



食品行业年报及一季报总结

买入（首次评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）

liuchengqian@gjzq.com.cn

chenyujun@gjzq.com.cn

需求稳步修复，龙头优势凸显

投资逻辑：

大众品板块年报显示较强的修复态势，这主要体现在以下三个维度，1) 产品结构，零添加概念食品、低糖饮料、低温奶等品类呈现加速渗透态势，且多数消费者对品质重视程度高于价格，驱动供给端从单一的价格战转型为多方位竞争的品质战。2) 渠道结构，企业加快拥抱新零售渠道，并以定制代工等方式强化合作，以期触达更多消费群体并强化自身产品独特属性，实现收入增长同时获得合理的利润率。与此同时，对于低效渠道合作愈发理性，普遍减少在自媒体电商非必要投放，对 ROI 要求更加严格。3) 竞争层面，面对企业价格战导致现金流恶化，及当前需求端发生的各类结构性变化，行业竞争愈发趋于理性。龙头在本轮竞争中仍维持经营韧性，并积极修炼内功提升效率。随着需求修复、竞争缓和，人效动能逐步释放，积极参与市场份额抢占并获得明显效果。因此整体来看，大众品板块收入和业绩处于逐步修复阶段，其中餐饮链修复态势最为强劲，零食、软饮料呈现结构性景气，乳制品基本企稳。

具体细分子板块来看：

休闲食品：1) 零食：25 年板块表现分化，魔芋、燕麦等健康化大单品维持高景气，盐津/卫龙/西麦收入分别同比+9%/+15%/+18%；洽洽、甘源等受传统渠道下滑和大单品放缓影响承压。26Q1 受春节错期、送礼需求回暖及零食量贩渗透带动，洽洽/甘源/劲仔收入分别同比+41%/+23%/+24%，前期承压企业明显修复，成本下行对利润端修复利好。2) 卤味连锁：25 年仍处于收缩调整阶段，绝味/煌上煌/紫燕收入分别同比-13%/-3%/-4%，主要受客单价下降、门店优化及主动收缩影响；利润端分化，绝味仍在店型调改中，26Q1 煌上煌/紫燕/绝味收入分别同比+16%/+25%/-16%。

餐饮链：1) 基础调味品：25 年餐饮需求偏弱、C 端升级放缓，海天依靠渠道优化和品类扩张，收入/利润分别同比+7%/+11%；中炬、千禾仍受渠道调整和竞争扰动影响。26Q1 海天延续稳健，中炬低基数下收入/利润分别同比+20%/+45%，千禾仍处调整期。2) 复合调味品：25 年复调整体优于基调，B 端定制餐调表现更优，宝立/日辰收入分别同比+11%/+16%；天味、仲景仍在品类调整期。26Q1 天味低基数下收入/利润分别同比+76%/+235%，宝立、日辰延续双位数增长。3) 速冻食品：25 年 Q4 开始修复，安井/立高/千味收入分别同比+7%/+14%/+2%。26Q1 安井收入/利润分别同比+31%/+43%，提价、新品放量和结构改善共同推动收入利润提速；千味收入同比+24%，立高基本持平。

软饮料：25 年板块结构分化，传统大单品承压，健康化、功能化品类高景气。农夫受益于包装水修复和即饮茶高增，收入/利润分别同比+23%/+31%；东鹏受益于能量饮料主业稳健和电解质水放量，收入/利润分别同比+32%/+33%。百润/李子园/香飘飘/养元收入分别同比-3%/-8%/-11%/-12%。26Q1 东鹏延续高增，收入/利润分别同比+21%/+28%，香飘飘、养元等低基数品种有所修复。利润端，原材料成本下行带动毛利率改善，但费用投放对冲部分成本红利。

乳制品：25 年需求整体偏弱，液奶仍承压，但低温奶、奶粉、冷饮等结构性品类表现更优。伊利收入基本持平，利润同比+37%；蒙牛液态奶承压，但奶粉、奶酪、冰淇淋增长，利润端低基数下明显修复；新乳业受益低温奶和特色酸奶，收入/利润分别同比+5%/+36%。26Q1 受春节错期和送礼需求改善带动，伊利、新乳业收入边际修复。盈利端，原奶价格低位叠加费用优化，行业业绩弹性强于收入端。

展望后续，我们推荐 2 条主线，1) 餐饮链修复主线，由于当前行业仍处于弱复苏阶段，看好具备较强 α 的调味品、速冻龙头快速修复报表盈利能力，未来 2-3 年视角兑现成长性，配合估值修复，投资回报率弹性可观，核心推荐海天味业、安琪酵母，建议关注颐海国际、千禾味业等。2) 细分成长主线：高蛋白低脂零食、低糖功能性饮料仍处于渗透率提升、持续铺货阶段，推荐万辰集团、鸣鸣很忙、盐津铺子、劲仔食品、东鹏饮料、农夫山泉。

风险提示

宏观经济增速放缓、原材料价格上涨风险、区域市场竞争风险、食品安全问题风险



内容目录

一、休闲食品：渠道改革效果体现，成本仍对利润有扰动	4
二、餐饮链：B 端需求逐步触底改善，竞争趋缓利润率修复	8
三、软饮料：收入端具备结构性亮点，利润端仍有 PET 下行红利	13
四、乳制品：液奶需求持续承压，成本下行业绩弹性兑现	16
五、风险提示	19

图表目录

图表 1：休闲食品板块标的 25 年/26Q1 营收和净利润对比	4
图表 2：22-25 年鸣鸣很忙、万辰集团收入及门店数倍增	5
图表 3：2025 年山姆、奥乐齐在中国门店数稳步提升	5
图表 4：健康食材新品放量速度快（单位：亿元）	5
图表 5：洽洽、甘源大单品营收增速放缓（单位：亿元）	5
图表 6：休闲食品板块标的 25 年/26Q1 毛利率和净利率对比	6
图表 7：25 年棕榈油、面粉小幅上涨	6
图表 8：鸭苗价格保持低位	6
图表 9：休闲食品板块标的 25 年/26Q1 销售、管理和研发费率对比	7
图表 10：休闲食品板块重点公司 26-28 年盈利预测	8
图表 11：海天酱油品类维持稳健增长态势（单位：亿元）	9
图表 12：25 年社零餐饮收入总额持续降速	9
图表 13：25 年限额以上餐饮企业收入增速放缓	9
图表 14：餐饮链板块标的 25 年/26Q1 营收和净利润对比	9
图表 15：复合调味品 TOC 端近年来增速放缓	10
图表 16：安井分品类收入及增速（单位：亿元）	11
图表 17：立高分品类收入及增速（单位：亿元）	11
图表 18：基础调味品核心原材料成本处于低点	11
图表 19：25 年复合调味品核心原材料成本稳定	11
图表 20：餐饮链板块标的 25 年/26Q1 毛利率和净利率对比	12
图表 21：餐饮链板块标的 25 年/26Q1 销售、管理及研发费率对比	12
图表 22：餐饮链重点公司 26-28 年盈利预测	13
图表 23：软饮料板块标的 25 年/26Q1 营收和归母净利润对比	14
图表 24：农夫山泉包装水恢复增长修复	14
图表 25：无糖茶、电解质水等维持高增长（单位：亿元）	14
图表 26：软饮料板块标的 25 年/26Q1 毛利率和净利率对比	15



图表 27: 25 年软饮料行业原材料成本持续下行.....	15
图表 28: 25 年统一和康师傅饮料净利率明显改善.....	15
图表 29: 软饮料板块标的 25 年/26Q1 销售、管理及研发费率对比.....	15
图表 30: 软饮料板块重点公司 26-28 年盈利预测.....	16
图表 31: 乳制品板块标的 25 年/26Q1 营收和归母净利润对比.....	17
图表 32: 伊利液态奶营收下滑 (单位: 亿元).....	17
图表 33: 蒙牛液态奶营收下滑 (单位: 亿元).....	17
图表 34: 生鲜乳价格持续下降.....	17
图表 35: 乳制品产量累计同比下降.....	17
图表 36: 乳制品板块标的 25 年/26Q1 毛利率、净利率对比.....	18
图表 37: 乳制品板块标的 25 年/26Q1 销售、管理及研发费率对比.....	18
图表 38: 乳制品板块重点公司 26-28 年盈利预测.....	18



一、休闲食品：渠道改革效果体现，成本仍对利润有扰动

■ 收入端：零食 26Q1 均有提速，卤味连锁逐步企稳

1、休闲零食：伴随着魔芋等大单品持续驱动，下游新渠道如零食量贩高速开店，行业维持高景气度，但内部分化日益加剧。从 25 年表现来看，板块红利已逐步从渠道过渡为品类，高蛋白、低脂、零添加等品类仍保持高增。例如，西麦食品、盐津铺子、卫龙美味凭借燕麦、魔芋大单品放量实现高增长，25 年收入端分别增长 18%/9%/15%。

此外，仍有部分企业受渠道分流及品类老化影响，25 年收入承压。如洽洽食品、甘源食品、劲仔食品 25 年收入分别-8%/-7%/+1%。其中洽洽和甘源受传统优势渠道如商超、流通渠道下滑拖累较为明显，劲仔则受第二曲线鹌鹑蛋表现不及预期拖累。核心来看，新渠道红利已过增长最快阶段，优势品类挖潜和深耕为后续增长主要驱动力。

从 26Q1 收入表现来看，春节错期成为较强的驱动因素，此外下沉市场零食量贩渠道持续渗透、送礼需求回暖，均为零食企业带来较好的增长契机，如洽洽、甘源、劲仔、西麦等 26Q1 收入分别增长 41%/23%/24%/26%。盐津受线上渠道调整优化拖累，仅实现个位数增长，但剔除线上拖累，预估线下仍实现双位数增长。

将 25Q4 与 26Q1 合并来看，休闲零食板块呈现“春节错期修复+品类分化延续”的特征。具体来看，洽洽/甘源/劲仔/盐津 Q4+Q1 收入分别同比+8.5%/+2.1%/+11.1%/-1.8%。其中洽洽受春节旺季送礼需求回暖带动，Q1 收入实现较大幅度修复；劲仔受益于零食量贩渠道合作深化、线下网点持续扩张，收入恢复双位数增长。盐津 Q4+Q1 收入承压，主要系公司主动优化电商及部分传统流通渠道、减少低效 SKU 所致，量贩及会员店等核心渠道预计仍保持较好增长。甘源增速处于低位，仍受传统渠道及电商渠道拖累。

图表1：休闲食品板块标的 25 年/26Q1 营收和净利润对比

公司名称	营业收入(亿元, %)						归母净利润(亿元, %)					
	25 年	YOY	25Q4	YOY	26Q1	YOY	25 年	YOY	25Q4	YOY	26Q1	YOY
盐津铺子	57.6	9%	13.4	-7%	15.8	3%	7.5	17%	1.4	-2%	2.3	29%
甘源食品	21.0	-7%	5.6	-14%	6.2	23%	2.1	-45%	0.5	-47%	0.7	26%
劲仔食品	24.4	1%	6.3	-1%	7.4	24%	2.4	-17%	0.7	-9%	0.7	5%
洽洽食品	65.7	-8%	20.7	-13%	22.2	41%	3.2	-63%	1.5	-33%	1.7	118%
有友食品	15.9	34%	3.4	16%	5.3	40%	1.9	18%	0.1	-67%	0.7	31%
卫龙美味	72.2	15%					14.3	33%				
三只松鼠	101.9	-4%	24.3	-30%	38.4	3%	1.6	-62%	-0.1	-108%	2.7	14%
良品铺子	54.9	-23%	13.5	-20%	20.4	18%	-1.5	NA	-0.3	NA	0.5	NA
万辰集团	514.6	59%	149.0	27%	166.3	54%	13.4	358%	4.9	134%	6.3	193%
绝味食品	54.7	-13%	12.1	-3%	12.7	-16%	-1.9	-184%	-4.7	NA	0.7	-41%
煌上煌	16.8	-3%	3.1	6%	5.2	16%	0.8	102%	-0.2	NA	0.5	3%
紫燕食品	32.4	-4%	7.2	7%	7.0	25%	2.4	-32%	0.4	NA	0.8	447%
周黑鸭	25.4	3%					1.6	60%				

来源：Wind, 国金证券研究所(注：港股不披露季报故没有 Q4、Q1 财务数据拆解，下同；NA 代表持续亏损或者扭亏为盈)

从渠道表现来看，流量逐步向具备便利性、性价比、多元选择的渠道转移。1) 线下商超人流持续下滑，部分流通渠道受损明显，但新兴会员商超、零食专营、CVS 等业态持续发力。如量贩零食龙头鸣鸣很忙 25 年门店数量超 21948 家，26 年仍在持续开店。山姆会员店 22 年底约 40 家，25 年底开设至 63 家。2) 线上大盘整体增速回落，企业端更注重盈利。近年来，天猫、京东、抖音、拼多多持续瓜分线上流量，投流费用越发昂贵，显著降低，因此多数企业主动优化线上渠道 sku，聚焦盈利性大单品，并且调整直播结构(直播和商品卡为主)，以实现利润率改善。

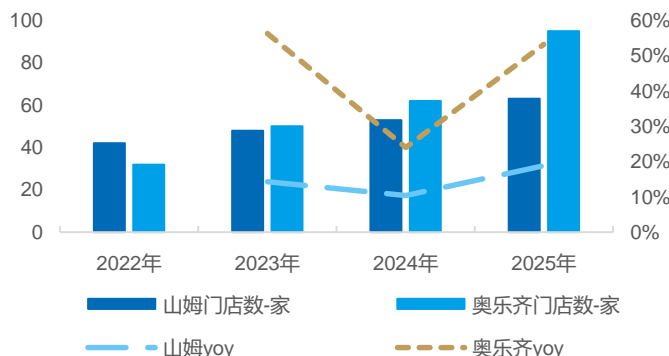
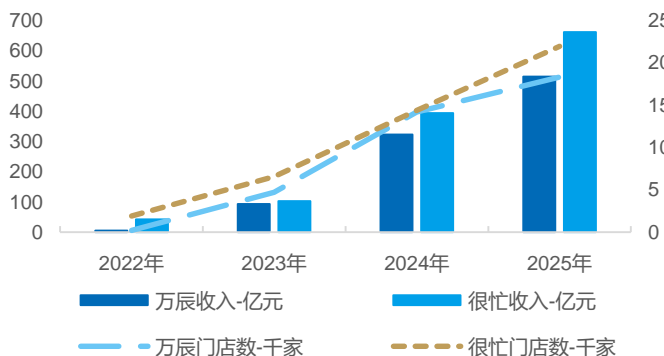
分公司来看，1) 盐津 25 年线下/线上渠道销售额分别为 48.41/9.22 亿元，同比+16.79%/-20.50%。电商渠道收入显著下滑，主要系优化长尾和代工 sku。经销渠道高增系大魔王品牌势能辐射全渠道，其中零食量贩、定量渠道快速铺货终端增速亮眼，会员店蛋皇品类月销维持高位。2) 甘源经销/电商/直营及其他渠道 25 年分别实现收入 15.85/3.25/1.63 亿元，分别同比-17.74%/+35.77%/+101.94%。具体来看，零食量贩、会员商超保持稳健



增长，其他 KA 渠道下滑幅度收窄，海外已铺新品但尚未明显放量。3) 劲仔 25 年线下/线上渠道收入分别实现收入 20.98/3.45 亿元，同比+3.80%/-11.77%，线下开发经销商并强化单店产出，零食量贩合作 sku 数量提升，H2 大幅提速。线上渠道方面，清理低效经销网点，聚焦专营店新品测试和品牌露出，因此线上承压。

图表2: 22-25 年鸣鸣很忙、万辰集团收入及门店数倍增

图表3: 2025 年山姆、奥乐齐在中国门店数稳步提升



来源: 鸣鸣很忙招股书, 万辰集团公司公告, 国金证券研究所

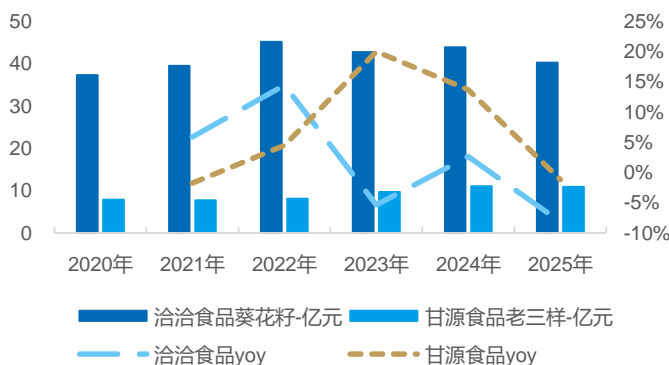
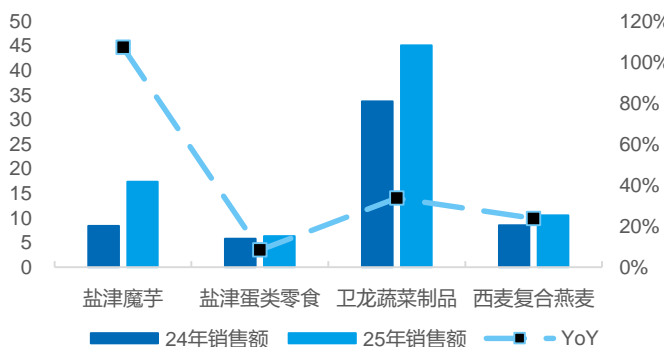
来源: 中国连锁经营协会, 21 教育网, 国金证券研究所

从产品表现来看，零食品类较多且竞争格局较为分散，各家主营产品错位竞争，25 年分化较为显著。但魔芋、鹌鹑蛋、燕麦等因其食材具备高蛋白、低卡路里、营养素丰富等特征，满足消费者对于健康、减脂的需求，25 年持续扩张网点，提升单店卖力，市场规模高速增长。1) 盐津魔芋/盐津蛋类零食/卫龙蔬菜制品/西麦复合燕麦 25 年分别实现营收 17.37/6.28/45.06/10.53 亿元，分别同比增长 107.23%/8.35%/33.69%/23.76%。2) 劲仔、洽洽大单品收入表现相对稳健，但鹌鹑蛋、坚果等第二曲线表现不及预期，25 年劲仔禽类零食/洽洽坚果分别实现营收 4.49/17.63 亿元，同比-11.91%/-8.37%，显著低于预期。

具体到公司内部来看，盐津 25 年魔芋零食/海味零食/蛋制品/豆制品/果干果冻/烘焙薯类分别实现收入 17.73/7.60/6.28/3.60/7.49/8.98 亿元，同比+107.23%/+12.53%/+8.35%/-0.39%/+4.32%/-22.43%。甘源 25 年青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁及豆果/其他系列分别实现营收 5.30/2.82/2.78/5.74/4.09 亿元，同比+1.09%/-6.46%/+0.31%/-18.62%/-6.76%。劲仔 25 年鱼制品/豆制品/蔬菜制品/禽肉制品收入分别为 16.46/2.31/1.17/4.49 亿元，同比+7.33%/-6.47%/-4.01%/-11.91%。洽洽 25 年瓜子/坚果分别实现营收 40.23/17.63 亿元，同比-8.19%/-8.37%。

图表4: 健康食材新品放量速度快 (单位: 亿元)

图表5: 洽洽、甘源大单品营收增速放缓 (单位: 亿元)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

2、卤味连锁: 收入端延续收缩态势。绝味食品、煌上煌、紫燕食品仍处于收入下滑阶段，主要受消费端客单价下降及门店收缩影响。部分企业通过关停低效门店、控制费用实现利润修复，周黑鸭顺利转正。从 25 年收入情况来看，绝味/周黑鸭/煌上煌/紫燕分别实现收入 54.67/25.36/16.84/32.38 亿元，同比-12.62%/+3.50%/-3.19%/-3.70%。

■ 盈利端: 零食成本压力逐步缓解，卤味门店调改效果逐步体现

1、休闲零食: 毛利率端由于主要原材料成本提升&渠道结构变化，行业内各公司 25 年毛



利率大多同比下降，如盐津/甘源/劲仔/洽洽 25 年分别同比持平/-1pct/-1pct/-5pct，其中洽洽下滑较多系葵花籽和坚果原材料价格均有上涨，且单一原材料占比较高。但下游渠道型企业如万辰集团/鸣鸣很忙 25 年毛利率同比+2/+2pct，系公司规模效应显现、门店经营效率提升。

从费用端来看，25 年企业层面主动优化渠道结构，如降低电商渠道低效投放，增加和零售量贩、会员商超合作力度，因此销售费率多为下降趋势，但受规模效应摊薄影响，最终盐津/甘源/劲仔/洽洽销售费率分别同比-2/+5/+1/+1pct。而管理及研发费率方面，多数公司延续降本增效策略，25 年普遍呈现下降趋势。其中盐津期间费率优化最为显著，主要系公司主动优化电商渠道低毛利和代工产品，定量装等高毛利率渠道占比提升。

从 26Q1 来看，受益于成本下行及规模效应释放，洽洽/甘源/西麦等企业毛利率明显提升，分别同比+6/持平/+1pct。费用端，因春节期间加大品牌宣传、地面推广等活动投放，整体销售费率有所上移，26Q1 盐津/甘源/劲仔/洽洽毛利率同比+3/持平/-3/+6pct。在毛利率显著拉动下，最终净利率层面，多数企业呈现较为明显的改善，26Q1 盐津/甘源/劲仔/洽洽同比+3/持平/-2/+3pct。

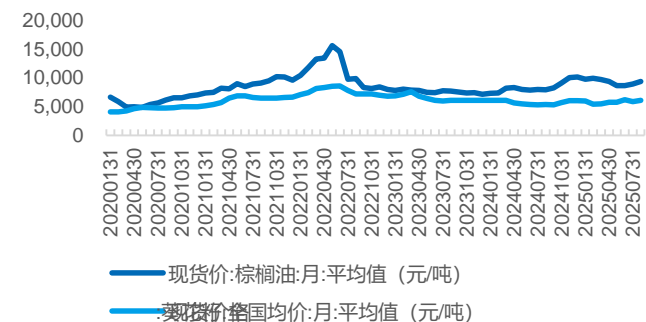
图表6: 休闲食品板块标的 25 年/26Q1 毛利率和净利率对比

公司名称	毛利率(%)						净利率(%)					
	25 年	同比变动	25Q4	同比变动	26Q1	同比变动	25 年	同比变动	25Q4	同比变动	26Q1	同比变动
盐津铺子	30%	0%	32%	5%	32%	3%	14%	1%	11%	1%	15%	3%
甘源食品	34%	-1%	34%	-1%	34%	0%	9%	-7%	9%	-6%	11%	0%
劲仔食品	29%	-1%	29%	-2%	27%	-3%	10%	-2%	11%	-1%	10%	-2%
洽洽食品	23%	-5%	27%	1%	25%	6%	4%	-7%	7%	-2%	8%	3%
有友食品	25%	-3%	20%	-6%	24%	-3%	16%	-2%	3%	-9%	12%	-1%
卫龙美味	48%	0%					23%	3%				
三只松鼠	24%	0%	22%	0%	27%	1%	1%	-2%	0%	-2%	7%	1%
良品铺子	25%	-1%	24%	1%	27%	3%	-2%	-2%	-2%	2%	2%	4%
万辰集团	12%	1%	14%	3%	13%	2%	4%	2%	3%	1%	4%	2%
绝味食品	29%	-1%	28%	-3%	27%	-4%	-3%	-7%	-39%	-22%	6%	-2%
煌上煌	31%	-1%	29%	1%	33%	-2%	5%	3%	-6%	7%	9%	-1%
紫燕食品	22%	0%	23%	13%	19%	1%	7%	-3%	6%	6%	12%	9%
周黑鸭	58%	1%					6%	2%				

来源: Wind, 国金证券研究所

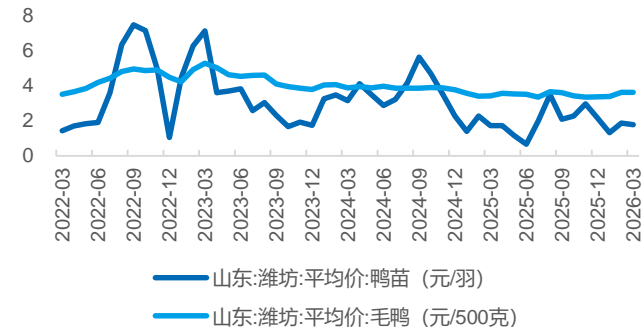
2、卤味连锁：原材料端，从 25 年来看，鸭副、禽肉价格下行显著缓解成本压力，但从规模效应角度来看，多数公司因收入端承压，因此毛利率具备下行压力，绝味食品/周黑鸭/煌上煌/紫燕食品 25 年毛利率分别同比持平/+1pct/-1pct/持平。目前鸭副和禽类原材料价格较为稳定，预计 26 年仍可延续原材料价格低位，利润弹性持续释放。

图表7: 25 年棕榈油、面粉小幅上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 鸭苗价格保持低位



来源: Wind, 国金证券研究所



从费用端来看，为应对市场竞争和刺激旺季需求，龙头企业加强费用投放，绝味食品/紫燕食品 25 年销售费率分别同比-1/+1pct。而煌上煌和周黑鸭聚焦降本增效，减少促销相关活动 25 年销售费率分别-5/-1pct。各家管理费用偏刚性，受销售规模下降影响，管理费率呈现提升趋势，25 年绝味食品/煌上煌/紫燕食品管理及研发费率分别同比+2/-2/+1pct。

从 26Q1 来看，前期门店调改和收缩战略具备成效，毛利率端开始企稳改善，净利率方面仍受益于精细化费用管控，亦呈现较为明显的抬升趋势。具体来看，26Q1 绝味食品/煌上煌/紫燕食品毛利率分别同比+2pct/持平/持平，净利率分别同比+1pct/-1pct/-1pct。

图表9：休闲食品板块标的 25 年/26Q1 销售、管理和研发费率对比

公司名称	销售费率(%)						管理+研发费率(%)					
	25 年	同比变动	25Q4	同比变动	26Q1	同比变动	25 年	同比变动	25Q4	同比变动	26Q1	同比变动
盐津铺子	11%	-2%	12%	1%	11%	0%	5%	-1%	5%	-1%	5%	0%
甘源食品	18%	5%	17%	4%	17%	0%	6%	1%	6%	0%	5%	-1%
劲仔食品	13%	1%	11%	0%	11%	-3%	7%	1%	7%	1%	5%	-1%
洽洽食品	11%	1%	11%	1%	12%	1%	6%	1%	5%	0%	4%	-1%
有友食品	9%	-2%	11%	1%	7%	-2%	4%	-1%	6%	0%	3%	-1%
卫龙美味	16%	0%					6%	-2%				
三只松鼠	20%	2%	17%	0%	16%	-3%	3%	1%	3%	1%	3%	1%
良品铺子	24%	2%	21%	-2%	21%	-3%	4%	-1%	5%	1%	3%	0%
万辰集团	3%	-1%	3%	-1%	3%	-1%	3%	0%	3%	0%	3%	0%
绝味食品	10%	-1%	10%	-6%	8%	-2%	10%	2%	12%	1%	10%	1%
煌上煌	12%	-5%	13%	-11%	9%	-2%	12%	-2%	11%	-9%	12%	-1%
紫燕食品	7%	1%	10%	4%	8%	2%	6%	1%	4%	-2%	8%	-1%
周黑鸭	39%	-1%					11%					

来源：Wind, 国金证券研究所

■ 盈利预测及投资建议

零食板块业绩分化持续演绎，主要系渠道合作周期差异，比如劲仔、洽洽仍处于新渠道导入期，25 年加大和零食量贩合作力度，Q1 收入提速超预期；但盐津、甘源等企业已处于量贩、会员店等渠道成熟期，且当前正经历渠道变革（电商、传统流通渠道持续调整）收入表现略低于预期。我们认为当前新渠道红利仍在持续，随着合作程度由浅到深、范围由点到面铺开，26 年仍可期待新渠道放量带来的贡献。

回顾此轮渠道变革至今，下游新兴零售商实现较快成长，主要系开店数增长叠加规模效应释放带来利润率提升。且对于上游而言，多数生产品牌企业合作新渠道（零食量贩、会员店）后，基于稳定增长的出货预期，采购、生产等规模效应同步释放，仍逐步实现净利率提升。这表明新渠道具备长期发展思维模式，并非单纯以压价上游来提升利润率，而是权衡产业链利益分配，基于各方互利角度定价。相较于此前增速较快但持续挤压上游利润的新媒体电商平台，我们认为此类渠道产业链地位更为稳固，业绩成长持续性更强。

展望后续，我们仍看好新渠道放量&魔芋大单品渗透率提升逻辑，推荐核心 1) 大单品空间广阔，成长性强的零食个股。大单品具备较强的经营势能，可以帮助放大品牌声量，打开渠道空间，同时改善利润率水平。我们依旧看好魔芋、鹌鹑蛋等品类红利，持续推荐盐津铺子、卫龙美味，关注劲仔食品调改节奏。2) 经营效率持续提升，开店+单店收入双轮驱动的量贩零食龙头，推荐万辰集团、鸣鸣很忙。3) 卤味连锁板块需求因主动关店和客单价下降呈现较大的压力，26 年有望在门店质量提升、模型调改后实现单店收入企稳。



图表10: 休闲食品板块重点公司26-28年盈利预测

板块	公司名称	收入 (亿元)			YOY			归母净利 (亿元)			YOY			PE		
		26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
休闲零食	盐津铺子	65	74	83	13%	14%	12%	9	11	13	20%	23%	16%	16	13	12
	劲仔食品	29	34	40	20%	17%	16%	3	4	5	23%	23%	27%	16	13	10
	甘源食品	23	25	27	10%	9%	9%	3			32%	24%	17%	18	15	12
	卫龙美味	83	94	105	15%	13%	12%	17	21	23	19%	21%	13%	13	11	10
	万辰集团	688	823	903	34%	20%	10%	27	33	36	100%	23%	10%	15	12	11
	鸣鸣很忙	882	1014	1088	33%	15%	7%	36	46	54	53%	29%	17%	19	15	12

来源: Wind, 国金证券研究所(注: 股价截至5月2日, 港币汇率为1 HKD=0.88CNY)

二、餐饮链: B端需求逐步触底改善, 竞争趋缓利润率修复

■ 收入端: 受餐饮需求扰动, 25年行业总体承压

1、基础调味品: 存量市场竞争加剧, 龙头具备经营韧性

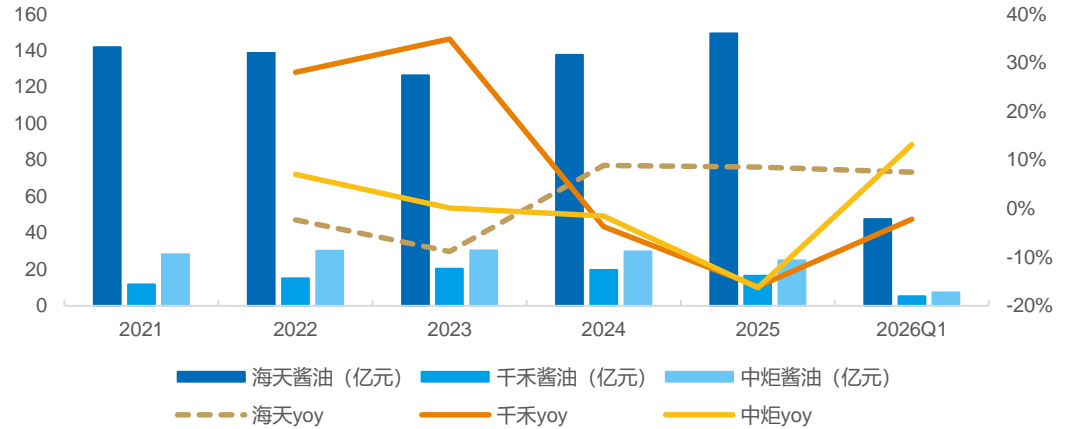
整体来看, 25年餐饮大盘呈现需求疲软、居民端结构升级速度放缓, 具体表现在1) 下游餐饮需求平淡, 社零餐饮进入Q2淡季后增速明显切档。2) 餐饮端存在降本增效压力, 预制菜、复合调味品使用比例提升, 对于提升出餐效率, 实现口味标准化有重要作用。另外大众连锁餐饮仍呈现复苏态势, 中高端餐饮需求明显承压, 具备一定程度分化。3) 对于C端而言, 零添加健康化风潮延续, 但市场竞争进一步加剧, 导致平价零添加产品占比提升, 吨价升级速度放缓。

从龙头差异化的业绩表现来看, 龙头仍保持较强的经营韧性, 在行业承压期间持续提升市占率。25年海天/中炬/千禾收入增速分别为+7.32%/-23.90%/-16.32%, 26Q1分别同比+8.57%/+19.88%/-1.57%, 我们认为海天持续逆势增长系: 1) 市场增量挖掘: 海天的渠道结构中BC占比更为均衡, 改革思路更为灵活。公司深刻反思内部产品和渠道存在的问题, 持续强化对于餐饮客户柔性定制需求的响应, 同时加大力度挖掘C端碎片化渠道, 实现B/C两方面的增量。2) 产品矩阵差异: 海天产品矩阵更加丰富, 从产品拆分开看, 全品类(含蚝油、调味酱)基本实现双位数增长。而千禾和中炬主要依赖优势大单品酱油, 但目前酱油市场逐步趋于饱和, 市场竞争加剧背景下, 持续提升市占率难度较大。3) 经营能力差异: 海天作为调味品赛道龙头, 与第二名收入拉开显著差距, 系公司内部激励机制有效、管理层对于市场需求感知度强且变革效率高, 因此公司品牌、渠道力持续巩固。相较于中炬和千禾, 分别有管理层换届、食品安全事件扰动, 海天整体发展路径更为稳健。

将25Q4与26Q1合并来看, 板块修复趋势较为清晰, 且收入修复逐步向利润端传导。海天延续稳健增长, Q4+Q1收入同比+9.9%, 剔除春节错期扰动后仍体现出较强的经营韧性, 主要受益于渠道调整、品类扩张及成本红利释放; 中炬、千禾Q4+Q1收入分别同比-11.8%/-13.0%, 仍处于调整修复阶段, 主要系前期渠道库存和终端动销压力仍需消化, 但Q1较Q4已有边际改善。

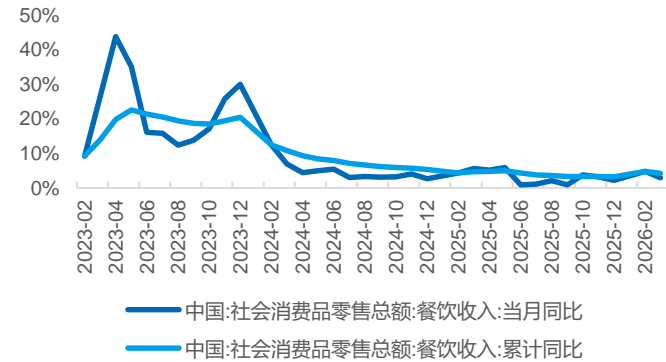


图表11: 海天酱油品类维持稳健增长态势 (单位: 亿元)

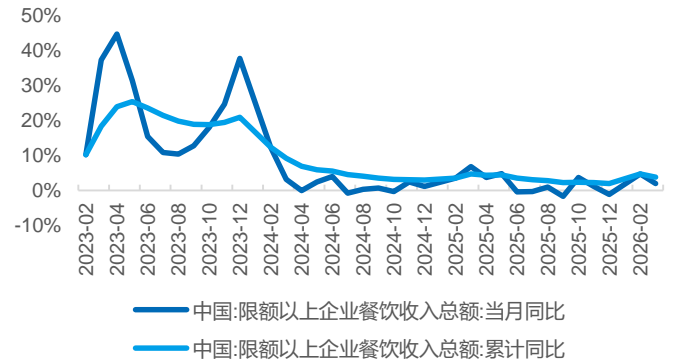


来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表12: 25年社零餐饮收入总额持续降速



图表13: 25年限额以上餐饮企业收入增速放缓



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表14: 餐饮链板块标的25年/26Q1营收和净利润对比

公司名称	营业收入(亿元, %)						归母净利润(亿元, %)					
	25年	YOY	25Q4	YOY	26Q1	YOY	25年	YOY	25Q4	YOY	26Q1	YOY
海天味业	288.7	7%	72.5	11%	90.3	9%	70.4	11%	17.2	12%	24.4	11%
中炬高新	42.0	-24%	10.4	-34%	13.2	20%	5.4	-40%	1.6	-50%	2.6	45%
千禾味业	25.7	-16%	5.8	-25%	8.2	-2%	3.5	-32%	0.9	-46%	1.5	-8%
天味食品	34.5	-1%	10.4	-7%	11.3	76%	5.7	-9%	1.8	-8%	2.5	235%
颐海国际	66.1	1%					8.5	15%				
宝立食品	29.3	11%	8.0	11%	7.8	16%	2.6	13%	0.7	18%	0.7	13%
日辰股份	4.7	16%	1.2	16%	1.3	24%	0.8	32%	0.2	111%	0.2	3%
恒顺醋业	22.9	4%	6.6	-1%	6.5	4%	1.4	13%	0.0	-74%	0.7	18%
安琪酵母	167.3	10%	49.4	15%	45.3	19%	15.4	17%	4.3	15%	4.3	15%
涪陵榨菜	24.3	2%	4.3	2%	7.5	6%	7.7	-4%	1.0	-26%	2.7	0%
仲景食品	10.8	-1%	2.6	-1%	3.0	7%	1.9	9%	0.4	44%	0.5	11%
安井食品	161.9	7%	48.2	19%	47.1	31%	13.6	-8%	4.1	-6%	5.6	43%
三全食品	65.4	-1%	15.4	2%	24.5	11%	5.4	0%	1.5	1%	2.7	29%



千味央厨	19.0	2%	5.2	3%	5.8	24%	0.6	-24%	0.1	358%	0.2	5%
立高食品	43.5	14%	12.1	8%	10.5	0%	3.0	14%	0.6	-12%	0.6	-28%

来源: Wind, 国金证券研究所

2、复合调味品：定制餐调持续拓客，C端需求相对稳健

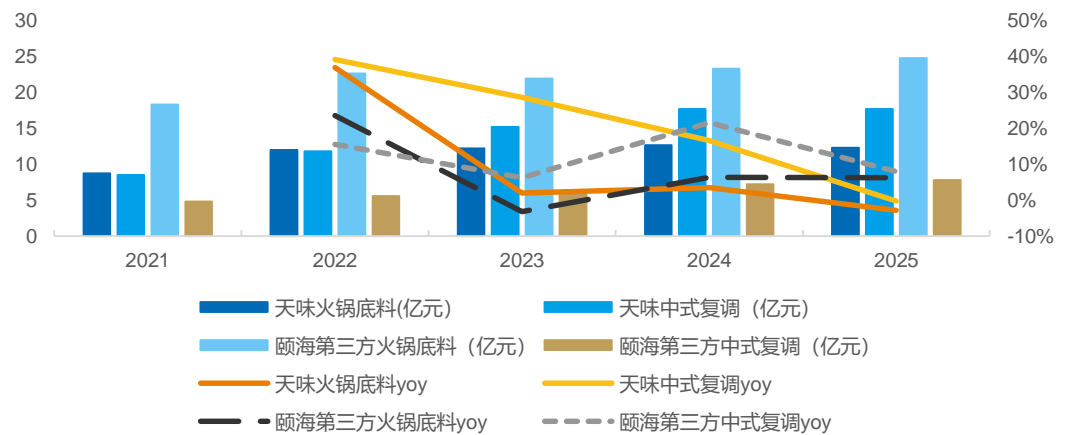
25 年复调表现整体优于基调，但内部表现仍有分化。行业层面，因品类创新难度加大，全国性大单品难以再度涌现，传统品类老化动销放缓；叠加主流渠道如商超正处于积极变革期，流通渠道铺货率已较高，新兴渠道红利难以快速释放，产品和渠道两个维度均显示，复调行业步入平缓的增长期。分渠道来看，随着餐饮连锁化率提升及餐饮大盘量的维度修复，B 端表现占优。C 端更多表现为竞争格局改善带来的龙头市占率提升，增速相对平淡。

分公司来看，颐海国际 25 年收入+1.12%（其中 H2 提速）中式复调、方便速食受益于新客户拓展，及新品或大单品渗透率提升实现稳步增长，但火锅调料主要系关联方拖累增速较慢；宝立食品与日辰股份保持高增长（25 年收入+10.66%/+15.70%），得益于 B 端客户持续开拓及老客户做深做透。仲景食品、天味食品均有下滑（25 年收入-1.42%/-0.79%）主要系内部处于品类调整阶段，第二曲线仍在持续摸索。

从 26Q1 表现来看，行业延续 25 年发展趋势，即 B 端依靠拓客户驱动增长，C 端表现相对平淡。26Q1 天味/宝立/日辰分别增长 76.19%/16.00%/23.73%，其中天味随着经营策略调整见效及市场需求的逐步恢复，低基数下 Q1 报表显著回暖。食萃和加点滋味补齐持续补齐线上渠道短板，并帮助改善盈利能力来看天味 25 年线下/线上分别实现营收 25.07/9.36 亿元，12 同比+18%/+56.91%。

将 25Q4 与 26Q1 合并来看，复合调味品表现由低基数、渠道库存消化共同推动。天味 Q4+Q1 收入同比+23.3%，修复弹性最为明显，主要受益于前期库存压力缓解、春节备货恢复及经营策略调整见效；宝立、日辰 Q4+Q1 收入分别同比+13.4%/+20.0%。整体来看，复调板块在低基数下已经率先体现双位数修复，但后续仍需观察 C 端大单品动销和 B 端客户需求的持续性。

图表 15: 复合调味品 TOC 端近年来增速放缓



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

3、速冻食品：25Q4 体现经营拐点，新零售具备成长看点

速冻板块需求自 25Q4 开始修复，主要系下游餐饮 B 端需求回暖，C 端通过产品创新及新零售渠道拓展保持相对增长韧性。安井食品/立高食品/千味央厨 25 年营收同比 7.05%/13.51%/1.64%（25Q4 分别同比+19.05%/+8.13%/+3.36%），Q4 体现为较为明显的提速。分公司来看，安井受益于促销收窄，25 年调理制品/米面制品/菜肴制品营收分别增长 7.79%/-2.61%/10.84%。立高得益于稀奶油产品放量及会员商超渠道新品贡献，25 年冷冻烘焙食品/奶油/水果制品/酱料分别增长 7.37%/16.41%/0.84%/33.51%。千味积极开拓新零售等渠道，大 B 端需求相对平稳，传统小 B 端略有压力，25 年直营/经销分别 +11.00%/-6.18%。

从 26Q1 表现来看，安井展现出较强的阿尔法，Q1 持续提速至 30%+，主要系 1 月针对部分品类提价，且春节期间锁鲜装品类增速亮眼，改善产品结构。而立高、千味则 Q1 增速分别为 0.27%/23.83%，立高在山姆渠道持续上新，巩固内生增长。千味则处于拓客户过程

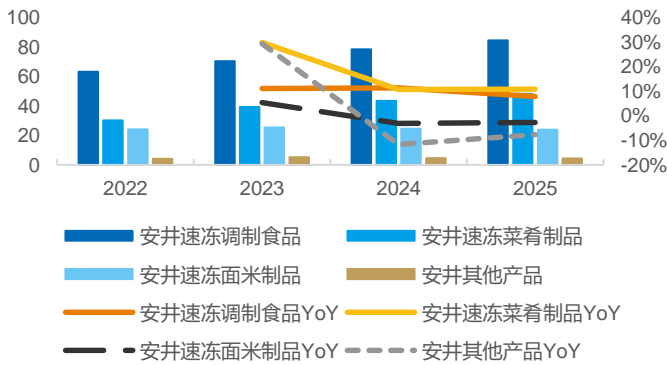


中，通过接入新的品类实现稳健的增长。

将25Q4与26Q1合并来看，速冻食品板块呈现修复态势。安井/三全/千味/立高 Q4+Q1 收入分别同比+24.6%/+7.3%/+13.1%/+4.1%，均实现正增长且较25年前三季度有所改善。其中安井收入提速最为突出，一方面受益于下游B端需求逐步复苏，另一方面公司自身阿尔法较强，锁鲜装等优势品类放量、产品结构改善及部分产品提价共同推动增长。三全、千味则更多体现行业需求修复和渠道拓展带来的边际改善；立高受益于稀奶油产品放量及会员商超渠道新品贡献，收入端维持正增长。

图表16: 安井分品类收入及增速 (单位: 亿元)

图表17: 立高分品类收入及增速 (单位: 亿元)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

■ 盈利端: 成本红利释放, 规模效应收缩扰动

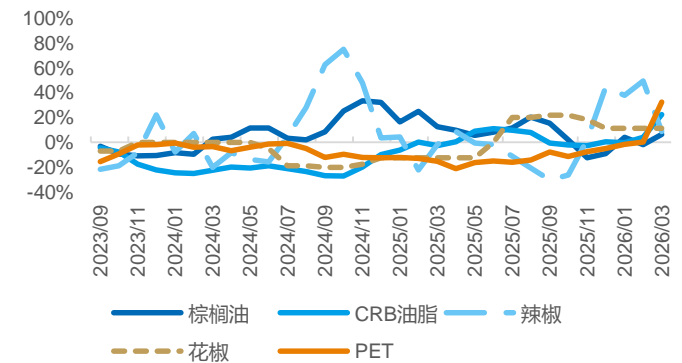
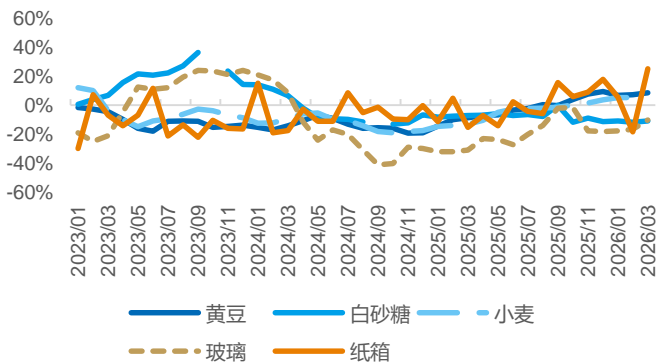
1、基础调味品: 自23年初各项原材料价格逐步回落, 但酿造周期因素导致毛利率延迟反馈, 25年报表端全面享受原材料下行红利。25年海天/中炬/千禾/恒顺毛利率分别为39%/39%/37%/32%, 分别同比+3pct/-1pct/+1pct/-2pct。26Q1分别+2pct/+4pct/+2pct/持平, 仍延续改善态势。

其中, 海天味业毛利率改善突出主要系包材辅料、大豆成本下行, 同时预计产品结构优化亦有帮助。中炬高新毛利率小幅改善系原材料红利体现、工厂效率提升, 但规模效应减弱对冲成本红利。千禾味业受折旧摊销等刚性支出扰动, 对冲结构改善及成本下行红利。

从费率角度看, 基础调味品偏存量市场竞争较为激烈, 叠加收入端承压规模效应缩减, 因此销售/管理费率普遍有提升, 其中25年海天/中炬/千禾/恒顺的销售费率分别同比+1pct/+4pct/+4pct/-1pct; 管理费率分别同比持平/持平/持平/持平。各家销售费用增长主要系广告支出、终端促销等活动增加。但从毛销差角度来看, 基础调味品企业基本维持稳定。

图表18: 基础调味品核心原材料成本处于低点

图表19: 25年复合调味品核心原材料成本稳定



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所



图表20: 餐饮链板块标的 25 年/26Q1 毛利率和净利率对比

公司名称	毛利率(%)						净利率(%)					
	25 年	同比变动	25Q4	同比变动	26Q1	同比变动	25 年	同比变动	25Q4	同比变动	26Q1	同比变动
海天味业	39%	3%	41%	3%	42%	2%	26%	1%	24%	0%	27%	1%
中炬高新	39%	-1%	39%	-7%	42%	4%	10%	-3%	15%	-5%	20%	3%
千禾味业	37%	1%	39%	-1%	41%	2%	11%	-3%	15%	-6%	18%	-1%
天味食品	40%	1%	44%	3%	45%	4%	16%	-1%	17%	0%	22%	10%
颐海国际	33%	1%					13%	2%				
宝立食品	33%	0%	33%	-2%	33%	1%	10%	0%	9%	1%	8%	0%
日辰股份	37%	-1%	37%	-2%	36%	-4%	21%	2%	16%	7%	15%	-3%
恒顺醋业	32%	-2%	20%	-11%	36%	0%	7%	0%	0%	-1%	10%	1%
安琪酵母	24%	1%	23%	-1%	26%	0%	10%	1%	9%	0%	9%	0%
涪陵榨菜	51%	1%	42%	-1%	55%	-1%	32%	-2%	22%	-8%	36%	-2%
仲景食品	43%	2%	43%	5%	44%	-1%	17%	2%	15%	5%	18%	1%
安井食品	22%	-1%	25%	-1%	25%	2%	9%	-1%	9%	-2%	12%	1%
三全食品	23%	0%	25%	3%	26%	0%	8%	0%	10%	0%	11%	2%
千味央厨	22%	-1%	23%	1%	25%	0%	3%	-1%	2%	1%	4%	-1%
立高食品	29%	-2%	29%	-1%	30%	0%	8%	0%	5%	-1%	6%	-2%

来源: Wind, 国金证券研究所

2、复合调味品:复调企业因客户结构不同,毛利率表现存在分化。从原材料端看,油脂、辣椒、花椒单价总体来看呈现稳中有降趋势。T0 B 占比较高宝立/日辰 25 年整体毛利率分别同比持平/-1pct。T0 C 占比较高的颐海国际/天味食品 25 年毛利率同比+1pct/+1pct,毛利率大幅改善系原料成本下行叠加产品结构改善。从费率角度看,复调企业 T0C 龙头为推进新品推广和渠道下沉,亦加大费用投放,其中 25 年天味/颐海销售费率分别+1pct/持平。而针对 B 端市场的日辰/宝立 25 年销售费率分别-4/+1pct,积极寻求内部降本增效对冲下游餐饮客户传导降价的压力。

26Q1 天味/宝立/日辰毛利率分别同比+4/+1/-4pct,短期油脂价格处于相对低位,各企业就原材料进行中长期周期的锁价,原油价格上涨压力并未传导至报表端。26Q1 行业期间费率整体保持平稳,天味因规模效应提升而实现期间费率收缩。

3、速冻食品:25 年整体成本压力缓和,龙头成本控制能力强,但行业价格竞争使得相关企业促销力度同比加大,对板块毛利率形成拖累。安井/千味/三全/立高 25 年毛利率分别同比-1pct/-1pct/持平/-2pct,26Q1 毛利率分别同比+2pct/持平/持平/持平。Q1 毛利率改善,系旺季规模效应改善叠加竞争趋缓。期间费率方面,各公司持续优化内部提效,基本维持平稳,安井/千味/三全/立高 25 年销售费用率分别同比-1pct/+1pct/持平/-1pct,26Q1 销售费用率分别同比-1pct/+3pct/持平/持平;管理费用率分别同比-1pct/持平/+1pct/-1pct,26Q1 管理费用率分别同比-1pct/-1pct/持平/+1pct。

图表21: 餐饮链板块标的 25 年/26Q1 销售、管理及研发费率对比

公司名称	销售费率(%)						管理+研发费率(%)					
	25 年	同比变动	25Q4	同比变动	26Q1	同比变动	25 年	同比变动	25Q4	同比变动	26Q1	同比变动
海天味业	7%	1%	7%	0%	6%	0%	6%	0%	6%	0%	5%	0%
中炬高新	13%	4%	10%	1%	9%	0%	11%	1%	10%	0%	11%	0%
千禾味业	17%	4%	20%	7%	14%	2%	6%	1%	3%	0%	5%	0%
天味食品	14%	1%	16%	0%	13%	-9%	6%	0%	5%	0%	5%	-3%
颐海国际	12%	0%					4%	0%				
宝立食品	15%	1%	16%	1%	17%	3%	4%	0%	4%	-1%	4%	0%
日辰股份	5%	-4%	5%	-8%	4%	-1%	11%	1%	12%	0%	12%	-1%
恒顺醋业	17%	-1%	13%	-6%	17%	0%	8%	-1%	6%	-2%	7%	-1%
安琪酵母	6%	0%	5%	-1%	5%	0%	7%	0%	7%	-1%	7%	0%



涪陵榨菜	16%	2%	15%	3%	13%	0%	4%	0%	7%	-2%	3%	0%
仲景食品	16%	-1%	17%	-2%	15%	-4%	9%	1%	11%	1%	9%	1%
安井食品	6%	-1%	6%	-1%	6%	-1%	3%	-1%	3%	-2%	3%	-1%
三全食品	13%	0%	13%	2%	12%	0%	4%	1%	5%	1%	2%	0%
千味央厨	6%	1%	6%	0%	11%	3%	11%	0%	11%	-1%	9%	-1%
立高食品	11%	-1%	12%	-1%	11%	0%	9%	-1%	9%	2%	10%	2%

来源: Wind, 国金证券研究所

■ 盈利预测与投资建议

餐饮链方面, 此前市场担忧节后餐饮链演绎前两年高开低走行情, 即基本面并无实质改善, 仅仅为需求季节性波动、集中在假期释放, 因此餐饮链相关公司估值被持续压制。但业绩逐步验证修复逻辑, 多数餐饮链公司剔除春节影响, Q4+Q1 合计均实现双位数收入增速, 甚至利润增速受益于成本下行和产品结构升级表现更优。

基础调味品方面, 尽管行业渗透率逐步见顶, 但结构升级趋势仍在延续, 看好其强经营韧性、抗周期属性。我们更看好龙头竞争优势, 主要系 1) 消费场景刚需, 主流消费渠道仍聚焦在传统流通等终端, 渠道变革对行业冲击影响较小, 龙头经销体系布局早, 经销商关系绑定较深。2) 消费者关注口味和性价比。龙头具备标准化且高效率的生产工艺流程, 可兼顾盈利能力及质价比。重点推荐海天味业、安琪酵母, 建议关注低基数改善的千禾味业、中炬高新。

我们认为餐饮具备实质性修复, 主要系宏观层面政策支持 (出行场景增加, 如春假、赛事刺激出行)、酒类限制政策放松。供需层面发生变革, 逐步达到相对平衡, 如供给端持续内卷降价、需求端愈发重视体验消费。基于餐饮消费复苏的可持续性判断, 看好复苏 β 叠加个股 α 带来的高成长机会, 主要集中在随餐饮连锁化率提升、子版块渗透率持续提升的速冻食品、复合调味品细分成长赛道。

B 端加大餐饮客户拓展、C 端布局新零售定制化, 双轮驱动提供高增长支撑。且从业绩端来看, 行业具备竞争格局改善逻辑, 利润率有望逐步修复。当前行业经过大肆扩产、需求低迷、降价提促阶段后, 小企业盈利能力恶化导致被动出清。且从终端视角来看, 消费者对价格敏感度降低, 对品质和创新更为重视, 行业重回理性竞争阶段, 利好具备研发、渠道优势的龙头抢占份额, 建议关注安井食品、天味食品、颐海国际。

图表22: 餐饮链重点公司 26-28 年盈利预测

板块	公司名称	收入 (亿元)			YOY			归母净利 (亿元)			YOY			PE		
		26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
基础调味品	海天味业	310	333	356	7%	7%	7%	79	87	94	12%	10%	8%	30	27	25
	中炬高新	48	53	58	15%	11%	10%	7	8	10	27%	18%	18%	22	19	16
	千禾味业	29	32	36	13%	10%	12%	5	6	6	42%	15%	13%	27	24	21
	安琪酵母	187	210	235	12%	12%	12%	19	22	25	20%	16%	15%	18	16	14
复合调味品	天味食品	40	46	51	17%	15%	10%	7	8	9	22%	16%	10%	22	19	17
	颐海国际	70	76	82	6%	8%	8%	10	11	12	12%	11%	11%	14	13	12
	宝立食品	33	37	41	14%	12%	11%	3	3	4	12%	16%	15%	18	15	13
速冻食品	立高食品	47	52	57	9%	10%	10%	3	4	4	7%	17%	15%	16	13	11
	千味央厨	21	23	26	12%	10%	10%	1	1	1	35%	20%	19%	53	44	37
	安井食品	183	201	218	13%	10%	8%	18	20	22	31%	13%	11%	21	18	16

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 股价截至 5 月 2 日, 立高食品、千味央厨、安井食品采用 wind 一致预期)

三、软饮料: 收入端具备结构性亮点, 利润端仍有 PET 下行红利

■ 收入端: 行业竞争加剧, 结构上健康化、功能化趋势延续

从收入端来看, 旺季受外卖补贴冲击, 部分如有糖茶、果汁等受到现制茶饮挤压。另外随着老品类行至成熟期, 消费者对于口味汰换、健康减脂的需求催生了一批新品类, 无糖茶、



电解质水、椰子水等品类相继爆发，驱动相关企业收入高增长，行业呈现传统品类竞争加剧、新兴品类爆发力强的特征。

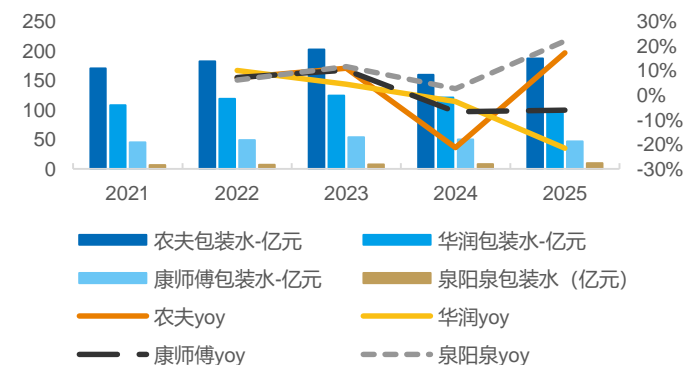
以农夫为代表的龙头注重价盘修复，减少促销活动，在声誉逐步修复后，包装水基本盘回暖。以东鹏为代表的能量饮料龙头，凭借刚需&高频次的产品属性，以及广泛的渠道网络基础持续铺货第二曲线，展现出较强的成长性。与此同时，多数老品受竞争加剧影响承压，如 25 年百润股份/李子园/香飘飘/养元饮品收入增速分别为 -3.43%/-8.44%/-11.00%/-11.91%。

图表23: 软饮料板块标的 25 年/26Q1 营收和归母净利润对比

公司名称	营业收入(亿元, %)						归母净利润(亿元, %)					
	25 年	YOY	25Q4	YOY	26Q1	YOY	25 年	YOY	25Q4	YOY	26Q1	YOY
东鹏饮料	208.8	32%	40.3	23%	58.9	21%	44.2	33%	6.5	6%	12.6	28%
百润股份	29.4	-3%	6.7	2%	8.0	9%	6.4	-11%	0.9	-39%	2.2	19%
李子园	13.0	-8%	3.2	-8%	3.0	-6%	2.0	-12%	0.5	-27%	0.5	-19%
香飘飘	29.3	-11%	12.4	-8%	8.8	51%	1.0	-62%	1.8	-22%	0.9	NA
承德露露	31.7	-3%	12.2	8%	11.4	14%	6.3	-6%	2.4	-1%	2.5	15%
养元饮品	53.4	-12%	14.3	-22%	25.6	38%	12.6	-27%	1.4	-71%	8.1	26%
农夫山泉	525.5	23%					158.7	31%				
华润饮料	110.0	-19%					9.9	-40%				
康师傅控股	790.7	-2%					45.0	21%				
统一企业中国	317.1	5%					20.5	11%				

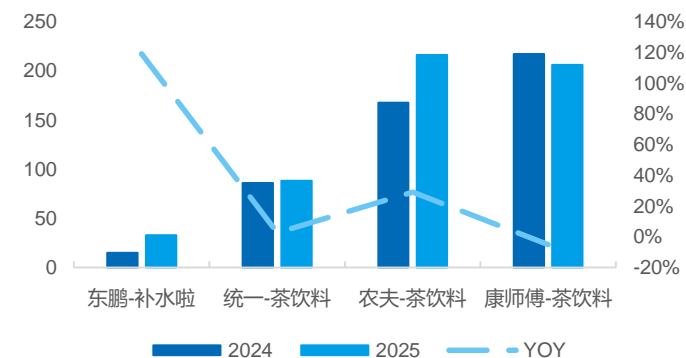
来源: Wind, 国金证券研究所(注: 港股不披露季度数据, 康师傅和统一因饮料业务占比较高故放在软饮料板块进行分析)

图表24: 农夫山泉包装水恢复增长修复



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表25: 无糖茶、电解质水等维持高增长(单位: 亿元)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

随着大众健康意识提升, 软饮料低糖/无糖化趋势逐步明确, 无糖茶品类实现快速增长。据欧睿数据显示, 茶饮料自 2021 年开始恢复增长态势, 并呈现加速增长态势。农夫山泉/康师傅/统一企业中国 25 年茶饮料规模分别为 216.0/206.0/88.0 亿元, 增速分别为 +29.0%/-5.0%/+2.60%, 其中无糖茶为增长核心驱动力, 有糖茶受现制茶饮竞争略有承压。

东鹏大单品自 25Q3 开始降速, 主要系终端网点趋于饱和及外部天气因素扰动; 但第二曲线依旧具备强支撑, 其他品类仍在培育阶段有望成长为下一个大单品。25Q4/26Q1 公司实现收入增速 22.88%/21.46%, 分品类来看, 1) 传统品类能量饮料具备性价比优势, 随着品牌力和渠道力双向巩固, 消费受众覆盖度和重体力人群饮用频次增加。25 年东鹏特饮收入 155.99 亿元, 同比+17.25%。2) 电解质水“补水啦”通过复用特饮渠道, 拓展新的饮用场景(学校、户外)呈现爆发性增长, 25 年营收 32.74 亿元, 同比增加 119.00%。3) 其他品类方面, 随着冰冻化陈列推进, 品类矩阵布局完善, 25 年实现营收 19.86 亿元, 同比增长 94.13%。



农夫山泉 25 年业绩超预期，其中 25 年/25H2 分别实现营收增速 22.51%/29.96%。分品类表现：水类产品/即饮茶类产品/功能饮料产品/果汁饮料产品/其他产品 2025 年分别实现营收增速 17.28%/28.97%/16.83%/26.71%/10.74%。

■ 盈利端：原材料成本持续下行，费率抬升对冲后净利率企稳

从成本端来看，随着占比较大的 PET/白糖/纸箱等原材料价格持续下行，板块个股毛利率持续改善，25 年农夫/康师傅/统一毛利率同比+2pct/+2pct/+1pct，其中农夫毛利率同比改善预计系绿水结构占比下降、茶饮业务规模效应体现、及原材料成本下降。受其他原材料及产品结构影响，仍有多数企业毛利率持平或略降，25 年百润/东鹏/李子园/香飘飘毛利率分别-1pct/持平/持平/-1pct，26Q1 毛利率分别+1pct/+2pct/-5pct/+10pct。

图表26：软饮料板块标的 25 年/26Q1 毛利率和净利率对比

公司名称	毛利率(%)						净利率(%)					
	25 年	同比变动	25Q4	同比变动	26Q1	同比变动	25 年	同比变动	25Q4	同比变动	26Q1	同比变动
东鹏饮料	44%	0%	44%	0%	47%	2%	28%	0%	16%	-3%	21%	1%
百润股份	67%	-1%	65%	-3%	70%	1%	21%	-2%	13%	-9%	27%	2%
李子园	38%	0%	39%	0%	38%	-5%	14%	-1%	15%	-4%	18%	-3%
香飘飘	36%	-1%	43%	-1%	41%	10%	3%	-4%	15%	-3%	11%	14%
承德露露	44%	4%	43%	3%	49%	1%	19%	-1%	20%	-2%	22%	0%
养元饮品	42%	-4%	38%	-8%	45%	-1%	21%	-5%	10%	-17%	32%	-3%
农夫山泉	61%	2%					37%	2%				
华润饮料	46%	-2%					7%	-3%				
康师傅控股	35%	2%					6%	1%				
统一企业中国	33%	1%					7%	0%				

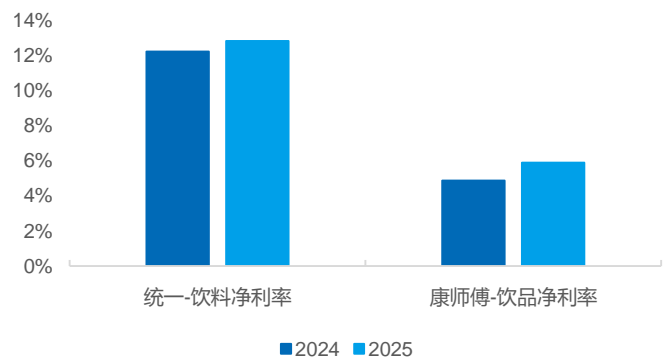
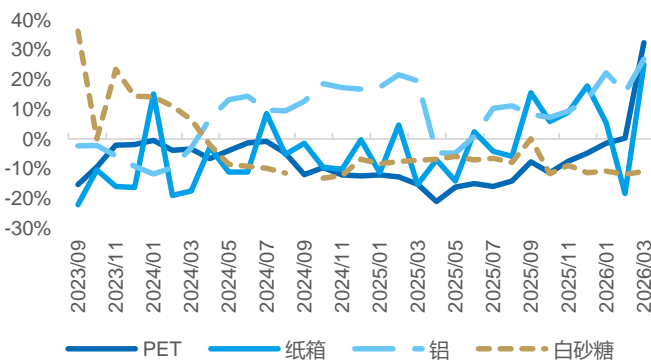
来源：Wind, 国金证券研究所

从费率端来看，淡季需求承压+市场竞争加剧，各家普遍强化费用投放，最终毛销差实现小幅提升。25 年百润/东鹏/李子园/承德露露/养元饮品销售费率分别持平/-1pct/+1pct/+4pct/持平；管理及研发费率分别+1pct/持平/+1pct/持平/+1pct。农夫/康师傅/统一 25 年销售费率分别-3pct/+1pct/持平研管费率均持平，农夫持续强化对于费用的管控，康师傅公司持续聚焦价盘修复，旺季适当加大促销投放，费率略有提升

最终从净利率的角度看，板块整体实现改善。25 年农夫/康师傅/统一/百润/东鹏/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品净利率分别+2pct/+1pct/持平/-2pct/持平/-1pct/-4pct/-1pct/-5pct，26Q1 基本延续此趋势，百润/东鹏/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品净利率分别+2pct/+1pct/-3pct/+14pct/持平/-3pct，东鹏因前瞻性锁价 PET，及具备规模优势，净利率仍保持稳健增长态势。

图表27：25 年软饮料行业原材料成本持续下行

图表28：25 年统一和康师傅饮料净利率明显改善



来源：Wind, 国金证券研究所

来源：各公司公告, 国金证券研究所

图表29：软饮料板块标的 25 年/26Q1 销售、管理及研发费率对比

公司名称	销售费率(%)	管理+研发费率(%)
------	---------	------------



	25年	同比变动	25Q4	同比变动	26Q1	同比变动	25年	同比变动	25Q4	同比变动	26Q1	同比变动
东鹏饮料	16%	-1%	20%	1%	17%	1%	3%	0%	4%	0%	3%	0%
百润股份	26%	0%	32%	6%	21%	0%	11%	1%	15%	2%	10%	-1%
李子园	15%	1%	13%	2%	12%	1%	8%	1%	9%	1%	8%	0%
香飘飘	24%	1%	16%	-1%	20%	-7%	9%	1%	5%	1%	7%	-4%
承德露露	17%	4%	14%	6%	19%	1%	2%	0%	1%	-1%	2%	0%
养元饮品	12%	0%	12%	2%	7%	-2%	3%	1%	3%	2%	1%	0%
农夫山泉	19%	-3%					5%	0%				
华润饮料	34%	4%					3%	1%				
康师傅控股	23%	1%					4%	0%				
统一企业中国	22%	0%					4%	0%				

来源: Wind, 国金证券研究所

■ 盈利预测与投资建议

25年软饮行业竞争加剧叠加外部环境扰动，仅有龙头农夫实现超预期增长。康师傅、东鹏、百润等细分赛道龙头大单品市占率已达较高水平，第二曲线产品持续受现制茶饮渠道分流、加码促销竞争加剧等扰动，增速均有放缓趋势。从消费需求端来看，消费者持续偏向高蛋白、高膳食纤维、低糖低卡、零添加等产品，行业内部仍有无糖茶、电解质饮料等品类实现较高增长，基于目前渗透率仍偏低，我们判断结构性景气依旧持续。

我们认为此前含糖税传闻、油价上涨驱动的PET成本上涨此类外部冲击，均对内卷式竞争缓和有所帮助，同时外卖对现制茶饮的补贴退坡亦有助于即饮大盘恢复增长。当前仍需关注即将到来的旺季催化，优选高景气细分赛道，其次低库存、渠道力强劲的企业有望延续领先态势。当前我们持续推荐农夫山泉，建议关注东鹏、百润旺季提速及新品动销表现。

图表30: 软饮料板块重点公司26-28年盈利预测

板块	公司名称	收入 (亿元)			YOY			归母净利润 (亿元)			YOY			PE		
		26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
软饮料	东鹏饮料	250	295	340	20%	18%	15%	53	64	74	20%	21%	16%	22	18	16
	农夫山泉	602	681	769	15%	13%	13%	191	219	249	20%	15%	14%	22	19	17
	华润饮料	118	125	135	7%	7%	8%	11	13	16	9%	22%	20%	17	14	12
	康师傅控股	811	832	853	3%	3%	2%	47	50	55	4%	7%	9%	13	12	11
	统一企业中国	333	348	365	5%	5%	5%	23	24	26	10%	7%	7%	12	11	11
	百润股份	33	38	42	14%	13%	13%	8	9	10	19%	17%	14%	23	19	17

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 股价截至5月2日, 汇率采用1HKD=0.88CNY, 康师傅控股和统一企业中国采用wind一致预期)

四、乳制品: 液奶需求持续承压, 成本下行业绩弹性兑现

■ 收入端: 行业整体需求偏弱, 原奶阶段性供给过剩

25年乳制品整体需求偏弱, 原奶阶段性供给过剩影响行业表现。龙头企业之间分化明显, 部分公司凭借低温奶及新品类保持韧性。伊利股份/蒙牛乳业/新乳业/天润乳业25年分别实现营收1159.31/822.45/112.33/27.52亿元, 同比0.13%/-7.30%/+5.33%/-1.87%。26Q1受益于送礼春节错峰&送礼需求回暖, 其中伊利股份、妙可蓝多、新乳业等26Q1收入端呈现边际改善趋势。

25年龙头液奶依旧承压, 系终端消费需求更加碎片化及零散化, 及送礼等需求承压。但受益于子品牌组合策略带动结构提升, 伊利实现较为稳健的大盘增长。蒙牛则发力低温奶品类, 并配合奶酪业务扩张实现H2收入降幅收窄。新乳业主打低温赛道, 其中高端鲜奶和“今日鲜奶铺”均实现双位数增长, 特色酸奶同比增长超过30%, 公司凭借对低温赛道、功能型产品和高附加值产品的布局有效承接了当前消费者对“新鲜、健康、功能化、情绪价值”的需求变化, 因此25年实现较为稳健的个位数增长, 下半年营收增速有所提升。具体来看, 2025年伊利液奶/奶粉/冷饮业务同比分别-6.11%/+10.42%/+12.63%; 蒙牛液态奶/冰淇淋/奶酪/奶粉/其他同比分别-11.12%/+4.21%/+21.90%/+9.73%/+7.51%。新乳业



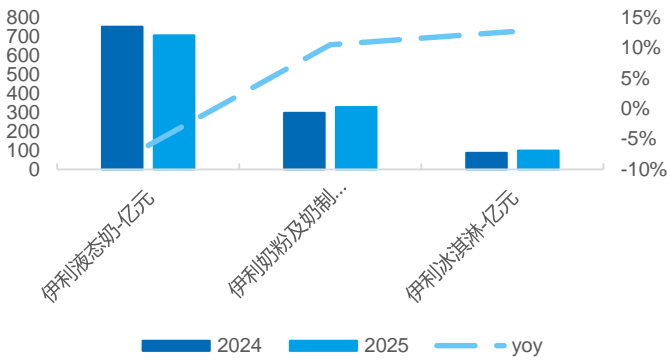
液体乳/奶粉/其他分别同比+6.70%/+21.56%/-14.01%。

图表31：乳制品板块标的25年/26Q1营收和归母净利润对比

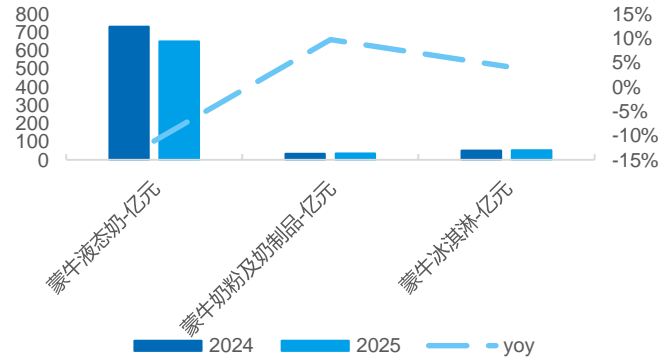
公司名称	营业收入(亿元, %)						归母净利润(亿元, %)					
	25年	YOY	25Q4	YOY	26Q1	YOY	25年	YOY	25Q4	YOY	26Q1	YOY
伊利股份	1,159.3	0%	253.7	-5%	348.2	5%	115.7	37%	11.4	NA	53.9	11%
妙可蓝多	56.3	16%	16.8	34%	16.3	32%	1.2	4%	-0.6	-301%	0.8	-8%
新乳业	112.3	5%	28.0	11%	28.4	8%	7.3	36%	1.1	69%	1.9	40%
天润乳业	27.5	-2%	6.8	5%	6.7	7%	0.4	-5%	0.5	144%	0.3	NA
光明乳业	239.0	-2%	56.6	-3%	62.1	-2%	-1.5	-121%	-2.4	-139%	0.7	-53%
蒙牛乳业	822.4	-7%					15.5					

来源：Wind，国金证券研究所

图表32：伊利液态奶营收下滑（单位：亿元）



图表33：蒙牛液态奶营收下滑（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

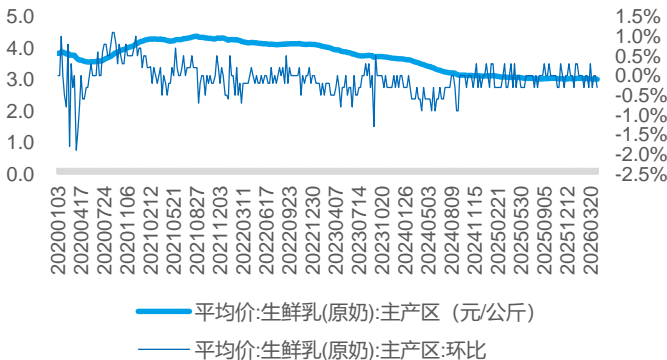
来源：Wind，国金证券研究所

■ 盈利端：原奶价格持续低位运行，行业整体毛利率处于较高水平

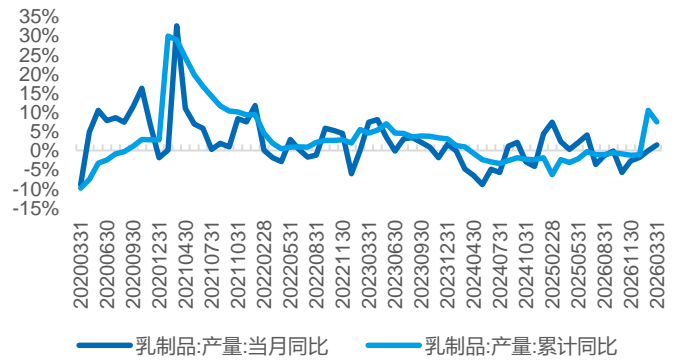
原奶价格持续低位运行，行业整体毛利率处于较高水平。部分企业因促销加剧，净利率受到小幅拖累。伊利股份/蒙牛乳业/新乳业25年毛利率分别为34.49%/40%/29%，同比+1pct/持平/+1pct，核心系原奶价格下降。

从费率端来看，行业内多数公司销售费率下降，主要原因系优化折扣促销、减少广告营销。分公司来看，伊利股份/蒙牛乳业/新乳业25年销售费率分别为19%/26%/16%，分别同比持平/持平/+1pct，管理及研发费率各公司基本保持不变。

图表34：生鲜乳价格持续下降



图表35：乳制品产量累计同比下降



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所



图表36: 乳制品板块标的 25 年/26Q1 毛利率、净利率对比

公司名称	毛利率(%)						净利率(%)					
	25 年	同比变动	25Q4	同比变动	26Q1	同比变动	25 年	同比变动	25Q4	同比变动	26Q1	同比变动
伊利股份	34%	1%	32%	1%	38%	1%	10%	3%	4%	14%	15%	1%
妙可蓝多	29%	1%	27%	0%	30%	-2%	2%	0%	-3%	-6%	5%	-2%
新乳业	29%	1%	28%	2%	30%	0%	7%	1%	4%	1%	7%	1%
天润乳业	15%	-1%	16%	4%	18%	4%	1%	0%	8%	4%	4%	16%
光明乳业	17%	-2%	16%	-3%	16%	-3%	-1%	-4%	-4%	-15%	1%	-1%
蒙牛乳业	40%	0%					2%	2%				

来源: Wind, 国金证券研究所

图表37: 乳制品板块标的 25 年/26Q1 销售、管理及研发费率对比

公司名称	销售费率(%)						管理+研发费率(%)					
	25 年	同比变动	25Q4	同比变动	26Q1	同比变动	25 年	同比变动	25Q4	同比变动	26Q1	同比变动
伊利股份	19%	0%	20%	2%	17%	0%	5%	0%	6%	1%	4%	0%
妙可蓝多	18%	-1%	19%	0%	19%	2%	6%	0%	4%	-3%	5%	-1%
新乳业	16%	1%	17%	2%	17%	0%	4%	0%	4%	2%	4%	0%
天润乳业	6%	1%	6%	2%	9%	2%	5%	0%	5%	-1%	5%	0%
光明乳业	12%	0%	13%	2%	9%	-1%	4%	0%	5%	1%	4%	0%
蒙牛乳业	26%	0%					5%	0%				

来源: Wind, 国金证券研究所

投资建议

从供给端来看, 上游牧场前期大幅亏损, 预计主动减少奶牛存栏量; 同时从替代品效应来看, 随着牛肉价格提升、肉奶协同效应放大, 奶牛屠宰率提升; 海外率先进入减产周期, 进口大包粉价格提升, 替代成本高。进入 26 年生鲜乳价格已持续在磨底, 供给端去化信号愈发明确。

从需求端来看, 白奶作为蛋白质补充主要来源, 仍呈现一定的刚需属性。同时行业面临结构转型, 随着冷链物流技术发展以及生产成本下降, 低温奶占比持续提升。同时各类乳制品(非液态乳)如黄油、奶酪、奶油等产品应用场景拓展, 为乳制品行业带来新的增长点。

供需有望重获平衡, 奶价上涨利好龙头市占率提升。回顾 25 年, 龙头企业持续调整渠道库存并喷粉减值集中释放压力, 随着库存消化及终端量价修复, 液奶有望在 26 年重回增长通道。当前原奶价格仍偏低, 大乳企具备上游奶源协同优势, 伴随着上一轮资本开支见顶回落, 整体利润弹性可同步释放。建议关注伊利股份、新乳业。

图表38: 乳制品板块重点公司 26-28 年盈利预测

板块	公司名称	收入(亿元)			YOY			归母净利(亿元)			YOY			PE		
		26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
乳制品	伊利股份	1214	1271	1336	5%	5%	5%	123	134	144	7%	8%	8%	14	13	12
	蒙牛乳业	864	902	939	5%	4%	4%	50	55	61	224%	11%	10%	12	11	10
	新乳业	120	128	136	7%	7%	7%	9	10	12	21%	16%	14%	19	17	15

来源: Wind, 国金证券研究所(注: 股价截至 5 月 2 日, 以上公司盈利预测均采用 wind 一致预期)



五、风险提示

- 宏观经济增速放缓——经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏。
- 原材料价格上涨风险——若原材料价格大幅提升将挤压企业利润。
- 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策。
- 食品安全问题风险——食品安全问题会对所处行业声誉等造成影响。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究