

# 酒类渠道包袱加速去化，大众品品类表现分化 ——食品饮料行业第三季报总结报告

行业研究 · 行业投资策略

食品饮料

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

S0980523090001

证券分析师：杨苑

021-60933124

yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090003

证券分析师：柴苏苏

021-61761064

chaisusu@guosen.com.cn

S0980524080003

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

S0980525070005

联系人：王新雨

021-60875135

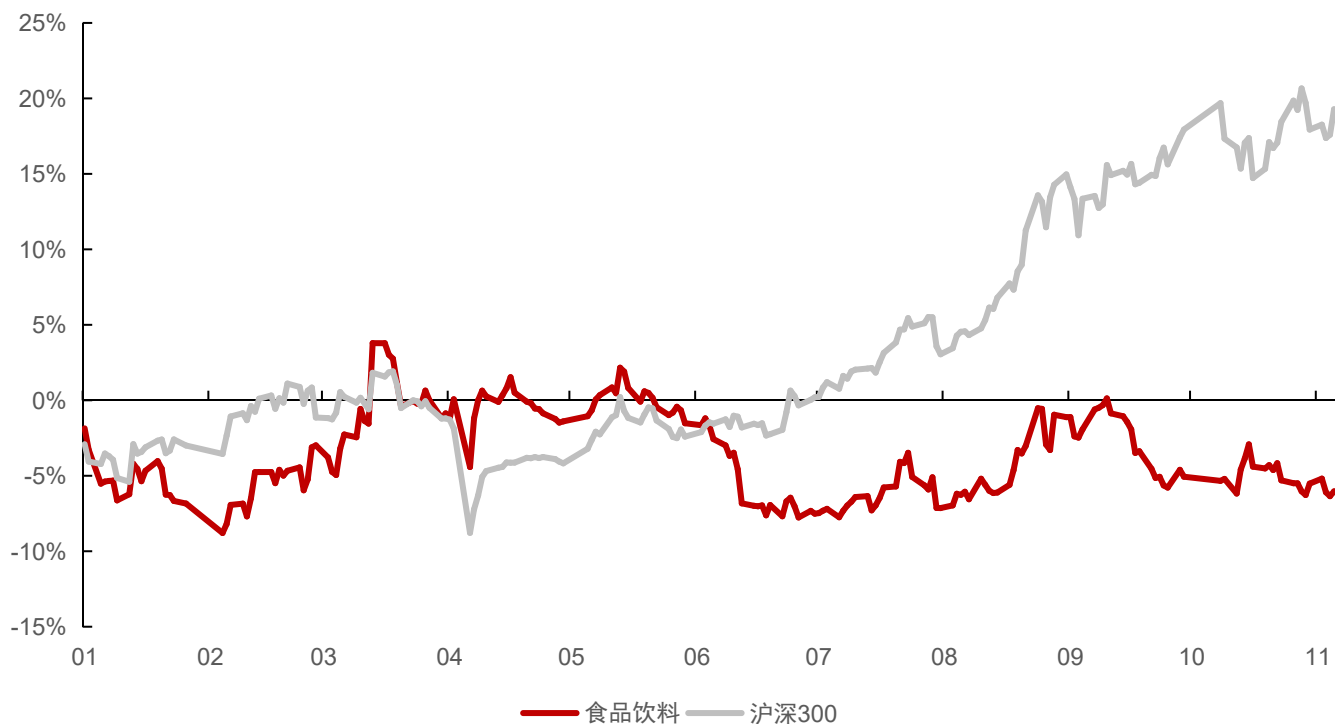
wangxinyu8@guosen.com.cn

# 核心观点：大众品龙头率先企稳改善，白酒加速释压，份额逻辑继续强化



- **2025年食品饮料行业整体展现出总量趋稳、结构分化的特征。** 2025Q1/Q2/Q3食品饮料板块收入同比+2.5%/+2.4%/-4.77%，归母净利同比+0.3%/-2.1%/-14.6%。Q1在政策支持以及春节假期加持下，消费需求渐进复苏；Q2白酒、餐饮供应链、啤酒行业受到规范吃喝相关政策的影响，消费场景缺失、需求走弱，饮料以及零食赛道中的部分细分品类维持高景气，份额逻辑在乳品、饮料、啤酒再次得到验证。
- **白酒：**2024年降速共识强化，多数酒企进入调整周期，三季报业绩降幅扩大，渠道包袱加速去化。当前板块进入左侧布局阶段，具备价位、区域话语权的优质公司有望获取更大增长空间，推荐泸州老窖/山西汾酒（稳健释放包袱，全国化空间较大）、贵州茅台（稳健穿越、长期定价权）、迎驾贡酒（出清较快、份额提升），也建议关注五粮液/洋河股份/舍得酒业的改革节奏。
- **大众品：**受益于2024H1主动降库存减负以及2024Q4以来宏观政策发力背景下，2025年细分赛道龙头率先实现经营改善，带动大众品板块整体呈现企稳改善趋势。部分细分赛道继续展现高景气，无糖茶/功能饮料/量贩零食/魔芋零食/泡卤零食龙头，如农夫/东鹏/卫龙/盐津等公司收入增速领先，品类红利及渠道扩张系主要驱动力。利润端表现差异显著，饮料龙头规模效应体现板块Q3业绩增长28%，乳制品板块则以平稳修复为主，如伊利等。零食板块25Q3收入/业绩分别同比+22.4%/8.6%，板块中葵花子、棕榈油、魔芋精粉等价格上涨加剧成本压力，但部分公司规模效益及提质增效带动盈利能力改善；啤酒板块需求平淡，但成本红利延续，非即饮渠道快速增长对销量提供较强支撑。
- **投资建议：**三季报白酒加速报表出清，餐饮供应链基本面触底。四季度宏观政策密集，在基本面低基数、资本市场低预期、机构持仓较低、美联储降息预期的背景下，任何供需两端的变化均有可能催化股价上行。我们看好四季度板块投资机会，建议关注：
  - ✓ **政策敏感度较高的白酒、餐饮供应链（预制菜），** 推荐贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、迎驾贡酒、海天味业、巴比食品、颐海国际、第一太平、安井食品等。
  - ✓ **强者恒强，** 推荐农夫山泉、东鹏饮料、燕京啤酒、卫龙美味、盐津铺子、伊利股份等。
- **风险提示：**需求恢复进程不及预期；国际贸易摩擦导致经济环境出现不可控变化；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧；市场资金波动加剧。

**图表： 今年以来食品饮料跑输沪深300**

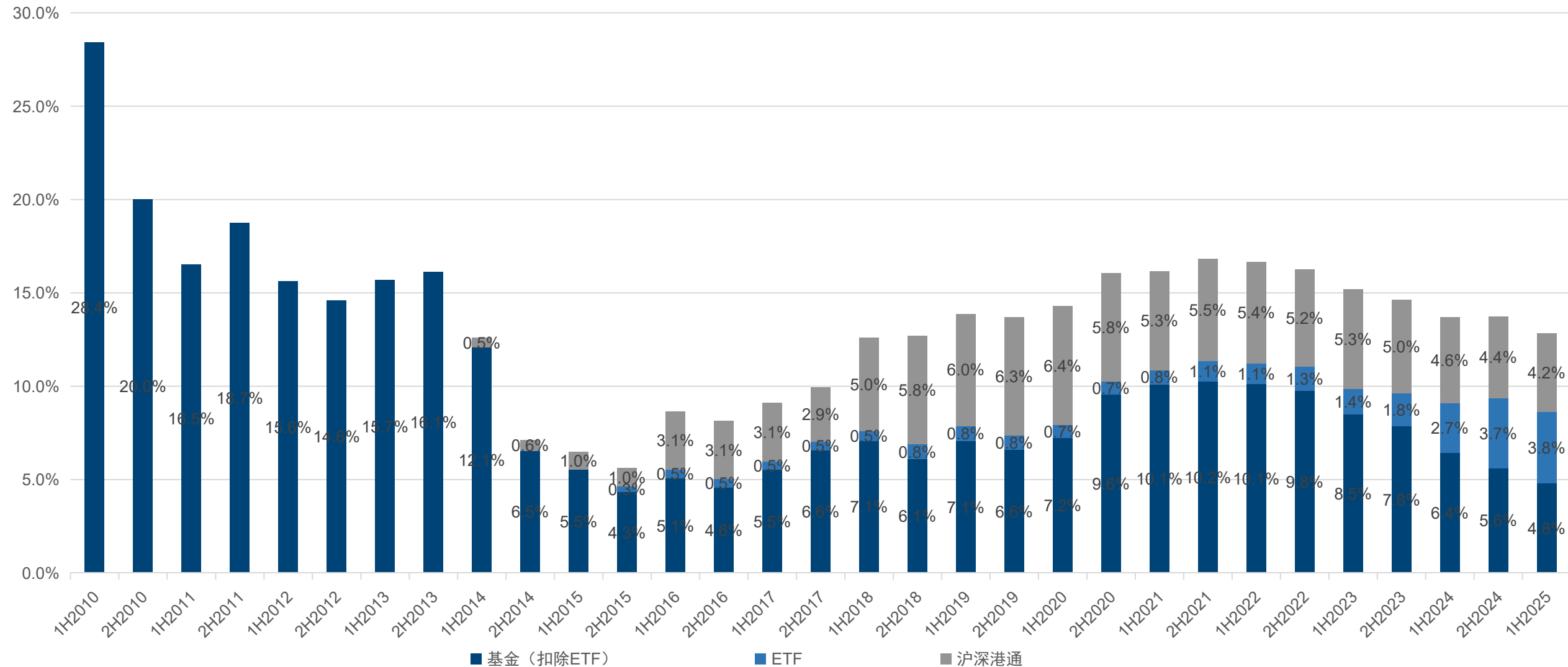


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：以2025/10/31日收盘价计

**图表： 食品饮料板块各细分板块表现**

		2021年高点至今	年初至今
沪深300		-18.9%	18.9%
食品饮料		-47.4%	-6.0%
酒类	白酒III(申万)	-49.9%	-8.0%
	啤酒(申万)	-30.1%	-11.2%
	其他酒类(申万)	-41.9%	1.0%
饮料	软饮料(申万)	55.4%	9.7%
	乳品(申万)	-39.8%	-5.7%
食品	调味发酵品III(申万)	-57.3%	-7.5%
	预加工食品(申万)	-62.3%	0.7%
	零食(申万)	-18.4%	8.0%
	烘焙食品(申万)	-50.7%	2.1%
	肉制品(申万)	-40.2%	-0.4%
	保健品(申万)	-30.5%	15.4%

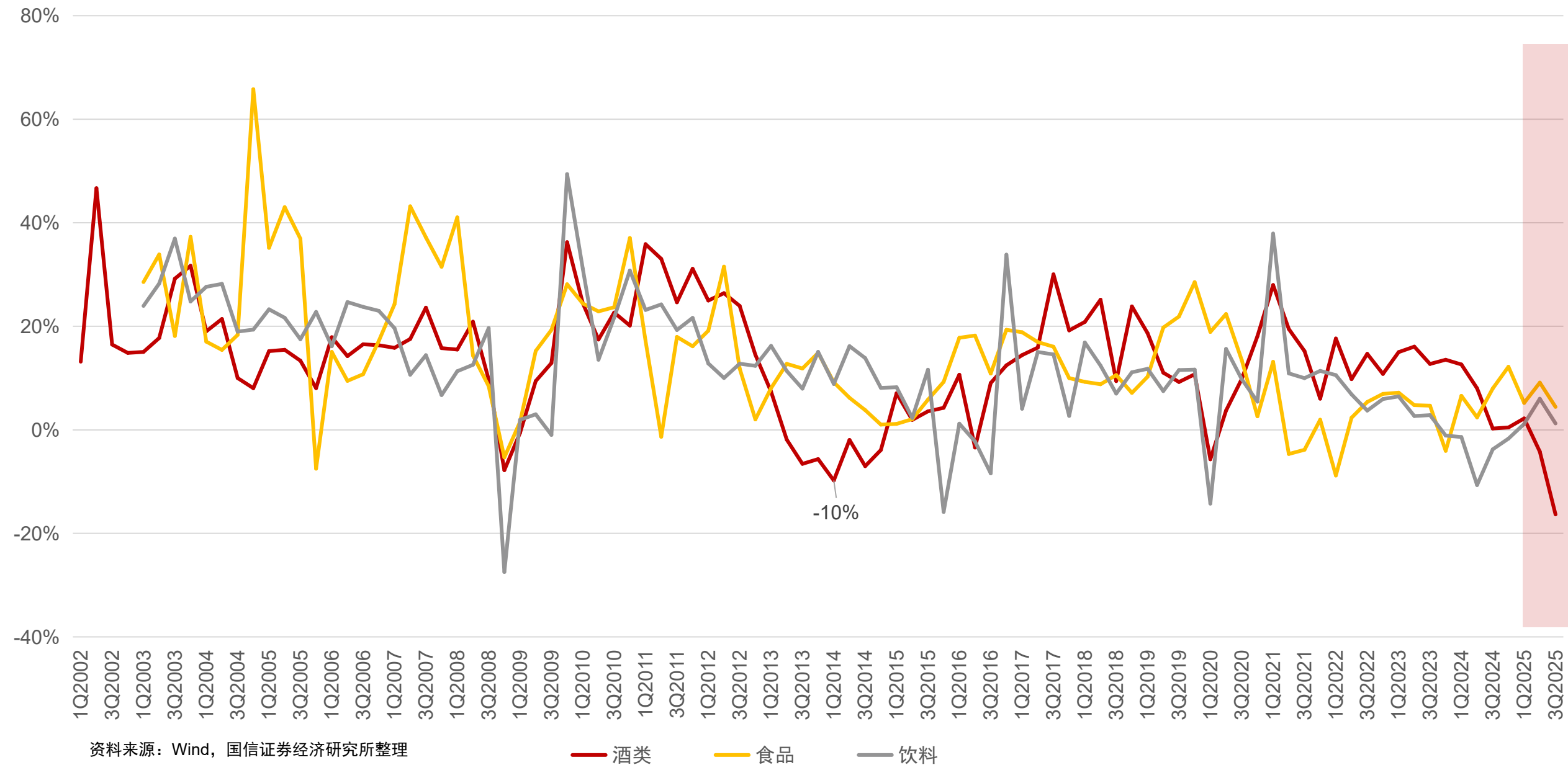
# 2021H1以来食品饮料行业机构持仓占比进一步降低，外资具有较高的定价权



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 酒类季度收入增速降至2002年新低，饮料增速有所放缓



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 餐饮供应链呈现筑底信号

(亿元)		2025Q1-Q3				2025Q3			
		营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy
食品饮料		8,337	0.3%	1,712	-4.5%	2,509	-4.8%	435	-14.5%
酒类	白酒	3,202	-5.8%	1,226	-6.9%	787	-18.4%	280	-22.2%
	啤酒	621	2.0%	95	11.8%	203	0.6%	29	11.3%
	其他酒类	78	-3.7%	9	-7.4%	24	-2.7%	2	9.5%
饮料	软饮料	298	10.9%	56	14.7%	106	14.4%	21	36.6%
	乳品	1,421	0.8%	118	-2.0%	456	-1.8%	35	0.7%
食品	调味发酵品	522	3.9%	90	6.3%	168	2.3%	26	2.4%
	肉制品	795	0.4%	41	-7.3%	268	-4.0%	14	-23.9%
	预加工食品	292	-0.8%	20	-8.4%	94	1.6%	5	5.4%
	保健品	170	1.5%	18	18.1%	58	17.7%	4	122.1%
	零食	674	31.0%	20	-3.3%	244	22.4%	8	8.6%
	烘焙食品	183	-0.7%	13	-17.5%	72	-1.4%	8	-16.6%
	熟食	82	-10.9%	6	-33.6%	29	-6.9%	2	-29.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

02

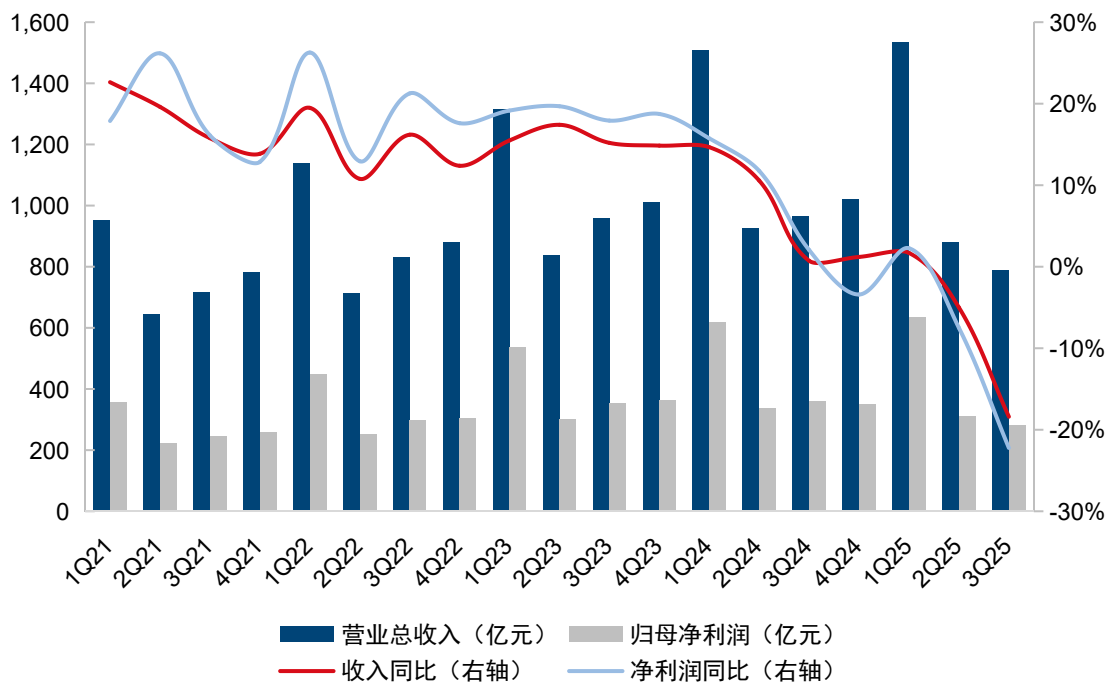
白酒：25Q3报表端加速调整，筑底信号有望逐步确认

# 整体看：2025Q3白酒板块收入及净利润降幅环比扩大，行业进入加速调整阶段



- 2025Q3白酒上市公司收入、净利润降幅环比扩大，销售收现同比-27%；弱需求下渠道压力进一步凸显，公司对渠道加压能力减弱。2025Q1-3白酒板块营业总收入3202亿元/同比-5.8%，归母净利润1126亿元/同比-6.9%；25Q3营业总收入787.2亿元/同比-18.4%，归母净利润280.1亿元/同比-22.2%，销售收现839.4亿元/同比-26.7%。
- 25Q3板块净利率36.5%/同比-1.75pcts，降幅环比Q2进一步扩大，需求压力下酒企以份额为先，向下沿价格带布局产品，同时加大市场费用投入。

图：白酒板块单季度收入、净利润及同比增速



图：白酒板块单季度现金回款及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：使用SW白酒II数据

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：使用SW白酒II数据

# 收入端： 第三季度行业龙头开始释放需求压力，酒企增长工具减少

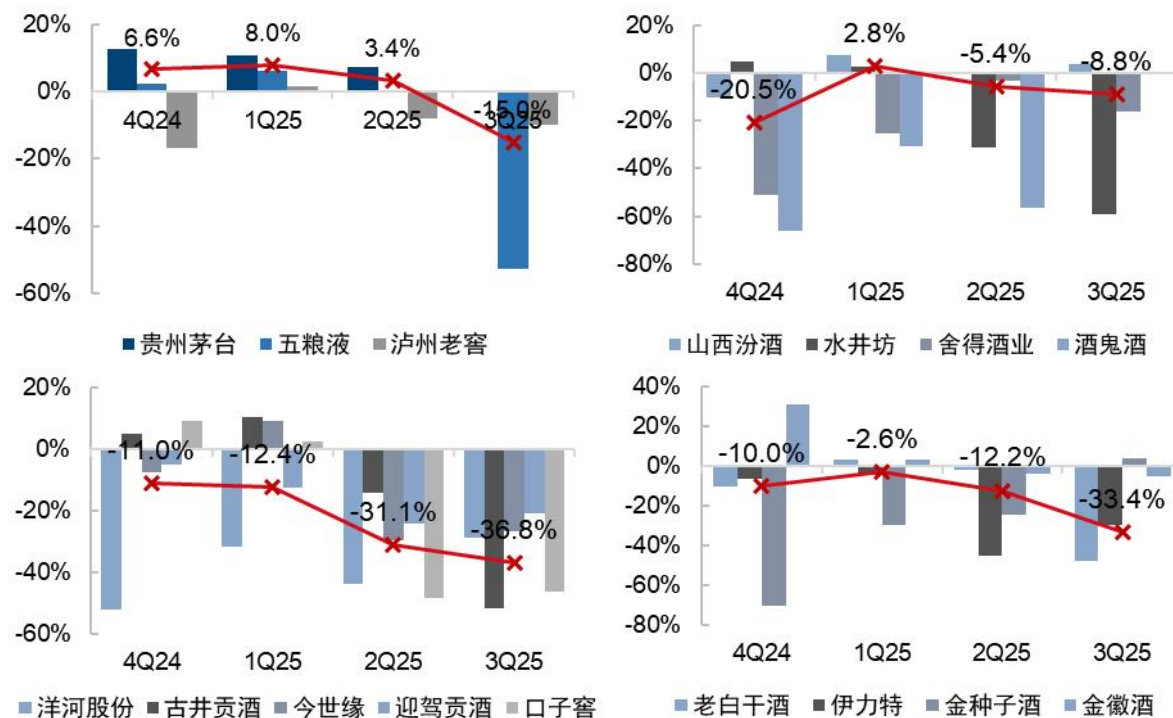
- 25Q3仅茅台、汾酒、酒鬼酒、金种子收入同比增长，酒企报表增长工具减少。相较于上半年的报表：1) 行业龙头开始释放需求压力，茅台收入增速环比降低至持平，千元龙头五粮液、徽酒龙头古井贡酒收入下滑幅度50%以上，逐步为大商纾压；2) 汾酒、老窖、金徽经营相对稳健，主因大众价位产品体现出韧性，如汾酒玻汾预计仍有双位数以上增长、老窖特曲老字号表现较好、金徽100元-产品发力餐饮等；3) 调整较早、较低基数的酒鬼和金种子收入同比回正，其他酒企收入端延续调整，洋河、今世缘、迎驾等下滑幅度预计贴近区域实际动销情况。

表：2025Q1-3及25Q3上市公司收入情况

(亿元)		1-3Q25		3Q25			
证券代码	证券简称	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy	收入+Δ预收	yoy
600519.SH	贵州茅台	1,309.04	6.3%	398.10	0.3%	420.52	6.2%
000858.SZ	五粮液	609.45	-10.3%	81.74	-52.7%	73.65	-54.5%
000568.SZ	泸州老窖	231.27	-4.8%	66.74	-9.8%	69.82	-9.4%
600809.SH	山西汾酒	329.24	5.0%	89.60	4.1%	87.58	4.8%
600779.SH	水井坊	23.48	-38.0%	8.50	-58.9%	7.29	-64.5%
600702.SH	舍得酒业	37.02	-17.0%	10.00	-15.9%	9.56	-20.4%
000799.SZ	酒鬼酒	7.60	-36.2%	1.98	0.8%	1.80	22.7%
002304.SZ	洋河股份	180.90	-34.3%	32.95	-29.0%	38.40	-32.3%
000596.SZ	古井贡酒	164.25	-13.9%	25.45	-51.6%	24.61	-50.6%
603369.SH	今世缘	88.82	-10.7%	19.31	-26.8%	18.51	-27.5%
603198.SH	迎驾贡酒	45.16	-18.1%	13.56	-20.8%	13.97	-16.3%
603589.SH	口子窖	31.74	-27.2%	6.43	-46.2%	6.83	-44.6%
600559.SH	老白干酒	33.30	-18.5%	8.49	-47.5%	7.81	-48.1%
600197.SH	伊力特	12.99	-21.5%	2.29	-29.4%	2.27	-26.3%
600199.SH	金种子酒	6.28	-22.1%	1.44	3.7%	1.95	9.4%
603919.SH	金徽酒	23.06	-1.0%	5.46	-4.9%	5.80	2.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2024Q3各价位带收入增速环比继续走低



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：红线为该价位带平均

# 收入端：

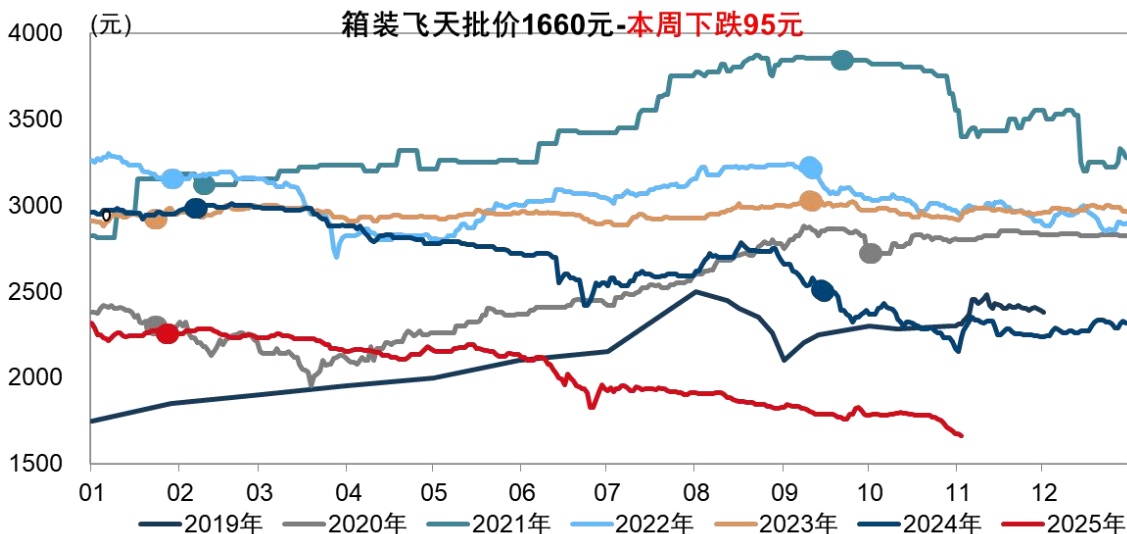
## 25Q3预计各酒企下沿价位产品表现更好，展望后续吨价压力依然延续



2025Q3产品结构继续下探，我们预计量、价同比均有下滑。

- 根据国家统计局，2025Q3规模以上白酒产量同比-15%。
- 根据上市公司分季度经营数据，单三季度各酒企下沿价位产品表现更好，我们预计飞天茅台、玻汾收入占比进一步提升；舍得沱牌T68增速领先；今世缘加大淡雅投放量抢夺份额；金徽酒根据库存水平以100-元产品发货为主。
- 展望后续，我们预计行业价格压力仍然存在。1) 飞天价格作为行业景气度指标，25Q4以来受供需压力影响仍在下探；2) 春节本身以大众消费为主，酒企仍将加大低价产品布局。

表：截至2025/11/2箱装飞天茅台价格



资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理&测算

表：部分上市公司分品系单季度收入增速

证券简称	产品	分季度收入增速						
		24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
贵州茅台	茅台酒	17.75%	12.92%	16.32%	13.94%	9.70%	10.99%	7.26%
	系列酒	18.39%	42.52%	13.14%	5.07%	18.30%	-6.53%	-34.00%
山西汾酒	中高价酒类	24.9%	1.5%	6.7%	14.8%			
	其他酒类	9.9%	58.3%	25.6%	-59.3%			
	汾酒					8.2%	0.6%	5.0%
水井坊	其他酒类					-15.5%	-3.5%	-28.6%
	高档酒	-0.58%	14.70%	-2.03%	12.76%	6.71%	-36.96%	-60.12%
舍得酒业	中档酒	62.38%	-43.61%	87.15%	181.77%	-34.21%	67.68%	-55.47%
	中高档酒类	3.31%	-19.33%	-35.66%	-60.48%	-28.46%	-15.65%	-23.43%
今世缘	低档酒	0.85%	-47.34%	-14.96%	-26.44%	-12.59%	62.25%	17.96%
	特A+类	22.39%	21.07%	11.70%	-3.73%	6.60%	-32.07%	-38.04%
	特A类	26.49%	25.30%	9.55%	-7.18%	17.37%	-28.10%	-1.12%
迎驾贡酒	A类	16.35%	10.04%	7.74%	-38.08%	3.28%	-39.81%	-36.98%
	中高档白酒	24.27%	24.95%	7.12%	1.66%	-8.57%	-23.60%	-21.78%
	普通白酒	11.90%	6.50%	-9.16%	-28.58%	-32.09%	-32.90%	-22.78%
口子窖	高档白酒	10.57%	3.48%	-22.70%	9.37%	3.53%	-49.64%	-49.35%
	中档白酒	-12.22%	4.01%	-55.30%	115.13%	-12.50%	-7.68%	-28.51%
	低档白酒	85.57%	16.62%	26.54%	10.36%	-9.00%	7.49%	117.28%
老干白酒	100元以上	35.23%	10.45%	9.95%	-34.61%	25.50%	-9.69%	-46.72%
	100元以下	13.16%	12.70%	2.29%	3.08%	-15.65%	7.84%	-48.72%
伊力特	高档	10.57%	1.00%	-11.84%	10.43%	8.77%	-39.84%	-39.48%
	中档	6.94%	24.33%	-35.10%	-34.35%	-30.75%	-57.47%	-19.72%
	低档	51.46%	8.46%	-66.06%	-61.97%	-40.95%	-29.64%	16.41%
金徽酒	300元以上	86.48%	7.06%	42.06%	29.27%	28.14%	11.32%	-1.61%
	100-300元	24.13%	2.65%	14.92%	17.19%	14.24%	0.31%	-16.55%
	100元以下	-4.20%	13.32%	-24.33%	23.84%	-31.72%	-26.61%	18.41%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理&测算

# 毛利率&销售费用率： 25Q3板块毛销差进一步降低，竞争烈度加剧，酒企争夺份额

- 2025Q3主要酒企毛销差69.9%/同比-0.36pcts，需求压力下公司竞争策略以“份额”为先。毛利率端主要受到产品结构下降、增加货折/买赠等的影响，销售费用在加大投放力度的同时增加费用多元化，一方面在消费者扫码红包、奖励设置上保持积极的水平，一方面在经销商费用兑付侧也更加慷慨，如五粮液主动补贴大商、老窖加强经销商培育科技企业等的动作付费、古井和迎驾给予渠道固定利润率等改善渠道利润情况。
- 茅台、汾酒、金徽酒毛利率、销售费用率两端均有改善：1) 茅台和汾酒最有效的销售费用是“高周转&利润单品”，茅台25Q3茅台酒收入占比提升5.5pcts，毛利率提振幅度不大主因飞天系收入占比提升较大，汾酒Q3加大青花20和玻汾的放量，销售费用端则可以灵活收缩。2) 竞争格局仍是毛销差主导因素，徽酒、苏酒在存量竞争中更加重视大众场景份额的抢夺，金徽酒则受益于竞对势能下降、毛销差逐步改善。

表：2025Q3板块毛销差继续降低

证券代码	证券简称	2025Q1-3						2025Q3					
		毛利率	yoy	销售费用率	yoy	毛销差	yoy	毛利率	yoy	销售费用率	yoy	毛销差	Yoy
600519.SH	贵州茅台	89.58%	-0.2pct	3.42%	-0.02pct	86.16%	-0.18pcts	91.28%	0.23pct	3.06%	-1.02pct	88.22%	1.25pcts
000858.SZ	五粮液	74.93%	-2.13pct	10.88%	-0.59pct	64.05%	-1.54pcts	62.64%	-13.53pct	15.09%	1.06pct	47.55%	-14.59pcts
000568.SZ	泸州老窖	87.11%	-1.32pct	10.46%	0.17pct	76.65%	-1.49pcts	87.17%	-0.95pct	13.50%	1.74pct	73.67%	-2.69pcts
600809.SH	山西汾酒	76.10%	0.07pct	10.00%	0.73pct	66.10%	-0.66pcts	74.63%	0.33pct	10.17%	-0.37pct	64.46%	0.7pcts
600779.SH	水井坊	80.18%	-2.75pct	31.23%	11.3pct	48.95%	-14.06pcts	81.81%	-2.76pct	22.21%	13.77pct	59.60%	-16.54pcts
600702.SH	舍得酒业	64.73%	-3.17pct	22.30%	0.91pct	42.44%	-4.08pcts	62.09%	-1.57pct	25.32%	0.47pct	36.78%	-2.04pcts
000799.SZ	酒鬼酒	66.66%	-5.15pct	33.22%	-6.7pct	33.44%	1.55pcts	61.22%	-2.81pct	34.98%	-31.32pct	26.24%	28.51pcts
002304.SZ	洋河股份	71.10%	-2.71pct	18.80%	4.62pct	52.31%	-7.33pcts	53.52%	-12.72pct	37.99%	10.23pct	15.53%	-22.95pcts
000596.SZ	古井贡酒	79.87%	0.16pct	27.44%	2.15pct	52.42%	-1.99pcts	79.83%	1.96pct	39.14%	16.14pct	40.69%	-14.17pcts
603369.SH	今世缘	73.75%	-0.51pct	18.13%	2.78pct	55.63%	-3.29pcts	75.04%	-0.55pct	30.04%	9.49pct	44.99%	-10.04pcts
603198.SH	迎驾贡酒	72.58%	-1.7pct	10.58%	2.28pct	62.00%	-3.98pcts	70.17%	-5.67pct	12.57%	3.59pct	57.60%	-9.26pcts
603589.SH	口子窖	70.96%	-3.81pct	16.22%	1.91pct	54.74%	-5.72pcts	62.66%	-9.25pct	24.61%	12.23pct	38.05%	-21.48pcts
600559.SH	老白干酒	66.29%	0.08pct	26.56%	0.24pct	39.72%	-0.16pcts	61.37%	-5.4pct	23.68%	-1.86pct	37.69%	-3.53pcts
600197.SH	伊力特	49.01%	-3.34pct	8.56%	-2.9pct	40.45%	-0.43pcts	47.64%	-12.21pct	14.70%	0.8pct	32.94%	-13.01pcts
600199.SH	金种子酒	43.26%	4.59pct	32.19%	6.47pct	11.07%	-1.88pcts	44.53%	28.85pct	35.16%	-21.94pct	9.37%	50.79pcts
603919.SH	金徽酒	64.65%	0.51pct	19.83%	-0.55pct	44.82%	1.06pcts	61.44%	0.31pct	22.63%	-1.45pct	38.80%	1.75pcts

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 净利润&净利率： 高端、区域酒净利润降幅环比扩大，利润率继续下降

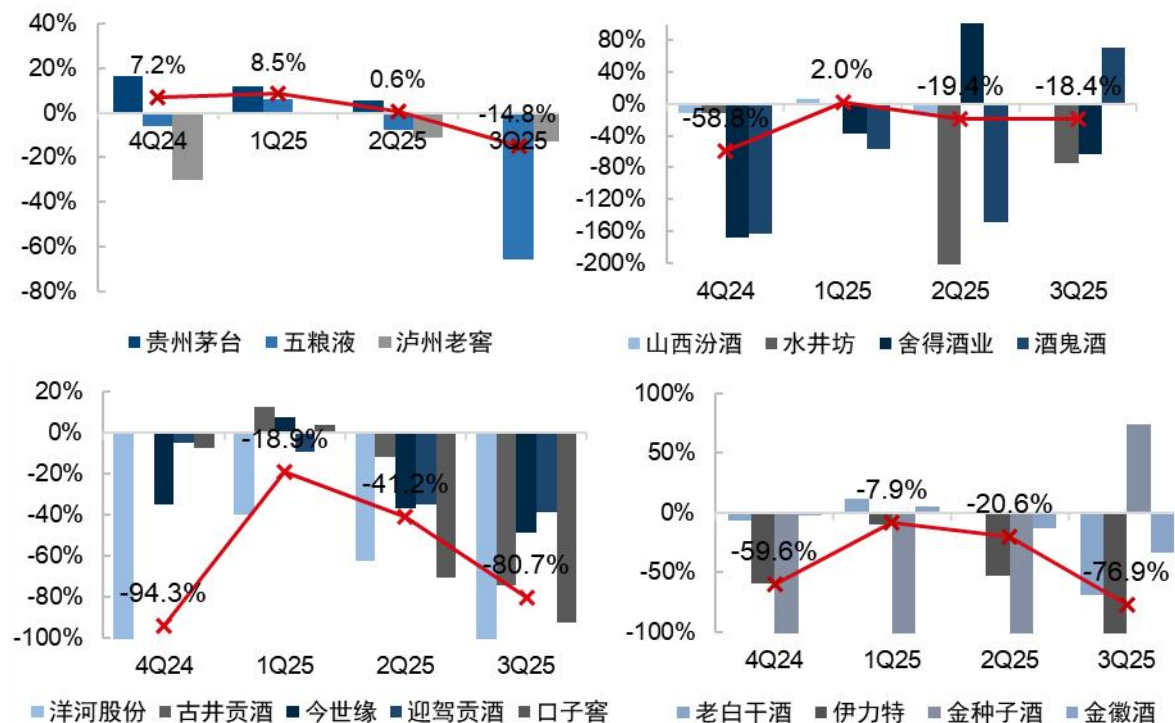
- 2025Q3酒企净利润跟随收入端下降，高端、区域酒净利润降幅进一步扩大。其中1) 高端酒中五粮液净利润下滑幅度较大；2) 区域酒延续第二季度调整趋势同时进一步让利渠道和消费者；3) 扩张型次高端调整较早，低基数下净利润下滑幅度逐步收敛。
- 单三季度仅茅台在毛销差改善下录得净利率提升。25Q3板块管理费用率5.9%/同比+0.6pcts，税金及附加率16.3%/同比+0.7pcts，主因收入规模下降，生产及管理端费用支出刚性影响，在毛销差恶化的情况下进一步拖累净利率表现。

表：2025Q1-3及25Q3上市公司净利润情况

(亿元)		1-3Q25		3Q25			
证券代码	证券简称	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	净利率	yoy
600519.SH	贵州茅台	646.27	6.2%	192.24	0.5%	48.3%	0.06%
000858.SZ	五粮液	215.11	-13.7%	20.19	-65.6%	24.7%	-9.31%
000568.SZ	泸州老窖	107.62	-7.2%	30.99	-13.1%	46.4%	-1.75%
600809.SH	山西汾酒	114.05	0.5%	28.99	-1.4%	32.4%	-1.78%
600779.SH	水井坊	3.26	-71.0%	2.21	-75.0%	25.9%	-16.70%
600702.SH	舍得酒业	4.72	-29.4%	0.29	-63.2%	2.9%	-3.69%
000799.SZ	酒鬼酒	-0.10	-117.4%	-0.19	70.9%	-9.5%	-3.88%
002304.SZ	洋河股份	39.75	-53.7%	-3.69	-158.4%	-11.2%	-24.80%
000596.SZ	古井贡酒	39.60	-16.6%	2.99	-74.6%	11.7%	-10.57%
603369.SH	今世缘	25.49	-17.4%	3.20	-48.7%	16.6%	-7.08%
603198.SH	迎驾贡酒	15.11	-24.7%	3.81	-39.0%	28.1%	-8.41%
603589.SH	口子窖	7.42	-43.4%	0.27	-92.5%	4.2%	-26.09%
600559.SH	老白干酒	4.00	-28.0%	0.79	-68.5%	9.4%	-6.21%
600197.SH	伊力特	1.37	-43.1%	-0.25	-158.5%	-11.1%	-24.40%
600199.SH	金种子酒	-1.00	-1.0%	-0.28	74.4%	-19.6%	-7.94%
603919.SH	金徽酒	3.24	-2.8%	0.25	-33.0%	4.7%	-1.96%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2025Q3高端、区域酒净利润降幅环比扩大，次高端在低基数下降幅企稳



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：红线为该价位带平均

# 销售收现&合同负债：

## 收现分化、多数酒企经营性现金流为负，合同负债反映酒企经营节奏普遍放缓



- 剔除茅台后主要板块销售收现同比-44%。贵州茅台第三季度渠道打款进度有所加快，预计茅台酒大商在9月底基本完成回款，系列酒经销商在公司兑付费用后回款亦加快，但公司在发货节奏上保持稳健。泸州老窖中档酒产品回款稳健，山西汾酒品牌和产品势能支撑渠道信心；区域酒中金徽酒表现相对好，也反映在当地竞争优势加强。
- 单Q3现金流表现明显承压。高端五粮液、区域龙头古井/今世缘/金徽酒、扩张型次高端酒企25Q3经营性现金流为负，推测主因1) 公司加大票据回款等渠道杠杆工具；2) 加大现金费用投入补贴渠道、消费者等。
- 合同负债变化反映出酒企减缓发货节奏。7家上市公司截至Q3的合同负债环比中报增加，我们认为1) 24年中秋时点较早，今年在日历效应下本身发货后置；2) 渠道库存较高水位下，公司普遍减缓发货节奏，以维护价盘和渠道秩序稳定。

表：2025Q1-3及2025Q3上市公司经营性现金流、销售收现及合同负债情况

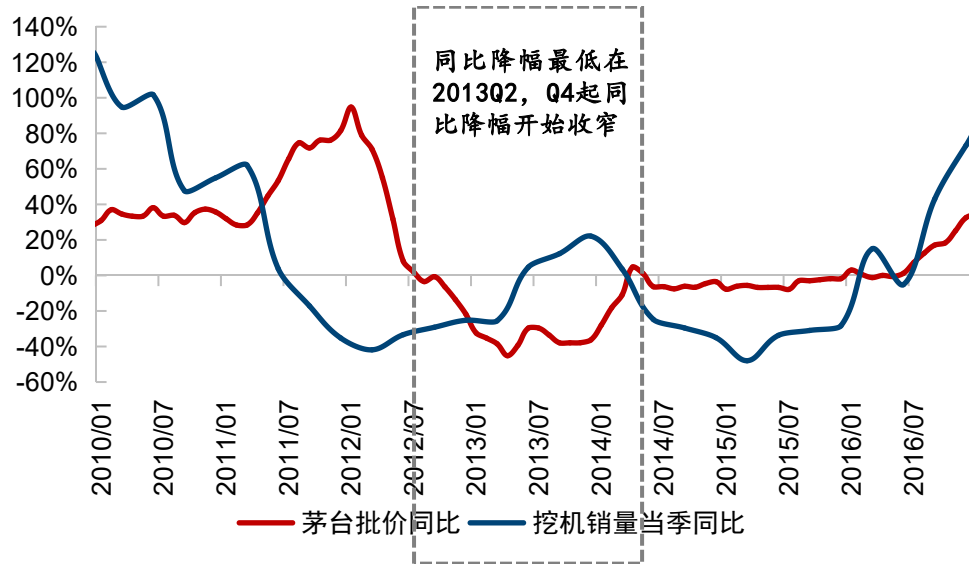
证券代码	证券简称	经营性现金流净额				销售收现				合同负债		
		1-3Q25	yoy	3Q25	yoy	1-3Q25	yoy	3Q25	yoy	截至25Q3末	YoY	QoQ
600519.SH	贵州茅台	444.21	-14%	250.78	222%	1296.85	7%	437.05	3%	77.49	-22.0%	22.42
000858.SZ	五粮液	297.94	-5%	-28.89	-118%	778.60	-2%	71.41	-75%	92.68	31.0%	(8.09)
000568.SZ	泸州老窖	124.65	-21%	37.58	-11%	282.69	-8%	79.63	-2%	38.38	44.6%	3.09
600809.SH	山西汾酒	114.35	-21%	30.02	-14%	301.55	-4%	83.43	-3%	57.81	5.5%	(2.02)
600779.SH	水井坊	7.74	-212%	-3.61	-134%	40.03	-42%	5.82	-75%	8.62	-18.3%	(1.21)
600702.SH	舍得酒业	-1.44	上年为负	-3.12	上年为负	45.85	-19%	9.24	-19%	1.13	-35.2%	(0.45)
000799.SZ	酒鬼酒	-4.11	上年为负	-0.92	上年为负	10.81	-39%	2.05	-16%	1.17	-43.4%	(0.18)
002304.SZ	洋河股份	34.58	-72%	3.50	-75%	242.32	-30%	46.60	-27%	64.24	29.4%	5.46
000596.SZ	古井贡酒	53.44	-51%	-15.27	-214%	197.05	-11%	23.23	-57%	13.44	-30.6%	(0.84)
603369.SH	今世缘	22.30	-59%	-1.68	-117%	92.89	-6%	20.44	-33%	5.20	-4.4%	(0.80)
603198.SH	迎驾贡酒	12.75	-38%	4.72	-32%	57.41	-13%	15.28	-18%	4.82	19.6%	0.42
603589.SH	口子窖	3.58	-209%	-0.07	-102%	42.23	-29%	7.29	-49%	3.39	-4.4%	0.41
600559.SH	老白干酒	6.42	-1241%	-0.76	-118%	47.42	-32%	8.71	-46%	12.07	-31.0%	(0.68)
600197.SH	伊力特	0.24	-1241%	-0.62	-261%	15.25	-32%	2.21	-51%	0.38	-14.8%	(0.02)
600199.SH	金种子酒	-2.56	上年为负	0.01	回正	8.15	-30%	1.76	15%	1.72	69.1%	0.51
603919.SH	金徽酒	3.49	-19%	-0.38	-1333%	24.87	4%	6.62	9%	6.32	32.7%	0.34

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 景气度指标：飞天茅台批价有望加速筑底

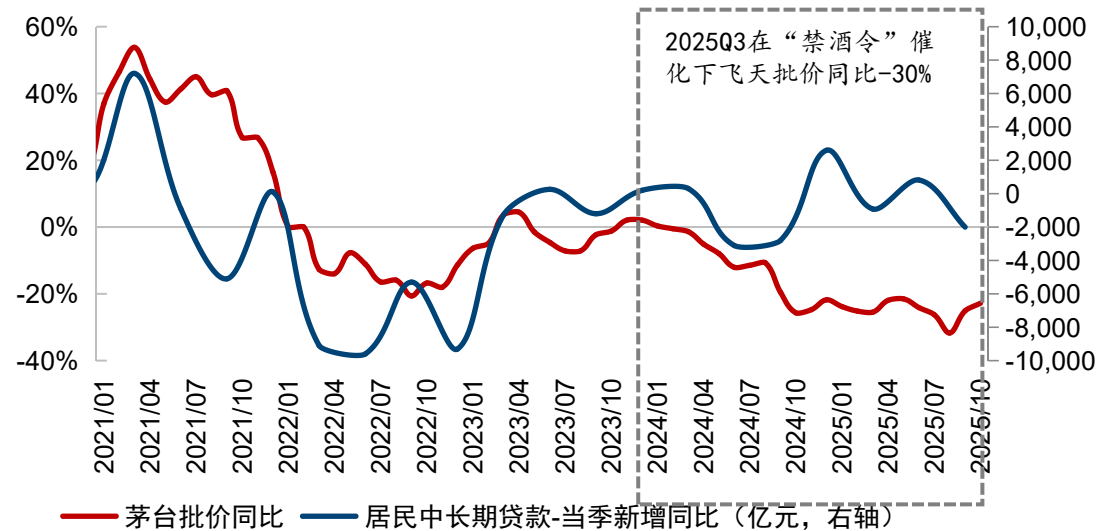
- 截至2025/11/2，箱装/散装飞天茅台批价分别1660/1620元，同比下滑23%，降幅环比8月的-32%收窄。结合双节动销情况，飞天在性价比凸显后开瓶及动销表现较好，尤其在华东等经济水平较高区域承接大众消费开瓶需求。
- 当前批价已相当于城镇居民月可支配收入1/3，历史上低于该水平后社会库存降加速去化；我们预计飞天价格进一步下探后降刺激春节期间宴席及聚饮开瓶需求，**批价同比有望筑底-30%左右（绝对值1600元）后逐步收窄**，支撑茅台及板块估值。
- 展望更长区间，需求有望环比逐步改善（建议持续跟踪），若贵州茅台逐步降低增长目标，批价供给端约束也有望改善，加快到达新的供需平衡。

表：2012-2015年调整周期飞天茅台批价同比情况



资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所整理

表：本轮调整周期飞天茅台批价同比情况



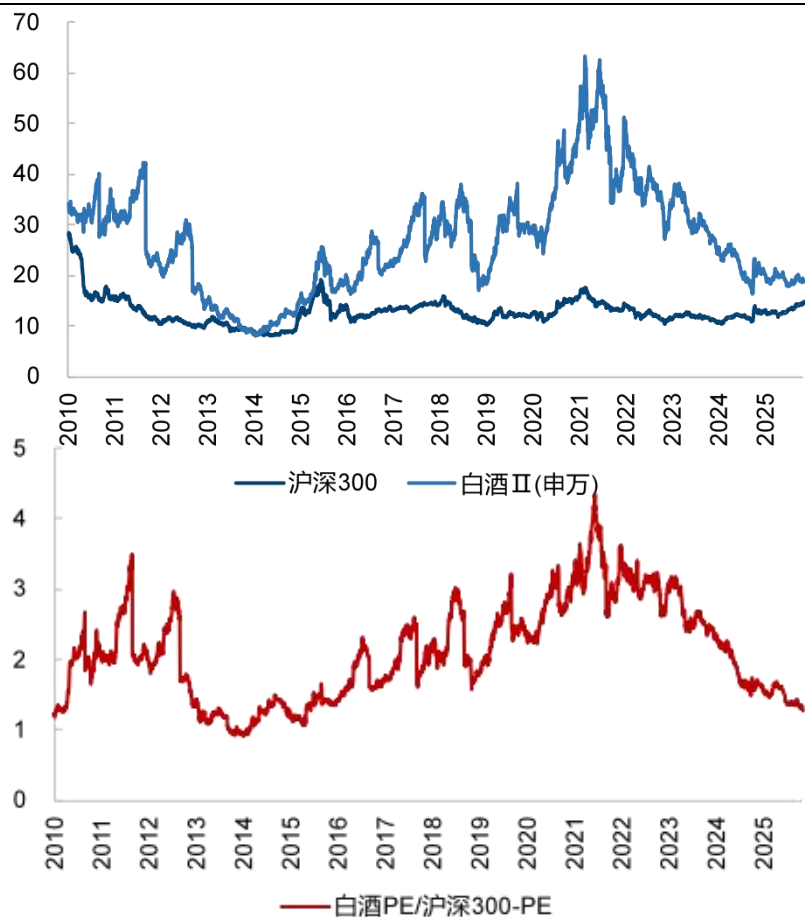
资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所整理

# 基金持仓：25Q3白酒基金重仓持股比例继续下降，超配比例至2017年来最低位



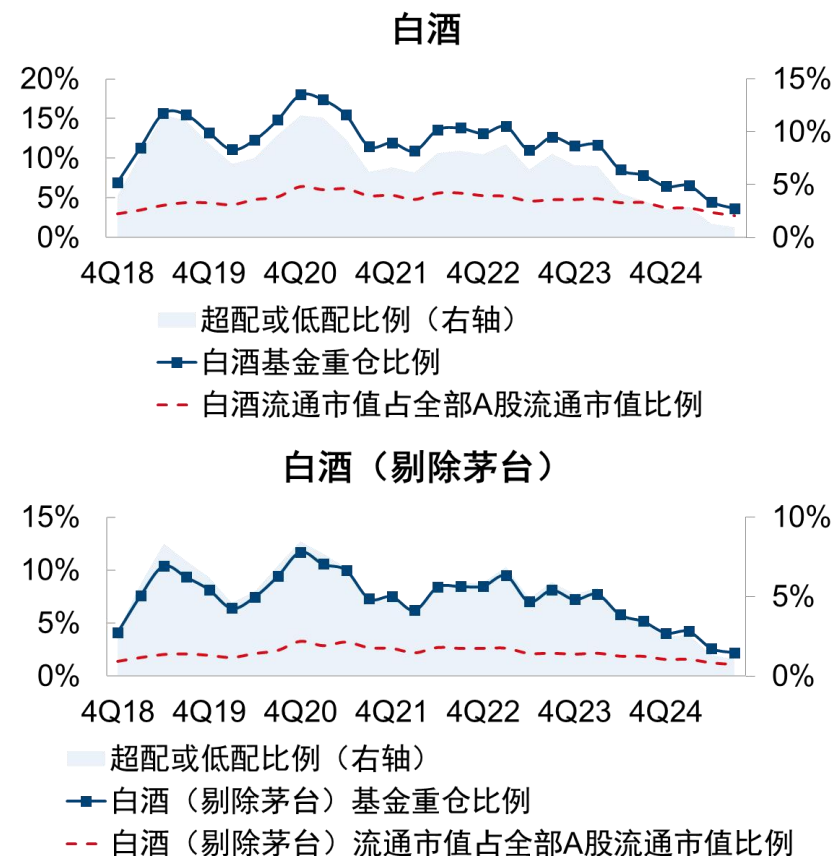
- 3Q25白酒板块基金重仓持股比例环比-0.81pcts至3.69%，超配比例环比-0.38pcts至0.96%；3Q25白酒（剔除茅台）板块基金重仓持股比例环比-0.40pcts至2.21%，超配比例环比-0.26pcts至1.07%。剔除易方达、景顺长城、汇添富、招商基金4家持股后，主动权益基金25Q3白酒持仓比例为1.5%，低配比例1.23%。

表：2010年以来白酒板块和沪深300PE-TTM情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：3Q25白酒重仓持股比例环比-0.81pcts，剔除茅台后重仓持股比例2.21%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## ■ 行业观点：供给端调整逐步确认左侧，板块进入投资布局阶段。

- 基本面看，三季报加速调整，市场及渠道端的供需状态或开始逐步改善，如五粮液、古井表观降幅预计大于动销增速（结合双节情况、Q3行业动销预计同比下滑20-30%），反映渠道库存开始去化；展望春节，大众消费需求环比有望继续改善，库存进一步去化下，行业周期有望逐步筑底。
- 估值端看，复盘2013-15年周期，13Q3上市公司报表业绩降幅扩大，但多数酒企股价走势温和，多在13Q4-14Q2筑底迎来上涨（具体参考我们10/28报告《白酒行业周期专题2-以史为镜，当前时点为什么我们认为白酒进入布局阶段？》）。当前阶段类似，资本市场对于降速预期提前消化，叠加供需两端积极催化增多，估值、持仓双低位下有望先于基本面迎来修复。

## ■ 投资建议：左侧投资阶段，优先基本面稳健，需求改善后增长空间更大的优质龙头。

- 泸州老窖：稳步降速去化包袱，组织/渠道/产品调整灵活，多产品换取增长空间。预计2025-2027年公司收入272.2/280.7/311.1亿元，同比-12.8%/+3.1%/+10.8%；预计归母净利润113.4/118.3/132.8亿元，同比-15.8%/+4.3%/+12.2%；当前股价对应17.4xP/E，基于中长期增长空间给予对标汾酒20xP/E和15%上行空间，股息率4.3%安全边际。
- 贵州茅台：飞天批价有望逐步企稳，伴随增长降速、供给端改善，长期仍具有品牌溢价权。预计2025-2027年公司营业总收入1835.2/1920.6/2021.3亿元，同比+5.4%/+4.7%/+5.2%；预计归母净利润905.9/952.1/1005.2亿元，同比+5.1%/+5.1%/+5.6%；当前股价对应25年19.8xP/E，给予25x目标估值，对应25%上行空间，维持“优于大市”评级。

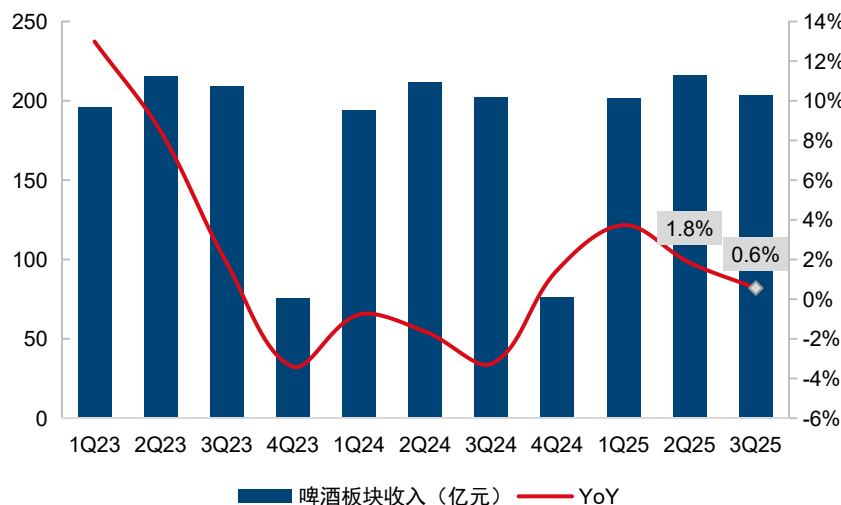
03

啤酒：三季度多数啤酒龙头量价表现走弱，主要系行业需求环境影响

# 1、收入端：2025Q3啤酒板块收入降速，行业景气度处于偏低水平

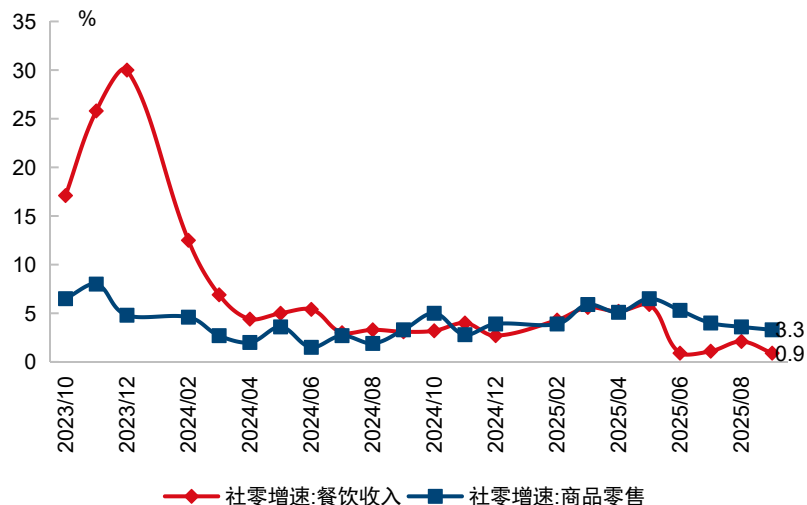
■ 2025Q3啤酒板块收入203.2亿元，同比+0.6%，环比增速继续放缓，主要系受到消费需求仍然偏弱以及规范吃喝相关规定的影 响。披露三季报的四家A股啤酒龙头公司中，Q3燕京啤酒收入增速依然领衔但环比明显降速（+1.5%），主要系核心大单品燕京U8仍享有较好的品牌势能且稳步渗透渠道；重庆啤酒收入增速增速回正（+0.4%）；青岛啤酒/珠江啤酒收入转为小幅负增长（-0.2%/-1.3%）。港股百威亚太Q3收入降幅进一步扩大（-7.5%）。

图：啤酒板块25Q3收入增速进一步放缓



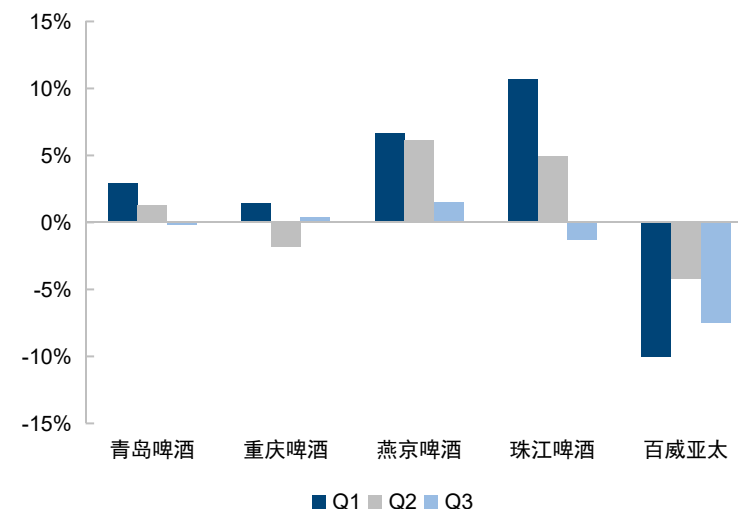
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：25Q3社会消费品零售额增速有所放缓



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要啤酒公司啤酒2025年单季度收入增速变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：此处啤酒板块包含A股7家啤酒公司

# 1、收入端：2025Q3啤酒板块收入降速，行业景气度处于偏低水平

- 销量端，受行业需求疲弱的影响，多数啤酒公司Q3销量增速边际下降，甚至部分公司单季度销量增速由正转负。但从前三季度累计销量数据来看，除百威亚太以外的龙头公司均可实现销量正增长，主要得益于上半年春节假期拉动消费需求，且啤酒龙头在年初低库存基础之上小幅补库存动作。
- 均价端，同样受行业需求疲弱的影响，多数啤酒公司Q3均价增速边际下降，近重庆啤酒Q3均价增速环比由负转正。从产品结构来看，青岛啤酒、重庆啤酒Q3延续产品结构升级，但青岛啤酒适度加大货折导致均价小幅下降；燕京啤酒、珠江啤酒未披露分档次情况，我们预计两家公司在大单品燕京U8、珠江97纯生的带动下，继续实现产品结构升级。

表：主要啤酒公司啤酒销量（万千升）及同比增速

公司	2024Q4		2025Q1		2025Q2		2025Q3		2025M9		Q3增速边际变化
	销量	yoy	销量	yoy	销量	yoy	销量	yoy	销量	yoy	
青岛啤酒	75.3	5.6%	226.1	3.5%	247.1	1.0%	216.2	0.3%	689.4	1.6%	↓
重庆啤酒	31.8	-8.1%	88.4	1.9%	91.7	0.0%	86.7	-0.7%	266.8	0.4%	↓
燕京啤酒	55.7	8.9%	99.5	-	135.7	-	114.4	0.1%	349.5	1.4%	-
珠江啤酒	25.8	2.1%	29.5	11.7%	44.0	1.1%	46.9	-2.9%	120.4	1.8%	↓
百威亚太	136.1	-12.7%	197.4	-6.1%	238.9	-6.2%	225.1	-8.6%	661.4	-7.0%	↓
百威亚太-中国	-	-18.9%	-	-9.2%	-	-7.4%	-	-11.4%	-	-9.3%	↓
华润啤酒	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：主要啤酒公司啤酒销售均价（元/万千升）及同比增速

公司	2024Q4		2025Q1		2025Q2		2025Q3		2025M9		Q3增速边际变化
	均价	yoy	均价	yoy	均价	yoy	均价	yoy	均价	yoy	
青岛啤酒	4,221.2	1.7%	4,619.9	-0.6%	4,065.4	0.3%	4,105.2	-0.5%	4,259.7	-0.2%	↓
重庆啤酒	4,599.1	-5.4%	4,804.1	-0.3%	4,755.3	-1.9%	4,736.8	1.3%	4,765.5	-0.4%	↑
燕京啤酒	3,268.5	-7.0%	3,846.1	-	3,487.4	-	4,262.9	1.4%	3,843.2	3.1%	-
珠江啤酒	3,276.0	0.1%	4,164.2	-0.9%	4,484.1	3.8%	3,995.5	1.6%	4,215.2	1.9%	↓
百威亚太	6,030.9	1.9%	5,312.9	-1.5%	5,019.5	2.4%	4,909.3	0.1%	5,040.9	0.4%	↓
百威亚太-中国	-	-1.4%	-	-3.9%	-	1.1%	-	-4.1%	-	-2.2%	↓
华润啤酒	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

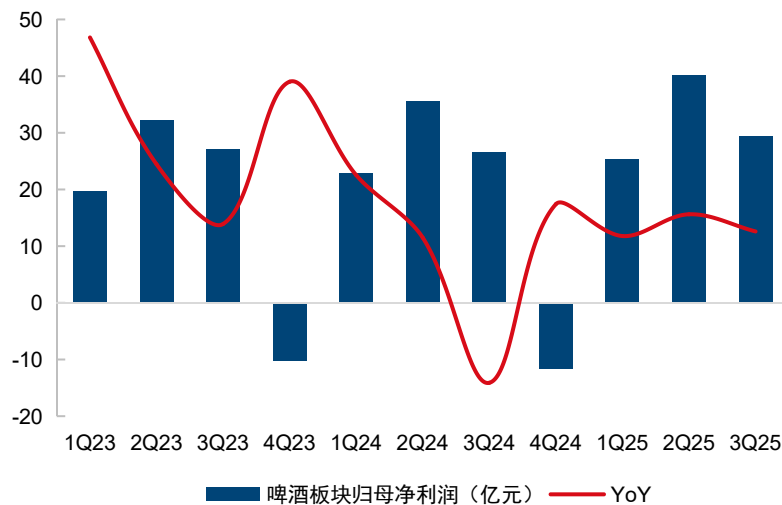
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：此处啤酒板块包含A股7家啤酒公司

## 2、利润端：成本红利延续，企业重视内部效益提升，多数啤酒龙头盈利能力改善

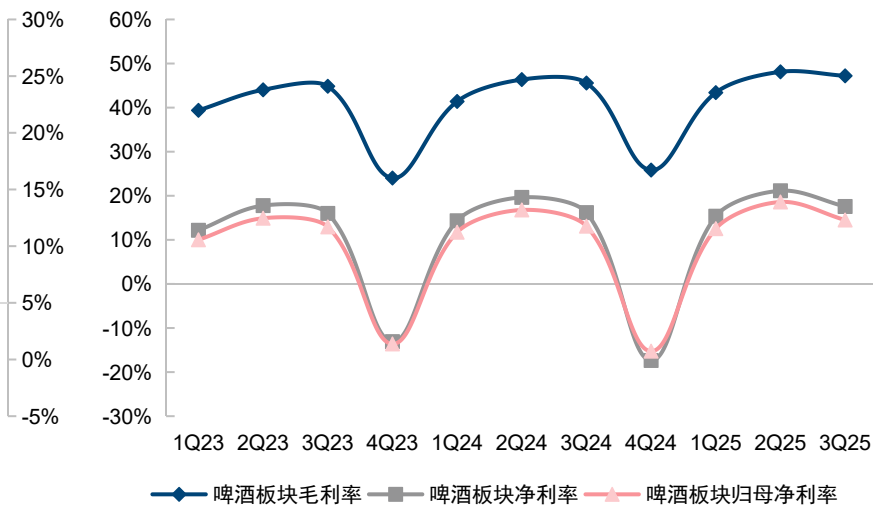
- 2025Q3啤酒板块归母净利润29.5亿元，同比+11.3%，板块归母净利率同比提升1.4pp至14.5%，主要受益于大宗原料价格下行及产品结构整体提升，板块毛利率同比提升1.6pp，费用率较为平稳。
- 个股表现来看，Q3主要啤酒公司毛利率均实现同比提升，其中燕京啤酒提升幅度最大（+2.2pp），主要系产品结构提升程度及供应链能力提升的带动。费用率方面，重庆啤酒Q3适度加大销售费用投放来促进销量增长及推广新品，销售费用率同比+1.9pp，燕京啤酒Q3管理费用率同比-0.9pp，继续展现出内部降本增效举措的成效，其余公司的费用率变化相对较小。

图：啤酒板块单季度归母净利润增速



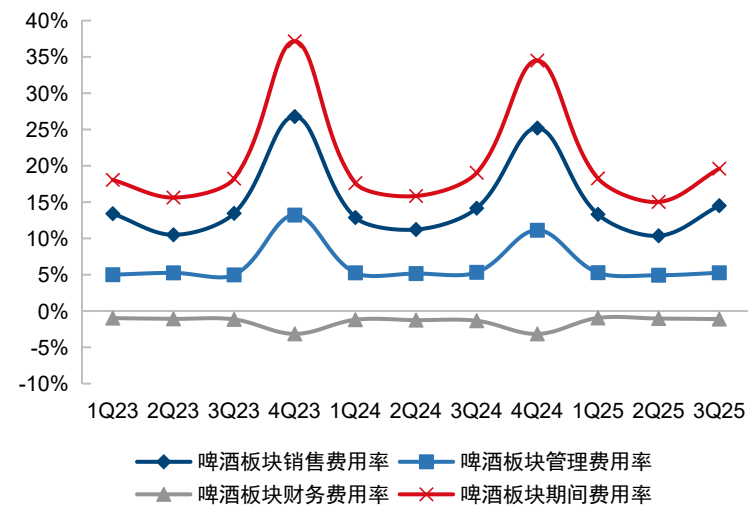
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：啤酒板块单季度盈利水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：啤酒板块单季度费用率水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：此处啤酒板块包含A股7家啤酒公司

## 2、利润端：成本红利延续，企业重视内部效益提升，多数啤酒龙头盈利能力改善

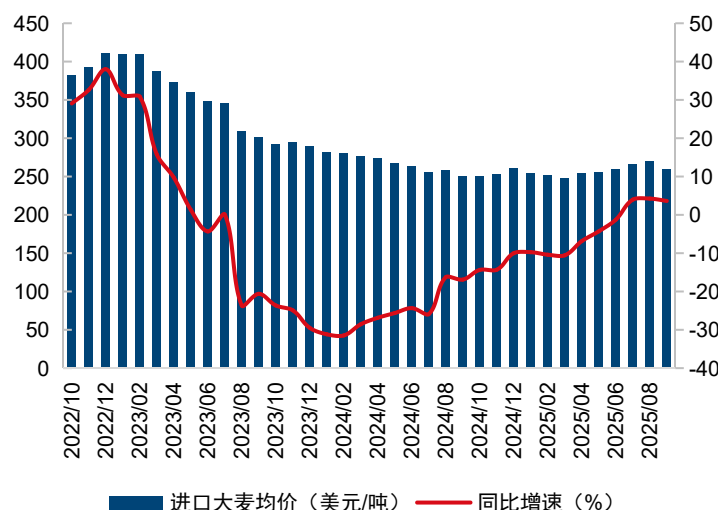
- 2025Q3啤酒板块归母净利润29.5亿元，同比+11.3%，板块归母净利率同比提升1.4pp至14.5%，主要受益于大宗原料价格下行及产品结构整体提升，板块毛利率同比提升1.6pp，费用率较为平稳。
- 个股表现来看，Q3主要啤酒公司毛利率均实现同比提升，其中燕京啤酒提升幅度最大（+2.2pp），主要系产品结构提升程度及供应链能力提升的带动。费用率方面，重庆啤酒Q3适度加大销售费用投放来促进销量增长及推广新品，销售费用率同比+1.9pp，燕京啤酒Q3管理费用率同比-0.9pp，继续展现出内部降本增效举措的成效，其余公司的费用率变化相对较小。

表：啤酒个股25Q3盈利表现

公司	毛利率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy	归母净利率	yoy	归母净利润	yoy	Q3归母利润增速边际变化
青岛啤酒	43.6%	1.4pcts	13.7%	-0.4pcts	3.1%	0.1pcts	15.4%	0.3pcts	13.70	1.6%	↓
重庆啤酒	50.9%	1.7pcts	16.7%	1.9pcts	3.8%	0.5pcts	8.9%	-1.3pcts	3.76	-12.7%	→
燕京啤酒	50.2%	2.2pcts	13.8%	-0.1pcts	10.1%	-0.9pcts	13.7%	2.7pcts	6.68	26.0%	↓
珠江啤酒	50.9%	1.2pcts	15.5%	0.2pcts	6.5%	0.0pcts	17.7%	1.6pcts	3.32	8.2%	↓
百威亚太	51.4%	0.1pcts	-	-	-	-	11.9%	0.2pcts	13.15	-6.7%	↑
华润啤酒	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：进口大麦均价及同比增速（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：啤酒主要包材价格月均值同比（%）

月份	铝材	玻璃	瓦楞纸
2024-10	8.6	-40.4	-9.6
2024-11	9.9	-29.1	-5.9
2024-12	6.5	-30.0	-0.2
2025-01	5.1	-32.2	2.6
2025-02	9.1	-32.2	-0.8
2025-03	8.0	-31.0	-6.5
2025-04	-1.5	-23.1	-7.1
2025-05	-3.2	-23.6	-5.2
2025-06	-0.3	-27.3	-2.7
2025-07	5.0	-20.1	-4.2
2025-08	7.2	-14.0	-1.4
2025-09	5.5	-2.1	5.5
2025-10	1.5	-	11.8

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 投资建议：行业库存良性，静待需求回暖，推荐燕京啤酒等优质啤酒龙头



- **啤酒行业展望：**啤酒龙头紧抓非现饮渠道，产品结构缓步提升，2026年成本红利或将减弱。销量方面，面对需求端复苏缓慢的挑战，2025年啤酒龙头对于销量增长的重视程度有所提升，尤其是对非现饮渠道给予更多的关注，有效抵御现饮渠道衰退的影响。后续随着相关政策影响进一步减弱、整体消费信心逐步复苏，啤酒龙头有望回到销量小幅正增长状态。结构方面，虽然高端化速度放缓，但啤酒行业高质量发展的内核并未改变，本阶段厂家更注重打磨产品以突出品质化、差异化、个性化属性。预计次高档（餐饮渠道价格8-10元）价格带具备较强的增长韧性，位于此价格带的燕京U8、珠江97纯生在渠道扩张的同时加强与消费者的互动，从而保持较强的品牌活力，目前仍然展现出较强的增长势能。成本方面，我们预计明年成本红利减弱，降本增效及产品结构优化助力盈利能力提升。近期进口大麦均价出现小幅正增长，且主要包材价格也同比正增，初步判断2026年成本红利减弱，但部分龙头公司可通过提升内部营运效率，叠加产品结构稳步提升，来实现盈利能力延续提升。
- **投资建议：**目前啤酒行业库存水平良性，主要龙头的估值均已回落至25倍PE以下，我们预计后续啤酒板块对政策发力、需求回暖的感知较快。建议优选个股进行布局，继续推荐大单品快速增长、内部改革持续深化、业绩成长性强的**燕京啤酒**，推荐啤酒业务竞争优势突出、估值逐步修复的**华润啤酒**，偏好低波高股息的资金可继续持有**重庆啤酒**。

表：主要啤酒公司盈利预测表

代码	名称	总市值(百万元)	EPS		PE		营业收入		营业收入同比增速		归母净利润		归母净利润同比增速		分红率	股息率
			2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2025E
600600.SH	青岛啤酒	89,641	3.42	3.65	19.2	18.0	32,606.1	33,245.5	1.5%	2.0%	4,660.0	4,984.3	7.2%	7.0%	75%	3.9%
0291.HK	华润啤酒	80,427	1.82	1.84	13.6	13.5	38,821.2	39,856.0	0.5%	2.7%	5,895.2	5,955.7	24.4%	1.0%	55%	4.0%
600132.SH	重庆啤酒	25,989	2.51	2.61	21.4	20.6	14,731.4	15,033.0	0.6%	2.0%	1,213.4	1,262.1	8.9%	4.0%	100%	4.7%
000729.SZ	燕京啤酒	33,118	0.56	0.66	21.0	17.9	15,372.3	16,224.6	4.8%	5.5%	1,573.9	1,852.5	49.1%	17.7%	50%	2.4%
002461.SZ	珠江啤酒	20,761	0.43	0.49	21.6	19.1	5,979.0	6,314.2	4.3%	5.6%	959.9	1,089.1	18.5%	13.5%	45%	2.1%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：以2025/10/31日收盘价计

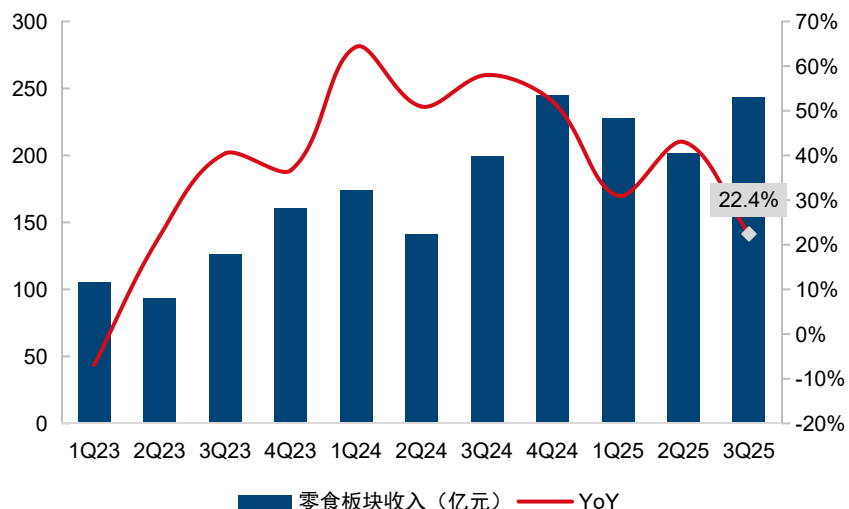
04

零食：渠道红利有所减弱，个股业绩表现延续分化

# 1、收入端：2025Q3零食板块收入降速，渠道红利有所减弱

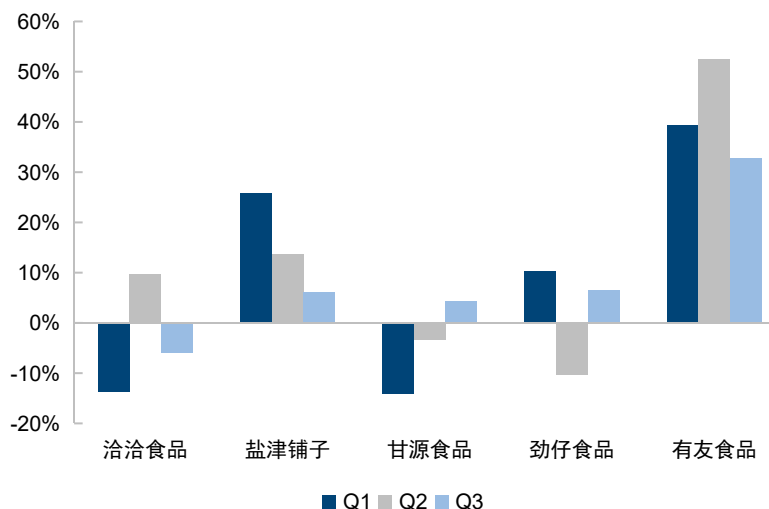
■ 2025Q3零食板块收入243.8亿元，同比+22.4%，环比增速继续放缓。剔除万辰集团后，Q3零食板块收入104.0亿元，同比+1.8%，同样环比增速放缓，体量居前的零食公司三只松鼠、洽洽食品、盐津铺子Q3收入均环比降速，反映零食企业在新兴渠道的渗透率提升之后，渠道红利持续减弱。万辰集团Q3收入增速44.2%仍在较高水平，但环比降速，主因去年下半年门店数量基数走高。

图：零食板块25Q3收入增速有所放缓



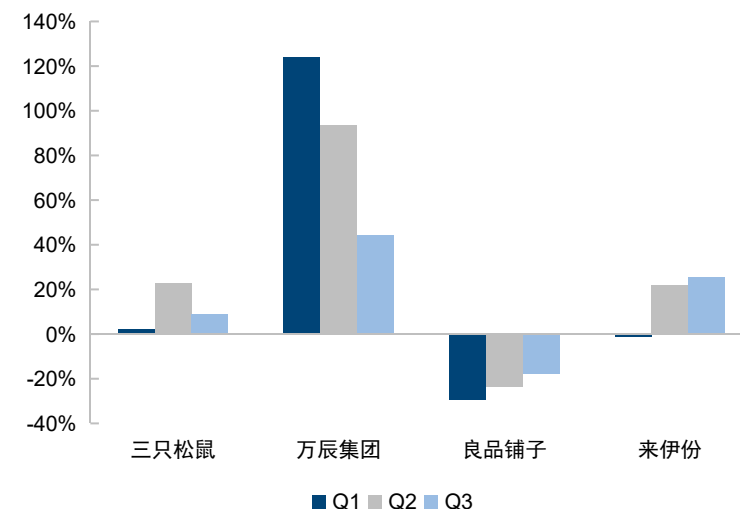
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要制造型零食公司2025年单季度收入增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要渠道型零食公司2025年单季度收入增速

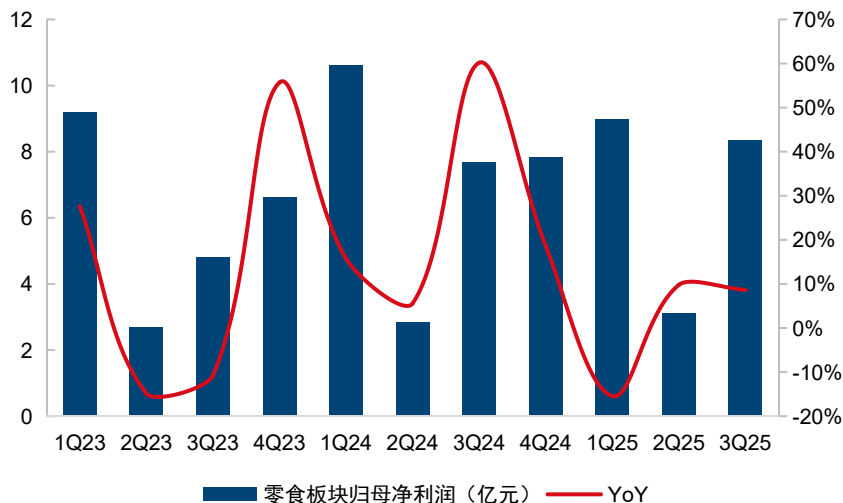


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2、利润端：个股盈利表现分化明显，主要与品类成本、费用策略及规模效益有关

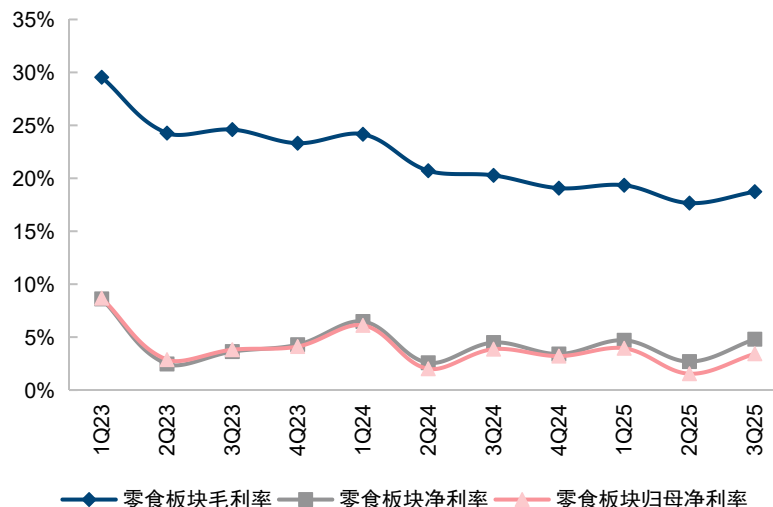
- 2025Q3零食板块归母净利润8.4亿元，同比+8.6%，板块归母净利率同比下滑0.4pp至3.4%。剔除万辰集团后，板块Q3归母净利润4.5亿元，同比-34.1%，环比降幅收窄，板块归母净利率同比下滑2.4pp至4.3%。
- 个股盈利表现分化较大：1) 洽洽食品受原材料价格上涨影响，毛利率同比-8.6pp，且销售费用率同比有一定程度的提升，导致盈利能力下滑明显；2) 盐津铺子受益于聚焦核心大单品、主动收缩低效费用投放，归母净利率同比+3.2pp；3) 甘源食品因推广新品、开拓海外业务，销售费用率提升较多，导致盈利能力下滑；4) 万辰集团净利率同比提升1.9pp至2.7%，反映规模效益仍在快速释放。

图：零食板块单季度归母净利润增速



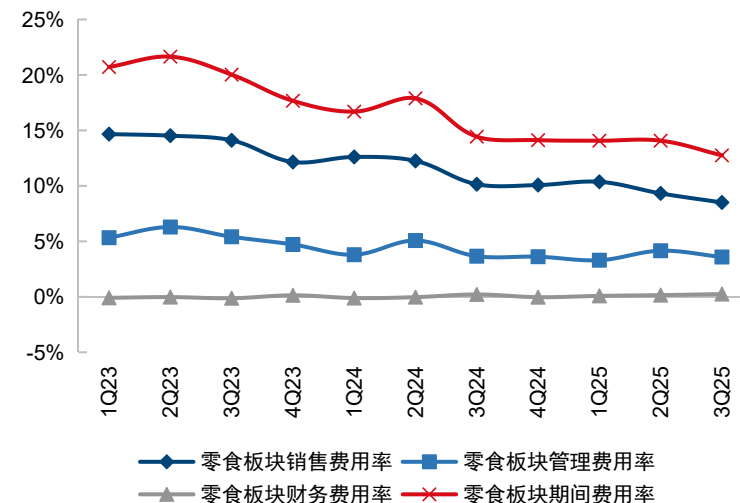
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：零食板块单季度盈利水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：零食板块单季度费用率水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：此处啤酒板块包含A股7家啤酒公司

## 2、利润端：个股盈利表现分化明显，主要与品类成本、费用策略及规模效益有关

- 2025Q3零食板块归母净利润8.4亿元，同比+8.6%，板块归母净利率同比下滑0.4pp至3.4%。剔除万辰集团后，板块Q3归母净利润4.5亿元，同比-34.1%，环比降幅收窄，板块归母净利率同比下滑2.4pp至4.3%。
- 个股盈利表现分化较大：1) 洽洽食品受原材料价格上涨影响，毛利率同比-8.6pp，且销售费用率同比有一定程度的提升，导致盈利能力下滑明显；2) 盐津铺子受益于聚焦核心大单品、主动收缩低效费用投放，归母净利率同比+3.2pp；3) 甘源食品因推广新品、开拓海外业务，销售费用率提升较多，导致盈利能力下滑；4) 万辰集团净利率同比提升1.9pp至2.7%，反映规模效益仍在快速释放。

表：零食个股25Q3盈利表现

公司	毛利率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy	归母净利率	yoy	归母净利润	yoy	Q3归母利润增速边际变化
洽洽食品	24.5%	-8.6pcts	10.1%	2.3pcts	4.5%	0.6pcts	4.5%	-11.0pcts	0.79	-72.6%	↑
盐津铺子	31.6%	1.0pcts	8.6%	-3.5pcts	3.3%	0.1pcts	15.6%	3.2pcts	2.32	33.5%	↑
甘源食品	37.1%	0.4pcts	17.3%	5.9pcts	3.7%	0.0pcts	13.9%	-5.8pcts	0.82	-26.3%	↑
劲仔食品	28.9%	-1.1pcts	13.8%	1.6pcts	3.8%	0.4pcts	8.9%	-2.2pcts	0.61	-14.8%	↑
有友食品	26.9%	-2.0pcts	8.3%	-1.0pcts	2.7%	-0.5pcts	13.8%	1.2pcts	0.65	44.8%	↓
三只松鼠	25.7%	1.3pcts	21.3%	2.2pcts	3.2%	0.7pcts	1.0%	-1.5pcts	0.22	-56.8%	↑
万辰集团	12.1%	1.8pcts	2.7%	-1.5pcts	2.7%	0.0pcts	2.7%	1.9pcts	3.83	361.2%	↓
良品铺子	26.1%	-1.8pcts	23.7%	0.8pcts	4.2%	0.2pcts	-2.2%	-1.9pcts	-0.29	-539.2%	↓
来伊份	29.4%	-10.0pcts	24.8%	-6.3pcts	12.3%	-3.9pcts	-8.2%	-0.3pcts	-0.75	-29.7%	↑
卫龙美味	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：部分零食原材料价格月均值同比（%）

月份	葵花子	进口去壳腰果	大豆	面粉	进口燕麦	白砂糖	棕榈油
2024-10	-4.7	4.4	-16.1	-6.5	-16.7	0.0	26.5
2024-11	2.2	11.9	-19.3	-6.7	26.0	-11.5	34.7
2024-12	4.9	4.9	-19.1	-6.8	77.2	-4.8	41.5
2025-01	3.7	7.8	-14.4	-8.2	1.6	-7.4	33.9
2025-02	-0.5	-3.5	-10.1	-8.1	22.2	-7.3	34.4
2025-03	-6.8	30.6	-8.8	-8.1	179.2	-6.2	18.4
2025-04	-9.1	20.6	-7.2	-6.9	292.5	-6.2	11.5
2025-05	-4.3	27.9	-6.7	-1.9	42.2	-5.4	8.8
2025-06	0.0	17.3	-3.5	-2.0	-19.0	-6.1	10.8
2025-07	-1.3	23.0	-2.4	-1.4	47.4	-5.3	11.7
2025-08	-4.0	13.5	0.3	-0.5	116.8	-5.2	18.5
2025-09	-0.8	-0.5	-0.4	0.8	92.7	-4.6	13.1
2025-10	-3.6	-	-	0.3	-	-10.5	-0.2

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 投资建议：优选确定性强的alpha型个股，重点关注魔芋零食品类红利的渗透



■ 随着量贩零食行业开店速度放缓，零食行业进入从渠道驱动为主，变为品类驱动为主、渠道为辅的增长模式，个股之间分化加剧，当前行业环境更加考验零食品牌方的产品突围能力及全渠道渗透能力。目前，魔芋零食的品类红利依然突出，两家龙头卫龙美味、盐津铺子的竞争优势突出，成长确定性强，我们维持重点推荐。

- **卫龙美味**：年初以来公司加强蔬菜制品的铺市、优化终端陈列、推出麻酱素毛肚新品，2025H1魔芋收入增速继续超40%。在魔芋赛道，卫龙已具备较为显著的品牌优势，公司不断推新打开魔芋品类天花板，7月与山姆合作上新牛肝菌魔芋。后续随着公司魔芋制品继续加强渠道渗透和产品创新，预计魔芋品类还将持续兑现高增速。短期看新品铺市、新渠道（山姆、海外）突破的催化，中长期看公司通过产品创新不断抬升魔芋品类天花板、打造新增长曲线。
- **盐津铺子**：公司前期重点培育大魔王品类品牌，目前品牌影响力持续提升，并赋能线下定量流通渠道快速扩张，2025H1魔芋收入增速155%，收入占比提升至27%。公司仍在不断培育新口味的魔芋产品，增强收入成长动能。短期看魔芋产品渗透的高成长性，中长期看更多品类品牌培育成功。

表：主要零食公司盈利预测表

代码	名称	总市值（百万元）	EPS		PE		营业收入		营业收入同比增速		归母净利润		归母净利润同比增速		分红率	股息率
			2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2025E
002847.SZ	盐津铺子	20,011	3.04	3.74	24.1	19.6	6,014.5	7,000.3	13.4%	16.4%	829.9	1,021.1	29.7%	23.0%	70%	2.9%
9985.HK	卫龙美味	26,986	0.61	0.74	18.3	15.0	7,526.7	9,063.0	20.1%	20.4%	1,472.4	1,799.4	37.7%	22.2%	75%	4.1%
002557.SZ	洽洽食品	11,164	0.72	1.18	30.5	18.6	6,967.0	7,275.7	-2.3%	4.4%	366.1	598.9	-56.9%	63.6%	70%	2.3%
002991.SZ	甘源食品	5,292	2.67	3.50	21.3	16.2	2,239.1	2,525.1	-0.8%	12.8%	248.6	325.8	-33.9%	31.0%	70%	3.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：以2025/10/31日收盘价计

05

饮料：景气延续旺季加速，推荐农夫、东鹏

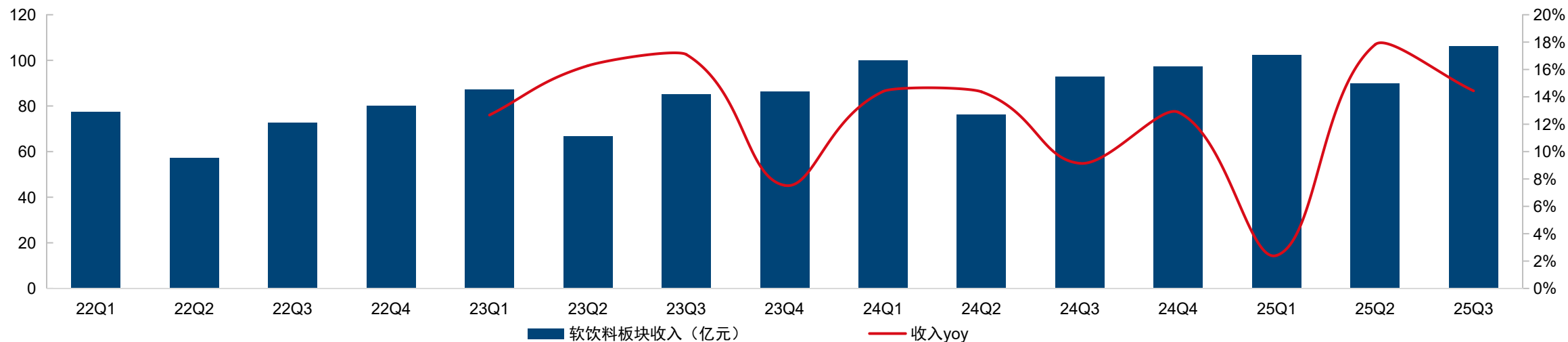
# 软饮料：功能化/健康化趋势明显，中大包装产品受青睐

饮料整体需求韧性强，功能化/健康化品类趋势明显，中大包装产品常见。受益于中低速增长阶段的“口红效应”，软饮料整体需求相对有韧性，25Q1/Q2/Q3板块收入分别为102.2/89.8/106.2亿，同比+2.4%/+17.8%/14.4%，**增长韧性凸显**。

- 细分品类看，健康化的包装水、无糖茶、养生水；功能性的咖啡、电解质水、能量饮料更景气，果汁/碳酸饮料增速放慢。
- 细分规格看，中大包装产品表现更好，继大包装水之后，含糖茶、无糖茶、电解质水等相继跟进900-1000ml产品，满足餐饮、大即饮及家庭购物需求，契合“囤货”、“性价比”的消费心智，对部分“水替”品类，中大包装已成为基本盘。

行业挤压式扩容明显，龙头强者恒强。受春节前置及基数影响乳饮料同比增长压力较大，2025年一季度板块收入表现平淡；步入旺季后，饮料龙头积极把握消费趋势，通过冰冻化陈列、数字化建设（扫码红包等形式）等进一步抢占市场，中大包装及口感延伸消费场景，即便今年雨水天气较多，依然带动饮料板块旺季高增。但格局上行业分化加剧，龙头强者恒强。

图：软饮料单季度收入及变化，25Q2重回高增



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 大品类强者恒强，成长性品类亦分化明显，推新难度加大



国信证券  
GUOSEN SECURITIES

证券简称	2022	同比增速%	2023	同比增速%	2024	同比增速%	2025H1	同比增速%	2025Q3	同比增速%
<b>农夫山泉</b>										
包装饮用水	182.63	7.06	202.62	10.95	159.52	-21.27	94.43	10.69		
茶饮料	69.06	50.82	126.59	83.3	167.45	32.28	100.89	19.68		
功能饮料	38.38	3.87	49.02	27.72	49.32	0.61	28.98	13.62		
果汁饮料	28.79	10.14	35.33	22.72	40.85	15.62	25.64	21.28		
<b>康师傅</b>										
茶	190.35	5.81	200.59	5.38	217	8.18	106.7	-6.34		
水	48.97	7.67	53.75	9.76	50.13	-6.73	23.77	-6.05		
果汁	68.43	18.56	71.5	4.49	64.78	-9.4	29.56	-13.01		
碳酸饮料	175.61	6.48	183.55	4.52	184.3	0.41	103.56	6.27		
面	296.34	4.17	287.93	-2.84	284.14	-1.32	134.65	-2.53		
<b>统一</b>										
茶饮料	69.57	10.92	75.8	8.95	85.75	13.13	50.68	9.1		
奶茶	60.05	4.56	63.05	4.99	64.04	1.56	33.98	3.5		
果汁	30.05	35.37	34.04	13.3	36.05	5.89	18.21	1.7		
食品	110.09	15.59	98.47	-10.56	99.98	1.54	53.82	8.8		
<b>东鹏</b>										
能量饮料	81.72	23.98	103.36	26.48	133.04	28.72	83.61	21.92	42.03	15.08
电解质饮料					14.95		14.93	150	13.54	84.18
<b>欢乐家</b>										
饮料	9.35	-0.42	11.43	22.21	11.05	-3.31	4.17	-22.14		
罐头产品	6.48	23.52	7.58	16.92	6.65	-12.26	2.89	-24		
<b>承德露露</b>										
核桃露	0.48	-2.53	0.87	81.25	0.85	-2.29	0.38	-4.37		
杏仁露及其他	26.42	6.88	28.62	8.32	31.88	11.38	0.08	-21.97		
<b>李子园</b>										
含乳饮料	13.59	-4.82	13.81	1.62	13.54	-1.92	5.83	-11.19	3.04	-16.84
乳味风味饮料	0.2	-2.18	0.08	-56.7	0.11	31	0.05	98.18	0.46	178.39
<b>香飘飘</b>										
快饮即饮类	6.38	-0.69	9.01	41.16	9.73	8	5.91	8.03	2.42	-4.93
冲泡类	24.55	-11.55	26.86	9.37	22.71	-15.42	4.23	-31.04	3.98	-19.68
<b>养元饮品</b>										
核桃乳	56.45	-15.82	57.08	1.11	53.73	-5.86		中高单下滑		个位数增长
功能性饮料	2.66	37.54	4.48	68.24	6.49	45.02		双位数下滑		双位数增长
<b>华润饮料</b>										
包装水	119.06	10.06	124.47	4.54	121.24	-2.59	52.51	-23.1		
饮料	48.97	5.68	10.68	48.97	13.97	30.8	9.55	21.35		
<b>中国食品</b>										
汽水	158.75	5.47	159.73	0.62	163.73	2.5	93.85	9.4		
果汁	30.02	20.07	33.86	12.8	31.34	-7.46	16.75	0.82		

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 费率主导业绩分化，挤压式扩容背景下，延续推荐东鹏农夫

**成本红利依然明显，费率主导下盈利分化，冰柜成为各家必争之地，节奏差异带来盈利季度波动。行业延续24Q2以来的分化趋势。**

费率端规模效应主导，饮料企业最终盈利分化明显。今年旺季行业普遍加大费投，东鹏Q2增加冰柜投放叠加新品放量，25Q1/Q2/Q3净利率分别+1.1/-0.6/+1.8pcts，养元受益于成本红利及费投节约Q3净利率同比+10.6pcts，康师傅/统一则在提价&减促下25H1盈利同比+1.3/1.4pcts，农夫受益于成本红利及包装水/无糖茶规模效应，最终盈利+2.9pcts。而中小饮料在加大费投下盈利依然承压，露露/李子园/欢乐家/香飘飘25Q3净利率分别-2.0/-1.5/-3.1/-5.0pcts。

**挤压式扩容背景下，延续推荐今年包装水份额修复、饮料全品项双位数增长的农夫山泉以及特饮稳增、第二曲线接力的东鹏饮料。**

图：软饮料细分企业分季度毛利率、费用率及净利率同比情况

	毛利率yoy						销售费用率yoy						管理费用率yoy						净利率yoy					
	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
东鹏饮料	3.30%	4.30%	-1.00%	1.70%	-0.30%	-0.60%	-1.60%	0.30%	-1.50%	-0.40%	0.50%	-2.61%	-0.70%	-0.60%	-0.60%	-0.50%	0.30%	0.43%	3.70%	3.60%	4.20%	1.10%	-0.60%	1.83%
养元饮品	6.40%	-0.20%	-0.30%	-1.00%	-2.40%	-2.77%	7.30%	3.30%	-3.30%	1.70%	3.00%	-5.97%	0.70%	0.60%	-1.60%	0.20%	-0.60%	0.49%	1.00%	-8.40%	15.70%	-3.40%	-7.30%	10.57%
承德露露	-1.30%	3.20%	2.10%	4.40%	4.40%	4.05%	10.30%	4.40%	-0.20%	2.10%	7.10%	4.83%	1.30%	1.20%	0.90%	0.50%	-0.20%	0.44%	-9.90%	0.10%	0.70%	1.40%	-0.30%	-2.02%
李子园	1.50%	5.20%	4.50%	4.60%	-1.60%	-2.49%	10.80%	2.80%	-3.70%	-0.10%	0.90%	0.29%	1.80%	1.00%	0.70%	0.10%	1.20%	1.43%	-10.10%	1.30%	5.00%	3.60%	-1.10%	-1.45%
欢乐家	-5.80%	-8.30%	-7.70%	-7.30%	-5.10%	-1.93%	7.00%	3.40%	0.50%	0.10%	-3.10%	-0.77%	0.30%	1.20%	1.70%	1.50%	2.60%	1.34%	-11.20%	-11.40%	-4.30%	-7.30%	-5.30%	-3.06%
香飘飘	2.10%	2.40%	-0.20%	-2.40%	1.30%	-2.37%	-1.70%	0.20%	-0.50%	2.80%	2.90%	-0.09%	1.20%	1.00%	0.00%	1.80%	-1.90%	2.75%	-1.90%	0.30%	0.60%	-6.70%	-5.20%	-4.99%
统一企业中国	2.70%		2.10%		0.50%		0.50%		0.30%		-0.90%		-0.10%		-0.10%		-0.20%		0.40%		0.30%		1.40%	
农夫山泉	-1.40%		-1.50%		1.50%		-0.60%		-0.20%		-1.90%		-0.60%		-0.50%		0.20%		-0.20%		0.10%		2.90%	
华润饮料			2.70%		-2.60%				-0.20%		2.90%				0.00%		0.40%				2.40%		-1.90%	
中国食品			6.60%		3.50%				5.60%		3.80%				-0.10%		-0.20%				0.40%		-0.60%	
康师傅控股	2.10%		2.70%		1.80%		0.30%		0.20%		0.80%		0.20%		0.30%		0.20%		0.80%		1.00%		1.30%	

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理（康师傅/统一/农夫为半年度财务数据）

图：PET、白砂糖等软饮主要原材料价格25Q3延续下行

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
PET	7057	6876	7052	7038	6771	6212	6202	5888	5943
yoy	-18.7%	-4.7%	-2.4%	-3.6%	-4.0%	-9.7%	-12.1%	-16.3%	-12.2%
白砂糖	7280	6889	6542	6517	6370	6174	6023	6104	5983
yoy	26.2%	21.3%	11.2%	-5.9%	-12.5%	-10.4%	-7.9%	-6.3%	-6.1%
PP	7508	7536	7369	7585	7549	7461	7320	7140	7024
yoy	-7.1%	-3.9%	-5.6%	3.5%	0.6%	-1.0%	-0.7%	-5.9%	-7.0%
瓦楞纸	3322	3492	3437	3339	3244	3342	3381	3162	3202
yoy	-18.8%	-13.4%	-8.1%	-5.4%	-2.3%	-4.3%	-1.6%	-5.3%	-1.3%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

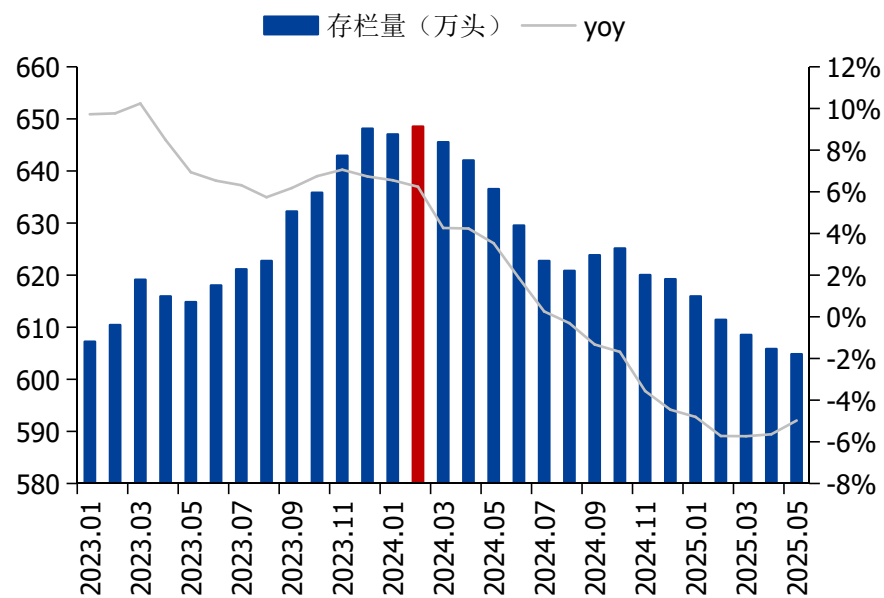
06

乳制品：Q3去化边际放慢，需求缓慢修复，推荐伊利

## 上游：存栏缓慢去化中，减牛不减产特征明显，Q3旺季价格短暂企稳

- 上游存栏缓慢去化中，Q3价格短暂企稳。根据奶业协会及农业农村部数据，24年初奶牛存栏量已见顶，24年8月起同比增速转负，25年1-4月行业保持近3万头以上去化速度，5月开始去化速度阶段性放缓（牛肉价格降幅环比平稳，饲料成本），二季度去化不足，低于预期；7月单月去化5.5万头，8/9月去化回落1.2/1.1w头。
- 展望2026年，小牧业集团在青贮收储资金压力之下，仍会加速去化。叠加奶牛单产水平持续提升、成母牛占比提升，1-5月行业原奶供给量同比+1.7%。同时国内奶价仍在下行。但散奶价格同比有所回升，从24Q2散奶1元/kg回升至25Q3的3.5-3.7元/kg，印证供需缺口边际好转。

图：奶牛存栏量见顶回落，存栏缓慢去化中



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

图：国内奶价仍在下行区间

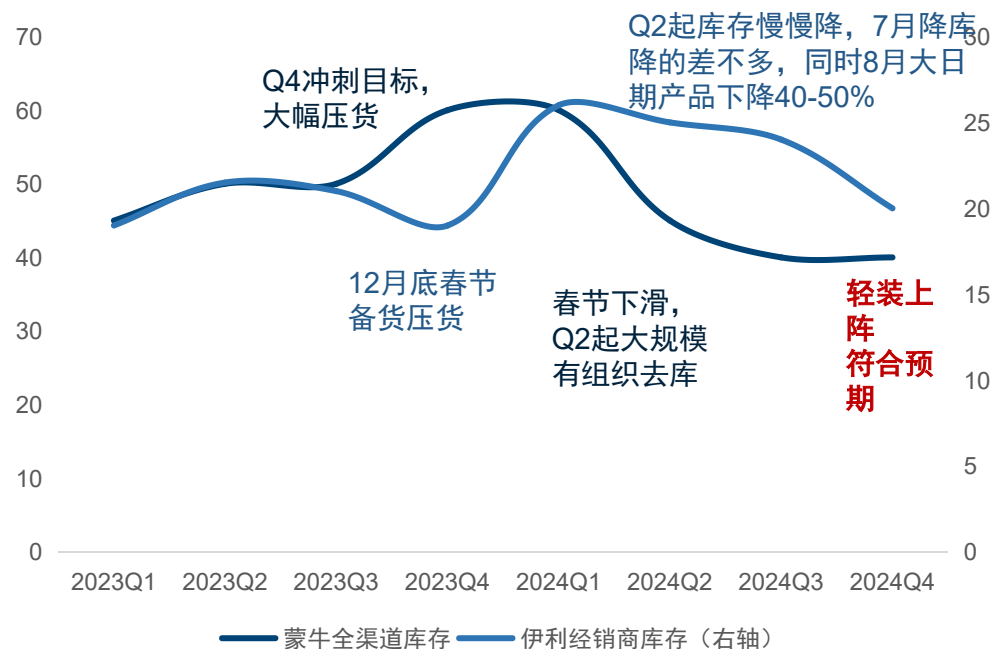


资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

## 下游：乳企去库调整到位，但需求仍在弱修复过程中

- 伊利蒙牛24年春节后主动调整销售节奏，渠道控货以恢复产品新鲜度、改善经销商盈利能力。
- 国家统计局口径下，25年1-7月乳制品产量同比-1%，尼尔森口径下行业终端动销同比个位数下滑。当前乳企去库之后，受消费力承压高质价比产品推出，预计单价降幅收窄但同比仍有压力，销量维度略有下滑。预计短期购买力受损，需求仍在弱恢复中。
- 乳品交易成本阶段基本过去，上游缓慢去化，需求渐进复苏，生育补贴、学生奶、牛奶券等潜在利好政策有望刺激牛奶消费提升，预计25H2行业降幅有望边际收窄。其中低温表现好于常温，结构性机会明确。

图：蒙牛伊利库存情况，今年春节库存低位轻装上阵



资料来源：公司年报，草根调研，国信证券经济研究所整理

图：伊利25Q2奶粉延续高增，液奶环比改善。

液奶增速				
	25Q1	25Q2	25H1	25Q3
伊利	-3.10%	-0.80%	-2.10%	-8.8%
蒙牛			-11.20%	预计-10%
新乳业			4.60%	+4.4%
奶粉增速				
	25Q1	25Q2	25H1	25Q3
伊利	18.60%	9.70%	14.30%	12.65%
飞鹤			-9%	-
蒙牛			2.50%	-
H&H			9.60%	-

资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

# 成本红利收窄，但减值缺口缩小，推荐伊利股份



- 三季度季节性的供需平衡背景下，生鲜乳价格基本平稳，乳企成本红利收窄，但受益于减值缺口收窄（伊利）、产品结构升级（新乳业）、奶酪成本国产替代（妙可蓝多），头部乳企盈利基本有所提升。
- 量价维度看，液奶伊利、蒙牛、新乳业普遍反馈asp仍有承压，行业低价竞争延续；而量的维度液奶行业下滑中低单。

**推荐伊利股份：**估值低位基本面边际改善，分红额努力争取逐年提升。24Q3起公司盈利持续提升，液奶/奶粉/冷饮均实现优于行业增长，竞争壁垒凸显，优于其他液奶、奶粉龙头，经营优势持续强化。当前对应25/26/27年pe15/14/13X，公司70%分红率是底线，25年三季报首次中期分红，25年公司业绩弹性优秀，明后年盈利提升仍可期待，当前位置配置价值凸显。

图：乳制品各企业分季度财务指标对比

	毛利率yoy						销售费用率yoy						管理费用率yoy						净利率yoy					
	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
伊利	1.06%	2.48%	-0.69%	1.88%	0.61%	-1.09%	2.51%	1.09%	-0.61%	-1.52%	-0.68%	-0.73%	-0.44%	-0.31%	-0.22%	-0.56%	0.45%	0.57%	-2.32%	1.62%	-12.31%	-3.33%	2.00%	2.00%
新乳业	0.29%	2.40%	0.74%	0.12%	1.40%	-0.39%	-0.60%	1.30%	-1.23%	-0.07%	0.69%	-0.19%	-0.44%	-0.17%	-2.83%	-1.48%	-0.88%	-1.12%	1.07%	1.52%	0.84%	1.68%	1.67%	1.67%
妙可蓝多	2.70%	-3.19%	1.47%	-1.60%	-5.83%	5.73%	-4.02%	-5.02%	-2.48%	-5.60%	-5.11%	2.37%	-0.19%	-0.50%	8.58%	-0.55%	0.43%	1.23%	2.63%	-0.03%	-0.75%	2.33%	0.14%	0.14%
三元	2.19%	-0.98%	-1.71%	0.55%	-1.86%	-2.06%	0.89%	2.82%	3.14%	0.89%	0.74%	-4.68%	0.90%	1.77%	-1.50%	1.43%	-1.04%	-0.28%	-4.89%	-2.73%	-4.70%	1.32%	2.11%	2.11%
燕塘	-1.52%	-2.18%	2.18%	-0.12%	0.20%	-1.40%	1.09%	1.48%	0.47%	0.77%	1.93%	-0.30%	0.56%	0.51%	-0.63%	0.86%	0.55%	0.54%	-4.54%	-3.03%	-2.85%	-1.72%	-2.33%	-2.33%
优然牧业	1.45%		-1.12%		-1.36%		-0.29%		-0.05%		-0.08%		-0.25%		-0.04%		0.18%		9.06%		-1.76%		2.24%	
现代牧业	1.12%		-0.31%		-0.41%		0.73%		0.37%		0.18%		-0.12%		-0.98%		-0.01%		-6.51%		-17.99%		-12.97%	
蒙牛	1.86%		3.07%		1.48%		1.18%		-0.10%		-0.45%		0.07%		-0.19%		0.34%		-0.32%		-9.09%		-0.49%	
飞鹤	2.56%		0.54%		-6.30%		-0.52%		1.06%		-0.33%		-0.46%		-1.41%		1.14%		2.31%		-0.71%		-7.65%	

资料来源：Wind，各公司交流，国信证券经济研究所整理  
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

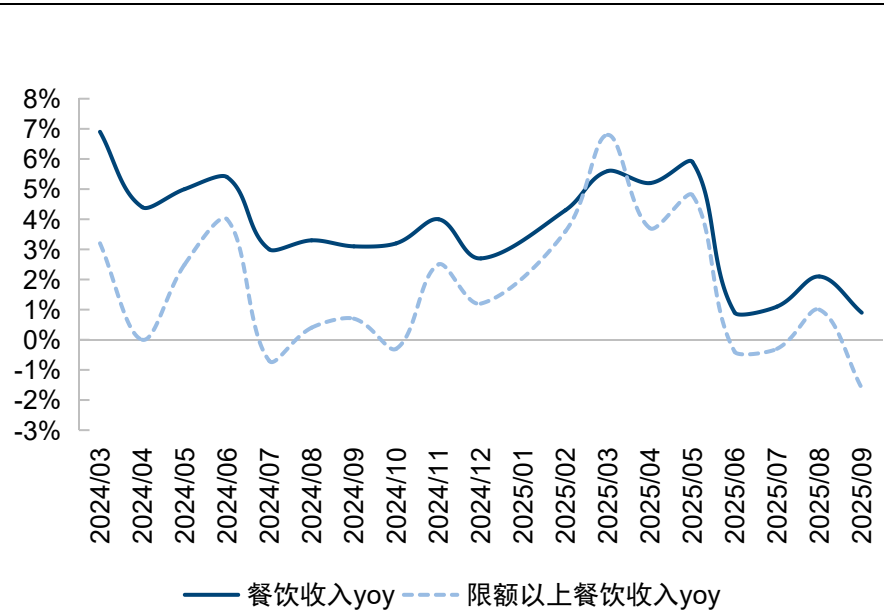
07

餐饮供应链：基本面筑底，关注块向上弹性

# 收入：淡季下游需求疲弱，行业平稳过渡

收入：受到餐饮场景收缩影响，行业淡季表现疲弱。根据国家统计局数据，2025年1-9月社会消费品零售总额中餐饮收入的月度增速平均约为3.3%，其中限额以上餐饮企业收入平均增速约为2.2%，整体表现较为平淡，且大型餐饮企业对整体增速形成拖累。进入6月后，受消费场景受限的影响，增速放缓更为明显。2025Q1-Q3调味品板块和速冻食品板块收入分别实现703/310亿元，同比增长2.2%/1.2%；其中2025Q3收入分别为227/100亿元，同比增长1.3%/2.5%。淡季期间收入增速总体平稳，但仍显乏力，主要原因包括：（1）三季度为行业淡季，阶段性收入占全年比重通常较低；（2）餐饮消费场景受外部环境波动影响，自二季度以来持续承压；（3）终端消费需求尚未完全恢复，整体消费力仍不够充足。

图：2025Q3餐饮行业表现疲软



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：餐饮供应链板块公司2025年以来收入表现

证券简称	2025Q1-Q3		2025Q1		2025Q2		2025Q3	
	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy
海天味业	216.28	6.0%	83.15	8.1%	69.15	7.0%	69.15	7.0%
恒顺醋业	16.28	6.3%	6.26	36.0%	4.99	-8.2%	4.99	-8.2%
千禾味业	19.87	-13.2%	8.31	-7.1%	4.87	-29.9%	4.87	-29.9%
涪陵榨菜	19.99	1.8%	7.13	-4.8%	6.00	7.6%	6.00	7.6%
安琪酵母	117.86	8.0%	37.94	8.9%	41.05	11.2%	41.05	11.2%
天味食品	24.11	2.0%	6.42	-24.8%	7.49	21.9%	7.49	21.9%
宝立食品	21.33	10.5%	6.69	7.2%	7.11	9.5%	7.11	9.5%
日辰股份	3.44	15.7%	1.01	10.5%	1.02	6.8%	1.02	6.8%
安井食品	113.71	2.7%	36.00	-4.1%	40.05	5.7%	40.05	5.7%
千味央厨	13.78	1.0%	4.70	1.5%	4.15	-3.1%	4.15	-3.1%
三全食品	50.00	-2.4%	22.18	-1.6%	13.50	-4.4%	13.50	-4.4%
立高食品	31.45	15.7%	10.46	14.1%	10.24	18.4%	10.24	18.4%
巴比食品	13.56	12.1%	3.70	4.5%	4.65	13.5%	4.65	13.5%
味知香	5.31	3.9%	1.73	4.2%	1.70	5.2%	1.70	5.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 毛利：成本端价格平稳，调味品毛利率延续改善

调味品毛利率改善，速冻食品毛利率降幅收窄。2025Q1-Q3调味品/速冻食品毛利率32.0%/22.6%，同比+2.4/-1.6pcts，其中2025Q3调味品/速冻食品毛利率30.5%/21.3%，同比+1.6/-0.2pcts。从成本端看，2025年以来除棕榈油外主要原材料价格多数处于同比低位，调味品板块得益于头部企业持续推行降本增效，且成本端红利依然存在，毛利率实现同比显著提升。另一方面，今年以来速冻食品板块在B端与C端均面临行业需求疲软带来的竞争加剧，同时消费降级趋势下低价产品更受青睐，导致产品均价有所下行，对毛利率形成一定压力；从三季度数据观察，速冻板块毛利率降幅已呈现收窄态势，反映企业积极控制低价竞争，行业内的激烈竞争格局或趋于稳定。

图：2025年以来原材料价格分化

	棕榈油	白鲢鱼	豆粕	猪肉	面粉	豆油	大豆	白糖
1月	32%	9%	-22%	14%	-3%	-2%	-19%	-7%
2月	32%	10%	-8%	7%	-3%	-2%	-17%	-8%
3月	17%	6%	-3%	6%	-2%	-2%	-14%	-7%
4月	10%	2%	-4%	4%	-2%	-2%	-11%	-8%
5月	8%	1%	-5%	2%	-2%	-2%	-11%	-8%
6月	11%	-1%	-9%	-11%	-2%	-1%	-10%	-9%
7月	11%	0%	-8%	-13%	-1%	-1%	-12%	-8%
8月	17%	0%	-3%	-20%	-1%	-1%	-11%	-8%
9月	14%	-2%	-3%	-22%	-2%	-1%	-8%	-8%
10月	0%	-1%	-3%	-21%	-2%	0%	-2%	-11%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：2025Q3调味品毛利率有所改善，速冻食品毛利率主要受到价格端冲击

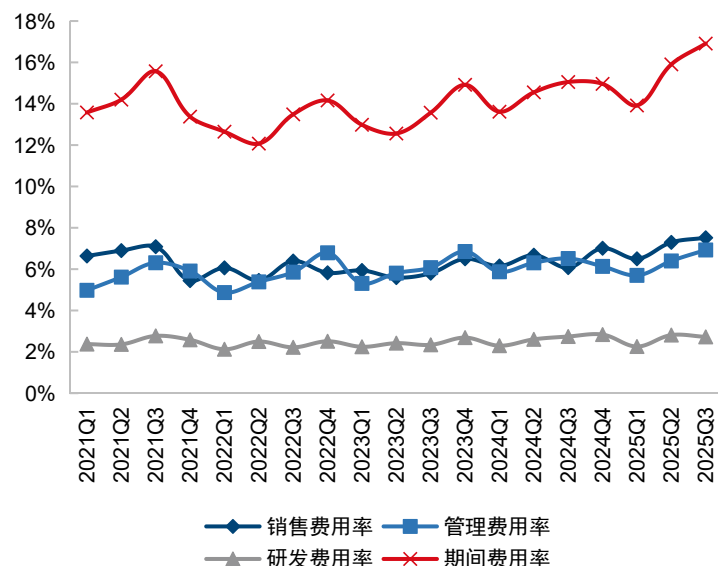
证券简称	2025Q1-Q3	2025Q1	yoy	2025Q2	yoy	2025Q3	yoy
海天味业	40.0%	40.0%	2.7pcts	40.2%	3.9pcts	39.6%	3.0pcts
恒顺醋业	37.3%	35.5%	-5.9pcts	42.1%	9.6pcts	34.7%	-0.9pcts
千禾味业	37.4%	38.9%	2.9pcts	32.6%	-2.5pcts	39.0%	1.5pcts
涪陵榨菜	53.7%	56.0%	3.8pcts	52.0%	2.8pcts	52.9%	-3.2pcts
安琪酵母	25.5%	26.0%	1.3pcts	26.2%	2.3pcts	24.4%	3.1pcts
天味食品	39.4%	40.7%	-3.3pcts	37.0%	3.6pcts	40.5%	1.6pcts
宝立食品	33.3%	32.6%	0.6pcts	34.7%	2.6pcts	32.6%	1.3pcts
日辰股份	38.0%	39.2%	0.9pcts	37.3%	-0.7pcts	37.5%	-1.5pcts
安井食品	20.3%	23.3%	-3.2pcts	18.0%	-3.3pcts	20.0%	0.1pcts
千味央厨	22.7%	24.4%	-1.0pcts	22.7%	-2.3pcts	21.2%	-1.3pcts
三全食品	23.8%	25.3%	-1.3pcts	22.7%	-2.2pcts	22.3%	-0.4pcts
立高食品	29.9%	30.0%	-2.6pcts	30.7%	-1.9pcts	28.9%	-2.4pcts
巴比食品	28.0%	25.5%	-0.4pcts	28.2%	1.8pcts	29.6%	2.8pcts
味知香	21.3%	22.9%	-2.1pcts	18.8%	-5.9pcts	22.1%	-3.8pcts

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 净利：行业竞争或趋缓，叠加费用投放效果显现，淡季利润改善

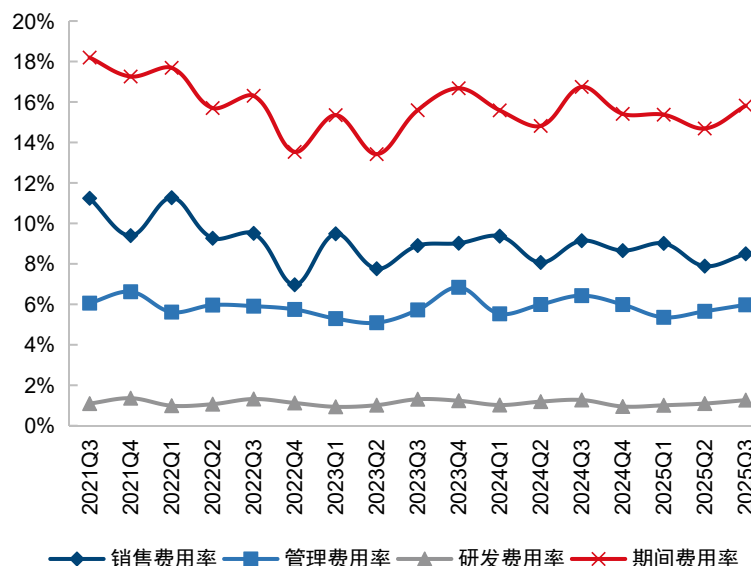
行业竞争或趋缓，叠加费用投放效果显现，淡季利润改善。2025Q1-Q3调味品/速冻食品板块净利润120/21亿元，同比+15.0%/-9.9%，其中2025Q3板块净利润39/5亿元，同比+25.8%/+6.3%。2025Q1-Q3调味品/速冻食品板块净利率17.1%/6.7%，同比+3.3/-0.8pct；2025Q3调味品/速冻食品板块净利率15.4%/5.2%，同比+0.6/+0.2pct。当前餐饮供应链盈利压力总体略有缓解，2025年以来调味品板块通过主动增加市场投入以应对渠道竞争，效果已初步显现；速冻食品板块虽面临需求疲弱与季节性淡季，但行业竞争趋于理性，盈利改善创造了条件。

图：调味品期间费用率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：速冻食品期间费用率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：餐饮供应链盈利能力变化

证券简称	2025Q1-Q3		2025Q1		2025Q2		2025Q3	
	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy
海天味业	51.55	11.7%	21.47	15.4%	16.69	13.9%	13.39	3.9%
恒顺醋业	1.19	12.4%	0.48	6.1%	0.52	43.9%	0.19	-22.8%
千禾味业	2.57	-25.9%	1.59	4.6%	0.13	-86.7%	0.85	-14.8%
涪陵榨菜	6.15	-3.4%	2.57	-0.6%	1.58	-5.0%	2.00	-5.6%
安琪酵母	9.65	15.0%	3.37	14.4%	4.05	34.4%	2.23	-8.2%
天味食品	3.57	-8.1%	0.51	-65.4%	1.12	77.2%	1.95	8.8%
宝立食品	1.81	14.3%	0.58	9.9%	0.54	14.7%	0.70	17.8%
日辰股份	0.64	22.0%	0.18	44.9%	0.17	14.1%	0.29	15.7%
安井食品	8.67	-13.4%	3.43	-18.3%	2.60	-26.1%	2.64	15.3%
千味央厨	0.54	-34.2%	0.21	-37.7%	0.13	-47.6%	0.20	-14.0%
三全食品	2.71	-13.3%	1.64	-16.9%	0.60	-15.9%	0.47	7.3%
立高食品	2.42	26.6%	0.86	27.3%	0.80	40.4%	0.76	14.2%
巴比食品	1.75	19.4%	0.39	3.3%	0.62	24.3%	0.74	25.5%
味知香	0.44	-33.5%	0.16	-16.7%	0.10	-56.8%	0.18	-24.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 投资建议：基本面筑底，关注餐饮供应链板块向上弹性

- 随着二季度消费政策影响逐步变弱，餐饮供应链等需求步入进入逐步复苏阶段，供给端亦出现积极信号，比如龙头并购频频落地带动行业集中度提升；行业竞争未进一步加剧，市场费用投放逐渐理性。我们认为未来行业有望逐步进入改善通道。从历史经验来看，四季度宏观政策密集，在基本面低基数、资本市场低预期、机构持仓较低背景下，任何供需两端的变化均有可能催化股价上行，2025年以来扩大内需和服务消费政策频出且多有涉及餐饮行业，建议关注政策敏感度较高的餐饮供应链板块，推荐颐海国际、安井食品、巴比食品、千味央厨、海天味业等。

表：餐饮供应链重点公司盈利预测

公司简称	单三季度		前三季度		2025年			2026年			PE		分红		股息率 2025
	收入 增速	利润 增速	收入 增速	利润 增速	收入 增速	利润	利润 增速	收入 增速	利润	利润 增速	PE-25	PE-26	24年	25年 预期	
海天味业	2%	3%	6%	11%	7%	70.6	11%	7%	76.7	9%	31	29	48	53	2.4%
涪陵榨菜	4%	4%	2%	0%	4%	8.2	3%	6%	8.8	7%	19	17	5	5	3.3%
天味食品	14%	9%	2%	-9%	2%	6.0	-4%	8%	6.9	15%	22	19	6	6	4.3%
安井食品	7%	12%	3%	-9%	4%	14.2	-4%	8%	15.4	9%	17	16	10	9	3.8%
千味央厨	4%	-19%	1%	-34%	2%	0.8	-5%	8%	0.9	15%	51	45	0	0	0.0%
三全食品	-2%	35%	-2%	0%	-2%	5.4	0%	6%	5.6	3%	18	18	3	3	2.6%
立高食品	15%	14%	16%	22%	14%	3.2	21%	11%	3.9	20%	21	18	1	1	2.0%
巴比食品	17%	-16%	12%	4%	13%	2.9	3%	13%	3.3	17%	23	20	2	2	3.0%
宝立食品	15%	16%	10%	11%	10%	2.6	10%	12%	3.0	16%	24	21	2	2	2.8%
锅圈					13%	4.1	79%	15%	4.9	19%	27	22	2	4	3.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 风险提示

---

- 需求恢复进程不及预期；
- 国际贸易摩擦导致经济环境出现不可控变化；
- 原材料价格大幅上涨；
- 行业竞争加剧；
- 市场资金波动加剧。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032