



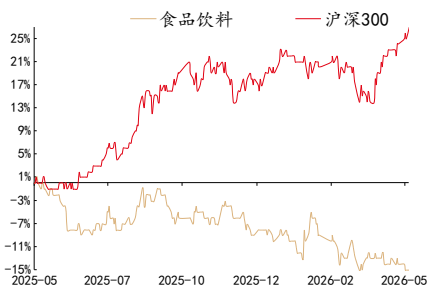
行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	15404.78
52周最高	18345.82
52周最低	15310.96

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

《茅台全面推进市场化转型，鸣鸣很忙“零食王国”引领品牌新业态》 - 2026.04.20

食品饮料 2025 年年报&26Q1 季报总结

白酒继续筑底，乳制品/调味品景气回升，量贩业态持续高增，餐供条线全面复苏

● 投资要点

白酒：行业继续筑底，茅台/迎驾/酒鬼调整进度相对领先。25年白酒板块营业总收入同比-18.15%、归母净利润同比-24.08%，26Q1营收同比-13.57%、归母净利润同比-17.89%，行业整体处于加速筑底阶段。26Q1仅茅台、迎驾、老白干实现营收利润双增长，结合25Q4+26Q1表现，仅酒鬼收入实现增长，迎驾下滑幅度收窄明显，茅台、迎驾、酒鬼、老白干调整进度领先，预计后续随基数走低板块将逐步走出底部。高端酒方面，茅台26Q1营收增长6.34%，茅台收入高增推动直销发力，五粮液26Q1高增得益于动销拉动与渠道激励，老窖收入利润下滑，三家酒企25Q4+26Q1均有下滑。次高端酒中，26Q1四家酒企营收利润多下滑仅酒鬼利润微增，汾酒现金流良好、合同负债改善，水井、舍得降幅收窄，酒鬼营收增长、利润扭亏企稳。苏皖白酒表现分化，26Q1仅迎驾收入正增长、利润微增，洋河、今世缘、古井均下滑，综合来看四企降幅均有收窄，迎驾率先出清报表，企稳迹象明显。白酒股息率相较无风险收益率仍具有较高吸引力。茅台/五粮液/老窖/汾酒/今世缘/古井/迎驾对应当前股息率在4.14%/8.63%-9.74%/5.83%/4.56%/4.36%/4.07%/3.92%。

乳制品：需求端常温液奶恢复增长/奶酪加速增长，供给端原奶26年下半年有望温和复苏。25年乳制品板块收入小幅下滑，26Q1同比转正至4.88%，行业需求复苏态势明确，多数乳企一季度收入增速较去年提升，行业集中度进一步上行。板块复苏主要由常温液奶、奶酪回暖拉动，低温奶延续高景气。原奶价格基本见底，存栏下行叠加后续备货需求，预计26年下半年奶价有望温和修复，上游牧场减值压力缓解、利润有望释放。展望26年，行业需求延续修复，价格竞争有望缓和，常温、奶酪景气度提升，原奶价格企稳上行，乳企减值及促销压力边际减弱，看好伊利、新乳业、妙可蓝多、三元。

调味品：行业需求复苏明显、复调增速更快，产品健康化布局&线上渠道高增。25年调味品板块收入、利润稳健增长，26Q1营收、利润增速进一步抬升，行业需求复苏明确，除千禾外多数企业营收利润实现正增长。结构上复合调味品龙头天味、日辰、宝立增速领跑大盘，基础调味品企业增速相对平缓，中炬依托低基数与经营改革一季度高增。企业端稳固核心基本盘，纷纷布局薄盐、减油减盐等健康化新品，同时线上线下渠道协同发力。一季度社会餐饮收入回暖，预计26年行业需求持续修复，利润增速有望快于收入，海天、天味推出股权激励锚定增长目标，看好海天、中炬、天味。

软饮料：表现分化，健康化&多元化驱动增长，成本改善释放盈利弹性。25年软饮料板块呈现龙头领跑、中小承压的分化格局，东鹏、农夫收入高增，统一低个位数增长，康师傅、养元等其余企业收

入下滑，东鹏、农夫、统一、康师傅利润均受益于成本下降实现增长，中小企业利润下滑。26Q1 东鹏增速持续领跑，综合 25Q4+26Q1，承德露露、香飘飘旺季表现稳健，养元收入增长但利润承压。展望 26 年，龙头继续领跑，中小企业有望恢复，健康化、无糖化为主线，成本红利延续，持续看好东鹏等龙头。

速冻食品：行业确定性走出谷底，产品与渠道结构升级驱动高质量增长。行业需求端恢复、主要上市企业收入与利润均展现出逐季修复态势，龙头企业趋势展露更早、更确定。**行业拐点确立，优选产品与渠道升级双轮驱动的龙头。**我们认为，速冻及餐饮供应链板块已走出最困难时期。龙头企业在产品结构升级与费用精细化的推动下利润弹性可期，维持对速冻及餐饮供应链板块的推荐。

零食板块：春节错峰&线下动能恢复双季度实现高增，渠道变革深化，头部企业盈利修复。行业单季度收入增速出现显著季度间错位，Q1 收入增速表现靓丽、合并 25Q4+26Q1 看，量贩零食头部企业收入、利润表现超预期增长，制造端多数企业两个季度收入实现正增长，年货效应带动线下渠道的实质性恢复是增长的核心动能，利润端修复进度慢于收入，制造端超半数企业利润同比仍是下滑。展望 2026 年，休闲零食板块核心主线在于线下渠道的深度布局与效率提升。量贩零食龙头 Q1 单店回正高增、规模效应加速释放、净利率连续创新高。

健康冲调：高景气延续，健康化&功能化驱动，渠道变革释放增量。25 年健康冲调赛道高景气，西麦食品、五谷磨房收入分别同比增长 18.11%、22.6%，利润同步高增，26Q1 延续强势。两者聚焦健康化、功能化布局，零食量贩、线上及礼盒渠道表现突出。成本端改善叠加费用优化，推动盈利提升。展望全年，赛道景气度将持续，药食同源、礼盒化为主线，成长确定性强，持续看好西麦食品。

烘焙食品板块：冷冻原料业务持续高增，成本分化加剧、利润表现普遍承压。以酵母、奶油为代表的烘焙原料业务增长亮眼；而冷冻烘焙及短保面包终端需求仍处于底部修复区间。2026 年关注冷冻烘焙修复、稀奶油国产替代及新渠道红利。安琪酵母海外扩张及小包装酵母受益消费分级，成本红利释放。

宠物板块：国内自主品牌高增驱动收入增长，费用扩张与汇率扰动致盈利分化。行业整体呈现收入增长可期、利润波动加剧的特征。行业进入品牌化攻坚期，关注主粮占比提升与费用效率拐点。国内头部品牌在研发、供应链、渠道三端加速构筑壁垒，市占率持续向龙头企业集中；而中小企业及白牌受制于研发投入不足与供应链短板，在成本上行及费用竞争加剧的环境下被逐步挤出。

● 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：行业继续筑底，茅台/迎驾/酒鬼调整进度相对领先.....	5
2 大众品：乳制品/调味品需求复苏，量贩业态持续高增，餐饮/餐供拐点向上.....	9
2.1 乳制品：需求端常温液奶恢复增长/奶酪加速增长，供给端原奶 26 年下半年有望温和复苏.....	9
2.2 调味品：行业需求复苏明显、复调增速更快，产品健康化布局&线上渠道高增.....	11
2.3 软饮料：表现分化，健康化&多元化驱动增长，成本改善释放盈利弹性.....	14
2.4 速冻食品：行业确定性走出谷底，产品与渠道结构升级驱动高质量增长.....	16
2.5 零食板块：春节错期&线下动能恢复双季度实现高增，渠道变革深化，头部企业盈利修复.....	19
2.6 健康冲调：高景气延续，健康化&功能化驱动，渠道变革释放增量.....	22
2.7 烘焙食品板块：冷冻原料业务持续高增，成本分化加剧、利润表现普遍承压.....	24
2.8 宠物板块：国内自主品牌高增驱动收入增长，费用扩张与汇率扰动致盈利分化.....	26
3 风险提示.....	28

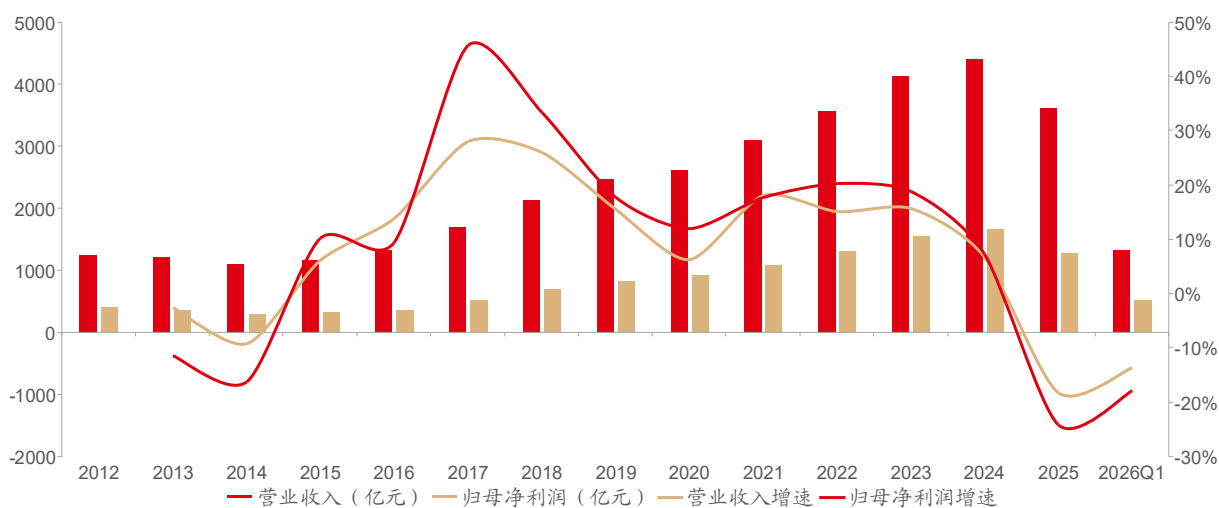
图表目录

图表 1: 白酒行业整体营收和归母净利润变化	5
图表 2: 白酒 25 年财务数据	6
图表 3: 白酒 26Q1 财务数据	8
图表 4: 白酒 26Q1 合同负债和现金流表现	8
图表 5: 乳制品板块 25 年业绩情况	10
图表 6: 乳制品板块 26Q1 业绩情况	11
图表 7: 原奶价格 (元/公斤)	11
图表 8: 调味品板块 25 年业绩情况	13
图表 9: 调味品板块 26Q1 业绩情况	13
图表 10: 软饮料板块 25 年业绩情况	15
图表 11: 速冻板块 2025 年年度财务数据	16
图表 12: 速冻板块 2026 年 Q1 财务数据	16
图表 13: 速冻板块 2025Q3-2026Q1 财务数据	17
图表 14: 零食板块 2025 年年度财务数据	19
图表 15: 零食板块 2026 年 Q1 财务数据	20
图表 16: 零食板块 2025Q3-2026Q1 逐季财务数据	20
图表 17: 健康冲调板块 25 年业绩情况	23
图表 18: 烘焙板块 2025 年年度财务数据	24
图表 19: 烘焙板块 2025 年 Q4 财务数据	24
图表 20: 烘焙板块 2026 年 Q1 财务数据	25
图表 21: 宠物板块 2025 年年度财务数据	26
图表 22: 宠物板块 2025 年 Q4 财务数据	27
图表 23: 宠物板块 2026 年 Q1 财务数据	27

1 白酒：行业继续筑底，茅台/迎驾/酒鬼调整进度相对领先

25年白酒板块营业总收入同比-18.15%，归母净利润同比-24.08%，26Q1营业总收入同比-13.57%，归母净利润同比-17.89%。26Q1仅茅台、迎驾、老白干实现营收利润双增长。其他酒企收入利润均出现了不同程度的下滑。若结合25Q4+26Q1的表现综合来看，仅酒鬼收入实现增长，其他酒企营收利润均出现同比下滑，迎驾下滑幅度相对收窄明显。因此我们判断目前行业整体仍处在加速筑底的阶段，茅台/迎驾/酒鬼/老白干的调整进度相对领先。随着后续行业营收利润基数逐季走低，我们预计白酒板块将逐渐走出底部。

图表1：白酒行业整体营收和归母净利润变化



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：白酒 25 年财务数据

	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)
贵州茅台	1720.54	-1.20	823.20	-4.53	822.93	-4.58	91.34	-0.74	47.85	-1.67
五粮液	405.29	-54.55	89.54	-71.89	88.16	-72.23	77.54	0.49	22.09	-13.63
泸州老窖	257.31	-17.52	108.31	-19.61	107.60	-19.70	86.62	-0.91	42.09	-1.10
洋河股份	192.11	-33.47	22.06	-66.94	21.35	-68.77	71.60	-1.55	11.48	-11.63
山西汾酒	387.18	7.52	122.46	0.03	122.53	0.06	74.85	-1.35	31.63	-2.37
酒鬼酒	11.08	-22.17	-0.34	-371.76	-0.30	-545.77	64.90	-6.47	-3.06	-3.94
舍得酒业	44.19	-17.51	2.23	-35.51	1.99	-50.31	62.04	-3.48	5.05	-1.41
水井坊	30.38	-41.77	4.06	-69.73	3.95	-69.89	79.85	-2.91	13.36	-12.34
古井贡酒	188.32	-20.13	35.49	-35.67	34.89	-36.06	79.26	-0.65	18.85	-4.55
今世缘	101.82	-11.81	26.04	-23.69	25.95	-23.22	74.25	-0.50	25.57	-3.98
口子窖	39.91	-33.65	6.73	-59.32	6.56	-59.27	69.11	-5.48	16.87	-10.65
迎驾贡酒	60.19	-18.04	19.86	-23.31	19.12	-25.49	72.54	-1.40	32.99	-2.27
伊力特	17.22	-21.82	2.16	-24.29	2.20	-20.98	51.09	-1.19	12.56	-0.41
老白干酒	41.21	-23.07	4.30	-45.40	3.79	-48.61	66.01	0.06	10.43	-4.26
金种子酒	7.22	-21.96	-1.99	22.91	-2.29	14.15	38.97	4.02	-27.50	0.34
金徽酒	29.18	-3.40	3.54	-8.70	3.48	-10.36	63.17	2.25	12.14	-0.70
顺鑫农业	72.24	-20.84	-1.52	-165.91	-1.47	-159.74	32.29	-3.74	-2.11	-4.64

资料来源：iFind，中邮证券研究所

高端酒：茅台推动市场化转型，五粮液老窖主动纾压。茅台 26Q1 营收增长 6.34%，净利润微增，五粮液 26Q1 收入利润高增，老窖 26Q1 收入利润双双下滑。综合 25Q4+26Q1 来看，茅台/五粮液/老窖营收利润同比均有不同程度下滑。茅台 26Q1 合同负债同比走弱，预计与公司今年渠道改革，加大直营占比、以及非标代售有关。26Q1 i 茅台收入同比+267.16%，推动直销高增长。五粮液对 25 年业务模式进行梳理，基于谨慎性原则，调整 25 年部分业务收入确认相关核算。调整后 25 年收入下滑 55%，利润下滑 72%。由于此次收入确认调整主要涉及到部分已打款但仍处在监管的商品，因此公司销售收现远高于收入。26Q1 五粮液高增长，预计与公司元春节点投放专项资源强力拉动动销，以及八代落地数字化管理系统精细化定向奖励，帮助深耕本地的经销商稳定利润、提升做市意愿有关。老窖继续坚持挺价策略和低度化战略，25 年高度国窖下降幅度大于低度，特曲、窖龄和头曲等均有不同程度的下降。

次高端酒：汾酒现金流表现良好，水井/舍得收入降幅环比收窄，酒鬼收入企稳。26Q1 四家酒企营收利润均出现不同程度下滑，其中仅酒鬼利润微增。综合 25Q4+26Q1 来看，汾酒/水井/舍得营收利润均出现不同程度下滑，汾酒营收利润下滑幅度环比 25Q3 扩大，水井/舍得营收利润下滑幅度环比 25Q3 收窄。25Q4+26Q1 酒鬼营收同比增长 15%，利润扭亏为盈，出现企稳迹象。汾酒 26Q1 销售收现同比大幅增长 16.18%，经营现金流同比改善，合同负债同比、环比均实现

增长，较去年同口径环比表现好转。26Q1 青 30 表现改善，汾酒 26 年将推行价格稳中有升策略，兼顾销量与渠道盈利，形成正向循环，当前渠道库存整体可控。26Q1 汾酒/水井/酒鬼销售费用率均同比下降，舍得同比提升。

苏皖白酒：洋河/古井/今世缘降幅环比收窄，迎驾收入转正。26Q1 四家酒企营收利润表现分化，仅迎驾贡酒收入实现正增长、利润微增，洋河、今世缘、古井贡酒营收利润均不同程度下滑。综合 25Q4+26Q1 来看，洋河/今世缘/古井营收利润仍承压，但降幅环比 25Q3 略有收窄，迎驾 25Q4+26Q1 收入同比降幅显著收窄，26Q1 转正，呈现企稳回升态势。迎驾自 24Q4 起率先开始报表出清，减轻渠道压力，营收企稳或意味着渠道去库已经处于尾声。古井/今世缘 25Q2 开始出清、去库存，调整节奏略慢于迎驾，洋河同时面临省内竞争和内部改革问题，调整时间更久。25 年洋河/今世缘/迎驾/古井销售费用率均同比提升，26Q1 继续延续同比提升的趋势。

白酒股息率相较无风险收益率仍具有较高吸引力。茅台 25 年分红+回购占利润比例为 86%，对应当前股息率在 4.14%；五粮液 200 亿分红叠加 80-100 亿回购和 30-50 亿增持，对应当下股息率为 8.63%-9.74%；老窖 25 年现金分红金 85 亿元，对应当下股息率 5.83%。汾酒 25 年现金分红 80 亿，对应当前股息率为 4.56%。今世缘 25 年分红 14.96 亿元，对应当前股息率 4.36%；古井 25 年分红 23.26 亿元，对应当前股息率 4.07%；迎驾 25 年分红 12 亿元，对应当前股息率 3.92%。

图表3：白酒 26Q1 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)
贵州茅台	547.03	6.34	272.43	1.47	272.40	1.45	89.91	-2.20	49.80	-2.39
五粮液	228.38	33.67	80.63	82.57	80.36	81.92	81.43	2.36	35.30	9.46
泸州老窖	80.25	-14.19	37.08	-19.25	36.84	-19.84	85.82	-0.69	46.21	-2.90
洋河股份	81.86	-26.03	24.47	-32.73	24.28	-32.88	75.42	-0.18	29.89	-2.98
山西汾酒	149.23	-9.68	53.83	-19.03	53.79	-19.18	75.05	-3.75	36.07	-4.16
酒鬼酒	3.17	-7.78	0.33	4.63	0.33	3.97	67.30	-3.41	10.46	1.24
舍得酒业	14.81	-6.01	2.32	-33.10	2.23	-34.91	66.35	-3.02	15.63	-6.33
水井坊	8.16	-14.92	1.71	-10.12	1.69	-10.97	79.84	-2.14	20.96	1.12
古井贡酒	74.46	-18.59	16.07	-31.03	15.98	-30.86	77.85	-1.84	21.58	-3.89
今世缘	43.23	-15.23	13.85	-15.76	13.81	-15.74	74.40	0.77	32.04	-0.20
口子窖	13.75	-24.02	3.29	-46.16	3.27	-46.12	67.61	-8.59	23.90	-9.82
迎驾贡酒	22.30	8.91	8.35	0.73	8.18	0.18	75.60	-0.90	37.43	-3.04
伊力特	6.06	-23.79	1.05	-27.26	1.04	-27.49	51.53	2.76	17.30	-0.83
老白干酒	12.20	4.49	1.65	8.55	1.59	12.43	64.10	-4.48	13.56	0.51
金种子酒	1.90	-35.74	-0.15	60.85	-0.16	60	51.09	9.40	-8.01	5.14
金徽酒	10.92	-1.46	2.05	-12.51	2.02	-12.77	62.90	-3.91	18.73	-2.36
顺鑫农业	24.11	-26.00	1.16	-59.01	1.14	-59.72	37.55	0.74	4.80	-3.87

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表4：白酒 26Q1 合同负债和现金流表现

	26Q1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)	26Q1销售费用 率同比变动pct	26Q1销售收现 同比变动	26Q1经现净额 同比变动
贵州茅台	30.27	-57.61	-49.80	0.03	0.44%	205.48%
五粮液	141.38	39.72	6.79	7.33	-65.18%	-116.00%
泸州老窖	27.94	-2.72	-5.74	0.37	-9.96%	37.35%
山西汾酒	79.04	20.85	8.97	-0.36	16.18%	17.46%
水井坊	6.89	-2.47	-1.17	-3.48	-17.91%	-112.20%
舍得酒业	1.30	-0.76	-0.16	1.90	-24.75%	-145.50%
酒鬼酒	1.41	-0.38	-0.34	-3.67	36.11%	-69.16%
古井贡酒	23.05	-13.69	7.85	0.09	-9.35%	3.59%
今世缘	15.60	10.21	-1.48	1.47	2.37%	48.10%
迎驾贡酒	5.32	0.76	0.48	1.52	19.30%	129.02%
洋河股份	54.15	-16.09	-21.14	0.13	-36.17%	-23.54%
口子窖	2.01	-0.69	-1.33	2.35	-27.73%	-44.99%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 大众品：乳制品/调味品需求复苏，量贩业态持续高增，餐饮/餐供拐点向上

2.1 乳制品：需求端常温液奶恢复增长/奶酪加速增长，供给端原奶26年下半年有望温和复苏

共性趋势：从整个板块来看，25年乳制品板块收入同比-0.13%，26Q1同比+4.88%，乳制品整体在需求端开始显现出复苏迹象。伊利、新乳业、三元、妙可、天润、熊猫乳品等乳企26Q1收入同比增速均较25年有所提升，少数乳企一季度收入仍下滑，行业集中度继续提升。从细分结构来看，板块收入改善主要受益于常温液奶和奶酪恢复增长，头部乳企伊利、蒙牛、新乳业26Q1常温液奶均实现正增长，妙可一季度收入+31.81%，低温品类则延续高景气，26Q1伊利、蒙牛、新乳业低温奶均实现双位数增长。三元25年液态奶下滑11.33%，26Q1降幅收窄至6.21%。

奶价基本见底、26年下半年有望温和复苏。国内奶牛存栏连续两年下降，奶价淡季价格环比持平、不再下跌，是积极信号。26年下半年随着双节备货、深加工产能释放，预期奶价有望温和复苏。优然牧业、现代牧业2026年减值规模有望收窄，报表端利润有望释放。

聚焦大单品、持续推新推动结构升级。伊利液态奶、婴配粉业务龙头地位稳固，继续发力To B深加工、成人营养品。26Q1妙可液体奶酪钙、成长酪乳等高毛利新品在抖音等平台销售表现亮眼，复购率优异。25年新乳业唯品保持良好增长态势，活润保持高速增长，山姆渠道芭乐酸奶保持高月销额。三元聚焦北京酸奶、北京鲜牛奶、北京纯牛奶三款大单品。**BC端双轮驱动、DTC渠道持续高增长。**26Q1妙可B端业务同比增长高于整体，C端在新品、渠道拓展及电销倍增带动下也实现了高速增长。26Q1新乳业DTC渠道实现双位数以上增长，助力C端模式转型，会员店、盒马等新兴门店、零食渠道、即时零售等新渠道均实现高速增长。

成本改善、费用维稳；盈利能力继续改善。伊利/新乳业25年毛销差均有所增加，主因25年原奶价格继续下滑，同时新乳业产品结构有所提升，蒙牛毛销差基本持平。25年伊利净利率大幅提升，主因资产减值+信用减值损失大幅收窄，

剔除相关减值 25 年公司归母净利润同比+30%左右。新乳业 25 年结构继续优化，带动毛利率提升。三元 25 年受法国公司大额商誉减值拖累，25 年剔除减值和投资收益后公司营业利润率-0.65%，同比提升 2.03%。26Q1 伊利毛利率、归母净利润率均同比小幅提升，销售、管理费用率同比微降。26Q1 新乳业净利率大幅提升，主因资产减值损失+资产处置收益大幅改善，预计随着原奶价格企稳回升，该改善趋势将延续。三元 26Q1 剔除投资收益后公司营业利润率 1.10%，同比提升 0.74 个点，主业盈利能力继续改善。

展望 2026 年，乳制品需求侧预计将延续改善的大趋势，行业以价换量的竞争情况有望改善，常温液奶有望恢复增长，伊利/蒙牛/三元营收有望企稳改善，新乳业营收有望加速，奶酪有望加速增长。26 年下半年原奶价格有望企稳回升，26 年各乳企/牧场的促销/资产和信用减值压力均有望同比减缓。伊利 2025 年度公司现金分红+回购金额 97.36 亿元，当前股息率 5.59%。新乳业低温品类持续保持双位数增长，常温奶有望跑赢大盘。三元打造战略大单品北京鲜牛奶，深化组织架构改革，盈利能力有望继续改善。妙可 BC 端双轮驱动保持高增长。持续看好伊利、新乳业、妙可蓝多、三元。

图表5：乳制品板块 25 年业绩情况

	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)
伊利股份	1159.31	0.13	115.65	36.82	110.68	84.13	34.74	0.64	9.98	2.68
光明乳业	238.95	-1.58	-1.49	-120.67	-0.58	-133.83	17.26	-1.97	-0.62	-3.60
新乳业	112.33	5.33	7.31	35.98	7.74	33.76	29.18	0.82	6.51	1.47
三元股份	63.40	-9.58	-2.26	-511.56	-2.45	-922.38	22.12	-0.81	-3.56	-4.34
妙可蓝多	56.33	16.29	1.18	4.29	1.58	235.94	28.95	0.66	2.10	-0.24
贝因美	27.75	0.06	1.54	49.68	1.15	45.05	43.97	1.02	5.55	1.84
皇氏集团	17.72	-13.36	-4.49	34.10	-4.84	4.05	21.24	-3.17	-25.31	7.97
天润乳业	27.52	-1.87	0.41	-4.99	0.77	1.62	16.06	-0.71	1.51	-0.05
一鸣食品	29.04	5.55	0.51	76.87	0.48	65.65	27.54	-1.01	1.76	0.71
佳禾食品	22.56	-2.36	0.31	-63.31	0.09	-87.54	13.01	-3.08	1.37	-2.27
燕塘乳业	15.86	-8.47	0.58	-43.94	0.55	-47.42	24.87	-0.44	3.63	-2.30
品渥食品	7.91	-9.72	0.05	-28.14	0.04	161.33	16.24	-1.42	0.63	-0.16
西部牧业	9.25	-1.44	-0.51	57.35	-0.84	47.90	10.85	4.05	-5.48	7.18
ST麦趣	6.01	-5.39	-1.03	55.42	-1.10	50.60	22.48	6.31	-17.10	19.19
均瑶健康	13.32	-8.67	-1.90	-553.26	-1.99	-243.32	27.73	-2.57	-14.28	-12.29
庄园牧场	9.21	3.44	-0.74	55.24	-0.90	49.78	24.01	8.24	-8.08	10.59
海融科技	9.98	-8.18	-0.18	-116.36	-0.30	-131.71	24.51	-10.52	-1.82	-12.01
熊猫乳品	8.11	6.12	1.08	5.38	0.75	-16.85	25.58	-2.82	13.32	-0.09
阳光乳业	4.77	-8.15	1.04	-8.81	1.08	-9.93	39.46	1.61	21.90	-0.16

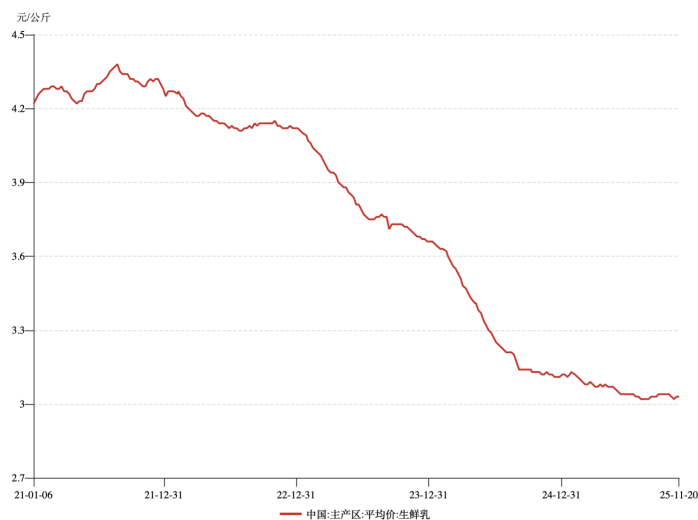
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表6: 乳制品板块 26Q1 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	348.25	5.47	53.95	10.68	53.29	15.11	38.52	0.70	15.49	0.73
光明乳业	62.11	-2.48	0.67	-52.74	0.91	-52.00	15.87	-2.79	1.07	-1.14
新乳业	28.43	8.31	1.86	39.89	1.91	35.73	29.97	0.47	6.56	1.48
三元股份	17.21	4.46	1.00	14.28	0.95	14.74	23.05	-1.31	5.83	0.50
妙可蓝多	16.26	31.81	0.76	-8.30	0.64	-1.48	29.80	-1.69	4.65	-2.03
贝因美	6.57	-9.67	0.39	-8.98	0.26	-29.08	40.55	-4.96	5.93	0.05
皇氏集团	4.40	-1.43	0.04	-28.36	-0.09	-462.12	23.58	-4.05	0.93	-0.35
天润乳业	6.67	6.76	0.30	140.58	0.14	1439.50	18.45	3.82	4.46	16.20
一鸣食品	6.41	-1.98	0.16	18.86	0.18	19.13	26.83	-2.11	2.47	0.43
佳禾食品	5.53	-3.01	0.18	356.29	0.09	3843.69	13.90	1.88	3.22	2.54
燕塘乳业	3.33	-0.43	0.00	-99.43	0.00	-100.01	25.31	1.12	0.01	-2.59
品渥食品	1.88	6.78	-0.02	-129.68	-0.03	-153.09	20.13	1.50	-0.93	-4.27
西部牧业	2.41	28.94	0.05	150.52	-0.02	84.10	10.33	2.66	2.05	7.30
ST麦趣	1.28	-13.76	-0.13	-1976.15	-0.16	-1294.94	24.84	-3.10	-10.28	-10.75
均瑶健康	4.31	7.32	0.09	-20.56	0.08	7.49	37.50	4.56	2.01	-0.71
庄园牧场	2.46	16.72	-0.32	-21.42	-0.31	-12.17	17.34	-2.59	-12.83	-0.50
海融科技	2.71	13.09	0.18	153.72	0.16	269.04	30.06	1.43	6.76	3.75
熊猫乳品	2.04	20.29	0.17	24.08	0.14	32.54	26.04	0.99	8.28	0.25
阳光乳业	0.98	-7.01	0.19	-13.51	0.19	-12.59	35.24	-0.36	19.55	-1.47

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表7: 原奶价格 (元/公斤)



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

2.2 调味品: 行业需求复苏明显、复调增速更快, 产品健康化布局&线上渠道高增

共性趋势: 从整个板块来看, 25 年调味品板块收入同比 4.24%, 利润同比 5.18%, 26Q1 收入同比+14.16%, 利润同比+17.73%。调味品整体在需求端开始显

现出复苏迹象，26Q1 除千禾外其他调味品企业收入利润均实现正增长，尤其收入端环比加速明显。细分行业来看，26Q1 复合调味品头部企业天味、日辰和宝立的营收增速明显跑赢调味品大盘，以基础调味品为主的海天、涪陵榨菜、恒顺醋业营收增速相对慢于大盘，中炬低基数叠加经营改革初显成效，一季度收入+19.88%。

基本盘稳健增长，布局健康化产品。海天采用双轮驱动产品策略，酱油、蚝油、调味酱作为基础品类保持稳健增长，有机和薄盐为代表的营养健康系列产品同比增速达 48.3%，同时向风味解决方案转型。天味的手工火锅、胡辣汤、香辣鱼等存量核心品稳定基本盘，龙虾、烤鱼、鱼调料等机会品拉动新增增长，C 端全系列产品已去除添加剂，同时推进减油减盐等健康化调整。中炬以酱油为核心，完成健康化新品研发储备，优化蚝油、料酒等品类渠道适配，复合调味品顺应行业趋势，搭建一体化研销体系。**渠道线上线下协同、积极对接餐饮及工业渠道。**海天传统流通渠道借助数字化深耕下沉市场，25 年收入稳定增长；积极拥抱线上、即时零售等新兴渠道建设，25 年线上渠道收入同比增长 31.87%。中炬主动优化经销商结构，实现了渠道体系的系统性重塑，25 年净增经销商 270 个，餐饮渠道积极探索与专业厨师合作，工业渠道积极把握团餐健康化趋势，25 年线上渠道收入同比增长 49.01%。天味食品 25 年 B 端大客户直供比例持续提高，电商、直播、社区团购等线上渠道高速增长。

成本改善、费用略有下降；盈利能力继续改善。海天 25 年毛销差提升，主因原材料采购成本下降毛利率提升；天味 25 年毛销差下降，主因行业竞争加大费用投入；中炬 25 年毛利率下滑主因高毛利的酱油收入下降较多导致整体产品结构变差。26Q1 海天/中炬/天味毛利率同比均有不同程度提升，海天/天味销售费用率均同比下降，中炬销售费用率基本维稳，主要得益于原材料价格仍处在低位。其中天味 26Q1 销售和管理费用绝对值基本持平，费用率下滑主因收入大幅增长，收入大幅增长与低基数、春节错期、外延并表增量、内生较好增长均有关，26Q1 净利率同比提升 10.48pct；中炬 25 年深耕内部治理、完善经营体系、强化核心经营能力，推动渠道格局持续向好，各项经营改善成果在一季度集中显现，26Q1 净利率同比提升 3.46pct。

2026年1-3月份社会餐饮收入同比增长4.2%，对调味品行业需求回升有所利好。展望全年，我们预计调味品需求将延续改善的大趋势。调味品企业收入有望环比加速增长，费用率有望同比下降，利润增速有望快于收入。海天25年累计派发现金分红79.50亿元，对应当前股息率为3.51%。同时海天发布2026年员工持股计划，对应公司业绩考核指标为以2025年归母净利润为基数，2025-2027年归母净利润年复合增长率不低于11.5%。天味披露员工持股计划，以2025年营收为基数，2026、2027年营收增长率分别不低于16%、30%。中炬26年预计收入有望实现双位数增长，利润更快。持续看好海天、中炬、天味。

图表8：调味品板块25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)
宝立食品	29.34	10.66	2.63	12.59	2.53	17.88	33.28	0.46	8.95	0.15
涪陵榨菜	24.32	1.88	7.68	-3.92	6.98	-4.67	51.63	0.64	31.58	-1.90
海天味业	288.73	7.33	70.38	10.94	68.45	12.79	40.22	3.23	24.38	0.79
恒顺醋业	22.87	4.13	1.44	12.80	1.22	7.33	32.39	-2.33	6.28	0.48
ST加加	12.16	-6.50	-1.47	39.27	-1.62	39.07	25.96	2.56	-12.13	6.54
千禾味业	25.72	-16.32	3.48	-32.40	3.44	-31.53	37.83	0.64	13.51	-3.21
日辰股份	4.68	15.70	0.84	31.87	0.84	51.26	37.66	-1.04	17.98	2.20
天味食品	34.49	-0.79	5.70	-8.79	5.08	-10.22	40.67	0.89	16.52	-1.45
中炬高新	42.00	-23.90	5.37	-39.86	5.36	-20.08	39.17	-0.61	12.79	-3.39
仲景食品	10.82	-1.42	1.92	9.35	1.85	11.07	44.23	2.50	17.73	1.75
佳隆股份	2.48	-7.33	0.20	-20.74	0.15	-37.83	32.51	-2.17	7.89	-1.34
莲花控股	34.52	30.45	3.09	52.59	2.96	45.42	27.43	2.14	8.95	1.30
安记食品	5.85	8.80	0.27	-23.57	0.22	-25.59	17.39	-0.68	4.70	-1.99

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表9：调味品板块26Q1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)
宝立食品	7.76	16.00	0.66	12.58	0.64	10.63	33.49	0.88	8.45	-0.26
涪陵榨菜	7.54	5.70	2.72	0.07	2.63	2.10	54.86	-1.10	36.15	-2.03
海天味业	90.29	8.58	24.44	10.96	23.47	9.33	42.00	1.95	27.07	0.58
恒顺醋业	6.48	3.60	0.67	17.93	0.60	24.95	35.78	0.28	10.28	1.25
ST加加	4.35	3.46	0.34	124.34	0.31	145.74	35.89	7.19	7.78	4.19
千禾味业	8.18	-1.57	1.48	-7.75	1.44	-9.48	40.82	1.93	18.12	-1.21
日辰股份	1.25	23.73	0.18	3.02	0.18	2.72	35.59	-3.61	14.51	-2.92
天味食品	11.30	76.19	2.50	234.67	2.34	360.06	45.03	4.29	22.12	10.48
中炬高新	13.20	19.88	2.63	45.11	2.39	32.49	42.42	3.70	19.90	3.46
仲景食品	2.96	6.78	0.54	10.93	0.52	10.85	44.46	-1.45	18.16	0.68
佳隆股份	0.58	8.25	0.02	4.82	0.02	30.84	32.47	4.77	4.21	-0.14
莲花控股	10.16	28.01	1.43	42.06	1.39	39.18	31.43	0.76	14.12	1.40
安记食品	1.32	10.12	0.11	101.47	0.11	262.70	24.10	7.72	8.48	3.85

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.3 软饮料：表现分化，健康化&多元化驱动增长，成本改善释放盈利弹性

头部领跑、中小品牌竞争压力仍存：从整个板块来看，25年东鹏/农夫收入分别实现同比增长31.8%/22.51%，统一营收低个位数增长，其他软饮料企业包括康师傅、养元、承德露露、香飘飘、李子园等收入均出现不同程度下滑。利润端东鹏/农夫/统一/康师傅均实现较好增长，主要受益于收入增长以及成本下降带来的毛利率提升，其他中小企业利润均下滑。26Q1东鹏营收利润增速继续领跑。考虑到香飘飘、承德露露和养元春节消费较为集中，综合25Q4+26Q1来看，承德露露收入同比+10.7%，利润同比+6.3%；香飘飘收入同比+9.9%，利润同比+28.2%，旺季实现稳健增长、韧性较强。25Q4+26Q1养元收入同比8.1%，利润同比-16.4%，养元25年利润12.6亿，同比下滑27%，其中子公司泉泓投资25年利润-3000万，影响较小。

龙头分化增长，健康化&多元化产品布局提速。东鹏能量饮料基本盘稳固，25年东鹏特饮收入156亿元，市占率领先；补水啦高速增长，25年同比+119%；海島椰、果之茶、港式奶茶等新品26Q1爆发，C端持续推进健康化配方升级。农夫山泉水+饮料双轮驱动，25年茶饮料收入216亿元，超越包装水成为第一大业务；天然水、茶饮料、功能饮料持续优化，有机、无糖等健康化产品增速领先。康师傅饮品25年营收承压同比-3.0%，核心茶饮料、瓶装水稳步修复，无糖茶、纯果汁等健康化新品加速推广。统一茶饮料、果汁饮料稳健，无糖茶与高端水布局深化，健康化与高端化双推进。承德露露杏仁露基本盘稳固，草本饮料等新品快速增长，礼盒装受益礼赠需求复苏。香飘飘冲泡基本盘维稳，发力原叶现泡和药食同源养生茶饮。**渠道多元协同，冰柜投放加大&餐饮/线上渠道高增。**东鹏一季度持续投入冰柜，预计未来1年仍将继续投入；线上渠道高速增长，直播电商、社区团购发力，25年线上收入同比+40%以上。农夫山泉25年传统流通渠道收入稳健增长，数字化赋能下沉市场；线上渠道严格控占比，聚焦品牌宣传，维护价格体系稳定。康师傅渠道结构优化，25年餐饮渠道直供比例提升，便利店、商超渠道精细化运营，线上渠道发力即时零售，弥补传统渠道下滑缺口。统一企业渠道扁平化推进，餐饮覆盖持续加密，线上渠道与线下经销商协同，直播电商快速起量。承德露露线下深耕北方市场，南方市场通过经销商加密逐步突破；线上渠道

25 年增速高于整体，直播带货拉动新品销售。香飘飘传统商超承压，积极对接量贩、山姆和盒马。

成本改善明显，费用优化&结构升级驱动盈利提升。东鹏饮料 26Q1 毛利率同比+2.42pct，受益 PET 提前锁价、白砂糖价格下行，销售费用率同比微增，主因冰柜投放，26Q1 净利率同比+1.14pct。农夫山泉 25 年毛利率同比+2.4pct，成本下行+产品结构升级，高毛利茶饮料占比提升，驱动盈利高增，净利率创历史新高。康师傅 25 年毛利率同比+1.72pct，原材料成本下降叠加产品涨价，利润增速显著快于收入。统一 25 年毛利率同比+0.66pct，主因成本改善+高端产品占比提升。承德露露 25 年毛利率同比+3.80pct，26Q1 毛利率同比+1.23pct，主因原材料价格下降，25 年受到费用投放影响净利率下降，26Q1 净利率略有提升。

展望全年，预计龙头公司继续领跑，部分中小企业恢复性增长，健康化、无糖化仍是核心增长主线，成本红利延续+费用效率提升推动软饮企业利润增速快于收入。东鹏饮料 2026 年计划实现营业收入不低于 20% 的增长，利润更高；农夫山泉预计 26 年营收有望实现双位数增长；康师傅、统一预计 26 年营收低个位数增长；承德露露预计 26 年营收中高个位数增长，利润双位数，分红+回购对应当前股息率在 8.65%。持续看好东鹏、承德露露等。

图表10：软饮料板块 25 年业绩情况

	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)
东鹏饮料	208.75	31.80	44.15	32.72	41.84	28.26	44.91	0.10	21.15	0.15
农夫山泉	525.53	22.51	158.62	30.84	121.49	5.34	60.53	2.44	30.18	1.92
康师傅控股	790.68	-1.96	45.01	20.52	37.34	42.74	34.82	1.72	5.69	1.06
统一企业中国	317.14	4.56	20.50	10.88	18.49	10.92	33.20	0.66	6.46	0.37
养元饮品	53.36	-11.91	12.60	-26.84	12.04	-17.57	42.83	-3.71	23.61	-4.82
维维股份	33.49	-8.42	3.35	-18.63	3.09	-7.80	28.44	1.43	9.99	-1.25
承德露露	31.74	-3.46	6.27	-5.87	6.24	-5.07	44.74	3.80	19.76	-0.51
香飘飘	29.26	-11.00	0.95	-62.38	0.71	-67.32	37.14	-1.20	3.26	-4.45
欢乐家	15.00	-19.11	0.44	-70.03	0.41	-71.75	29.59	-4.41	2.94	-5.00
李子园	12.96	-8.44	1.96	-12.29	1.64	-21.10	39.28	0.19	15.15	-0.67

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.4 速冻食品：行业确定性走出谷底，产品与渠道结构升级驱动高质量增长

此前我们于速冻板块三季报总结中指出行业价格战见顶。从已披露的 2025 年年报及 2026 年一季报看，需求端恢复、主要上市企业收入与利润均展现出逐季修复态势。龙头企业趋势展露更早、更确定，板块里体量较小的企业在低基数中边际改善，印证我们此前判断。

图表11：速冻板块 2025 年年度财务数据

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 (pcts)	同比	销售费用率 (pcts)	同比	净利率 (pcts)	同比
安井食品	161.93	7.05%	13.59	-8.46%	12.44	-8.49%	21.60%	-1.70	5.96%	-0.56	8.46%	-1.55
千味央厨	18.99	1.64%	0.64	-24.04%	0.62	-24.62%	22.71%	-0.94	5.98%	0.58	3.29%	-1.14
三全食品	65.41	-1.38%	5.45	0.47%	3.74	-9.82%	24.05%	-0.17	12.92%	0.04	8.45%	0.28
海欣食品	15.22	-10.79%	-0.49	-31.53%	-0.57	-31.69%	20.35%	1.83	11.92%	1.52	-3.27%	-1.08
惠发食品	14.10	-26.78%	-0.70	-319.34%	-0.77	-280.15%	17.98%	0.45	8.59%	1.46	-4.88%	-4.23
春雪食品	26.28	4.54%	0.40	383.98%	0.33	948.69%	9.13%	2.14	2.48%	0.09	1.50%	1.18
盖世食品	6.30	18.01%	0.48	15.84%	0.44	24.86%	18.63%	0.89	3.79%	0.42	7.20%	-0.49
味知香	7.02	4.48%	0.69	-21.46%	0.55	-32.75%	20.63%	-4.38	4.60%	0.13	9.79%	-3.23
五芳斋	22.42	-0.40%	1.22	-14.44%	1.04	-20.61%	37.03%	-2.03	21.14%	-0.84	5.43%	-0.83

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表12：速冻板块 2026 年 Q1 财务数据

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 (pcts)	同比	销售费用率 (pcts)	同比	净利率 (pcts)	同比
安井食品	47.1017	30.84%	5.6316	42.74%	5.25	53.04%	24.99%	1.66	6.05%	-0.68	12.05%	1.12
千味央厨	5.8256	23.83%	0.2260	5.40%	0.21	1.00%	24.75%	0.33	10.71%	2.69	3.86%	-0.67
三全食品	24.5282	10.58%	2.6920	29.11%	1.95	18.79%	25.54%	0.21	11.91%	-0.06	10.98%	1.57
春雪食品	6.5179	9.61%	0.0860	-22.97%	0.09	-15.48%	9.30%	-0.65	2.74%	-0.18	1.32%	-0.56
海欣食品	4.7065	43.80%	0.1144	830.26%	0.11	1440.94%	21.97%	-0.26	10.63%	-2.06	2.86%	2.62
惠发食品	3.3374	7.80%	0.0070	103.89%	0.00	100.90%	21.69%	5.25	7.02%	-1.70	0.37%	5.72
盖世食品	1.5094	16.12%	0.0950	6.80%	0.08	-4.73%	17.33%	-0.08	3.30%	-0.23	5.74%	-1.04
味知香	1.7564	1.54%	0.2273	16.51%	0.19	21.57%	24.57%	1.72	4.36%	0.07	12.92%	1.65
五芳斋	2.0079	-17.32%	-0.5729	-26.65%	-0.60	-22.93%	37.44%	2.04	46.35%	7.83	-28.58%	-9.83

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表13：速冻板块 2025Q3-2026Q1 财务数据

	25Q3		25Q4		26Q1		Q4+Q1	
	收入yoy	利润yoy	25Q4收入YOY	25Q4利润YOY	26Q1收入YOY	26Q1利润YOY	收入yoy	利润yoy
安井食品	6.61%	11.80%	19.05%	-6.34%	30.84%	42.74%	24.60%	16.93%
三全食品	-1.87%	34.91%	2.21%	0.77%	10.58%	29.11%	7.20%	17.34%
千味央厨	4.27%	-19.08%	3.36%	358.09%	23.83%	5.40%	13.24%	37.38%
巴比食品	16.74%	-16.07%	9.05%	-12.63%	2.82%	26.93%	6.28%	-0.31%
广州酒家	4.66%	5.33%	7.49%	-15.88%	8.85%	3.42%	8.18%	-5.71%
味知香	2.61%	-17.64%	6.16%	-19.95%	1.54%	16.51%	3.77%	-1.86%
宝立食品	14.60%	15.71%	11.08%	18.39%	16.00%	12.58%	13.45%	15.52%
百胜中国	4.40%	-5.05%	8.64%	21.74%	9.63%	5.82%	9.17%	10.32%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

共性趋势：下游需求复苏，春节大旺季带动出行链消费；价格战趋缓，竞争转向产品力与渠道效率。

下游大B客户需求持续复苏，百胜中国开店加速、同店持续改善，从终端验证速冻景气回升。百胜中国2025年以来经营持续向好，为安井、千味等核心供应商的订单复苏提供了坚实的需求基础。2025年第四季度同店销售额连续三个季度实现正增长，进入2026年第一季度，百胜中国延续强劲势头，经营利润同比增长12%至4.47亿美元，创历史同期新高；单季净新增门店636家，创史上单季最高增长，截至季末门店总数达18737家。

价格战见顶，行业回归理性。2025年速冻及餐供行业经历深度价格战后，2025年下半年起恶性降价明显减少。安井食品在经销商大会首次提出“降价失灵”，传统大单品降价已无法拉动销量；千味央厨明确低价策略不可持续，主动收缩流通批发端的价格竞争投入；三全食品判断竞争环境不会进一步恶化，行业进入洗牌期。龙头企业普遍将重心从“以价换量”转向产品品质、渠道服务与效率提升。

渠道结构优化，传统经销企稳，新零售与定制化渠道成增长引擎。2025年传统流通渠道普遍承压，安井经销渠道全年微增、千味经销渠道下滑，但Q4起降幅收窄。与此同时，新零售（盒马、沃尔玛、小象超市）、商超调改、餐饮特通（茶饮、咖啡、火锅）成为增量主来源。安井重构大B定制业务，成立定制部，盒马、肯德基等定制产品放量；千味央厨盒马、沃尔玛成增长最快渠道；三全食品抓住商超调改机遇，向熟食区及烘焙区拓展。锅圈则通过大店调改、露营店、无人零售等新业态，将社区门店升级为“家庭餐桌解决方案”，2026年Q1收入利润双高增，露营店单店模型跑通。

大单品策略持续深化，品类跨界与结构升级成效显著。头部企业围绕高毛利核心单品进行迭代升级：安井的锁鲜装、烤肠、虾滑持续增长，千味的烘焙甜品、冷冻调理菜肴表现亮眼，锅圈的榴莲上市快速出圈；巴比的“手工小笼包”新店型中主打产品老面小笼包销售占比快速提升。同时，企业积极延展至烘焙等新赛道，安井并购鼎味泰切入冷冻烘焙，千味将蛋挞、丹麦类产品从大客户向小B端渗透。

成本与费用管控优化，盈利能力逐季改善。2025年受原料及产能利用率波动影响，部分公司毛利率承压，2026Q1毛利端逐渐好转。安井2026Q1毛利率24.99% (+1.66pct)，主业净利率显著提升；千味Q1毛利率24.75% (+0.33pct)。费用端，企业主动收缩无效促销，向高潜力渠道及新品倾斜。安井、三全销售费用率同比均有下降或企稳。安井2026Q1主业利润增速远超收入，规模效应释放。

龙头企业间复苏节奏与战略侧重各有不同。1) 安井食品：主业Q4以来持续超预期，产品矩阵与定制化双轮驱动，虾滑、烤肠、锁鲜装等大单品全线放量；定制化业务及新零售高增。2) 千味央厨：大B端全面恢复，小B渠道结构调整，烘焙与菜肴引领增长，看好大B连锁化率提升带来的长期机会。3) 锅圈：场景化创新驱动高增，新业态蓄势待发。2026Q1收入利润双高增，大店调改、露营店、小炒店等新模型验证成功。4) 巴比食品：传统门店企稳，手工小笼包新店型打开空间。新店型（手工小笼包）保底600家、冲刺700家，升级后营业额翻倍。

未来展望：行业拐点确立，优选产品与渠道升级双轮驱动的龙头。我们认为，速冻及餐饮供应链板块已走出最困难时期。2026年行业：1) 价格竞争趋缓，企业聚焦产品价值与渠道服务，毛利率与净利率进入修复通道；2) 新零售、定制化大B、社区新业态等成为增量核心；3) 大单品策略与多品类（烘焙、预制菜）将持续贡献超额增长。龙头企业在产品结构升级与费用精细化的推动下利润弹性可期，维持对速冻及餐饮供应链板块的推荐。

2.5 零食板块：春节错期&线下动能恢复双季度实现高增，渠道变革深化，头部企业盈利修复

收入增长韧性分化，合并季度看趋势更为清晰。受 2026 年春节较 2025 年推迟约 20 天影响，年货节备货及销售高峰主要落在 2026 年第一季度，导致行业单季度收入增速出现显著季度间错位，Q1 收入增速表现靓丽、合并 25Q4+26Q1 看，量贩零食头部企业收入、利润表现超预期增长，制造端多数企业两个季度收入实现正增长（下滑还是因盐津、松鼠电商调整影响较大所致），年货节效应带动线下渠道的实质性恢复是增长的核心动能，利润端修复进度慢于收入，制造端超半数企业利润同比仍是下滑（头部仅盐津、洽洽受益于毛利提升带来利润端改善）。

图表14：零食板块 2025 年年度财务数据

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 (pts)	销售费用率	同比 (pts)	净利率	同比 (pts)
盐津铺子	57.62	8.64%	7.48	16.95%	7.15	25.86%	30.80%	0.11	10.50%	-2.00	12.89%	0.81
甘源食品	20.96	-7.15%	2.08	-44.59%	1.90	-44.27%	34.75%	-0.71	17.68%	5.00	9.91%	-6.76
劲仔食品	24.43	1.28%	2.43	-16.68%	2.01	-22.78%	29.29%	-1.18	13.09%	1.12	9.92%	-2.25
洽洽食品	65.74	-7.82%	3.18	-62.51%	2.50	-67.68%	23.41%	-5.37	11.22%	1.23	4.86%	-7.06
三只松鼠	101.89	-4.08%	1.55	-61.90%	0.49	-84.53%	24.42%	0.17	19.74%	2.15	1.28%	-2.55
有友食品	15.89	34.39%	1.86	17.94%	1.57	25.36%	25.73%	-3.24	8.97%	-1.68	11.68%	-1.63
良品铺子	54.86	-23.38%	-1.48	-220.26%	-1.78	-137.61%	24.83%	-1.31	23.43%	2.36	-2.63%	-1.94
来伊份	38.19	13.31%	-1.61	-113.89%	-2.09	-132.30%	30.53%	-10.47	23.05%	-5.22	-3.85%	-1.55
黑芝麻	22.56	-8.45%	-0.48	-161.51%	-0.28	-142.04%	23.04%	-0.85	11.06%	1.96	-2.11%	-5.82
好想你	13.28	-19.03%	8.66	1303.60%	-0.67	16.89%	29.15%	6.53	22.03%	1.10	65.16%	69.70
万辰集团	514.59	59.17%	13.45	358.09%	12.77	395.03%	12.40%	1.64	3.00%	-1.42	4.71%	2.84
鸣鸣很忙	661.70	68.19%	23.29	179.37%	/	/	9.83%	2.21	3.62%	-0.13	3.52%	1.41

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图15: 零食板块 2026 年 Q1 财务数据

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 (pcts)	同比	销售费用率 (pcts)	同比	净利率 (pcts)	同比	环比 (pcts)
盐津铺子	15.83	2.94%	2.31	29.48%	2.04	30.45%	31.82%	3.35	11.20%	-0.03	14.58%	3.12	14.58
甘源食品	6.18	22.51%	0.66	25.73%	0.59	28.98%	33.91%	-0.41	17.27%	-0.07	10.68%	0.21	10.68
劲仔食品	7.39	24.16%	0.71	5.48%	0.66	23.00%	27.03%	-2.88	10.58%	-2.78	9.64%	-1.81	9.64
洽洽食品	22.22	41.46%	1.68	117.82%	1.49	156.47%	25.10%	5.63	11.69%	1.09	7.55%	2.63	7.55
三只松鼠	38.35	3.01%	2.73	14.35%	2.46	51.59%	27.33%	0.59	15.87%	-2.80	7.05%	0.64	7.05
有友食品	5.35	39.62%	0.66	30.71%	0.59	35.51%	24.26%	-2.82	6.88%	-2.00	12.30%	-0.84	12.30
良品铺子	20.40	17.78%	0.48	231.96%	0.45	210.90%	27.32%	2.68	21.05%	-2.72	2.33%	4.44	2.33
来伊份	10.36	-1.12%	-0.14	-212.90%	-0.22	-511.95%	26.03%	-8.62	16.27%	-5.59	-1.31%	-2.71	-1.31
黑芝麻	6.46	46.23%	0.33	1361.48%	0.33	2466.82%	21.64%	1.73	9.39%	0.37	4.86%	4.50	4.86
好想你	5.05	23.22%	11.11	2691.43%	0.34	17.24%	36.20%	2.23	21.51%	0.41	219.98%	210.37	219.98
万辰集团	166.34	53.73%	6.30	193.12%	5.66	168.19%	12.87%	1.85	2.64%	-0.67	5.82%	2.23	5.82

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图16: 零食板块 2025Q3-2026Q1 逐季财务数据

	25Q3		25Q4		26Q1		Q4+Q1	
	收入yoy	利润yoy	25Q4收入YOY	25Q4利润YOY	26Q1收入YOY	26Q1利润YOY	收入yoy	利润yoy
盐津铺子	6.05%	33.55%	-7.49%	-2.12%	2.94%	29.48%	-2.11%	15.20%
劲仔食品	6.55%	-14.77%	-0.87%	-8.75%	24.16%	5.48%	11.20%	-2.09%
甘源食品	4.37%	-26.31%	-13.60%	-47.19%	22.51%	25.73%	2.15%	-21.84%
有友食品	32.70%	44.79%	16.38%	-67.41%	39.62%	30.71%	29.50%	-10.26%
三只松鼠	8.91%	-56.79%	-29.62%	-107.98%	3.01%	14.35%	-12.69%	-12.28%
洽洽食品	-5.91%	-72.58%	-12.70%	-32.62%	41.46%	117.82%	8.87%	6.05%
万辰集团	44.15%	361.22%	27.15%	133.76%	53.73%	193.12%	39.91%	163.82%
良品铺子	-17.72%	-539.23%	-19.87%	-61.32%	17.78%	-231.96%	-0.76%	-122.01%
来伊份	25.15%	-29.73%	13.87%	9.20%	-1.12%	-212.90%	5.58%	145.88%
青岛食品	10.41%	5.58%	-6.79%	66.43%	12.89%	5.95%	3.21%	22.14%
黑芝麻	-12.07%	-103.07%	-10.12%	-251.83%	46.23%	1361.48%	8.77%	-156.85%
好想你	3.51%	161.82%	-46.09%	-7841.00%	22.43%	2691.43%	-14.84%	6840.31%
品渥食品	-5.95%	-112.07%	-15.15%	-156.08%	6.78%	-129.68%	-5.81%	-147.71%

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

展望 2026 年, 休闲零食板块核心主线在于线下渠道的深度布局与效率提升。

盐津铺子“重回线下”战略将推动零食量贩、定量流通、高端会员店持续放量。劲仔食品零食量贩渠道仍有渗透空间, 鱼制品、肉干、豆干多元驱动。洽洽食品坚果礼盒及风味坚果进一步下沉终端。甘源食品传统渠道调改及创新豆类推广。零食系统方面, 万辰、鸣鸣很忙 26 年持续拓店、单店压力减轻、净利率提升逻辑持续验证。推荐底部反弹的劲仔食品、线上基数压力褪去的盐津铺子、传统渠道会员店渠道持续放量的有友食品、以及长期看好零食系统万辰、鸣鸣很忙。

线下传统渠道复苏，零食量贩与会员店仍保持高增量。2025年至2026Q1，休闲零食行业线下渠道呈现强劲恢复态势，头部企业线下增速普遍达到两位数，零食量贩、高端会员店、定量流通等新渠道贡献主要增量。盐津铺子2026Q1线下整体保持快速增长，其中零食量贩、定量流通、高端会员店三大渠道增速均超全年指引，成为公司收入增长的核心支撑。公司明确提出“重回线下”战略，将资源向线下倾斜，在零食量贩渠道与头部品牌深度绑定并持续增加SKU，定量流通渠道完成负责人调整、组织架构基本搭建完成，高端会员店蛋皇鹌鹑蛋、鳕鱼卷等产品稳居月销榜前列。劲仔食品零食量贩渠道2025年超预期增长，2026Q1占比进一步提升，渠道月销维持高增，通过增加SKU、定制产品（9.9元定量装小鱼）实现单点卖力提升。洽洽食品零食量贩渠道2025年至2026Q1延续高增，山姆、盒马通过定制礼盒、风味坚果实现较快增长。甘源食品零食量贩渠道保持稳健增长，合作SKU持续增加，高端会员店2025年3款合作产品，2026年3月上架冻干坚果新品。有友食品25年线下渠道同比增长42.7%，其中量贩渠道保持高速增长。行业线下动能恢复明显，头部企业从过去过度依赖线上或单一渠道，转向全渠道布局，特别是零食量贩、会员店等高势能渠道成为增量主来源。

产品端：大单品驱动增长、成本分化利好龙头企业利润弹性。2025年休闲零食行业大单品表现突出，魔芋、鹌鹑蛋、肉干、风味坚果等品类处于成长期。盐津铺子魔芋全年收入17.37亿，麻酱口味为核心，2026Q1毛利率提升主因产品结构优化（魔芋、海味零食等高毛利品类占比提升），鹌鹑蛋全渠道布局基本完成，鳕鱼卷在山姆表现优异。劲仔食品25年鱼制品稳健增长，肉干成为第二大单品且增速高于整体，鹌鹑蛋2025Q3起触底企稳，2026Q1保持稳定。甘源食品豆类为基本盘，创新豆（绿蚕豆、翡翠豆）、风味坚果（芥末夏果）增速较快，代表风味化、高端化方向。洽洽食品瓜子毛利率恢复，坚果通过每日坚果、全坚果礼盒及风味坚果放量，增速快于瓜子。有友食品禽类制品（泡凤爪）大单品优势牢固。成本端，魔芋精粉预计2026年下半年下行，鹌鹑蛋原料上涨（利好头部出清白牌），瓜子原料采购价下降。成本分化将加剧企业盈利分化，具备原料把控和供应链优势的龙头利润弹性更足。

利润端：毛利率与净利率改善路径清晰、费用管控向高效渠道倾斜。2025 年多数企业毛利率受成本及渠道结构影响承压，但 2026Q1 已现改善。盐津铺子 2026Q1 毛利率 31.82% (+3.35pct)，净利率 14.58% (+3.12pct)，受益产品结构优化及电商低毛利业务收缩。劲仔食品毛利率受零食量贩占比提升及原料上涨影响，同比下降近 3pct，但扣非净利率维持健康。洽洽瓜子毛利率恢复，坚果毛利率仍有提升空间。有友食品毛利率下降 2.8pct，因小包装升级及渠道结构变化。甘源食品毛利率略降，费用率仍高但一季度企稳。费用端，头部企业主动收缩无效促销，向高潜力渠道（零食量贩、会员店、定量流通）倾斜资源。盐津铺子魔芋品类新增投放但整体可控；劲仔食品销售费用率同比下降；洽洽保持充足投放。净利率改善路径清晰，产品结构升级与费用精细化将持续推动盈利能力回升。

量贩零食龙头：Q1 单店回正高增、规模效应加速释放、净利率连续创新高。

2025 年鸣鸣很忙与万辰集团持续引领零食量贩赛道。鸣鸣很忙 2025 年收入 661.7 亿 (+68.2%)，经调净利率 4.07%，门店净增 7554 家至 21948 家，约 60% 位于县城及乡镇，同店小个位数下滑符合高速开店预期。2026 年春节同店表现优于往年，烤肠、蛋挞等热食及冷链品类为重点方向。万辰集团 2025 年量贩零食收入 508.6 亿，全年加回股份支付净利润 25.33 亿，净利率 4.98%；2026Q1 量贩业务延误高增，净利率 5.84% (连续 5 季提升)，剔除政府补助后仍达 5.28%。门店超 1.95 万家，测算单店收入环比提升、同比大幅增长 (Q1 同店再次回正)。行业竞争格局清晰，头部品牌凭借规模采购、数字化运营、供应链议价能力构建壁垒，净利率仍有上行空间。

2.6 健康冲调：高景气延续，健康化&功能化驱动，渠道变革释放增量

高景气赛道、持续高增长：从板块整体看，25 年西麦食品/五谷磨房收入分别同比+18.11%/+22.6%，利润分别同比+28.93%/+41.4%。26Q1 延续高景气，西麦营收同比+25.65%、利润同比+85.86%；五谷磨房 1-2 月销售额同比增长 48.2%-51.3%，春节礼盒爆发式增长。需求端健康化、功能化、药食同源化趋势明确，冲调赛道持续受益，龙头凭产品、渠道、品牌优势强化壁垒。

围绕大健康产业核心方向，健康化&功能化产品矩阵持续扩容。西麦食品燕麦基本盘稳固，25年纯燕麦/复合燕麦营收分别同比+12.6%/+23.8%，有机燕麦销售规模近1.5亿元；25年9月推出“西麦食养”子品牌，布局红参姜黄五红粉等药食同源新品，26Q1持续铺货，重点布局蛋白粉、肽饮等高附加值大健康品类。五谷磨房食养基本盘扎实，25年中式调理与功能改善食品、中式食养早餐、礼盒系列均实现较好增长。公司聚焦银发养生需求，推出元气归苕粥等多款爆品，26Q1礼盒组合产品持续热销。渠道多元突破，零食量贩/线上/礼盒渠道高增。西麦食品25年零食量贩渠道高速增长，燕麦乳茶、药食同源粉等新品拉动显著。线上全平台覆盖，25年抖音渠道实现盈利，26年目标全年正向盈利。五谷磨房线下渠道高增，25年商超专柜营收同比+23.7%，净增150家专柜；线下货架营收同比+47.6%；线上电商同比+11.9%，26Q1全渠道礼盒策略成效显著，助力营收高速增长。

成本改善明显，费用优化&结构升级驱动盈利高增。西麦食品25年毛利率同比+0.62pct，销售费用率同比-1.38pct，主要受益澳麦原粮成本下降及产品结构优化。26Q1毛利率微增，销售费用率大幅改善，预计与公司会计处理调整有关，将促销买赠等费用计入成本，导致毛利率改善不明显，同时销售费用率大幅回落。从毛销差来看，26Q1公司毛销差同比提升4.74%。五谷磨房25年毛利率同比-0.8pct，净利率同比+1.4pct，主要受益规模效应，销售及行政开支占比下降。

展望全年，健康冲调赛道高景气延续，药食同源、功能化、礼盒化成核心增长主线，龙头优势持续强化。持续看好西麦食品。

图表17：健康冲调板块25年业绩情况

	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)
西麦食品	22.40	18.11	1.72	28.93	1.62	46.67	41.95	0.62	7.67	0.64
五谷磨房	25.26	22.58	2.66	41.43%	2.62	40.59	65.04	-0.79	10.52	1.40

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.7 烘焙食品板块：冷冻原料业务持续高增，成本分化加剧、利润表现普遍承压

2025 年烘焙食品板块延续分化格局：以酵母、奶油为代表的烘焙原料业务增长亮眼；而冷冻烘焙及短保面包终端需求仍处于底部修复区间。从收入端来看，仅安琪酵母和立高食品在 25Q4 及 26Q1 延续正向增长，利润端行业性承压，除安琪酵母及海融科技外，其他公司均呈现不同程度下滑。

图表18：烘焙板块 2025 年年度财务数据

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 (pcts)	同比	销售费用率 (pcts)	同比	净利率 (pcts)	同比
桃李面包	54.48	-10.50%	2.84	-45.63%	2.69	-45.93%	22.53%	-0.86	8.79%	0.87	5.21%	-3.37
元祖股份	20.81	-10.08%	1.40	-43.88%	1.08	-53.48%	62.02%	-1.32	45.97%	3.86	6.71%	-4.04
南侨食品	30.65	-2.99%	0.41	-79.81%	0.37	-79.80%	19.20%	-4.96	8.68%	0.39	1.33%	-5.05
立高食品	43.54	13.51%	3.05	13.71%	2.95	16.13%	29.67%	-1.80	10.75%	-1.35	6.81%	-0.06
海融科技	9.98	-8.18%	-0.18	-116.36%	-0.30	-131.71%	24.51%	-10.52	15.00%	0.97	-1.83%	-12.01
安琪酵母	167.29	10.08%	15.44	16.60%	13.59	16.19%	24.71%	1.18	5.62%	0.17	9.50%	0.60

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表19：烘焙板块 2025 年 Q4 财务数据

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 (pcts)	同比	销售费用率 (pcts)	同比	净利率 (pcts)	同比
桃李面包	13.99	-2.79%	-0.1422	-116.34%	-0.20	-123.70%	21.04%	-0.98	9.20%	1.29	-1.02%	-7.06
元祖股份	5.33	29.38%	0.0853	283.68%	0.18	215.63%	55.54%	-3.20	45.47%	-4.41	1.60%	2.73
南侨食品	7.97	-6.76%	0.1185	-76.82%	0.11	-73.66%	19.73%	-3.58	9.17%	0.94	1.49%	-4.49
立高食品	12.09	8.13%	0.5686	-12.33%	0.52	-16.19%	29.15%	-0.62	12.07%	-1.43	4.50%	-1.16
海融科技	2.67	-16.73%	-0.0262	-111.27%	-0.04	-122.22%	26.41%	-6.40	14.99%	0.44	-1.02%	-8.25
安琪酵母	49.42	15.35%	4.2798	15.23%	3.94	19.16%	22.72%	-1.43	5.21%	-0.57	8.86%	-0.09

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表20：烘焙板块 2026 年 Q1 财务数据

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	11.69	-2.64%	0.5184	-38.32%	0.48	-38.99%	20.95%	-1.02	8.68%	0.06	4.43%	-2.56
元祖股份	3.33	-1.43%	-0.7024	-180.76%	-0.73	-37.51%	60.94%	-0.62	73.49%	8.95	-21.10%	-13.69
南侨食品	7.67	-2.89%	0.0302	-89.57%	-0.05	-117.76%	18.83%	-2.02	8.57%	0.88	0.39%	-3.27
立高食品	10.48	0.27%	0.6402	-27.56%	0.61	-29.57%	29.72%	-0.27	10.51%	0.41	6.06%	-2.14
海融科技	2.71	13.09%	0.1835	153.72%	0.16	269.04%	30.06%	1.43	11.97%	-2.88	6.69%	3.68
安琪酵母	45.34	19.49%	4.2593	15.08%	3.86	14.46%	26.47%	0.50	5.21%	-0.37	9.69%	-0.51

资料来源：iFind，中邮证券研究所

渠道：商超渠道高基数拖累 Q1；地方性商超与餐饮新零售成增量主线。2025 年烘焙板块渠道结构持续优化。立高食品 2025 年商超渠道收入增长 25%，餐饮、茶饮及新零售渠道增长 35%，占比提升至 22%；流通饼房渠道同比持平，筑底企稳。2026Q1 受去年同期奶油小方高基数影响，商超渠道收入下降约 10%，但地方性商超（覆盖 1-3 个地级市的下沉市场）成为新亮点——公司通过输出烘焙陈列方案、成熟大单品组合，切入数千家区域商超，单店体量虽小但汇总空间巨大。餐饮新零售渠道保持 25% 增长，团队人效高于平均，公司正加大该渠道人员扩编，覆盖自助餐、早餐、酒店等场景。安琪酵母国内业务受益于烘焙门店及工业客户恢复，海外市场保持较快增长。

利润端：糖蜜下行、油脂上行毛利体现分化；费用阶段性扰动；净利率阶梯式修复可期。2025 年立高食品毛利率同比基本稳定，但 Q4 受商超占比下降及研发费用增加影响，归母净利率有所回落。2026Q1 毛利率 29.7% 同比持平，综合采购成本产生正向贡献（油脂锁单至年中、乳制品锁单充裕），制造费用（日配车间爬坡）负向拖累。销售费用率上升主因商超占比下降及餐饮团队扩编，管理费用率上升因总部搬迁及数字化投入。往全年看，新国标稀奶油放量、地方商超及餐饮渠道增长将带动收入逐季回升，规模效应下费用率有望下降。海融科技毛利率逐季提升，主要得益于下半年开始原材料油脂锁价、稀奶油原料国产替代以及经销渠道偏高毛利率混脂产品销售恢复增长等因素提振，带动净利率 Q1 大幅回正改善。南侨食品、桃李面包等仍受成本及费用高增影响利润承压。安琪酵母糖

蜜成本 2025 年处于下行通道，2026 年预计继续低位，叠加海运费稳定，毛利率有望提升。

2026 年关注冷冻烘焙修复、稀奶油国产替代及新渠道红利。展望 2026 年，烘焙板块投资主线清晰：1) 冷冻烘焙有望边际改善，立高食品地方性商超、餐饮新渠道提供增量，长生命周期新品稳定产出，叠加饼房渠道企稳，冷冻烘焙业务增速有望低斜率向上；2) 稀奶油国产替代持续，新国标产品 36%、34% 凭借性价比优势，有望在工业、饼房、茶饮等多场景渗透，全年形成有影响力的销售体量；3) 安琪酵母海外扩张及小包装酵母受益消费分级，成本红利释放。

2.8 宠物板块：国内自主品牌高增驱动收入增长，费用扩张与汇率扰动致盈利分化

行业整体呈现收入增长可期、利润波动加剧的特征。国内自主品牌业务成为各公司核心增长引擎，收入端除依依、天元外均实现双季度增长。利润端严重承压，境外代工业务受关税壁垒、汇率波动等因素扰动持续承压，国内收入高增下必然费用大幅扩张与外部不确定性共同拖累利润释放，表观利润压力尤为突出。

图表21：宠物板块 2025 年年度财务数据

公司	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)	销售费用率	同比 (pcts)	净利率	同比 (pcts)
乖宝宠物	67.69	29.06%	6.73	7.75%	6.65	10.80%	42.49%	0.22	22.56%	2.45	9.96%	-2.01
中宠股份	52.21	16.95%	3.65	-7.28%	3.53	-8.73%	29.54%	1.38	13.47%	2.38	7.63%	-1.70
佩蒂股份	14.49	-12.67%	1.16	-36.52%	1.13	-37.53%	31.86%	2.44	8.01%	0.93	8.06%	-3.15
天元宠物	30.02	8.61%	0.59	28.02%	0.47	52.94%	19.27%	3.29	11.40%	2.39	1.41%	0.09
源飞宠物	17.34	32.35%	1.16	-29.47%	1.17	-25.75%	21.88%	-1.01	6.13%	3.07	8.91%	-5.65
依依股份	16.77	-6.69%	1.83	-14.92%	1.60	-16.25%	19.93%	0.30	2.33%	0.57	10.91%	-1.06

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表22：宠物板块 2025 年 Q4 财务数据

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	20.32	29.11%	1.60	3.78%	1.72	9.51%	41.70%	-1.24	24.28%	1.39	7.88%	-2.01
中宠股份	13.62	6.70%	0.32	-71.55%	0.30	-79.56%	26.69%	-2.97	17.73%	5.05	2.84%	-6.12
佩蒂股份	3.60	7.04%	0.02	-92.40%	0.01	-97.21%	31.22%	-3.76	8.51%	-3.89	0.62%	-8.23
天元宠物	6.78	-6.94%	0.03	129.51%	0.00	99.17%	19.97%	6.21	13.01%	3.11	-0.88%	1.22
源飞宠物	4.52	19.31%	-0.14	-132.20%	-0.11	-127.23%	18.75%	-4.94	10.22%	6.84	-0.75%	-13.81
依依股份	3.71	-22.96%	0.26	-59.00%	0.24	-57.53%	19.25%	-0.53	3.34%	1.15	7.09%	-6.23

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表23：宠物板块 2026 年 Q1 财务数据

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	16.44	11.08%	1.24	-39.50%	1.24	-37.47%	41.61%	0.05	22.14%	4.33	7.52%	-6.30
中宠股份	15.33	39.23%	0.73	-19.80%	0.66	-24.99%	26.78%	-5.09	12.63%	1.25	5.14%	-4.15
佩蒂股份	3.51	6.66%	0.08	-63.70%	0.08	-61.90%	27.62%	-1.00	7.94%	-0.51	2.36%	-4.71
天元宠物	6.82	19.82%	0.13	-20.00%	0.11	-27.65%	18.54%	-0.87	9.76%	-1.36	1.54%	-0.99
源飞宠物	4.50	34.36%	0.23	-10.51%	0.23	-8.76%	22.56%	4.77	6.75%	2.75	8.23%	-1.51
依依股份	4.03	-16.98%	0.28	-48.82%	0.22	-55.34%	16.82%	-2.03	3.27%	1.35	6.87%	-4.27

资料来源：iFind，中邮证券研究所

国内自主品牌高增驱动收入，费用投入高企拖累利润。乖宝宠物 2025 年自有品牌业务营收近 50 亿元，同比增长 40% 以上，占公司营收比重提升至 73% 以上，麦富迪品牌同口径增长超四成。但 2026 年 Q1 受国际汇率波动、关税政策变化及股份支付费用集中计提等多重因素扰动，利润表现承压。中宠股份收入端延续高增长，短期利润承压主要受股份支付费用、海外工厂爬坡及汇兑损失等因素影响。佩蒂股份收入体量受海外需求波动拖累明显。源飞宠物代工业务稳健增长，但境内自主品牌处于投入期，销售费用扩张致利润端短期承压。

主粮高增，主粮化升级趋势不改。产品结构升级是宠物食品板块最确定的主线。主粮具备更强的品牌粘性、功能性延伸空间及毛利率优势，成为头部企业资源倾斜的核心方向。乖宝宠物麦富迪品牌同口径增长超四成，高端品牌弗列加特、霸弗增速分别超八成和六成，品牌高端化战略成效显著。中宠股份主粮业务全年收入 15.53 亿元，同比增长 40.39%。佩蒂股份在新西兰积极布局主粮产能，自主品牌业务和新西兰主粮战略取得突破性进展。

费用扩张、汇率与关税扰动，盈利波动持续。2025 年宠物食品板块利润增速显著落后于收入增速，2026 年 Q1 利润承压趋势延续。乖宝宠物 2025 年销售费用率同比大幅上升约 2.45 个百分点至 22.2% 以上，主要系自有品牌及直销渠道收入占比提升，相应业务推广费及销售服务费增加，2026 年 Q1 销售费用率同比进一步上升超过 4 个百分点，公司坚定优先提升自有品牌市占率，利润释放节奏阶段性让位于规模扩张。中宠股份 2025 年销售费用率 13.5% (+2.4pct)，管理费用率同比略有上升。2026 年 Q1 销售费用率同比上升约 1.3 个百分点，毛利率同比大降超 5 个百分点至 26.78%。利润端集中承压主力因：一是国内自主品牌处于高投入期，品牌推广、渠道拓展及新品研发费用大幅增加；二是海外新工厂投产初期折旧摊销及爬坡成本拖累；三是汇率波动导致汇兑损失，叠加上年同期关税宽松形成的较高基数，同比压力尤为突出。

竞争格局与展望：行业进入品牌化攻坚期，关注主粮占比提升与费用效率拐点。国内头部品牌在研发、供应链、渠道三端加速构筑壁垒，市占率持续向龙头企业集中；而中小企业及白牌受制于研发投入不足与供应链短板，在成本上行及费用竞争加剧的环境下被逐步挤出。展望 2026 年，宠物食品板块核心观察点包括：乖宝宠物主粮及高端品牌持续放量，直销渠道高增延续，关注销售费用率边际变化拐点；中宠股份主粮占比进一步提升，美国、加拿大、柬埔寨新产能陆续投产将释放代工业务弹性；行业多维竞争加剧，国产品牌通过差异化定位构建技术壁垒的验证值得持续跟踪。

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。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
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。 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。	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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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签约客户。

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

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，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

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