

食品饮料行业掘金系列专题报告（一） 挖掘成本红利，把握优质龙头的盈利改善机会

优于大市

核心观点

成本波动是大众品企业短期业绩的重要影响因素之一。大众品板块的营业成本占营业收入的比重在 70%左右,其中材料成本在营业成本中的占比通常落在 65%-85%区间。我们复盘历史发现,食品饮料企业的材料成本下行主要出现在两类场景:一是大宗商品熊市时期,较多大宗原材料价格普遍下跌,例如 2014-2015 年;二是个别农产品原料价格因为细分市场的供需关系变化出现下跌,例如 2015-2017 年糖蜜价格下跌、2021-2022 年猪肉价格大幅回落。

成本下行对于企业业绩的影响通常是非线性的。一方面是存在传导时滞(高价原料库存需要时间消化),另一方面是成本红利向业绩的传导可能存在一定程度的“漏损”效应,这种漏损可能源于激烈的市场份额争夺(促销战、价格战)、下游零售渠道的强势压价、或是企业自身的战略性再投入。从历史复盘来看,成本红利的有效传导依赖于:1)子行业的竞争格局比较稳固,不容易发生价格战;2)子行业的需求并非明显萎缩;3)企业的费用管控能力较强。

2026 年成本红利线索(1):食用葵花籽价格下行,利好瓜子龙头。2024 年 9 月-10 月内蒙古地区遭遇了罕见的持续阴雨天气,导致大量晾晒在田间的葵花籽无法及时归仓,出现严重的水锈和霉变,从而导致优质原料供应量大幅缩减、价格上涨明显。2025 年全国种植面积有所恢复,且天气情况较为正常,预计新一季葵花籽价格回落 10%以上。瓜子龙头洽洽食品(瓜子收入占比超过 60%)将受益于此,预计 2026 年将实现较为显著的利润修复。

2026 年成本红利线索(2):魔芋精粉价格下行,利好魔芋零食龙头。本轮魔芋价格周期的拐点在 2024 年中,由于魔芋下游领域不断拓宽,且魔芋种植面积持续收缩,叠加 2024 年主产区的极端天气导致魔芋亩产显著下降,2024 年 5 月至 2024 年 10 月,鲜魔芋价格大涨 80%左右。随着 2025 年种植面积扩大、极端天气影响减弱,预计 2026 年魔芋精粉成本同比下降 10%-20%,2027 年同比降幅有望进一步扩大。魔芋零食龙头卫龙美味(魔芋零食收入占比超过 60%)、盐津铺子(魔芋零食收入占比约 30%)将受益于此。

风险提示:宏观经济的发展超预期或低于预期;行业内卷式竞争;非核心原材料价格大幅上涨;市场资金波动加剧。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
002557.SZ	洽洽食品	优于大市	22.88	11,574	0.75	1.27	30.3	18.0
9985.HK	卫龙美味	优于大市	11.86	28,821	0.58	0.71	20.3	16.7
002847.SZ	盐津铺子	优于大市	72.19	19,687	2.87	3.30	25.2	21.9

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

食品饮料

优于大市·维持

证券分析师:张向伟

证券分析师:杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523090003

市场走势



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《食品饮料周报(26年第2周)-渠道步入春节旺季备货,多重利好催化餐饮供应链》——2026-01-12
《食品饮料周报(25年第48周)-贵州茅台召开全国经销商联谊会,全面推进营销市场化转型》——2025-12-29
《食品饮料周报(25年第47周)-把握成本红利与效率提升主线,关注创新与困境反转机会》——2025-12-21
《食品饮料周报(25年第46周)-消费场景平稳修复,茅台释放稳价预期》——2025-12-15
《食品饮料行业 2026 年度投资策略报告(一)-需求多元、供给升级,大众消费的嬗变与曙光》——2025-12-11

内容目录

1 成本下行对大众品企业短期业绩有正向贡献	4
1.1 成本波动是大众品企业短期业绩的重要影响因素之一	4
1.2 大宗商品熊市或细分市场供需变化均能带来成本下行红利	5
1.3 成本下行对于企业业绩的影响通常是非线性的	6
2 2026 年成本端受益：瓜子及魔芋零食龙头	7
2.1 2026 年葵花籽原料价格有望下行，瓜子龙头洽洽食品受益	7
2.2 2026 年魔芋原料价格有望下行，魔芋食品龙头卫龙美味、盐津铺子受益	9
3 风险提示	13

图表目录

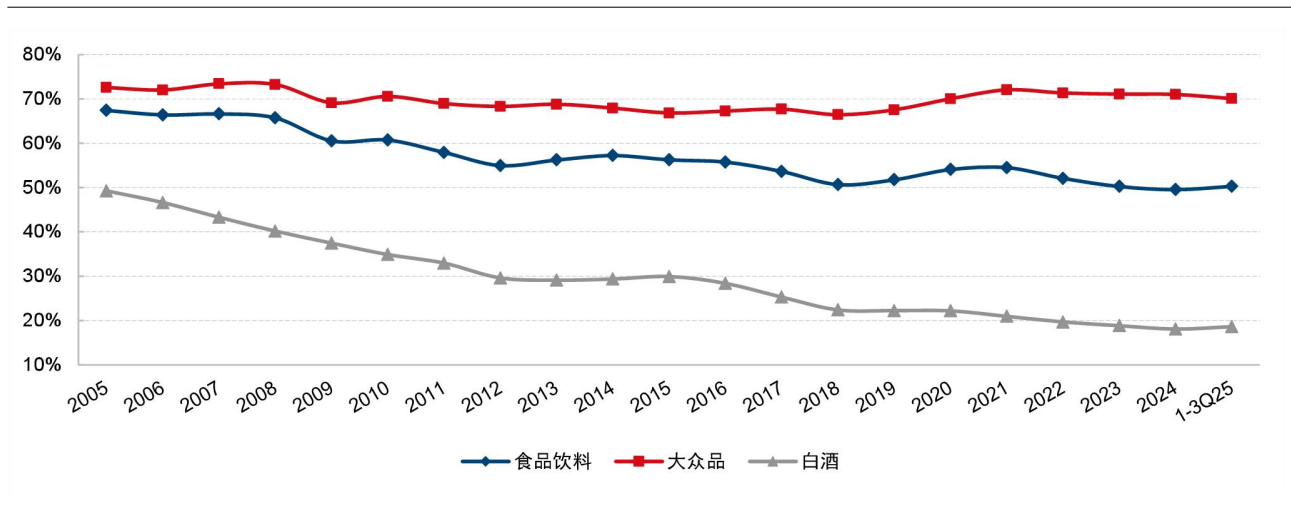
图 1：大众品及白酒板块的营业成本占营业收入的比重（即 1-毛利率）	4
图 2：2014-2015 年间原油现货价大幅下跌	5
图 3：2013-2015 年 PPI 持续处于负值区间	5
图 4：2019-2021 年猪肉价格经历大幅波动	5
图 5：糖蜜价格	5
图 6：原奶价格变动情况	6
图 7：2013-2015 年间伊利、蒙牛的盈利指标变动	6
图 8：啤酒主要原材料价格变动（以 2020-01 为基准）	7
图 9：2015 年后啤酒行业龙头市占率	7
图 10：葵花籽市场均价	8
图 11：洽洽食品毛利率	8
图 12：洽洽食品瓜子业务营业收入及收入占比	8
图 13：洽洽食品成本结构（2024 年报数据）	8
图 14：魔芋种植面积变化	10
图 15：鲜魔芋价格波动	10
图 16：卫龙美味蔬菜制品营业收入及收入占比	10
图 17：卫龙美味蔬菜制品毛利率	10
图 18：盐津铺子辣卤零食营业收入及收入占比	12
图 19：盐津铺子辣卤零食毛利率	12
表 1：大众品代表公司营业成本构成（2024 年度数据）	4
表 2：主要啤酒公司吨成本及盈利指标同比变化	6
表 3：盈利预测调整表	9
表 4：卫龙美味盈利预测调整表	11
表 5：盈利预测调整表	12
表 6：可比公司估值表（2026 年 1 月 18 日）	12

1 成本下行对大众品企业短期业绩有正向贡献

1.1 成本波动是大众品企业短期业绩的重要影响因素之一

在二级市场食品饮料板块的投研框架中，渠道扩张、品类创新、产品结构升级等往往是驱动股价长期上涨的核心引擎，但在 1-2 年时间维度下，成本波动同样是业绩的重要影响因素之一。尤其对于大众品板块，营业成本占营业收入的比重在 70%左右，显示成本因子对于业绩变化的重要性。

图1：大众品及白酒板块的营业成本占营业收入的比重（即 1-毛利率）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

食品饮料企业的营业成本构成项目主要包括：1) 材料成本，含原材料及包装材料，大部分系供应量大、标准化程度高的大宗商品，但也可能为特定来源的农产品；2) 人工成本；3) 生产制造成本；4) 仓储物流成本；5) 能源成本；6) 外购产品或服务的成本。材料成本在营业成本中的占比最高，我们选取大众品细分子行业的龙头公司进行成本构成对比发现，材料成本（直接材料）在营业成本中的占比通常落在 65%-85%区间。因此狭义的成本红利通常指原辅材料价格下行给企业经营带来的红利。

表1：大众品代表公司营业成本构成（2024 年度数据）

子行业	啤酒	乳品	饮料	调味品	肉制品	速冻	零食		酵母
代表公司	青岛啤酒	伊利股份	东鹏饮料	海天味业	双汇发展	安井食品	卫龙美味	洽洽食品	安琪酵母
材料成本	65.8%	77.6%	80.2%	82.9%	75.0%	64.1%	72.1%	84.0%	70.7%
人工成本	5.5%	3.3%	1.9%	3.2%		6.6%	12.3%		3.9%
生产制造成本		11.7%	10.4%	8.8%		13.2%	9.2%		14.5%
仓储物流成本		7.3%	7.4%	5.2%		2.1%		4.1%	
能源成本									10.8%
外购成本	4.9%					14.0%	6.4%		

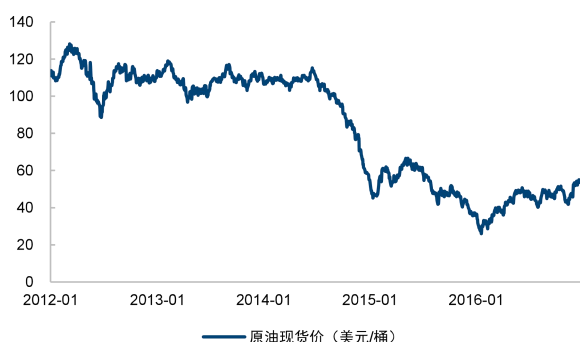
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：1) 各公司成本构成项目划分口径或有差异，仅供参考；2) 为方便横向比较，双汇发展选取包装肉制品业务（不含屠宰业务）计算。

1.2 大宗商品熊市或细分市场供需变化均能带来成本下行红利

我们通过复盘发现，食品饮料企业成本下行出现的场景主要有二：

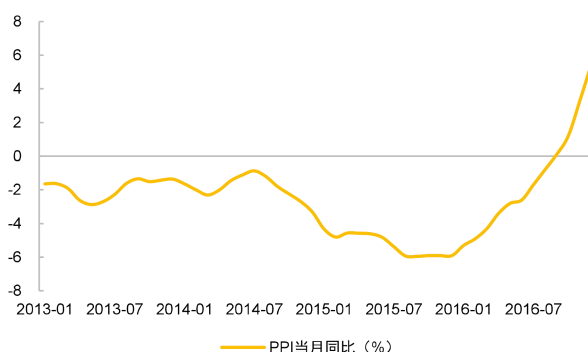
一是大宗商品熊市时期，较多大宗原材料价格普遍下跌。例如 2014–2015 年，国际原油价格从 100 美元/桶附近下跌至 30 美元/桶附近，带动了包括 PET、包装纸、运费等产品或服务的成本下降。期间国内 PPI（工业生产者出厂价格指数）持续处于负值区间，确认工业品领域价格通缩压力。农产品方面，期间棕榈油价格持续走低，大豆、原奶等大宗农产品价格则在 2014 年进入下行通道。这给食品饮料大众品行业带来的成本端的利好，大众品板块毛利率自 2013 年 31.2% 提升至 33.2%。

图2：2014–2015 年间原油现货价大幅下跌



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

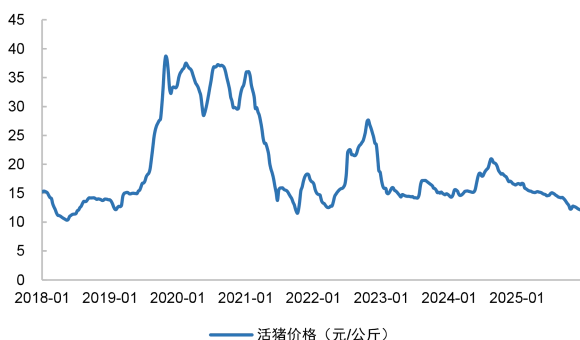
图3：2013–2015 年 PPI 持续处于负值区间



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

二是个别农产品原料价格因为细分市场的供需关系变化出现下跌。由于不同农产品之间的种植/养殖条件、需求结构等差异性较大，因而价格决定机制存在差异，我们时常能看到个别农产品细分市场的价格波动。典型的例子是猪肉，非洲猪瘟导致 2019 年国内猪肉价格飞涨，但随着产能大幅释放，猪肉价格在 2021 年出现大幅回落。类似的还有糖蜜（制糖工业的副产品），2015–2017 榨季，糖料丰产，且当时环保政策趋严糖蜜下游（如酒精厂）需求收缩，导致糖蜜价格下跌，而 2020 年疫情后酒精需求激增叠加 2021/2022 榨季糖料作物减产，导致糖蜜价格 2020–2022 年间显著上行。

图4：2019–2021 年猪肉价格经历大幅波动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：糖蜜价格



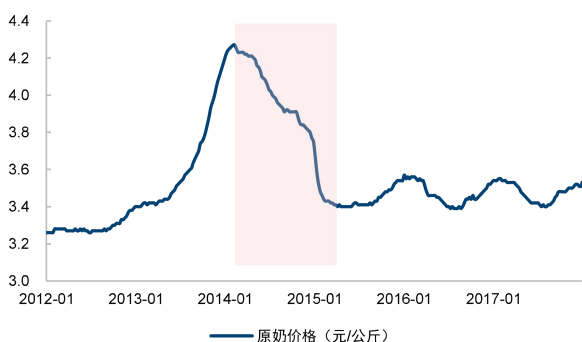
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.3 成本下行对于企业业绩的影响通常是非线性的

原材料成本下行对于企业业绩的影响通常是非线性的，一方面是存在传导时滞（高价原料库存需要时间消化），另一方面是成本红利向业绩的传导可能存在一定程度的“漏损”效应，这种漏损可能源于激烈的市场份额争夺（促销战、价格战）、下游零售渠道的强势压价、或是企业自身的战略性再投入。从历史复盘来看，成本红利的有效传导依赖于：1）子行业的竞争格局比较稳固，不容易发生价格战；2）子行业的需求并非明显萎缩；3）企业的费用管控能力较强。

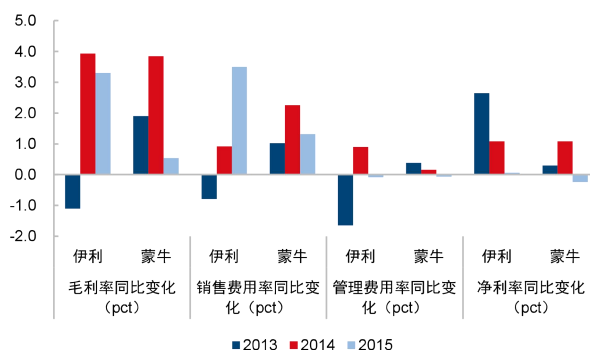
案例：2014-2015 年乳业成本下行遇上竞争加剧。2013 年中国曾遭遇“奶荒”，原奶价格飙升至历史高位，伊利、蒙牛等龙头乳企面临巨大的成本压力。然而，进入 2014 年，情况发生逆转。随着欧盟取消牛奶生产配额，以及澳大利亚、新西兰等主产国产量激增，全球原奶供应过剩。作为全球乳业定价锚的全脂奶粉拍卖价格在 2014 年腰斩（自 2013 年高点 5.7 万元/吨下跌至 2.4 万元/吨），国内生鲜乳价格同样跌幅显著。理论上，原奶价格双位数下跌对于乳企来说是较大的利好，但 2014-2015 年由于行业竞争加剧，龙头对于高端产品（如特仑苏、金典）的促销以及广告投入力度加大，导致费用率上升，部分抵消了毛利率的扩张。

图6：原奶价格变动情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：2013-2015 年间伊利、蒙牛的盈利指标变动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

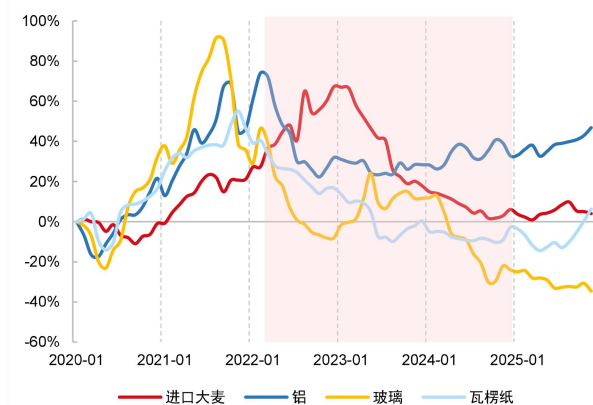
案例：2024-2025 年啤酒行业成本下行红利兑现度较高。2017 年前后啤酒行业在龙头带领下开启高端化战略转型，行业 2013-2016 年间的价格竞争得到大幅缓解，行业进入处于集中度高、格局相对稳固的状态，主要啤酒企业普遍以“调结构”、“控费用”、“提效率”作为经营目标。在此背景下，2024-2025 年啤酒行业主要原辅料大麦、玻璃、纸箱等的成本下行红利实现顺利传导，期间多数啤酒企业的吨酒成本同比下降、毛利率及净利率同比提升、费用率较为平稳。

表2：主要啤酒公司吨成本及盈利指标同比变化

公司	吨成本同比变化			毛利率同比变化			销售费用率同比变化			管理费用率同比变化			净利率同比变化		
	2023	2024	1H25	2023	2024	1H25	2023	2024	1H25	2023	2024	1H25	2023	2024	1H25
华润啤酒	1.2%	-0.2%	-4.1%	2.9%	1.3%	2.0%	1.6%	1.0%	-2.0%	-0.8%	-0.1%	1.3%	1.1%	-1.1%	4.1%
青岛啤酒	3.3%	-2.2%	-3.8%	1.8%	1.6%	2.1%	0.8%	0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	1.0%	1.2%	0.9%
重庆啤酒	3.2%	-1.1%	-2.8%	-1.3%	-0.6%	0.6%	0.5%	0.1%	-0.1%	-0.5%	0.2%	0.2%	-0.1%	-2.9%	-0.8%
燕京啤酒	2.1%	-6.6%	2.8%	0.2%	3.1%	2.1%	-1.3%	-0.3%	-0.5%	0.7%	-0.7%	-1.1%	1.9%	3.0%	4.0%

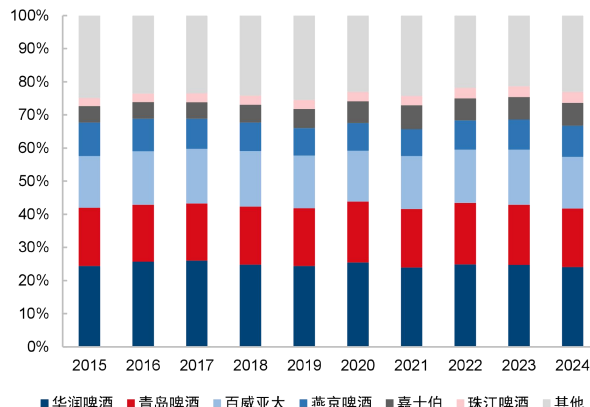
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：啤酒主要原材料价格变动（以 2020-01 为基准）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：2015 年后啤酒行业龙头市占率



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

2 2026 年成本端受益：瓜子及魔芋零食龙头

本章我们旨在捕捉成本下行增厚个股利润的机会。展望 2026 年，我们认为部分上游核心农产品原料价格由于产能周期变化、气候改善及全球贸易格局重塑等原因，预计在 2026 年进入下行通道，例如魔芋、葵花籽。

2.1 2026 年葵花籽原料价格有望下行，瓜子龙头洽洽食品受益

食用葵花籽是包装瓜子的主要原材料，与大豆、玉米等全球大宗农产品不同，食用葵花籽（尤其是洽洽食品所需的高端品种）是一个相对封闭、区域集中度高且对品质要求极度敏感的细分市场。中国优质食用葵花籽的生产高度集中在北纬 40 度左右的黄金种植带，内蒙古、新疆是核心产区，东北地区也贡献部分产量。据央广网，2023 年内蒙古向日葵种植面积 744.8 万亩、约占全国 68%，产量 147 万吨、约占全国 66%。

食用葵花籽的价格主要由种植面积和主产区天气状况共同决定。1）播种期（4-5 月）的种植面积：农户根据上一年的种植收益和当年的替代作物（主要是玉米）价格决定播种面积，此为基准供应量的决定因素。2）生长与收获期（8-10 月）的天气状况：此为有效、优质供给的决定因素。葵花籽最怕“秋淋”，即收获晾晒期的持续降雨。一旦淋雨，瓜子皮壳会变黑（水锈），严重时内部霉变。以洽洽食品为代表的瓜子龙头企业，对食品安全和原料外观有较高要求，淋雨的瓜子无法作为原料，只能降级处理或作为油料。

种植面积增加叠加天气恢复正常，2026 年度葵花籽原料价格有望下行。复盘过去五年葵花籽价格波动：1）2021-2022 年大宗商品普涨时期，化肥、农药、地租等种植成本上升，叠加疫情导致物流不畅推高收购环节间接成本。面对成本压力，洽洽食品在 2021 年底进行提价。2）2023 年葵花籽种植面积增加较快、供给充足，新采收季（10 月-次年 3 月）葵花籽原料价格回落。3）2024 年 9 月-10 月内蒙古地区遭遇了罕见的持续阴雨天气，导致大量晾晒在田间的葵花籽无法及时归仓，出现严重的水锈和霉变，从而导致符合洽洽食品采购标准的优质原料供应量大幅缩减，优质货源价格上涨明显。2025 年全国种植面积有所恢复，且天气情况较为正常，因此葵花籽价格预计将回落 10%以上。洽洽食品于 2025 年 12 月 2 日在交

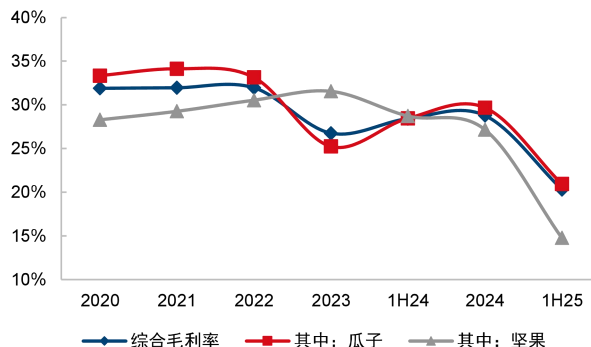
易所互动平台上的互动信息显示，公司 2025 年新采购季的采购价格已经同比下降。

图10: 葵花籽市场均价



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

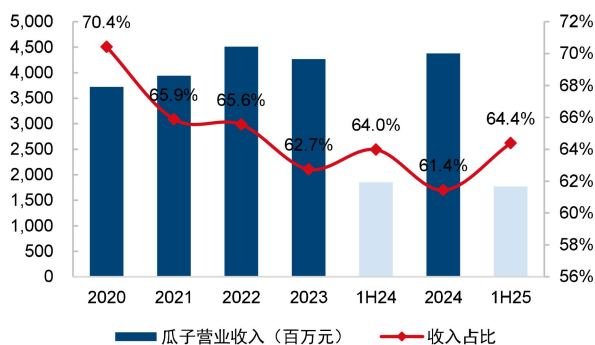
图11: 洽洽食品毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

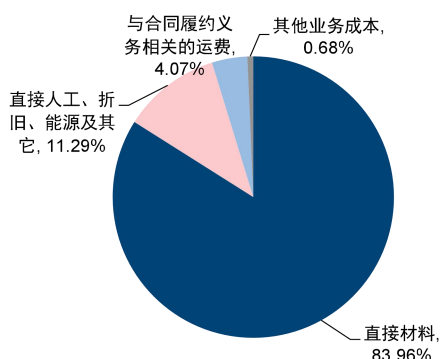
洽洽食品: 瓜子业务收入占比超过 60%。伴随着坚果业务收入更快增长, 瓜子业务收入占比降至 60%附近, 2024 年度瓜子收入 43.8 亿元, 同比+2.6%, 收入占比 61.4%。公司近几年毛利率波动较大, 与上述葵花籽原料价格周期有紧密关系。此外, 公司对原料的采购标准高于国家标准, 公司通常要求原料的“百粒重”、色泽度、甚至籽粒的曲直度都达到特定指标。这意味着即便全国葵花籽总产量增加, 如果因为天气原因导致优质品率下降, 公司可用的“有效供给”依然会紧缺, 从而导致成本与市场均价有所背离, 例如 2024 年秋新采购季成本上行导致 2025 年前三季度毛利率大幅承压。我们假设葵花籽原料成本在瓜子产品的生产成本中占比 70%左右, 假设葵花籽采购价格同比下降 10%-15%, 其他条件不变的情况下, 预计可对瓜子业务毛利率带来 5-8 个百分点的正向贡献, 对公司整体毛利率的正向贡献约 3-5 个百分点。

图12: 洽洽食品瓜子业务营业收入及收入占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 洽洽食品成本结构 (2024 年报数据)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

洽洽食品: 预计 2026 年利润弹性释放。1) 短期看葵花子成本压力缓解带来盈利水平修复。2025 年末新一季瓜子原料采购价格下降, 意味着 2025 年四季度及 2026 年公司毛利率修复。2) 中长期看品牌价值提升、坚果消费习惯培育、渠道能力增强。2023 年以来公司进入调整期, 2025 年三季度收入再次回到负增区间, 反映宏观和行业环境对公司造成的经营压力依然存在。但公司已有积极应对, 产品方面,

大力进行产品品质提升及产品创新，推出较多差异化新品；渠道方面，公司全面拥抱新兴渠道、完善渠道结构，并加强与渠道的定制化产品研发。我们预计后续公司增长动能将逐渐恢复，建议持续关注公司的战术调整效果及新品表现。考虑到目前渠道调整仍在继续，我们小幅下调收入预测，但因 2025 年 10 月后新一季度原料价格同比降幅较为显著，我们上调毛利率与净利率预测：预计 2025–2027 年公司实现营业总收入 68.1/72.2/76.4 亿元（前预测值 69.7/72.8/76.8 亿元），同比 -4.5%/+6.0%/+5.8%；实现归母净利润 3.8/6.4/7.4 亿元（前预测值 3.7/6.0/7.2 亿元），同比 -55.1%/+68.9%/+15.2%；当前股价对应 PE 分别为 30/18/16 倍。公司持续进行现金分红（2024 年度分红比例 76%）及股份回购增强股东回报，维持“优于大市”评级。

表3: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,967	7,276	7,680	6,810	7,219	7,641	-157	-57	-39
收入同比增速%	-2.3%	4.4%	5.6%	-4.5%	6.0%	5.8%	-2.2%	1.6%	0.3%
毛利率%	22.4%	26.1%	27.5%	22.7%	26.7%	27.5%	0.4%	0.5%	0.0%
销售费用率%	11.4%	11.3%	11.2%	11.4%	11.3%	11.2%	0.0%	0.0%	0.0%
归母净利率%	5.3%	8.2%	9.4%	5.6%	8.9%	9.7%	0.3%	0.7%	0.3%
归母净利润（百万元）	366	599	720	382	644	743	15	45	22
归母净利润同比增速%	-56.9%	63.6%	20.2%	-55.1%	68.9%	15.2%	1.8%	5.3%	-5.0%
EPS（元）	0.72	1.18	1.42	0.75	1.27	1.47	0.03	0.09	0.05

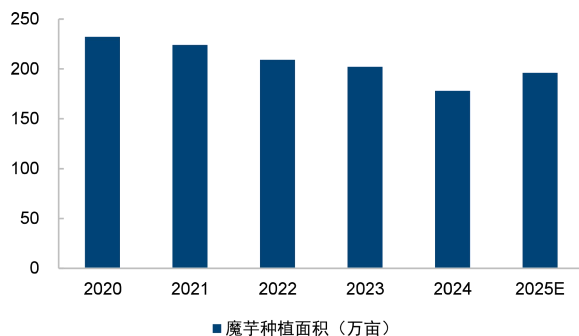
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2.2 2026 年魔芋原料价格有望下行，魔芋食品龙头卫龙美味、盐津铺子受益

魔芋，学名蒟蒻，是一种天南星科魔芋属的多年生草本植物，其地下块茎富含葡甘聚糖（KGM），是制作“魔芋爽”、“素毛肚”等魔芋零食的核心原料。据金地魔芋，中国是全球第一大魔芋产出国，产量占全球的六成以上。魔芋产业的上游为魔芋种植，魔芋生长对于温度、光照、水分和土壤等自然条件要求苛刻，其主要种植区局限于武陵山区、秦巴山脉、云贵高原等地的海拔 250–2500 米山区，云南省、贵州省、四川省、陕西省、湖北省等为我国魔芋主产区。中游魔芋加工业主要分为三个环节：1）初加工——将鲜魔芋加工成魔芋片，主要在魔芋产区进行，通常由农民和农民合作社完成；2）精加工——将魔芋片进一步加工成魔芋粉，主要由产区的合作社和小企业完成；3）深加工——将魔芋粉加工成食品、化妆品、生物材料等，主要参与玩家包括卫龙美味、盐津铺子、一致魔芋等。

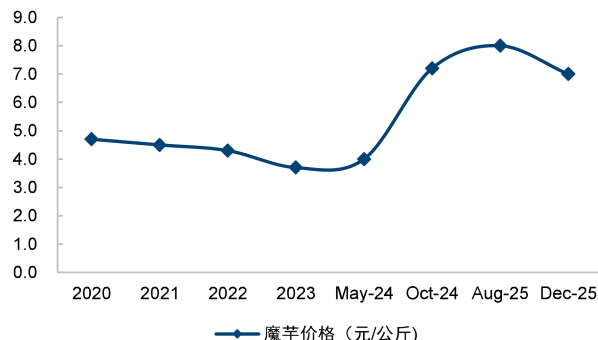
和多数农产品一样，魔芋价格也具有周期波动特征，2020 年疫情后国内消费需求以及出口需求均受到一定程度的影响，供给过剩导致价格下降，经济效益降低又导致农户种植积极性受挫、种植面积收缩。而本轮魔芋价格周期的拐点在 2024 年中，主因：1）魔芋下游领域不断拓宽，例如魔芋零食、茶饮小料等深受消费者欢迎，尤其是魔芋零食在 2024 年成功“出圈”，龙头品牌一度出现缺货状态，导致魔芋原料市场需求迅速扩张；2）魔芋种植面积持续收缩，叠加 2024 年主产区的极端天气导致魔芋亩产显著下降。因此魔芋原料市场供需严重失衡，推动鲜魔芋价格从 2024 年 5 月的约 4 元/公斤上涨至 2024 年 10 月约 7.2 元/公斤，涨幅约 80%。

图14: 魔芋种植面积变化



资料来源: 中国魔芋协会, 毕节魔芋, 国信证券经济研究所整理

图15: 鲜魔芋价格波动

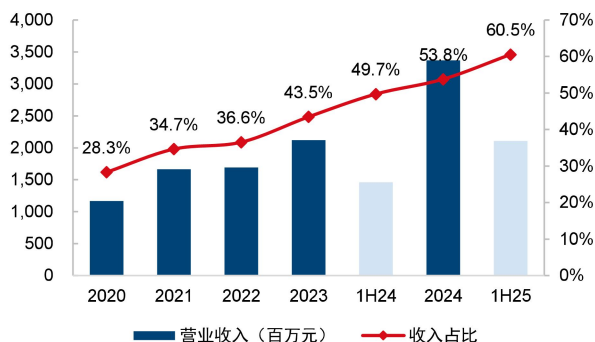


资料来源: 一亩田, 景天魔芋, 魔力魔芋, 国信证券经济研究所整理

随着魔芋价格迅速上涨, 2025 年种植面积开始扩大, 但魔芋种植受到地域限制, 且魔芋需要 2-3 年轮作, 导致其种植面积难以在短期内实现爆发性增长。据中国魔芋行业协会预计, 2025 年魔芋种植面积预计将比 2024 年增加 10% 左右。综合魔芋原料市场供需、天气情况, 预计 2026 年魔芋精粉成本同比下降 10%-20%, 2027 年同比降幅有望进一步扩大。2025 年 11-12 月新一季魔芋集中上市, 据一亩田数据, 12 月末主产地鲜魔芋报价较年中已有回落。

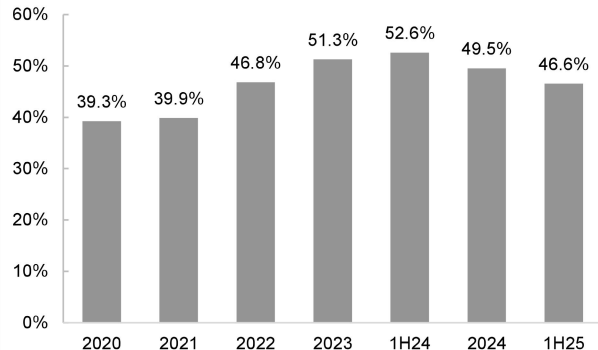
卫龙美味: 魔芋零食收入贡献超 60%。卫龙美味 2014 年首次推出魔芋零食产品, 并率先进行产品创新、渠道扩张, 目前公司在魔芋赛道已具备较为显著的品牌优势。2024 年蔬菜制品收入 33.7 亿元, 其中魔芋制品收入约 30 亿元, 收入占比约 50%, 2025 年魔芋制品延续高速增长, 预计全年收入占比进一步提升并超过 60%。由于 2024 年下半年魔芋精粉市场价格飙升, 蔬菜制品毛利率环比走低。2025 年初公司对 2025 年用料进行提前储备, 加权平均法计量规则下, 全年魔芋原料成本同比上升, 蔬菜制品毛利率仍有压力。我们假设魔芋精粉在“魔芋爽”产品的生产成本中占比达到 40%, 假设魔芋精粉采购价格同比下降 10%-20%, 其他条件不变的情况下, 预计可对魔芋制品毛利率带来 2-4 个百分点的正向贡献, 对公司整体毛利率的正向贡献约 1-3 个百分点。

图16: 卫龙美味蔬菜制品营业收入及收入占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 卫龙美味蔬菜制品毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

卫龙美味: 魔芋品类仍在成长期, 公司加快产品创新, 有序扩充品类, 培育新增

长极。公司通过不断推新打开魔芋品类天花板，比如 2025 年以来相继推出麻酱口味魔芋爽、牛肝菌魔芋、傣味春鸡脚味、麻辣小龙虾味、辣椒炒肉味等新品，捕捉不同消费群体的口味偏好。此外，公司继续凭借强势单品深化渠道建设，2025 年不仅加深与量贩零食的合作、在传统流通渠道优化终端陈列，同时在会员制超市渠道、海外渠道取得突破，渠道扩张为魔芋品类的成长提供保障。此外，公司内部积极进行产品研发创新，未来有序扩充产品品类，有望复制魔芋制品的盈利模式。海带品类今年新增 1 个口味，豆制品新品臭豆腐目前正在试销，后续有望贡献更多增量。综合来看，短期公司领衔魔芋赛道的成长，中长期凭借较强的产品研发创新能力、品牌影响力打造更多核心品类。考虑到 2025 年二季度公司主动调整面制品产品线后，下半年新条码铺市进度偏慢导致下半年面制品收入同比始终有缺口，我们小幅下调公司 2025-2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 74.0/89.1/103.7 亿元（前预测值 75.3/90.6/107.8 亿元），同比+18.1%/+20.3%/+16.4%；实现归母净利润 14.2/17.3/20.3 亿元（前预测值 14.7/18.0/21.7 亿元），同比+32.8%/+21.9%/+17.2%。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 20/17/14 倍，公司承诺分红比例不低于 60%（2024 年分红比例 99%），预期股息率 3.5%以上，维持“优于大市”评级。

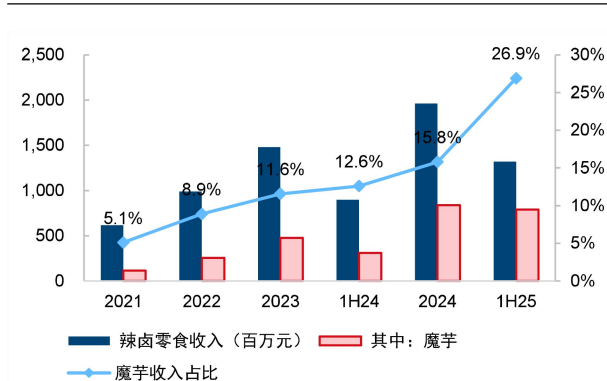
表4: 卫龙美味盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,527	9,063	10,779	7,403	8,909	10,373	-123	-154	-406
收入同比增速%	20.1%	20.4%	18.9%	18.1%	20.3%	16.4%	-2.0%	-0.1%	-2.5%
毛利率%	47.2%	47.3%	47.5%	46.9%	47.1%	47.4%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
销售费用率%	15.7%	15.5%	15.2%	15.9%	15.8%	15.8%	0.2%	0.3%	0.6%
归母净利率%	19.6%	19.9%	20.2%	19.2%	19.4%	19.6%	-0.4%	-0.4%	-0.6%
归母净利润（百万元）	1,472	1,799	2,175	1,420	1,730	2,028	-52	-69	-147
归母净利润同比增速%	37.7%	22.2%	20.9%	32.8%	21.9%	17.2%	-4.9%	-0.3%	-3.7%
EPS（元）	0.61	0.74	0.90	0.59	0.71	0.84	0.0	0.0	-0.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

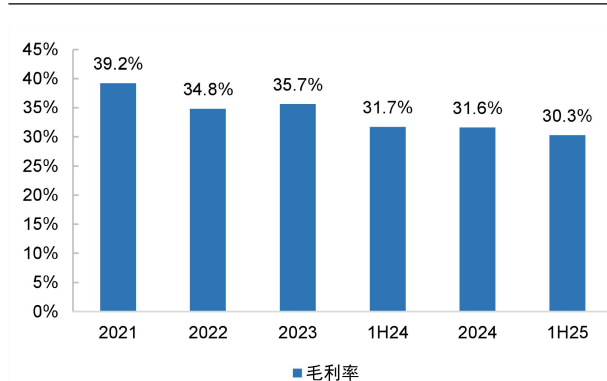
盐津铺子：魔芋零食收入占比约 30%。盐津铺子于 2023 年 10 月推出六必居联名的大魔王魔芋素毛肚产品，经过 1 年时间的产品培育和品牌打造，2025 年年初此单品旺销，甚至阶段性出现缺货现象。2025 年上半年，盐津铺子魔芋产品收入 7.9 亿元，收入占比 26.9%。截至三季度末，魔芋产品收入占比预计提升至 30%左右。与卫龙美味情况类似，随着高价原材料投入使用，2025 年上半年公司辣卤零食品类（包含魔芋产品）毛利率环比下滑。我们假设魔芋精粉在魔芋产品的生产成本中占比达到 35%-40%，假设魔芋精粉采购价格同比下降 10%-20%，其他条件不变的情况下，预计可对魔芋制品毛利率带来 2-5 个百分点的正向贡献，对公司整体毛利率的整体贡献约 1-2 个百分点。

图18: 盐津铺子辣卤零食营业收入及收入占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 盐津铺子辣卤零食毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盐津铺子：着力打造品类品牌，魔芋品类高速成长。公司现阶段践行从渠道驱动转向产品驱动的战略升级，着重培育大魔王魔芋品类品牌。公司目前正以大魔王魔芋系列为核心，加强全渠道的渗透，尤其是扩张空间广阔的定量流通渠道，公司也在海外市场取得突破。同时大魔王系列逐步补充新口味，如三养火鸡面联名火爆魔芋、蒜香口味，我们依然看好大魔王系列后续的增长。此外，大魔王魔芋品类收入占比持续提升，预计将带动产品组合盈利能力提升。综合来看，公司战略升级后发展持续性与稳定性增强，目前大魔王品类品牌放量预计将带来较高的业绩成长性。考虑到公司在向品类品牌型公司转型过程中，短期品牌建设及渠道建设相关费用支出增多，我们小幅下调盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 60.0/69.8/79.7 亿元（前预测值 60.1/70.0/80.1 亿元），同比+13.1%/+16.4%/+14.2%；实现归母净利润 7.8/9.0/11.4 亿元（前预测值 8.3/10.2/12.7 亿元），同比+22.1%/+15.1%/+26.2%。当前股价对应 PE 分别为 25/22/17 倍。看好公司魔芋品类持续成长，此外公司持续通过现金分红及股份回购的方式加强股东回报，维持“优于大市”评级。

表5: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,015	7,000	8,009	6,001	6,985	7,974	-14	-16	-35
收入同比增速%	13.4%	16.4%	14.4%	13.1%	16.4%	14.2%	-0.3%	0.0%	-0.2%
毛利率%	30.5%	31.3%	32.4%	30.6%	31.5%	31.9%	0.0%	0.2%	-0.5%
销售费用率%	10.2%	10.4%	10.3%	11.0%	12.0%	11.6%	0.8%	1.6%	1.3%
归母净利率%	13.8%	14.6%	15.8%	13.0%	12.9%	14.2%	-0.8%	-1.7%	-1.6%
归母净利润（百万元）	830	1,021	1,268	782	900	1,136	-48	-121	-132
归母净利润同比增速%	29.7%	23.0%	24.2%	22.1%	15.1%	26.2%	-7.5%	-7.9%	2.1%
EPS（元）	3.04	3.74	4.65	2.86	3.30	4.16	-0.18	-0.44	-0.48

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表6: 可比公司估值表（2026 年 1 月 18 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2025E	2026E	2025E	2026E		
002557.SZ	洽洽食品	29.6	22.88	0.75	1.27	30.3	18.0	116	优于大市
9985.HK	卫龙美味	23.9	11.86	0.58	0.71	20.3	16.7	288	优于大市
002847.SZ	盐津铺子	26.2	72.19	2.87	3.30	25.2	21.9	197	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

3 风险提示

1、**宏观经济的发展超预期或低于预期。**文中我们对行业的展望主要基于宏观经济稳步增长、消费需求温和复苏的假设，若 AI 等科技产业的高速发展带动经济超预期增长，或国际贸易摩擦等不可控因素导致宏观经济发展低于预期，可能导致我们对于食品饮料行业的判断不准确。

2、**行业内卷式竞争。**虽然我们认为未来随着消费倾向从追求极致比价到追求平价高质的过程中，差异化供给的空间逐渐增大，但短期行业仍有可能因某些企业的竞争性策略而陷入失衡状态、出现内卷式竞争，导致行业利润空间被压缩。

3、**非核心原材料价格大幅上涨。**2025 年以来部分上游行业在政策鼓励下进行产能去化，近期部分上游品种出现市场报价涨幅较大的情况，不排除签单价相应走高的可能性；此外，国际地缘政治摩擦以及天气的不可控变化均可能导致部分大宗商品价格走高。

4、**市场资金波动加剧。**2025 年下半年以来全球风险资产的波动率有所放大，美联储的货币政策、地缘政治冲突等因素均可能导致市场资金波动加剧，从而导致权益资产价格偏离合理区间。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032