

食品饮料行业深度报告

食品综合 2025 年中报总结：头部零食抢眼，连锁企业触底向上

增持（维持）

2025 年 09 月 02 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 李茵琦

执业证书：S0600524110002

liyinqi@dwzq.com.cn

投资要点

■ **休闲零食：行业结构性成长，魔芋等品类高景气，头部零食/量贩企业抢眼。**渠道方面抖音的零食大盘增速在放缓，但会员制商超渠道的贡献愈发突出，已经有 7 家上市公司进入了山姆会员制商超，相比 2024 年再增 2 家。品类方面魔芋的高景气延续，2025H1 盐津铺子魔芋产品的销售额同比增长 155%，卫龙魔芋保持高增。**1) 收入端：**2025 年上半年由于高基数、渠道红利（尤其抖音电商渠道）放缓弱于行业平均水平。2025H1 板块主要上市公司中，营收增速超过 15% 的共有 5 家，分别是盐津铺子、有友食品、西麦食品、万辰集团、卫龙美味，保持良好成长。**2) 利润端：**2025Q2 部分公司仍能实现盈利能力同比改善，从环比的角度来看，2025Q2 万辰集团、盐津铺子、有友食品、好想你实现了净利率环比提升，头部企业经营的良好势能仍在延续。由于量贩零食“两超”格局初步成型，两家头部企业利润率具有同向性，在鸣鸣很忙上市临近，费用收缩背景下，万辰集团的利润率有效回升。

■ **速冻食品：总体仍承压，大 B 承压，头部公司积极寻求增量。**2025 年 1-5 月下游餐饮需求有改善，6-7 月受多种因素影响需求下探。连锁及大 B 表现更好，我们预计大 B 具有修复更为领先的逻辑，从而带动板块营收企稳。**1) 收入端：**立高食品、宝立食品表现较好，安井食品在传统速冻行业中表现依旧好于行业平均水平，千味央厨大 B 端较为稳定，小 B 端仍有压力。上市公司在大 B 端的表现普遍好于小 B 端，传统面食制品仍有压力，菜肴类增速较快。**2) 利润端：**核心原料普遍有上涨（油脂类、白鲢鱼等），且传统速冻行业的竞争并未趋缓，因此传统速冻行业的净利率同比仍有压力。立高食品、宝立食品净利率实现同比正增长，得益于内部提质增效、优化费用、加强成本管控等。

■ **泛餐饮连锁业态：锅圈、巴比食品企稳向上，收入利润同步改善，锅圈重启开店，巴比食品调改推进。****1) 收入端：**锅圈、巴比食品两者 25H1 的单店营收、净开店等指标都表现较好，巴比食品 2025H1 相比 2024 年有进一步改善的趋势；锅圈维持 2024H2 以来的改善趋势。**2) 利润端：**2025H1 锅圈、巴比食品、煌上煌实现了归母净利率同比提升，锅圈主要得益于规模效应下的费用率优化，巴比食品主要得益于成本改善和产能利用率提升，煌上煌主要得益于原材料价格下降。门店业务触底改善的公司，盈利能力表现也较好，规模效应、费效比能够提升。

■ **投资建议：1) 从成长性角度继续推荐万辰集团、锅圈、盐津铺子、卫龙美味、巴比食品。**以上公司均具备中期成长逻辑，比如万辰是净利率提升和延伸新店面，鸣鸣很忙港股上市也将构成催化；盐津、卫龙将持续享受魔芋品类的红利，同时仍可预期持续打造新爆款；盐津的下游量贩渠道红利仍在继续，未来出海贡献将得到体现；锅圈、巴比触底向上的趋势已经确立，后续拓店有望再加速。2) 速冻属于顺周期板块，下游餐饮预计有逐步复苏的迹象，板块整体估值偏低位，有上修空间。我们推荐有一定壁垒的安井食品和成长性突出的立高食品，关注宝立食品、绝味食品、千味央厨等。

■ **风险提示：**消费修复不及预期风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险。

行业走势



相关研究

《软饮料行业深度：后来居上，中国软饮料巨头的平台化之路》

2025-08-21

《硬折扣系列报告：机遇窗口期，百舸争流》

2025-07-24

内容目录

1. 休闲零食：具备结构性成长机会，细分渠道、品类仍有潜力	4
1.1. 营收分析：Q2 高基数下环比放缓，但仍有结构性机会	4
1.2. 盈利分析：成本整体有压力，部分公司体现出效率优化的延续性	7
1.3. 投资建议	8
2. 速冻食品：大 B 修复更领先，传统速冻竞争压力仍在	9
2.1. 营收分析：下游餐饮脉冲向上，大 B 业务表现好于小 B	9
2.2. 盈利分析：成本端有压力，传统速冻赛道竞争态势未缓解	10
2.3. 投资建议	12
3. 泛餐饮连锁业态：巴比、锅圈向上趋势确立，收入利润同步改善	12
3.1. 营收分析：巴比、锅圈触底向上趋势明确	12
3.2. 盈利分析：门店改善的企业盈利能力同步改善	13
3.3. 投资建议	14
4. 风险提示	15

图表目录

图 1: 2023-2025Q2 食品饮料各子板块营收增速 (单位: %, 采用申万二级行业指数)	4
图 2: 2023-2025Q2 主要零食企业营收同比增速 (单位: %)	4
图 3: 零食量贩头部两大集团门店数量 (家)	5
图 4: 万辰集团零食量贩业务营收 (亿元) 及净利率	5
图 5: 山姆会员制商超在我国的门店数量	6
图 6: 2024M1-2025M6 抖音零食/坚果/特产月销量 yoy	6
图 7: 主要零食企业 2024M1-2025M6 抖音销售额 yoy	6
图 8: 魔芋体现出超级大单品的成长潜质 (单位: 亿元)	7
图 9: 2023A-2025Q2 主要休闲食品企业归母净利率 (单位: %)	7
图 10: 2023A-2025Q2 主要休闲食品企业毛销差 (单位: %)	7
图 11: 2023A-2025Q2 主要休闲食品企业毛利率 (单位: %)	8
图 12: 2023A-2025Q2 主要休闲食品企业销售费用率 (单位: %)	8
图 13: 中国社零餐饮收入及限额以上企业餐饮收入同比增速 (单位: %)	9
图 14: 2021-2025H1SW 餐饮 (港股) 板块营收及增速	9
图 15: 2023-2025Q2 主要速冻企业营收同比增速 (单位: %)	9
图 16: 2024-2025Q2 主要原材料价格同比变化	11
图 17: 2024-2025Q2 速冻行业主要企业归母净利率 (单位: %)	11
图 18: 2024-2025Q2 速冻行业主要企业毛销差 (单位: %)	11
图 19: 2024-2025Q2 速冻行业主要企业毛利率 (单位: %)	12
图 20: 2024-2025Q2 速冻行业主要企业销售费用率 (单位: %)	12
图 21: 2023-2025Q2 主要连锁企业收入同比增速 (单位: %)	13
图 22: 2020-2025H1 泛餐饮连锁企业单店营收(万元)	13
图 23: 2020-2025H1 泛餐饮连锁企业门店数量 (家)	13
图 24: 2023-2025Q2 连锁企业归母净利率 (单位: %)	14
图 25: 2023-2025Q2 连锁企业毛销差 (单位: %)	14
图 26: 2023-2025Q2 连锁企业毛利率 (单位: %)	14
图 27: 2023-2025Q2 连锁企业销售费用率 (单位: %)	14
表 1: 休闲食品公司与零食量贩、头部会员制商超合作情况梳理	5
表 2: 2025H1 主要速冻公司分渠道增速	10
表 3: 2025H1 主要速冻公司分品类增速	10

1. 休闲零食：具备结构性成长机会，细分渠道、品类仍有潜力

1.1. 营收分析：Q2 高基数下环比放缓，但仍有结构性机会

回顾 2025H1，休闲食品板块的营收增速在食品饮料行业中处于中下水平。2024 年好于行业平均水平，2025 年上半年由于高基数、渠道红利（尤其抖音电商渠道）放缓弱于行业平均水平。

细分到个股来看，2025H1 板块主要上市公司中，营收增速超过 15% 的共有 5 家。分别是盐津铺子、有友食品、西麦食品、万辰集团、卫龙美味。1) 优秀的公司体现出成长的延续性，以上 5 家公司在 2024 年也有较高的成长性。2) 进入 2025 年的确行业整体出现增速放缓的情况，保持高增的企业数量也在变少。

图1：2023-2025Q2 食品饮料各子板块营收增速（单位：% ，采用申万二级行业指数）

指标	2023A	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024A	2025Q1	2025Q2
食品饮料(申万)	7.2	6.8	-0.1	-1.4	1.0	1.8	0.7	0.1
休闲食品(申万)	4.0	15.8	-1.0	-1.7	2.5	3.7	-4.7	-0.2
食品加工(申万)	-2.0	-5.6	-7.0	-2.6	2.1	-3.4	-1.8	2.3
白酒II(申万)	16.0	14.7	10.6	0.5	1.1	7.3	1.6	-5.1
非白酒(申万)	6.9	-1.0	-1.8	-3.8	-3.3	-2.4	2.6	1.2
饮料乳品(申万)	2.7	-1.6	-10.8	-5.5	-2.8	-5.2	0.3	5.3
调味发酵品II(申万)	2.3	7.3	4.8	9.7	12.6	8.6	3.5	6.0

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2023-2025Q2 主要零食企业营收同比增速（单位：%）

	2023A	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q3	2024Q4	2024A	2025Q1	2025Q2	2025H1
零食(申万指数)	0.2	27.9	1.8	-	3.0	9.0	10.8	-4.8	5.0	-
三只松鼠	-2.4	91.8	43.9	75.4	24.0	36.3	49.3	2.1	22.8	7.9
盐津铺子	42.2	37.0	23.4	29.8	26.2	30.0	28.9	25.7	13.5	19.6
甘源食品	27.4	49.8	4.9	26.1	15.6	22.0	22.2	-14.0	-3.4	-9.3
劲仔食品	41.3	23.6	20.9	22.2	12.9	11.9	16.8	10.3	-10.4	-0.5
洽洽食品	-1.1	36.4	-20.2	7.9	3.7	2.0	4.8	-13.8	9.7	-5.0
良品铺子	-14.8	2.8	-10.4	-2.5	-20.8	-18.0	-11.0	-29.3	-23.6	-27.2
有友食品	-5.7	18.0	3.0	10.3	28.0	42.9	22.4	39.2	52.4	45.6
西麦食品	18.9	46.1	29.9	38.8	6.5	4.0	20.2	15.9	21.0	18.1
好想你	23.4	19.1	12.7	16.4	-7.4	-22.7	-3.4	-16.4	-14.4	-15.6
万辰集团	1,592.0	534.0	318.3	392.5	261.3	166.7	247.9	124.0	93.3	106.9
卫龙美味	5.1	-	-	25.9	-	-	28.6	-	-	16.8

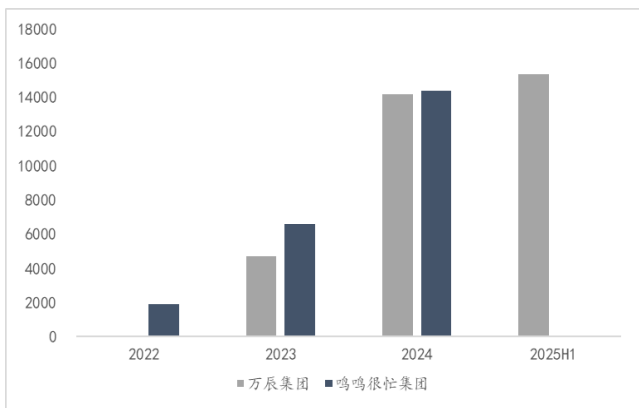
数据来源：Wind，东吴证券研究所

对零食板块的成长来源归因，我们认为渠道变革带来的增量，仍然是对整个板块影响最广泛、最大的因素。这里面包括以万辰集团为代表的零食量贩渠道，以及抖音和会员制商超（以山姆为主）渠道。

2022-2024 年零食量贩头部集团保持翻倍的开店速度，进入 2025 年万辰集团开店进度有一定放缓，但是其零食量贩业务的盈利水平开始显著优化。头部两大品牌目前竞争格局稳定，凭借规模效应、缩减补贴等方式具备优化净利率的能力。进入 2025 年以来，万辰集团零食量贩业务的净利率(还原激励费用)从 2024 年的不到 3% 提升到接近 5%。

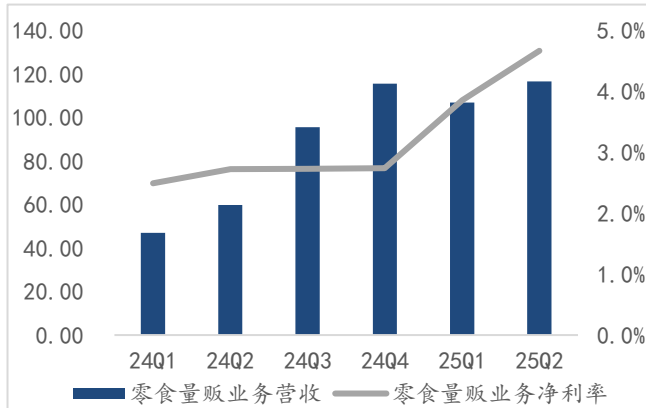
从供应端来看，具备自产能力的上市零食公司已陆续与零食量贩平台开展合作；其中盐津铺子合作的时间最早、合作关系最深入，2024年零食量贩渠道在盐津铺子营收中占比30%左右，过半数的上市公司营收结构中零食量贩的占比超过10%。

图3：零食量贩头部两大集团门店数量（家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：万辰集团零食量贩业务营收（亿元）及净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：公司披露的零食量贩业务净利率不考虑股权激励费用的影响。

表1：休闲食品公司与零食量贩、头部会员制商超合作情况梳理

公司	与零食量贩开展合作的时间	2024年零食量贩渠道占整体营收比例	截至2025年8月底产品是否进入山姆	在山姆渠道的年化销售体量
盐津铺子	2021年	30%左右	是（鹌鹑蛋）	过亿元
甘源食品	2022年	20%以上	是（夏威夷果、翡翠豆）	过亿元
劲仔食品	2023年	10%以上	否	-
洽洽食品	2022年	5%左右	是（蔡珍、风味坚果、礼盒）	过亿元
有友食品	2024年	10%左右	是（脱骨鸭掌、酸汤双萃）	过亿元
西麦食品	2023年	5%左右	是（燕麦粥）	-
好想你	2024年	9%	是（枣类）	过千万
卫龙美味	2023年	20%以上	是（魔芋爽）	-

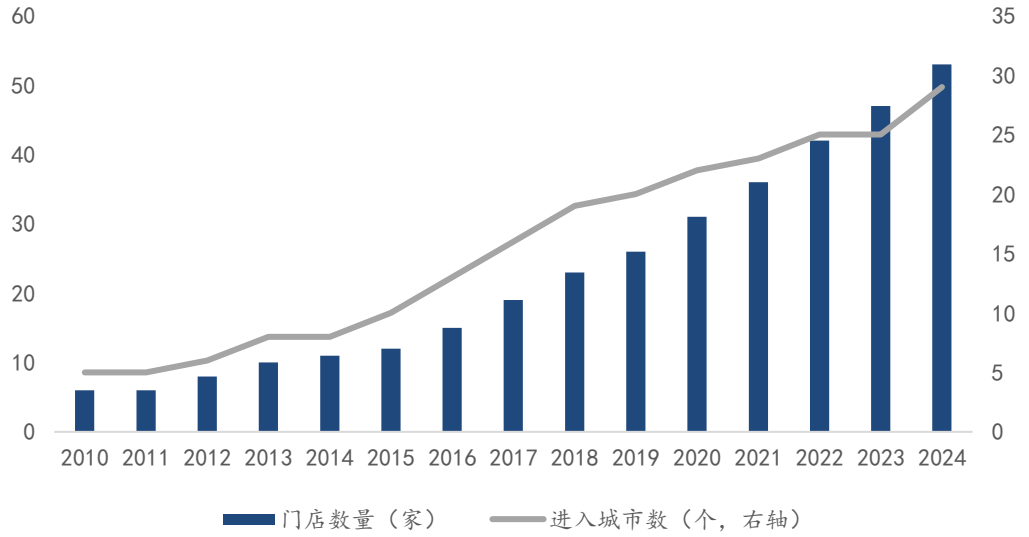
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

除了零食量贩渠道，以山姆为代表的会员制商超以其高品质在国内取得良好的口碑，截止2025年6月，山姆在我国拥有56家门店。而且今年以来有加速开店的趋势，2025年原计划新增8家门店，而实际进度远超预期，6月前已落地6家门店。而且不再局限于一线城市，逐步向消费力强劲的县域市场渗透。

在休闲食品上市公司中，已经有7家企业进入了山姆会员制商超，相比2024年增加2家，西麦食品的燕麦粥和卫龙美味的牛肚菌口味魔芋爽在今年入驻山姆渠道；有友

食品在山姆渠道表现突出，今年上半年在该渠道再增两款新品(轻享时光和酸汤双萃)。其中4家企业在该渠道的年化销售额超过亿元，为企业带来了销售收入和曝光度。

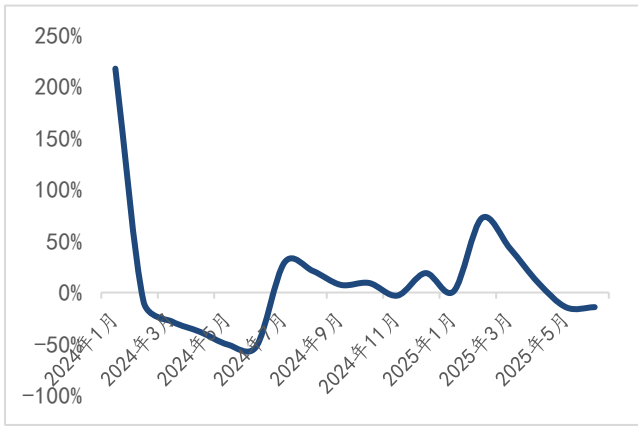
图5：山姆会员制商超在我国的门店数量



数据来源：联商网，东吴证券研究所

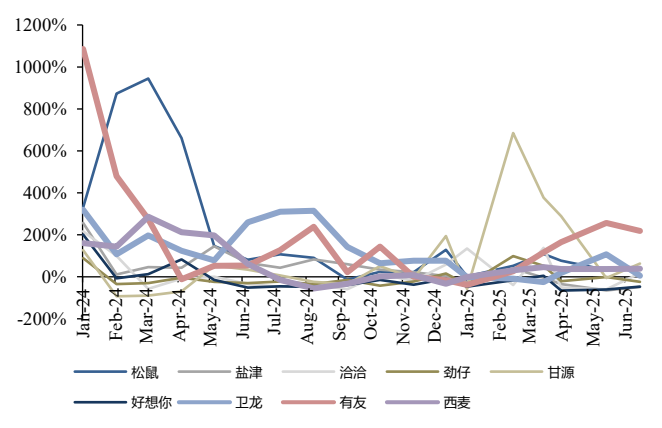
抖音渠道方面，根据 Datayes! 数据，进入 2025Q2 零食大盘增速出现下滑。细分到个股来看，有友食品、甘源食品等因为基数较低、体量不大，且公司有积极发力，在 2025Q1-2 都保持较快的增长；洽洽食品、劲仔食品、盐津铺子进入 2025Q2 在抖音渠道有明显下滑。三只松鼠在 2025Q2 还是保持较快增长，但是增速相比 2025Q1 也有放缓。

图6：2024M1-2025M6 抖音零食/坚果/特产月销量 yoy



数据来源：Datayes!、东吴证券研究所

图7：主要零食企业 2024M1-2025M6 抖音销售额 yoy

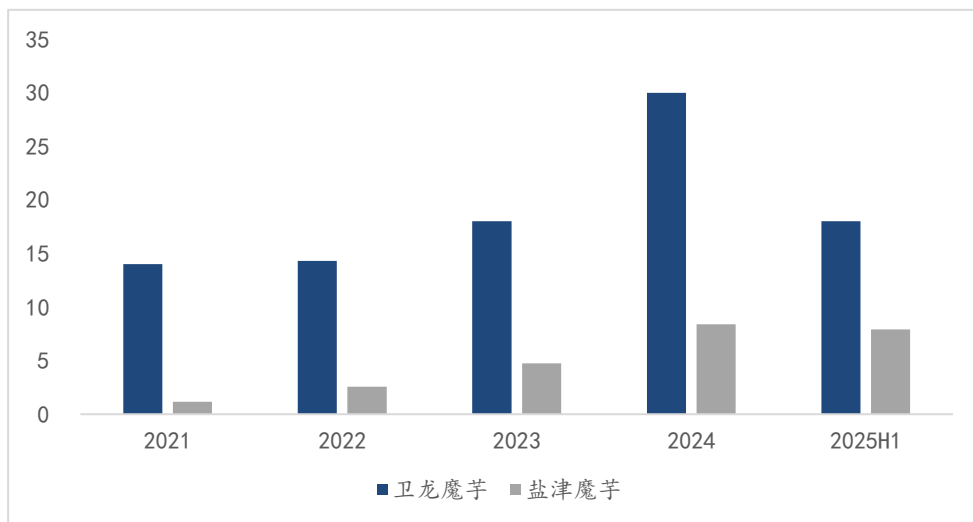


数据来源：蝉妈妈、东吴证券研究所

休闲食品板块除了渠道红利，创新是不变的成长驱动力，推新能力和大单品趋势对公司成长意义重大。2025H1 魔芋品类体现了作为超级单品的成长势能，此前我们在《卫龙美味深度：全能选手，乘风而起》中分析了魔芋制品成为爆品的原因：首先辣味具备成瘾性，其次魔芋制品都有很好的形态和调味可塑性，利于商家做品类创新；此外还离不开厂家通过品牌宣传、品类创新增强消费者的认知。

2025H1 无论是卫龙美味还是盐津铺子,在魔芋单品上都取得了亮眼的成绩,2025H1 盐津铺子魔芋产品的销售额达到 7.9 亿元,基本已经接近其 2024 年整年的销售额,同比增长 155%。除了头部两家品牌表现亮眼,市场参与者也在增加,比如洽洽食品、劲仔食品都推出魔芋相关的新品,充分体现了赛道的高景气度。

图8: 魔芋体现出超级大单品的成长潜质 (单位: 亿元)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 盈利分析: 成本整体有压力, 部分公司体现出效率优化的延续性

2025 年上半年大部分原料成本有上行。大宗原材料包括棕榈油、坚果同比都有明显上行。细分品类的原材料包括魔芋精粉、葵花籽、小鱼干的成本同比也有上行; 鸡爪的成本同比有回落。

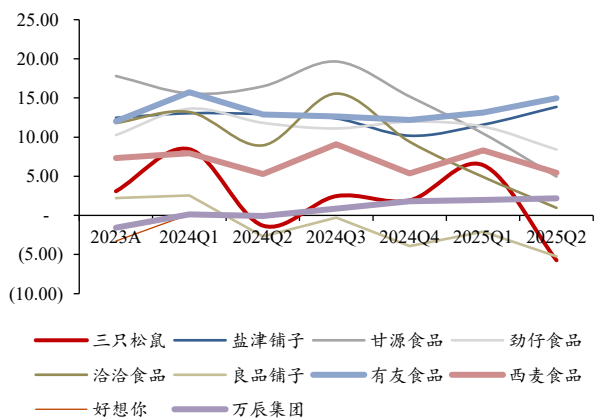
综合来看, 2025Q2 少数公司能够实现盈利能力同比改善: 1) 万辰集团持续实现了盈利水平提升, 得益于规模效应的提升和少数股东权益的收回。2) 盐津铺子、好想你凭借内部效率优化、供应链管控等实现了净利率小幅提升。3) 有友食品净利率也实现同比提升, 得益于成本回落和规模效应释放。

从环比的角度来看, 2025Q2 盐津铺子、有友食品、万辰集团、好想你实现了净利率环比提升, 体现出企业内部效率优化的持续性。

图9: 2023A-2025Q2 主要休闲食品企业归母净利率 (单

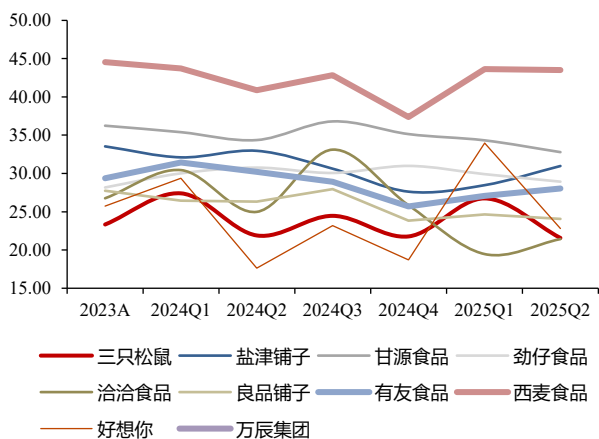
图10: 2023A-2025Q2 主要休闲食品企业毛销差 (单

位：%)



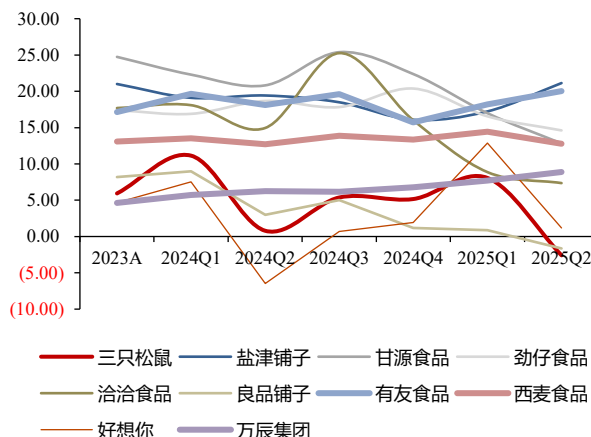
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：2023A-2025Q2 主要休闲食品企业毛利率（单位：%）



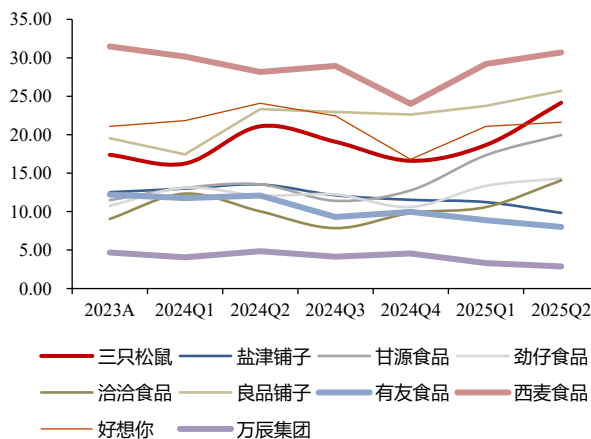
数据来源：Wind，东吴证券研究所

位：%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2023A-2025Q2 主要休闲食品企业销售费用率（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 投资建议

往后展望，从产业逻辑和企业的生命周期来看，我们推荐三类公司：1) 是以门店为基础的万辰集团，万家门店之后还有利润率提升、业态延伸的逻辑。公司已经在兑现净利率提升的逻辑，此外省钱超市新业态也在积极探索中，我们认为硬折扣零售业态符合当下零售变革趋势，万辰集团在零食这个垂类硬折扣业态中已经站稳脚跟，有能力实现品类的拓展，值得持续关注。2) 有能力成为全品类、全渠道的平台型公司，休闲食品行业的痛点在于品类过于分散，因此要成为百亿营收级的公司意味着大概率要全品类运营，这对企业的综合能力是很大的挑战，但也有企业在不断拓展能力圈，重点推荐盐津铺子。3) 从企业的生命周期来看，零食行业大部分公司还属于单品类或者双品类业态，大部分

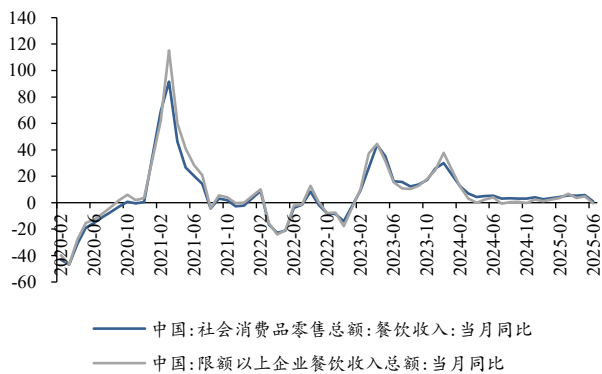
公司在原有的细分赛道也已经站稳脚跟，现金流、品牌势能、渠道资源、产能、组织架构等各方面都已经有一定积淀，能够支持公司去开拓新的领域。重点推荐卫龙美味、西麦食品、有友食品，关注劲仔食品、甘源食品、好想你等。

2. 速冻食品：大 B 修复更领先，传统速冻竞争压力仍在

2.1. 营收分析：下游餐饮脉冲向上，大 B 业务表现好于小 B

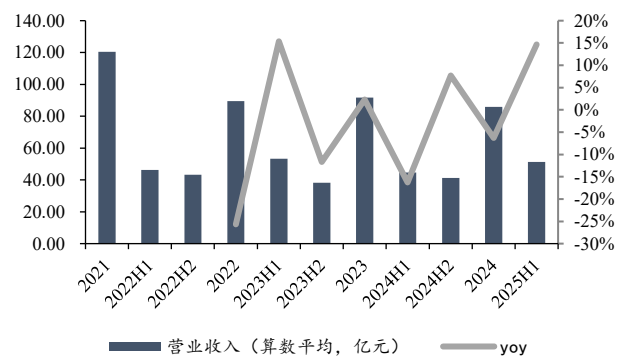
2025 年 1-5 月餐饮需求有一定脉冲修复。根据社零餐饮的数据，餐饮需求 2025Q1，在高基数下实现了中个位数的增长，4-5 月也维持该增速，但 6 月又出现了下滑。餐饮（港股）板块 2025H1 同比来看有一定的修复（营收同增 15%），但相比 2023H1 还是有小幅缺口。

图13：中国社零餐饮收入及限额以上企业餐饮收入同比增速（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：2021-2025H1SW 餐饮（港股）板块营收及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

立高食品、宝立食品表现较好，其中立高主要源自奶油品类的带动，公司不断完善奶油产品矩阵，且会员制商超渠道积极上新。宝立食品得益于大 B 业务保持了较强的稳定性，C 端空刻产品调整之后实现较好增长。安井食品在传统速冻行业中，表现依旧好于行业平均水平。

分渠道来看，上市公司在大 B 端的表现普遍好于小 B 端，我们预计系连锁企业率先修复；C 端和大 B 端业务因为发展阶段、基数大小不同，存在较大分化。分品类来看，面米制品普遍都有下滑，同质化竞争更加明显；菜肴类制品因为各企业基数较小、赛道增速较快，基本都取得了不错的增长。

图15：2023-2025Q2 主要速冻企业营收同比增速（单位：%）

	2023A	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024A	2025Q1	2025Q2
预加工食品（申万）	9.5	4.9	-5.2	-3.5	-1.8	-2.1	-4.8	0.7
安井食品	15.3	17.7	2.3	4.6	7.3	7.7	-4.1	5.7
千味央厨	27.7	8.0	1.6	-1.2	-11.9	-1.7	1.5	-3.1
三全食品	-5.1	-5.0	-4.7	-6.5	-8.1	-6.0	-1.6	-4.4
立高食品	20.2	15.3	2.8	-1.1	22.0	9.6	14.1	18.4
宝立食品	16.3	15.7	10.3	4.1	18.2	11.9	7.2	9.5

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表2：2025H1 主要速冻公司分渠道增速

	大 B	小 B	C 端
安井食品 (仅考虑火锅料、面米制品)	-	中个位数增长	接近双位数增长
千味央厨	5%	下滑 6%	-
三全食品	中个位数增长	双位数下滑	下滑 2%
宝立食品	10%	-	11%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表3：2025H1 主要速冻公司分品类增速

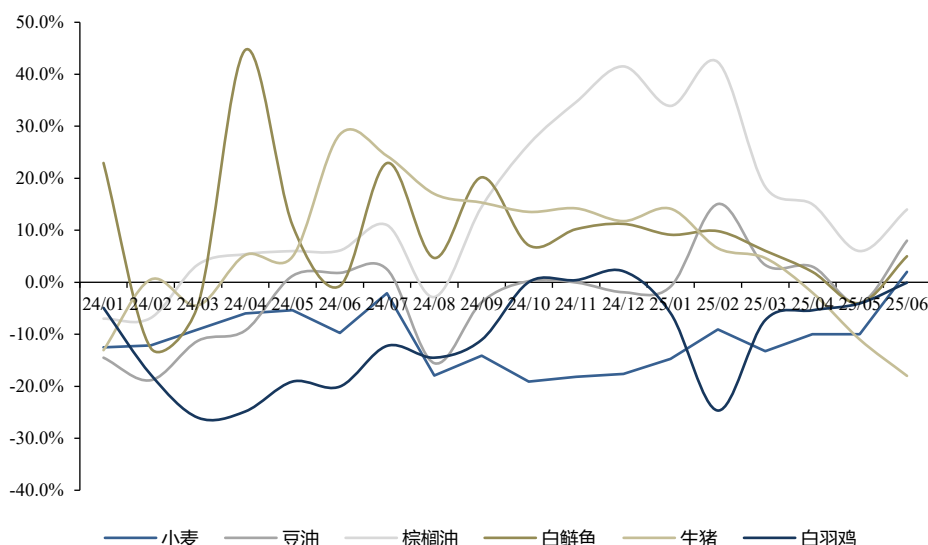
安井食品		千味央厨		三全食品	
速冻调理制品	-2%	主食类 (面米制品为主)	-9%	速冻调理制品	-15%
速冻面米制品	-4%	小食类 (面米制品为主)	-7%	速冻面米制品	-1.5%
菜肴制品	9%	烘焙甜品类	11%	冷藏及短保类	+44%
		冷冻调理菜肴类及其他	67%		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 盈利分析：成本端有压力，传统速冻赛道竞争态势未缓解

核心原料普遍有上涨，油脂类在 2025H1 保持上涨趋势，尤其棕榈油涨幅不低；肉类原料中白鲢鱼价格有上涨，生猪和白羽鸡价格有下降；其余大宗原材料小麦保持价格回落的趋势。

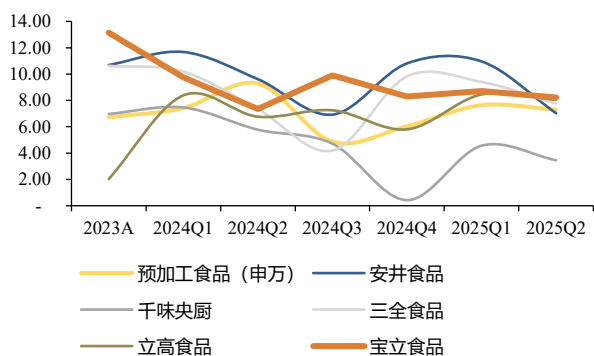
图16: 2024-2025Q2 主要原材料价格同比变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

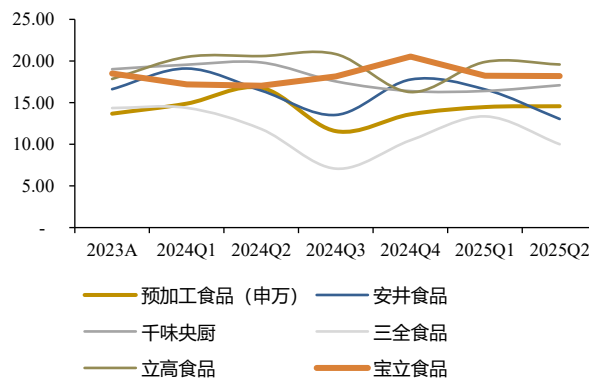
考虑到成本整体有压力, 并且行业竞争的趋势并未趋缓, 2025Q2 安井食品、千味央厨归母净利率均出现同比下滑, 三全食品、立高食品、宝立食品实现同比正增长, 共性都得益于内部提质增效、优化费用、加强成本管控等。从环比的角度来看, 2025Q2 以上几家公司归母净利率并未出现环比提升的趋势, 预计与淡旺季规模效应有关。

图17: 2024-2025Q2 速冻行业主要企业归母净利率 (单位: %)



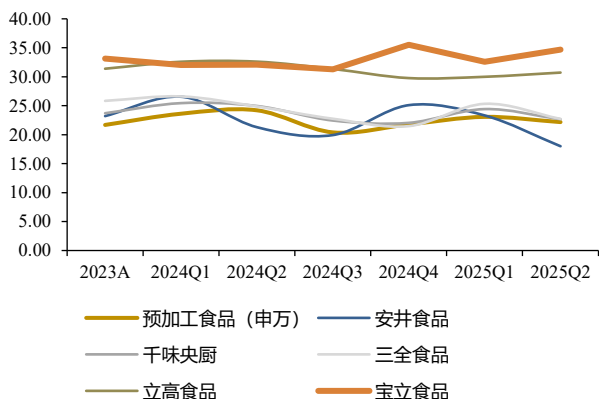
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 2024-2025Q2 速冻行业主要企业毛销差 (单位: %)



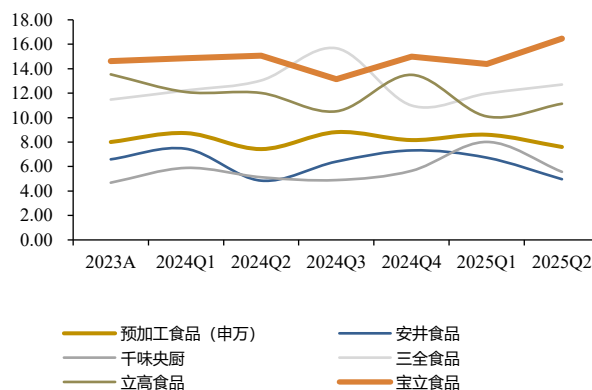
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: 2024-2025Q2 速冻行业主要企业毛利率 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 2024-2025Q2 速冻行业主要企业销售费用率 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3. 投资建议

结合餐饮企业和速冻企业的数据, 我们认为餐饮已经在逐步修复, 大 B 率先修复, 业务更加稳健, 小 B 企业仍在修复过程中。对于速冻上市公司而言, 也逐步从价格竞争、同质化竞争转向为产品创新和需求定制化客户的增量, 以匹配当下的消费趋势和渠道变迁。

我们推荐有一定壁垒的安井食品和成长性突出的立高食品, 关注千味央厨、三全食品、宝立食品。安井食品在传统速冻赛道依旧体现出韧性, 立高食品不断拓宽奶油产品矩阵, 并且内部提质增效的措施持续释放效果。

3. 泛餐饮连锁业态: 巴比、锅圈向上趋势确立, 收入利润同步改善

3.1. 营收分析: 巴比、锅圈触底向上趋势明确

餐饮连锁业态包括以巴比食品为代表的早餐场景、以锅圈为代表的一站式家庭烹饪食材提供者、以绝味等为代表的卤味品牌。巴比食品、锅圈的表现好于连锁卤味, 两家公司在 2024 年下半年有企稳向上的趋势, 2025 年持续改善。

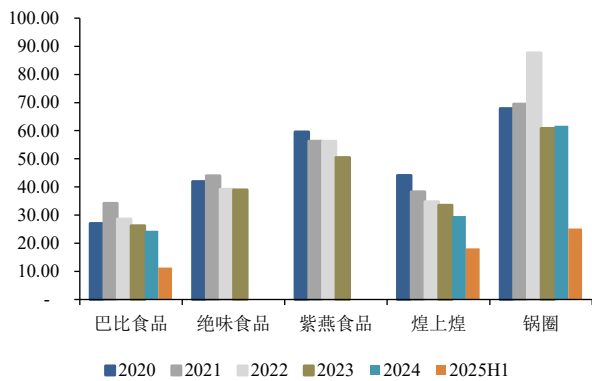
门店数量来看, 巴比食品、锅圈在 2025H1 都实现了门店净增长, 煌上煌门店有收缩 (绝味食品、紫燕食品未披露门店数量, 我们预计绝味食品 2025H1 门店数量也有收缩)。单店营收方面, 巴比食品、锅圈的单店营收已经都实现同比转正。

图21：2023-2025Q2 主要连锁企业收入同比增速（单位：%）

	2023A	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q3	2024Q4	2024A	2025Q1	2025Q2	2025H1
巴比食品	6.9	10.7	-1.9	3.6	-0.5	3.8	2.5	4.5	13.5	9.3
绝味食品	9.6	-7.0	-12.3	-9.7	-13.3	-23.8	-13.8	-11.5	-19.8	-15.6
紫燕食品	-1.5	-8.0	-2.0	-4.6	-4.6	-7.9	-5.3	-18.9	-6.2	-11.5
煌上煌	-1.7	-10.6	-5.1	-7.5	-9.6	-15.6	-9.4	-2.5	-10.7	-7.2
锅圈	-15.1			-3.3			6.2			21.6

数据来源：Wind，东吴证券研究所

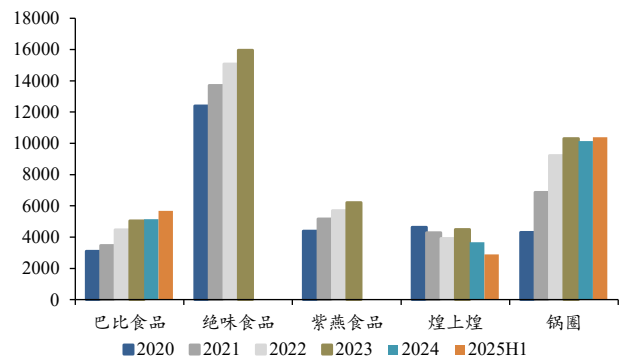
图22：2020-2025H1 泛餐饮连锁企业单店营收(万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：绝味食品、紫燕食品自 2024 年起未披露期末门店数量

图23：2020-2025H1 泛餐饮连锁企业门店数量（家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

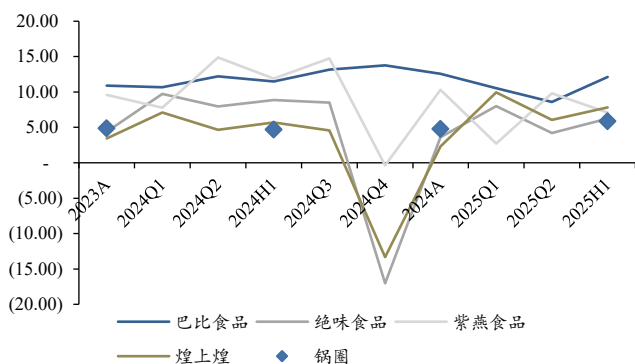
注：绝味食品、紫燕食品自 2024 年起未披露期末门店数量

3.2. 盈利分析：门店改善的企业盈利能力同步改善

2025 上半年锅圈、巴比食品、煌上煌实现了归母净利率同比提升，锅圈主要得益于规模效应下的费用率优化，巴比食品主要得益于成本改善和产能利用率提升，煌上煌主要得益于原材料价格下降。

结合对门店业务的分析，可以发现门店业务（无论是净开店还是单店营收）触底改善的公司，盈利能力表现也较好，规模效应、费效比能够提升。

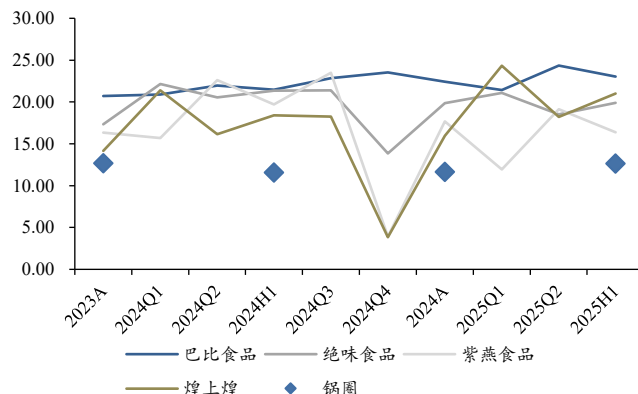
图24：2023-2025Q2 连锁企业归母净利率（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

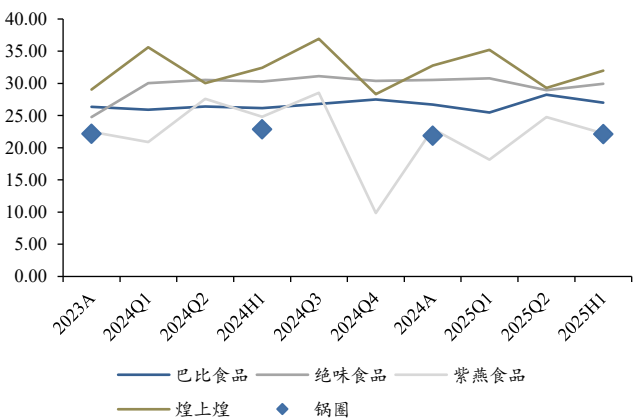
注：1) 巴比食品为扣非净利率；2) 锅圈为核心经营净利率。

图25：2023-2025Q2 连锁企业毛销差（单位：%）



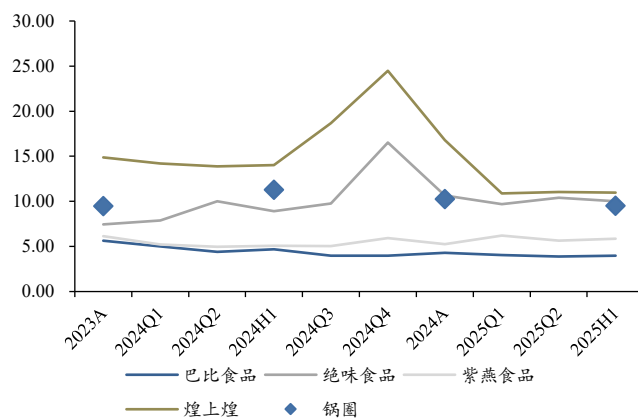
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图26：2023-2025Q2 连锁企业毛利率（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图27：2023-2025Q2 连锁企业销售费用率（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3. 投资建议

连锁业态中我们发现部分公司已经有明显的触底向上的趋势，比如锅圈和巴比，两者在 2024 年下半年就已经体现这样的趋势，进入 2025H1 改善的情况更加显著。巴比体现在单店营收、内生净开店的转正，锅圈体现在同店营收持续保持改善的趋势。并且两者在收入改善的背景下，净利率也得以优化，以及对于拓店的态度更加积极。继续重点推荐锅圈和巴比，两者向上趋势明确，成长有望再加速，当下估值水平合理偏低。

其次可关注绝味食品，公司内部积极求变，有全品类全渠道的愿景，用数智化提升生产、采购效率，打造供应链柔性制造能力，然后构建多品类、多形态的产品矩阵，赋能多渠道、多样化需求。

4. 风险提示

消费修复不及预期风险：经济下行导致消费修复受阻，消费者的消费意愿、消费力恢复可能不及预期。

行业竞争加剧风险：一方面行业内竞争持续加剧推动食品企业持续出清，另一方面由于竞争加剧导致食品企业盈利能力不稳定。

食品安全风险：食品安全内部控制是公司的声誉基石，若出现食品安全事件，公司的业绩以及形象都会遭到严重打击。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>