食品饮料 2026 年三季报总结

白酒报表筑底、动销先行，乳制品、速冻显韧性，关注拐点改善/新增长动因企业

投资要点

白酒：报表仍在底部、动销已先于报表，更多企业看到恢复。茅台略超预期，迎驾、今世缘率先走出调整，收入、利润、现金流首次同步转正；五粮液、老窖、汾酒仍处深度调整，报表大幅下滑但动销与开瓶优于报表。区域酒企收入先于利润转正，单 Q3 古井、口子窖、水井坊、老白干收入均转正，舍得、金徽、金种子收入仍负。迎驾、今世缘已率先走出调整，随库存去化与低基数显现，其余标的有望渐次复苏。我们前期报告《从科网泡沫，看当下消费股投资机会》指出，2000 年科网泡沫破裂后纳指与必需消费板块呈镜像走势，本质是资金从高估值长久期资产撤出后，重新定价“低估值+稳定现金流+高分红”的确定性。

乳制品：收入端需求企稳、龙头稳增，利润端表观被税收与非经营项压低，核心经营质量仍在改善。三季报板块共性明确：伊利、新乳业收入延续正增长，利润表观增速被所得税重新核定与公允价值变动拖累，剔除后核心盈利仍保持增长；妙可蓝多所处奶酪赛道景气延续，收入双位数、利润加速释放。行业包装液奶销量已止跌企稳，2027 年有望进一步改善。

速冻食品：在消费偏弱大环境下行业收入韧性凸显，龙头主动提价，利润分化中显韧性。收入端需求偏弱但板块增长未失速、龙头更坚挺。在消费疲软、高基数背景下均实现正增长，安井、千味增速领先。利润端毛利率分化、费用管控支撑净利率。利润端分化延续，提价与供应链优势、费用管控、产品结构升级决定盈利弹性；行业集中度提升逻辑在成本与合规压力下进一步强化。

拐点&改革预期型：巴比食品 Q3 收入承压但盈利质量提升，外卖高基数影响消退、单店 Q4 有望回正，拐点确立。朗姿股份 Q3 扣非增长超预期，医美利润释放逻辑高质量兑现。惠泉啤酒为改革标的，依托十五五规划深耕东南核心市场。产品向中高端转型，布局茶啤第二增长曲线，优化产品结构；渠道发力餐饮及新兴场景，组织、激励市场化，导入燕京管理体系，重塑年轻化品牌，期待改革成效释放。

调味品：餐饮需求偏弱、原材料成本承压，利润表现分化。海天收入微增，利润双位数下滑，包材与黄豆价格上涨导致利润承压；天味食品受益原辅料回落、中炬高新受益效率改革，利润双增；宝立食品依托百胜等头部连锁基本盘稳健；日辰股份、千禾味业受新厂折旧与渠道调整拖累，利润降幅较大。

休闲零食：量贩零食系统开店加速、零售额高增、利润率稳中有升、费用短期波动不改长期效率逻辑。零食制造商大单品增速放缓、传统商超与流通承压、成本分化决定利润弹性。短期看收入承压、费

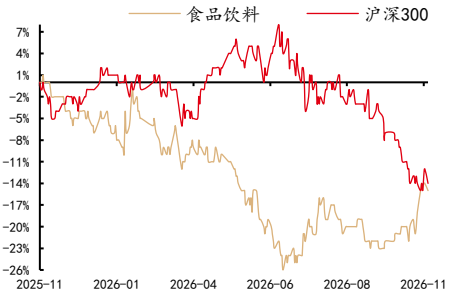
行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	14796.24
52 周最高	17552.56
52 周最低	12941.66

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

近期研究报告

《从科网泡沫，看当下消费股投资机会》 - 2026.08.03

用率抬升、利润分化；长期看渠道效率提升、经销商生态健康、大单品聚焦；有利于龙头集中度提升与盈利修复。

烘焙原料：安琪酵母双位数增长彰显韧性，立高微增但渠道分化。利润端安琪酵母 受汇兑海运拖累，立高受搬迁一次性冲击，均不及预期。展望 Q4，安琪酵母收入韧性有望延续，Q4 关注成本与汇率走势。立高食品 Q4 直接冲击大幅减弱、春节旺季临近，收入利润环比改善可期。

啤酒：整体看行业处于收入下滑+毛利率下行的双承压状态，现饮场景恢复仍需时间。Q4 进入淡季缺乏催化，成本端铝价等包材压力预计延续，关注风格切换下高股息标的或受益。惠泉啤酒推进改革，聚焦东南市场，从产品、渠道、组织、费用、管理、品牌多维度改革，复用燕京管理经验，有望实现营收增速优于销量、利润双位数增长。

健康食品：西麦量利齐升，民生健康增收不增利。Q4 关注西麦双旦及春节旺季备货、食养粉投放节奏与效果、2027 年澳洲原粮谈判走势；关注民生健康费用投放效率，及戒烟药伐尼克兰、益生菌等新品放量能否兑现主业利润弹性；关注金达威藻油产能释放及客户导入进度、维生素 A 与辅酶 Q10 价格走势。

- **风险提示：**

终端需求复苏不及预期；行业竞争加剧；原材料及包材价格大幅上涨；提价传导不及预期；汇率与海运费风险。

目录

1 白酒：基本面拐点渐次确认，风格切换下的重估起点 5

2 大众品：需求偏弱下收入分化、利润承压，成本管控与渠道重构决定盈利弹性，拐点渐显 7

2.1 乳制品：行业需求已企稳，利润受所得税与非主营扰动，奶酪景气延续 7

2.2 速冻食品：Q3 收入韧性凸显，关注提价与费用管控带来的盈利回升 8

2.3 拐点&改革预期型：巴比新店型放量、Q4 单店有望回正，朗姿医美利润释放兑现 9

2.4 调味品：表现分化，龙头韧性与改革红利继续兑现、关注提价进度 10

2.5 休闲零食：量贩系统景气超预期，上游零食制造商渠道重构与成本分化 12

2.6 烘焙原料板块：原料端收入韧性、利润受阶段性因素拖累 13

2.7 宠物&饮料：利润普遍承压，收入增长分化 14

2.8 啤酒：量价双承压，关注改革标的 16

2.9 健康食品：收入普遍增长，利润分化源于费用效率与业务属性差异 17

3 风险提示 18

图表目录

图表 1： 白酒板块三季度业绩 6
图表 2： 乳制品板块三季度业绩 8
图表 3： 速冻食品板块三季度业绩 9
图表 4： 拐点型企业三季度业绩 10
图表 5： 调味品板块三季度业绩 12
图表 6： 休闲零食板块三季度业绩 13
图表 7： 烘焙原料板块三季度业绩 14
图表 8： 宠物板块三季度业绩 15
图表 9： 饮料板块三季度业绩 15
图表 10： 啤酒板块三季度业绩 17
图表 11： 健康食品板块三季度业绩 18

1 白酒：基本面拐点渐次确认，风格切换下的重估起点

行业特征总结：报表仍在底部、动销已先于报表，更多企业看到恢复。茅台略超预期，迎驾、今世缘率先走出调整，收入、利润、现金流首次同步转正；五粮液、老窖、汾酒仍处深度调整，报表大幅下滑但动销与开瓶优于报表。区域酒企收入先于利润转正，单 Q3 古井、口子窖、水井坊、老白干收入均转正，舍得、金徽、金种子收入仍负。

收入端：龙头韧性强、区域龙头已转正，结构上千元价位承压、中端价格带承接降级、百元价位恢复最快。前三季度茅台、迎驾、今世缘营收分别+1.96%/+6.93%/-2.42%，单 Q3 分别+3.08%/+4.25%/+15.54%，今世缘由负转正、弹性最大。千元价位仍在往下：单 Q3 国窖 1573 收入继续下降（较 Q2 收窄）、五粮液-37.68%、茅台酒仅+0.79%（量增价平）。中端价格带承接降级需求：60 特曲优于特曲与窖龄、国缘四开单季恢复双位数。百元价位恢复最快：今世缘 A 类+18.04%、B 类+19.22%均快于特 A+的+11.34%，淡雅成第一大单品；老窖中档酒单季正增长。结构下移是共性：茅台系列酒+22.14%，金徽 300 以上/100-300/百元以下单季-5.7%/+8.7%/-20.0%，舍得中高档酒-17.1%；迎驾结构逆势提升，单季中高档+6.45%、普通+0.16%。区域上基地市场表现稳于全国化市场：汾酒单季省内+14.44%、省外-29.67%，今世缘苏中+24.48%、省外+29.38%。

利润端：毛利率分化，费用与产品结构决定净利率。迎驾、今世缘单季毛利率与净利率双升，其中迎驾费用与税金整体企稳，今世缘同步下行。茅台毛利率-1.6pct，销售、财务费用率上行被税金、管理、研发费用率下行覆盖，净利率+0.39pct。泸州老窖毛利率-7.8pct、净利率-14.6pct，其中税金及附加率+8pct、销售费用率+2.5pct，前者对应消费税从量部分，随销量征收、收入下滑 37%后难以压降。五粮液毛利率提升而净利率回落，销售、管理、研发费用率均上行。Q3 山西汾酒/古井/金徽酒销售费用率分别同比+3.5pct/+8.4pct/+11pct，收入同比-18.1%/+3.7%/-4.2%，费用仍未收缩。水井坊靠销售费用率收缩 10.08pct 做到利润企稳；舍得毛利率+4.71pct、税金率-4.47pct 推动净利率提升；老白干毛利改善被费用抵消。口子窖毛利率-0.4pct，费用率企稳；金种子毛利率-8.35pct、税金率+13.98pct。

行业展望：Q4 低基数叠加提价，报表端有望渐次好转。茅台节后批价稳定在 1700 元以上，Q4 低基数叠加飞天 2 次提价效应，增速有望环比向好。老窖开瓶速度已快于出货、库存有序去化，双节补贴后价盘稳定，Q4 报表有望转正、全年 85 亿绝对额分红托底。五粮液分红率≥70%且保底 200 亿元，叠加回购 80-100 亿元、集团增持 30-50 亿元，渠道继续保持加速出清。古井 Q4 报表绝对低基数下同比压力较小、预计继续保持渠道去化节奏、以待来年。汾酒预计维持温和去化节奏。估计迎驾、今世缘已率先走出调整，随库存去化与低基数显现，其余标的有望渐次复苏。

我们前期报告《从科网泡沫，看当下消费股投资机会》指出，2000 年科网泡沫破裂后纳指与必需消费板块呈镜像走势，美股低估值必需消费龙头在指数大幅回撤中逆势上涨，本质是资金从高估值长久期资产撤出后，重新定价“低估值+稳定现金流+高分红”的确定性。当前股息率：茅台 4.1%、五粮液近 10%（含回购）、老窖 7.4%、汾酒 4.0%、古井 2.9%、迎驾 3.6%、今世缘 3.6%。茅台/五粮液/老窖/汾酒/古井/迎驾/今世缘 26 年 PE 分别为 21/24/17/16/23/17/16 倍。

图表1：白酒板块三季度业绩

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）
贵州茅台	410.06	3.00%	199.51	3.78%	198.61	2.96%	89.64%	-1.64	3.96%	0.90	51.37%	0.39
五粮液	44.42	-37.68%	9.58	-48.25%	9.57	-48.16%	77.32%	8.66	33.23%	15.92	21.91%	-4.84
泸州老窖	41.95	-37.14%	13.32	-57.03%	13.29	-57.01%	79.37%	-7.80	15.99%	2.49	32.04%	-14.58
洋河股份	12.81	-61.10%	-7.71	-109.12%	-6.51	-37.24%	55.49%	1.97	57.28%	19.30	-60.36%	-49.04
山西汾酒	73.38	-18.11%	18.99	-34.52%	18.98	-34.45%	70.04%	-4.59	13.64%	3.47	25.98%	-6.68
酒鬼酒	1.70	-14.09%	-0.07	62.59%	-0.08	55.85%	64.20%	2.98	28.49%	-6.50	-4.12%	5.34
舍得酒业	8.09	-19.18%	0.50	72.44%	0.46	128.54%	66.80%	4.71	30.67%	5.35	5.93%	3.11
水井坊	8.73	2.69%	2.20	-0.09%	2.30	6.44%	80.50%	-1.32	12.13%	-10.08	25.24%	-0.70
古井贡酒	26.39	3.69%	0.95	-68.04%	0.87	-69.18%	77.79%	-2.04	47.51%	8.36	3.38%	-8.65
今世缘	22.31	15.53%	4.22	31.59%	4.25	32.60%	76.86%	1.82	27.13%	-2.91	18.90%	2.31
口子窖	6.63	3.09%	0.19	-28.41%	0.19	-28.39%	62.29%	-0.37	25.40%	0.80	2.91%	-1.28
迎驾贡酒	14.13	4.25%	4.14	8.58%	4.12	8.09%	72.06%	1.89	13.13%	0.56	29.27%	1.17
伊力特	1.49	-35.04%	-0.25	-0.40%	-0.27	-197.51%	30.84%	-16.80	25.03%	10.33	-17.45%	-5.60
老白干酒	9.29	9.45%	0.67	-15.88%	0.63	-5.64%	63.55%	2.17	28.01%	4.33	7.19%	-2.17
金种子酒	0.77	-46.82%	-0.34	-19.13%	-0.38	-21.17%	36.18%	-8.35	33.20%	-1.96	-43.90%	-24.31
金徽酒	5.23	-4.16%	-0.36	-239.78%	-0.27	-193.76%	58.69%	-2.75	33.69%	11.05	-6.62%	-10.69

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 大众品：需求偏弱下收入分化、利润承压，成本管控与渠道重构决定盈利弹性，拐点渐显

2.1 乳制品：行业需求已企稳，利润受所得税与非主营扰动，奶酪景气延续

行业特征总结：收入端需求企稳、龙头稳增，利润端表观被税收与非经营项压低，核心经营质量仍在改善。三季报板块共性明确：伊利、新乳业收入延续正增长，利润表观增速被所得税重新核定与公允价值变动拖累，剔除后核心盈利仍保持增长；妙可蓝多所处奶酪赛道景气延续，收入双位数、利润加速释放。行业包装液奶销量已止跌企稳，2027 年有望进一步改善。

收入端：液奶筑底、低温与 B 端快于常温，奶酪延续高增。前三季度伊利、新乳业、妙可蓝多营收分别同比+3.59%/+5.03%/+22.97%，单 Q3 分别+2.40%/+4.72%/+12.39%，在需求偏弱背景下均未失速。结构上，伊利常温液奶动销优于报表、经销商库存天数下降，前三季度低温中高个位数增长，婴配粉份额居首，成人营养品、奶酪 B 端及奶油、黄油、马苏里拉等深加工品类保持高速增长；新乳业前三季度常温保持正增长，低温双位数增长、鲜奶好于酸奶，活润冲刺十亿大单品，零食量贩 Q3 大双位数增长；妙可蓝多奶酪高景气延续，B 端与国产替代贡献增量。

利润端：税收与非主营扰动表观，费用管控与结构优化支撑核心利润。伊利 Q3 毛利率抬升、毛销差+0.77pct，核心经营利润正增长，核心经营利润率继续提升，表观归母净利-15.56%主因存货&商誉减值，均与澳优乳业有关，叠加所得税重新核定致当年缴纳增加，且该影响 Q4 仍有、明年基数正常，同时对外投资项目公允价值变动、免税基础白奶偏弱、高税率品类占比提升也有影响。新乳业 Q3 税收一次性扰动约千万元，剔除后业绩为双位数以上增长，前三季度净利率累计提升超 50BP；Q3 毛利率-1.67pct，主要因为零食量贩等低毛利新渠道占比提升；销售费用率-1.73pct 形成对冲，毛销差稳中有升。妙可蓝多 Q3 毛利率 29.18%、同比提升 1 个百分点，归母净利率 3.88%、同比提升 0.78 个百分点，管理费用率-1.61pct 有效对冲销售费用率+1.73pct 的投放加大。

行业展望：Q4 关注需求企稳的持续性，原奶价格温和上涨下费用效率决定盈利弹性。我们预计伊利全年收入中位数左右增长、核心经营利润率同比提升，税率影响 Q4 仍有、明年基数回归正常。新乳业 Q4 历来为净利率低点，仍以结构优化、新品贡献与供应链效率推动净利率提升，朝日唯品 Q4 推出新品修复表现。妙可蓝多在 B 端放量与国产替代下景气有望延续。伊利/新乳业/妙可蓝多 26 年 PE 分别为 19/17/30 倍，当前股息率：伊利 4.5%、新乳业 3.1%、妙可 2.2%。

图表2：乳制品板块三季度业绩

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）	环比（pcts）
伊利股份	293.24	2.42%	30.45	-5.60%	29.36	-4.86%	34.44%	0.68	18.14%	-0.08	10.65%	-0.50	10.65
光明乳业	49.34	-14.32%	-0.90	30.98%	-0.84	8.26%	17.24%	2.20	11.43%	-1.37	-2.09%	0.88	-2.09
新乳业	30.45	4.72%	2.40	6.19%	2.46	4.35%	26.77%	-1.67	13.35%	-1.73	8.06%	0.07	8.06
三元股份	15.18	-1.43%	0.01	-98.92%	0.16	-68.05%	19.43%	0.78	15.45%	1.40	-1.24%	-4.29	-1.24
妙可蓝多	15.62	12.39%	0.61	40.90%	0.33	89.11%	29.18%	1.00	19.22%	1.73	3.88%	0.78	3.88

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.2 速冻食品：Q3 收入韧性凸显，关注提价与费用管控带来的盈利回升

在消费偏弱大环境下行业收入韧性凸显，龙头主动提价，利润分化中显韧性。收入端：需求偏弱但板块增长未失速、龙头更坚挺。前三季度安井/千味/三全收入分别同比+18.38%/+16.07%/+8.70%，单 Q3 分别+11.37%/+12.28%/+6.75%，在消费疲软、高基数背景下均实现正增长，安井、千味增速领先。结构上，大 B 定制、新零售电商、烘焙及大单品快于传统经销与米面品类：安井 Q3 特通直营、电商增长快，千味直营、电商亮眼，三全直营定制品与电商改善；千味经销 Q3 仍下滑，传统小 B 仍有压力。

利润端：毛利率分化、费用管控支撑净利率。安井 Q3 毛利率同比-1.08pct（海水鱼浆涨价及促销增加），但费用率优化带动归母净利率+0.36pct；千味 Q3 毛利率同比改善、归母及扣非双双转正；三全 Q3 毛利率同比-4.66pct、归母净利率-2.58pct，主要受淡季促销加大及组织调整阶段性影响，但费用率全面优化部分对冲。表观利润需区分主业与非经营扰动，费用管控和成本对冲是盈利韧性主因。

行业展望：Q4 旺季关注提价传导与成本对冲，龙头分化中占优。安井食品关注提价传导与旺季动销，淡水鱼浆供应链优势对冲海水鱼浆涨价，肠类/烘焙第二曲线及明年海外并购并表提供增量。安井率先提价后、行业跟进提价的可能性正在强化；后续企业跟随提价阻力下降，利润压力随之有望释放。千味央厨 Q4 大客户新品与电商旺季投放加码，费用管控下净利率有望改善，直营大客户与烘焙高增延续。利润端分化延续，提价与供应链优势、费用管控、产品结构升级决定盈利弹性；行业集中度提升逻辑在成本与合规压力下进一步强化。

图表3：速冻食品板块三季度业绩

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）
安井食品	41.95	11.37%	3.20	16.93%	2.97	12.52%	18.90%	-1.08	5.65%	-0.44	7.71%	0.40
千味央厨	5.52	12.28%	0.19	4.67%	0.21	5.82%	21.70%	0.52	5.16%	0.44	3.33%	-0.31
三全食品	15.29	6.75%	0.49	-41.02%	0.30	-36.71%	17.68%	-4.66	13.54%	-0.50	3.18%	-2.58
春雪食品	7.33	7.57%	0.02	-87.31%	0.02	-89.39%	8.69%	-1.73	2.77%	0.17	0.34%	-2.54
海欣食品	3.93	8.15%	-0.12	-48.77%	-0.12	-35.98%	18.98%	-1.33	12.58%	0.59	-3.32%	-0.92
惠发食品	3.23	-2.08%	-0.09	7.64%	-0.11	-4.85%	18.72%	-1.38	7.96%	-1.44	-2.81%	0.27
盖世食品	1.91	6.12%	0.10	-36.51%	0.09	-31.74%	15.66%	-3.85	3.39%	0.16	4.60%	-3.50
味知香	1.87	-0.83%	0.19	-10.28%	0.16	-12.85%	21.90%	-0.18	5.56%	0.52	10.08%	-1.05
五芳斋	4.62	17.32%	-0.19	2.06%	-0.25	-6.25%	29.59%	2.01	26.73%	-0.13	-4.13%	0.82

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.3 拐点&改革预期型：巴比新店型放量、Q4 单店有望回正，朗姿医美利润释放兑现

- 巴比食品：Q3 收入承压但盈利质量提升，外卖高基数影响消退、单店 Q4 有望回正，拐点确立

公司 Q3 收入-4.38%，主要受 2025 年同期外卖营销高基数拖累及门店结构调整；但毛利率 30.43%创历史最高、归母净利率+2.08pct 至 15.41%，归母+10.51%，收入承压下盈利能力持续提升。拐点信号明确：我们认为 10 月外卖大战影响将逐步消退，单店环比改善趋势确立、预期 Q4 单店同比转正；手工小笼包累计开业 578 家、Q3 新增近 200 家，可达成全年 600-700 家目标。

- 朗姿股份：Q3 扣非增长超预期，医美利润释放逻辑高质量兑现

前三季度扣非+51.72%、Q3 扣非+113.73%，归母受若羽臣公允价值变动拖累、扣非口径更能反映主业真实趋势。前三季度医美收入平稳增长，医美业务净利润同比+145.4%，盈利能力持续提升，利润向头部机构集中；女装收入+12.59%，线上增长强劲，线下关店调整、郑州万象城调改店 10 月表现优于老百货。拐点信号明确：扣非高增、医美利润释放、女装线上高增与调改店效三重验证，经营拐点确立。展望 Q4/明年：医美业务利润率看提升，女装双十一排名靠前、秋冬货盘及线上方法论赋能延续；2027 年线下门店关店减少、调改店效提升。

图表4：拐点型企业三季度业绩

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）
绝味食品	13.43	-6.79%	0.34	-68.03%	0.30	-71.88%	23.26%	-7.64	9.13%	-0.49	2.18%	-4.87
巴比食品	4.99	-4.38%	0.77	10.51%	0.73	-1.60%	30.43%	0.82	3.73%	0.08	15.61%	2.87
朗姿股份	15.01	2.46%	0.92	-87.08%	0.77	113.73%	61.19%	2.44	40.04%	-2.06	6.28%	-40.70

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.4 调味品：表现分化，龙头韧性与改革红利继续兑现、关注提价进度

行业特征总结：餐饮需求偏弱、原材料成本承压、利润表现分化。海天收入微增，利润双位数下滑，包材与黄豆价格上涨导致利润承压；天味食品受益原辅料回落、中炬高新受益效率改革，收入利润双增；宝立食品依托百胜等头部连锁基本盘稳健；日辰股份、千禾味业受新厂折旧与渠道调整拖累，利润降幅较大。

收入端：龙头稳、并表与新品贡献增量、中小餐饮与线下渠道仍弱。海天前三季度营收 225.53 亿元/+4.28%、单 Q3 64.07 亿元/+0.14%；分产品 Q3 酱油-12.61%、蚝油-5.11%。9 月较 7-8 月略有改善，但出行偏弱、天气扰动外出就餐，节庆单月好转难改趋势。天味前三季度 32.78 亿元/+35.95%、内生超 20%、单 Q3 内生个位数增长；菜谱式调料 1-9 月 18 亿+/+36%、占比 56%成第一大类，Q3 增量集中于香锅、烤鱼、钵钵鸡；火锅底料 Q3 3.8 亿元/+2.5%（上半年+47%，系高基数与 7-8 月控量稳价去库存），冬调 Q3 1.6 亿元保持双位数。中炬

+17.78%/+14.76%，Q3 无土地补偿，剔除后美味鲜 Q3 延续 Q2 的增速；宝立 Q3 收入+12.29%；千禾 Q3 收入-9.40%（线上+55.7%、线下-15.5%）；日辰 Q3 收入-0.45%。

利润端：成本普遍承压、费用管控与改革决定净利率。海天 Q3 毛利率 37.28%（-2.35pct）、净利率 18.57%（-3.44pct）：包材 5-6 月企稳、8 月回涨、9 月部分品种更高，黄豆全年上行，受酿造周期影响 Q2 只体现部分、Q3 才完整传导；规模议价与锁价难完全对冲，营收承压又削弱规模效应，内部提效但未全部对冲。中炬 Q3 毛利率 40.66%（+1.13pct）、净利率 16.7%（+4.69pct），改善幅度由 Q1、Q2 的+3.7、+3.8pct 收窄，成本红利边际减弱，净利率跃升主要靠费用端优化。天味前三季度毛利率 41.33%（+近 2pct，蒜姜与部分辣椒回落），Q3 回落至 39.73%（-0.7pct），系低毛利战略新品与线上占比提升、旺季政策投放；销售费用率+0.93pct 主因外延标的费用投放，内生约 6%、同比下降约 1pct，管理费用率+1.39pct 含坛坛香摊销与股份支付。宝立毛利率-1.77pct 但销售费用率-0.54pct、产能成熟无新增折旧；日辰毛利率-2.99pct、净利率-9.08pct，嘉兴新厂折旧与能耗刚性、产能利用率不足叠加中小餐饮走弱；千禾毛利率-3.79pct、净利率-5.42pct。

行业展望：Q4 看旺季备货与成本变化、需求仍是弱复苏、部分企业酝酿提价。成本端海天压力未消，包材 9 月部分品种回到更高位、黄豆全年上行，叠加酿造周期 Q4 仍有滞后传导；中炬成本红利减弱，供应链优化叠加提价应对。需求端：海天 Q4 关键看双节动销能否延续；中炬 1-9 月收入完成预算，我们预计公司拟 27 年分区域分品类涨价对冲成本，复调方面广东 C 端试点熊猫王子，27 上半年跑通模型、下半年全国铺开；天味 11 月内完成火锅季与冬调季备货，渠道端推进超级大终端店效倍增和即时零售布局，全年成本可控，Q4 毛利率受原材料影响有限；宝立依托大客户与产能利用率提升，日辰、千禾压力仍需时间消化。

图表5：调味品板块三季度业绩

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）
安琪酵母	44.21	13.73%	2.90	-8.46%	2.21	-0.94%	22.26%	-2.17	5.98%	-0.26	6.52%	-1.72
宝立食品	8.45	12.29%	0.81	8.10%	0.77	9.39%	30.78%	-1.77	12.65%	-0.54	10.31%	-0.45
涪陵榨菜	7.02	2.35%	2.05	-11.79%	1.94	-2.91%	51.09%	-1.84	14.90%	-3.18	29.18%	-4.68
海天味业	64.07	0.12%	11.90	-15.41%	11.16	-16.61%	37.28%	-2.35	7.78%	0.34	18.56%	-3.45
恒顺醋业	5.33	6.13%	0.29	-7.21%	0.22	18.32%	37.37%	2.66	20.01%	2.82	5.43%	-0.71
千禾味业	6.06	-9.40%	0.45	-47.47%	0.43	-49.68%	35.24%	-3.79	20.46%	3.58	7.48%	-5.42
日辰股份	1.40	-0.45%	0.16	-44.03%	0.16	-44.06%	34.50%	-2.99	4.23%	0.68	11.66%	-9.08
天味食品	12.50	22.54%	2.05	1.48%	2.01	3.09%	39.73%	-0.73	11.83%	0.93	17.67%	-3.04
中炬高新	11.76	14.76%	1.96	59.61%	1.93	59.53%	40.66%	1.13	9.35%	-4.99	17.02%	5.01
仲景食品	3.19	6.09%	0.64	19.11%	0.60	13.64%	43.73%	-0.04	12.99%	-1.41	19.88%	2.17

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.5 休闲零食：量贩系统景气超预期，上游零食制造商渠道重构与成本分化

量贩零食系统：开店加速、零售额高增、利润率稳中有升、费用短期波动不改长期效率逻辑。万辰 Q3 收入+48.73%、归母+63.84%、扣非+74.22%，加回股份支付后零食净利同比+38.45%，前三季度新开约万家门店，Q3 开店创新高，业绩超预期。

零食制造商：大单品增速放缓、传统商超与流通承压、成本分化决定利润弹性。

品类共性：魔芋普遍承压，高基数+竞争加剧+同质化是主因。魔芋品类三季度普遍承压，但下滑性质分化。盐津铺子魔芋 Q3 承压主要因 2025 年高速增长带来高基数，公司仍维持魔芋核心大单品定位，劲仔食品魔芋制品因产品竞争力和品牌竞争力不足而下降，蔬菜制品是唯一下滑品类。总结来看，2025 年魔芋高速增长形成高基数，2026 年竞争加剧、产品同质化，单纯麻酱口味渗透率提升空间收窄，需要新口味（辣味、复合调味）、新渠道（定量流通、零食量贩）重启增长。

渠道共性：传统经销/商超集体调整，主因线下客量迁移与主动调整重构（传统商超散装收缩、流通渠道流量下滑、小商经营风险加大，制造商集体进入渠道

调整阵痛期)。盐津铺子定量流通渠道从小客户制转向大商制，主动调整、预计2026年底结束，Q3收入承压、费用率提升；劲仔食品线下综合渠道受流量下滑和零食渠道挤压，流通渠道仍处衰退过程，公司将大客户部与商超团队融入流通渠道、寻找当地高势能渠道打造标杆；甘源食品传统经销承压，全国主要连锁商超持续收缩散装产品，公司以定量规格弥补散装丢失，但短期尚未完全弥补，从2025年开始优化经销商质量、经销转直营。有友食品渠道全面发力、收入高增。短期看收入承压、费用率抬升、利润分化；长期看渠道效率提升、经销商生态健康、大单品聚焦；有利于龙头集中度提升与盈利修复。

行业展望：量贩系统进入年货节开店与备货旺季，万辰预计Q4开店保持较快，费用率短期波动但长期效率逻辑未变。制造商Q4关注春节备货与渠道调整拐点。盐津定量流通调整预计年底结束、2027年有望恢复高个位数增长；劲仔全年争取达成激励目标，甘源旺季费用投放延续、2027年传统商超趋平衡；有友收入高增延续、关注毛利率修复。

图表6：休闲零食板块三季度业绩

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)
盐津铺子	14.61	-1.71%	1.54	-33.77%	1.33	-39.28%	29.39%	-2.24	12.00%	3.40	10.47%	-5.09
甘源食品	5.50	-6.40%	0.76	-7.05%	0.79	4.34%	35.70%	-1.45	13.18%	-4.15	13.70%	-0.15
劲仔食品	7.58	10.75%	0.49	-19.53%	0.46	-15.83%	26.27%	-2.66	13.30%	-0.52	6.39%	-2.42
洽洽食品	18.56	6.09%	1.42	79.13%	1.32	84.54%	26.58%	2.06	11.32%	1.17	7.49%	2.92
三只松鼠	20.42	-10.48%	0.08	-65.99%	0.01	-87.89%	23.97%	-1.74	18.98%	-2.35	0.01%	-0.73
有友食品	6.64	40.18%	0.62	-5.45%	0.67	9.99%	19.90%	-7.05	5.10%	-3.22	9.30%	-4.49
良品铺子	12.90	-1.63%	0.01	101.89%	-0.02	94.28%	28.05%	1.91	23.43%	-0.31	0.02%	1.90
来伊份	7.97	-12.82%	-0.46	38.69%	-0.53	33.25%	17.31%	-12.11	10.67%	-14.14	-5.53%	2.27
黑芝麻	6.87	27.00%	0.37	3969.87%	0.37	1917.70%	26.17%	2.45	9.82%	-2.48	4.87%	5.60
好想你	3.18	-14.80%	4.25	2711.09%	-0.18	-123.87%	31.37%	4.23	24.87%	5.80	133.43%	129.34
万辰集团	207.92	48.73%	6.28	63.84%	6.19	74.22%	12.99%	0.85	3.70%	1.05	4.74%	-0.41

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.6 烘焙原料板块：原料端收入韧性、利润受阶段性因素拖累

收入端：安琪酵母双位数增长彰显韧性，立高微增但渠道分化。安琪前三季度营收136.08亿元、同比+15.45%，Q3营收44.21亿元、同比+13.73%，在消费疲软下守住双位数，酵母主业Q3提速至+19.49%、海外+17.27%加速、国内+10.76%稳增，制糖包装延续高增、线上回暖至+26.39%；立高食品前三季度营收32.86亿

元、同比+4.51%，Q3 营收 10.81 亿元、同比+0.60%，商超渠道 Q3+30%（创新单品+地方性商超调改）、UHT 奶油+25%—30%是亮点，但冷冻烘焙-10%、餐饮茶饮新零售-18%拖累。原料端韧性优于冷冻烘焙，渠道结构分化明显。

利润端：安琪酵母受汇兑海运拖累，立高受搬迁一次性冲击，均不及预期。安琪 Q3 归母-8.46%、扣非-0.94%，表观承压但拖累因素清晰：人民币升值放大汇兑损失、海运费历史高位、海外糖蜜能源成本上涨；费用端有对冲，扣非净利率降幅收窄至-0.94pct。立高食品 Q3 归母-71.38%、扣非-64.98%，利润下滑主因搬迁费用影响，10 月底物理影响基本结束。两家利润低预期均属阶段性/一次性因素，非经营恶化。

展望 Q4：我们预计安琪酵母收入韧性有望延续，Q4 关注成本与汇率走势；汇兑与海运属阶段性扰动，中期看海外盈利修复与国内主业稳增双轮驱动。预计立高食品 Q4 搬迁费用直接冲击大幅减弱、春节旺季临近，收入利润环比改善可期。桃李面包等传统烘焙企业渠道分流与成本压力下经营仍承压，关注商超调改与产品迭代进展。

图表7：烘焙原料板块三季度业绩

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）
桃李面包	14.00	-2.57%	0.5873	-37.68%	0.53	-43.52%	20.88%	-2.27	7.82%	-1.08	4.19%	-2.36
元祖股份	7.83	8.84%	1.4639	12.75%	1.45	13.84%	68.51%	1.16	36.72%	0.34	18.70%	0.65
南侨食品	7.02	-1.55%	-0.3829	-436.36%	-0.37	-360.00%	15.83%	-1.22	9.48%	0.58	-5.45%	-4.45
立高食品	10.81	0.60%	0.2206	-71.38%	0.27	-64.98%	28.54%	-0.40	11.19%	1.67	2.10%	-4.93
海融科技	2.84	29.41%	-0.1167	37.53%	-0.14	36.21%	20.89%	2.27	13.41%	-1.39	-3.97%	4.56
安琪酵母	44.21	13.73%	2.9024	-8.46%	2.21	-0.94%	22.26%	-2.17	5.98%	-0.26	6.52%	-1.72

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.7 宠物&饮料：利润普遍承压，收入增长分化

宠物食品：收入增长延续，利润全面承压。收入增长延续但分化，利润全面承压。Q3 中宠/乖宝/佩蒂收入分别+10.49%/+4.27%/-0.33%，中宠领跑，乖宝放缓，佩蒂基本持平；但 Q3 归母净利润分别-58.69%/-82.96%/-96.32%，利润全面承压。毛利率下滑、销售费用率上升、财务费用率抬升是共性拖累：Q3 毛利率乖

宝 37.09%/-5.83pct、中宠 26.57%/-2.54pct、佩蒂 24.58%/-7.67pct；销售费用率乖宝+0.78pct、中宠+3.15pct，反映国内自主品牌投入加大、竞争激烈；财务费用率均有提升，汇兑与利息扰动明显。Q4 关注双十一及春节备货动销、费用投放效率及汇兑走势，行业成长期收入增长确定性强，但盈利拐点取决于竞争格局与成本走势。

饮料：收入增长分化，利润普遍承压。Q3 东鹏/养元/露露收入分别+0.75%/+3.85%/-14.3%，东鹏受雨水偏多、行业竞争加剧及多品类转型磨合拖累基本持平，养元小幅增长，露露下滑明显；但 Q3 归母净利润分别-7.8%/-26.29%/-39.05%，利润普遍承压。毛利率下滑、销售费用率上升、汇兑扰动是共性拖累：Q3 毛利率养元 40.89%/-1.83pct、露露 40.77%/-3.96pct，东鹏 45.66%/+0.45pct 但被汇兑损失侵蚀；销售费用率露露+2.72pct、养元+0.15pct，反映旺季动销竞争激烈；财务费用率露露+2.37pct、东鹏+0.95pct、养元+0.40pct，汇兑与利息扰动明显。Q4 关注春节备货及礼赠动销、新品类放量节奏。

图表8：宠物板块三季度业绩

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	15.82	4.27%	0.23	-82.96%	0.24	-80.93%	37.09%	-5.83	24.09%	0.78	1.45%	-7.46
中宠股份	15.77	10.49%	0.54	-58.69%	0.39	-69.00%	26.57%	-2.54	14.68%	3.15	4.25%	-5.34
佩蒂股份	3.60	-0.33%	0.01	-96.32%	0.00	-98.57%	24.58%	-7.67	7.76%	-0.45	0.39%	-9.14
天元宠物	9.10	2.42%	0.09	-52.88%	0.06	-62.25%	17.63%	-0.86	11.24%	0.51	0.78%	-1.06
源飞宠物	5.38	9.89%	0.46	-17.60%	0.46	-16.62%	21.16%	-4.22	3.78%	-1.59	9.12%	-4.55
依依股份	4.31	3.22%	0.17	-68.86%	0.23	-49.85%	14.67%	-7.90	2.73%	0.28	3.94%	-9.11

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表9：饮料板块三季度业绩

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）
东鹏饮料	61.53	0.75%	12.78	-7.80%	12.53	-1.26%	45.66%	0.45	13.41%	-1.84	20.78%	-1.90
养元饮品	14.95	3.85%	2.77	-26.29%	2.75	-17.14%	40.89%	-1.83	10.48%	0.15	18.49%	-7.56
承德露露	4.90	-14.30%	0.76	-39.05%	0.73	-40.98%	40.77%	-3.96	17.50%	2.72	15.58%	-6.32
香飘飘	5.84	-10.02%	0.01	-88.09%	-0.02	-147.79%	34.79%	-3.79	21.20%	-4.84	0.15%	-1.08
欢乐家	4.22	43.54%	0.26	422.41%	0.26	418.52%	27.58%	-0.80	10.74%	-6.75	6.09%	8.82
李子园	3.35	-4.79%	0.35	-32.48%	0.35	-19.34%	31.15%	-7.31	11.02%	-5.32	10.26%	-4.45

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.8 啤酒：量价双承压，关注改革标的

啤酒：龙头量价双承压，利润普遍转负；仅燕京依靠自身动能保持增长韧性。Q3 燕京/青啤/重啤/珠江啤酒收入分别+2.25%/-5.58%/-9.61%/-0.10%，仅燕京实现正增长、珠江基本持平，青啤与重啤降幅扩大；Q3 归母净利润分别+10.15%/-17.15%/-13.99%/-4.64%，除燕京外均下滑。三季度雨水偏多冲击终端动销，现饮（餐饮、夜场）消费力疲弱是共性拖累。Q3 青啤/重啤/珠江销量分别-9.1%/-9.6%/-2.3%。Q3 毛利率燕京 52.15%/+2.00pct、青啤 42.12%/-1.44pct、重啤 48.62%/-2.26pct、珠江 50.06%/-0.88pct，青啤、重啤、珠江吨成本分别同比+6.5%/+4.6%/+4.1%，铝罐等包材、运费上行叠加销量下滑后固定成本摊销增加是主因。整体看行业处于收入下滑+毛利率下行的双承压状态，现饮场景恢复仍需时间。Q4 进入淡季缺乏催化，成本端铝价等包材压力预计延续。重点关注风格切换下高股息标的（重庆啤酒、青啤 H 股）或可受益。

关注改革标的惠泉啤酒：前三季度营收+2.03%，归母净利+17.71%；单 Q3 营收-2.78%，归母净利+13.98%，盈利质量持续提升。三季度行业普遍承压、头部品牌多数下滑，惠泉 1-9 月符合经营预期，利润表现验证向好趋势。公司披露“十五五规划”，以东南沿海区域特色民族品牌为新定位，聚焦福建、江西、粤东三大市场，改革全面铺开：产品端推进中高端转型，一麦基座产品换新、惠泉 1983 组合燕京 U8 抢占 8-10 元价格带、老惠泉+A10 抢占 12 元以上，福鼎白茶茶啤作为支撑中高端发展的第二增长极，并稳步分批淘汰低毛利低效产品；市场端打造泉州、福鼎、抚州等核心基地市场，推进厦门、漳州、福州、赣州等外围高阶市场开发；渠道端在守住零售基本盘的同时全面进军餐饮渠道，并拓展即时零售、商超小包装、酒吧等新兴场景；组织端重构销售架构、引入行业人才、激励完全市场化，闽赣两省组织调整基本落地；费用端由通路促销转向终端与消费者建设，实现价促分离，高毛利反哺市场；管理端全面导入燕京卓越管理体系，推动供应链转型升级与全流程数字化，强化成本管控；品牌端公司拟新签代言人、重塑年轻化形象；机制端激活组织、员工共享成长，我们预计公司营收增速有望高于销量增速，利润保持每年双位数增长。看好公司对燕京成功经验的复用，期待改革落地效果。

图表10：啤酒板块三季度业绩

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）
重庆啤酒	38.14	-9.61%	3.2334	-13.99%	3.19	-13.23%	48.62%	-2.26	17.51%	0.83	16.89%	-1.01
惠泉啤酒	2.18	-2.78%	0.6723	13.98%	0.64	11.24%	44.40%	2.85	-1.55%	-1.50	31.05%	4.56
青岛啤酒	83.80	-5.58%	11.3513	-17.15%	9.64	-25.31%	42.12%	-1.44	15.05%	1.40	14.04%	-2.05
燕京啤酒	49.84	2.25%	7.3543	10.15%	7.28	12.21%	52.15%	2.00	13.57%	-0.23	18.23%	2.07
兰州黄河	0.80	-34.73%	-0.0912	-139.94%	-0.06	75.14%	28.11%	2.83	35.08%	-15.10	-18.98%	-20.44
珠江啤酒	18.74	-0.10%	3.1638	-4.64%	3.00	-4.16%	50.06%	-0.88	13.04%	-2.41	17.06%	-0.77

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.9 健康食品：收入普遍增长，利润分化源于费用效率与业务属性差异

2026Q3 健康食品/保健品板块四家公司收入端普遍实现增长，西麦食品、民生健康、汤臣倍健 Q3 收入分别同比+20.99%、+30.04%、+17.60%，金达威同比-1.46%基本持平。四家公司收入表现分化更多来自业务属性与渠道节奏差异。西麦受益于有机燕麦放量、严控费用效率叠加规模效应，民生健康受新品及电商投放拉动，汤臣倍健来自渠道结构优化，金达威则受原料业务价格下行拖累。费用效率与非经营扰动较多影响导致利润端表现分化。

西麦食品 Q3 归母净利润同比+54.94%，扣非+56.18%，量利齐升。收入端动能扎实：传统大单品纯燕麦和复合品类均保持较高增长，基本盘延续双位数稳健增长；同时新品类梯次放量，有机燕麦依托供应链优势与新渠道高速增长，粉类产品同比高增，散称业务高增，礼盒受益中秋国庆双节提速。渠道端 B2B 和 OEM 营收同比高增，山姆、盒马等 PB 客户需求旺盛。费用端低费用业务占比提升带来结构性摊薄，买赠折扣会计处理由年末一次性计提改为全年分摊平滑了季度间波动；经营层面公司主动降低费投强度、严控费用效率，叠加收入规模扩大带来的规模效应，Q3 销售费用率 22.79%、同比-4.32pct，前三季度毛销差提升约 4pct。

民生健康 Q3 收入同比+30.04%，归母净利润同比-97.3%，但主要受技源集团股权公允价值及理财收益基数回落影响，Q3 销售费用率 39.78%、同比+12.37pct，电商投放与广告营销明显加大，叠加低毛利新品及益生菌等新业务放量拉低综合盈利。

汤臣倍健 Q3 归母净利润同比+22.73%，扣非+28.65%，收入与利润两端同时出现改善。Q3 收入+17.60%、归母+22.73%，增速环比显著抬升，经营拐点在收入与利润两端同时出现。分品牌，主品牌+4.24%、Life-Space +13.52%，健力多+0.88%拖累转正；分渠道，线上+19.79%、线下-2.16%承压。

金达威 Q3 收入同比-1.46%，归母净利润同比-26.25%。收入端受维生素 A 价格再度探底、辅酶 Q10 价格再度回落共同拖累。中期看点在于藻油项目。万吨油脂项目约 1/3 的 DHA 藻油产能于 2026 年 5 月进入试生产，剩余 2/3 产能于 26Q4 陆续完成。10 万吨项目一期 2.5 万吨设备已预定，预计 2027Q1—Q2 陆续安装释放，二期视一期客户拓展进度推进，对远期业绩有较大提振作用。

各家陆续探索第二增长曲线，各公司所处的经营阶段与驱动逻辑各不相同。存量业务普遍进入平稳增长期，企业积极布局新增长极，增量贡献主要来自新品类、新渠道及新业务：西麦有机燕麦翻倍增长，粉类产品同比增长三倍以上，民生健康依靠益生菌、戒烟药伐尼克兰等新品放量，汤臣倍健依托 Life-Space 及线上渠道，金达威则布局藻油产能以谋远期贡献。Q4 建议关注：西麦食品春节旺季备货、食养粉投放节奏与效果、2027 年澳洲燕麦谈判走势；汤臣倍健拐点持续性及 Q4 费用、成本压力；民生健康费用投放效率及戒烟药、益生菌等新品放量，21 金维他依托竞品原料短缺的战略窗口期发力抢占市场份额；金达威藻油产能释放及客户导入进度、维生素 A 与辅酶 Q10 价格走势。

图表11：健康食品板块三季度业绩

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）
西麦食品	6.62	20.99%	0.78	54.94%	0.77	56.18%	43.59%	-0.16	22.79%	-4.32	11.93%	2.62
民生健康	2.08	30.04%	0.01	-97.30%	0.09	0.32%	53.29%	7.74	39.78%	12.37	0.87%	-19.41
金达威	8.63	-1.46%	0.84	-26.25%	0.81	-25.29%	39.22%	-0.56	10.31%	1.07	9.88%	-3.17
汤臣倍健	16.26	17.60%	2.10	22.73%	1.72	28.65%	68.32%	-0.24	45.13%	1.15	13.30%	0.22

资料来源：iFind，中邮证券研究所

3 风险提示

终端需求复苏不及预期：消费疲软、餐饮需求恢复缓慢、居民消费意愿偏弱，可能导致各板块收入增长不及预期。

行业竞争加剧：休闲零食量贩系统开店与同店不及预期、制造商渠道调整阵痛延长。

原材料及包材价格大幅上涨：海水鱼浆、糖蜜、黄豆、油脂、木薯淀粉、乳制品、铝罐、塑料粒子等价格超预期上行。

提价传导不及预期：提价传导不畅，成本压力无法有效转嫁。

汇率与海运费风险：人民币汇率大幅波动、海运费维持高位，对海外业务占比较高的公司形成财务与成本扰动。

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家另类投资子公司。

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融资服务，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