

食品饮料

报告日期：2025年05月15日

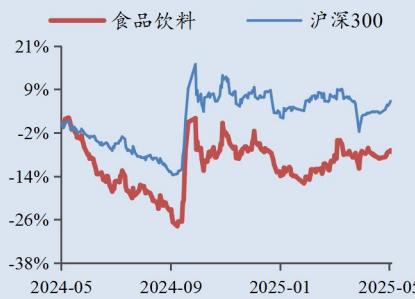
白酒处于调整期，零食景气度较高

——食品饮料行业2024年报和2025一季报综述

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

- 《育儿补贴政策催化，关注乳品估值修复——食品饮料行业周报》2025.03.18
- 《政策积极，静待复苏——食品饮料行业周报》2025.03.05
- 《促消费政策积极，关注需求修复边际改善——食品饮料行业周报》2025.02.17

摘要：

- **2025Q1 食品饮料行业营收和归母净利润增速较 2024 年趋缓。**食品饮料行业业绩分化加剧，子行业来看，白酒业绩实现稳健增长，软饮料、零食行业上市公司营收和归母净利润同比增幅居前。
- **白酒处于筑底阶段，零食行业延续较高景气度。**2025Q1 白酒上市公司整体营收和归母净利润实现小个位数增长，增速低于 2024 年。高端白酒盈利能力稳健，具备韧性；次高端价格带内部延续分化趋势，山西汾酒表现较好；地产酒古井贡酒、今世缘和金徽酒业绩表现居前。2024 年，啤酒行业整体受到餐饮消费疲软和天气等因素影响，营收端承压，利润增速优于收入增速，我们认为主因产品结构升级和原材料成本回落持续兑现，行业盈利能力提升。2025Q1 板块量价修复，旺季有望持续复苏。2024 年零食板块业绩增速亮眼，我们认为主因大单品放量品类红利延续，零食量贩、会员超市、海外市场等新渠道红利带来行业高增速，2025Q1 高基数下分化加剧，盐津铺子、有友食品实现亮眼增长。软饮料延续较高景气度，龙头营收增速居前。我们认为主因原材料白砂糖价格同比下行，成本红利持续释放。头部企业具备优秀的大单品、品牌打造能力和渠道管理能力，有望延续高势能。夏季旺季即将来临，板块景气度有望持续向上。乳品板块 2025Q1 收入端较 2024 年改善显著，利润端降幅明显收窄，伴随上游产能的持续优化，我们预计 2025 年原奶的供需格局优于 2024 年。调味品板块持续复苏，业绩改善明显。2024 年和 2025Q1 白砂糖、大豆等原材料价格下行，调味品行业普遍享受成本红利，业绩有所改善，龙头企业表现更加稳健。
- **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 5 月 12 日，申万一级食品饮料指数 PE (TTM) 为 23X。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】**白酒板块估值处于历史较低位置，未来伴随商务和宴席需求的边际修复，以及促消费政策的持续落地，白酒消费环境有望得到改善，建议关注贵州茅台、山西汾酒、今世缘。**【啤酒】**2025Q1 啤酒板块营收恢复正增长，2025Q2 啤酒板块迎

来旺季催化和低基数，板块量价有望延续边际提升，建议关注青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒。【零食】零食行业受到新品类红利和新渠道红利催化，2024年行业增速表现较好，2025年魔芋品类有望延续高增长，新渠道零食品量贩店、山姆等会员超市、抖音等电商直播高景气度有望持续，建议关注盐津铺子、有友食品。

【软饮料】行业竞争加剧，龙头表现居前。东鹏饮料在基本盘稳固的基础上，积极推出新品，探索新的增长曲线，补水啦、果之茶等新品动销表现超预期，建议关注东鹏饮料。【乳品】上游牧场持续出清，下游需求边际复苏，叠加龙头乳企主动调整，行业持续修复。建议关注伊利股份、新乳业。【调味品】行业受到下游餐饮业需求影响较大，2025Q1持续回暖，成本红利释放，业绩好转，龙头率先实现稳健增长，建议关注海天味业。

➤ **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	2025/05/12	EPS (元)				PE				投资评级
		股价(元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
000729.SZ	燕京啤酒	12.84	0.34	0.44	0.52	0.71	37.8	29.2	24.7	18.1	增持
002461.SZ	珠江啤酒	10.7	0.37	0.43	0.49	0.54	28.9	24.7	22.0	20.0	未评级
002847.SZ	盐津铺子	88.07	2.31	2.93	3.72	4.59	38.1	30.1	23.7	19.7	买入
002946.SZ	新乳业	17.82	0.62	0.77	0.93	1.10	28.7	23.1	19.2	15.8	买入
600519.SH	贵州茅台	1,604.50	68.64	74.38	80.86	88.39	23.4	21.6	19.8	18.2	增持
600600.SH	青岛啤酒	74.25	3.19	3.54	3.83	4.12	23.3	20.9	19.3	17.9	未评级
600809.SH	山西汾酒	206.06	10.04	11.11	12.42	13.50	20.5	18.5	16.5	15.2	未评级
600887.SH	伊利股份	29.84	1.84	1.83	1.99	2.07	16.2	16.3	15.0	14.4	增持
603288.SH	海天味业	42.54	1.14	1.26	1.4	1.57	37.3	33.8	30.4	27.1	增持
603369.SH	今世缘	48.34	2.74	2.98	3.28	3.58	16.6	16.1	14.7	13.5	未评级
603697.SH	有友食品	11.62	0.37	0.45	0.54	0.62	31.4	25.8	21.5	18.4	增持
605499.SH	东鹏饮料	270.51	6.4	8.51	10.88	13.27	42.3	31.8	24.9	20.4	买入

数据来源：iFinD，华龙证券研究所（珠江啤酒、青岛啤酒、山西汾酒、今世缘盈利预测来自 iFinD 一致预期；燕京啤酒、盐津铺子、新乳业、伊利股份 2027 年度盈利预测来自 iFinD 一致预期，其他公司盈利预测来源于华龙证券研究所）。

内容目录

1 食品饮料：2025Q1 营收和归母净利润增速趋缓	4
2 子板块：持续分化，龙头更具韧性	5
2.1 白酒：2025Q1 业绩实现小个位数正增长	5
2.2 啤酒：盈利能力持续改善，旺季修复可期	8
2.3 零食：品类和渠道红利共振，景气度较高	9
2.4 软饮料：营收端表现分化，东鹏饮料持续高增	11
2.5 乳品：行业仍处于调整期，龙头企业更具优势	12
2.6 预加工食品：板块整体面临报表端压力	14
2.7 调味品：2025Q1 业绩持续修复，实现稳健增长	16
2.8 烘焙食品：板块整体承压，分化加剧	17
3 投资建议	19
4 风险提示	20

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)	19

表目录

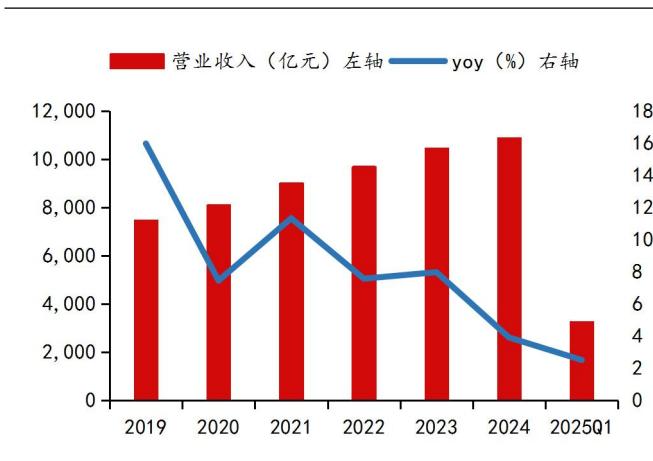
表 1：子行业单季度营收增速 (%)	4
表 2：子行业单季度归母净利润增速 (%)	5
表 3：2024 年白酒重点公司财务指标	7
表 4：2025 一季度白酒重点公司财务指标	7
表 5：2024 年啤酒重点公司财务指标	9
表 6：2025 年一季度啤酒重点公司财务指标	9
表 7：2024 年零食重点公司财务指标	10
表 8：2025 年一季度零食重点公司财务指标	10
表 9：2024 年软饮料重点公司财务指标	12
表 10：2025 年一季度软饮料重点公司财务指标	12
表 11：2024 年乳品重点公司财务指标	13
表 12：2025 年一季度乳品重点公司财务指标	14
表 13：2024 年预加工食品重点公司财务指标	15
表 14：2025 年一季度预加工食品重点公司财务指标	15
表 15：2024 年调味品重点公司财务指标	16
表 16：2025 年一季度调味品重点公司财务指标	17
表 17：2024 年烘焙食品重点公司财务指标	18
表 18：2025 年一季度烘焙食品重点公司财务指标	19
表 19：重点关注公司及盈利预测	20

1 食品饮料：2025Q1 营收和归母净利润增速趋缓

食品饮料行业业绩分化加剧，2025Q1 营收和归母净利润增速趋缓。2024 年度，申万一级食品饮料行业上市公司实现营业收入 10,877.93 亿元，同比增长 3.91%；归母净利润 2,171.12 亿元，同比增长 5.51%；扣非后归母净利润 2,104.49 亿元，同比增长 6.07%。2025 年一季度，食品饮料行业营业收入 3,264.12 亿元，同比增长 2.52%，归母净利润 815.45 亿元，同比增长 0.27%；扣非后归母净利润 803.65 亿元，同比增长 2.98%。

白酒业绩实现稳健增长，软饮料、零食行业上市公司营收和归母净利润同比增幅居前。2024 年白酒营收同比增速 7.25%，归母净利润同比增长 7.41%，扣非后归母净利润同比增长 7.99%；2025Q1 白酒营收同比增长 1.60%，归母净利润同比增长 2.26%，扣非后归母净利润同比增长 2.40%，白酒行业实现稳健增长。大众品方面，2024 年，零食/软饮料/调味品上市公司实现营收正增长，增速分别为 56.06%/12.61%/8.56%，肉制品/软饮料/零食/白酒 / 啤酒 / 调味品归母净利润实现正增长，增速分别为 62.49%/43.96%/24.53%/7.41%/6.83%/1.53%。2025Q1 零食/啤酒/调味品/软饮料/肉制品/乳品上市公司实现营收正增长，增速分别为 30.96%/3.73%/3.36%/2.41%/1.93%/0.15%，啤酒/肉制品/调味品归母净利润实现正增长，增速分别为 10.89%/7.30%/7.17%，2025Q1 零食营收增速最快，啤酒和调味品利润改善最明显。

图 1：食品饮料行业营收及同比



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

图 2：食品饮料行业归母净利润及同比



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 1：子行业单季度营收增速（%）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2024 年度
肉制品	5.32	-2.69	-9.07	-22.13	-8.56	-7.74	0.49	4.98	1.93	-2.79
预加工食品	17.01	9.74	6.49	-6.55	2.52	-5.03	-3.35	-1.63	-4.54	-1.94
保健品	25.19	9.20	5.76	6.30	-5.98	-4.77	-16.36	-8.75	-15.81	-8.85
白酒 III	15.85	17.85	15.59	15.02	14.68	10.63	0.53	1.12	1.60	7.25
啤酒	12.98	8.45	1.81	-3.40	-0.78	-1.63	-3.26	1.47	3.73	-1.55

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2024 年度
其他酒类	-1.22	28.08	9.29	13.95	-2.41	-2.88	-7.77	-12.38	-4.33	-6.87
软饮料	12.67	16.28	17.09	7.53	14.40	14.37	9.14	12.88	2.41	12.61
乳品	6.25	1.98	2.34	-2.28	-3.84	-14.51	-7.94	-5.54	0.15	-8.03
零食	-6.92	21.93	40.45	36.64	64.31	50.95	58.02	52.08	30.96	56.06
烘焙食品	8.55	4.47	11.21	10.68	6.14	-0.67	-4.26	-1.13	-0.54	-0.45
熟食	6.81	7.29	3.40	0.18	-7.86	-8.11	-10.12	-18.45	-11.84	-10.79
调味发酵品Ⅲ	5.72	0.91	6.21	-3.64	7.33	4.70	9.55	12.64	3.36	8.56

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 2：子行业单季度归母净利润增速（%）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2024 年度
肉制品	-1.88	-55.07	-31.21	-126.65	-22.40	86.79	23.43	304.06	7.30	62.49
预加工食品	40.52	-0.29	24.55	-32.27	4.00	-0.38	-29.99	21.29	-3.10	-2.20
保健品	41.37	6.54	1.43	86.60	-18.12	-49.48	-65.36	-195.28	-24.29	-58.21
白酒Ⅲ	19.16	19.68	17.97	18.66	15.75	11.75	2.05	-3.35	2.26	7.41
啤酒	28.41	17.22	11.95	-24.49	16.27	10.75	-2.05	-13.70	10.89	6.83
其他酒类	28.18	96.59	88.19	144.11	-30.04	-3.16	-44.96	-6.04	-1.58	-23.81
软饮料	41.54	32.93	20.85	-42.56	26.93	27.56	18.24	145.09	-3.82	43.96
乳品	2.07	15.01	44.19	44.12	54.45	-43.43	1.36	-244.89	-17.30	-26.87
零食	27.63	-14.87	-10.77	55.36	15.70	5.63	60.18	18.60	-15.44	24.53
烘焙食品	16.84	63.73	28.86	-24.50	5.34	-8.77	-5.88	-24.41	-18.51	-5.90
熟食	42.25	103.07	38.15	-94.17	15.20	5.97	-4.96	-194.68	-28.62	-17.76
调味发酵品Ⅲ	5.68	-72.31	5.90	263.94	10.87	238.60	15.25	-45.93	7.17	1.53

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2 子板块：持续分化，龙头更具韧性

2.1 白酒：2025Q1 业绩实现小个位数正增长

2025Q1 白酒上市公司整体营收和归母净利润实现小个位数增长，增速低于 2024 年。2024 年/2025Q1 白酒板块上市公司实现营业收入 4389.80 亿元/1525.75 亿元，同比增长 7.25%/1.60%；归母净利润 1666.31 亿元/633.92 亿元，同比增长 7.41%/2.26%；扣非后归母净利润 1664.63 亿元/633.30 亿元，同比增长 7.99%/2.40%。我们认为白酒需求端短期仍承压，2025 一季度受春节旺季催化，行业上市公司整体实现小幅正增长，当前行业处于筑底阶段，旺季有助于加速库存去化。

高端白酒：高端白酒盈利能力稳健，具备韧性。2024 年高端白酒贵州茅台/五粮液/泸州老窖分别实现营业收入 1708.99 亿元/891.75 亿元

/311.96亿元，同比增长15.71%/7.09%/3.19%，归母净利润862.28亿元/318.53亿元/134.73亿元，同比增长15.38%/5.44%/1.71%，毛利率分别为91.93%/77.05%/87.54%，同比变化-0.03pct/+1.26pct/-0.76pct；净利率分别为50.46%/35.72%/43.19%，同比变化-0.15pct/-0.56pct/-0.63pct。2025Q1贵州茅台/五粮液/泸州老窖分别实现营业收入506.01亿元/369.40亿元/93.52亿元，同比增长10.54%/6.05%/1.78%，归母净利润268.47亿元/148.60亿元/45.93亿元，同比增长11.56%/5.80%/0.41%，毛利率分别为91.97%/77.74%/86.51%，同比变化-0.64pct/-0.68pct/-1.86pct；净利率分别为53.99%/41.60%/49.31%，同比变化+0.46pct/-0.41pct/-0.52pct。2025Q1高端白酒贵州茅台营收和归母净利润实现双位数增长，增速亮眼，五粮液和泸州老窖实现个位数增长，展现出较强韧性。

次高端白酒：次高端价格带内部延续分化趋势，山西汾酒表现较好。2024年山西汾酒/洋河股份/舍得酒业/水井坊/酒鬼酒分别实现营业收入360.11亿元/288.76亿元/53.57亿元/52.17亿元/14.23亿元，同比变化12.79%/-12.83%/-24.41%/5.32%/-49.70%，归母净利润分别为122.43亿元/66.73亿元/3.46亿元/13.41亿元/0.12亿元，同比变化17.29%/-33.37%/-80.46%/5.69%/-97.72%，毛利率分别为76.20%/73.16%/65.52%/82.76%/71.37%，净利率分别为34.00%/23.11%/6.45%/25.71%/0.88%，山西汾酒毛利率和净利率分别小幅提升0.9pct/1.31pct，水井坊净利率提升0.09pct，其他酒企毛利率和净利率同比下滑。2025Q1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165.23亿元/110.66亿元/15.76亿元/9.59亿元/3.44亿元，同比变化7.72%/-31.92%/-25.14%/2.74%/-30.34%，归母净利润分别为66.48亿元/36.37亿元/3.46亿元/1.90亿元/0.32亿元，同比变化6.15%/-39.93%/-37.10%/2.15%/-56.78%，毛利率分别为78.80%/75.59%/69.36%/81.97%/70.71%，净利率分别为40.28%/32.83%/21.91%/19.84%/9.22%，山西汾酒和水井坊毛利率分别提升1.34pct/1.50pct，水井坊新渠道带动毛利率增长，舍得酒业、酒鬼酒仍处于调整期。

地产酒：古井贡酒、今世缘和金徽酒表现较好。2024年古井贡酒/今世缘/迎驾贡酒/口子窖/老白干酒/金徽酒分别实现营业收入235.78亿元/115.44亿元/73.44亿元/60.15亿元/53.58亿元/30.21亿元，同比增长16.41%/14.32%/8.46%/0.89%/1.91%/18.59%，归母净利润分别为55.17亿元/34.12亿元/25.89亿元/16.55亿元/7.87亿元/3.88亿元，同比变化20.22%/8.80%/13.45%/-3.83%/18.19%/18.03%，毛利率分别为79.90%/74.74%/73.94%/74.59%/65.95%/60.92%，净利率分别为23.40%/29.55%/35.26%/27.52%/14.69%/12.85%，古井贡酒和迎驾贡酒实现了毛利率和净利率的同比提升。2025Q1古井贡酒/今世缘/迎驾贡酒/口子窖/老白干酒/金徽酒分别实现营业收入91.46亿元/50.99亿元/20.47亿元/18.10亿元/11.68亿元/11.08亿元，同比变化10.38%/9.17%/-12.35%/2.42%/3.36%/3.04%，归母净利润23.30亿元/16.44亿元/8.29亿元/6.10亿元/1.52亿元/2.34亿元，同比变化

12.78%/7.27%/-9.54%/3.59%/11.91%/5.77%，古井贡酒和今世缘增速表现居前，我们认为主因强势单品持续放量，势能延续带来较高增长。

表3：2024年白酒重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
贵州茅台	1,708.99	15.71	862.28	15.38	91.93	-0.03	50.46	-0.15
五粮液	891.75	7.09	318.53	5.44	77.05	1.26	35.72	-0.56
山西汾酒	360.11	12.79	122.43	17.29	76.20	0.90	34.00	1.31
泸州老窖	311.96	3.19	134.73	1.71	87.54	-0.76	43.19	-0.63
洋河股份	288.76	-12.83	66.73	-33.37	73.16	-2.09	23.11	-7.13
古井贡酒	235.78	16.41	55.17	20.22	79.90	0.84	23.40	0.74
今世缘	115.44	14.32	34.12	8.80	74.74	-3.60	29.55	-1.50
顺鑫农业	91.26	-13.85	2.31	178.20	36.03	4.23	2.53	5.32
迎驾贡酒	73.44	8.46	25.89	13.45	73.94	2.57	35.26	1.21
口子窖	60.15	0.89	16.55	-3.83	74.59	-0.60	27.52	-1.35
老白干酒	53.58	1.91	7.87	18.19	65.95	-1.21	14.69	2.02
舍得酒业	53.57	-24.41	3.46	-80.46	65.52	-8.98	6.45	-18.56
水井坊	52.17	5.32	13.41	5.69	82.76	-0.40	25.71	0.09
金徽酒	30.21	18.59	3.88	18.03	60.92	-1.51	12.85	-0.06
伊力特	22.03	-1.27	2.86	-15.91	52.28	4.06	12.97	-2.26
酒鬼酒	14.23	-49.70	0.12	-97.72	71.37	-6.98	0.88	-18.48
天佑德酒	12.55	3.69	0.42	-52.96	59.84	-3.17	3.36	-4.04
金种子酒	9.25	-37.04	-2.58	-1,067.17	34.94	-5.38	-27.84	-26.34
皇台酒业	1.72	11.87	0.28	284.55	66.15	4.97	16.07	25.81

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表4：2025一季度白酒重点公司财务指标

	营业收入亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
贵州茅台	506.01	10.54	268.47	11.56	91.97	-0.64	53.99	0.46
五粮液	369.40	6.05	148.60	5.80	77.74	-0.68	41.60	-0.41
山西汾酒	165.23	7.72	66.48	6.15	78.80	1.34	40.28	-0.57
泸州老窖	93.52	1.78	45.93	0.41	86.51	-1.86	49.31	-0.52
洋河股份	110.66	-31.92	36.37	-39.93	75.59	-0.44	32.83	-4.41
古井贡酒	91.46	10.38	23.30	12.78	79.68	-0.67	26.12	0.47
今世缘	50.99	9.17	16.44	7.27	73.63	-0.60	32.24	-0.57
顺鑫农业	32.58	-19.69	2.82	-37.34	36.81	-0.34	8.75	-2.39
迎驾贡酒	20.47	-12.35	8.29	-9.54	76.49	1.40	40.63	1.22
口子窖	18.10	2.42	6.10	3.59	76.21	-0.28	33.72	0.38
老白干酒	11.68	3.36	1.52	11.91	68.58	5.86	13.05	1.00
舍得酒业	15.76	-25.14	3.46	-37.10	69.36	-4.79	21.91	-4.18
水井坊	9.59	2.74	1.90	2.15	81.97	1.50	19.84	-0.12

	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
金徽酒	11.08	3.04	2.34	5.77	66.81	1.41	20.79	0.40
伊力特	7.96	-4.32	1.44	-9.29	48.77	-3.12	18.04	-1.27
酒鬼酒	3.44	-30.34	0.32	-56.78	70.71	-0.37	9.22	-5.64
天佑德酒	4.32	-17.96	0.68	-37.69	60.53	-2.49	15.66	-4.97
金种子酒	2.96	-29.41	-0.39	-320.62	41.70	-2.83	-13.14	-17.52
皇台酒业	0.39	6.40	0.03	294.78	67.02	2.36	8.89	6.75

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.2 啤酒：盈利能力持续改善，旺季修复可期

2025Q1 需求端环比改善明显。2024 年/2025Q1 啤酒板块实现营业收入 684.60 亿元/201.47 亿元，同比变化 -1.55%/+3.73%，归母净利润 73.17 亿元/25.26 亿元，同比变化 6.83%/10.89%，扣非后归母净利润 69.85 亿元/23.72 亿元，同比增长 14.52%/9.62%。2024 年，啤酒行业整体受到餐饮消费疲软和天气等因素影响，营收端承压，利润增速优于收入增速，我们认为主因产品结构升级和原材料成本回落持续兑现，行业盈利能力提升。2025Q1 板块量价修复，旺季有望持续复苏。

青岛啤酒：2024 年公司实现营收 321.38 亿元，同比下降 5.30%；归母净利润 43.45 亿元，同比增长 1.81%；扣非归母净利润 39.51 亿元，同比增长 6.19%。2025Q1 公司实现营收 104.46 亿元，同比增长 2.91%；归母净利润 17.10 亿元，同比增长 7.08%，扣非净利润 16.03 亿元，同比增长 5.95%。2025Q1，公司累计实现产品销量 226.1 万千升，其中：主品牌青岛啤酒实现产品销量 137.5 万千升，同比增长 4.1%；中高端以上产品实现销量 101.1 万千升，同比增长 5.3%。公司发挥青岛啤酒的品牌和品质优势积极开拓市场，持续推进品牌优化和产品结构升级，线上和线下相结合加大品牌推广力度，加快新商业、新零售业务拓展，线上销量提升，即时零售业务保持快速增长，公司经营效率提升。展望 2025 年，伴随需求端复苏和成本红利的持续释放，公司盈利能力有望延续抬升趋势。

重庆啤酒：2024 年公司实现营收 146.45 亿元，同比下降 1.15%；归母净利润 11.15 亿元，同比下降 16.61%，扣非净利润 12.22 亿元，同比下降 7.03%。25Q1 公司实现营收 43.55 亿元，同增 1.46%；归母净利润 4.73 亿元，同增 4.59%；扣非后归母净利润为 4.67 亿元，同增 4.74%。2025Q1 公司实现啤酒销量 88.35 万千升，比上年同期 86.68 万千升增长 1.93%，销量实现稳健增长。2025 年，公司将继续以“国际品牌+本地品牌”的品牌组合为依托，推动产品结构优化及销售模式的持续革新。我们认为，随着 2024 年的加速去库，2025 年公司盈利能力有望持续修复。

燕京啤酒：2024 年公司实现营收 146.67 亿元，同比增长 3.20%，实现归母净利润 10.56 亿元，同比增长 63.74%，扣非归母净利润 10.41 亿元，同比增长 108.03%。2025Q1 公司实现营收 38.27 亿元，同比增长 6.69%；

归母净利润 1.65 亿元，同比增长 61.1%，扣非净利润 1.53 亿元，同比增长 49.11%。2025Q1，燕京啤酒延续高质量发展态势，公司推进九大变革持续落地，全面升级治理体系，持续推进治理标准化。2025Q1 公司实现啤酒销量 99.5 万千升（含托管企业），其中大单品燕京 U8 继续保持 30%以上的高增速，2025 年首季“开门红”，为全年目标达成奠定扎实基础。

珠江啤酒：2024 年公司实现营收 57.31 亿元，同比+6.56%；归母净利润 8.10 亿元，同比+29.95%；扣非净利 7.62 亿元，同比+36.79%。25Q1 实现营收 12.27 亿元，同比+10.69%，归母净利润 1.57 亿元，同比+29.83%；扣非归母净利润 1.45 亿元，同比+39.40%。2024 年，公司产品结构持续优化，高档啤酒产品销量同比增长 13.96%。同时，公司深耕新零售渠道，强化电商等新零售业务创新，电商渠道营收同比增长 20.51%。展望 2025 全年，公司增长势能有望延续。

表 5：2024 年啤酒重点公司财务指标

	营业收入亿元	营业收入 yoy %	归母净利润亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
青岛啤酒	321.38	-5.30	43.45	1.81	40.23	1.57	13.52	0.94
燕京啤酒	146.67	3.20	10.56	63.74	40.72	3.09	7.20	2.66
重庆啤酒	146.45	-1.15	11.15	-16.61	48.57	-0.57	7.61	-1.41
珠江啤酒	57.31	6.56	8.10	29.95	46.30	3.48	14.14	2.54
惠泉啤酒	6.47	5.44	0.65	33.58	31.18	1.71	10.02	2.11

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 6：2025 年一季度啤酒重点公司财务指标

	营业收入亿元	营业收入 yoy %	归母净利润亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
青岛啤酒	104.46	2.91	17.10	7.08	41.64	1.20	16.64	0.65
重庆啤酒	43.55	1.46	4.73	4.59	48.42	0.52	21.61	0.67
燕京啤酒	38.27	6.69	1.65	61.10	42.79	5.61	5.94	2.33
珠江啤酒	12.27	10.69	1.57	29.83	45.00	2.87	13.16	1.79
惠泉啤酒	1.41	0.35	0.06	23.72	32.05	1.41	4.32	0.78

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.3 零食：品类和渠道红利共振，景气度较高

2024 年零食板块业绩增速亮眼，2025Q1 高基数下分化加剧，盐津铺子、有友食品实现亮眼增长。2024 年/2025Q1 零食行业上市公司实现营业收入 759.02 亿元/227.70 亿元，同比增长 56.06%/30.96%；归母净利润 29.00 亿元/8.98 亿元，同比变化 24.53%/-15.44%，扣非后归母净利润 24.68 亿元/7.24 亿元，同比变化 35.35%/-21.42%。我们认为零食板块大单品放量品类红利延续，零食能量版、会员超市、海外市场等新渠道红利带来行业高增速，盐津铺子受益于魔芋品类延续高增，有友食品依托大单品在会员

超市放量实现亮眼增长。

盐津铺子：2025Q1 魔芋单品放量带动公司业绩实现高增长。2024 年，公司实现营业收入 53.04 亿元，同比+28.89%；归母净利润 6.40 亿元，同比+26.53%；扣非归母净利润 5.68 亿元，同比+19.27%。25Q1 公司实现营业收入 15.37 亿元，同比+25.69%；归母净利润 1.78 亿元，同比+11.64%；扣非归母净利润 1.56 亿元，同比+13.41%，公司营收和净利润实现双位数增长，业绩增长稳健。休闲魔芋“大魔王”和鹌鹑蛋“蛋皇”是公司的核心品类，2024 年，“蛋皇”鹌鹑蛋进驻山姆会员商店，“大魔王”麻酱味素毛肚差异化研发打造赢得消费者和线上线下渠道商的认同，其健康属性和消费者需求的契合助力品类的快速成长。公司 2021 年进入魔芋品类的竞争，从 2021 年的 1.17 亿至 2024 年的 8.38 亿，3 年复合增速达到 92.88%，增长 7 倍多。魔芋作为公司提前布局的重要品类，公司拥有完备的供应链，2025 年预计将在国内和泰国继续进行产线建设，以备后续的产能需求。

有友食品：收入增长提速，盈利能力提升。2024 年公司实现营业收入 11.82 亿元，同比增长 22.37%，归母净利润 1.57 亿元，同比增长 35.44%；扣非后归母净利润 1.26 亿元，同比增长 40.53%。2025Q1 公司实现营收 3.83 亿元，同比增长 39.23%；归母净利润 0.50 亿元，同比增长 16.25%；扣非后归母净利润 0.44 亿元，同比增长 25.80%。公司建立与头部会员制零售渠道的合作，深化主流零食量贩渠道渗透，夯实线下布局；加速电商运营模式迭代，通过社交电商全域运营实现线上销售额倍增。公司泡凤爪类基本盘稳健增长，同时，公司通过打造新品，开拓新渠道带来新的业绩增长空间。

表 7：2024 年零食重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
万辰集团	323.29	247.86	2.94	453.95	10.76	1.46	0.91	1.80
三只松鼠	106.22	49.30	4.08	85.51	24.25	0.92	3.84	0.75
良品铺子	71.59	-11.02	-0.46	-125.57	26.14	-1.61	-0.64	-2.88
洽洽食品	71.31	4.79	8.49	5.82	28.78	2.02	11.91	0.12
盐津铺子	53.04	28.89	6.40	26.53	30.69	-2.85	12.07	-0.23
来伊份	33.70	-15.25	-0.75	-231.94	41.00	-1.23	-2.23	-3.67
黑芝麻	24.65	-7.92	0.78	80.46	23.89	0.26	3.15	1.54
劲仔食品	24.12	16.79	2.91	39.01	30.47	2.30	12.08	1.93
甘源食品	22.57	22.18	3.76	14.32	35.46	-0.78	16.67	-1.14
好想你	16.70	-3.39	-0.72	-38.67	22.62	-3.11	-4.31	-1.31
有友食品	11.82	22.37	1.57	35.44	28.97	-0.40	13.31	1.28

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 8：2025 年一季度零食重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
--	------------	---------------	-------------	----------------	----------	--------------	-------	--------------

	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	108.21	124.02	2.15	3,344.13	11.02	1.24	3.59	2.16
三只松鼠	37.23	2.13	2.39	-22.46	26.74	-0.66	6.40	-2.05
良品铺子	17.32	-29.34	-0.36	-157.85	24.64	-1.78	-2.10	-4.64
洽洽食品	15.71	-13.76	0.77	-67.88	19.47	-10.97	4.93	-8.29
盐津铺子	15.37	25.69	1.78	11.64	28.47	-3.64	11.46	-1.60
来伊份	10.48	-1.23	0.12	-79.72	34.64	-6.87	1.40	-4.45
劲仔食品	5.95	10.27	0.68	-8.21	29.91	-0.11	11.45	-2.36
甘源食品	5.04	-13.99	0.53	-42.21	34.32	-1.07	10.47	-5.11
黑芝麻	4.42	-3.74	0.02	-29.61	19.90	-0.41	0.37	-0.18
好想你	4.13	-16.44	0.40	216.08	33.97	4.58	9.62	7.16
有友食品	3.83	39.23	0.50	16.25	27.08	-4.35	13.14	-2.60

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.4 软饮料：营收端表现分化，东鹏饮料持续高增

行业延续较高景气度，龙头营收增速居前。2024年/2025Q1 软饮料板块实现营业收入365.95亿元/102.18亿元，同比增长12.61%/2.41%；归母净利润67.57亿元/19.95亿元，同比增长43.96%/-3.82%，扣非后归母净利润62.13亿元/18.69亿元，同比变化46.27%/7.26%。我们认为软饮料板块原材料白砂糖价格同比下行，成本红利持续释放。头部企业具备优秀的大单品、品牌打造能力和渠道管理能力，有望延续高势能。夏季旺季即将来临，板块景气度有望持续向上。

东鹏饮料：基本盘东鹏特饮延续高增长，第二增长曲线补水啦持续放量。2024年公司实现营收158.39亿元，同比增长40.63%，归母净利润33.27亿元，同比增长63.09%；扣非后归母净利润32.62亿元，同比增长74.48%。2025Q1公司实现营收48.48亿元，同比增长39.23%，归母净利润9.80亿元，同比增长47.62%；扣非后归母净利润9.59亿元，同比增长53.55%。2025年公司持续深化全国化和全渠道战略，同时探索产品出海，进一步打开增量空间。公司持续完善“产品+服务”模式，提升与经销商、终端门店的合作粘性；另一方面，继续推进“冰冻化”战略，加大定制冰柜在终端网点投放规模和力度，提高全品类产品的可见度，提高单点产出。在多品类产品营销方面，2025年公司将为适配的产品定制场景化推广策略，积极开拓不同销售渠道。除对线下渠道的深耕外，公司计划继续积极拓展线上及其他新兴渠道，并探索直播卖货等营销新模式，有效增加东鹏的品牌曝光度，触达更广泛的消费群体。出海方面，公司计划设立印尼子公司，满足印度尼西亚及周边地区消费者对高品质软饮料的需求，持续推进全球化战略。

表 9：2024 年软饮料重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
东鹏饮料	158.39	40.63	33.27	63.09	44.81	1.74	21.00	2.89
养元饮品	60.58	-1.69	17.22	17.35	46.53	0.82	28.43	4.61
维维股份	36.56	-9.40	4.11	96.26	27.01	4.81	11.24	6.05
香飘飘	32.87	-9.32	2.53	-9.67	38.34	0.81	7.70	-0.03
承德露露	32.87	11.26	6.66	4.41	40.94	-0.51	20.27	-1.33
欢乐家	18.55	-3.53	1.47	-47.06	34.00	-4.75	7.95	-6.53
李子园	14.15	0.22	2.24	-5.55	39.08	3.24	15.82	-0.97
泉阳泉	11.98	6.77	0.06	101.34	31.91	-0.51	0.51	41.26

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 10：2025 年一季度软饮料重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
东鹏饮料	48.48	39.23	9.80	47.62	44.47	1.70	20.21	1.15
养元饮品	18.60	-19.70	6.42	-26.95	46.21	-0.96	34.53	-3.43
承德露露	10.02	-18.36	2.15	-12.53	48.09	4.38	21.51	1.43
维维股份	8.53	-23.11	0.71	-44.04	24.73	8.13	8.22	-3.14
香飘飘	5.80	-19.98	-0.19	-174.47	31.19	-2.44	-3.24	-6.72
欢乐家	4.49	-18.52	0.34	-58.27	31.38	-7.32	7.63	-7.27
李子园	3.20	-4.30	0.66	16.17	42.83	4.64	20.68	3.64
泉阳泉	3.07	31.74	0.05	190.23	33.65	5.85	3.12	4.08

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.5 乳品：行业仍处于调整期，龙头企业更具优势

行业仍处于调整期，伴随政策催化，需求端有望逐步改善，实现供需新平衡。2024 年/2025Q1 乳品板块实现营业收入 1844.41 亿元/500.29 亿元，同比变动-8.03%/+0.15%；归母净利润 95.76 亿元/53.54 亿元，同比下降 26.87%/17.30%。扣非后归母净利润 66.39 亿元/51.84 亿元，同比变化-42.46%/+20.92%。2025Q1 收入端较 2024 年改善显著，利润端降幅明显收窄，伴随上游产能的持续优化，我们预计 2025 年原奶的供需格局优于 2024 年。

伊利股份：2025Q1 公司盈利弹性较大，全年业绩有望持续改善。2024 年，公司实现营收 1157.8 亿元，同比下降 8.24%；归母净利润 84.53 亿元，同比下降 18.94%，扣非净利润 60.11 亿元，同比下降 40.04%；公司 2025Q1 实现营收 329.38 亿元，同比增长 1.46%；归母净利润 48.74 亿元，同比下降 17.71%，扣非净利润 46.29 亿元，同比增长 24.19%。2024Q4 公司坚持低渠道库存的策略，进一步优化了终端产品的新鲜度水平。2025Q1，

公司顺应消费趋势，推出了创新包装的春节礼盒系列产品，并拓展了礼赠品类。2025年1月，公司液奶渠道库存稳中有降，终端产品价盘持续坚挺，经销商进货意愿提升。虽然春节后动销受宏观经济复苏节奏较慢的影响，但得益于公司去年主动做的调整，从出库端来看，2025年2-4月液奶销售情况有一定改善。经过2024年的调整，公司2025年轻装上阵，全年来看，公司将继续积极维护产业链健康，保持价盘稳定，协助上游去产能，努力改善经销商盈利，同时顺应消费趋势，积极把握机会，公司有望实现较好业绩表现。

新乳业：2024年，新乳业实现营收106.65亿元，同比-2.93%，归母净利润5.38亿元，同比+24.8%，扣非净利润5.79亿元，同比+24.47%，2025Q1公司实现营收26.25亿元（同比+0.42%）；归母净利润1.33亿元（同比+48.46%），扣非净利润1.41亿元（同比+40.35%），2025Q1公司收入增速转正，较2024年边际改善。公司坚持“鲜立方战略”不动摇，聚焦核心品类发展，2024年低温鲜奶和低温酸奶均取得中高个位数增长，低温品类占比持续提升；同时，公司顺应消费新趋势，持续推进创新迭代，积极拓展新兴渠道机会，加强区域精耕。公司强化“鲜”能力建设，夯实核心品类增长能力，增强盈利能力，全面提升企业价值。2024年公司围绕“鲜酸双强”持续培育战略品类，通过产品创新和渠道立体化覆盖持续渗透，实现市场份额稳步增加。

妙可蓝多：完成奶酪资产注入，利润实现高增。2024年公司实现营业收入48.44亿元，同比下滑8.99%；归母净利润1.14亿元，同比增长89.16%；扣非后归母净利润0.47亿元，同比增长554.27%；2025Q1公司实现营收12.33亿元（同比+6.26%）；归母净利润0.82亿元（同比+114.88%），扣非净利润0.65亿元（同比+110.23%）。2024年公司收购其控股股东内蒙古蒙牛所持有的蒙牛奶酪100%股权，2024年7月1日蒙牛奶酪正式纳入公司合并报表范围，蒙牛奶酪2024年归母净利润同比增加约840.00万元。公司与蒙牛奶酪整合后，有望更好的实现业务协同和效率提升。

表 11：2024 年乳品重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
伊利股份	1,153.93	-8.24	84.53	-18.94	33.88	1.30	7.33	-0.97
光明乳业	242.78	-8.33	7.22	-25.36	19.23	-0.43	2.97	-0.68
新乳业	106.65	-2.93	5.38	24.80	28.36	1.49	5.04	1.12
三元股份	70.12	-10.73	0.55	-77.44	22.93	-0.12	0.78	-2.31
妙可蓝多	48.44	-8.99	1.14	89.16	28.29	-0.95	2.35	0.78
天润乳业	28.04	3.33	0.44	-69.26	16.76	-2.35	1.56	-3.68
贝因美	27.73	9.70	1.03	116.92	42.95	-4.11	3.71	1.83
一鸣食品	27.51	4.09	0.29	30.16	28.55	-1.99	1.05	0.21
佳禾食品	23.11	-18.68	0.84	-67.43	16.09	-1.89	3.63	-5.44
皇氏集团	20.46	-29.21	-6.81	-1,110.73	24.41	5.72	-33.27	-35.60

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
燕塘乳业	17.32	-11.18	1.03	-43.03	25.31	-0.72	5.93	-3.32
均瑶健康	14.58	-10.77	-0.29	-150.57	30.31	5.87	-2.00	-5.52
骑士乳业	12.97	3.22	-0.08	-108.20	16.24	-2.72	-0.59	-8.06
海融科技	10.87	13.89	1.11	23.78	35.03	-0.04	10.19	0.81
西部牧业	9.38	-16.46	-1.19	-84.92	6.80	-6.26	-12.66	-6.94
庄园牧场	8.90	-6.87	-1.66	-104.00	15.78	-3.08	-18.67	-10.15
品渥食品	8.76	-21.98	0.07	109.52	17.66	3.57	0.80	7.33
熊猫乳品	7.64	-19.29	1.03	-5.98	28.40	5.27	13.41	1.90
阳光乳业	5.19	-8.86	1.15	-1.09	37.85	1.49	22.06	1.73

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 12：2025 年一季度乳品重点公司财务指标

	营业收入 亿元	营业收入 yoy %	归母净利润 亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
伊利股份	329.38	1.46	48.74	-17.71	37.67	1.88	14.98	-3.30
光明乳业	63.68	-0.76	1.41	-18.16	18.66	-0.99	2.39	0.06
新乳业	26.25	0.42	1.33	48.46	29.50	0.12	5.25	1.68
三元股份	16.47	-19.45	0.88	20.85	24.36	0.55	5.29	1.32
妙可蓝多	12.33	6.26	0.82	114.88	31.49	-1.60	6.68	2.33
贝因美	7.28	1.01	0.43	93.87	45.51	1.17	6.25	2.85
一鸣食品	6.54	1.75	0.13	28.38	28.95	-1.66	2.03	0.42
天润乳业	6.25	-2.50	-0.73	-1,713.36	14.63	-1.81	-14.20	-14.28
佳禾食品	5.71	5.46	0.04	-91.46	12.02	-5.93	0.90	-7.67
皇氏集团	4.46	-6.90	0.06	10.05	27.63	4.26	1.54	0.55
均瑶健康	4.01	1.41	0.11	-58.29	32.94	3.45	2.40	-4.09
骑士乳业	3.70	55.88	0.11	-38.70	10.65	-19.12	1.19	-6.51
燕塘乳业	3.34	-11.81	0.09	-46.17	24.19	-0.12	2.56	-1.72
海融科技	2.40	-5.58	0.07	-79.89	28.63	-9.41	3.01	-11.14
庄园牧场	2.10	-6.61	-0.26	41.85	19.93	11.15	-12.37	7.46
西部牧业	1.87	-20.87	-0.10	-129.95	7.68	-8.98	-4.64	-3.28
品渥食品	1.77	-15.10	0.06	231.40	18.63	-2.92	3.35	5.51
熊猫乳品	1.70	-8.27	0.14	-48.76	25.05	-3.81	7.69	-6.85
阳光乳业	1.05	-3.62	0.22	2.58	35.60	0.88	20.49	2.41

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.6 预加工食品：板块整体面临报表端压力

预加工食品受下游餐饮需求弱复苏影响，板块整体表现疲软。2024 年 /2025Q1 预加工食品板块实现营收 394.69 亿元 /95.57 亿元，同比下降 1.94%/4.54%；归母净利润 27.59 亿元 /7.25 亿元，同比下降 2.20%/3.10%；

扣非后归母净利润 23.93 亿元 /6.12 亿元，同比下降 4.13%/10.91%，2025Q1 业绩降幅较 2024 年有所增大。我们认为当前在餐饮弱复苏的情况下，行业面临产能过剩和竞争加剧等挑战。

安井食品：2024 年公司实现营收 151.27 亿元，同比增长 7.70%；归母净利润 14.85 亿元，同比增长 0.46%；扣非归母净利润 13.60 亿元，同比减少 0.45%。2025Q1 公司实现营业收入 36.00 亿元，同比减少 4.13%；归母净利润 3.95 亿元，同比减少 10.01%；扣非归母净利润 3.43 亿元，同比减少 18.28%。2025 年，公司在新品策略上做出重要调整，明确 B 端与 C 端策略差异。B 端公司延续“及时跟进”策略，追求极致性价比；C 端从“及时跟进”调整为“升级换代”，聚焦质价比。产品推广上，B 端推行新品爆品化，C 端实行爆品系列化，并对老品进行系列化改造。速冻鱼糜制品和速冻肉制品方面，2025 年公司将继续放大该品类的优势，公司将推出锁鲜装 6.0 条状产品（面积约为传统产品 1/3），克重进一步变小，迎合一人食、小家庭消费；另外也将重点推广嫩鱼丸、黑虎虾滑、虎皮炸蛋及福袋系列化产品。速冻菜肴制品方面，火山石烤肠 2024 年已完成原定销售目标并略超，2025 年 C 端火山石烤肠将推出 250 克 6 根装产品，强调汤汁感、绿色调理及透明包装，规划黑松露、芝士风味及组合装；B 端对标台式烤肠，实现 B 端与 C 端产品同步上市以提升盈利能力。原有的牛羊肉卷将继续发力，同时黑鱼片产品目前增长情况良好，有望成为冻品先生下一个大爆品。速冻面米制品方面，重点针对部分产品老化的情况，明确象形包、特色汤圆等产品的规划，如无锡工厂将重点推出的象形汤圆，已明确了选品、克重和使用原料等。公司策略方向明确，经营具备韧性。

表 13：2024 年预加工食品重点公司财务指标

	营业收入亿元	营业收入 yoy %	归母净利润亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
安井食品	151.27	7.70	14.85	0.46	23.30	0.09	9.82	-0.71
三全食品	66.32	-6.00	5.42	-27.64	24.22	-1.61	8.18	-2.44
克明食品	45.67	-11.91	1.46	322.30	19.35	6.90	3.20	4.46
春雪食品	25.14	-10.08	0.08	123.54	6.99	1.80	0.32	1.57
五芳斋	22.51	-14.57	1.42	-14.24	39.05	2.66	6.31	0.02
惠发食品	19.25	-3.61	-0.17	-320.68	17.52	-0.56	-0.86	-1.24
千味央厨	18.68	-1.71	0.84	-37.67	23.66	-0.04	4.48	-2.58
海欣食品	17.07	-0.54	-0.37	-1,727.37	18.52	-1.16	-2.16	-2.30
巴比食品	16.71	2.53	2.77	29.42	26.71	0.36	16.55	3.44
味知香	6.72	-15.90	0.88	-35.36	25.02	-1.37	13.02	-3.92
盖世食品	5.34	9.04	0.41	17.79	17.74	-1.55	7.69	0.57

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 14：2025 年一季度预加工食品重点公司财务指标

	营业收入亿元	营业收入 yoy %	归母净利润亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
安井食品	36.00	-4.13	3.95	-10.01	23.32	-3.23	10.93	-0.82

	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
三全食品	22.18	-1.58	2.09	-9.22	25.32	-1.28	9.40	-0.79
克明食品	11.21	-13.54	0.86	75.72	22.88	5.69	8.04	4.91
春雪食品	5.95	12.48	0.11	286.90	9.95	2.79	1.88	3.01
千味央厨	4.70	1.50	0.21	-37.98	24.42	-1.03	4.53	-2.91
巴比食品	3.70	4.45	0.37	-6.13	25.47	-0.45	10.04	-1.35
海欣食品	3.27	-28.67	0.01	-88.17	22.23	3.05	0.24	-2.14
惠发食品	3.10	-26.58	-0.18	-344.81	16.44	-0.66	-5.35	-4.21
五芳斋	2.43	17.24	-0.45	35.16	35.40	1.12	-18.75	15.28
味知香	1.73	4.24	0.20	3.16	22.86	-2.14	11.28	-0.12
盖世食品	1.30	22.32	0.09	17.85	17.41	-0.68	6.78	-0.33

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.7 调味品：2025Q1 业绩持续修复，实现稳健增长

调味品板块持续复苏，业绩改善明显。2024年/2025Q1 调味品板块实现营收 679.62 亿元/185.45 亿元，同比增长 8.56%/3.36%；归母净利润 111.41 亿元/35.75 亿元，同比增长 1.53%/7.17%；扣非后归母净利润 102.72 亿元/34.28 亿元，同比增长 11.83%/7.67%。我们认为 2024 年和 2025Q1 白砂糖、大豆等原材料价格下行，行业普遍享受成本红利，业绩有所改善，龙头企业表现更加稳健。

海天味业：成本红利释放，业绩实现稳健增长。2024 年，公司实现营收 269.01 亿元，同比增长 9.53%；归母净利润 63.44 亿元，同比增长 12.75%；扣非后归母净利润 60.69 亿元，同比增长 12.51%。2025Q1，公司实现营收 83.15 亿元，同比增长 8.08%；归母净利润 22.02 亿元，同比增长 14.77%；扣非后归母净利润 21.47 亿元，同比增长 15.42%。海天味业作为调味品行业龙头，产销量均超过 450 万吨，名列行业第一。公司不断丰富健康化系列产品矩阵，打造了有机系列、低量或轻量系列、“特殊膳食”系列等不同种类，持续满足不同用户的不同需求。公司继续加快新渠道建设、拔高传统渠道优势，构建多元化渠道能力，打造更立体的销售网络，触达更广泛的客户群体，抢抓渠道分化带来的新机遇。同时，公司加快营销数字化建设，赋能销售团队对经销商伙伴的精细化服务，让营销活动更为精准和高效。海天品牌通过多个平台触达用户群体，扩大品牌影响力，强化与用户之间的紧密纽带。经过长期在调味品行业的积累，公司的核心竞争力为公司实现稳健增长奠定基础。展望 2025 全年，伴随下游餐饮端促消费政策的持续落地，行业边际改善，公司市场份额有望持续提升。

表 15：2024 年调味品重点公司财务指标

	营业收入亿元	营业收入yoy %	归母净利润亿元	归母净利润yoy %	毛利率%	毛利率变动pct	净利率 %	净利率变动pct
海天味业	269.01	9.53	63.44	12.75	37.00	2.26	23.58	0.67

	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
安琪酵母	151.97	11.86	13.25	4.07	23.52	-0.67	8.72	-0.64
中炬高新	55.19	7.39	8.93	-47.37	39.78	7.07	16.18	-16.84
天味食品	34.76	10.41	6.25	36.77	39.78	1.90	17.97	3.46
千禾味业	30.73	-4.16	5.14	-3.07	37.19	0.04	16.73	0.19
宝立食品	26.51	11.91	2.33	-22.52	32.81	-0.33	8.80	-3.91
莲花控股	26.46	25.98	2.03	55.92	25.30	8.15	7.65	1.47
涪陵榨菜	23.87	-2.56	7.99	-3.29	50.99	0.27	33.49	-0.25
恒顺醋业	21.96	4.25	1.27	46.54	34.72	1.74	5.80	1.67
仲景食品	10.98	10.40	1.75	1.81	41.73	0.14	15.98	-1.35
安记食品	6.07	-4.06	0.38	23.29	16.15	-0.64	6.32	1.40
日辰股份	4.05	12.59	0.64	13.16	38.70	-0.07	15.78	0.08
佳隆股份	2.68	3.02	0.25	155.23	34.67	14.41	9.23	26.44
朱老六	2.38	-1.38	0.18	-15.93	22.24	-2.80	7.73	-1.34

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

表 16：2025 年一季度调味品重点公司财务指标

	营业收入亿元	营业收入yoy %	归母净利润亿元	归母净利润yoy %	毛利率%	毛利率变动pct	净利率 %	净利率变动pct
海天味业	83.15	8.08	22.02	14.77	40.04	2.73	26.54	1.48
安琪酵母	37.94	8.95	3.70	16.02	25.97	1.31	10.20	0.72
中炬高新	11.02	-25.81	1.81	-24.24	38.73	1.75	16.46	-1.17
千禾味业	8.31	-7.15	1.61	3.67	38.89	2.93	19.33	2.02
莲花控股	7.94	37.77	1.01	105.19	30.67	6.18	13.49	4.71
涪陵榨菜	7.13	-4.75	2.72	0.24	55.96	3.85	38.19	1.90
宝立食品	6.69	7.18	0.58	-4.19	32.61	0.57	10.06	-0.69
天味食品	6.42	-24.80	0.75	-57.53	40.74	-3.32	12.34	-8.56
恒顺醋业	6.26	35.97	0.57	2.36	35.50	-5.88	8.96	-2.71
仲景食品	2.77	1.06	0.48	-4.81	45.91	1.41	17.49	-1.08
安记食品	1.47	4.95	0.06	-7.07	13.40	-2.40	4.25	-0.55
日辰股份	1.01	10.50	0.18	36.86	39.21	0.93	17.42	3.36
朱老六	0.60	-20.19	0.08	-32.28	26.01	-2.41	13.35	-2.38
佳隆股份	0.54	-1.76	0.02	19.04	27.69	1.70	3.89	0.70

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2.8 烘焙食品：板块整体承压，分化加剧

烘焙食品板块整体承压。2024 年 /2025Q1 烘焙食品板块实现营收 240.72 亿元 /55.06 亿元，同比下滑 0.45%/0.54%；归母净利润 17.61 亿元 /3.19 亿元，同比下滑 5.90%/18.51%；扣非后归母净利润 16.09 亿元 /2.73 亿元，同比下降 8.85%/24.60%，板块整体营收和利润均承压。立高食品和

西麦食品业绩表现较好。

立高食品：收入利润稳步提升。2024 年公司实现营收 38.35 亿元，同比+9.61%，实现归母净利润 2.68 亿元，同比+266.94%，扣非净利润 2.54 亿元，同比+108.22%。2025Q1 公司实现营收 10.46 亿元，同比+14.13%，实现归母净利润 0.88 亿元，同比+15.11%，扣非净利润 0.86 亿元，同比+27.30%。公司以流通大单品和顶尖大客户定制作为产品发展主线，深挖传统饼房渠道和核心商超渠道，积极培育餐饮、新零售等多元化新渠道，实现业绩的稳健增长。2025Q1 公司 UHT 系列奶油产品仍保持上市以来较好的增长趋势，2025 年公司将继续扩充 UHT 奶油的产品矩阵，有望持续带来业绩增长空间。

西麦食品：燕麦基本盘稳健增长，大健康第二增长曲线持续扩容。2024 年公司实现营收 18.96 亿元，同比+20.16%，实现归母净利润 1.33 亿元，同比+15.36%，扣非净利润 1.11 亿元，同比+16.75%。25Q1 公司实现营收 6.56 亿元，同比+15.93%，实现归母净利润 0.55 亿元，同比+21.17%，扣非净利润 0.53 亿元，同比+27.66%。2024 年，公司在燕麦片市场领域实现稳健成长的同时，在蛋白粉、燕麦谷物盖、燕麦粥等新兴细分品类市场也展现了较好的成长性。2024 年，公司牛奶燕麦、燕麦+、礼盒系列等明星产品保持较高增长，复合燕麦销售同比增长近 30%，其中，燕麦+系列和公司经典明星产品牛奶燕麦系列销售均超过 2 亿元，燕麦+系列同比增长超过 20%，牛奶燕麦系列同比增长超过 30%，蛋白粉同比增长超过 170%、礼盒系列同比增长超过 50%，公司多种方式横向拓展燕麦谷物市场，开拓大健康新市场。战略并购成都德赛康谷食品有限公司，公司的燕麦谷物产业横向拓展至酸奶谷物盖市场，进一步优化了公司的产业结构。公司还推出高钙益生菌蛋白粉、益生菌植物蛋白粉、胶原蛋白肽蛋白粉、红参肽饮、胶原蛋白肽饮等产品，丰富大健康产品线。2024 年公司以创新合作形式进入燕麦奶市场，推出 0 蔗糖、0 胆固醇、0 反式脂肪酸的燕麦奶产品，进行燕麦奶产品和市场的开拓尝试，未来将持续致力于打造优质的燕麦奶产品，推动产业高质量发展。

表 17：2024 年烘焙食品重点公司财务指标

	营业收入亿元	营业收入 yoy %	归母净利润亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
桃李面包	60.87	-9.93	5.22	-9.05	23.39	0.60	8.58	0.08
广州酒家	51.24	4.55	4.94	-10.29	31.72	-3.90	9.64	-1.59
立高食品	38.35	9.61	2.68	266.94	31.47	0.08	6.99	4.90
南侨食品	31.59	2.49	2.01	-13.34	24.16	0.40	6.37	-1.16
元祖股份	23.14	-12.99	2.49	-9.98	63.33	1.28	10.75	0.36
西麦食品	18.96	20.16	1.33	15.36	41.33	-3.21	7.02	-0.29
麦趣尔	6.35	-10.40	-2.30	-137.37	16.17	-1.63	-36.28	-22.59
青岛食品	5.26	7.47	0.97	13.20	35.87	5.31	18.54	0.94
桂发祥	4.96	-1.64	0.27	-55.64	46.05	0.00	5.46	-6.65

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

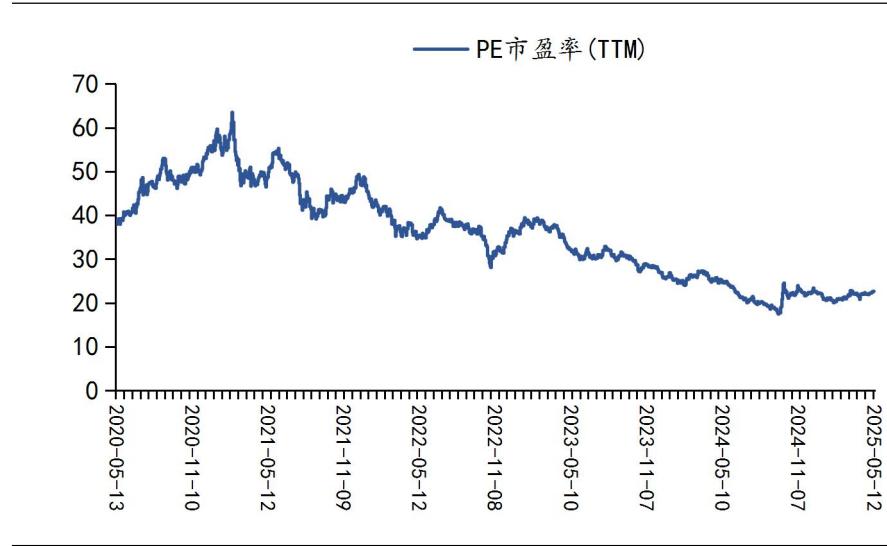
表 18：2025 年一季度烘焙食品重点公司财务指标

	营业收入亿元	营业收入 yoy %	归母净利润亿元	归母净利润 yoy %	毛利率 %	毛利率变动 pct	净利率 %	净利率变动 pct
桃李面包	12.01	-14.20	0.84	-27.07	21.97	-1.13	7.00	-1.23
广州酒家	10.46	3.34	0.51	-27.93	25.36	-4.45	5.95	-2.02
立高食品	10.46	14.13	0.88	15.11	29.99	-2.60	8.20	-0.09
南侨食品	7.89	1.90	0.29	-62.21	20.85	-6.16	3.67	-6.23
西麦食品	6.56	15.93	0.55	21.17	43.65	-0.05	8.28	0.32
元祖股份	3.38	-19.77	-0.25	-198.01	61.56	0.49	-7.41	-5.42
麦趣尔	1.49	-3.12	0.01	102.20	27.94	12.91	0.52	21.61
桂发祥	1.46	-8.76	0.07	-64.46	43.69	-1.89	4.54	-7.12
青岛食品	1.35	2.19	0.30	3.77	38.84	4.13	22.06	0.34

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 5 月 12 日，申万一级食品饮料指数 PE (TTM) 为 23X，申万三级子行业中，市盈率 (TTM) 分别为白酒 (20X)、啤酒 (26X)、调味品 (33X)、乳品 (34X)、预加工食品 (21X)、软饮料 (31X)、零食 (40X)，烘焙食品 (28X)。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：当前白酒行业基本面处于筑底阶段，分化进一步加剧。白酒上市公司 2025Q1 营收和归母净利润增速较 2024 年出现明显放缓态势，行业在深度调整期，市场预期较低。2025 年 5 月 13 日飞天茅台（原箱）批价为 2190 元/瓶，飞天茅台（散瓶）批价为 2100 元/瓶，当前板块估值处于

历史较低位置，未来，伴随商务和宴席需求的边际修复，以及促消费政策的持续落地，白酒消费环境有望得到改善，建议关注贵州茅台、山西汾酒、今世缘。

大众品：【啤酒】2025Q1 啤酒板块营收恢复正增长，2025Q2 啤酒板块迎来旺季催化和低基数，板块量价有望延续边际提升，建议关注青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒。**【零食】**零食行业受到新品类红利和新渠道红利催化，2024 年行业增速表现较好，2025 年魔芋品类有望延续高增长，新渠道零销量门店、山姆等会员超市、抖音等电商直播高景气度有望持续，建议关注盐津铺子、有友食品。**【软饮料】**行业竞争加剧，龙头表现居前。东鹏饮料在基本盘稳固的基础上，积极推出新品，探索新的增长曲线，补水啦、果之茶等新品动销表现超预期，建议关注东鹏饮料。**【乳品】**上游牧场持续出清，下游需求边际复苏，叠加龙头乳企主动调整，行业持续修复。建议关注伊利股份、新乳业。**【调味品】**行业受到下游餐饮业需求影响较大，2025Q1 持续回暖，成本红利释放，业绩好转，龙头率先实现稳健增长，建议关注海天味业。

表 19：重点关注公司及盈利预测

股票代码	股票简称	2025/05/12	EPS (元)				PE				投资评级
		股价 (元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
000729.SZ	燕京啤酒	12.84	0.34	0.44	0.52	0.71	37.8	29.2	24.7	18.1	增持
002461.SZ	珠江啤酒	10.7	0.37	0.43	0.49	0.54	28.9	24.7	22.0	20.0	未评级
002847.SZ	盐津铺子	88.07	2.31	2.93	3.72	4.59	38.1	30.1	23.7	19.7	买入
002946.SZ	新乳业	17.82	0.62	0.77	0.93	1.10	28.7	23.1	19.2	15.8	买入
600519.SH	贵州茅台	1,604.50	68.64	74.38	80.86	88.39	23.4	21.6	19.8	18.2	增持
600600.SH	青岛啤酒	74.25	3.19	3.54	3.83	4.12	23.3	20.9	19.3	17.9	未评级
600809.SH	山西汾酒	206.06	10.04	11.11	12.42	13.50	20.5	18.5	16.5	15.2	未评级
600887.SH	伊利股份	29.84	1.84	1.83	1.99	2.07	16.2	16.3	15.0	14.4	增持
603288.SH	海天味业	42.54	1.14	1.26	1.4	1.57	37.3	33.8	30.4	27.1	增持
603369.SH	今世缘	48.34	2.74	2.98	3.28	3.58	16.6	16.1	14.7	13.5	未评级
603697.SH	有友食品	11.62	0.37	0.45	0.54	0.62	31.4	25.8	21.5	18.4	增持
605499.SH	东鹏饮料	270.51	6.4	8.51	10.88	13.27	42.3	31.8	24.9	20.4	买入

数据来源：iFinD，华龙证券研究所（珠江啤酒、青岛啤酒、山西汾酒、今世缘盈利预测来自 iFinD 一致预期；燕京啤酒、盐津铺子、新乳业、伊利股份 2027 年度盈利预测来自 iFinD 一致预期，其他公司盈利预测来源于华龙证券研究所。）

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 company 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，在自己所知情的范围内本公司、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受到任何形式的补偿。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	基本面淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

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

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的一切后果或损失，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	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