

行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	18019.54
52周最高	19832.49
52周最低	14118.56

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 张子健
SAC 登记编号: S1340524050001
Email: zhangzijian@cnpsec.com
分析师: 杨逸文
SAC 登记编号: S1340522120002
Email: yangyiwen@cnpsec.com

近期研究报告

《关注内需，建议积极布局（附重点标的一季度预测）》 - 2025.04.14

食品饮料 2024 年年报&2025 年一季报总结

白酒主动降速减压、提高分红率，大众品关注新渠道/新品类机会

● 投资要点

白酒：24 年白酒板块营收同比+6.89%，归母净利润同比+7.50%；25Q1 板块营收同比+1.82%，归母净利润同比+2.33%。白酒板块整体营收业绩环比继续放缓，短期需求承压。高端酒：整体营收利润符合预期，从年度规划来看茅台 25 年营收目标增长 9%左右；五粮液 25 年营业总收入目标与宏观经济指标保持一致，我们预计在 5%左右；泸州老窖 25 年经营目标为全年营业收入稳中求进。次高端酒：报表压力持续释放，汾酒韧性较强，水井坊较平稳，舍得/酒鬼持续下滑。24 年汾酒通过“汾享礼遇”模式的深化进一步提升渠道管理能力、组织架构的再调整进一步加快市场响应速度和核心大单品的聚焦式打造，25 年将在其他产品包括文创上看到更多文化营销理念下符合消费者诉求的惊艳产品亮相。苏皖白酒：古井/今世缘增长韧性较足，迎驾降速调整，洋河加速下滑。古井 25 年经营目标为营业总收入较上年度实现稳健增长，今世缘 25 年经营目标为总营业收入同比增长 5%-12%，净利润增幅略低于收入增幅。从分红率的角度来看，2024 年白酒公司普遍提高高分红率，进一步加强对投资者的回报。对应当前股价，2025 年茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、水井坊、舍得酒业、古井贡酒、今世缘、口子窖、迎驾贡酒、洋河的预期股息率分别为 3.63%、4.66%、5.15%、3.27%、2.21%、1.39%、4.02%、2.77%、3.66%、3.52%、6.28%。

速冻食品：从收入端来看，速冻食品整体行业增速在 2024 年下半年起迅速放缓，企业间分化进一步加剧，龙头企业如安井食品彰显经营韧性，千味央厨因其产品结构（传统面食制品占比较高）面临较大收入增长压力，同时行业价格竞争引导下利润率普遍承压严重。25 年行业在产品和渠道端均寻求新突破点，以期收入利润迎来改善。

休闲食品：行业整体呈现分化态势，量贩/电商/海外新渠道并行，龙头企业通过产品创新、渠道拓展及供应链优化实现增长，同时也面临成本波动与竞争加剧压力。盐津铺子从渠道变革转向品类品牌结构升级，子品牌“大魔王”通过品牌持续投入成效显著，万辰集团业绩持续超预期，量贩零食业务驱动高增长。

软饮料：东鹏延续高增长，露露/康师傅/统一具备经营韧性。东鹏成本端具备一定红利，特饮/补水啦继续较好增长以外、新品果之茶表现超预期、所处赛道行业空间大。承德露露进入新成本周期，助力毛利率弹性，新品养生水所处赛道行业处于规模尚小但连续高增长、消费者渗透率快速提升阶段，我们看好激励下的公司的积极变化。

宠物食品：2024 年宠物食品行业保持高景气，头部企业收入增速显著高于行业平均水平。乖宝宠物/中宠股份/佩蒂股份 2024 年营收同比分别增长 21.22%/19.15%/17.56%，2025 年一季度增速进一步扩大至 34.82%/25.41%/-14.4%（佩蒂受海外订单波动拖累）。

烘焙食品：立高食品 24 年稀奶油高增带动流通渠道实现双位数增长，商超渠道因产品周期性调整导致下滑。25 年一季度商超渠道收入同比增长超过 40%，其中山姆新品表现亮眼，商超渠道如期恢复并表现超预期，流通饼房渠道同比下降中单位数，因春节错期导致备货前置，餐饮及新零售渠道继续保持双位数稳定增长。安琪酵母 2024 年酵母主业保持高增，制糖业务加速剥离，25Q1 国内因春节扰动短期承压，海外中东、北非、东南亚等地增速亮眼，国际业务贡献持续扩大。

乳制品：伊利营收企稳/盈利表现超预期，新乳业利润率提升持续兑现。25Q1 伊利液体乳下滑显著缩小、奶粉较好增长带动收入回正。25 年公司计划实现营业总收入 1190 亿元，利润总额 126 亿元。新乳业高端系列和低温品类持续保持增长，带动公司整体结构提升，预计公司 2025 年收入逐季向好、净利率持续提升。

啤酒：25Q1 啤酒市场消费回暖，25 年行业成本改善确定性强。拆分量价来看，25Q1 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒分别实现销量 226.1/88.35/99.5 万吨，同比+3.53%/+1.93%/+2.80%，均价分别为 4620/4930/3846 元/吨，同比-0.59%/-0.46%/3.78%，吨成本分别为 2696/2543/2200 元/吨，同比-2.59%/-1.45%/-5.48%。

连锁业态：新消费茶饮业态依托供应链维持快速开店，传统卤味企业面临需求疲软与成本压力。蜜雪 2024 年业绩保持快速增长，全球门店总数达 46479 家，公司巩固国内加盟商体系的同时积极开拓海外市场。传统卤味受行业周期影响较大，目前均处于战略调整期，静待单店修复。

调味品：行业整体需求仍承压，海天表现稳健。海天核心品类酱油保持稳健增长，其他品类（料酒、醋等）维持高增速，渠道补库叠加成本红利，利润略超预期。中炬高新受到春节错期和渠道调整拖累，一季度销售承压，25 年公司将做好稳定价格的政策管理、加强减盐生抽和醋类的推广、同时推进家庭节和新代言人的推广计划提升品牌曝光，助力公司走出调整。

● 风险提示：

食品安全的风险；行业竞争加剧的风险；需求复苏不及预期的风险；成本波动的风险。

目录

1	白酒板块：主动降速减压，提高分红率加强投资回报.....	5
1.1	高端酒：营收利润符合预期，25 年目标稳健增长.....	6
1.2	次高端酒：报表压力持续释放，汾酒/水井相对平稳，舍得/酒鬼持续下滑.....	7
1.3	苏皖白酒：古井/今世缘增长韧性较足，迎驾降速调整，洋河加速下滑.....	9
2	大众品：板块表现分化，关注新渠道/新品类机会.....	10
2.1	软饮料：东鹏延续高增长，露露/康师傅/统一具备经营韧性.....	10
2.2	乳制品：伊利营收企稳/盈利表现超预期，新乳业利润率提升持续兑现.....	12
2.3	啤酒：行业需求有所回暖，全年成本改善确定性强.....	13
2.4	速冻食品：底部承压，龙头企业彰显经营韧性.....	14
2.5	休闲零食：渠道变革与品类品牌共振，利润弹性有望释放.....	16
2.6	宠物食品：行业高景气延续，关税影响业绩分化.....	18
2.7	烘焙食品：冷冻烘焙市场复苏，原料海外出口增长亮眼.....	19
2.8	连锁业态：茶饮业态增速亮眼，传统卤味亟待革新.....	20
2.9	调味品：需求仍承压，海天表现稳健.....	21
3	风险提示.....	23

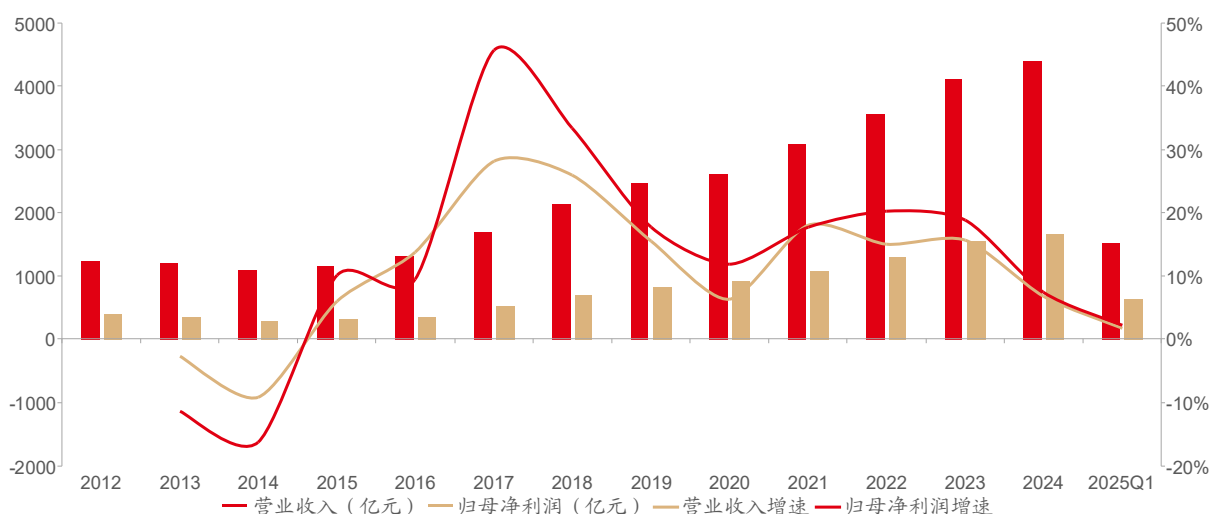
图表目录

图表 1: 白酒行业 2024 年&25Q1 整体营收和归母净利润.....	5
图表 2: 各酒企 2024 年营收和归母净利润.....	5
图表 3: 2024 年各酒企分红率.....	6
图表 4: 2025 年各酒企预期股息率.....	6
图表 5: 高端白酒茅五泸 25Q1 财务数据.....	7
图表 6: 高端白酒茅五泸 25Q1 合同负债和现金流表现.....	7
图表 7: 次高端白酒 25Q1 财务数据.....	8
图表 8: 次高端白酒 25Q1 合同负债和现金流表现.....	9
图表 9: 苏皖白酒 25Q1 财务数据.....	10
图表 10: 苏皖白酒 25Q1 合同负债和现金流表现.....	10
图表 11: 软饮料板块 2024 年业绩情况.....	11
图表 12: 软饮料板块 25Q1 业绩情况.....	12
图表 13: 乳制品板块 2024 年业绩情况.....	13
图表 14: 乳制品板块 25Q1 业绩情况.....	13
图表 15: 啤酒板块 2024 年业绩情况.....	14
图表 16: 啤酒板块 25Q1 业绩情况.....	14
图表 17: 速冻板块 2024 年业绩情况.....	15
图表 18: 速冻板块 25Q1 业绩情况.....	16
图表 19: 零食板块 2024 年业绩情况.....	17
图表 20: 零食板块 2025Q1 年业绩情况.....	18
图表 21: 宠物食品板块 2024 年业绩情况.....	19
图表 22: 宠物食品板块 2025Q1 年业绩情况.....	19
图表 23: 烘焙食品板块 2024 年业绩情况.....	20
图表 24: 烘焙食品板块 2025 年 Q1 业绩情况.....	20
图表 25: 连锁业态 2024 年业绩情况.....	21
图表 26: 连锁业态 2025 年 Q1 业绩情况.....	21
图表 27: 调味品 2024 年业绩情况.....	22
图表 28: 调味品 2025 年 Q1 业绩情况.....	22

1 白酒板块：主动降速减压，提高分红率加强投资回报

白酒板块整体营收业绩环比放缓，短期需求承压。根据申万分类，白酒板块2024年实现营业总收入4405.15亿元，同比+6.89%，整体实现归母净利润1667.78亿元，同比+7.50%。白酒板块25Q1整体实现营业总收入1529.33亿元，同比+1.82%，整体实现归母净利润633.40亿元，同比+2.33%。

图表1：白酒行业 2024 年&25Q1 整体营收和归母净利润



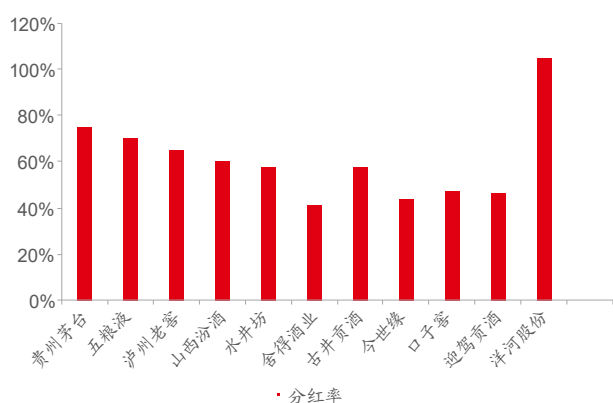
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：各酒企 2024 年营收和归母净利润

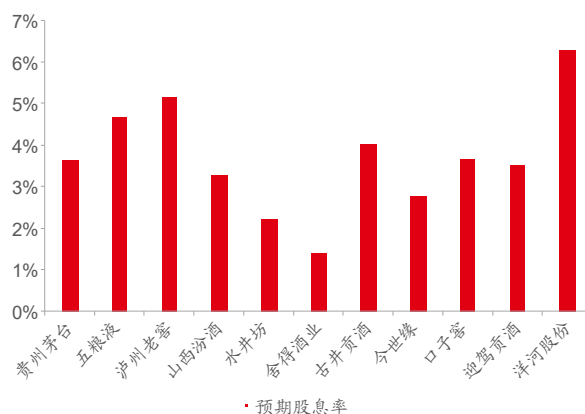
	营业总收入	同比	归母净利润	同比	扣非净利	同比	毛利率	同比	净利率	同比
	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(%)	(pts)	(%)	(pts)
贵州茅台	1741.44	15.66	862.28	15.38	862.41	15.37	92.08	-0.04	49.52	-0.12
五粮液	891.75	7.09	318.53	5.44	317.42	5.40	77.05	1.26	35.72	-0.56
泸州老窖	311.96	3.19	134.73	1.71	134.00	1.89	87.54	-0.76	43.19	-0.63
洋河股份	288.76	-12.83	66.73	-33.37	68.35	-30.56	73.16	-2.09	23.11	-7.13
山西汾酒	360.11	12.79	122.43	17.29	122.46	17.24	76.20	0.90	34.00	1.31
酒鬼酒	14.23	-49.70	0.12	-97.72	0.07	-98.75	71.37	-6.98	0.88	-18.48
舍得酒业	53.57	-24.35	3.46	-80.48	4.01	-76.67	65.52	-8.98	6.45	-18.56
水井坊	52.17	5.32	13.41	5.69	13.11	7.07	82.76	-0.40	25.71	0.09
古井贡酒	235.78	16.41	55.17	20.22	54.57	21.40	79.90	0.84	23.40	0.74
今世缘	115.46	14.31	34.12	8.80	33.80	7.80	74.75	-3.60	29.55	-1.50
口子窖	60.15	0.89	16.55	-3.83	16.10	-5.15	74.59	-0.60	27.52	-1.35
迎驾贡酒	73.44	9.28	25.89	13.18	25.66	14.93	73.94	2.57	35.26	1.21
伊力特	22.03	-1.27	2.86	-15.91	2.78	-16.48	52.28	4.06	12.97	-2.26
老白干酒	53.58	1.91	7.87	18.19	7.38	20.12	65.95	-1.21	14.69	2.02
金种子酒	9.25	-37.04	-2.58	-1067.17	-2.67	-362.93	34.94	-5.38	-27.84	-26.34
金徽酒	30.21	18.59	3.88	18.03	3.88	18.29	60.92	-1.51	12.85	-0.06

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2024 年白酒公司普遍提高分红率，进一步加强对投资者的回报。2024 年茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、水井坊、舍得酒业、古井贡酒、今世缘、口子窖、迎驾贡酒、洋河的分红率分别为 75%、70.01%、65%、60.39%、57.49%、40.94%、57.49%、43.85%、47.01%、46.35%、104.90%，分别同比提升-9.01、10.01、4.99、9.32、0.03、0.76、5.66、4.09、-5.22、0.89、34.81pct。对应当前股价，2025 年茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、水井坊、舍得酒业、古井贡酒、今世缘、口子窖、迎驾贡酒、洋河的预期股息率分别为 3.63%、4.66%、5.15%、3.27%、2.21%、1.39%、4.02%、2.77%、3.66%、3.52%、6.28%。

图表3：2024 年各酒企分红率


资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表4：2025 年各酒企预期股息率


资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.1 高端酒：营收利润符合预期，25 年目标稳健增长

2024 年茅/五/泸营收增速分别为 15.66%/7.09%/3.19%，归母净利润增速 15.38%/5.44%/1.71%，25Q1 营收增速分别为 10.67%/6.05%/1.78%，归母净利润增速 11.56%/5.80%/0.41%。茅台 25Q1 收入利润略超预期，五粮液和泸州老窖符合预期。从年度规划来看，茅台 25 年营收目标增长 9%左右；五粮液 25 年营业总收入目标与宏观经济指标保持一致，我们预计在 5%左右；泸州老窖 25 年经营目标为全年营业收入稳中求进。贵州茅台：24 年茅台酒/系列酒收入分别同比 15.28%/19.65%，25Q1 茅台酒/系列酒收入分别同比 9.70%/18.30%，面对当下市场压力、系列酒加大了促销力度。五粮液：24 年五粮液酒/其他酒分别同比 8.07%/11.79%，25Q1 普五控货挺价，低度和 1618 持续放量。泸州老窖：24 年中

高档酒/其他酒分别同比 2.77%/7.15%，25Q1 预计国窖、特曲 60 版保持增长，头曲增速更快，窖龄承压。

从财务指标来看，25Q1 茅/五/泸毛利率分别为 92.11%/77.74%/86.51%，同比 -0.62/-0.68/-1.86pcts，销售费用率分别为 2.91%/6.52%/8.20%，同比 +0.45/-1.02/+0.36pcts，归母净利率 52.19%/40.23%/49.11%，同比 +0.42/-0.09/-0.67pcts。高端酒 Q1 毛利率普遍承压，预计主因中高档产品需求承压导致整体产品结构承压。整体来看高端酒的净利率基本维稳。25Q1 茅/五/泸经现净额分别同比-4.12%/2970.31%/-24.12%，五粮液现金流增长主因今年货款中现金收取比例较高及上年同期基数低(银行承兑汇票收取比例较高)综合影响。25Q1 末茅/五/泸合同负债分别为 87.88/101.66/30.66 亿元，分别同比 -7.35/+51.19/+5.31 亿元，环比-11.43/+30.94/+4.12 亿元，相对稳定。

图表5：高端白酒茅五泸 25Q1 财务数据

	营业总收入	同比	归母净利	同比	扣非净利	同比	毛利率	同比	净利率	同比
	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(%)	(pcts)	(%)	(pcts)
贵州茅台	514.43	10.67	268.47	11.56	268.50	11.64	92.11	-0.62	52.19	0.42
五粮液	369.40	6.05	148.60	5.80	148.61	5.86	77.74	-0.68	40.23	-0.09
泸州老窖	93.52	1.78	45.93	0.41	45.95	0.94	86.51	-1.86	49.11	-0.67

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表6：高端白酒茅五泸 25Q1 合同负债和现金流表现

	25Q1末合同负债	合同负债同比变动	合同负债环比变动	25Q1销售费用率同	25Q1销售收现同	25Q1经现净额
	(亿元)	(亿元)	(亿元)	比变动pct	比变动	同比变动
贵州茅台	87.88	-7.35	-11.43	0.45	21.37%	-4.12%
五粮液	101.66	51.19	30.94	-1.02	75.63%	2970.31%
泸州老窖	30.66	5.31	4.12	0.36	-7.27%	-24.12%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.2 次高端酒：报表压力持续释放，汾酒/水井相对平稳，舍得/酒鬼持续下滑

2024 年 汾 酒 / 水 井 / 舍 得 / 酒 鬼 营 收 增 速 分 别 为 12.79%/5.32%/-24.35%/-49.70%，归母净利润增速 17.29%/5.69%/-80.48%/-97.72%，25Q1 营收增速分别为

7.72%/2.74%/-25.14%/-30.34%，归母净利润增速6.15%/2.15%/-37.10%/-56.78%。

汾酒、水井经营韧性强，较为稳健。舍得、酒鬼下滑尚未改善。山西汾酒：预计24年青花、巴拿马、老白汾表现均高于平均增速、玻汾控货下平稳，青花中青20/25估计增速最高；25年一季度估计青20/25平稳增长，新品青26表现亮眼、支撑起26及以上产品的稳健增长，腰部表现估计快于平均、玻汾略放量。水井：24年高档/中档产品收入同比1.99%/29.14%，25Q1高档/中档产品收入同比20.32%/-20.44%。舍得：24年中高档酒/普通酒/玻瓶收入同比-27.66%/-23.44%/11.93%，25Q1中高档酒/普通酒收入同比-28.46%/-12.59%。酒鬼酒：24年内参/酒鬼收入同比-67.06%/-49.32%。

从财务指标来看，25Q1汾酒/水井/舍得/酒鬼毛利率分别为78.80%/81.97%/69.36%/70.71%，同比+1.34/+1.50/-4.79/-0.37pcts，销售费用率分别为9.23%/27.50%/19.36%/27.74%，同比+1.76/-7.56/+3.03/-27.29pcts，归母净利率40.23%/19.84%/21.96%/9.22%，同比-0.60/-0.12/-4.18/-5.64pcts。汾酒Q1费用率有所提升，预计与汾享礼遇费用兑现节奏有关，毛利率保持稳健提升。水井Q1销售费用率大幅下降预计主因公司优化营销费用支出。舍得/酒鬼净利率继续下滑，其中舍得主要受毛利率和销售费用率拖累，酒鬼主要受到管理和财务费用率的影响。25Q1汾酒/水井/舍得/酒鬼经现净额分别同比-0.21%/-463.23%/106.76%/-51.91%，水井现金流波动较大，主因公司放开信用销售，同时邛崃生产基地投产后相关现金流出增加。25Q1末汾酒/水井/舍得/酒鬼合同负债分别为58.18/9.36/2.06/1.79亿元，分别同比+2.29/-2.15/-0.29/-0.55亿元，环比+3.37/-1.19/+0.32/-0.28亿元。

图表7：次高端白酒25Q1财务数据

	营业总收入	同比	归母净利润	同比	扣非净利	同比	毛利率	同比	净利率	同比
	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(%)	(pcts)	(%)	(pcts)
山西汾酒	165.23	7.72	66.48	6.15	66.56	6.31	78.80	1.34	40.23	-0.60
酒鬼酒	3.44	-30.34	0.32	-56.78	0.31	-54.76	70.71	-0.37	9.22	-5.64
舍得酒业	15.76	-25.14	3.46	-37.10	3.43	-37.14	69.36	-4.79	21.96	-4.18
水井坊	9.59	2.74	1.90	2.15	1.90	23.63	81.97	1.50	19.84	-0.12

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表8：次高端白酒 25Q1 合同负债和现金流表现

	25Q1末合同负债 (亿元)	合同负债同比变动 (亿元)	合同负债环比变动 (亿元)	25Q1销售费用率同 比变动pct	25Q1销售收现同 比变动	25Q1经现净额 同比变动
山西汾酒	58.18	2.29	3.37	1.76	-2.90%	-0.21%
水井坊	9.36	-2.15	-1.19	-7.56	-21.27%	-463.23%
舍得酒业	2.06	-0.29	0.32	3.03	-15.34%	106.76%
酒鬼酒	1.79	-0.55	-0.28	-6.20	-27.29%	-51.91%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.3 苏皖白酒：古井/今世缘增长韧性较足，迎驾降速调整，洋河加速下滑

2024 年洋河/今世缘/古井/迎驾/口子窖营收增速分别为 -12.83%/14.31%/16.41%/9.28%/0.89%，归母净利润增速 -33.37%/8.80%/20.22%/13.18%/-3.83%，25Q1 营收增速分别为 -31.92%/9.17%/10.38%/-11.93%/2.42%，归母净利润增速 -39.93%/7.27%/12.78%/-9.25%/3.59%。古井、今世缘业绩达成相对稳健，迎驾降速释放风险、洋河继续下滑。古井：24 年年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他收入分别同比 17.31%/11.17%/15.08%，预计增速表现古 16、古 8 好于古 5、古 20。今世缘：24 年特 A+/特 A/A 类/B 类/CD 类收入分别同比 +15.17%/+16.61%/+1.95%/-11.09%/-14.57%，25Q1 特 A+/特 A/A 类/B 类/CD 类收入分别同比+6.6%/+17.37%/+3.28%/-3.84%/-38.27%，结构持续提升。迎驾：24 年中高档白酒/普通白酒营收分别同比 13.76%/-6.53%，25Q1 预计洞藏系列继续保持增长，其他酒表现承压。

从财务指标来看，25Q1 洋河/今世缘/古井/迎驾/口子窖毛利率分别为 75.59%/73.63%/79.68%/76.49%/76.21%，同比 -0.44/-0.60/-0.67/+1.40/-0.28pcts，销售费用率分别为 12.38%/13.29%/26.60%/7.72%/12.45%，同比 +3.86/-0.87/-0.57/+0.99/+0.39pcts，归母净利率 32.87%/32.24%/25.47%/40.47%/33.72%，同比 -4.39/-0.57/+0.54/+1.20/+0.38pcts。25Q1 洋河/今世缘/古井/口子窖毛利率下滑主因产品结构承压，迎驾产品结构延续提升趋势。25Q1 洋河销售费用率大

幅提升，主因收入下滑的背景下费用支出具有刚性。25Q1 洋河/今世缘/古井/迎驾/口子窖经现净额分别同比-47.72%/42.50%/-24.81%/-19.97%/136.38%，今世缘现金流表现较好，主因销售收现增长。25Q1 末洋河/今世缘/古井/迎驾/口子窖合同负债分别为 70.24/5.38/36.74/4.57/2.70 亿元，分别同比+12.09/-4.35/-9.43/-0.58/-1.06 亿元，环比+20.58/-0.05/+17.38/+0.54/-0.85 亿元。

图表9：苏皖白酒 25Q1 财务数据

	营业总收入	同比	归母净利润	同比	扣非净利	同比	毛利率	同比	净利率	同比
	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)	(%)	(pts)	(%)	(pts)
洋河股份	110.66	-31.92	36.37	-39.93	36.17	-40.21	75.59	-0.44	32.87	-4.39
古井贡酒	91.46	10.38	23.30	12.78	23.12	12.78	79.68	-0.67	25.47	0.54
今世缘	50.99	9.17	16.44	7.27	16.39	7.45	73.63	-0.60	32.24	-0.57
口子窖	18.10	2.42	6.10	3.59	6.07	3.48	76.21	-0.28	33.72	0.38
迎驾贡酒	20.47	-11.93	8.29	-9.25	8.16	-9.48	76.49	1.40	40.47	1.20

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表10：苏皖白酒 25Q1 合同负债和现金流表现

	25Q1末合同负债	合同负债同比变动	合同负债环比变动	25Q1销售费用率同	25Q1销售收现同	25Q1经现净额
	(亿元)	(亿元)	(亿元)	比变动pct	比变动	同比变动
古井贡酒	36.74	-9.43	17.38	-0.57	-1.60%	-24.81%
今世缘	5.38	-4.35	-0.05	-0.87	25.40%	42.50%
迎驾贡酒	4.57	-0.58	0.54	0.99	-4.72%	-19.97%
洋河股份	70.24	12.09	20.58	3.86	-24.03%	-47.72%
口子窖	2.70	-1.06	-0.85	0.39	-14.76%	136.38%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 大众品：板块表现分化，关注新渠道/新品类机会

2.1 软饮料：东鹏延续高增长，露露/康师傅/统一具备经营韧性

2024 年东鹏饮料/养元饮品/承德露露/香飘飘/欢乐家/李子园/康师傅/统一营收同比+40.63%/-1.69%/+11.26%/-9.32%/-3.53%/+0.22%/+0.29%/6.09%，归母净利润同比+63.09%/+17.35%/+4.41%/-9.67%/-47.06%/-5.55%/19.79%/10.92%。

25Q1 东鹏饮料/养元饮品/承德露露/香飘飘/欢乐家/李子园营收同比

+39.23%/-19.70%/-18.36%/-19.98%/-18.52%/-4.30%，归母净利润同比+47.62%/-26.95%/-12.53%/-174.47%/-58.27%/+16.17%。东鹏延续高增长，24年能量饮料/电解质饮料/其他饮料营收同比+28.49%/+280.37%/+103.19%，25Q1能量饮料/电解质饮料/其他饮料营收同比+25.71%/+261.46%/+72.62%，传统单品势能强劲，第二曲线补水啦成长为增长双引擎之一，新品大规格包装果之茶势头良好。承德露露核心大单品杏仁露稳健增长。康师傅、统一经营稳健，24年康师傅方便面/饮品收入分别同比-1.3%/+1.3%，统一方便面/饮品收入分别同比1.54%/8.24%。

从财务指标来看，25Q1东鹏饮料/养元饮品/承德露露/香飘飘/欢乐家/李子园毛利率分别为44.81%/46.53%/40.94%/38.34%/34.00%/39.08%，同比+1.74/+0.82/-0.51/+0.81/-4.75/+3.24pcts，归母净利率21.00%/28.43%/20.27%/7.70%/7.95%/15.82%，同比+2.89/+4.61/-1.33/-0.03/-6.53/-0.97pcts，销售费用率分别同比-0.43/+1.68/+2.14/+2.83/+0.14/-0.14pcts。东鹏成本端25年一季度白砂糖采购价格同比改善明显，预计二至四季度白砂糖成本优势相较一季度减弱，费用端公司仍将保持一定的费用投入。承德露露进入新成本周期，开始助力毛利率弹性，新品养生水所处赛道行业连续高增长，3月发布后产品的上市、铺货和市场推广均有序落地，有助于公司打通日常消费场景及薄弱南方市场，我们看好激励下的公司的积极变化。

图表11：软饮料板块 2024 年业绩情况

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pcts)	净利率 (%)	同比 (pcts)
东鹏饮料	158.39	40.63	33.27	63.09	32.62	74.48	44.81	1.74	21.00	2.89
农夫山泉	428.96	0.54	121.23	0.36	121.49	5.34	58.08	-1.46	28.26	-0.05
康师傅控股	806.51	0.29	37.34	19.79	37.34	42.74	33.10	2.68	4.63	0.75
统一企业中国	303.32	6.09	18.49	10.92	18.49	10.92	32.54	2.07	6.10	0.27
养元饮品	60.58	-1.69	17.22	17.35	14.61	7.19	46.53	0.82	28.43	4.61
维维股份	36.56	-9.40	4.11	96.26	3.35	99.25	27.01	4.81	11.24	6.05
承德露露	32.87	11.26	6.66	4.41	6.58	3.65	40.94	-0.51	20.27	-1.33
香飘飘	32.87	-9.32	2.53	-9.67	2.18	-5.82	38.34	0.81	7.70	-0.03
欢乐家	18.55	-3.53	1.47	-47.06	1.45	-46.67	34.00	-4.75	7.95	-6.53
李子园	14.15	0.22	2.24	-5.55	2.07	-5.24	39.08	3.24	15.82	-0.97

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表12：软饮料板块 25Q1 业绩情况

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pcts)	净利率 (%)	同比 (pcts)
东鹏饮料	48.48	39.23	9.80	47.62	9.59	53.55	44.47	1.70	20.21	1.15
养元饮品	18.60	-19.70	6.42	-26.95	5.56	-21.33	46.21	-0.96	34.53	-3.43
维维股份	8.53	-23.11	0.71	-44.04	0.69	107.14	24.73	8.13	8.32	-3.11
承德露露	10.02	-18.36	2.15	-12.53	2.15	-12.55	48.09	4.38	21.51	1.43
香飘飘	5.80	-19.98	-0.19	-174.47	-0.25	-228.08	31.19	-2.44	-3.24	-6.71
欢乐家	4.49	-18.52	0.34	-58.27	0.33	-59.49	31.38	-7.32	7.63	-7.27
李子园	3.20	-4.30	0.66	16.17	0.62	5.11	42.83	4.64	20.68	3.64

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.2 乳制品：伊利营收企稳/盈利表现超预期，新乳业利润率提升持续兑现

2024 年伊利股份/新乳业营收同比-8.24%/-2.93%，归母净利润同比-18.94%/24.80%，25Q1 伊利股份/新乳业营收同比+1.35%/+0.42%，归母净利润同比-17.71%/+48.46%。伊利：分产品 24 年液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品营收分别同比 -12.32%/7.53%/-18.41%/13.75%，25Q1 分别同比 -3.06%/18.65%/-5.25%/-7.16%，液体乳下滑显著缩小、奶粉较好增长带动收入回正。2025 年伊利计划实现营业总收入 1190 亿元，利润总额 126 亿元。新乳业：24 年公司高端“24 小时”系列收入同比增长超 15%；“初心”系列实现双位数增长；活润品牌实现增长超 20%。24 年低温鲜奶和低温酸奶均取得中高个位数增长，高端鲜奶和低温调制乳同比实现双位数增长，新品收入占比保持双位数。

从财务指标来看，25Q1 伊利/新乳业毛利率分别为 37.82%/29.50%，同比 +1.80/+0.12pcts，销售费用率分别为 16.92%/17.01%，同比-1.52/-0.07pcts，归母净利率 14.76%/5.08%，同比-3.42/+1.64pcts。伊利：公司 24Q1 处置资产收益 25.64 亿元，剔除该因素 25Q1 利润同比增长约 22%。25Q1 毛利率改善主因原奶价格下降以及高毛利的安慕希和金典等高端品和奶粉及奶制品快速增长拉动整体结构提升，销售费用率改善估计广告营销费用和职工薪酬费用减少。新乳业：25Q1 公司净利率提升主要受益于管理和财务费用率下降，其中管理费用率下降主因公司将与生产产品相关的固定资产日常修理费用计入营业成本，财务费用率下降主因有息负债的本金及利率下降导致利息支出同比减少。

图表13：乳制品板块 2024 年业绩情况

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pts)	净利率 (%)	同比 (pts)
伊利股份	1157.80	-8.24	84.53	-18.94	60.11	-40.04	34.10	1.30	7.30	-0.96
光明乳业	242.78	-8.33	7.22	-25.36	1.70	-67.48	19.23	-0.43	2.97	-0.68
新乳业	106.65	-2.93	5.38	24.80	5.79	24.47	28.36	1.49	5.04	1.12
三元股份	70.12	-10.57	0.55	-77.41	0.30	1527.72	22.93	-0.12	0.78	-2.31
妙可蓝多	48.44	19.63	1.14	79.10	0.47	554.27	28.29	-0.95	2.35	0.78
贝因美	27.73	9.70	1.03	116.92	0.79	334.44	42.95	-4.11	3.71	1.83
皇氏集团	20.46	-29.21	-6.81	-1110.73	-5.04	-231.90	24.41	5.72	-33.27	-35.60
天润乳业	28.04	3.33	0.44	-69.26	0.76	-45.78	16.76	-2.35	1.56	-3.68
一鸣食品	27.51	4.09	0.29	30.16	0.29	21.77	28.55	-1.99	1.05	0.21
佳禾食品	23.11	-18.68	0.84	-67.43	0.71	-68.49	16.09	-1.89	3.63	-5.44
燕塘乳业	17.32	-11.18	1.03	-43.03	1.05	-30.17	25.31	-0.72	5.93	-3.32
品渥食品	8.76	-21.98	0.07	109.52	0.02	101.88	17.66	3.57	0.80	7.33
西部牧业	9.38	-16.46	-1.19	-84.92	-1.61	-85.75	6.80	-6.26	-12.66	-6.94
麦趣尔	6.35	-10.40	-2.30	-137.37	-2.23	-125.87	16.17	-1.63	-36.28	-22.59
均瑶健康	14.58	-10.77	-0.29	-150.57	-0.58	-287.62	30.31	5.87	-2.00	-5.52
庄园牧场	8.90	-6.87	-1.66	-104.00	-1.79	-70.59	15.78	-3.08	-18.67	-10.15
海融科技	10.87	13.89	1.11	23.78	0.94	29.98	35.03	-0.04	10.19	0.81
熊猫乳品	7.64	-19.29	1.02	-5.98	0.90	-1.33	28.40	5.27	13.41	1.90
阳光乳业	5.19	-8.86	1.15	-1.09	1.20	2.88	37.85	1.49	22.06	1.73

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表14：乳制品板块 25Q1 业绩情况

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pts)	净利率 (%)	同比 (pts)
伊利股份	330.18	1.35	48.74	-17.71	46.29	24.19	37.82	1.80	14.76	-3.42
光明乳业	63.68	-0.76	1.41	-18.16	1.90	2.45	18.66	-0.99	2.21	-0.47
新乳业	26.25	0.42	1.33	48.46	1.41	40.35	29.50	0.12	5.08	1.64
三元股份	16.47	-19.31	0.88	19.86	0.83	22.57	24.36	0.55	5.33	1.74
妙可蓝多	12.33	29.86	0.82	99.52	0.65	110.23	31.49	-1.60	6.68	2.33
贝因美	7.28	1.01	0.43	93.87	0.37	98.26	45.51	1.17	5.88	2.82
皇氏集团	4.46	-6.90	0.06	10.05	0.02	136.46	27.63	4.26	1.27	0.20
天润乳业	6.25	-2.50	-0.73	-1713.36	-0.01	-104.54	14.63	-1.81	-11.74	-12.45
一鸣食品	6.54	1.75	0.13	28.38	0.15	47.37	28.95	-1.66	2.03	0.42
佳禾食品	5.71	5.46	0.04	-91.46	0.00	-99.46	12.02	-5.93	0.68	-7.77
燕塘乳业	3.34	-11.81	0.09	-46.17	0.07	-46.66	24.19	-0.12	2.60	-1.66
品渥食品	1.77	-15.10	0.06	231.40	0.05	176.62	18.63	-2.92	3.35	5.51
西部牧业	1.87	-20.87	-0.10	-129.95	-0.11	-178.85	7.68	-8.98	-5.24	-3.44
麦趣尔	1.49	-3.12	0.01	102.20	-0.01	94.76	27.94	12.91	0.47	21.29
均瑶健康	4.01	1.41	0.11	-58.29	0.07	-70.46	32.94	3.45	2.72	-3.89
庄园牧场	2.10	-6.61	-0.26	41.85	-0.28	37.62	19.93	11.15	-12.33	7.48
海融科技	2.40	-5.58	0.07	-79.89	0.04	-85.78	28.63	-9.41	3.01	-11.14
熊猫乳品	1.70	-8.27	0.14	-48.76	0.10	-53.12	25.05	-3.81	8.02	-6.34
阳光乳业	1.05	-3.62	0.22	2.58	0.22	-0.58	35.60	0.88	21.02	1.27

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.3 啤酒：行业需求有所回暖，全年成本改善确定性强

2024 年华润啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/百威亚太营收同

比 -0.76%/-5.30%/-1.15%/+3.20%/+6.56%/-6.36%，归母净利润同比

-8.03%/+1.81%/-16.61%/+63.74%/+29.95%/-12.42%，25Q1 青岛啤酒/重庆啤酒/

燕京啤酒/珠江啤酒营收同比+2.91%/+1.46%/+6.69%/+10.69%，归母净利润同比7.08%/4.59%/61.10%/29.83%。拆分量价来看，25Q1 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒分别实现销量 226.1/88.35/99.5 万吨，同比+3.53%/+1.93%/+2.80%，均价分别为 4620/4930/3846 元/吨，同比-0.59%/-0.46%/3.78%，吨成本分别为 2696/2543/2200 元/吨，同比-2.59%/-1.45%/-5.48%。25Q1 啤酒市场消费回暖，25 年行业成本改善确定性强。

图表15：啤酒板块 2024 年业绩情况

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pcts)	净利率 (%)	同比 (pcts)
华润啤酒	386.35	-0.76	47.39	-8.03	47.39	18.62	42.64	1.28	12.27	-0.97
青啤啤酒	321.38	-5.30	43.45	1.81	39.51	6.19	40.23	1.57	13.52	0.94
重庆啤酒	146.45	-1.15	11.15	-16.61	12.22	-7.03	48.57	-0.57	7.61	-1.41
燕京啤酒	146.67	3.20	10.56	63.74	10.41	108.03	40.72	3.09	7.20	2.66
珠江啤酒	57.31	6.56	8.10	29.95	7.62	36.79	46.30	3.48	14.14	2.54
百威亚太	457.45	-6.36	53.17	-12.42	56.75	-5.29	50.38	0.02	11.62	-0.80

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表16：啤酒板块 25Q1 业绩情况

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pcts)	净利率 (%)	同比 (pcts)
青啤啤酒	104.46	2.91	17.10	7.08	16.03	5.95	41.64	1.20	16.37	0.64
重庆啤酒	43.55	1.46	4.73	4.59	4.67	4.74	48.42	0.52	10.85	0.32
燕京啤酒	38.27	6.69	1.65	61.10	1.53	49.11	42.79	5.61	4.32	1.46
珠江啤酒	12.27	10.69	1.57	29.83	1.45	39.40	45.00	2.87	12.80	1.89

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.4 速冻食品：底部承压，龙头企业彰显经营韧性

整体增速延续放缓趋势，行业竞争尚未趋缓。全年来看，安井食品/千味央厨/三全食品营收同比+7.7%/-1.71%/-6.00%，归母净利润同比+0.46%/-37.67%/-27.64%。单 Q4 安井/千味/三全营收同比+7.31%/-11.93%/-8.14%，归母净利润同比+22.84%/-94.65%/-24.91%。2025 年一季度安井/千味/三全营收同比-4.13%/+1.5%/-1.58%，归母净利润同比-10.01%/-37.78%/-9.22%。从收入端来看，速冻食品整体行业增速在 2024 年下半年起迅速放缓，企业间分化进一步加剧，龙头企业如安井食品彰显经营韧性，因春节备货错期原因 25Q1 收入略有下滑，但合并 24Q4 及 25Q1 来看，整体年货

节表现仍实现了稳定增长，公司坚定推行大单品策略，2024 年过亿大单品贡献了多数收入增量。千味央厨因其产品结构（传统面食制品占比较高）面临较大收入增长压力，冷冻调理菜肴类随后发力后实现了快速增长，24 年大 B 渠道核心客户面临增长压力，公司迅速调整战略、积极开拓新客户群，与盒马等零售新势力达成合作，推动直营渠道实现正增长。行业价格竞争引导下利润率普遍承压严重，2024 年全年安井食品/千味央厨/三全食品净利率变动-0.68/-2.54/-2.45pcts，海欣食品及惠发食品全年利润亏损，25Q1 安井食品/千味央厨/三全食品净利率变动-0.82/-2.91/-0.79pcts，千味渠道策略上小 B 端费用投入有所加大、销售费用率同比提升 2.12 个百分点。

25 年行业在产品与渠道端均寻求新突破点，以期收入利润迎来改善。千味央厨积极培育烘焙类和调理菜肴类产品，冷冻调理菜肴持续全渠道发力，同时深化与会员店合作，推出丹麦类等高附加值烘焙类产品，在渠道端将围绕新零售自有品牌定制研发需求，积极拓展会员制渠道业务。加强费用管控，缩减无效价格竞争投入，转向赋能经销商及提升客户粘性，预期 2025 年整体费用率将有所收窄，推动净利率修复。安井食品持续重视新品研发，烤肠战略定位进一步提升，通过 BC 端同步推新以提升盈利能力，下半年将重推锁鲜装 6.0 及区域新品，渠道上全面拥抱商超定制化，对接永辉、沃尔玛等，以量换利以期规模效应体现，公司将通过招标制度严格控制原料成本、优化人员管控等措施维利润率平稳。

图表17：速冻板块 2024 年业绩情况

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
安井食品	151.27	7.70%	14.85	0.46%	13.60	-0.45%	23.30%	0.09	6.52%	-0.07	10.01%	-0.68
千味央厨	18.68	-1.71%	0.84	-37.67%	0.83	-32.57%	23.66%	-0.04	5.40%	0.72	4.44%	-2.54
三全食品	66.32	-6.00%	5.42	-27.64%	4.15	-35.80%	24.22%	-1.61	12.88%	1.40	8.18%	-2.45
海欣食品	17.06	-0.54%	-0.37	-1727.37%	-0.44	-266.05%	18.52%	-1.16	10.40%	-0.12	-2.19%	-2.16
惠发食品	19.25	-3.61%	-0.17	-320.68%	-0.20	-644.78%	17.52%	-0.56	7.13%	0.10	-0.65%	-1.29
春雪食品	25.14	-10.08%	0.08	123.54%	0.03	107.23%	6.99%	1.80	2.38%	0.04	0.32%	1.57
盖世食品	5.34	9.04%	0.41	17.79%	0.36	10.94%	17.74%	-1.55	3.37%	0.03	7.70%	0.57
味知香	6.72	-15.90%	0.88	-35.36%	0.82	-37.28%	25.02%	-1.37	4.48%	-0.53	13.02%	-3.92
五芳斋	22.51	-14.57%	1.42	-14.24%	1.30	-9.66%	39.05%	2.66	21.98%	1.05	6.26%	0.04

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表18：速冻板块 25Q1 业绩情况

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
安井食品	35.9986	-4.13%	3.9452	-10.01%	3.43	-18.28%	23.32%	-3.23	6.73%	-0.72	10.93%	-0.82
千味央厨	4.7044	1.50%	0.2144	-37.98%	0.21	-37.71%	24.42%	-1.03	8.01%	2.12	4.53%	-2.91
三全食品	22.1813	-1.58%	2.0851	-9.22%	1.64	-16.87%	25.32%	-1.28	11.97%	-0.25	9.40%	-0.79
春雪食品	5.9467	12.48%	0.1117	286.90%	0.11	273.06%	9.95%	2.79	2.92%	0.42	1.88%	3.01
海欣食品	3.2729	-28.67%	0.0123	-88.17%	-0.01	-109.61%	22.23%	3.05	12.69%	3.22	0.24%	-2.14
惠发食品	3.0959	-26.58%	-0.1804	-344.81%	-0.19	-252.38%	16.44%	-0.66	8.72%	1.98	-5.35%	-4.21
盖世食品	1.2998	22.32%	0.0889	17.85%	0.08	26.74%	17.41%	-0.68	3.53%	-0.33	6.78%	-0.33
味知香	1.7298	4.24%	0.1950	3.16%	0.16	-16.71%	22.86%	-2.14	4.29%	-1.72	11.28%	-0.12
五芳斋	2.4284	17.24%	-0.4523	35.16%	-0.49	30.89%	35.40%	1.12	38.52%	-9.32	-18.75%	15.28

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.5 休闲零食：渠道变革与品类品牌共振，利润弹性有望释放

行业整体呈现分化态势，量贩/电商/海外新渠道并行，龙头企业通过产品创新、渠道拓展及供应链优化实现增长，同时也面临成本波动与竞争加剧压力。2024 年度，休闲食品行业龙头企业盐津铺子/甘源食品/劲仔食品/三只松鼠/万辰集团营收同比+28.89%/+22.18%/+16.79%/+49.30%/+247.86%，归母净利润同比+26.53%/+14.32%/+39.01%/+85.51%/+453.95%。单 Q4 盐津铺子/甘源食品/劲仔食品/三只松鼠/万辰集团营收同比+29.96%/+22.05%/+11.92%/+36.35%/+166.68%，归母净利润同比+33.67%/-13.91%/+0.31%/+32.63%/+894.27%。不同公司在渠道、产品上战略规划打法各有千秋、目前来看。盐津铺子从渠道变革转向品类品牌结构升级，子品牌“大魔王”通过品牌持续投入成效显著，其中新品麻将素毛肚于 25 年 3 月月销实现破亿，品类逻辑得到验证，高势能渠道维持快速增长。甘源食品 2024 年整体表现亮眼、但 25Q1 由于线下渠道拖累营收出现下滑，海外出口超预期，电商渠道在经历前期调整后一季度增速优于大盘，零食量贩渠道合作深入、延续较快增长趋势。三只松鼠积极拓展线下分销渠道，24 年下半年起分销渠道渐显成效，25 年一季度在线上增长承压的背景下、线下实现高速增长，其中日销品销售比例大幅提升。劲仔食品小鱼大单品支撑起了收入增长的中坚力量，在达到 10 亿量级后依旧保持了双位数增长，鹌鹑蛋表现略低于预期，电商渠道仍处于板块调整过程中，目前公司正积极对接会员制超市，预期

将会有新品导入。万辰集团 24Q4&25Q1 业绩均超预期，量贩零食业务驱动高增长，24Q4 门店数量迅速攀升，预估 25Q1 公司新开店百家左右，加权平均后单店水平下滑主因 Q4 年底开店加速、新店占比较高，叠加春节较早收入确认节奏提前至 Q4 所致。

部分原料成本上涨带来一定毛利压力，供应链型企业利润率下滑趋势环比逐渐企稳。2024 年盐津铺子/甘源食品/劲仔食品/三只松鼠/万辰集团净利率变动 -0.4/-1.14/+1.9/+0.75/+3.44pcts，2025Q1 上述公司净利率分别变动 -1.6/-5.11/-2.36/-2.05/+2.16pcts。盐津铺子 24 年品牌建设期费用投入刚性支出，利润率有所承压，25Q1 在春节错期影响下利润率基本稳定实属不易，25 年净利率将呈现稳中有升态势，在品类品牌化效应释放驱动下，公司毛利率中枢有望上移，叠加渠道结构优化、刚性费用支出缓解、品牌费用投入有序增长等多重因素，利润率有望改善。甘源食品 25Q1 利润率下滑较多，主因成本抬升及新市场费用投放增加所致，一季度销售费用率同比增长 4.24 个百分点。三只松鼠因年货节错位影响 Q1 利润率，并且公司分销渠道在建设前期，更注重规模扩张，短期来看供应链建设、折旧摊销等仍处于投入高峰。万辰集团经营净利率持续逐季环比提升，Q1 量贩业务剔除计提的股份支付费用后净利润为 4.12 亿元、净利率 3.85%创新高，量贩业务利润率持续爬坡、少数股东权益占比季度性下降推动一季度净利润大超预期。

图表19：零食板块 2024 年业绩情况

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
盐津铺子	53.04	28.89%	6.40	26.53%	5.6801	19.27%	30.69%	-2.85	12.50%	-0.04	12.08%	-0.40
甘源食品	22.57	22.18%	3.76	14.32%	3.4133	16.91%	35.46%	-0.78	12.67%	1.18	16.67%	-1.14
劲仔食品	24.12	16.79%	2.91	39.01%	2.6085	39.91%	30.47%	2.30	11.97%	1.21	12.17%	1.90
洽洽食品	71.31	4.79%	8.49	5.82%	7.7267	8.86%	28.78%	2.02	9.99%	0.93	11.92%	0.12
三只松鼠	106.22	49.30%	4.08	85.51%	3.1932	214.33%	24.25%	0.92	17.58%	0.19	3.84%	0.75
有友食品	11.82	22.37%	1.57	35.44%	1.2555	40.53%	28.97%	-0.40	10.64%	-1.57	13.31%	1.28
良品铺子	71.59	-11.02%	-0.46	-125.57%	-0.7476	-214.77%	26.14%	-1.61	21.07%	1.53	-0.69%	-2.92
来伊份	33.70	-15.25%	-0.75	-231.94%	-0.9003	-869.73%	41.00%	-1.23	28.28%	0.36	-2.31%	-3.87
黑芝麻	24.65	-7.92%	0.78	80.46%	0.6742	97.11%	23.89%	0.26	9.10%	0.09	3.72%	1.60
好想你	16.70	-3.39%	-0.72	-38.67%	-0.8052	-35.71%	22.62%	-3.11	20.93%	-0.15	-4.53%	-1.26
万辰集团	323.29	247.86%	2.94	453.95%	2.5795	407.97%	10.76%	1.46	4.43%	-0.24	1.87%	3.44

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表20：零食板块 2025Q1 年业绩情况

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
盐津铺子	15.37	25.69%	1.78	11.64%	1.56	13.41%	28.47%	-3.64	11.24%	-1.76	11.46%	-1.60
甘源食品	5.04	-13.99%	0.53	-42.21%	0.46	-45.14%	34.32%	-1.07	17.34%	4.24	10.47%	-5.11
劲仔食品	5.95	10.27%	0.68	-8.21%	0.53	-8.61%	29.91%	-0.11	13.36%	0.23	11.45%	-2.36
洽洽食品	15.71	-13.76%	0.77	-67.88%	0.58	-73.76%	19.47%	-10.97	10.60%	-1.75	4.93%	-8.29
三只松鼠	37.23	2.13%	2.39	-22.46%	1.62	-38.31%	26.74%	-0.66	18.67%	2.41	6.40%	-2.05
有友食品	3.83	39.23%	0.50	16.25%	0.44	25.80%	27.08%	-4.35	8.88%	-2.88	13.14%	-2.60
良品铺子	17.32	-29.34%	-0.36	-157.85%	-0.40	-173.22%	24.64%	-1.78	23.76%	6.32	-2.10%	-4.64
来伊份	10.48	-1.23%	0.12	-79.72%	0.05	-88.67%	34.64%	-6.87	21.86%	-3.53	1.40%	-4.45
黑芝麻	4.42	-3.74%	0.02	-29.61%	-0.01	-139.61%	19.90%	-0.41	9.02%	1.41	0.37%	-0.18
好想你	4.13	-16.44%	0.40	216.08%	0.29	101.30%	33.97%	4.58	21.10%	-0.75	9.62%	7.16
万辰集团	108.21	124.02%	2.15	3344.13%	2.11	10562.30%	11.02%	1.24	3.31%	-0.74	3.59%	2.16

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.6 宠物食品：行业高景气延续，关税影响业绩分化

2024 年宠物食品行业保持高景气，头部企业收入增速显著高于行业平均水平。乖宝宠物/中宠股份/佩蒂股份 2024 年营收同比分别增长 21.22%/19.15%/17.56%，2025 年一季度增速进一步扩大至 34.82%/25.41%/-14.4%（佩蒂受海外订单波动拖累）。三条脉络推动宠物食品企业收入高增：1）自主品牌占有率进一步提升，乖宝凭借“麦富迪”、“弗列加特”等自主品牌矩阵，国内市占率持续提升，中宠自主品牌 Wanpy 顽皮、Toptrees 领先、ZEAL 真致三大品牌营销快速放量，成为核心增长引擎。2）电商渠道持续发力：乖宝第三方电商平台收入同比+59.33%，中宠通过抖音等平台实现 GMV 高增。3）24 年海外市场恢复：2024 年佩蒂海外订单同比+29.12%，因关税政策影响 25Q1 出口业务受到冲击。

毛利率提升驱动盈利弹性。2024 年乖宝/中宠/佩蒂归母净利润分别同比 +45.68%/+68.89%/+1742.81%，毛利率分别同比+5.43%/1.88%/10.09%，净利率分别同比+2.02/+1.54/+12.34 个百分点。2025Q1 乖宝/中宠/佩蒂归母净利润分别同比+37.82%/+62.13%/-46.71%，毛利率分别同比+0.42%/4.03%/4.26%，净利率分别同比+0.26/+1.89/-3.82 个百分点。中宠自主品牌战略成效显著，国内外市场双轮驱动下营收、净利润均实现高速增长，盈利水平持续优化，一季度国内业

务延续四季度增长态势，毛利率创下历史新高，费用投入增加系品牌投入加大所致，净利率仍同比有显著提升、营业利润率环比趋势向上。

图表21：宠物食品板块 2024 年业绩情况

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
乖宝宠物	52.45	21.22%	6.25	45.68%	6.0000	42.08%	42.27%	5.43	20.11%	3.45	11.96%	2.02
中宠股份	44.65	19.15%	3.94	68.89%	3.8632	71.74%	28.16%	1.88	11.08%	0.76	9.33%	1.54
佩蒂股份	16.59	17.56%	1.82	1742.81%	1.8101	2742.18%	29.42%	10.09	7.08%	-0.16	11.20%	12.34

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表22：宠物食品板块 2025Q1 年业绩情况

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
乖宝宠物	14.7958	34.82%	2.0416	37.68%	1.99	44.20%	41.56%	0.42	17.81%	0.52	13.82%	0.26
中宠股份	11.0111	25.41%	0.9116	62.13%	0.88	63.75%	31.87%	4.03	11.38%	1.01	9.30%	1.89
佩蒂股份	3.2903	-14.40%	0.2223	-46.71%	0.21	-47.54%	28.62%	4.26	8.45%	3.81	7.07%	-3.82

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.7 烘焙食品：冷冻烘焙市场复苏，原料海外出口增长亮眼

奶油保持高增、冷冻烘焙商超渠道有所恢复，酵母海外出口表现亮眼。2024 年立高食品/安琪酵母/桃李面包营收同比+9.61%/+11.86%/-9.93%，归母净利润同比+266.94%/+4.07%/-9.05%，25Q1 立高食品/安琪酵母/桃李面包营收同比+14.13%/+8.95%/-14.2%，归母净利润同比+15.11%/+16.02%/-27.07%。立高食品 24 年稀奶油高增带动流通渠道实现双位数增长，商超渠道因产品周期性调整导致下滑。25 年一季度商超渠道收入同比增长超过 40%，其中山姆新品表现亮眼，商超渠道如期恢复并表现超预期，流通饼房渠道同比下降中单位数，因春节错期导致备货前置，餐饮及新零售渠道继续保持双位数稳定增长。安琪酵母 2024 年酵母主业保持高增，制糖业务加速剥离，25Q1 国内因春节扰动短期承压，海外中东、北非、东南亚等地增速亮眼，国际业务贡献持续扩大。

2024 年立高食品/安琪酵母毛利率分别+0.08/-0.67pcts，净利率分别+4.85/-0.76pcts。2025Q1 立高食品/安琪酵母毛利率分别-2.6/+1.31pcts，净利率分别-0.09/+0.72pcts。立高食品 Q4 低基数下净利率超预期抬升，严控总部

人员编制、按产线设置销售奖励机制，全年费用率优化显著，25 年一季度成本因原料价格上涨面临一定压力，净利率在费用把控下维持平稳。安琪酵母新榨季糖蜜采购价同比大幅回落，国内生产线加码糖蜜使用比例，国际市场价格或随汇率上调，利润弹性逐步释放。

图表23：烘焙食品板块 2024 年业绩情况

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
桃李面包	60.87	-9.93%	5.22	-9.05%	4.9744	-9.84%	23.39%	0.60	7.92%	-0.21	8.58%	0.08
元祖股份	23.14	-12.99%	2.49	-9.98%	2.3236	-5.69%	63.33%	1.28	42.11%	0.86	10.75%	0.36
南侨食品	31.59	2.49%	2.01	-13.34%	1.8257	-15.75%	24.16%	0.40	8.29%	0.54	6.38%	-1.17
立高食品	38.35	9.61%	2.68	266.94%	2.5372	108.22%	31.47%	0.08	12.10%	-1.44	6.87%	4.85
安琪酵母	151.97	11.86%	13.25	4.07%	11.6974	5.79%	23.52%	-0.67	5.45%	0.27	8.90%	-0.76

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表24：烘焙食品板块 2025 年 Q1 业绩情况

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
桃李面包	12.01	-14.20%	0.8404	-27.07%	0.79	-27.41%	21.97%	-1.13	8.62%	0.39	7.00%	-1.23
元祖股份	3.38	-19.77%	-0.2502	-198.01%	-0.53	-220.30%	61.56%	0.49	64.54%	10.78	-7.41%	-5.42
南侨食品	7.89	1.90%	0.2896	-62.21%	0.28	-61.47%	20.85%	-6.16	7.69%	0.01	3.67%	-6.23
立高食品	10.46	14.13%	0.8837	15.11%	0.86	27.30%	29.99%	-2.60	10.10%	-2.00	8.20%	-0.09
安琪酵母	37.94	8.95%	3.7011	16.02%	3.37	14.37%	25.97%	1.31	5.58%	0.74	10.20%	0.72

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.8 连锁业态：茶饮业态增速亮眼，传统卤味亟待革新

新消费茶饮业态依托供应链维持快速开店，传统卤味企业面临需求疲软与成本压力。2024 年蜜雪冰城/霸王茶姬收入分别同比增长 38.44%/167.35%，归母净利润分别同比增长 41.41%/228.63%。截至 2024 年底，蜜雪冰城/霸王茶姬全球门店分别达 46479/6440 家，全年分别新增 8914/2929 家。蜜雪冰城 2024 年毛利率、净利率均分别提升 2.92、2.24 个百分点，归母净利润同比增长 41.41%。霸王茶姬自 2023 年转盈后、2024 年净利率高达 20.27%，同比提升将近 3 个百分点。

传统卤味受行业周期影响较大,目前均处于战略调整期,静待单店修复。2024 年绝味食品/紫燕食品营收分别同比-13.84%/-5.28%,归母净利润分别同比-34.04%/+4.05%。2025 年 Q1 绝味食品/紫燕食品营收分别同比-11.47%/-18.86%,归母净利润分别同比-27.29%/-71.8%。绝味食品放缓开店节奏,聚焦门店经营质量提升、以及数字化与产品结构优化,供应链整合与爆品策略逐步推进。紫燕食品 2025Q1 利润大幅下滑,毛利率、净利率分别同比下滑 2.74、4.71 个百分点,主因原材料价格抬升及促销费用加大所致。

图表25: 连锁业态 2024 年业绩情况

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
紫燕食品	33.63	-5.28%	3.46	4.50%	2.8149	1.28%	22.93%	0.47	5.24%	-0.89	10.33%	0.72
绝味食品	62.57	-13.84%	2.27	-34.04%	2.0293	-49.39%	30.53%	5.76	10.65%	3.21	3.26%	-1.11
煌上煌	17.39	-9.44%	0.40	-42.86%	0.4070	-15.99%	32.76%	3.71	16.80%	1.92	2.17%	-1.28
巴比食品	16.71	2.53%	2.77	29.42%	2.1018	18.05%	26.71%	0.36	4.29%	-1.34	16.75%	3.54
蜜雪冰城	248.29	22.29%	44.37	41.41%	-	-	32.46%	2.92	6.44%	-0.05	17.94%	2.24

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

图表26: 连锁业态 2025 年 Q1 业绩情况

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	扣非净利 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pcts)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
紫燕食品	5.6367	-18.86%	0.1522	-71.80%	0.05	-87.09%	18.16%	-2.74	6.21%	0.98	3.03%	-4.71
绝味食品	15.0084	-11.47%	1.1998	-27.29%	1.06	-32.13%	30.80%	0.77	9.69%	1.82	7.68%	-1.73
煌上煌	4.4594	-2.53%	0.4437	36.21%	0.39	48.25%	35.21%	-0.39	10.88%	-3.32	9.81%	2.86
巴比食品	3.6957	4.45%	0.3720	-6.13%	0.39	3.33%	25.47%	-0.45	4.06%	-0.95	10.04%	-1.35

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

2.9 调味品: 需求仍承压, 海天表现稳健

2024 年海天味业/中炬高新营收同比 9.53%/7.39%, 归母净利润同比 12.75%/-47.37%, 25Q1 海天味业/中炬高新营收同比 8.08%/-25.81%, 归母净利润同比 14.77%/-24.24%。海天: 分产品, 2024 年度公司酱油/调味酱/蚝油/其他品类分别实现营收 137.58/26.69/46.15/40.86 亿, 同比

8.87%/9.97%/8.56%/16.75%，25Q1 分别实现营收 44.20/9.13/13.60/12.89，同比 8.20%/13.95%/6.10%/20.83%。核心品类酱油保持稳健增长，其他品类（料酒、醋等）维持高增速。中炬高新：分产品，2024 年度公司酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他收入分别同比 -1.5%/-0.2%/+27.0%/-11.9%，25Q1 分别同比 -31.57%/-28.6%/-50.01%/-6.89%，主要受到春节错期和渠道调整拖累。

从财务指标来看，25Q1 海天味业/中炬高新毛利率分别为 40.04%/38.73%，同比+2.73/+1.75pcts，销售费用率分别为 5.91%/8.62%，同比+0.41/+0.89pcts，归母净利率 26.49%/16.44%，同比+1.54/+0.34pcts。渠道补库叠加成本红利，海天利润略超预期，中炬主动去库同时加大广告宣传投入，净利率水平基本维稳。

图表27：调味品 2024 年业绩情况

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pcts)	净利率 (%)	同比 (pcts)
安琪酵母	151.97	11.90	13.25	4.28	11.70	5.91	23.52	-0.67	8.72	-0.64
宝立食品	26.51	11.91	2.33	-22.52	2.15	-2.09	32.81	-0.33	8.80	-3.91
涪陵榨菜	23.87	-2.56	7.99	-3.29	7.32	-3.13	50.99	0.27	33.49	-0.25
海天味业	269.01	9.53	63.44	12.75	60.69	12.51	37.00	2.26	23.58	0.67
恒顺醋业	21.96	4.25	1.27	46.54	1.13	48.30	34.72	1.74	5.80	1.67
ST加加	13.01	-10.52	-2.43	-26.83	-2.66	-32.50	23.41	4.70	-18.67	-5.50
千禾味业	30.73	-4.16	5.14	-3.07	5.03	-5.12	37.19	0.04	16.73	0.19
日辰股份	4.05	12.59	0.64	13.16	0.55	5.59	38.70	-0.07	15.78	0.08
天味食品	34.76	10.41	6.25	36.77	5.66	40.00	39.78	1.90	17.97	3.46
中炬高新	55.19	7.39	8.93	-47.37	6.71	27.97	39.78	7.07	16.18	-16.84
仲景食品	10.98	10.40	1.75	1.81	1.67	1.83	41.73	0.14	15.98	-1.35
佳隆股份	2.68	3.02	0.25	155.23	0.25	263.96	34.67	14.41	9.23	26.44
莲花控股	26.46	25.98	2.03	55.92	2.03	72.36	25.30	8.15	7.65	1.47
安记食品	6.07	-4.06	0.38	23.29	0.31	-18.39	16.15	-0.64	6.32	1.40

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表28：调味品 2025 年 Q1 业绩情况

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pcts)	净利率 (%)	同比 (pcts)
安琪酵母	37.94	8.95	3.70	16.02	3.37	14.37	25.97	1.31	9.75	0.59
宝立食品	6.69	7.18	0.58	-4.19	0.58	9.89	32.61	0.57	8.71	-1.03
涪陵榨菜	7.13	-4.75	2.72	0.24	2.57	-0.62	55.96	3.85	38.19	1.90
海天味业	83.15	8.08	22.02	14.77	21.47	15.42	40.04	2.73	26.49	1.54
恒顺醋业	6.26	35.97	0.57	2.36	0.48	6.08	35.50	-5.88	9.03	-2.96
ST加加	4.20	-13.76	0.15	129.63	0.13	249.13	28.70	4.19	3.59	2.24
千禾味业	8.31	-7.15	1.61	3.67	1.59	4.65	38.89	2.93	19.33	2.02
日辰股份	1.01	10.50	0.18	36.86	0.18	44.87	39.21	0.93	17.42	3.36
天味食品	6.42	-24.80	0.75	-57.53	0.51	-65.41	40.74	-3.32	11.65	-8.98
中炬高新	11.02	-25.81	1.81	-24.24	1.80	-23.87	38.73	1.75	16.44	0.34
仲景食品	2.77	1.06	0.48	-4.81	0.47	-4.99	45.91	1.41	17.49	-1.08
佳隆股份	0.54	-1.76	0.02	19.04	0.02	-4.94	27.69	1.70	4.35	0.76
莲花控股	7.94	37.77	1.01	105.19	1.00	105.92	30.67	6.18	12.72	4.18
安记食品	1.47	4.95	0.06	-7.07	0.04	-60.24	13.40	-2.40	4.25	-0.55

资料来源：iFind，中邮证券研究所

3 风险提示

需求复苏不及预期的风险：国内经济形势整体向好，但需求仍处于弱复苏阶段，导致部分地区消费需求波动并影响相关行业及公司营收增长。

行业竞争加剧的风险：若行业竞争加剧，出现价格战等现象，公司盈利能力将受到影响。

食品安全的风险：食品安全事件将影响消费者信心，对相关行业和公司造成影响。

成本波动的风险：餐饮行业中原材料、能源等成本波动将增加公司盈利不确定性。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048