



大众品三季报业绩总结

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）
liuchenqian@gjzq.com.cn chenyujun@gjzq.com.cn

把握结构景气，重视龙头价值

投资逻辑

三季报大众品业绩表现分化，饮料、零食等高景气赛道龙头业绩仍有超预期表现，调味品、乳制品需求依旧承压，速冻环比略有改善，其中各子板块龙头业绩相对具备韧性。透过三季报，我们观察到，1) Q3 收入端普遍降速，主要系下游餐饮需求持续疲软、以及部分景气赛道高基数抬升。2) 从业绩端来看，Q3 多数板块具备成本红利，但竞争加剧背景下市场投放费用持续增长，最终利润率大体稳健。

在需求弱复苏背景下，我们首推行业需求稳健，竞争格局稳定、护城河较深的个股，如海天味业、安琪酵母、东鹏饮料，同时建议关注基本面边际改善个股，一方面来自于行业如餐饮需求修复弹性，另一方面来自于个股禀赋如新品爆发机会，建议关注颐海国际、宝立食品、百润股份。

休闲食品：2025 前三季度行业收入 712.5 亿元，同比增长 28.2%，前三季度行业利润 23.4 亿元，同比下降 8.0%。1) 零食：渠道红利逐步见顶，品类红利接替，高基数下收入普遍降速，部分个股凭借品类红利维持高增长。业绩端，受竞争加剧、渠道挤压、成本上涨等因素，利润率仍逐步下行，其中盐津主动优化产品/渠道结构，业绩超预期，利润率逆势增长。2) 卤味连锁：收入降幅收窄，业绩依旧承压。Q3 门店数仍处于优化阶段，部分单店收入企稳回升，收入环比改善。业绩端，销售费率高企对冲成本红利，利润率仍有下行压力。

调味品：2025 前三季度行业收入 684.8 亿元，同比增长 1.9%，前三季度行业利润 118.8 亿元，同比增长 15.0%。1) 基础调味品：龙头 Q3 收入降速，主要系餐饮需求持续走弱，叠加存量竞争加剧。大豆、糖蜜等成本延续回落趋势，毛利率显著改善。但多数企业强化费用投放，争夺存量市场资源，最终行业利润率基本平稳。2) 复合调味品：定制餐调企业 Q3 收入提速，9 月中秋国庆备货表现好于同期，且下游餐饮大客户如百胜等具备经营韧性。天味在旺季加大火锅底料铺市，叠加并购标的贡献带动收入提速，业绩超预期。

软饮料：2025 前三季度行业收入 298.1 亿元，同比增长 10.9%，前三季度行业利润 56.0 亿元，同比增长 14.7%。Q3 软饮行业依旧受到外卖大战冲击，叠加华南区域雨水天气较多，动销不及预期。行业呈现传统品类竞争加剧、新兴品类高增长的特征，其中东鹏业绩超预期，主要系补水啦品类渗透率提升、终端快速铺市。PET 等成本仍具备下行红利，Q3 旺季费用投放竞争加剧，龙头具备单品规模优势利润率仍有增长，但多数企业利润率面临下行压力。

食品加工：2025 前三季度行业收入 292.1 亿元，同比下降 0.8%，前三季度行业利润 19.5 亿元，同比下降 8.4%。餐饮需求疲软的背景下，板块 Q3 收入环比改善(2025Q2/2025Q3 行业收入分别为 102/94 亿元，同比增速分别 0.7%/1.6%)，主要系龙头企业在低基数下通过多途径积极促增长，市占率仍在稳步提升的过程中。业绩端，由于大客户竞争加剧、以价换量策略下毛利仍有承压。展望后续，建议关注餐饮链修复弹性，关注持续结构升级&拓品类的龙头企业，估值和 EPS 维度均具备较强的修复空间。

乳制品：2025 前三季度行业收入 1419.1 亿元，同比增长 0.9%。前三季度行业利润 118.3 亿元，同比下降 2.0%。行业仍面临下游消费疲软与上游原奶供给过剩的双重压力，Q3 收入端承压更为显著(2025Q2/2025Q3 行业同比增速分别 +3.8%/-1.7%)。业绩端，原奶价格下行促使利润端表现更优。展望 Q4，预计行业处于温和复苏的状态，在原奶价格底部震荡背景下，行业毛利率水平有望维持高位。

风险提示

宏观经济增速放缓、原材料价格上涨风险、区域市场竞争风险、食品安全问题风险



内容目录

一、休闲食品板块：零食具备降速压力，卤味收入环比改善.....	4
二、调味品板块：基调龙头稳健，复调跑出相对α.....	7
三、软饮料：龙头竞争优势巩固，成本红利持续体现.....	12
四、食品加工：行业竞争依旧激烈，业绩低基数下改善.....	15
五、乳制品：常温需求依旧承压，成本红利仍有小幅贡献.....	16
六、风险提示.....	18

图表目录

图表 1：25Q3 休闲食品板块收入同比增长 21%.....	4
图表 2：25Q3 休闲食品板块归母净利润同比增长 1.2%.....	4
图表 3：25Q3 休闲食品板块毛利率同比下降 1.8pct.....	4
图表 4：25Q3 休闲食品板块净利率同比下降 0.7pct.....	4
图表 5：25Q3 休闲食品板块销售费率同比下降 1.6pct.....	5
图表 6：25Q3 休闲食品板块期间费率同比下降 1.7pct.....	5
图表 7：休闲食品板块标的 25Q1-Q3/25Q3 营收和净利润对比.....	5
图表 8：休闲食品板块标的 25Q1-Q3/25Q3 毛利率和净利率对比.....	6
图表 9：休闲食品板块标的 25Q1-Q3/25Q3 销售、管理费率和毛销差对比.....	6
图表 10：24 年开始主要家禽/家畜类价格同比下降.....	7
图表 11：25 年鸭苗、毛鸭单价持续下降.....	7
图表 12：休闲食品板块 25-27 年重点标的盈利预测.....	7
图表 13：25Q3 调味品板块收入同比增长 0.8%.....	8
图表 14：25Q3 调味品板块归母净利润同比增长 25.7%.....	8
图表 15：25Q3 调味品板块毛利率同比增长 1.6pct.....	8
图表 16：25Q3 调味品板块净利率同比增加 3.4pct.....	8
图表 17：25Q3 调味品板块销售费率同比增加 1.5pct.....	8
图表 18：25Q3 调味品板块期间费率同比下降 0.8pct.....	8
图表 19：25 年社零累计餐饮收入增速逐月放缓.....	9
图表 20：25 年限额以上餐饮收入增速逐月放缓.....	9
图表 21：调味品板块标的 25Q1-Q3/25Q3 营收和净利润对比.....	9
图表 22：调味品板块标的 25Q1-Q3/25Q3 毛利率和净利率对比.....	10
图表 23：基础调味品核心原材料成本降幅收窄.....	11
图表 24：复合调味品核心原材料成本开始回升.....	11
图表 25：调味品板块标的 25Q1-Q3/25Q3 销售、管理费率和毛销差对比.....	11



图表 26: 调味品重点公司 25-27 年重点标的盈利预测	11
图表 27: 25Q3 软饮料板块收入同比增长 14.4%.....	12
图表 28: 25Q3 软饮料板块归母净利润同比增长 36.6%.....	12
图表 29: 25Q3 软饮料板块毛利率同比增长 0.5pct.....	12
图表 30: 25Q3 软饮料板块净利率同比增长 3.1pct.....	12
图表 31: 25Q3 软饮料板块销售费率同比下降 2.0pct.....	13
图表 32: 25Q3 软饮料板块期间费率同比下降 2.3pct.....	13
图表 33: 软饮料板块标的 25Q1-Q3/25Q3 营收和归母净利润对比.....	13
图表 34: 软饮料板块标的 25Q1-Q3/25Q3 毛利率和净利率对比.....	13
图表 35: 25Q3 软饮料行业 PET、玻璃等原材料成本持续下行.....	14
图表 36: 25Q3 软饮料行业纸箱、铝等原材料成本上涨.....	14
图表 37: 软饮料板块标的 25Q1-Q3/25Q3 销售、管理费率和毛销差对比.....	14
图表 38: 软饮料板块重点公司 25-27 年盈利预测	14
图表 39: 25Q3 食品加工板块收入同比增长 1.6%.....	15
图表 40: 25Q3 食品加工板块归母净利润同比增长 5.4%.....	15
图表 41: 25Q3 食品加工板块毛利率同比增长 0.3pct.....	15
图表 42: 25Q3 食品加工板块净利率同比增长 0.2pct.....	15
图表 43: 25Q3 食品加工板块销售费率同比下降 0.4pct.....	16
图表 44: 25Q3 食品加工板块期间费率同比下降 0.6pct.....	16
图表 45: 25Q3 乳制品板块收入同比下降 1.7%.....	16
图表 46: 25Q3 乳制品板块归母净利润同比增加 0.7%.....	16
图表 47: 25Q3 乳制品板块毛利率同比下降 1.2pct.....	17
图表 48: 25Q3 乳制品板块净利率同比增长 0.2pct.....	17
图表 49: 25Q3 乳制品板块销售费率同比下降 0.7pct.....	17
图表 50: 25Q3 乳制品板块期间费率同比下降 0.6pct.....	17

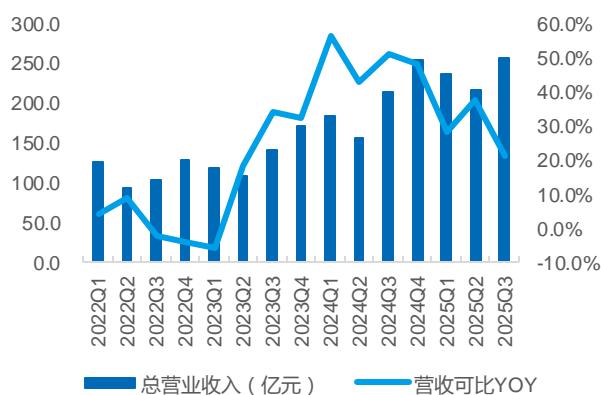


一、休闲食品板块：零食具备降速压力，卤味收入环比改善

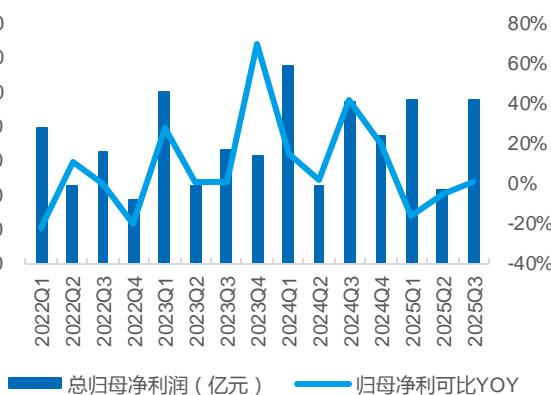
■ 行业综述

2025 前三季度休闲食品行业收入 712.5 亿元，同比增长 28.2%，2025Q2/2025Q3 行业收入分别为 216.5/258.2 亿元，同比增速分别 37.9%/21.0%。2025 前三季度休闲食品行业利润 23.4 亿元，同比下降 8.0%。2025Q2/2025Q3 行业利润分别为 4.3/9.5 亿元，2025Q2/2025Q3 行业利润同比增速分别 -4.9%/+1.2%。

图表1：25Q3 休闲食品板块收入同比增长 21%



图表2：25Q3 休闲食品板块归母净利润同比增长 1.2%



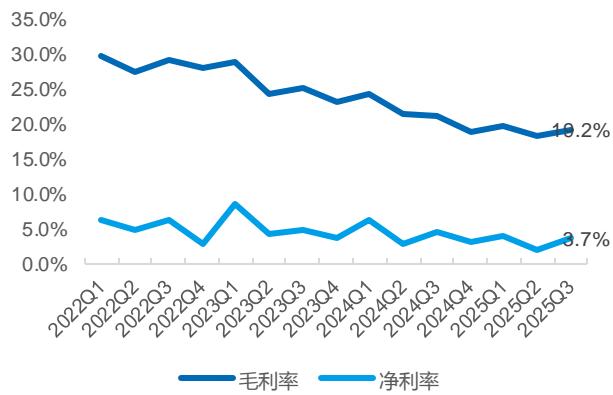
来源：Wind，国金证券研究所(注：22 年万辰集团纳入板块)

来源：Wind，国金证券研究所(注：22 年万辰集团纳入板块)

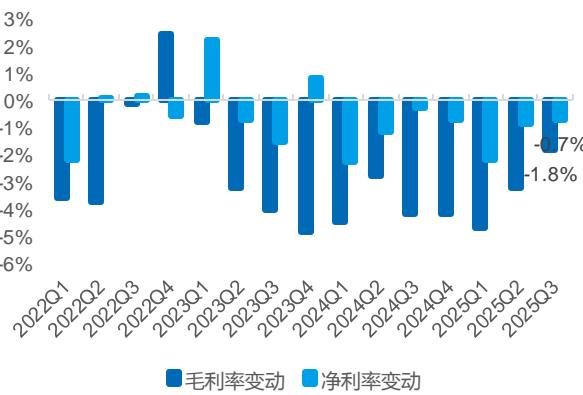
2025 前三季度休闲食品行业毛利率 19.0%，同比下降 3.2 pct，2025Q2/2025Q3 行业毛利率分别 18.2%/19.2%，分别同比 -3.3pct/-1.8pct。2025 前三季度休闲食品行业净利率 3.3%，同比下降 1.3pct，2025Q2/2025Q3 行业净利率分别为 2.0%/3.7%，分别同比 -0.9pct/-0.7pct。

2025 前三季度休闲食品行业销售费率 9.3%，同比下降 2.0pct，2025Q2/2025Q3 行业销售费率 9.2%/8.5%，分别同比变动 -2.7pct/-1.6pct。2025 前三季度休闲食品行业管理+研发费率 4.3%，同比下降 0.5pct，2025Q2/2025Q3 行业管理+研发费率 4.8%/4.2%，分别同比变动 -1.0pct/-0.1pct。2025 前三季度休闲食品行业期间费率 13.6%，同比下降 2.6pct，2025Q2/2025Q3 行业期间费率 14.0%/12.7%，分别同比变动 -3.7pct/-1.7pct。

图表3：25Q3 休闲食品板块毛利率同比下降 1.8pct



图表4：25Q3 休闲食品板块净利率同比下降 0.7pct

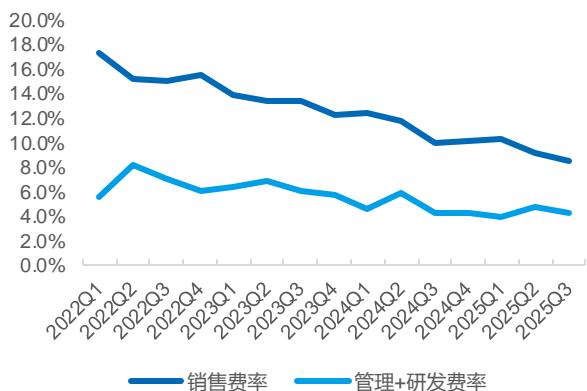


来源：Wind，国金证券研究所(注：22 年万辰集团纳入板块)

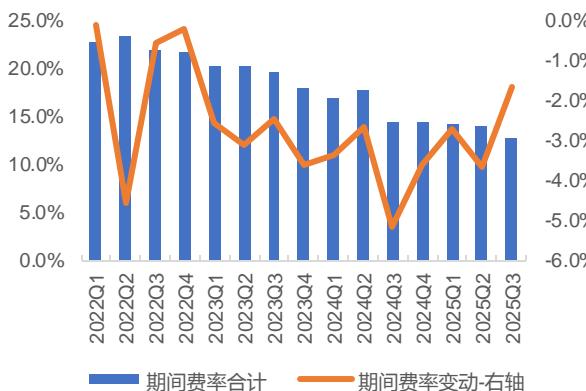
来源：Wind，国金证券研究所(注：22 年万辰集团纳入板块)



图表5: 25Q3 休闲食品板块销售费率同比下降 1.6pct



图表6: 25Q3 休闲食品板块期间费率同比下降 1.7pct



来源: Wind, 国金证券研究所(注: 22 年万辰集团纳入板块)

来源: Wind, 国金证券研究所(注: 22 年万辰集团纳入板块)

■ 重点企业分析

1、休闲零食: 渠道红利逐步见顶, 品类红利接替, 高基数下个股普遍降速。其中盐津铺子 Q3 收入增速 6%, 降速主要系公司主动控制电商渠道供给, 减少低毛利、代工等产品, 除魔芋外其他品类多数承压。甘源食品、劲仔食品 Q3 收入端开始转正 (25Q3 收入分别同比+4%/+7%), 主要系此前渠道梳理初步生效, 甘源线上和零食量贩增速较快; 劲仔 Q3 加大零食量贩定量装等产品布局, 线下传统渠道持续铺货。有友 Q3 收入同比+33%, 主要系大单品在山姆渠道持续环比爬坡, 线下渠道维持高增长。万辰集团 Q3 收入同比+44%, 主要系门店数增长贡献, Q3 开店数环比提速, 单店收入预计有小幅承压。

从成本端来看, 大宗商品如面粉、大豆、白糖等价格稳中有降, 但如葵花籽、坚果、魔芋等成本涨幅显著, 叠加产品和渠道结构变化, 行业内公司毛利率普遍承压, 如盐津/洽洽/劲仔/甘源/有友 25Q3 毛利率分别+1/-9/-1/+0/-2pct, 其中洽洽承压最为明显, 主要系公司单一瓜子、坚果成本占比较高, 且年初以来涨幅较大。

从费用端来看, 随着市场竞争加剧, 各家加快新品投放、强化品牌投入, 盐津/洽洽/劲仔/甘源/有友单 Q3 销售费率分别-4/+2/+2/+6/-1pct。盐津和有友销售费率控制得当主要系渠道结构变化及公司品牌力彰显。结合毛利率表现, 盐津/洽洽/劲仔/甘源/有友单 Q3 毛销差分别+5/-11/-3/-6/-1pct。其中盐津持续优化渠道结构、提升生产效率, 深挖供应链降本增效, 因此毛销差显著改善。

最终落脚到净利率角度看, 除盐津/有友提升 3pct/1pct 之外, 25Q3 甘源/劲仔/洽洽净利润率分别同比-6/-2/-11pct。而万辰集团凭借较强规模优势, 强化上游议价权, 25Q3 净利润率提升 2pct。

图表7: 休闲食品板块的 25Q1-Q3/25Q3 营收和净利润对比

公司名称	营业收入(亿元, %)				归母净利润(亿元, %)			
	25Q1-Q3	YOY	25Q3	YOY	25Q1-Q3	YOY	25Q3	YOY
盐津铺子	44.3	15%	14.9	6%	6.0	23%	2.3	34%
甘源食品	15.3	-5%	5.9	4%	1.6	-44%	0.8	-26%
劲仔食品	18.1	2%	6.8	7%	1.7	-20%	0.6	-15%
洽洽食品	45.0	-5%	17.5	-6%	1.7	-73%	0.8	-73%
有友食品	12.4	40%	4.7	33%	1.7	43%	0.7	45%
三只松鼠	77.6	8%	22.8	9%	1.6	-53%	0.2	-57%
良品铺子	41.4	-24%	13.1	-18%	-1.2	-731%	-0.3	NA
万辰集团	365.6	77%	139.8	44%	8.5	917%	3.8	361%
绝味食品	42.6	-15%	14.4	-14%	2.8	-36%	1.0	-26%
煌上煌	13.8	-5%	3.9	1%	1.0	29%	0.2	34%



紫燕食品	25.1	-6%	10.4	2%	1.9	-44%	0.9	-41%
------	------	-----	------	----	-----	------	-----	------

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 良品铺子 24Q3、25Q3 均亏损)

2、连锁卤味: 门店数量持续优化, 单店收入逐步改善。其中绝味/煌上煌/紫燕 25Q3 收入分别同比-14%/+1%/+2%, 煌上煌和紫燕食品收入端回正, 预计系单店收入开始修复, 门店数因投资回报期较长, 仍处于陆续出清状态。

从成本端来看, 鸭副价格自 23 年以来呈震荡下行趋势, 卤味连锁在成本端持续受益, 因鸭副等禽类成本降幅较大, 绝味/煌上煌/紫燕食品 25Q1-Q3 毛利率分别同比+0/-1/-4pct, Q3 仍延续原材料价格同比下行趋势, 利润弹性持续释放。

从费用端来看, 各家持续精简门店、降本增效, 销售费率和管理费率仍呈现提升趋势, 主要系收入下降导致费率被动抬升。25Q1-Q3 绝味食品/煌上煌/紫燕食品销售费率分别+1/-3/+1pct, 最终净利率分别-2/+2/-5pct, 煌上煌率先实现利润率修复。

图表8: 休闲食品板块标的 25Q1-Q3/25Q3 毛利率和净利润率对比

公司名称	毛利率(%)				净利润率(%)			
	25Q1-Q3	同比变动	25Q3	同比变动	25Q1-Q3	同比变动	25Q3	同比变动
盐津铺子	30%	-2%	32%	1%	16%	1%	16%	3%
甘源食品	34%	-1%	37%	0%	10%	-7%	14%	-6%
劲仔食品	29%	-1%	29%	-1%	10%	-3%	9%	-2%
洽洽食品	21%	-8%	25%	-9%	4%	-9%	5%	-11%
有友食品	27%	-3%	27%	-2%	20%	0%	14%	1%
三只松鼠	25%	0%	26%	1%	2%	-3%	1%	-1%
良品铺子	25%	-2%	26%	-2%	-2%	-3%	-2%	-2%
万辰集团	11%	1%	12%	2%	4%	2%	3%	2%
绝味食品	30%	0%	31%	0%	6%	-2%	7%	-1%
煌上煌	32%	-1%	36%	-1%	7%	2%	6%	2%
紫燕食品	22%	-4%	23%	-6%	7%	-5%	9%	-6%

来源: Wind, 国金证券研究所

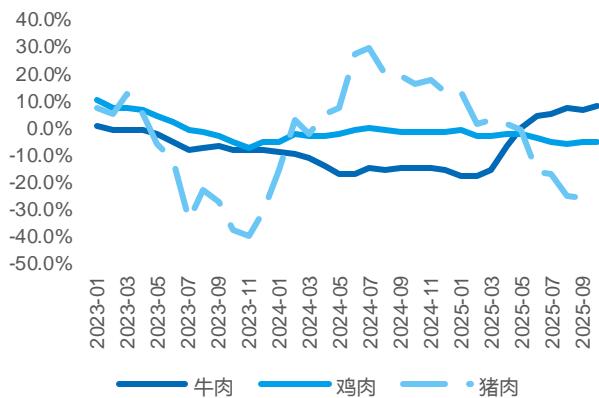
图表9: 休闲食品板块标的 25Q1-Q3/25Q3 销售、管理费率和毛销差对比

公司名称	销售费率(%)				毛销差(%)				管理+研发费率(%)			
	25Q1-Q3	同比变动	25Q3	同比变动	25Q1-Q3	同比变动	25Q3	同比变动	25Q1-Q3	同比变动	25Q3	同比变动
盐津铺子	10%	-3%	9%	-4%	17%	1%	23%	5%	5%	-1%	4%	0%
甘源食品	18%	6%	17%	6%	22%	-6%	20%	-6%	6%	1%	5%	0%
劲仔食品	14%	1%	14%	2%	16%	-2%	15%	-3%	6%	1%	6%	0%
洽洽食品	11%	1%	10%	2%	11%	-10%	14%	-11%	7%	1%	6%	1%
有友食品	8%	-3%	8%	-1%	16%	0%	19%	-1%	3%	-1%	3%	-1%
三只松鼠	21%	3%	21%	2%	7%	-3%	4%	-1%	3%	1%	4%	1%
良品铺子	24%	4%	24%	1%	4%	-5%	2%	-3%	4%	-1%	5%	0%
万辰集团	3%	-1%	3%	-2%	7%	3%	9%	3%	3%	0%	3%	0%
绝味食品	10%	1%	10%	0%	20%	-1%	21%	0%	9%	2%	9%	2%
煌上煌	12%	-3%	14%	-5%	17%	3%	22%	3%	12%	-1%	13%	-1%
紫燕食品	6%	1%	5%	0%	17%	-4%	18%	-6%	7%	1%	7%	1%

来源: Wind, 国金证券研究所



图表10：24年开始主要家禽/家畜类价格同比下降



来源：Wind, 国金证券研究所

图表11：25年鸭苗、毛鸭单价持续下降



来源：Wind, 国金证券研究所

■ 盈利预测及投资建议

三季报零食板块收入端普遍降速，且随着下游渠道话语权增强毛销差收窄。当前多数零食对应26年PE位于20x以内，部分企业从股息率视角来看亦具备较强的配置价值，如洽洽食品（预计26年分红70%+，股息率4.6%）。中长期来看，我们认为具备品类研发能力、渠道挖潜能力及上游成本控制能力的企业仍值得关注，当前聚焦新品储备、渠道拓展、供应链挖潜打下坚实基础，孕育下一轮成长机会，推荐盐津铺子、卫龙美味。同时建议关注劲仔食品、甘源食品等渠道变革成效。

图表12：休闲食品板块25-27年重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入(亿元)			YOY			归母净利(亿元)			YOY			PE	
		25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E
休闲零食	盐津铺子	61	72	83	15%	18%	15%	8	10	12	24%	23%	21%	25	20
	劲仔食品	26	29	32	6%	11%	12%	2	3	4	-16%	19%	23%	27	18
	甘源食品	23	26	30	0%	16%	14%	3	4	4	-28%	35%	20%	18	13
	洽洽食品	71	78	85	-0%	10%	9%	4	8	9	-50%	74%	17%	28	14
	卫龙	75	91	107	20%	20%	18%	14	17	21	34%	21%	20%	19	15

来源：Wind, 国金证券研究所（注：股价截至2025年10月31日，汇率采用1HKD=0.91CNY）

二、调味品板块：基调龙头稳健，复调跑出相对α

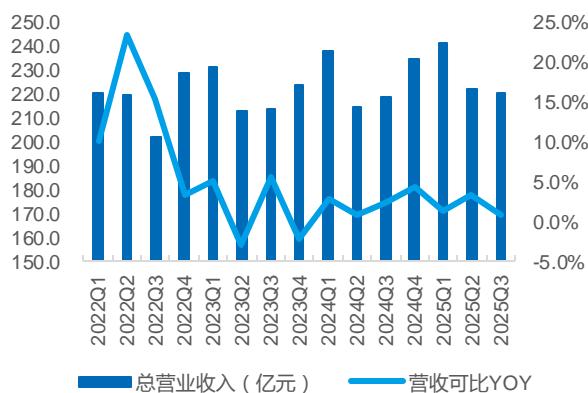
■ 行业综述

2025前三季度调味品收入684.8亿元，同比增长1.9%，2025Q2/2025Q3行业收入分别为222.5/220.4亿元，同比增速分别3.4%/0.8%。2025前三季度调味品行业利润118.8亿元，同比增长15.0%。2025Q2/2025Q3行业利润分别为34.9/38.4亿元，2025Q2/2025Q3行业利润同比增速分别7.7%/25.7%。

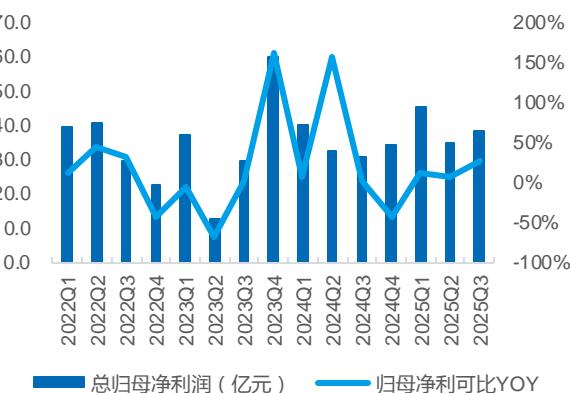
2025前三季度调味品行业毛利率32.0%，同比提升2.5pct，2025Q2/2025Q3行业毛利率分别31.8%/30.5%，分别同比提升2.9pct/1.6pct。2025前三季度调味品行业净利率17.4%，同比提升2.0pct，2025Q2/2025Q3行业净利率分别15.7%/17.4%，分别同比变动0.6pct/3.4pct。



图表13: 25Q3 调味品板块收入同比增长 0.8%



图表14: 25Q3 调味品板块归母净利润同比增长 25.7%

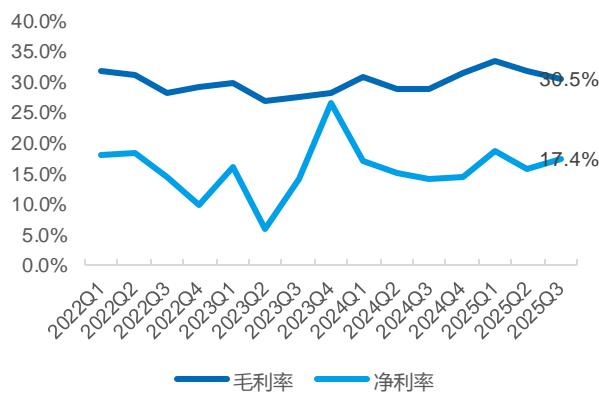


来源: Wind, 国金证券研究所

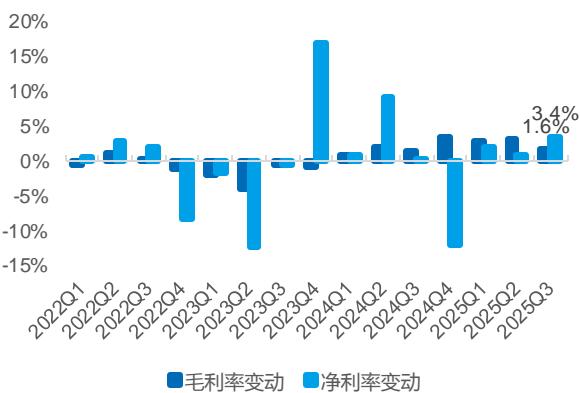
来源: Wind, 国金证券研究所

2025 前三季度调味品行业销售费率 6.9%, 同比增加 0.8pct, 2025Q2/2025Q3 行业销售费率 7.0%/7.3%, 分别同比变动+0.6pct/+1.5pct。2025 前三季度调味品行业管理+研发费率 5.5%, 同比下降 0.8pct, 2025Q2/2025Q3 行业管理+研发费率 6.5%/4.3%, 分别同比变动+0.1pct/-2.3pct。2025 前三季度调味品行业期间费率 12.4%, 同比增加 0pct, 2025Q2/2025Q3 行业期间费率 13.5%/11.6%, 分别同比变动+0.7pct/-0.8pct。

图表15: 25Q3 调味品板块毛利率同比增长 1.6pct



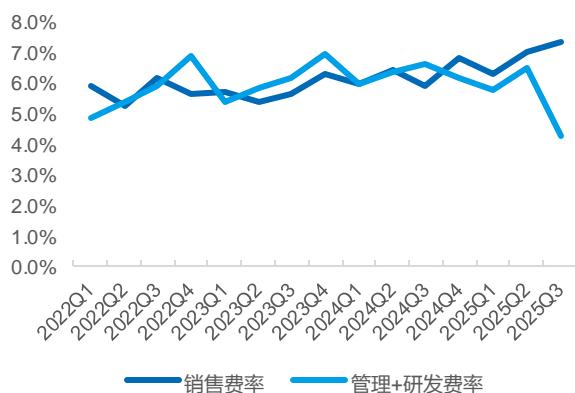
图表16: 25Q3 调味品板块净利率同比增加 3.4pct



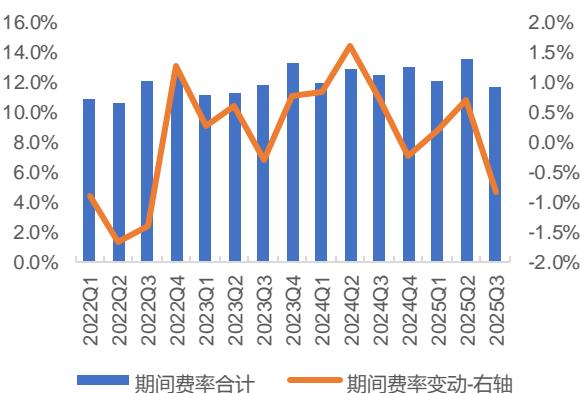
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 25Q3 调味品板块销售费率同比增加 1.5pct



图表18: 25Q3 调味品板块期间费率同比下降 0.8pct



来源: Wind, 国金证券研究所

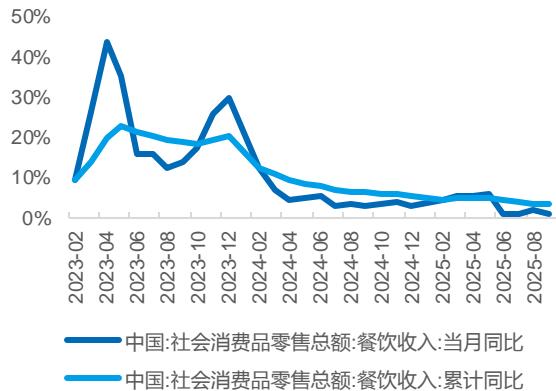
来源: Wind, 国金证券研究所



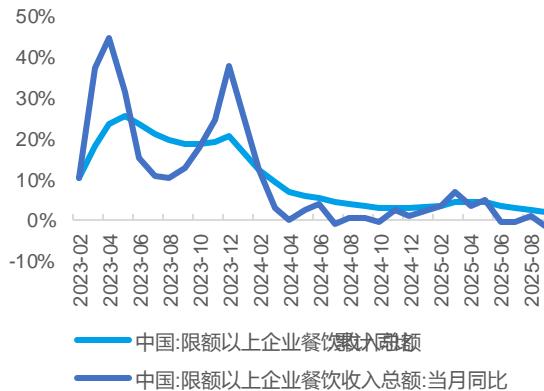
■ 重点企业分析

1、基础调味品：行业龙头公司 Q3 收入增速放缓，主要系 1) 餐饮需求环比走弱，且大 B 亦表现疲软；另一方面是 C 端竞争加剧，市场价格竞争较为激烈，尤其原本掀起的零添加风潮并未充分体现吨价升级趋势。2) 市场竞争加剧，龙头主动巩固基地市场份额，在外部市场渠道持续扩张和下沉，第二梯队企业难以获得超额增长。

图表19: 25年社零累计餐饮收入增速逐月放缓



图表20: 25年限额以上餐饮收入增速逐月放缓



来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

从酱油龙头企业 Q3 业绩表现来看，存在明显的龙头挤压式增长效应。

- 海天味业依旧维持稳健增长，但蚝油等品类增速放缓凸显餐饮大盘压力。25Q3 酱油/调味酱 / 蚝油 / 其他产品分别实现收入 32.28/6.03/11.27/10.85 亿元，同比 +4.9%/+3.5%/+2.0%/+6.5%。其他产品仍稳步扩张，增速快于大盘。
- 中炬高新 25Q3 美味鲜子公司收入同比 -19.3%，25Q3 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入分别为 5.99/1.37/0.89/1.34 亿元，同比 -19.2%/-24.2%/-31.6%/-8.8%。收入降幅较 Q2 扩张，系公司积极推动经销商库存优化、维护价盘稳定、夯实市场基础体系。
- 千禾味业分产品来看，三大品类收入降幅均有收窄，酱油/食醋/其他业务 25Q3 分别实现收入 4.19/0.79/1.33 亿元，分别同比 -3.6%/-6.9%/-2.7%。期间行业面临餐饮需求疲软、行业竞争加剧等压力，公司层面则叠加外部负面舆情挑战，业绩持续承压。

图表21: 调味品板块标的 25Q1-Q3/25Q3 营收和净利润对比

公司名称	营业收入(亿元, %)				归母净利润(亿元, %)			
	25Q1-Q3	YOY	25Q3	YOY	25Q1-Q3	YOY	25Q3	YOY
海天味业	216.3	6%	64.0	2%	53.2	11%	14.1	3%
中炬高新	31.6	-20%	10.2	-23%	3.8	-34%	1.2	-46%
千禾味业	19.9	-13%	6.7	-4%	2.6	-26%	0.9	-15%
天味食品	24.1	2%	10.2	14%	3.9	-9%	2.0	9%
宝立食品	21.3	10%	7.5	15%	1.9	11%	0.8	16%
日辰股份	3.4	16%	1.4	28%	0.6	18%	0.3	13%
恒顺醋业	16.3	6%	5.0	-5%	1.4	18%	0.3	18%
安琪酵母	117.9	8%	38.9	4%	11.2	17%	3.2	21%
涪陵榨菜	20.0	2%	6.9	4%	6.7	0%	2.3	4%
仲景食品	8.3	-2%	3.0	0%	1.5	3%	0.5	9%

来源：Wind, 国金证券研究所

- 其他基础调味品：伴随着低基数增速回暖，主要针对 C 端的恒顺醋业/涪陵榨菜/安琪酵母 25Q3 营收分别 -5%/+4%/+4%，较上半年降速。其中安琪酵母主业在海外支撑下兑现稳健增长态势，但其他业务对收入形成小幅拖累。1) 25Q3 酵母及深加工实现收入 26.45 亿元，同比 +2.0%。Q3 制糖/包装/其他业务同比 -17.0%/-34.0%/+30.8%，制糖和包装大幅下



滑，主要系公司主动剥离贸易糖等品类。2) 25Q3 国内/国外销售收入 21.90/16.87 亿元，分别同比-3.5%/+17.7%，国内下滑系贸易糖、包装等业务拖累，同时 Q3 下游餐饮需求承压明显，主业亦有小幅降速。

从成本端来看，各项原材料（大豆、白糖、小麦等）价格延续前期回落趋势，25Q3 海天味业/中炬高新/千禾味业毛利率分别+3/+1/+1pct，我们认为主要系黄豆、包材等采购价下降。对于核心原材料占比更高的公司而言，毛利率波动较大。如榨菜部分低毛利产品占比提升、买赠搭售等活动增多，25Q3 毛利率同比-3pct。安琪酵母 25Q3 毛利率+3pct，系产品结构优化、糖蜜成本下降及海运费压力减小。

从费率角度看，由于基础调味品行业竞争加剧，多数企业强化费用投放，争夺存量市场资源。其中海天/中炬/千禾/恒顺/榨菜/酵母 25Q3 销售费率分别同比+2pct/+8pct/+2pct/-2pct/+1pct/+1pct，最终净利率分别同比+0pct/-5pct/-2pct/+1pct/+0pct/+1pct。

3、复合调味品：营收增长普遍好于基础调味品。如宝立食品/日辰股份/天味食品 25Q3 收入增速分别为 15%/28%/14%，主要系下游大客户为连锁餐饮企业，订单需求相对稳定。单 Q3 来看定制餐调企业稳健增长，主要系 9 月中秋国庆备货表现好于同期，且下游餐饮大客户如百胜等具备经营韧性。天味在旺季加大火锅底料铺货效率，Q3 收入端出现明显的加速态势。

复合调味品 25Q3 行业持续享受成本下行红利，但客户和产品结构变化略有扰动。核心原材料为棕榈油、辣椒、花椒等年初以来单价持续下降，25Q3 天味/宝立/日辰毛利率分别同比+2pct/+1pct/-2pct。天味、宝立毛利率提升主要系高毛利产品增加、促销活动减少；日辰毛利率下降系并购标的艾倍棒拖累。

费用端来看，复调企业近年来部分小企业出清或者行动更加谨慎，行业竞争格局略有改善。且定制化调料多为创新产品，遵循成本加成等定价方法，不存在竞争激烈导致降价的现象。其中 25Q3 天味/宝立/日辰毛销差分别-1pct/+1pct/+2pct，最终净利率分别同比-1pct/+0pct/-3pct，

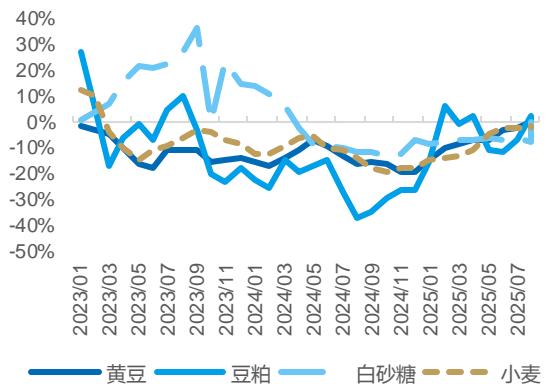
图表22：调味品板块标的 25Q1-Q3/25Q3 毛利率和净利率对比

公司名称	毛利率(%)				净利率(%)			
	25Q1-Q3	同比变动	25Q3	同比变动	25Q1-Q3	同比变动	25Q3	同比变动
海天味业	40%	4%	40%	3%	26%	1%	22%	0%
中炬高新	39%	2%	40%	1%	10%	-3%	12%	-5%
千禾味业	37%	1%	39%	1%	11%	-2%	13%	-2%
天味食品	39%	0%	40%	2%	17%	-2%	20%	-1%
宝立食品	33%	1%	33%	1%	10%	0%	10%	0%
日辰股份	37%	-1%	37%	-2%	22%	0%	21%	-3%
恒顺醋业	36%	1%	35%	-1%	9%	1%	6%	1%
安琪酵母	25%	2%	24%	3%	10%	1%	8%	1%
涪陵榨菜	53%	1%	53%	-3%	34%	-1%	34%	0%
仲景食品	44%	2%	44%	3%	18%	1%	18%	1%

来源：Wind，国金证券研究所

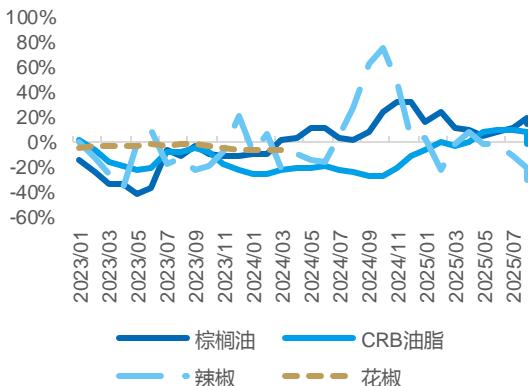


图表23：基础调味品核心原材料成本降幅收窄



来源：Wind, 国金证券研究所

图表24：复合调味品核心原材料成本开始回升



来源：Wind, 国金证券研究所

图表25：调味品板块标的 25Q1-Q3/25Q3 销售、管理费率和毛销差对比

公司名称	销售费率(%)				毛销差(%)				管理+研发费率(%)			
	25Q1-Q3	同比变动	25Q3	同比变动	25Q1-Q3	同比变动	25Q3	同比变动	25Q1-Q3	同比变动	25Q3	同比变动
海天味业	7%	1%	7%	2%	34%	3%	32%	1%	5%	0%	7%	1%
中炬高新	14%	5%	14%	8%	29%	-3%	25%	-7%	12%	2%	12%	2%
千禾味业	17%	2%	17%	2%	23%	-1%	22%	0%	7%	1%	7%	0%
天味食品	14%	2%	11%	3%	27%	-2%	30%	-1%	6%	-1%	5%	-2%
宝立食品	15%	0%	13%	0%	18%	1%	19%	1%	4%	0%	4%	0%
日辰股份	4%	-3%	4%	-4%	30%	2%	34%	2%	11%	2%	9%	5%
恒顺醋业	18%	0%	17%	-2%	19%	1%	18%	1%	9%	0%	10%	0%
安琪酵母	6%	0%	6%	1%	20%	2%	18%	2%	7%	0%	8%	1%
涪陵榨菜	16%	2%	18%	1%	39%	-1%	35%	-4%	3%	0%	3%	0%
仲景食品	15%	-1%	14%	-1%	28%	2%	29%	3%	9%	1%	9%	2%

来源：Wind, 国金证券研究所

■ 盈利预测与投资建议

基础调味品：行业需求稳健，竞争格局稳定，龙头从品牌、渠道、规模优势等角度具备显著优势，预计仍可实现收入端挤压式增长。同时建议关注后续餐饮需求改善带动行业扩容，以及个股在低库存情况下的旺季补货表现，如千禾 Q3 收入降幅显著收窄，Q4 有望同比转正。

复合调味品：随着预制菜工业客户、餐饮客户对于定制餐调需求逐步增加，TO B 端依旧存在高增长潜力。TO C 逐步进入增长瓶颈期，尤其是火锅底料品类增速逐步放缓。但中式菜品调料、零添加产品仍具备结构性增长机会，建议关注龙头企业颐海国际、天味食品。

图表26：调味品重点公司 25-27 年重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入(亿元)			YOY			归母净利(亿元)			YOY			PE	
		25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E
基础调味品	海天味业	291	322	356	8%	11%	11%	70	79	87	10%	13%	10%	31	28
	中炬高新	44	49	54	-19%	10%	10%	6	6	7	-37%	15%	11%	25	22
	千禾味业	28	32	35	-9%	13%	11%	4	5	6	-19%	18%	14%	31	25
	安琪酵母	167	184	202	10%	10%	10%	16	19	23	21%	21%	16%	21	18
复合调味品	天味食品	36	40	44	4%	11%	10%	6	7	8	0%	11%	10%	21	18
	颐海国际	69	77	85	6%	11%	10%	8	9	10	7%	14%	13%	14	12

来源：Wind, 国金证券研究所（注：股价截至 2025 年 10 月 31 日，汇率采用 1HKD=0.91CNY）

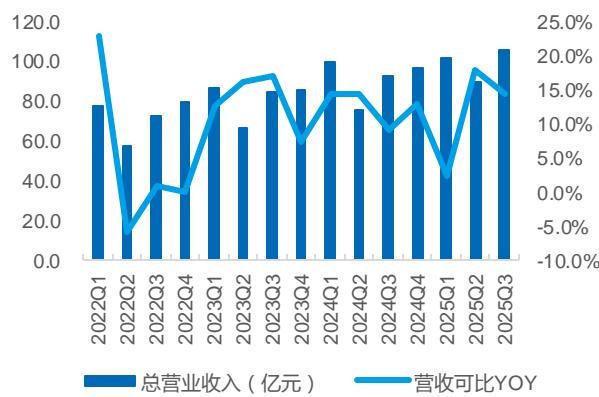


三、软饮料：龙头竞争优势巩固，成本红利持续体现

■ 行业综述

2025 前三季度软饮料行业收入 298.1 亿元，同比增长 10.9%，2025Q2/2025Q3 行业收入分别为 89.8/106.2 亿元，同比增速分别 17.8%/14.4%。2025 前三季度软饮料行业利润 56.0 亿元，同比增长 14.7%。2025Q2/2025Q3 行业利润分别为 15.4/20.6 亿元，2025Q2/2025Q3 行业利润同比增速分别 18.8%/36.6%。

图表27：25Q3 软饮料板块收入同比增长 14.4%



图表28：25Q3 软饮料板块归母净利润同比增长 36.6%



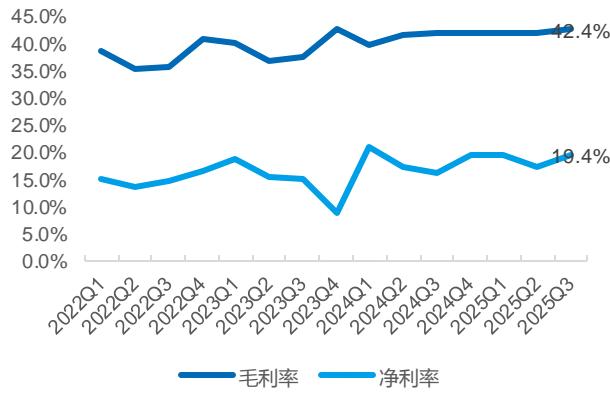
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

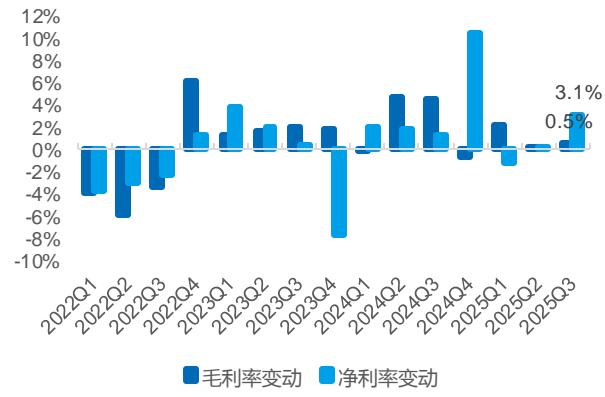
2025 前三季度软饮料行业毛利率 42.0%，同比提升 1.0pct，2025Q2/2025Q3 行业毛利率分别 41.7%/42.4%，分别同比提升 0.2pct/0.5pct。2025 前三季度软饮料行业净利率 18.8%，同比提升 0.6pct，2025Q2/2025Q3 行业净利率分别 17.2%/19.4%，分别同比增长 0.1pct/3.1pct。

2025 前三季度软饮料行业销售费率 15.3%，同比下降 0.2pct，2025Q2/2025Q3 行业销售费率 16.8%/14.5%，分别同比变动+0.1pct/-2.0pct。2025 前三季度软饮料行业管理+研发费率 4.1%，同比下降 0.1pct，2025Q2/2025Q3 行业管理+研发费率 4.5%/4.2%，分别同比变动 -0.5pct/-0.3pct。2025 前三季度软饮料行业期间费率 19.4%，同比下降 0.3pct，2025Q2/2025Q3 行业期间费率 21.3%/18.7%，分别同比变动-0.4pct/-2.3pct。

图表29：25Q3 软饮料板块毛利率同比增长 0.5pct



图表30：25Q3 软饮料板块净利率同比增长 3.1pct

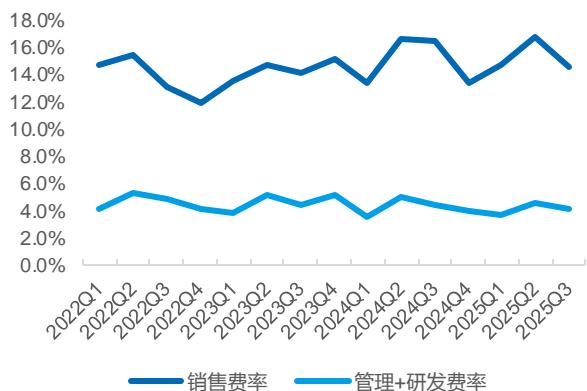


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所



图表31：25Q3 软饮料板块销售费率同比下降 2.0pct



来源：Wind，国金证券研究所

图表32：25Q3 软饮料板块期间费率同比下降 2.3pct



来源：Wind，国金证券研究所

从收入端来看，Q3 软饮行业依旧受到外卖大战冲击，叠加华南区域雨水天气较多，动销不及预期。行业呈现传统品类竞争加剧、新兴品类高增长的特征，其中占据高景气细分赛道红利的东鹏饮料仍表现亮眼，而多数传统赛道龙头如李子园、香飘飘等收入端仍有下滑压力。一方面系市场需求变化，消费者倾向于选择具备健康性、功能性的饮料，以满足特定需求为主。另一方面系渠道能力差异，如东鹏、农夫等龙头具备较强的渠道资源优势及高效的渠道管理能力，依旧通过第二曲线开发、冰冻化陈列、数字化管控等手段实现增长。具体而言，25Q3 东鹏饮料/百润股份/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品收入增速分别为 +30%/+3%/-8%/-15%/+9%/+12%，

其中东鹏业绩超预期，25Q1-Q3/Q3 收入增速分别为 34%/30%，1) 分产品，25Q3 东鹏特饮/补水啦/其他饮料实现营收 42.03/13.54/5.47 亿元，同比+14.6%/+83.8%/+95.6%。特饮持续精细化渠道管理模式、深化场景营销，收入稳健增长。补水啦持续扩张网点，叠加冰冻化陈列提升单点动销，Q3 月均 4.5 亿元，环比+46.72%，持续超预期。2) 分渠道，25Q3 经销/直营/线上渠道实现营收 51.55/7.50/1.98 亿元，同比+28.7%/41.2%/42.2%。3) 分区域，25Q3 广东/广西收入同比+2.1%/7.6%，环比降速预计系雨水天气影响。华北/西南表现亮眼，分别同比+72.6%/67.8%，华东/华中保持 25%+ 增速，销售全国化持续推进。

图表33：软饮料板块标的 25Q1-Q3/25Q3 营收和归母净利润对比

公司名称	营业收入(亿元, %)				归母净利润(亿元, %)			
	25Q1-Q3	YOY	25Q3	YOY	25Q1-Q3	YOY	25Q3	YOY
东鹏饮料	168.4	34%	61.1	30%	37.6	39%	13.9	42%
百润股份	22.7	-5%	7.8	3%	5.5	-4%	1.6	-7%
李子园	9.7	-9%	3.5	-8%	1.5		0.5	-17%
香飘飘	16.8	-13%	6.5	-15%	-0.9	-603%	0.1	-83%
承德露露	19.6	-9%	5.7	9%	3.8	-8%	1.3	0%
养元饮品	39.1	-8%	14.4	12%	11.2	-9%	3.8	88%

来源：Wind，国金证券研究所

从成本端来看，随着占比较大的 PET/白糖/纸箱等原材料价格下行幅度收窄，板块个股毛利率改善幅度弱，且容易被产品结构、促销策略等因素对冲。25Q3 东鹏/百润/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品毛利率分别-1/+0/-2/-2/+4/-3pct。其中承德露露毛利率改善明显，主要系核心原材料杏仁采购价大幅下降。

图表34：软饮料板块标的 25Q1-Q3/25Q3 毛利率和净利率对比

公司名称	毛利率(%)				净利率(%)			
	25Q1-Q3	同比变动	25Q3	同比变动	25Q1-Q3	同比变动	25Q3	同比变动
东鹏饮料	45%	0%	45%	-1%	30%	1%	23%	2%
百润股份	68%	0%	70%	0%	23%	0%	21%	-2%



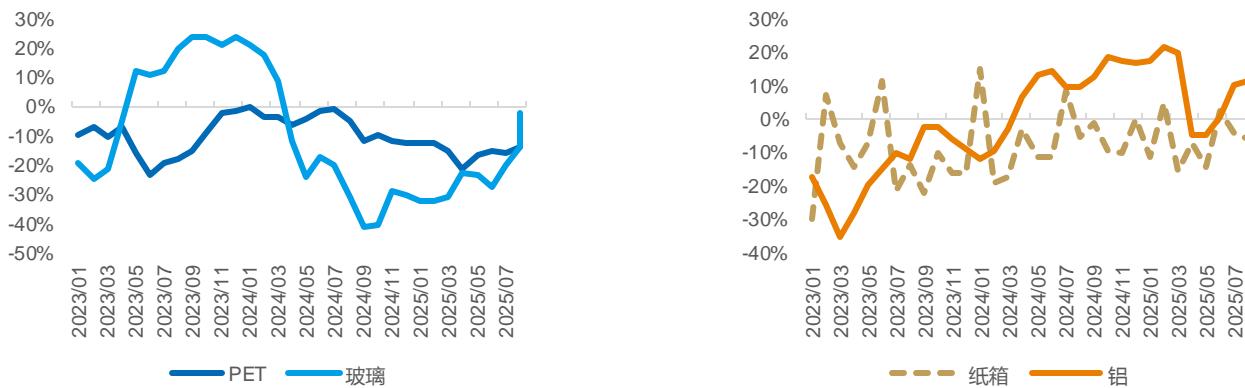
李子园	39%	0%	38%	-2%	14%	0%	15%	-1%
香飘飘	32%	-2%	39%	-2%	-5%	-6%	1%	-5%
承德露露	45%	4%	45%	4%	18%	0%	22%	-2%
养元饮品	44%	-2%	43%	-3%	26%	0%	26%	11%

来源: Wind, 国金证券研究所

从费率端来看, 终端需求疲软+市场竞争加剧, 行业多数个股强化费用投放, 同时内部优化管理和研发费用。25Q3 东鹏/百润/李子园/承德露露/养元饮品销售费率分别-3/+3/+0/+5/-6pct. 东鹏 Q3 销售费率显著下降系冰柜费用前置&去年同期因奥运宣传投放具备高基数。最终从净利率的角度看, 单 Q3 多数企业仍呈现承压状态, 龙头表现相对稳健。25Q3 东鹏/百润/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品净利率分别+2/-2/-1/-5/-2/+11pct, 养元饮品因去年同期低基数具备显著改善。

图表35: 25Q3 软饮料行业 PET、玻璃等原材料成本持续下行

图表36: 25Q3 软饮料行业纸箱、铝等原材料成本上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表37: 软饮料板块标的 25Q1-Q3/25Q3 销售、管理费率和毛销差对比

公司名称	销售费率(%)				毛销差(%)				管理+研发费率(%)			
	25Q1-Q3	同比变动	25Q3	同比变动	25Q1-Q3	同比变动	25Q3	同比变动	25Q1-Q3	同比变动	25Q3	同比变动
东鹏饮料	16%	-1%	15%	-3%	28%	1%	30%	2%	3%	0%	3%	0%
百润股份	24%	-2%	27%	3%	43%	1%	43%	-3%	10%	1%	10%	1%
李子园	16%	0%	16%	0%	23%	0%	22%	-3%	8%	0%	7%	0%
香飘飘	30%	2%	26%	0%	4%	-4%	13%	-2%	12%	1%	11%	1%
承德露露	19%	4%	15%	5%	30%	0%	30%	-1%	2%	0%	3%	0%
养元饮品	12%	0%	10%	-6%	31%	-2%	32%	3%	2%	0%	2%	-1%

来源: Wind, 国金证券研究所

■ 盈利预测与投资建议

旺季逐步收尾, 终端动销放缓, 短期难以出现催化, 中长期优选高景气赛道。受气温转凉及华南雨水天气影响, 板块三季度收入增速放缓, 与之伴随着市场竞争趋缓。当前行业仍具备成本红利, 利润率仍有提升空间。考虑到行业呈现较为明显的品类分化、头部化趋势, 我们建议优选具备高景气赛道的龙头, 以及具备平台化潜力的东鹏饮料、农夫山泉, 建议关注百润股份新品动销表现。

图表38: 软饮料板块重点公司 25-27 年盈利预测

板块	公司名称	收入(亿元)			YOY			归母净利润(亿元)			YOY			PE		
		25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
软饮料	东鹏饮料	210	261	320	32%	25%	22%	46	58	72	39%	27%	24%	32	25	20



	百润股份	31	35	39	2%	14%	11%	7	9	10	1%	20%	16%	38	29	26
	农夫山泉	500	577	661	16%	16%	15%	150	177	204	24%	18%	15%	35	30	26
	华润饮料	121	132	144	-11%	9%	9%	15	19	22	-6%	21%	19%	15	12	10

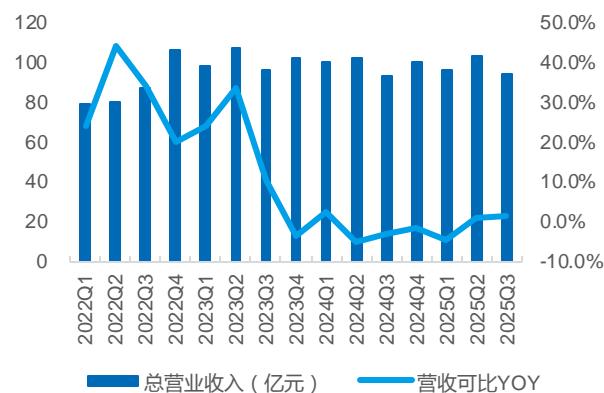
来源：Wind，国金证券研究所（注：股价截至 2025 年 10 月 31 日，汇率采用 1HKD=0.91CNY）

四、食品加工：行业竞争依旧激烈，业绩低基数下改善

■ 行业综述

2025 前三季度食品加工行业收入 292.1 亿元，同比下降 0.8%，2025Q2/2025Q3 行业收入分别为 102/94 亿元，同比增速分别 0.7%/1.6%。2025 前三季度食品加工行业利润 19.5 亿元，同比下降 8.4%。2025Q2/2025Q3 行业利润分别为 7/5 亿元，2025Q2/2025Q3 行业利润同比增速分别 -19.5%/+5.4%。

图表39：25Q3 食品加工板块收入同比增长 1.6%



图表40：25Q3 食品加工板块归母净利润同比增长 5.4%



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

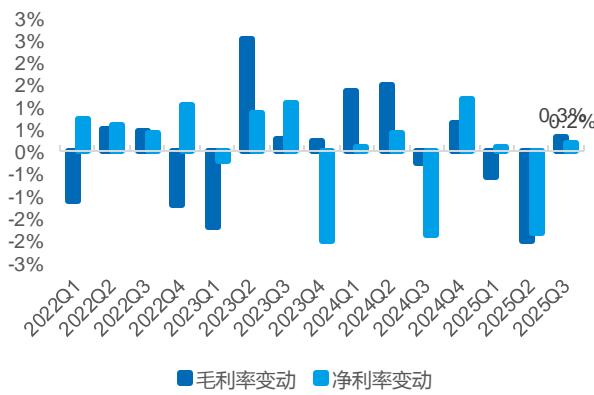
2025 前三季度食品加工行业毛利率 21.9%，同比下降 0.8pct，2025Q2/2025Q3 行业毛利率分别 22.1%/20.7%，分别同比变动 -2.0pct/+0.3pct。2025 前三季度食品加工行业净利率 6.7%，同比下降 0.6pct，2025Q2/2025Q3 行业净利率分别 7.2%/5.2%，分别同比变动 -1.8pct/+0.2pct。

2025 前三季度食品加工行业销售费率 8.1%，同比下降 0.1pct，2025Q2/2025Q3 行业销售费率 7.5%/8.3%，分别同比变动 +0.2pct/-0.4pct。2025 前三季度食品加工行业管理+研发费率 5.1%，同比下降 0.1pct，2025Q2/2025Q3 行业管理+研发费率 5.2%/5.4%，分别同比变动 -0.1pct/-0.2pct。2025 前三季度食品加工行业期间费率 13.2%，同比下降 0.2pct，2025Q2/2025Q3 行业期间费率 12.7%/13.7%，分别同比变动 +0.1pct/-0.6pct。

图表41：25Q3 食品加工板块毛利率同比增长 0.3pct



图表42：25Q3 食品加工板块净利率同比增长 0.2pct

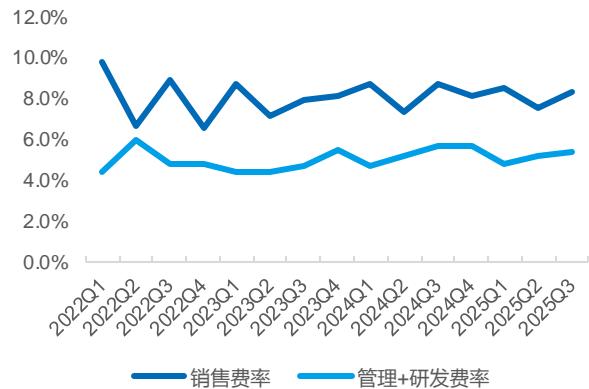


来源：Wind，国金证券研究所

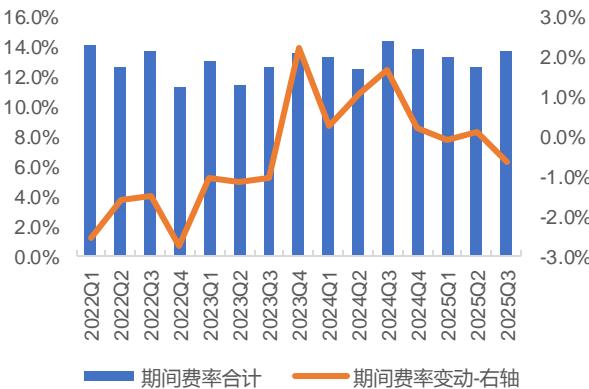
来源：Wind，国金证券研究所



图表43: 25Q3 食品加工板块销售费率同比下降 0.4pct



图表44: 25Q3 食品加工板块期间费率同比下降 0.6pct



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

■ 投资建议

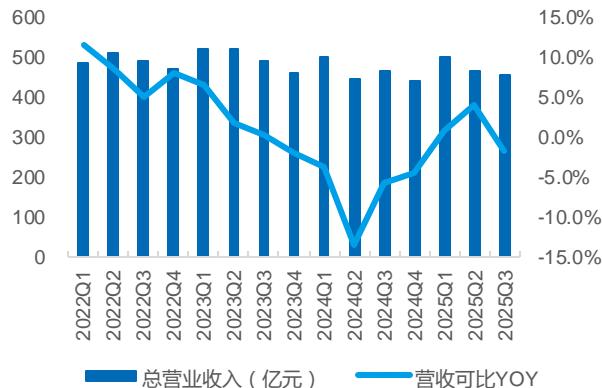
餐饮大盘需求疲软、居民端结构升级趋势放缓，自下而上寻找个股阿尔法尤为关键。考虑到下游 B 端客户占比比较高，且定制化需求占比相对偏低，在市场竞争加剧背景下，极易受到下游餐饮客户传导的降本压力，短期受需求和利润双重挤压。我们建议关注在 C 端持续发力新品的安井食品、立高食品，新品铺货上架有望带来增量，后续观察餐饮需求改善的变量，短期估值已经调整至历史低位，后续向上修复弹性空间较大。

五、乳制品：常温需求依旧承压，成本红利仍有小幅贡献

■ 行业综述

2025 前三季度乳制品行业收入 1419.1 亿元，同比增长 0.9%，2025Q2/2025Q3 行业收入分别为 464/455 亿元，同比增速分别 +3.8%/-1.7%。2025 前三季度乳制品行业利润 118.3 亿元，同比下降 2.0%。2025Q2/2025Q3 行业利润分别为 29.7/35.0 亿元，2025Q2/2025Q3 行业利润同比增速分别 40.5%/0.7%。

图表45: 25Q3 乳制品板块收入同比下降 1.7%



图表46: 25Q3 乳制品板块归母净利润同比增加 0.7%



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

2025 前三季度乳制品行业毛利率 30.9%，同比提升 0.1pct，2025Q2/2025Q3 行业毛利率分别为 30.4%/29.2%，分别同比变动 +0.3pct/-1.2pct。2025 前三季度乳制品行业净利率 8.3%，同比下降 0.2pct，2025Q2/2025Q3 行业净利率分别为 6.4%/7.7%，分别同比上升 1.7pct/0.2pct。

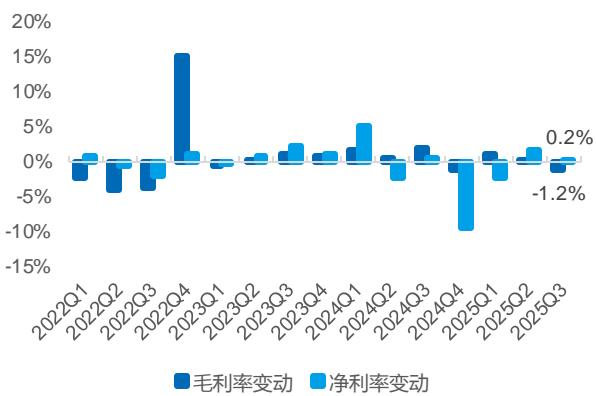


2025 前三季度乳制品行业销售费率 16.7%，同比下降 0.8pct，2025Q2/2025Q3 行业销售费率 17.7%/16.6%，分别同比变动 -0.4pct/-0.7pct。2025 前三季度乳制品行业管理+研发费率 4.8%，同比变动 +0pct，2025Q2/2025Q3 行业管理+研发费率 4.8%/5.0%，分别同比变动 +0.2pct/+0.1pct。2025 前三季度乳制品行业期间费率 21.4%，同比下降 0.8pct，2025Q2/2025Q3 行业期间费率 22.4%/21.7%，分别同比变动 -0.2pct/-0.6pct。

图表47：25Q3 乳制品板块毛利率同比下降 1.2pct



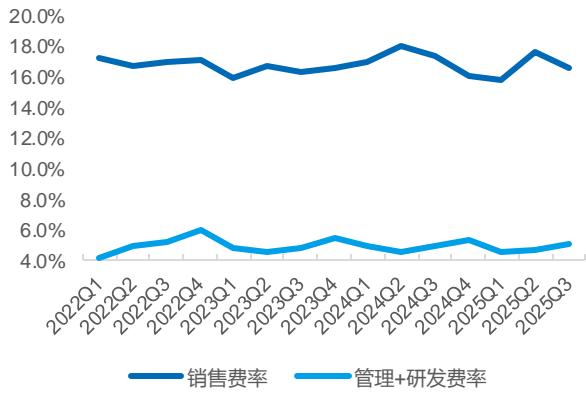
图表48：25Q3 乳制品板块净利润率同比增长 0.2pct



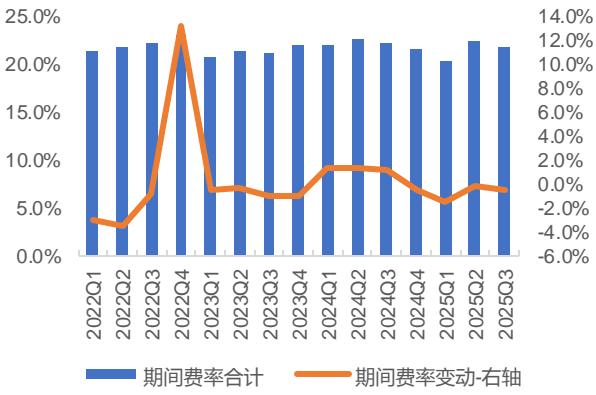
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表49：25Q3 乳制品板块销售费率同比下降 0.7pct



图表50：25Q3 乳制品板块期间费率同比下降 0.6pct



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

■ 投资建议

从供给端来看，上游牧场前期大幅亏损，预计主动减少奶牛存栏量；同时从替代品效应来看，随着牛肉价格提升、肉奶协同效应放大，奶牛屠宰率提升；海外率先进入减产周期，进口大包粉价格提升，替代成本高。尽管步入 25 年，供需不平衡导致生鲜乳价格持续走低，但同比降幅 25 年开始收窄，体现上游加速去化信号。

从需求端来看，白奶作为蛋白质补充主要来源，仍呈现一定的刚需属性。同时行业面临结构转型，随着冷链物流技术发展以及生产成本下降，低温奶占比持续提升。同时各类乳制品（非液态乳）如黄油、奶酪、奶油等产品应用场景拓展，为乳制品行业带来新的增长点。

供需有望重获平衡，利润弹性持续释放。龙头企业主动调整渠道库存、适当喷粉，随着下游库存的消化以及需求端的好转，原奶价格有望加速企稳修复。当下原奶价格仍偏低，大乳企具备上游奶源协同优势，伴随着上一轮资本开支见顶回落，整体利润弹性可同步释放。建议关注伊利股份、新乳业。



六、风险提示

- 宏观经济增速放缓——经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏。
- 原材料价格上涨风险——若原材料价格大幅提升将挤压企业利润。
- 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策。
- 食品安全问题风险——食品安全问题会对所处行业声誉等造成影响。



行业投资评级的说明:

买入: 预期未来3—6个月内该行业上涨幅度超过大盘在15%以上;
增持: 预期未来3—6个月内该行业上涨幅度超过大盘在5%—15%;
中性: 预期未来3—6个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%—5%;
减持: 预期未来3—6个月内该行业下跌幅度超过大盘在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



**【小程序】
国金证券研究服务**

**【公众号】
国金证券研究**