.26 亿元，同比-3.35%；扣非归母净利润 30.86 亿元，同比-3.08%。2025 年三季度公司常温液奶收入仍有一些下滑，此外，由于 2026 年春节备货更多集中在明年 1 月，所以，今年四季度的液奶收入可能也会受到一些春节错配的影响；利润端，考虑到下半年终端消费力依旧偏弱，公司不会盲目追求短期业绩规模，而是会以保障长期经营质量为核心。2025Q3 同比去年，有两点是向好的，一是今年经销商的库存进一步下降，经销商盈利水平有所提升；二是终端价格和产品新鲜度也在持续向好。前三季度来看，液奶收入下降主要受结构影响，销量基本平稳。自收购西部乳业后，公司开始逐步把产能聚焦到高附加值产品上，在淡奶油、黄油等产品的基础上，进一步布局了乳铁蛋白、浓缩乳清蛋白、酪蛋白等专业原料。今年三季度，公司在国内的深加工生产线也开始投产，未来，产能会逐步爬坡，公司也会推出更多高附加值产品。前三季度，公司奶酪事业部的奶酪、黄油、奶油等 TO B 产品有超过 20% 的增长。

妙可蓝多：B 端和 C 端协同发展，业绩实现高增。2025 年前三季度，公司实现营收 39.57 亿元，同比增长 10.09%；归母净利润 1.76 亿元，同比增长 106.88%；扣非归母净利润 1.20 亿元，同比+92.44%；其中 2025Q3 营收 13.90 亿元，同比+14.22%；归母净利润 0.43 亿元，同比+214.67%；扣非归母净利润 0.17 亿元，同比+224.22%。公司的市场份额逐步提升，通过产品创新、品牌引领、渠道精耕，不断巩固公司的核心优势和竞争壁垒。B 端夯实奶酪“美食刚需”属性，C 端强化“健康零食”体验，双轮驱动让品类的美食价值与零食价值形成合力，加速奶酪渗透率提升。

新乳业：业绩增速亮眼，盈利能力持续提升。2025 年前三季度，公司实现营收 84.34 亿元，同比增长 3.49%；归母净利润 6.23 亿元，同比增长 31.48%；扣非后归母净利润 6.47 亿元，同比增长 27.62%；其中 2025Q3 营收 29.08 亿元，同比+4.42%；归母净利润 2.26 亿元，同比+27.67%；扣非归母净利润 2.36 亿元，同比+21.88%。2025Q3，公司低温产品营收同比保持双位数增长，延续了上半年的良好增长趋势；常温产品受到行业环境、消费习惯以及渠道结构等多方面影响，增长有所承压。2025Q3 新品收入占比保持双位数，并创今年新高。唯品今年推出的新品“焦糖烧生牛乳布丁”，月销售额快速增长，夏进旗下的“爵品”系列在山姆渠道实现良好的业绩。低温酸奶中“活润”系列在三季度延续了上半年的良好增长态势，表现亮眼，拉动了低温酸奶整体的业绩提升。夏进公司常温奶方面，一是公司对其区域结构进行优化，着重发力陕西、甘肃等重点区域；二是对渠道结构进行优化，不断拓展各类新兴渠道，例如今年开始进入山姆、零食量贩等渠道；三是对产品结构进行优化，强化其特色产品，如不断提升瓶装奶系列，后续公司还将加大对其低温产品的发展力度。

表 12：2025Q1-Q3 乳品重点公司财务指标（亿元，%）

	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
骑士乳业	9.14	24.01	0.39	281.30	16.27	-7.99	3.20	1.61
天润乳业	20.74	-3.81	-0.11	-147.66	16.17	-1.98	-1.73	-1.86
三元股份	48.71	-10.06	2.36	124.84	22.69	-1.17	4.62	2.52
光明乳业	182.31	-0.99	0.87	-25.05	17.65	-1.64	0.33	1.28
妙可蓝多	39.57	10.09	1.76	106.88	29.88	0.95	4.45	2.08
伊利股份	903.41	1.81	104.26	-4.07	35.32	0.52	11.53	-0.75
一鸣食品	21.46	4.26	0.46	25.74	28.95	-0.63	2.16	0.37
佳禾食品	17.69	5.27	0.26	-68.54	12.56	-4.27	1.66	-3.35
均瑶健康	10.95	-6.95	-0.02	-104.79	31.18	1.37	-1.04	-5.04
阳光乳业	3.56	-7.62	0.87	2.24	39.92	2.97	24.19	2.22
皇氏集团	13.14	-12.97	-0.49	-236.02	23.83	-0.58	-4.04	-3.17
贝因美	20.33	-2.59	1.06	48.07	45.04	2.16	5.62	1.90
燕塘乳业	11.79	-9.55	0.53	-34.32	25.32	-0.44	4.56	-1.68
庄园牧场	6.29	-3.10	-0.48	59.08	20.33	9.40	-7.71	10.62
新乳业	84.34	3.49	6.23	31.48	29.47	0.38	7.60	1.63
西部牧业	6.67	-5.01	-0.37	11.85	9.83	-0.26	-3.52	2.03
品渥食品	5.89	-7.69	0.12	312.18	16.55	0.34	2.06	2.96
熊猫乳品	5.86	3.00	0.72	-8.17	26.25	-1.82	11.91	-1.75
海融科技	7.31	-4.59	-0.16	-117.72	23.82	-12.14	-2.13	-13.55

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 13：2025 年单三季度乳品重点公司财务指标（亿元，%）

	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
骑士乳业	2.46	-6.78	0.23	189.26	22.55	0.63	8.82	19.29
天润乳业	6.78	-4.84	0.11	-77.60	14.72	-5.15	0.64	-5.68
三元股份	15.40	-0.82	0.53	334.80	18.66	-2.06	3.05	4.83
光明乳业	57.59	1.04	-1.30	20.74	15.04	-3.02	-2.96	4.09
妙可蓝多	13.90	14.22	0.43	214.67	28.18	5.73	3.09	2.60
伊利股份	285.64	-1.63	32.26	-3.35	33.76	-1.09	11.15	-0.30
一鸣食品	7.44	8.52	0.14	35.92	29.16	0.44	1.91	0.38
佳禾食品	5.83	-3.87	0.14	2.70	12.92	-2.10	2.42	0.16
均瑶健康	3.29	-21.91	-0.10	-167.09	27.99	-1.70	-4.33	-7.13
阳光乳业	1.20	-8.77	0.28	-8.78	40.03	2.21	22.71	-0.17
皇氏集团	4.09	-12.74	-0.43	-172.79	18.10	-4.56	-11.90	-8.11
贝因美	6.78	1.17	0.32	59.25	44.57	-0.56	5.02	1.93
燕塘乳业	4.14	-8.21	0.18	-26.20	23.99	-1.40	4.47	-1.03
庄园牧场	2.09	-6.52	-0.21	32.01	18.96	1.14	-9.97	3.83
新乳业	29.08	4.42	2.26	27.67	28.43	-0.39	7.99	1.45

	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
西部牧业	2.71	8.46	0.07	197.60	11.90	3.82	4.52	6.86
品渥食品	2.18	-5.95	-0.01	-112.07	15.44	6.07	-0.59	-5.22
熊猫乳品	2.33	11.92	0.30	-1.08	26.16	-2.94	12.70	-1.87
海融科技	2.19	-11.42	-0.19	-202.71	18.62	-13.67	-8.53	-15.86

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.6 调味品：行业竞争加剧，龙头表现较优

调味品板块持续复苏，龙头增速好于行业整体。2025Q1-Q3，调味品板块实现营收 521.97 亿元，同比增长 3.87%，归母净利润 89.80 亿元，同比增长 6.29%。单三季度来看，调味品板块实现营收 167.91 亿元，同比增速 2.29%，归母净利润 26.39 亿元，同比增长 2.36%，我们认为调味品行业原材料大豆、白糖和包材价格下行，带来板块盈利的持续修复，在下游餐饮行业较疲软的环境下，行业竞争激烈，分化加剧，龙头表现较好。

海天味业：2025Q3，公司实现营收 63.98 亿元，同比增长 2.48%，归母净利润 14.08 亿元，同比增长 3.40%，扣非后归母净利润 13.39 亿元，同比增长 3.86%；2025Q1-Q3，公司实现营收 216.28 亿元，同比增长 6.02%，归母净利润 53.22 亿元，同比增长 10.54%，扣非后归母净利润 51.55 亿元，同比增长 11.72%。分品类来看，2025 年前三季度公司酱油/耗油/调味酱/其他分别实现营收 111.56 亿元/36.29 亿元/22.29 亿元/35.91 亿元，同比增长 7.91%/5.89%/9.57%/13.44%；分渠道来看，线下/线上分别实现营收 193.60 亿元/12.45 亿元，同比增长 7.42%/32.11%，线上渠道增速较快。作为调味品行业龙头，公司仍深耕中国市场，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，把握国内市场的发展机遇；同时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。

天味食品：2025Q3，公司实现营收 10.20 亿元，同比增长 13.79%，归母净利润 2.02 亿元，同比增长 8.93%，扣非后归母净利润 1.95 亿元，同比增长 8.84%；2025Q1-Q3，公司实现营收 24.11 亿元，同比增长 1.98%，归母净利润 3.92 亿元，同比下滑 9.30%，扣非后归母净利润 3.57 亿元，同比下滑 8.13%。分品类来看，2025Q1-Q3 火锅调料/菜谱式调料/香肠腊肉调料/其他分别实现营收 8.06 亿元/13.39 亿元/1.58 亿元/0.91 亿元，同比变化+1.59%/+5.26%/-27.87%/+20.01%；分渠道来看，线下渠道/线上渠道分别实现收入 17.64 亿元/6.31 亿元，同比变化-10.35%/+60.27%。公司建立了线上、线下覆盖全国、全渠道的营销体系和营销网络，形成了以经销商为主，定制、新零售、直营商超为辅的营销架构。公司目前拥有“好人家”、“大红袍”、“天车”、“天味食品餐饮高端定制”、“拾翠坊”、“加点滋味”六大品牌，在家庭用户、餐饮客户心中树立了广泛的品牌认知和口碑形象。

宝立食品：2025Q3，公司实现营收 7.53 亿元，同比增长 14.60%，归

母净利润 0.75 亿元，同比增长 15.71%，扣非后归母净利润 0.70 亿元，同比增长 17.83%；2025Q1-Q3，公司实现营收 21.33 亿元，同比增长 10.50%，归母净利润 1.92 亿元，同比上涨 10.59%，扣非后归母净利润 1.81 亿元，同比增长 14.27%。2025Q3，复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料分别实现营收 3.82 亿元/3.14 亿元/0.36 亿元，分别同比增长 9.70%/24.97%/3.73%；分渠道看，直销/非直销实现营收 6.11 亿元/1.22 亿元，同比增长 17.70%/5.22%。B 端市场，公司通过精准响应客户需求强化客户黏性，持续输出全面产品解决方案，从而强化了从研发到生产的全链条服务响应能力。C 端市场，公司品牌“空刻”实现了多维度的产品革新，口味及品类方面创新元素不断增加，如：免煮系列冲泡意面新增“黑椒菌菇鸡肉”、“金枪鱼配柠香沙拉汁”、“辣火鸡风味”等潮流口味；冻品烤肠系列则新推出了玉米新风味，加之公司推出诸如沙拉汁等辅助增强餐桌味觉感受的 C 端调味品系列，全面丰富了意面产品的消费感受。

表 14：2025Q1-Q3 调味品重点公司财务指标（亿元，%）

	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
朱老六	1.55	-9.37	0.16	-11.83	24.55	-0.49	10.19	-0.28
莲花控股	24.91	28.74	2.53	53.09	28.08	4.60	10.27	1.62
安琪酵母	117.86	8.01	11.16	17.13	25.54	2.26	9.77	0.88
恒顺醋业	16.28	6.30	1.42	17.98	37.27	1.04	8.64	1.05
中炬高新	31.56	-20.01	3.80	-34.07	39.21	1.84	12.05	-4.08
千禾味业	19.87	-13.17	2.60	-26.13	37.41	1.21	13.07	-2.29
宝立食品	21.33	10.50	1.92	10.59	33.28	1.48	10.03	-0.13
海天味业	216.28	6.02	53.22	10.54	39.97	3.19	24.64	0.97
天味食品	24.11	1.98	3.92	-9.30	39.44	0.16	17.15	-1.65
安记食品	4.67	3.00	0.23	8.95	15.38	1.10	4.97	0.27
日辰股份	3.44	15.69	0.64	18.16	37.95	-0.53	18.70	0.39
佳隆股份	1.77	-4.48	0.11	-29.92	31.91	-0.17	5.92	-1.83
涪陵榨菜	19.99	1.84	6.73	0.33	53.73	1.10	33.67	-0.51
仲景食品	8.26	-1.56	1.54	3.18	44.57	1.82	18.64	0.86

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 15：2025 年单三季度调味品重点公司财务指标（亿元，%）

	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
朱老六	0.48	-22.99	0.05	-23.99	25.79	3.80	10.01	-0.13
莲花控股	8.70	21.99	0.91	42.23	27.88	4.11	10.66	1.55
安琪酵母	38.87	4.00	3.17	21.00	24.43	3.08	8.24	1.25
恒顺醋业	5.02	-4.63	0.31	17.65	34.71	-0.90	6.14	1.41
中炬高新	10.25	-22.84	1.23	-45.66	39.53	0.72	12.01	-6.93
千禾味业	6.69	-4.29	0.86	-14.55	39.03	1.49	12.90	-1.55
宝立食品	7.53	14.60	0.75	15.71	32.55	1.27	10.76	-0.31

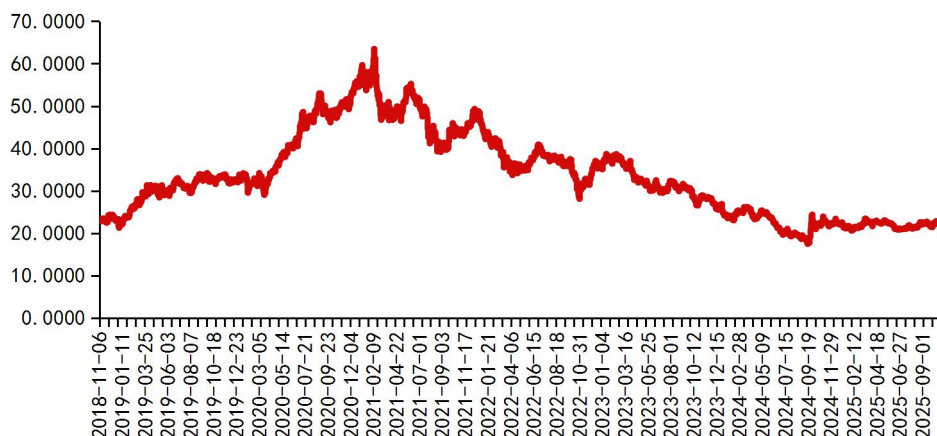
	营业收入亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
海天味业	63.98	2.48	14.08	3.40	39.63	3.02	22.01	0.17
天味食品	10.20	13.79	2.02	8.93	40.46	1.63	20.71	-0.48
安记食品	1.58	-6.32	0.09	-25.27	17.54	3.75	5.95	-1.51
日辰股份	1.40	27.75	0.29	13.15	37.49	-1.55	20.74	-2.68
佳隆股份	0.57	-15.23	0.02	-77.71	32.29	-5.14	2.71	-8.08
涪陵榨菜	6.86	4.48	2.32	4.34	52.93	-3.24	33.86	-0.04
仲景食品	3.01	0.11	0.53	9.10	43.76	2.82	17.71	1.46

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11月6日，申万一级食品饮料指数PE(TTM)为22.1X，申万三级子行业中，市盈率(TTM)分别为白酒(19.5X)、啤酒(21.1X)、调味品(30.6X)、乳品(29.2X)、预加工食品(25.2X)、软饮料(28.7X)、零食(38.5X)、烘焙食品(32.5X)、其他酒类(64.3X)，白酒三季报业绩压力集中释放，大众品分化加剧。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：2025Q3 白酒行业报表端承压，上市公司整体营收和归母净利润呈下滑态势。2025年5月，中共中央、国务院修订《党政机关厉行节约反对浪费条例》，把“工作餐不得提供高档菜肴，不得提供香烟，不上酒”写进行政法规，消费场景的限制带来白酒政商务消费需求的进一步收缩。品牌方面，茅台、汾酒等名酒表现相对较好。白酒行业在产品 and 市场策略方面正在发生深刻的变化，三季报业绩承压，渠道加速出清，建议关注一是

高端白酒贵州茅台、泸州老窖、五粮液；二是具备韧性的区域龙头山西汾酒、古井贡酒。

大众品：2025 年三季度啤酒行业整体需求保持稳健，成本红利叠加行业积极降本增效，利润增幅大于收入增长。零食行业龙头具备大单品和渠道扩张能力，延续较高景气度。软饮料板块景气度较高，三季度旺季，行业实现亮眼增长，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，延续高势能增长。乳品板块需求端延续弱复苏，成本端原奶价格止跌，乳制品行业仍面临供需不平衡的现状，但总体呈边际改善态势。调味品板块持续复苏，在下游餐饮行业较疲软的环境下，行业竞争激烈，分化加剧，龙头增速好于行业整体。我们建议关注业绩增长具备确定性，竞争优势突出的行业龙头东鹏饮料、盐津铺子、伊利股份、妙可蓝多、西麦食品、海天味业、百润股份。

表 16：重点关注公司及盈利预测

股票代码	股票简称	2025/11/10	EPS（元）				PE				投资评级
		股价（元）	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
600519.SH	贵州茅台	1,462.30	68.64	74.38	80.86	88.39	22.2	19.7	18.1	16.5	增持
600809.SH	山西汾酒	198.99	10.04	10.04	10.68	11.66	18.4	19.8	18.6	17.1	未评级
605499.SH	东鹏饮料	276.89	6.40	8.51	10.88	13.27	38.8	32.5	25.4	20.9	买入
000568.SZ	泸州老窖	142.49	9.18	8.21	8.58	9.32	13.7	17.3	16.6	15.3	未评级
000596.SZ	古井贡酒	162.50	10.44	9.26	9.93	11.12	16.6	17.5	16.4	14.6	未评级
002847.SZ	盐津铺子	77.08	2.36	2.93	3.72	4.37	26.7	26.3	20.7	17.6	买入
000858.SZ	五粮液	120.80	8.21	9.33	10.3	7.91	17.1	12.9	11.7	15.3	增持
603288.SH	海天味业	38.65	1.14	1.26	1.4	1.57	40.2	30.7	27.6	24.6	增持
002956.SZ	西麦食品	23.40	0.60	0.72	0.88	1.28	27.9	32.5	26.6	18.3	增持
002568.SZ	百润股份	25.16	0.69	0.70	0.80	0.93	40.9	36.1	31.3	27.0	未评级
600887.SH	伊利股份	28.27	1.33	1.83	1.99	2.09	22.7	15.4	14.2	13.5	增持
600882.SH	妙可蓝多	26.76	0.22	0.42	0.55	0.66	80.7	63.7	48.7	40.5	增持

数据来源：iFinD，华龙证券研究所（贵州茅台、妙可蓝多、东鹏饮料、海天味业盈利预测来源于华龙证券研究所，盐津铺子、五粮液、西麦食品、伊利股份 2025-2026 年盈利预测来源于华龙证券研究所，其他数据来源于 iFinD）。

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：

华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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