



增速环比放缓，但恢复趋势不变

—— 25Q3 业绩总结专题报告（非酒类）

2025 年 11 月 10 日

核心观点

- 业绩总结：25Q3 收入增速环比放缓，但不改 24Q3 以来的恢复趋势。**1) **整体来看**，25Q3 非酒板块收入同比+0.3%，增速环比略有放缓，我们认为与宏观需求增速放缓以及餐饮消费政策有关，但不改 24Q3 以来的基本面恢复趋势。25Q3 扣非归母净利润同比-2.1%，预计主要系成本红利有所减弱，以及下游高势能渠道对上游议价权有所增强。2) **分子板块来看**，软饮料景气度仍领先，调味品仍具一定韧性，预加工食品&保健品环比改善。25Q3 景气度领先的板块，收入增速排名前三的子板块分别为零食>软饮料>保健品；扣非归母净利润增速排名前三的子板块分别为保健品>软饮料>预加工食品。25Q3 边际改善的板块，包括保健品、预加工食品、软饮料。
- 数据跟踪：10 月原奶价格降幅收窄。**1) **白酒批价**，10 月底飞天整箱、散瓶批价为 1675/1640 元，较 9 月 30 日-105 元/-120 元，较去年同期-495/-510 元。八代普五批价为 855 元，较 9 月 30 日+15 元，较去年同期-95 元。国窖 1573 批价为 850 元，较 9 月 30 日+10 元，较去年同期-10 元。青花 20 批价为 360 元，较 9 月 30 日持平，较去年同期-15 元。梦之蓝 M6+批价为 540 元，较 9 月 30 日持平，较去年同期-10 元。2) **包装材料**，截至 2025 年 10 月 31 日，玻璃/PET/包膜价格同比-19.0%/-7.6%/-7.3%，铝材/纸箱价格同比+2.7%/+12.2%。3) **原材料**，白糖/面粉/棕榈油/猪肉价格同比-13.4%/-2.7%/-9.4%/-27.7%；葵花籽/鹌鹑蛋/大豆价格同比持平/+4.2%/+4.5%。2025 年 9 月大麦进口价格同比+3.6%。乳制品，10 月 30 日，国内生鲜乳价格 3.03 元/公斤，同比-3.2%，较上月（9 月 30 日）-0.3%；GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3610 美元/吨，同比+1.6%，环比-2.3%。
- 行情跟踪：10 月食品饮料指数行情回暖。**2025 年 10 月 1 日至 10 月 31 日，食品饮料行业跌幅 0.5%，相对于 Wind 全 A 指数的超额收益为-0.4%，在 31 个子行业中排名第 21，环比 9 月明显改善。10 个子板块中 5 个子版块实现月度正收益，其中预加工食品、保健品、烘焙食品涨幅居前，分别为+4.6%、+4.1%、+2.7%。
- 投资建议：**10 月市场风格切换下食品饮料指数迎来修复，板块内部行情表现与 25Q3 业绩呈现一定正相关性，预加工食品、保健品因业绩环比明显改善而涨幅居前，白酒板块上市公司报表端开始出清导致股价表现较弱。展望 25Q4，我们认为市场风格切换的可能性较大，建议关注二条线索：1) 年底的估值切换行情，关注新消费方向具备扎实基本面的标的，包括锅圈、农夫山泉、东鹏饮料、卫龙美味、盐津铺子；2) 在 PPI 改善向 CPI 改善逐渐传导的预期下，可重点关注估值低位+供给出清的顺周期方向，大众品板块关注宝立食品、安井食品、青岛啤酒、百润股份等；白酒板块关注贵州茅台、山西汾酒。
- 风险提示：**需求恢复不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，下游渠道变革效果不及预期的风险，食品安全风险。

食品饮料行业

推荐 维持评级

分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

研究助理：彭潇颖

✉：pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图 2025 年 11 月 07 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河食饮】“十五五”规划解读_更加突出内需作用，食饮关注三大方向
- 【银河食饮】专题报告_秋糖氛围较平淡，关注市场风格切换
- 【银河食饮】专题报告_国庆中秋弱复苏，关注三季报业绩

目录

Catalog

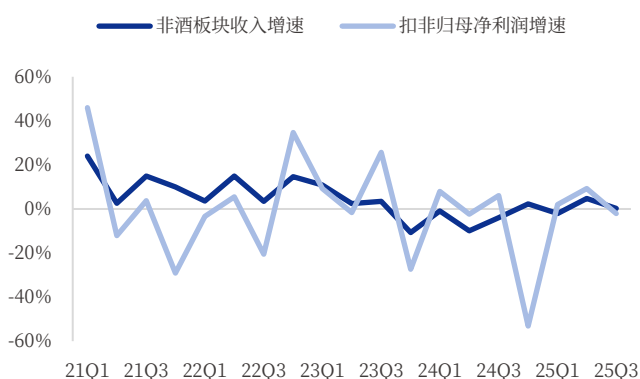
一、 非酒类：增速环比放缓，但恢复趋势不变	3
(一) 非酒类板块整体	3
(二) 软饮料：品类结构性增长，龙头企业景气领先	4
(三) 零食：渠道红利减弱，上下游业绩明显分化	5
(四) 乳品：液态奶仍有压力，奶价延续小幅回落	6
(五) 调味品：板块业绩双增显修复，成本产品渠道共驱增长	7
(六) 预加工食品：25Q3 收入增速持续改善，利润端增速亦转正	8
二、 数据跟踪：10 月原奶价格跌幅收窄	9
(一) 白酒重点单品批价跟踪	9
(二) 大众品核心原料价格变动总览	10
(三) 包材成本：10 月部分包材价格同比下行	10
(四) 原料成本：10 月原材料价格有所分化	11
三、 行情回顾：10 月食品饮料指数行情回暖	13
(一) 行业收益率表现	13
四、 投资建议	15
五、 风险提示	16

一、非酒类：增速环比放缓，但恢复趋势不变

(一) 非酒类板块整体

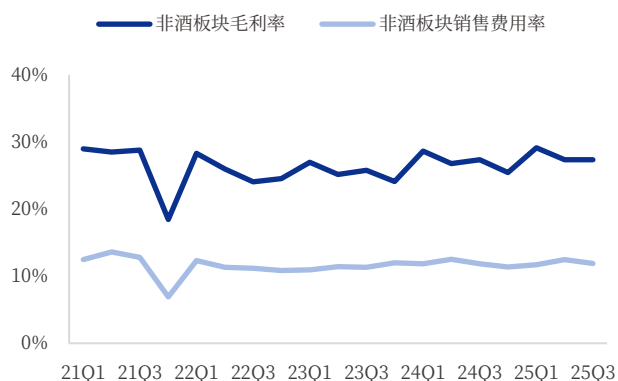
25Q3 增速环比略有放缓，但不改 24Q3 以来的恢复趋势。25Q3 非酒板块（中信指数口径，下同）收入同比+0.3%，增速环比略有放缓，我们认为与宏观需求增速以及餐饮消费政策有关，但不改 24Q3 以来的恢复趋势。25Q3 扣非归母净利润同比-2.1%，预计主要系成本红利有所减弱，以及下游渠道对上游议价权有所增强。

图1：非酒板块单季度收入、利润增速（ZX 口径）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

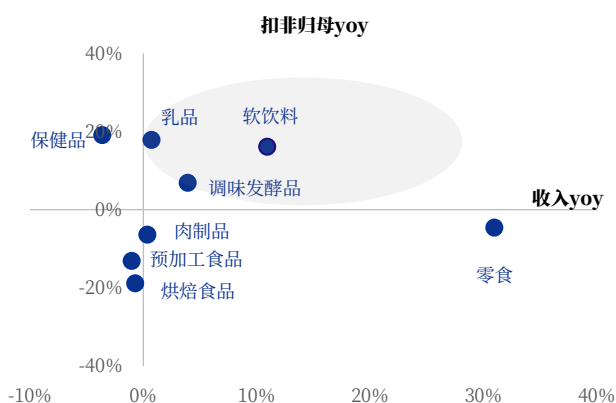
图2：非酒板块毛利率与销售费用率（ZX 口径）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

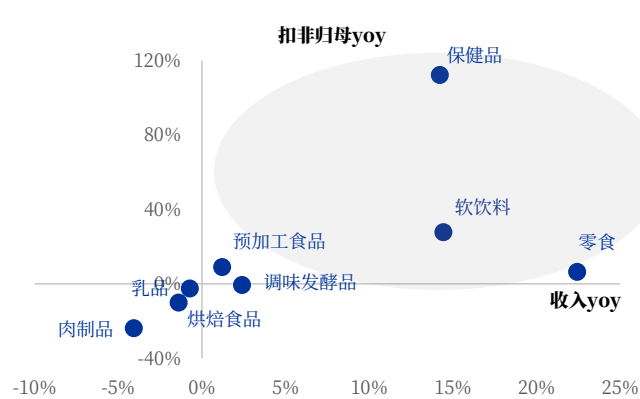
分子板块来看，软饮料景气度仍领先，调味品仍具一定韧性，预加工食品&保健品环比改善。25Q3 景气度领先的板块，收入增速排名前三的子板块分别为零食>软饮料>保健品；扣非归母净利润增速排名前三的子板块分别为保健品>软饮料>预加工食品。25Q3 边际改善的板块，包括保健品、预加工食品、软饮料。

图3：25Q1-Q3 非酒板块各个子行业收入与利润增速（SW 口径）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图4：25Q3 非酒板块各个子行业收入与利润增速（SW 口径）

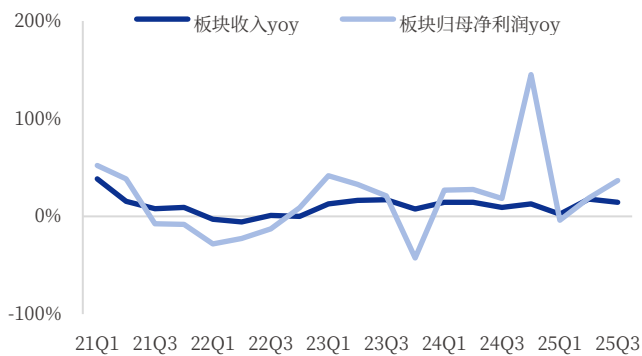


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(二) 软饮料：品类结构性增长，龙头企业景气领先

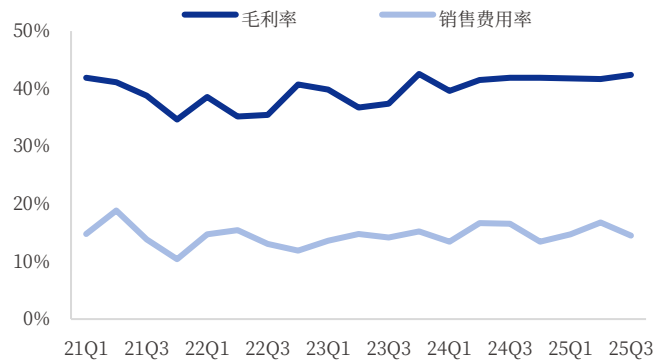
需求相对具备韧性，成本红利减弱。软饮料板块 25Q3 收入/归母净利润分别同比 +14.4%/+36.6%；收入端，相对非酒板块整体实现高速增长，主要得益于部分企业积极布局高景气度的运动饮料等品类。利润端，白糖、PET 等成本价格降幅同比收窄，成本红利边际减弱但仍然存在；叠加板块销售费用率同比下降近 2pcts，带动利润高增。

图5：软饮料板块单季度收入、利润增速（SW 口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：软饮料板块毛利率与销售费用率（SW 口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

板块内部分化明显，龙头企业韧性更强。1) 业绩高速增长，如东鹏饮料，主要得益于大单品持续成长与品类扩张高速推进；2) 业绩环比改善，如承德露露、养元饮品，主营业务有所修复，成本红利/费用管控分别提振盈利；3) 业绩承压，如香飘飘、李子园、欢乐家，主要系品类需求偏弱。

图7：25Q3 软饮料重点公司业绩表现

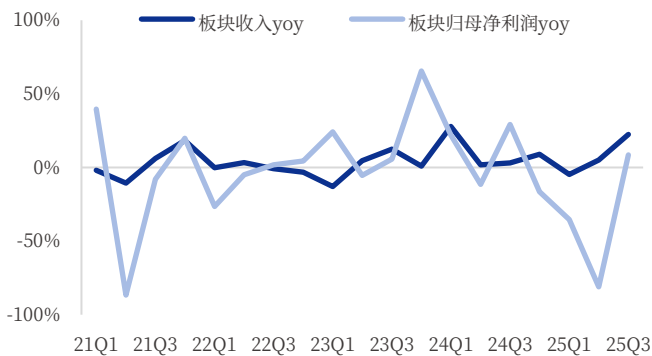
	收入增速						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
东鹏饮料	39.8%	47.9%	47.3%	25.1%	39.2%	34.1%	30.4%
香飘飘	6.8%	-7.5%	-6.1%	-18.1%	-20.0%	0.2%	-14.5%
李子园	-3.2%	-3.0%	4.5%	2.4%	-4.3%	-12.6%	-8.5%
欢乐家	6.6%	-0.2%	0.2%	-16.5%	-18.5%	-24.2%	-25.5%
承德露露	7.5%	15.4%	-3.0%	22.7%	-18.4%	-6.1%	8.9%
养元饮品	3.9%	-19.1%	-18.8%	16.1%	-19.7%	-3.2%	11.9%
	归母净利润增速						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
东鹏饮料	33.5%	74.6%	78.4%	61.2%	47.6%	30.8%	41.9%
香飘飘	331.3%	-9.7%	-0.6%	-14.9%	-174.5%	-43.7%	-82.7%
李子园	-3.8%	-49.3%	13.9%	39.0%	16.2%	-21.5%	-16.6%
欢乐家	-3.7%	-99.2%	-97.2%	-38.0%	-58.3%	-4367.9%	-713.9%
承德露露	3.0%	-37.8%	-2.3%	27.0%	-12.5%	-9.0%	-0.3%
养元饮品	20.0%	-15.7%	-47.3%	177.0%	-26.9%	-32.5%	88.2%
	毛利率						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
东鹏饮料	42.8%	46.1%	45.8%	43.9%	44.5%	45.7%	45.2%
香飘飘	33.6%	25.7%	40.9%	43.7%	31.2%	27.0%	38.6%
李子园	38.2%	38.3%	41.0%	38.6%	42.8%	36.7%	38.5%
欢乐家	38.7%	31.9%	30.3%	33.4%	31.4%	26.7%	28.4%
承德露露	43.7%	36.0%	40.7%	39.8%	48.1%	40.5%	44.7%
养元饮品	47.2%	46.3%	45.5%	46.5%	46.2%	43.9%	42.7%
	销售费用率						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
东鹏饮料	17.1%	14.3%	17.9%	18.9%	16.7%	14.8%	15.3%
香飘飘	24.0%	35.6%	26.1%	16.8%	26.8%	38.5%	26.0%
李子园	10.8%	18.6%	16.1%	11.2%	10.6%	19.5%	16.3%
欢乐家	12.9%	21.0%	18.3%	13.0%	13.1%	17.9%	17.5%
承德露露	16.0%	18.9%	10.0%	8.3%	18.1%	26.0%	14.8%
养元饮品	7.3%	23.9%	16.3%	10.1%	8.9%	27.0%	10.3%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(三) 零食：渠道红利减弱，上下游业绩明显分化

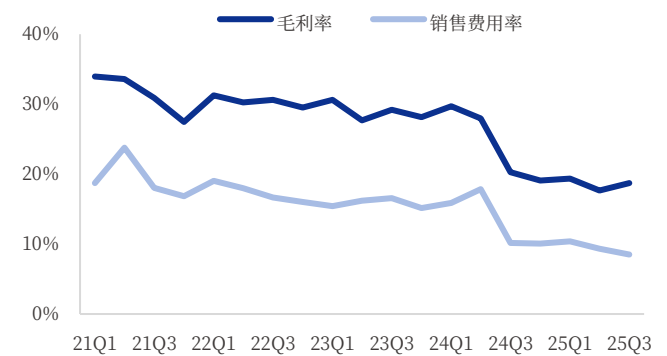
渠道红利有所减弱。零食板块 25Q3 收入/归母净利润分别同比+22.4%/+8.6%；收入端，高速增长主要由下游量贩渠道驱动，若剔除万辰集团，板块收入同比增长约 1%。利润端，除万辰集团外板块归母净利同比下滑超 30%，主因坚果、魔芋等核心品类成本同比上行，且渠道迁移、竞争加剧下终端价格有所降低。

图8：零食板块单季度收入、利润增速（SW口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：零食板块毛利率与销售费用率（SW口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

上下游业绩分化。1) 业绩稳健增长，下游如议价权持续强化的万辰集团，上游受益魔芋品类红利的盐津铺子，以及渠道红利的有友食品；2) 业绩环比改善，如劲仔食品、甘源食品，主动进行渠道调整后业绩改善；3) 业绩承压，如洽洽食品等，主因传统品类与传统渠道承压。

图10：25Q3 零食重点公司业绩表现

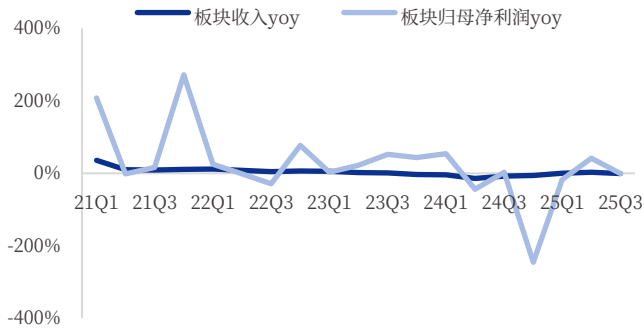
	收入增速						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
洽洽食品	36.4%	-20.2%	3.7%	2.0%	-13.8%	9.7%	-5.9%
劲仔食品	23.6%	20.9%	12.9%	11.9%	10.3%	-10.4%	6.5%
盐津铺子	37.0%	23.4%	26.2%	30.0%	25.7%	13.5%	6.0%
甘源食品	49.8%	4.9%	15.6%	22.0%	-14.0%	-3.4%	4.4%
三只松鼠	91.8%	43.9%	24.0%	36.3%	2.1%	22.8%	8.9%
有友食品	18.0%	3.0%	28.0%	42.9%	39.2%	52.4%	32.7%
万辰集团	534.0%	318.3%	261.3%	166.7%	124.0%	93.3%	44.2%
	归母净利润增速						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
洽洽食品	35.1%	7.6%	21.4%	-24.8%	-67.9%	-88.2%	-72.6%
劲仔食品	87.7%	58.7%	42.6%	0.3%	-8.2%	-36.3%	-14.8%
盐津铺子	43.1%	19.1%	15.6%	33.7%	11.6%	21.7%	33.5%
甘源食品	65.3%	16.9%	17.1%	-13.9%	-42.2%	-71.0%	-26.3%
三只松鼠	60.8%	51.2%	221.9%	32.6%	-22.5%	-441.4%	-56.8%
有友食品	-8.8%	-0.1%	75.2%	258.0%	16.2%	77.0%	44.8%
万辰集团	-88.1%	90.9%	263.1%	894.3%	3344.1%	4940.3%	361.2%
	毛利率						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
洽洽食品	30.4%	25.0%	33.1%	25.8%	19.5%	21.4%	24.5%
劲仔食品	30.0%	30.8%	30.1%	31.0%	29.9%	28.9%	28.9%
盐津铺子	32.1%	33.0%	30.6%	27.6%	28.5%	31.0%	31.6%
甘源食品	35.4%	34.4%	36.8%	35.1%	34.3%	32.8%	37.1%
三只松鼠	27.4%	21.9%	24.5%	21.8%	26.7%	21.6%	25.7%
有友食品	31.4%	30.2%	28.9%	25.7%	27.1%	28.0%	26.9%
万辰集团	9.8%	11.1%	10.3%	11.3%	11.0%	11.8%	12.1%
	销售费用率						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
洽洽食品	12.3%	10.0%	7.9%	9.8%	10.6%	14.1%	10.1%
劲仔食品	13.1%	12.1%	12.2%	10.6%	13.4%	14.3%	13.8%
盐津铺子	13.0%	13.5%	12.1%	11.5%	11.2%	9.8%	8.6%
甘源食品	13.1%	13.5%	11.4%	12.8%	17.3%	20.0%	17.3%
三只松鼠	16.3%	21.1%	19.1%	16.6%	18.7%	24.2%	21.3%
有友食品	11.8%	12.1%	9.3%	10.0%	8.9%	8.0%	8.3%
万辰集团	4.0%	4.9%	4.2%	4.6%	3.3%	2.9%	2.7%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(四) 乳品：液态奶仍有压力，奶价延续小幅回落

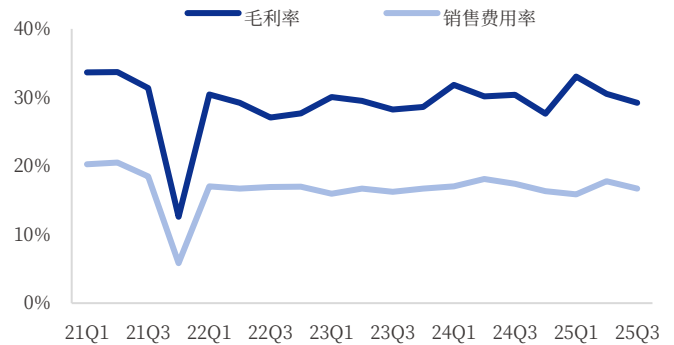
传统液奶仍有压力，原奶价格小幅回落。乳品板块 25Q3 收入/归母净利润分别同比-0.7%/-0.9%。收入端，液态奶需求仍然承压，低温/加工产品相对实现增长。利润端，25Q3 供给仍处于去化阶段，原奶价格同比小幅下行，降幅有所收窄，成本红利环比减弱。

图11: 乳品板块单季度收入、利润增速 (SW 口径)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 乳品板块毛利率与销售费用率 (SW 口径)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

业绩有所分化，资产减值损失均有改善。伊利股份，常温液奶收入下滑，其他业务贡献增长，竞争促销和产品结构变化一定程度拖累利润。新乳业，受益低温品类红利和自身新品能力延续稳健增长。光明乳业，其他乳品增长冲抵液奶下滑影响，整体实现企稳。其他企业仍有承压，但多数企业资产减值损失大幅下降，较 24Q3 来看有明显改善。

图13: 25Q3 乳品重点公司业绩表现

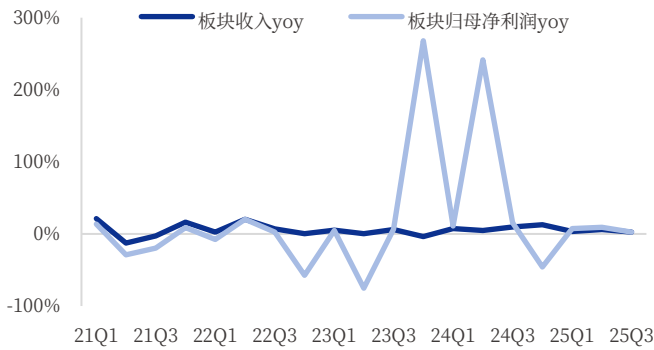
	收入增速						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
伊利股份	-2.6%	-16.5%	-6.7%	-7.1%	1.4%	5.8%	-1.7%
光明乳业	-9.2%	-10.9%	-12.7%	0.8%	-0.8%	-3.1%	1.0%
燕塘乳业	-11.6%	-11.4%	-13.1%	-8.5%	-11.8%	-9.0%	-8.2%
天润乳业	1.5%	5.9%	2.7%	2.8%	-2.5%	-3.9%	-4.8%
三元股份	-5.2%	-13.1%	-18.5%	-6.4%	-19.5%	-7.4%	-0.8%
新乳业	3.7%	-0.9%	-3.8%	-9.9%	0.4%	5.5%	4.4%
	归母净利润增速						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
伊利股份	63.8%	-40.2%	8.5%	-330.4%	-17.7%	44.6%	-3.3%
光明乳业	-8.1%	-28.2%	-973.3%	-6.0%	-18.2%	-29.5%	20.7%
燕塘乳业	-42.9%	-42.7%	-44.3%	-42.2%	-46.2%	-34.6%	-26.2%
天润乳业	-91.7%	-145.8%	200.5%	4618.0%	-1713.4%	258.5%	-77.6%
三元股份	73.3%	-68.4%	-250.7%	-573.9%	20.9%	73.1%	334.8%
新乳业	46.9%	17.7%	22.9%	28.1%	48.5%	27.4%	27.7%
	毛利率						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
伊利股份	35.8%	33.6%	34.9%	30.8%	37.7%	34.2%	33.8%
光明乳业	19.6%	20.0%	18.1%	19.1%	18.7%	19.1%	15.0%
燕塘乳业	24.3%	27.3%	25.4%	24.0%	24.2%	27.5%	24.0%
天润乳业	16.4%	18.0%	19.9%	12.2%	14.6%	18.7%	14.7%
三元股份	23.8%	26.6%	20.7%	19.8%	24.4%	24.7%	18.7%
新乳业	29.4%	29.1%	28.8%	26.0%	29.5%	30.5%	28.4%
	销售费用率						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
伊利股份	18.4%	20.6%	19.0%	18.1%	16.9%	19.9%	18.2%
光明乳业	11.5%	11.9%	14.5%	11.3%	10.2%	11.7%	12.8%
燕塘乳业	12.6%	10.4%	12.0%	11.3%	13.4%	12.4%	11.7%
天润乳业	5.7%	6.2%	6.4%	3.6%	6.9%	6.0%	6.5%
三元股份	17.0%	17.5%	18.7%	15.9%	17.9%	18.2%	14.0%
新乳业	17.1%	15.2%	15.3%	14.7%	17.0%	15.9%	15.1%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(五) 调味品：板块业绩双增显修复，成本产品渠道共驱增长

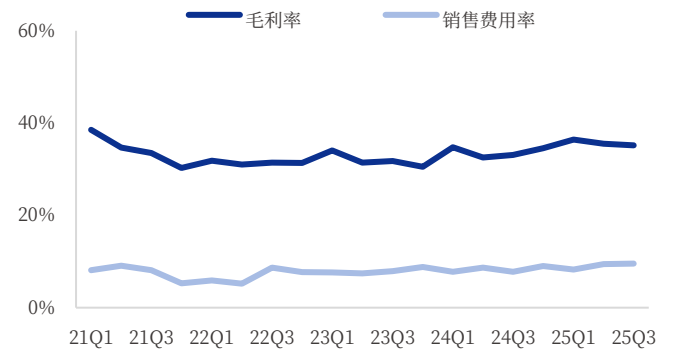
板块业绩双增显修复，成本产品渠道共驱增长。调味品板块 25Q3 收入/归母净利润分别同比 +2.4%/+2.4%，处于稳步修复阶段，主要得益于：1) 大豆等原材料成本下行释放利润弹性；2) 龙头企业内部调整到位，业绩改善对板块有带动作用。

图14：调味品板块单季度收入、利润增速（SW口径）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图15：调味发酵品板块毛利率与销售费用率（SW口径）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

板块内部表现分化，龙头海天逆势稳健增长。海天味业收入与利润连续多季度保持正增长，毛利率维持高位且销售费用控制稳定，引领行业修复；涪陵榨菜、千禾味业等通过产品与渠道调整，25Q3 业绩实现环比改善；中炬高新因多重因素，25Q3 收入与利润出现阶段性承压。

图16：25Q3 调味发酵品重点公司业绩表现

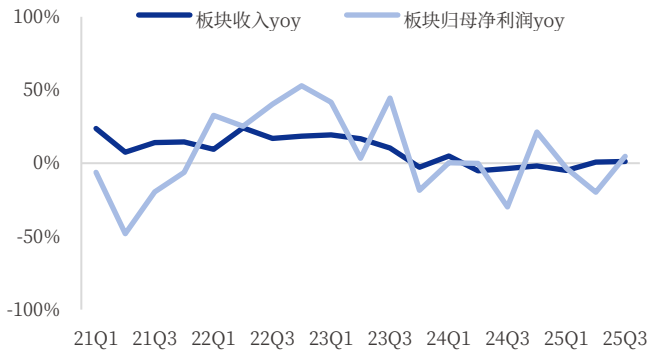
	收入增速						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
海天味业	10.2%	8.0%	9.8%	10.0%	8.1%	7.0%	2.5%
中炬高新	8.6%	-12.0%	2.2%	32.6%	-25.8%	-9.1%	-22.8%
涪陵榨菜	-1.5%	-3.4%	6.8%	-14.8%	-4.8%	7.6%	4.5%
千禾味业	9.3%	-2.5%	-12.6%	-10.3%	-7.1%	-29.9%	-4.3%
恒顺醋业	-24.9%	3.4%	5.6%	41.9%	36.0%	-8.2%	-4.6%
天味食品	11.3%	-6.8%	10.9%	21.6%	-24.8%	21.9%	13.8%
	归母净利润增速						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
海天味业	11.9%	11.1%	10.5%	17.8%	14.8%	11.6%	3.4%
中炬高新	59.7%	107.0%	32.9%	-89.3%	-24.2%	-31.6%	-45.7%
涪陵榨菜	3.9%	-15.6%	17.9%	-23.1%	0.2%	-4.6%	4.3%
千禾味业	6.7%	-14.2%	-22.6%	13.4%	3.7%	-86.7%	-14.6%
恒顺醋业	-24.2%	-24.1%	80.0%	114.0%	2.4%	40.6%	17.7%
天味食品	37.2%	-10.9%	64.8%	41.0%	-57.5%	62.7%	8.9%
	毛利率						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
海天味业	37.3%	36.3%	36.6%	37.7%	40.0%	40.2%	39.6%
中炬高新	37.0%	36.2%	38.8%	45.8%	38.7%	39.4%	39.5%
涪陵榨菜	52.1%	49.2%	56.2%	43.4%	56.0%	52.0%	52.9%
千禾味业	36.0%	35.2%	37.5%	40.1%	38.9%	32.6%	39.0%
恒顺醋业	41.4%	32.5%	35.6%	31.3%	35.5%	42.1%	34.7%
天味食品	44.1%	33.3%	38.8%	40.8%	40.7%	37.0%	40.5%
	销售费用率						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
海天味业	5.5%	6.6%	5.6%	6.6%	5.9%	7.0%	7.4%
中炬高新	7.7%	14.8%	6.3%	8.8%	8.6%	18.9%	14.3%
涪陵榨菜	12.2%	12.1%	17.2%	12.3%	12.9%	17.2%	18.1%
千禾味业	11.8%	16.0%	14.9%	13.0%	12.5%	22.4%	16.9%
恒顺醋业	17.0%	16.3%	18.8%	19.0%	17.1%	19.4%	17.2%
天味食品	17.0%	10.7%	7.8%	15.3%	22.3%	10.0%	10.9%

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(六) 预加工食品：25Q3 收入增速持续改善，利润端增速亦转正

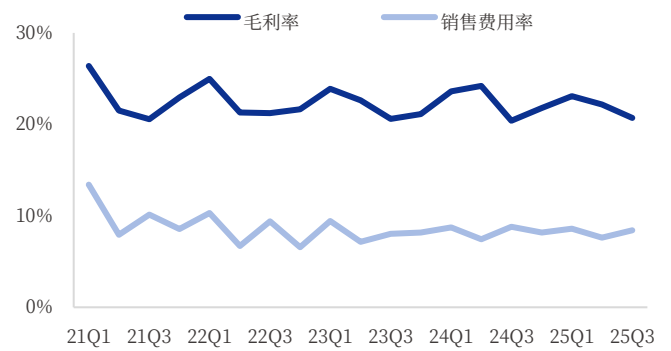
25Q3 收入增速持续改善，利润端增速亦转正。预加工食品板块 25Q3 收入同比+1.2%，延续 25Q1 以来的改善趋势；归母净利润同比+4.8%，环比 Q2 明显改善，主要系行业价格竞争触底、叠加部分企业内部调整到位。

图17: 预加工食品板块单季度收入、利润增速 (SW 口径)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 预加工食品板块毛利率与销售费用率 (SW 口径)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

板块内部业绩分化明显，安井食品、巴比食品引领增长态势。安井食品收入增速逐季改善，25Q3 达 6.6%，毛利率稳定在 20% 以上；巴比食品收入增速持续攀升，25Q3 达 16.7%，毛利率提升至 29.6%，展现出较强增长动能；千味央厨、三全食品 25Q3 业绩小幅环比改善；克明食品因高基数压力导致利润仍然承压。

图19: 25Q3 预加工食品重点公司业绩表现

	收入增速						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
安井食品	17.7%	2.3%	4.6%	7.3%	-4.1%	5.7%	6.6%
三全食品	-5.0%	-4.7%	-6.5%	-8.1%	-1.6%	-4.4%	-1.9%
千味央厨	8.0%	1.6%	-1.2%	-11.9%	1.5%	-3.1%	4.3%
巴比食品	10.7%	-1.9%	-0.5%	3.8%	4.5%	13.5%	16.7%
克明食品	-11.2%	-9.6%	-14.0%	-12.9%	-13.5%	-7.7%	-1.9%
海欣食品	14.5%	-23.1%	6.7%	-2.9%	-28.7%	9.0%	-14.8%
	归母净利润增速						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
安井食品	21.2%	-2.5%	-36.8%	22.8%	-10.0%	-22.7%	11.8%
三全食品	-17.8%	-34.4%	-47.0%	-24.9%	-9.2%	1.2%	34.9%
千味央厨	14.2%	-3.4%	-42.1%	-94.7%	-38.0%	-42.0%	-19.1%
巴比食品	-3.4%	75.6%	14.0%	39.2%	-6.1%	31.4%	-16.1%
克明食品	40.4%	327.9%	36343.5%	88.3%	75.7%	-73.0%	-55.2%
海欣食品	-24.9%	-83.1%	-548.7%	-830.4%	-88.2%	7.0%	29.2%
	毛利率						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
安井食品	26.6%	21.3%	19.9%	25.1%	23.3%	18.0%	20.0%
三全食品	26.6%	24.9%	22.8%	21.5%	25.3%	22.7%	22.3%
千味央厨	25.4%	25.0%	22.4%	22.0%	24.4%	22.7%	21.2%
巴比食品	25.9%	26.4%	26.8%	27.5%	25.5%	28.2%	29.6%
克明食品	17.2%	19.7%	20.0%	20.9%	22.9%	21.0%	20.5%
海欣食品	19.2%	15.6%	17.6%	20.0%	22.2%	16.0%	20.3%
	销售费用率						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
安井食品	7.5%	4.8%	6.4%	7.3%	6.7%	5.0%	6.1%
三全食品	12.2%	13.0%	15.7%	11.0%	12.0%	12.7%	14.0%
千味央厨	5.9%	5.1%	4.9%	5.6%	8.0%	5.6%	4.7%
巴比食品	5.0%	4.4%	4.0%	4.0%	4.1%	3.9%	3.6%
克明食品	5.5%	6.0%	7.0%	8.9%	5.7%	9.1%	9.2%
海欣食品	9.5%	13.4%	10.0%	10.1%	12.7%	11.0%	12.0%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、数据跟踪：10月原奶价格跌幅收窄

(一) 白酒重点单品批价跟踪

贵州茅台：10月底，飞天整箱/散瓶批价为1675/1640元，较9月30日-105元/-120元，较去年同期-495/-510元。

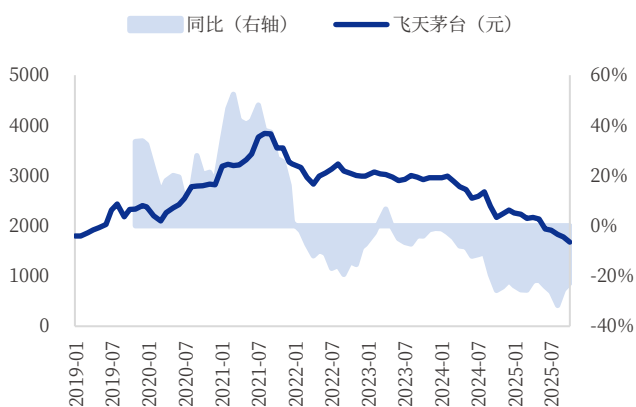
五粮液：10月底，八代普五批价为855元，较9月30日+15元，较去年同期-95元。

泸州老窖：10月底，国窖1573批价为850元，较9月30日+10元，较去年同期-10元。

山西汾酒：10月底，青花20批价为360元，较9月30日持平，较去年同期-15元。

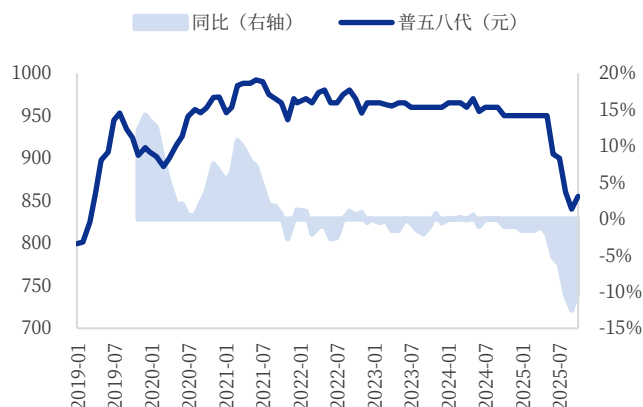
洋河股份：10月底，M6+批价为540元，较9月30日持平，较去年同期-10元。

图20：飞天茅台一批价



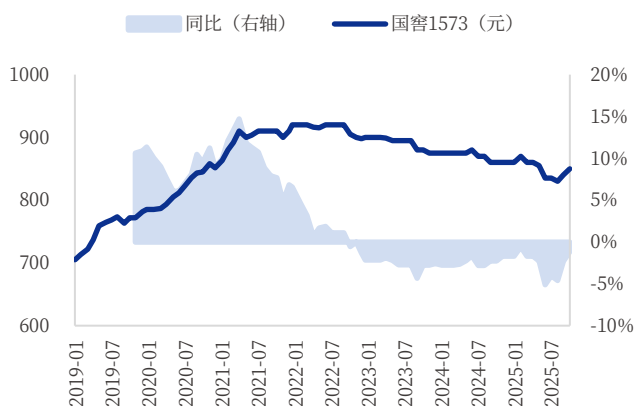
资料来源：今日酒价、中国银河证券研究院

图21：五粮液普五一批价



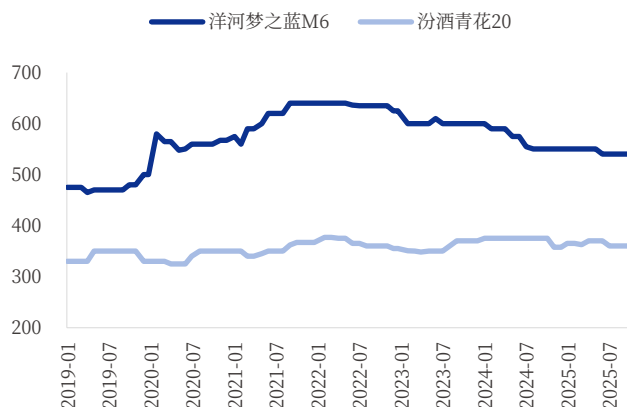
资料来源：今日酒价、中国银河证券研究院

图22：国窖1573一批价



资料来源：今日酒价、中国银河证券研究院

图23：其他白酒批价（洋河梦之蓝、青花20，单位：元）



资料来源：今日酒价、中国银河证券研究院

(二) 大众品核心原料价格变动总览

截至 2025 年 10 月 31 日，原材料成本持续分化。

表1: 2025 年 10 月行业核心原材料价格变动

子行业	原料一	原料二	原料三	原料四
软饮料	PET (-7.6%)	纸箱 (+12.2%)	白糖 (-13.4%)	包膜 (-7.3%)
零食	棕榈油 (-9.4%)	面粉 (-2.7%)	鹌鹑蛋 (+4.2%)	葵花籽 (持平)
调味品	大豆 (+4.5%)	白糖 (-13.4%)	PET (-7.6%)	玻璃 (-19.0%)
啤酒	铝材 (+2.7%)	大麦 (+3.6%, 9月)		
乳制品	原奶 (-3.2%, 10月)			

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 包材成本: 10 月部分包材价格同比下行

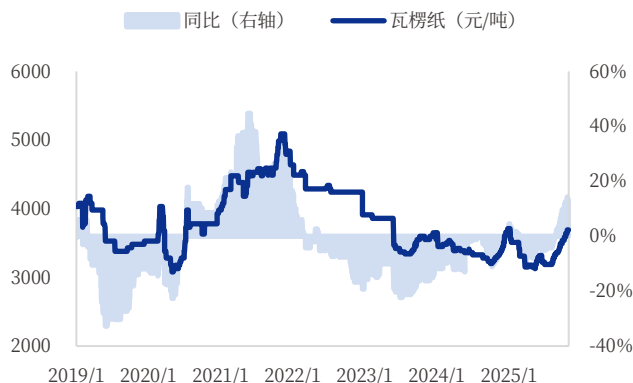
2025 年 10 月部分包装材料价格同比延续下行。截至 10 月 31 日，玻璃价格同比-19.0%，PET 瓶片价格同比-7.6%；包膜价格同比-7.3%；部分包装材料成本同比上升，铝材价格同比+2.7%；纸箱价格同比+12.2%。

图24: 2025 年 10 月 PET 瓶片价格同比下行



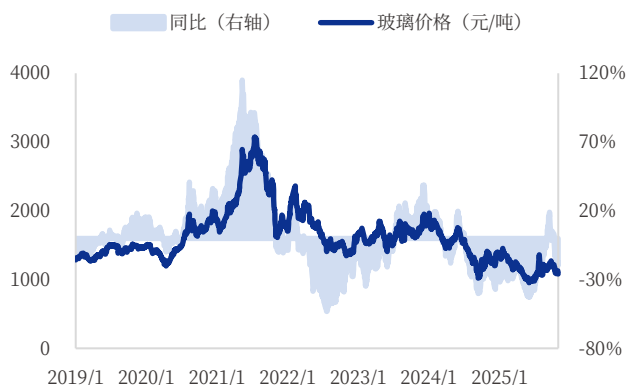
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图25: 2025 年 10 月瓦楞纸价格同比上行



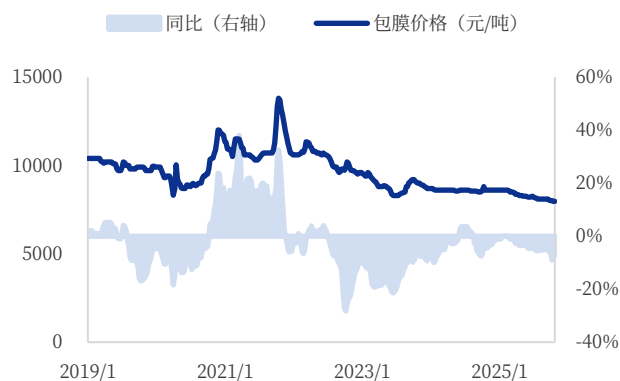
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 2025 年 10 月玻璃价格同比下行



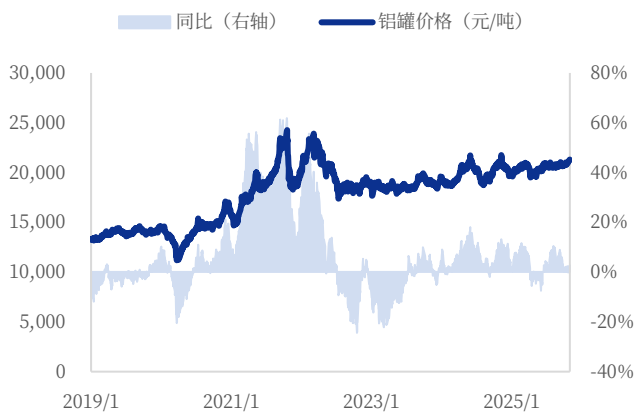
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 2025 年 10 月包膜价格同比下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 2025 年 10 月铝材价格同比上行

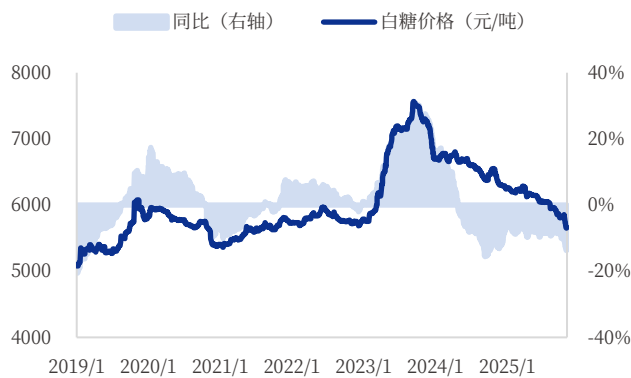


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 原料成本: 10 月原材料价格有所分化

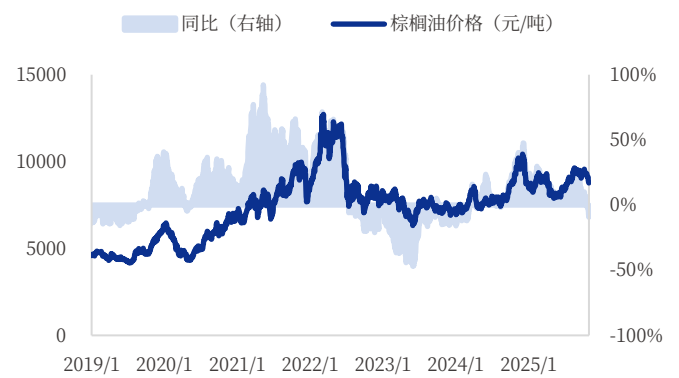
截至 2025 年 10 月 31 日, 白糖价格同比-13.4%, 面粉价格同比-2.7%, 棕榈油价格同比-9.4%, 猪肉价格同比-27.7%。部分原材料价格同比上涨, 鹌鹑蛋价格同比+4.2%, 大豆价格同比+4.5%, 葵花籽价格同比持平, 2025 年 9 月大麦进口价格同比+3.6%。

图29: 2025 年 10 月白糖价格同比下降



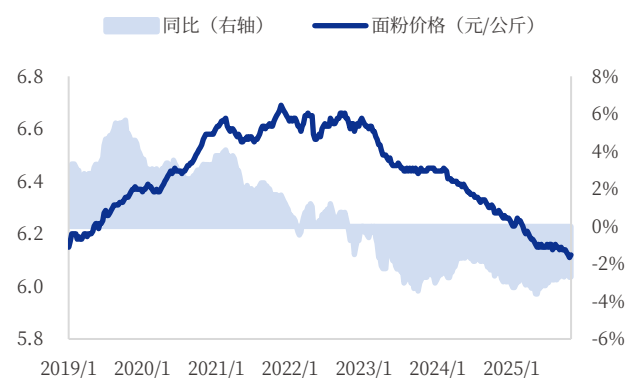
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图30: 2025 年 10 月棕榈油价格同比下降



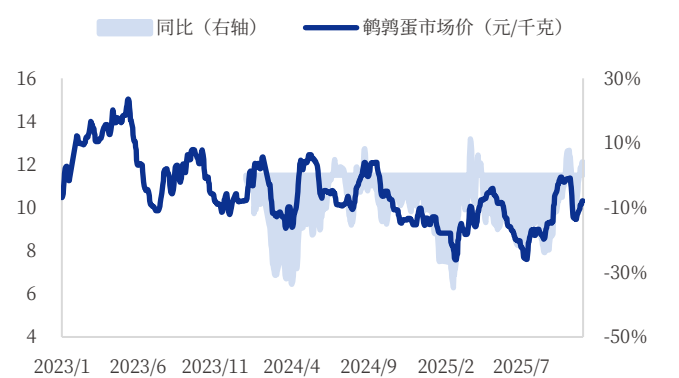
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图31: 2025 年 10 月面粉价格同比下降



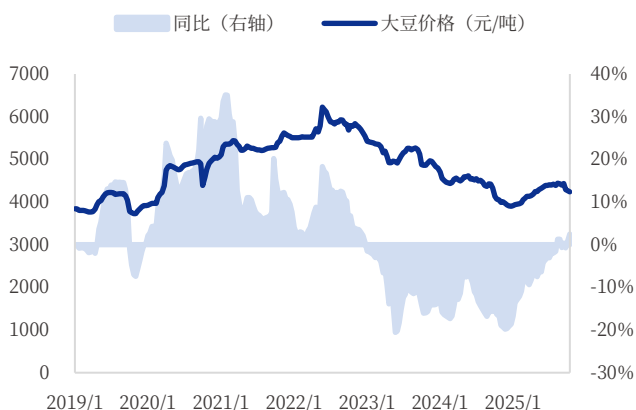
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图32: 2025 年 10 月鹌鹑蛋价格同比上升



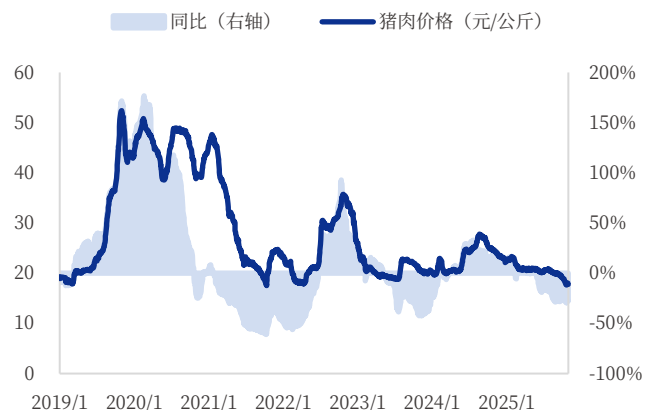
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图33: 2025年10月大豆价格同比上升



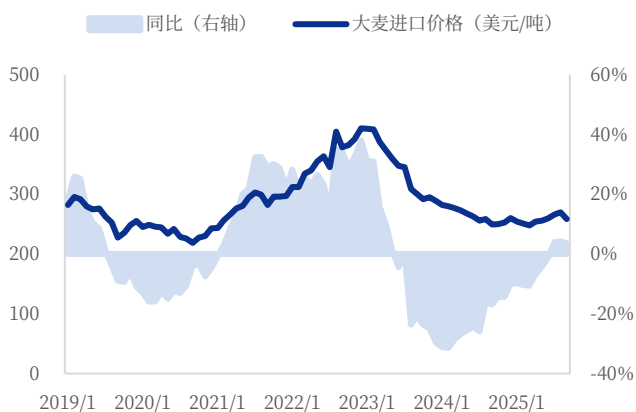
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图34: 2025年10月猪肉价格同比下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图35: 2025年9月大麦价格同比上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

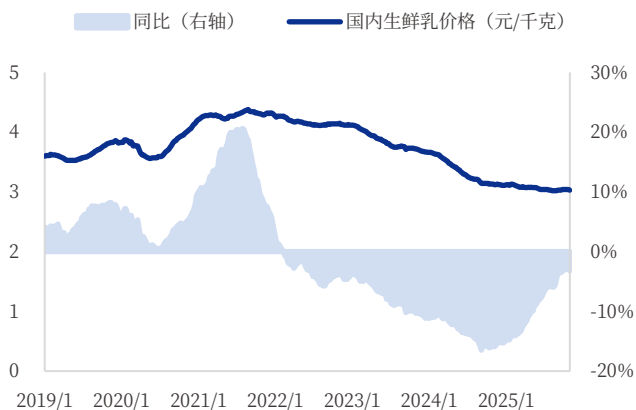
图36: 2025年10月葵花籽价格同比持平



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

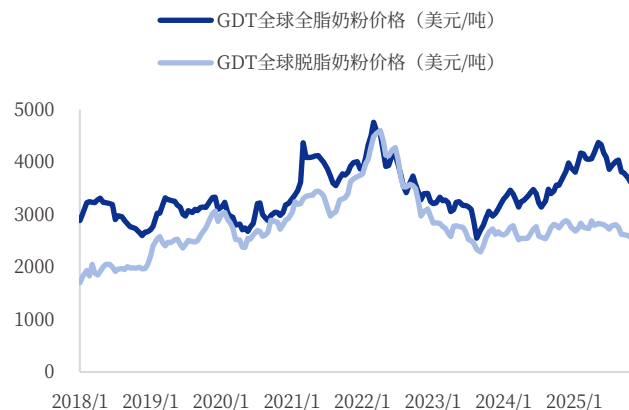
乳制品, 10月30日, 国内生鲜乳价格 3.03 元/公斤, 同比-3.2%, 较上月(9月30日)下降。GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3610 美元/吨, 同比+1.6%, 环比-2.3%。

图37: 2025年10月国内生鲜乳价格同比下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图38: 2025年10月GDT全脂奶粉中标价同比上涨



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、行情回顾：10月食品饮料指数行情回暖

(一) 行业收益率表现

2025年10月1日至10月31日，食品饮料行业跌幅0.5%，相对于Wind全A指数的超额收益为-0.4%，在31个子行业中排名第21，相较于9月明显提升。10个子板块中5个子板块实现月度正收益，其中预加工食品、保健品、烘焙食品涨幅居前，分别为+4.6%、+4.1%、+2.7%。

图39：2025年10月食品饮料指数涨幅在全行业位居第21位

当月				年初至今			
序号	行业	涨跌幅	超额收益	序号	行业	涨跌幅	超额收益
1	煤炭	10.0%	10.1%	1	有色金属	75.9%	49.0%
2	钢铁	5.2%	5.2%	2	通信	61.9%	35.0%
3	有色金属	5.0%	5.0%	3	电子	48.1%	21.2%
4	石油石化	4.7%	4.8%	4	电力设备	45.1%	18.2%
5	公用事业	4.5%	4.5%	5	综合	37.7%	10.8%
6	银行	4.4%	4.4%	6	机械设备	35.1%	8.2%
7	交通运输	2.8%	2.8%	7	传媒	27.5%	0.6%
8	纺织服饰	2.7%	2.8%	8	基础化工	26.1%	-0.8%
9	环保	2.6%	2.6%	9	计算机	25.1%	-1.8%
10	建筑装饰	2.5%	2.6%	10	钢铁	24.7%	-2.2%
11	建筑材料	1.3%	1.3%	11	汽车	23.8%	-3.1%
12	轻工制造	1.3%	1.3%	12	医药生物	21.1%	-5.8%
13	商贸零售	1.2%	1.3%	13	建筑材料	20.2%	-6.7%
14	电力设备	1.0%	1.0%	14	环保	19.4%	-7.5%
15	家用电器	0.7%	0.7%	15	农林牧渔	16.4%	-10.4%
16	非银金融	0.7%	0.7%	16	国防军工	16.4%	-10.5%
17	基础化工	0.5%	0.6%	17	轻工制造	13.1%	-13.8%
18	社会服务	0.3%	0.3%	18	纺织服饰	11.1%	-15.8%
19	综合	0.2%	0.2%	19	房地产	9.1%	-17.8%
20	通信	-0.4%	-0.4%	20	社会服务	9.0%	-17.9%
21	食品饮料	-0.5%	-0.4%	21	建筑装饰	8.1%	-18.8%
22	农林牧渔	-0.6%	-0.6%	22	家用电器	7.7%	-19.1%
23	机械设备	-1.6%	-1.6%	23	非银金融	7.6%	-19.3%
24	医药生物	-1.8%	-1.8%	24	银行	6.0%	-20.9%
25	国防军工	-2.0%	-2.0%	25	美容护理	5.9%	-21.0%
26	计算机	-2.3%	-2.2%	26	公用事业	5.4%	-21.4%
27	房地产	-2.4%	-2.3%	27	商贸零售	3.9%	-23.0%
28	电子	-3.5%	-3.5%	28	交通运输	1.5%	-25.3%
29	汽车	-3.6%	-3.5%	29	石油石化	1.5%	-25.4%
30	美容护理	-3.8%	-3.8%	30	煤炭	1.3%	-25.5%
31	传媒	-6.0%	-6.0%	31	食品饮料	-5.5%	-32.4%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图40: 2025年10月食品饮料部分子行业涨跌幅表现

当月				年初至今			
序号	行业	涨跌幅	超额收益	序号	行业	涨跌幅	超额收益
1	预加工食品	4.6%	4.7%	1	保健品	15.0%	-11.9%
2	保健品	4.1%	4.1%	2	软饮料	12.2%	-14.7%
3	烘焙食品	2.7%	2.7%	3	零食	7.7%	-19.2%
4	零食	1.0%	1.0%	4	烘焙食品	0.4%	-26.5%
5	乳品	0.8%	0.8%	5	肉制品	-1.3%	-28.1%
6	调味发酵品Ⅲ	-0.1%	-0.1%	6	预加工食品	-1.6%	-28.5%
7	肉制品	-0.3%	-0.3%	7	乳品	-5.2%	-32.1%
8	白酒	-0.8%	-0.7%	8	白酒	-7.4%	-34.2%
9	啤酒	-1.2%	-1.2%	9	调味发酵品Ⅲ	-7.4%	-34.3%
10	软饮料	-5.0%	-5.0%	10	啤酒	-10.7%	-37.6%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、投资建议

10月，市场风格切换下食品饮料指数迎来修复，板块内部行情表现与25Q3业绩呈现一定正相关性，预加工食品、保健品因业绩环比明显改善而涨幅居前，白酒板块上市公司报表端开始出清导致股价表现较弱。

展望25Q4，我们认为市场风格切换的可能性较大，建议关注二条线索：1) 年底的估值切换行情，关注新消费方向具备扎实基本面的标的，包括锅圈、农夫山泉、东鹏饮料、卫龙美味、盐津铺子；2) 在PPI改善向CPI改善逐渐传导的预期下，可重点关注估值低位+供给出清的顺周期方向，大众品板块关注宝立食品、安井食品、青岛啤酒、百润股份等；白酒板块关注贵州茅台、山西汾酒。

五、风险提示

需求恢复不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，下游渠道变革效果不及预期的风险，食品安全风险。

图表目录

图 1: 非酒板块单季度收入、利润增速 (ZX 口径)	3
图 2: 非酒板块毛利率与销售费用率 (ZX 口径)	3
图 3: 25Q1-Q3 非酒板块各个子行业收入与利润增速 (SW 口径)	3
图 4: 25Q3 非酒板块各个子行业收入与利润增速 (SW 口径)	3
图 5: 软饮料板块单季度收入、利润增速 (SW 口径)	4
图 6: 软饮料板块毛利率与销售费用率 (SW 口径)	4
图 7: 25Q3 软饮料重点公司业绩表现	4
图 8: 零食板块单季度收入、利润增速 (SW 口径)	5
图 9: 零食板块毛利率与销售费用率 (SW 口径)	5
图 10: 25Q3 零食重点公司业绩表现	5
图 11: 乳品板块单季度收入、利润增速 (SW 口径)	6
图 12: 乳品板块毛利率与销售费用率 (SW 口径)	6
图 13: 25Q3 乳品重点公司业绩表现	6
图 14: 调味品板块单季度收入、利润增速 (SW 口径)	7
图 15: 调味发酵品板块毛利率与销售费用率 (SW 口径)	7
图 17: 预加工食品板块单季度收入、利润增速 (SW 口径)	8
图 18: 预加工食品板块毛利率与销售费用率 (SW 口径)	8
图 20: 飞天茅台一批价	9
图 21: 五粮液普五一批价	9
图 22: 国窖 1573 一批价	9
图 23: 其他白酒批价 (洋河梦之蓝、青花 20, 单位: 元)	9
图 24: 2025 年 10 月 PET 瓶片价格同比下行	10
图 25: 2025 年 10 月瓦楞纸价格同比上行	10
图 26: 2025 年 10 月玻璃价格同比下行	10
图 27: 2025 年 10 月包膜价格同比下行	10
图 28: 2025 年 10 月铝材价格同比上行	11
图 29: 2025 年 10 月白糖价格同比下降	11
图 30: 2025 年 10 月棕榈油价格同比下降	11
图 31: 2025 年 10 月面粉价格同比下降	11
图 32: 2025 年 10 月鹤鹑蛋价格同比上升	11
图 33: 2025 年 10 月大豆价格同比上升	12
图 34: 2025 年 10 月猪肉价格同比下降	12

图 35: 2025 年 9 月大麦价格同比上升 12

图 36: 2025 年 10 月葵花籽价格同比持平 12

图 37: 2025 年 10 月国内生鲜乳价格同比下降 12

图 38: 2025 年 10 月 GDT 全脂奶粉中标价同比上涨 12

图 39: 2025 年 10 月食品饮料指数涨幅在全行业位居第 21 位 13

图 40: 2025 年 10 月食品饮料部分子行业涨跌幅表现 14

表 1: 2025 年 10 月行业核心原材料价格变动 10

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，覆盖食品饮料板块，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn