

业绩增速明显放缓，只有啤酒、软饮料、调味品、肉制品营收利润双增长

——食品饮料行业 2025H1 业绩综述报告

强于大市 (维持)

2025 年 09 月 17 日

投资要点:

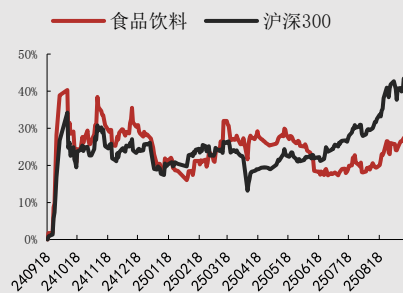
整体: 食品饮料板块业绩增速明显放缓，归母净利润同比转负，业绩增速排名下降。2025H1 食品饮料行业实现营收 5806.35 亿元 (YoY+2.41%)，归母净利润 1275.08 亿元 (YoY-0.56%)，营收和归母净利润增速在申万 31 个一级子行业中分别排名第 14 和第 20，营收增速较 2024H1 下降 1.30pcts，归母净利润增速较去年同期下降 14.52pcts，同时毛利率与净利率同比下降，费用率则相对稳健。

业绩增速: 零食、软饮料和调味发酵品营收增速靠前，啤酒、调味发酵品和软饮料利润增速靠前。软饮料、调味发酵品、啤酒、肉制品营收和归母净利润均实现同比正增长。零食、软饮料和调味发酵品营收增速位居前列，营收增速分别为 36.36%、9.08%、4.66%；啤酒、调味发酵品和软饮料归母净利润增速排名前三，归母净利润增速分别为 12.06%、8.04% 和 4.89%。

盈利能力: 政策和全球政治格局震荡等影响下，食品饮料子板块盈利能力有所承压。2025 年上半年只有啤酒/调味发酵品的毛利率和净利率均同比提升，其中毛利率同比为啤酒+1.86pcts/调味发酵品+2.26pcts，净利率同比为啤酒+1.25pcts/调味发酵品+0.51pcts；白酒/其他酒类/乳制品/软饮料/肉制品毛利率提升，但净利率下降，其中毛利率同比+0.26pcts/+0.24pcts/+0.81pcts/+1.30pcts/+0.16pcts，净利率同比-0.10pcts/-1.01pcts/-0.29pcts/-0.74pcts/-0.01pcts；休闲零食/预加工食品/保健品毛利率和净利率均有所下降，毛利率同比-8.36pcts/-1.31pcts/-7.60pcts，净利率同比-2.88pcts/-0.90pcts/-1.57pcts。

白酒板块: 营收同比略减，增速加速回落；归母净利润同比略减，自 2014H1 首次同比出现负增长。高端白酒最具韧性，次高端白酒整体业绩下滑最严重。2025 年上半年白酒业绩增速降为负，营收、归母净利润同比增速分别为-0.86%/-1.18%，较去年同期增速减少 13.94pcts、15.49pcts。其中高端白酒最具韧性，市场占有率稳居高位，营收利润维持稳健增长。贵州茅台、五粮液和泸州老窖 2025H1 营收同比+9.10%/+4.19%/-2.67%，归母净利润同比+8.89%/+2.28%/-4.54%。次高端白酒企业业绩受冲击严重，行业整体下滑，2025 年上半年营收/归母净利润增速分别为-14.32%/-20.93%，只有山西汾酒业绩相对较好，营收和归母净利润均保持正增长，而今世缘、山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒和洋河股份营收和归母净利润均出现大幅回撤。白酒出现分化，整体业绩下滑，2025 年上半年营收/归母净利润增速分别为-8.79%/-10.68%，11 家公司中，有 3 家公司（古井贡酒、老白干酒、金徽酒）营收和归母净利润同比正增长。目前行业处于去库存阶段，预

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

白酒重仓比例持续回落，大众品除休闲食品外均有下降

政策与新趋势共振，把握结构性机会

2025Q1 食品饮料重仓比例持续下降，细分板块重仓比例多数呈下行趋势

分析师:

陈雯

执业证书编号:

S0270519060001

电话:

18665372087

邮箱:

chenwen@wlzq.com.cn

计 2025 年业绩放缓仍会持续一段时间，但政策逐渐舒压和提振内需政策的实施有望加速库存的消化。

啤酒板块：啤酒营收利润同比均实现正增长，其中营收增速同比回升。2025H1 营收归母净利润，分别同比+2.75%/+12.06%，啤酒板块营收增速从去年同期的负增长转为低个位数正增长，归母净利润维持增长态势但增速减缓。主要啤酒企业提升产品结构叠加小麦等原材料成本压力逐步缓解，啤酒板块盈利能力保持提升态势。其中龙头里面珠江啤酒、燕京啤酒业绩表现相对较好，营收正增长，归母净利润同比增长超 22%。预计在“苏超”等活动刺激和提振内需政策拉动下，2025 年行业营收能恢复正增长，同时产品结构升级、成本红利还将继续提升啤酒公司的盈利能力，净利润将仍能保持正增长。

大众品板块：业绩分化较为明显。2025 年上半年大众板块业绩分化明显。乳品中，妙可蓝多表现突出，营收和归母净利润同比增速均为行业第二，此外一鸣食品、新乳业营收和归母净利润也都实现了正增长；软饮料中，东鹏饮料表现最为亮眼，营收和归母净利润均取得 36%以上高增长；休闲零食中，有友食品、盐津铺子、西麦食品和立高食品表现亮眼，营收和归母净利润均取得 10%以上较高增长；调味品中，莲花控股营收和归母净利润均实现 32%以上高增长，另外安记食品也在营收取得增长的情况下，归母净利润实现 58%以上高增长；肉制品中，华统股份在营收取得增长的情况下，归母净利润实现 163%以上高增长；预加工食品中，春雪食品和巴比食品在营收增长的基础上，归母净利润实现 18%以上较高增长；保健品中，金达威和仙乐健康营收和归母净利润实现正增长。

投资建议：提振内需政策红利和理性消费、情绪消费、健康消费趋势下，**餐饮行业存在结构性投资机会：**（1）**成长赛道：**可以关注饮料、零食、保健品行业的投资机会。其中，饮料行业重点关注能量饮料赛道的优质龙头；零食行业关注在渠道和品类创新方面与时俱进的优质龙头；保健品可以关注在年轻消费品类和高增长功效赛道布局的龙头。（2）**边际改善赛道：**可以关注啤酒、调味品、乳制品行业的投资机会。其中，啤酒行业可重点关注产品结构偏低的龙头，其成长空间更大；调味品行业可关注在复合调味品和健康调味品方面布局较优的龙头；乳制品建议关注业绩表现较优的龙头。（3）**筑底赛道：**我们判断白酒行业处于筑底阶段，低估值+高分红为股价提供强支撑，因此向下空间有限，预计随着渠道库存逐步出清，市场有望提前于白酒企业报表端业绩拐点而迎来向上拐点，可以静待投资机会。

风险因素：1. 政策风险；2. 食品安全风险；3. 经济增速不及预期风险。

正文目录

1 食品饮料行业概览	5
1.1 行情表现.....	5
1.2 业绩表现.....	5
2 食品饮料子板块业绩表现	7
2.1 白酒.....	7
2.2 啤酒及其他酒类.....	11
2.2.1 啤酒.....	11
2.2.2 其他酒类.....	12
2.3 乳制品及软饮料.....	13
2.3.1 乳制品.....	13
2.3.2 软饮料.....	14
2.4 休闲零食.....	14
2.5 调味发酵品.....	15
2.6 肉制品.....	16
2.7 预加工食品.....	16
2.8 保健品.....	17
3 投资建议与风险因素	18
3.1 投资建议.....	18
3.2 风险因素.....	18
图表 1: 申万一级行业 2025 年年初至今 (9 月 10 日) 涨跌幅(%).....	5
图表 2: 申万一级行业 2025H1 营收增速(%).....	5
图表 3: 申万一级行业 2025H1 归母净利润增速(%).....	5
图表 4: 2018H1-2025H1 食品饮料板块营收及同比.....	6
图表 5: 2018H1-2025H1 食品饮料板块归母净利润及同比.....	6
图表 6: 2018H1-2025H1 食品饮料板块 ROE (%).....	6
图表 7: 2018H1-2025H1 食品饮料板块毛利率&净利率.....	7
图表 8: 2018H1-2025H1 食品饮料板块费用率.....	7
图表 9: 2025H1 食品饮料申万三级行业营收与归母净利润增速.....	7
图表 10: 2018H1-2025H1 白酒板块营收及同比.....	8
图表 11: 2018H1-2025H1 白酒板块归母净利润及同比.....	8
图表 12: 2018H1-2025H1 白酒板块 ROE (%).....	8
图表 13: 2018H1-2025H1 白酒板块毛利率&净利率.....	9
图表 14: 2018H1-2025H1 白酒板块费用率.....	9
图表 15: 高端白酒板块个股 2025H1 业绩概览.....	9
图表 16: 次高端白酒板块个股 2025H1 业绩概览.....	10
图表 17: 中端&大众白酒板块个股 2025H1 业绩概览.....	10
图表 18: 2018H1-2025H1 啤酒板块营收及同比.....	11
图表 19: 2018H1-2025H1 啤酒板块归母净利润及同比.....	11
图表 20: 啤酒板块个股 2025H1 业绩概览.....	11
图表 21: 2018H1-2025H1 啤酒板块 ROE (%).....	12
图表 22: 2018H1-2025H1 啤酒板块毛利率&净利率.....	12
图表 23: 2018H1-2025H1 啤酒板块费用率.....	12
图表 24: 其他酒类板块个股 2025H1 业绩概览.....	13

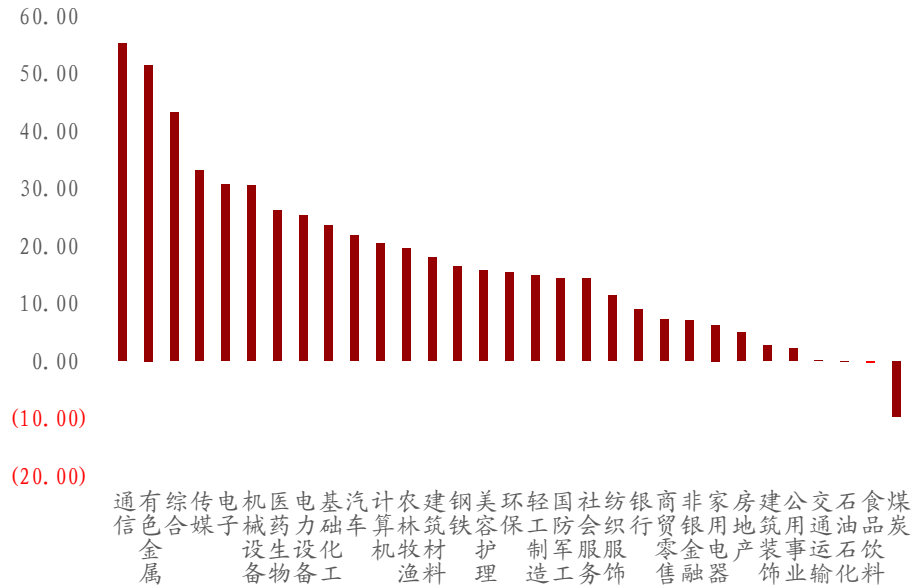
图表 25: 乳制品板块个股 2025H1 业绩概览	13
图表 26: 软饮料板块个股 2025H1 业绩概览	14
图表 27: 休闲食品板块个股 2025H1 业绩概览	15
图表 28: 调味发酵品板块个股 2025H1 业绩概览	15
图表 29: 肉制品板块个股 2025H1 业绩概览	16
图表 30: 预加工食品板块个股 2025H1 业绩概览	17
图表 31: 保健品板块个股 2025H1 业绩概览	17

1 食品饮料行业概览

1.1 行情表现

2025年初至今食饮板块在申万31个一级行业中涨幅排名第30。2025年年初至今(截至9月10日)，31个申万一级行业中有17个行业指数上涨。食品饮料表现较差，行业指数年初至今下跌0.32%，在申万31个一级子行业中排名第30。

图表1: 申万一级行业2025年年初至今(9月10日)涨跌幅(%)

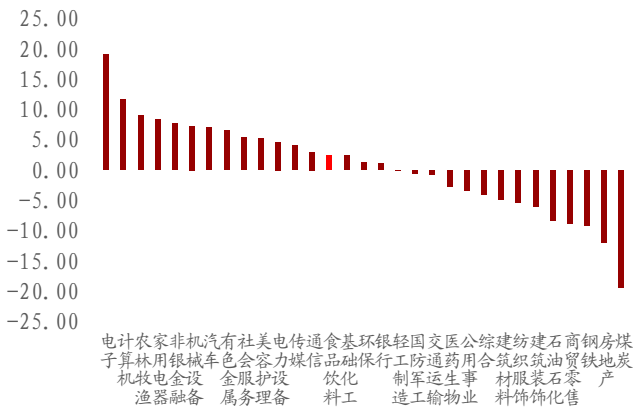


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

1.2 业绩表现

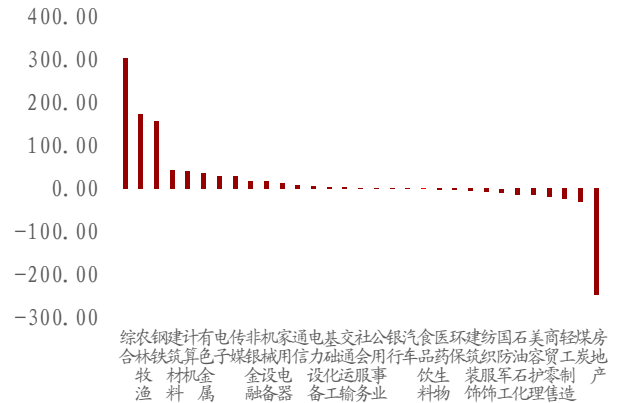
食品饮料板块业绩增速明显放缓, 业绩增速排名下降。2025年上半年食品饮料营业收入5,806.35亿元, 同比增长2.41%, 增速较去年同期的3.71%下降1.30个pcts, 在申万一级行业中排名由去年同期排名下滑4名至第14; 归母净利润1,275.08亿元, 同比增长-0.56%, 增速较去年同期的13.96%下降14.52个pcts, 较去年同期排名下降13位至第20。

图表2: 申万一级行业2025H1营收增速(%)



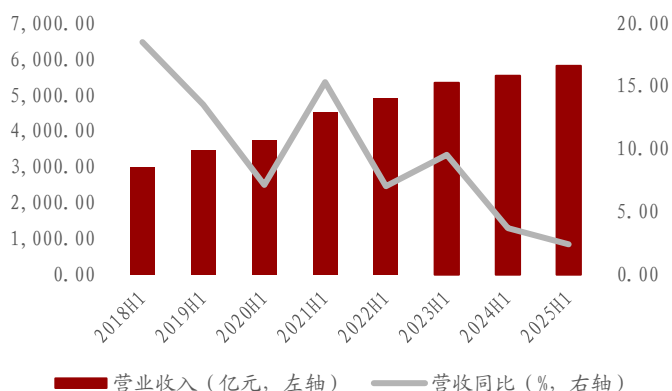
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表3: 申万一级行业2025H1归母净利润增速(%)

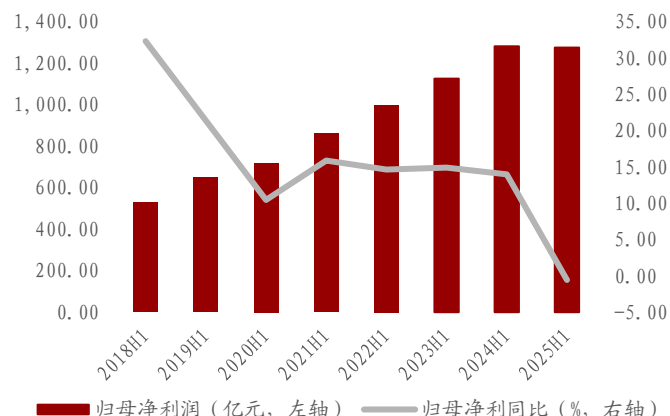


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表4: 2018H1-2025H1食品饮料板块营收及同比



图表5: 2018H1-2025H1食品饮料板块归母净利润及同比

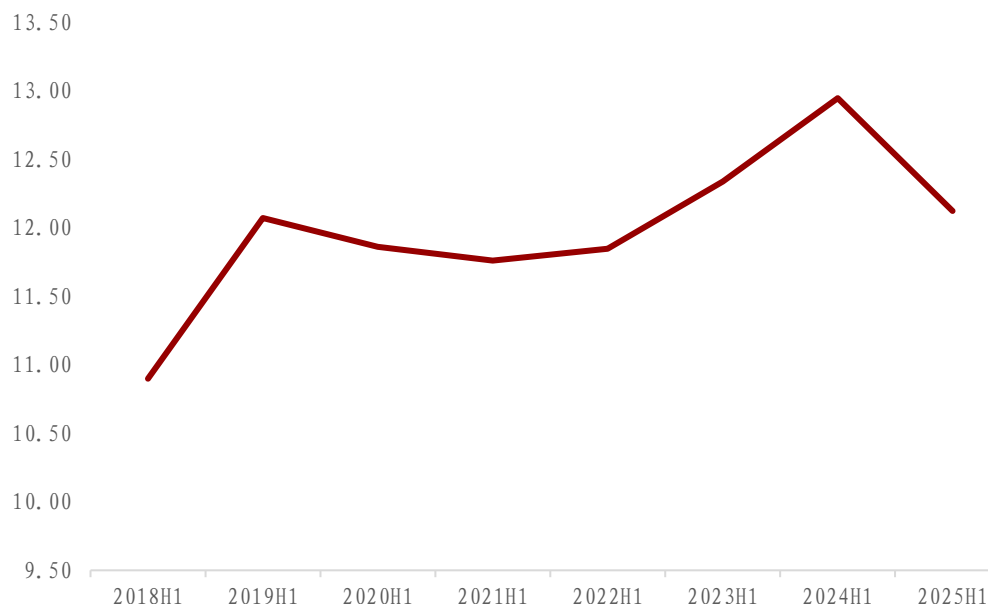


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

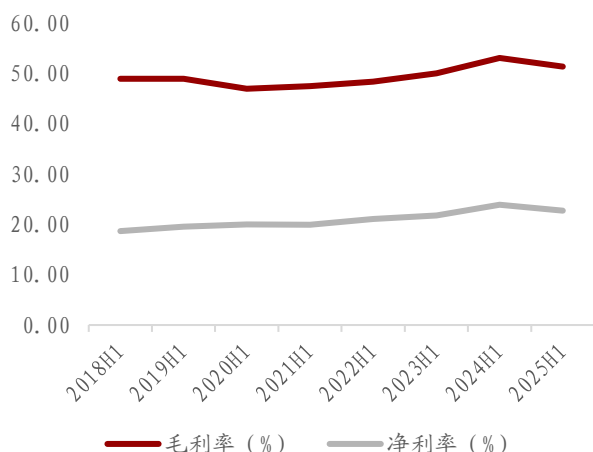
食品饮料板块盈利能力同比有所下降, 费用率相对稳健。2025年上半年食品饮料板块ROE、毛利率、净利率均同比出现下降。同时, 除财务费用率、研发费用率略有回升外, 销售费用率、管理费用率均小幅下行。2025年上半年食品饮料板块ROE为12.12%, 同比下降0.82pcts; 毛利率、净利率分别为51.41%、22.73%, 同比-1.69pcts、-1.19pcts; 销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为10.85%(YoY-0.40pcts)、4.12%(YoY-0.17pcts)、-0.53%(YoY+0.22pcts)、0.65%(YoY+0.35pcts)。

图表6: 2018H1-2025H1食品饮料板块ROE (%)



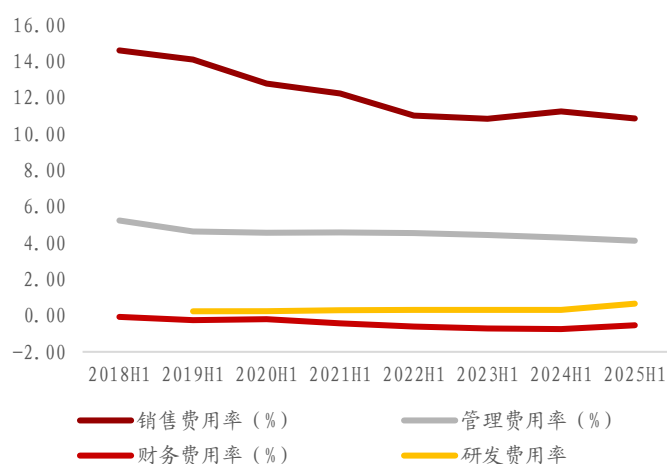
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表7: 2018H1-2025H1食品饮料板块毛利率&净利率



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表8: 2018H1-2025H1食品饮料板块费用率



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2025H1零食、软饮料和调味发酵品营收增速居前, 啤酒、调味发酵品和软饮料利润增速靠前。2025年上半年食品饮料行业申万三级子板块中, 零食、软饮料和调味发酵品营收增速位居前列, 营收增速分别为36.36%、9.08%、4.66%; 啤酒、调味发酵品和软饮料归母净利润增速排名前三, 归母净利润增速分别为12.06%、8.04%和4.89%。啤酒、调味发酵品、肉制品、软饮料营收和归母净利润均实现同比正增长。

图表9: 2025H1食品饮料申万三级行业营收与归母净利润增速

2025H1 营收增速			2025H1 归母净利润增速		
序号	行业	增速(%)	序号	行业	增速(%)
1	零食	36.36	1	啤酒	12.06
2	软饮料	9.08	2	调味发酵品III	8.04
3	调味发酵品III	4.66	3	软饮料	4.89
4	肉制品	2.80	4	肉制品	4.34
5	啤酒	2.75	5	白酒III	-1.18
6	乳品	1.36	6	乳品	-2.83
7	烘焙食品	-0.24	7	保健品	-3.28
8	白酒III	-0.86	8	零食	-10.12
9	预加工食品	-2.04	9	其他酒类	-11.48
10	其他酒类	-4.15	10	预加工食品	-12.37
11	保健品	-10.90	11	烘焙食品	-18.53
12	熟食	-12.98	12	熟食	-35.64

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 剔除暂无数据的其他食品板块。

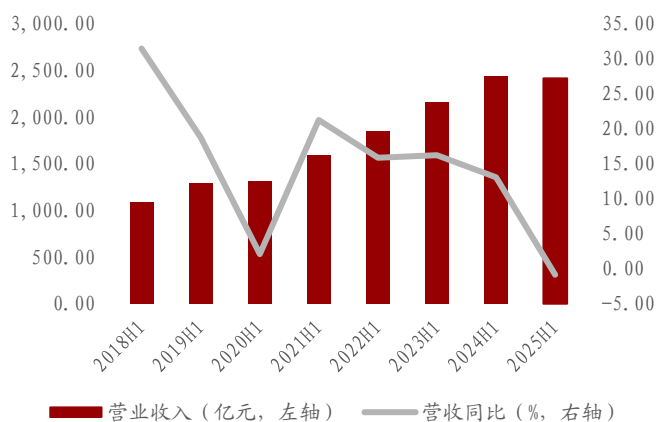
2 食品饮料子板块业绩表现

2.1 白酒

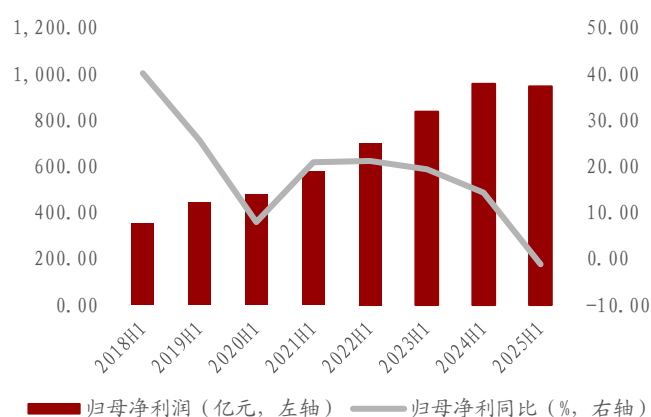
白酒营收与归母净利润同比略减, 增速加速回落。白酒行业从2024Q3开始进入渠道去库存阶段, 业绩增速大幅放缓。2025年上半年白酒板块营收和归母净利润均同比略减,

营收为2415.08亿元，同比-0.86%，归母净利润为945.61亿元，同比-1.18%；营收同比与归母净利润同比增速较2024年上半年均下降，且增速下降幅度较大，分别减少13.94pcts、15.49pcts。

图表10: 2018H1-2025H1白酒板块营收及同比



图表11: 2018H1-2025H1白酒板块归母净利润及同比

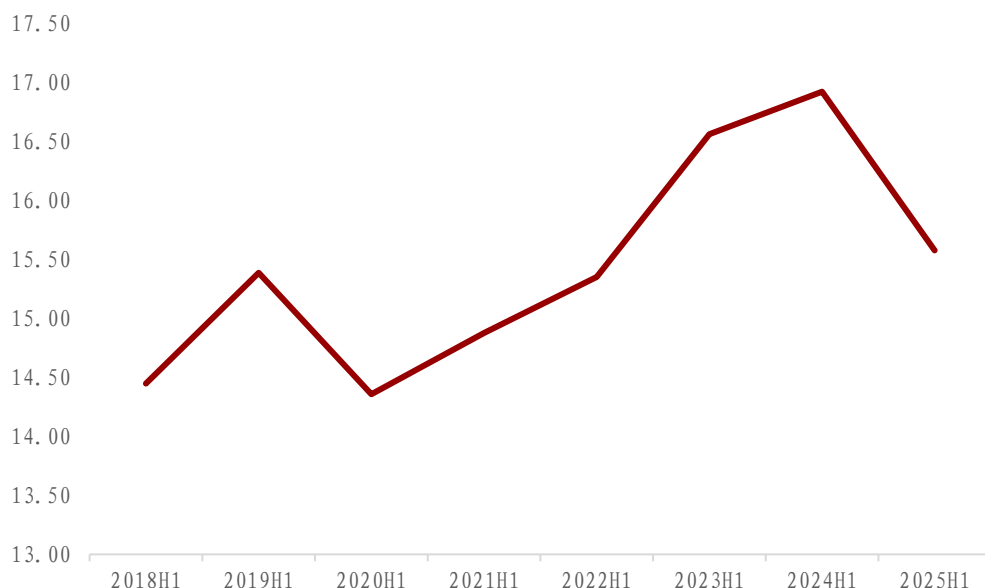


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

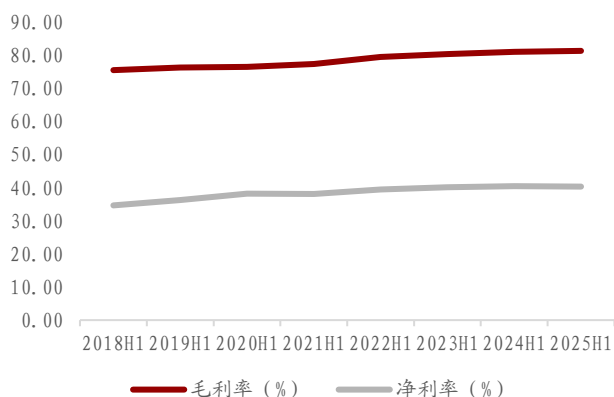
2025H1白酒板块毛利率小幅增长、净利率小幅下降，费用率升降不一。2025年上半年白酒板块ROE为15.58%，同比-1.34pcts。毛利率、净利率分别为81.43%、40.42%，同比+0.26pcts、-0.10pcts，销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为9.56% (YoY+0.04pcts)、4.13% (YoY-0.14pcts)、-1.09% (YoY+0.25pcts)、0.32% (YOY+0.04pcts)。

图表12: 2018H1-2025H1白酒板块ROE (%)



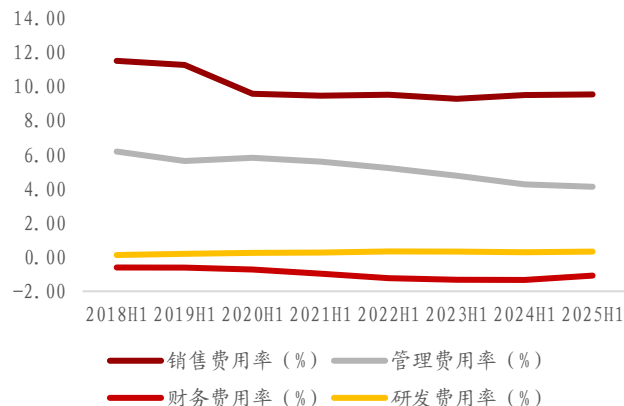
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表13: 2018H1-2025H1白酒板块毛利率&净利率



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表14: 2018H1-2025H1白酒板块费用率



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

高端白酒: 市占率提高, 营收利润维持增长态势, 盈利能力略微下降。高端白酒业绩增长稳健, 2025年上半年实现营收合计1603.18亿元, 同比+6.17%, 归母净利润合计725.58亿元, 同比+5.49%。高端白酒市场占有率稳居高位, 2025上半年“茅五泸”营收在白酒板块中占比较去年同期提升4.39个pcts至66.38%。2025年上半年毛利率、净利率分别为86.20%、46.66%, 同比-0.38pcts、-0.92pcts, 盈利能力同比略微下降。总体来看, 业绩增速排序为: 贵州茅台>五粮液>泸州老窖。

贵州茅台: 业绩稳健增长, 系列酒占比提升。2025年上半年公司实现营业收入910.94亿元 (YoY+9.10%), 实现归母净利润454.03亿元 (YoY+8.89%)。茅台酒收入稳定增长, 直销渠道收入占比提升。分产品看, 2025H1茅台酒与系列酒分别实现营收755.90/137.63亿元 (YoY+10.24%/+4.68%), 分别占2025年上半年营收的84.60%/15.40%。分渠道看, 直销渠道实现营收400.10亿元, 同比增长18.62%, 在2025H1营收中占比同比上升3.5pcts至44.78%。毛利率和净利率均略为下降。公司毛利率91.30%, 同比下降0.46pcts; 净利率下降0.14pcts至52.56%; 销售/管理/财务费用率分别同比+0.44pcts/-0.54pcts/+0.54pcts, 研发费用率基本持平。

五粮液: 盈利能力维持稳定, 销售费用率下降。2025年上半年公司实现营业收入527.71亿元 (YoY+4.19%), 实现归母净利润194.92亿元 (YoY+2.28%)。公司盈利能力维持稳定。2025H1毛利率为76.83%, 同比下降0.53pcts, 净利率为38.16%, 同比下降0.99pcts。从费用端看, 销售费用率为10.23%, 同比下降0.37pcts; 管理费用率为3.25%, 同比下降0.19pcts; 财务费用率为-2.39%, 同比上升0.38pcts, 研发费用率为0.40%, 接近去年同期水平。

图表15: 高端白酒板块个股2025H1业绩概览

证券简称	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利同比 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
贵州茅台	910.94	9.10	4.03	8.89	91.30	52.56
五粮液	527.71	4.19	194.92	2.28	76.83	38.16
泸州老窖	164.54	-2.67	76.63	-4.54	87.09	46.70
板块合计	1603.18	6.17	725.58	5.49	86.20	46.66

资料来源：同花顺，万联证券研究所

次高端白酒：整体业绩明显下滑，只有山西汾酒一家的酒企业绩实现正增长。2025年上半年次高端白酒板块营收与归母净利润同比均下降，实现营收合计504.71亿元，同比-14.32%，归母净利润合计156.35亿元，同比-20.93%，所有6家公司均实现盈利，其中只有山西汾酒2025H1营收和归母净利润均维持正增长，而今世缘、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒和洋河股份营收和归母净利润均出现大幅下降。2025H1板块毛利率为75.13%，同比下降0.35pcts；净利率为30.99%，同比下降2.60pcts。总体来看，次高端白酒整体业绩下滑严重，只有山西汾酒业绩相对较好，营收和归母净利润均保持正增长。

图表16：次高端白酒板块个股2025H1业绩概览

证券简称	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿 元)	归母净利同比 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
今世缘	69.51	-4.84	22.29	-9.46	73.41	32.07
山西汾酒	239.64	5.35	85.05	1.13	76.65	35.57
水井坊	14.98	-12.84	1.05	-56.52	79.26	7.04
舍得酒业	27.01	-17.41	4.43	-24.98	65.71	16.35
酒鬼酒	5.61	-43.54	0.09	-92.60	68.58	1.60
洋河股份	147.96	-35.32	43.44	-45.34	75.02	29.30
板块合计	504.71	-14.32	156.35	-20.93	75.13	30.99

资料来源：同花顺，万联证券研究所

中端&大众白酒：整体业绩承压下滑，酒企跌多涨少。中端&大众白酒区域性较强，2025H1各酒企业绩分化明显。2025H1中端&大众白酒实现营收合计307.18亿元，同比-8.79%，归母净利润合计63.68亿元，同比-10.68%。11家公司中，有3家公司（古井贡酒、老白干酒、金徽酒）营收和归母净利润同比正增长，有8家公司实现盈利，3家公司（皇台酒业、金种子酒、*ST岩石）亏损。2025H1板块毛利率、净利率分别为67.92%、21.09%，同比+0.52pcts、-0.44pcts。总体来看，古井贡酒、老白干酒、金徽酒营收保持微量增长。

图表17：中端&大众白酒板块个股2025H1业绩概览

证券简称	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利同比 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
古井贡酒	138.80	0.54	36.62	2.49	79.87	27.22
皇台酒业	0.58	-11.85	-0.05	-32.59	64.70	-9.01
老白干酒	24.81	0.48	3.21	5.42	67.97	12.93
金徽酒	17.59	0.31	2.98	1.12	65.65	16.51
口子窖	25.31	-20.07	7.15	-24.63	73.07	28.25
伊力特	10.70	-19.51	1.63	-17.82	49.30	15.16
迎驾贡酒	31.60	-16.89	11.30	-18.19	73.62	35.87
天佑德酒	6.74	-11.24	0.51	-35.37	58.66	7.65
顺鑫农业	45.93	-19.24	1.73	-59.09	34.36	3.92
金种子酒	4.84	-27.47	0.72	-750.54	42.88	-14.92
*ST岩石	0.28	-85.22	-0.68	12.42	51.16	-272.82
板块合计	307.18	-8.79	63.68	-10.68	67.92	21.09

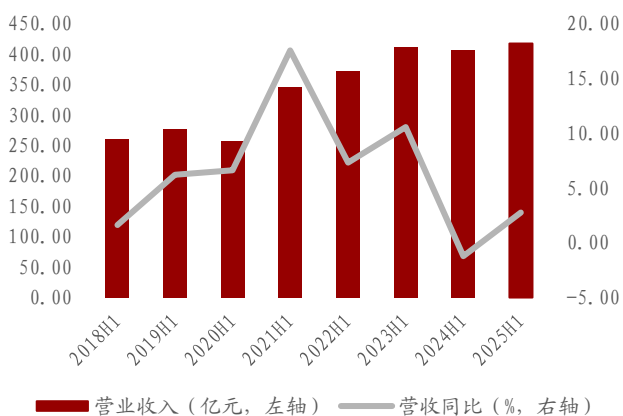
资料来源：同花顺，万联证券研究所

2.2 啤酒及其他酒类

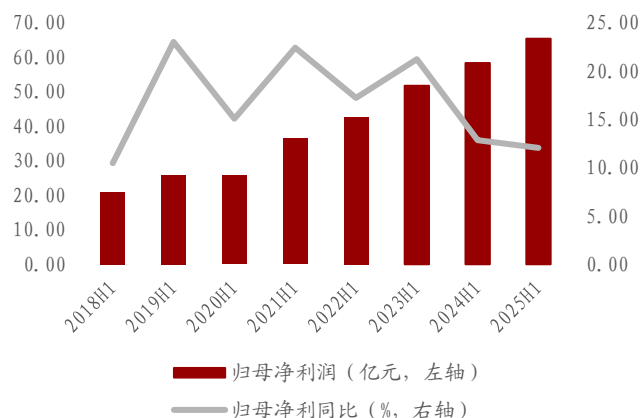
2.2.1 啤酒

啤酒营收利润同比均实现正增长，其中营收增速同比回升。2025H1啤酒板块营收较去年同期上升，归母净利润维持增长态势但增速略有减缓。其中营收合计417.32亿元，同比+2.75%，由2024H1负增速转正增长；归母净利润合计65.38亿元，同比增长12.06%，较2024H1的增速12.84%略有减缓。板块内部呈分化状态：有5家公司（青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒、ST西发）营收和归母净利润同比正增长，有6家公司实现盈利，1家公司（*ST兰黄）亏损。总体来看，龙头里面珠江啤酒、燕京啤酒业绩表现相对较好，营收正增长，归母净利润同比增长超22%。

图表18: 2018H1-2025H1啤酒板块营收及同比



图表19: 2018H1-2025H1啤酒板块归母净利润及同比



资料来源：同花顺，万联证券研究所

资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表20: 啤酒板块个股2025H1业绩概览

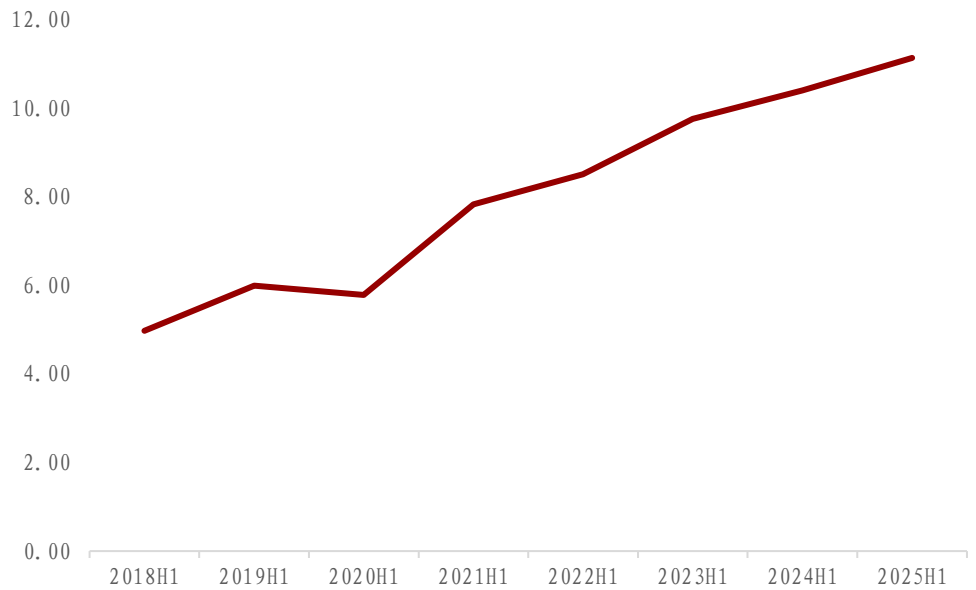
证券简称	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
ST 西发	1.97	2.13	0.26	157.93	42.22	25.61
珠江啤酒	31.98	7.09	6.12	22.51	51.85	19.44
燕京啤酒	85.58	6.37	11.03	45.45	45.50	14.83
青岛啤酒	204.91	2.11	39.04	7.21	43.70	19.39
重庆啤酒	88.39	-0.24	8.65	-4.03	49.83	19.55
惠泉啤酒	3.51	1.03	0.40	25.52	35.04	11.22
*ST 兰黄	0.97	-15.82	-0.12	-45.29	13.94	-24.76
板块合计	417.32	2.75	65.38	12.06	45.84	18.35

资料来源：同花顺，万联证券研究所

啤酒板块ROE稳步抬升，盈利能力持续向好。由于主要啤酒企业产品结构提升、大麦等原材料成本下降，2025H1啤酒板块ROE延续自2019年以来的上涨趋势，同比增长0.73pcts至11.13%，盈利能力也持续提升，毛利率、净利率分别为45.84%、18.35%，同比+1.86pcts、+1.25pcts。期间费用率小幅变动，其中销售、管理、财务、研发费用率分别为11.79%(YoY-0.23pcts)、5.10%(YoY-0.11pcts)、-1.00%(YoY+0.23pcts)、

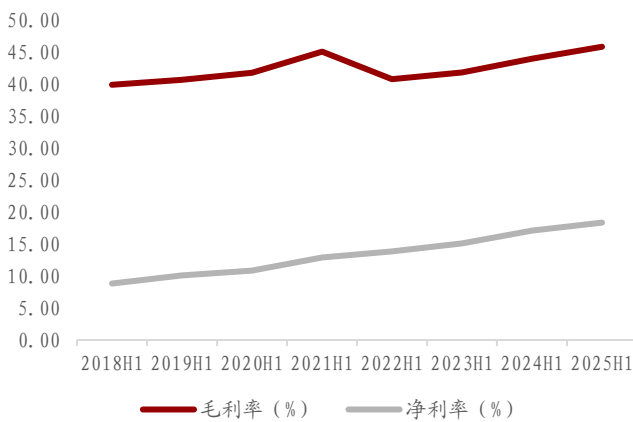
0.63% (yoy-0.05pcts)。

图表21: 2018H1-2025H1啤酒板块ROE (%)



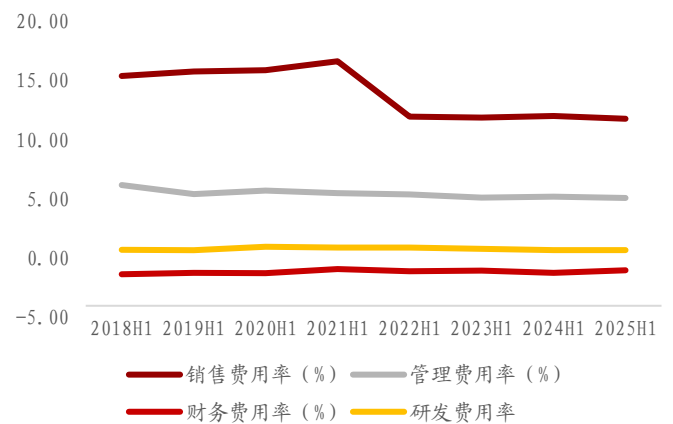
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表22: 2018H1-2025H1啤酒板块毛利率&净利率



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表23: 2018H1-2025H1啤酒板块费用率



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2.2.2 其他酒类

板块业绩不佳, 营收和净利润负增长。2025年上半年其他酒类板块实现营收53.52亿元, 同比-4.15%, 归母净利润7.02亿元, 同比-11.48%。9家公司中, 仅3家(会稽山、中信尼雅、古越龙山)实现营收正增长, 3家公司(会稽山、中信尼雅、金枫酒业)实现归母净利润正增长, 5家公司实现盈利。总体来看, 仅会稽山和中信尼雅实现营收和归母净利润正增长。

毛利率略有上升, 净利率有所提升, 费用率相对稳定。2025H1其他酒类板块毛利率、净利率分别为55.65%、13.19%, 同比+0.24pcts、-1.01pcts, 销售、财务、管理、研发费用率分别为21.71% (YoY-0.18pcts)、-0.44% (YoY+0.29pcts)、8.90% (YoY-0.07pcts)、1.95% (YoY+0.18pcts)。

图表24: 其他酒类板块个股2025H1业绩概览

证券简称	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利同比 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
会稽山	8.17	11.03	0.94	3.41	55.45	11.52
张裕 A	14.71	-3.40	1.86	-16.09	59.69	13.01
中信尼雅	0.70	4.05	0.01	113.44	61.42	0.94
古越龙山	8.93	0.40	0.90	-4.72	36.63	10.09
百润股份	14.89	-8.56	3.89	-3.32	70.33	26.14
金枫酒业	2.16	-9.04	-0.07	54.26	39.69	-3.76
*ST 椰岛	0.89	-26.62	-0.16	-440.62	37.99	-18.43
莫高股份	1.21	-25.05	-0.32	-245.31	12.37	-26.95
威龙股份	1.87	-15.27	-0.02	-125.42	51.45	-1.28
板块合计	53.52	-4.15	7.02	-11.48	55.65	13.19

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2.3 乳制品及软饮料

2.3.1 乳制品

营收小幅上升, 归母净利润小幅下降。2025年上半年乳制品板块实现营收958.91亿元, 同比+1.36%, 归母净利润83.10亿元, 同比-2.83%。19家公司中, 有6家实现营收增长, 其中佳禾食品、妙可蓝多和伊利股份2025H1营收增速排名前三, 15家公司实现盈利。总体来看, 妙可蓝多表现突出, 营收同比增速为行业第二, 同比增长7.98%; 归母净利润同比增速也为行业第二, 高达86.27%, 此外一鸣食品、新乳业营收和归母净利润也都实现了正增长。

毛利率提升但净利率下降, 期间费用率有所下降。2025H1乳制品板块毛利率、净利率分别为31.84%、8.73%, 同比+0.81pcts、-0.29pcts, 期间费用率有所下降, 其中销售、财务、管理、研发费用率分别为16.77%(YoY-0.73pcts)、-0.19%(YoY-0.21pcts)、3.93%(YoY-0.19pcts)、0.72pcts(YOY+0.05pcts)。

图表25: 乳制品板块个股2025H1业绩概览

证券简称	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利同比 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
妙可蓝多	25.67	7.98	1.33	86.27	30.81	5.18
佳禾食品	11.85	10.43	0.12	-82.10	12.39	1.28
一鸣食品	14.01	2.12	0.32	21.73	28.85	2.30
伊利股份	619.33	3.49	72.00	-4.39	36.05	11.71
均瑶健康	7.66	1.38	0.07	-78.52	32.55	0.38
贝因美	13.55	-4.37	0.74	43.68	45.27	5.92
新乳业	55.26	3.01	3.97	33.76	30.02	7.40
光明乳业	124.72	-1.90	2.17	-22.53	18.85	1.85
天润乳业	13.95	-3.30	-0.22	21.68	16.87	-2.88
麦趣尔	2.94	-4.49	0.02	102.40	25.32	0.58
阳光乳业	2.37	-7.03	0.60	8.27	39.87	24.94

海融科技	5.12	-1.33	0.03	-95.42	26.04	0.61
庄园牧场	4.20	-1.31	-0.28	68.50	21.01	-6.60
皇氏集团	9.05	-13.07	-0.06	-549.66	26.43	-0.48
熊猫乳品	3.53	-2.16	0.41	-12.76	26.30	11.40
燕塘乳业	7.65	-10.26	0.35	-37.91	26.03	4.61
品渥食品	3.71	-8.69	0.13	181.65	17.20	3.63
三元股份	33.31	-13.77	1.83	43.33	24.55	5.35
西部牧业	3.96	-12.45	-0.44	-26.48	8.42	-9.02
板块合计	958.91	1.36	83.10	-2.83	31.84	8.73

资料来源：同花顺，万联证券研究所

2.3.2 软饮料

营业收入和归母净利润都实现同比上升。2025年上半年软饮料板块实现营收191.96亿元，同比+9.08%，归母净利润35.38亿元，同比+4.89%。8家公司中仅2家（东鹏饮料、泉阳泉）实现营收增长，除香飘飘外，其余7家公司均实现盈利。总体来看，东鹏饮料的表现最为亮眼，营收和归母净利润均取得36%以上高增长；泉阳泉实现营收和归母净利润均取得10%以上增长。

净利率下降，期间费用率有所增加。2025H1软饮料板块毛利率、净利率分别为41.73%、18.52%，同比+1.30pcts、-0.74pcts，销售、财务、管理、研发费用率分别为15.68%（YoY+0.83pcts）、-0.44%（YoY+0.74pcts）、3.60%（YoY-0.05pcts）、0.53%（YoY-0.04pcts）。

图表26：软饮料板块个股2025H1业绩概览

证券简称	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利同比 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
东鹏饮料	107.37	36.37	23.75	37.22	45.15	22.12
泉阳泉	6.84	13.91	0.23	13.50	37.04	6.27
李子园	6.21	-8.53	0.96	1.05	39.86	15.47
承德露露	13.84	-15.30	2.58	-11.97	45.99	18.67
欢乐家	7.48	-20.90	0.19	-77.50	29.52	2.48
养元饮品	24.65	-16.19	7.44	-27.76	45.65	30.17
香飘飘	10.35	-12.21	-0.97	-230.13	29.36	-9.43
维维股份	15.21	-12.76	1.20	-20.14	24.68	7.82
板块合计	191.96	9.08	35.38	4.89	41.73	18.52

资料来源：同花顺，万联证券研究所

2.4 休闲零食

公司表现分化，板块归母净利润大幅下降。2025年上半年休闲零食板块实现营收592.80亿元，同比+21.89%，归母净利润21.62亿元，同比-17.83%。21家公司中，有8家公司实现营收增长，其中有友食品、盐津铺子和西麦食品营收增速最快。公司实现盈利，有4家公司（良品铺子、好想你、来伊份、桂发祥）总体来看，有友食品、盐津铺子、西麦食品和立高食品表现亮眼，营收和归母净利润均取得10%以上较高增长，其中有友食品表现最为突出，营收和归母净利润均取得42%以上高速

增长。

盈利能力大幅下滑，费用率整体下降。2025H1休闲零食板块毛利率、净利率分别为21.56%、4.34%，同比-8.36pcts、-2.88pcts，销售、财务、管理、研发费用率分别为10.90% (YoY-4.06pcts)、0.12% (YoY+0.25pcts)、4.40% (YoY-1.02pcts)、0.67% (YoY-0.41pcts)。

图表27: 休闲食品板块个股2025H1业绩概览

证券简称	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利同比 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
有友食品	7.71	45.59	1.08	42.47	27.57	14.07
盐津铺子	29.41	19.58	3.73	16.70	29.66	12.57
西麦食品	11.49	18.07	0.81	22.46	43.59	7.10
立高食品	20.70	16.20	1.71	26.24	30.35	8.05
劲仔食品	11.24	-0.50	1.12	-21.86	29.45	10.02
广州酒家	19.91	4.16	0.39	-33.11	23.78	2.73
青岛食品	2.77	5.46	0.65	7.81	41.06	23.41
三只松鼠	54.78	7.94	1.38	-52.22	25.08	2.47
南侨食品	15.55	-0.69	0.36	-72.00	19.91	2.31
来伊份	19.40	8.21	-0.51	-439.60	32.61	-2.27
煌上煌	9.84	-7.19	0.77	26.90	31.96	7.79
黑芝麻	9.28	-4.65	0.08	-29.26	22.01	1.36
桂发祥	2.49	-7.03	-0.04	-117.25	44.09	-1.57
绝味食品	28.20	-15.57	1.75	-40.71	29.92	5.85
洽洽食品	27.52	-5.05	0.89	-73.68	20.31	3.24
甘源食品	9.45	-9.34	0.75	-55.20	33.61	7.87
桃李面包	26.11	-13.55	2.04	-29.70	22.98	7.81
好想你	6.89	-15.64	-0.20	45.25	29.50	-2.88
紫燕食品	14.73	-11.46	1.05	-47.20	22.24	7.35
元祖股份	8.29	-13.71	0.01	-96.26	61.55	0.14
良品铺子	28.29	-27.21	-0.94	-491.59	24.42	-3.33
板块合计	592.80	21.89	21.62	-17.83	21.56	4.34

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2.5 调味发酵品

营收和净利润均同比小幅增长。2025年上半年调味发酵品板块实现营收352.99亿元，同比+4.66%，归母净利润63.30亿元，同比+8.04%。15家公司中有9家实现营收增长，且15家公司均实现盈利，其中海天味业营收和归母净利润分别同比+7.59%、13.35%。总体来看，莲花控股营收和归母净利润均实现32%以上高增长，另外安记食品也在营收取得增长的情况下，归母净利润实现58%以上高增长。

毛利率和净利率实现双增长，费用率波动不大。2025年上半年调味发酵品板块毛利率、净利率分别为35.98%、18.13%，同比+2.26pcts、+0.51pcts，销售、财务、管理、研发费用率分别为8.80% (YoY-0.61pcts)、-0.71% (YoY+0.25pcts)、3.40% (YoY+0.05pcts)、2.84% (YoY+0.01pcts)。

图表28: 调味发酵品板块个股2025H1业绩概览

证券简称	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利同比 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
莲花控股	16.21	32.68	1.61	60.01	28.19	10.06
恒顺醋业	11.25	12.03	1.11	18.07	38.41	9.76
日辰股份	2.04	8.63	0.35	22.64	38.27	17.30
安琪酵母	78.99	10.10	7.99	15.66	26.09	10.52
海天味业	152.30	7.59	39.14	13.35	40.12	25.75
宝立食品	13.80	8.39	1.17	7.53	33.68	9.63
安记食品	3.09	8.54	0.14	58.61	14.28	4.46
仲景食品	5.24	-2.50	1.01	0.29	45.04	19.17
佳隆股份	1.21	1.59	0.09	15.28	31.73	7.42
涪陵榨菜	13.13	0.51	4.41	-1.66	54.15	33.57
千禾味业	13.18	-17.07	1.73	-30.81	36.58	13.16
ST 加加	7.33	-7.07	0.08	128.64	29.31	1.14
朱老六	1.07	-1.45	0.11	-5.12	23.98	10.28
天味食品	13.91	-5.24	1.90	-23.01	38.70	14.53
中炬高新	21.32	-18.58	2.57	-26.56	39.05	12.07
板块合计	352.99	4.66	63.30	8.04	35.98	18.13

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2.6 肉制品

2025H1板块业绩实现正增长, 经营情况相对去年同期有所好转。2025年上半年肉制品板块实现营收527.24亿元, 同比+2.80%, 归母净利润27.17亿元, 同比+4.34%。6家公司均实现盈利。总体来看, 华统股份在营收取得增长的情况下, 归母净利润实现163%以上高增长; 双汇发展实现了营收和归母净利润双双同比增长。

盈利能力有所增长, 费用率小幅上升。2025年上半年肉制品板块毛利率、净利率分别为13.63%、5.10%, 同比+0.16pcts、-0.01pcts, 销售、财务、管理、研发费用率分别为3.09% (YoY-0.05pcts)、0.55% (YoY+0.14pcts)、2.64% (YoY-0.14pcts)、0.27% (YoY-0.02pcts)。

图表29: 肉制品板块个股2025H1业绩概览

证券简称	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利同比 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
光明肉业	120.70	4.03	1.76	-30.52	11.91	0.88
华统股份	42.44	1.89	0.76	163.98	7.27	1.91
龙大美食	49.75	-1.38	0.35	-39.52	5.48	0.62
双汇发展	285.03	2.97	23.23	1.17	17.28	8.27
金字火腿	1.70	-14.73	0.23	-25.11	24.97	13.23
得利斯	16.16	17.04	0.10	-27.24	8.97	0.94
板块合计	527.24	2.80	27.17	4.34	13.63	5.10

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2.7 预加工食品

速冻食品业绩小幅下降, 分化也较明显。2025H1预加工食品板块实现营收195.36亿元,

同比-2.04%，归母净利润14.47亿元，同比-12.37%。总体来看，业绩增长乏力，业绩分化也较明显，只有春雪食品和巴比食品在营收增长的基础上，归母净利润实现18%以上较高增长。

毛利率和净利率均略有下降，费用率小幅波动。2025年上半年预加工食品板块毛利率、净利率分别为22.61%、7.46%，同比-1.31pcts、-0.90pcts，销售、财务、管理、研发费用率分别为8.08%(YoY+0.01pcts)、0.23%(YoY+0.34pcts)、4.32%(YoY+0.01pcts)、0.68%(YoY-0.03pcts)。

图表30: 预加工食品板块个股2025H1业绩概览

证券简称	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利同比 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
盖世食品	2.70	11.39	0.20	4.77	17.59	7.39
五芳斋	15.92	0.66	1.95	-16.70	41.02	12.24
春雪食品	12.30	5.75	0.14	428.10	9.54	1.16
巴比食品	8.35	9.31	1.32	18.08	27.01	15.84
味知香	3.43	4.70	0.32	-24.46	20.83	9.33
千味央厨	8.86	-0.72	0.36	-39.67	23.59	4.02
三全食品	35.68	-2.66	3.13	-5.98	24.34	8.78
安井食品	76.04	0.80	6.76	-15.79	20.52	8.88
克明食品	21.38	-10.85	1.00	-2.34	21.97	5.03
惠发食品	7.35	-17.75	-0.30	-82.54	16.97	-3.64
海欣食品	6.06	-15.18	-0.20	-59.06	19.36	-3.41
板块合计	195.36	-2.04	14.47	-12.37	22.61	7.46

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2.8 保健品

营收和净利润同比均下滑。2025H1保健品板块实现营收79.98亿元，归母净利润为12.02亿元，分别较去年同期分别下降10.90%和3.28%。总体来看，保健品板块表现较去年同期有所下滑，6家公司中，仅金达威和仙乐健康营收和归母净利润实现正增长。

毛利率与净利率同比均下降，销售费用率明显下降。2025H1保健品板块毛利率、净利率分别为44.86%、11.77%，同比-7.60pcts、-1.57pcts，销售、财务、管理、研发费用率分别为19.49%(YoY-6.19pcts)、0.85%(YoY+0.82pcts)、8.27%(YoY+0.15pcts)、1.97%(YoY-0.23pcts)。

图表31: 保健品板块个股2025H1业绩概览

证券简称	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利同比 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
金达威	17.28	13.46	2.47	90.12	40.45	13.84
百合股份	4.20	2.06	0.72	-13.37	36.22	17.10
仙乐健康	20.42	2.57	1.61	4.30	33.18	6.67
*ST春天	1.25	-9.76	0.01	102.20	61.41	2.19
交大昂立	1.51	-5.77	0.02	-30.54	29.38	3.03
汤臣倍健	35.32	-23.43	7.37	-17.34	68.55	21.62
板块合计	79.98	-10.90	12.02	-3.28	44.86	11.77

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

3 投资建议与风险因素

3.1 投资建议

提振内需政策红利和理性消费、情绪消费、健康消费趋势下，食品饮料行业存在结构性投资机会：

(1) 成长赛道：可以关注饮料、零食、保健品行业的投资机会。其中，饮料行业重点关注能量饮料赛道的优质龙头；零食行业关注在渠道和品类创新方面与时俱进的优质龙头；保健品可以关注在年轻消费品类和高增长功效赛道布局的龙头。

(2) 边际改善赛道：可以关注啤酒、调味品、乳制品行业的投资机会。其中，啤酒行业可重点关注产品结构偏低的龙头，其成长空间更大；调味品行业可关注在复合调味品和健康调味品方面布局较优的龙头；乳制品建议关注业绩表现较优的龙头。

(3) 筑底赛道：我们判断白酒行业处于筑底阶段。低估值+高分红为股价提供强支撑，因此向下空间有限，预计随着渠道库存逐步出清，市场有望提前于白酒企业报表端业绩拐点而迎来向上拐点，可以静待投资机会。

3.2 风险因素

1. 政策风险：食品饮料中的诸多板块，如白酒等，与政策关联度较大，限制或管控相应产品于某些消费场景的消费将会带来较大的行业调整。
2. 食品安全风险：食品安全是消费者关注的重中之重，消费者对出现食品安全问题的产品及公司甚至行业的信任度及消费意愿将大幅下降。
3. 经济增速不及预期风险：食品消费需求与宏观经济增长正相关，提示经济增速不及预期的风险。

行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场