

2026 年 05 月 19 日

食品饮料 25 年报&26Q1 总结

——消费进入新常态，龙头率先修复

投资评级：看好（维持）

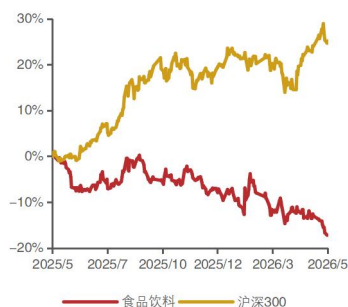
投资要点：

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
林若尧
SAC: S1350525070002
linruoyao@huayuanstock.com
周翔
SAC: S1350525070003
zhouxiang@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



【白酒】白酒底部信号明确，受低基数影响，收入利润在 2026Q1 已经止跌，当前时间点可类比 2014 年底-2015 年初，酒厂协助经销商去库存处于尾声阶段。我们预计未来酒厂收入表现，或与经销商真实动销数据相仿，受 25Q2 低基数影响，后续酒厂收入或恢复正增长，但股价取决于终端的真实需求、行业远期成长空间。关注拐点信号明确的**贵州茅台**、**山西汾酒**。

【餐饮链】伴随餐饮需求边际回暖，供应链 Q1 业绩复苏，经营拐点或得到进一步验证；速冻食品、调味品细分板块竞争格局优化，龙头市场份额有望持续提升。建议关注卡位低价餐饮、新店型正加速连锁复制的**巴比食品**，以及多店型齐发驱动连锁化加速的**锅圈**。餐供方面，建议关注领先优势扩大、业务稳健扩张的行业龙头**海天味业**、**安井食品**，业绩超市场预期、内生外延双轮驱动的**天味食品**，以及 B 端放量、出海加速的**颐海国际**。

【啤酒】全国性啤酒企业 25 年收入以销量修复为主，吨价承压；区域性企业如燕京、珠江销量增长强劲、结构升级持续，26Q1 成长性仍延续。展望后续，26 年成本红利消退后，毛利率或将更多依赖价格驱动。在市场总量稳定、结构升级行至中局的背景下，机会以个股为主，持续推荐**燕京啤酒**（收入动能足+改革预期兑现），关注**青岛啤酒**、**华润啤酒**。

【乳制品】2025 年，伊利、蒙牛收入承压但净利率提升，利润增长良好；新乳业受益低温业务双位数增长，收入稳健、净利率持续上行。我们认为净利率改善的共性在于资产减值损失大幅减少：原奶供需矛盾缓解后，喷粉减值（存货跌价损失）显著下降，生物资产减值同步减少，伊利商誉及信用减值亦有明显收窄。2026 年 Q1，伊利液体乳收入增速较 2025 年转正，印证行业复苏趋势。预计在原奶价格企稳回升的背景下，头部乳企份额将持续修复。持续推荐**伊利股份**、**新乳业**、**三元股份**，建议关注**蒙牛乳业**。

【牧场】25 年牧场企业收入端呈“量增价减”特征。受益于牛肉价格上涨及原奶价格自 25H2 环比企稳，牧业公司 25H2 普遍实现减亏。当前报表亏损主要源于“生物资产公允价值减销售费用变动”项目，受淘牛增加、奶价下行压低生物资产账面值等因素拖累。但展望后续，在奶价与牛肉价格均具备正向预期下，该项目有望大幅减亏，显著增厚企业利润。因此，我们重点推荐基本面预期底部反转的**现代牧业**、**优然牧业**、**中国圣牧**。

【保健品】25 年保健品企业受关税、原料成本、新产能折旧及减值影响，利润波动显著大于收入。26Q1 利润仍受汇兑、减值、费用等拖累，但收入增速逐步复苏。我们认为，当前企业在 2025 年集中计提减值后有望轻装上阵，后续应重点关注边际净利率变化。建议关注**H&H 国际**、**科拓生物**。

【休闲零食】2025 年量贩零食渠道维持较高的行业景气度，其中量贩龙头实现质效齐升、规模与盈利快速增长；而零食工厂端则表现分化，其中龙头依旧展现较强的经营韧性。建议关注量贩零食龙头**鸣很忙**、**万辰集团**；零食工厂端建议关注**盐津铺子**、**卫龙美味**、**有友食品**以及**西麦食品**。

风险提示：需求复苏不及预期风险、市场竞争加剧风险、食品安全风险

内容目录

1. 一季报验证：消费进入新常态，龙头率先修复	5
2. 白酒底部信号明确，头部企业拐点或已现	6
3. 餐饮链：Q1 经营拐点信号显现，板块触底复苏逻辑强化	10
3.1. 餐饮需求弱复苏，服务降级利好性价比餐饮	10
3.2. 餐饮链复苏逻辑强化，龙头或强者恒强	11
4. 啤酒：全国性啤酒企业经营韧性显现，区域性企业大单品加持下成长性稳步释放	13
4.1. 收入端：行业整体稳健，区域性啤酒企业成长性显现	13
4.2. 利润端：成本下行红利或边际衰减，盈利提升仍看量价表现	14
5. 乳制品：收入增速逐步修复，资产减值损失减少对利润形成正向贡献	16
6. 牧场：基本面见底，奶价企稳肉价上涨预期下，牧场股基本面亟待反转	18
7. 保健品：收入边际向好，净利率受资产减值、汇兑损益等项目影响有所波动	20
8. 休闲食品：量贩渠道景气度较高，盈利逻辑强化	21
9. 风险提示	25

图表目录

图表 1: 各个行业一季报及基本面对比	5
图表 2: 各个行业一季报及基本面对比 (续表)	6
图表 3: 白酒板块收入利润复盘 (单位: 亿元)	7
图表 4: 白酒企业回款及收入同比增长情况	7
图表 5: 白酒公司盈利拆解 (单位: pct)	8
图表 6: 白酒公司估值情况	9
图表 7: 白酒 2008-2026 月度估值及未来一年收益率分布	9
图表 8: 白酒 2008-2026 月度历史估值分布	9
图表 9: 餐饮业从 25 年深度调整到 2026 年 Q1 逐步修复	10
图表 10: 2025 年餐饮业消费降级明显	10
图表 11: 低价餐饮消费占比持续提升	11
图表 12: 餐饮连锁化率有望迎来加速提升	11
图表 13: 调味发酵品整体处于加速寻底阶段	12
图表 14: 速冻食品板块边际复苏	12
图表 15: 2024 年我国速冻食品行业细分品类市场规模 (收入计/亿元) 及年均复合增速	12
图表 16: 我国速冻食品细分品类集中度较低 (2024 年按收入计), 整合空间大	12
图表 17: 餐饮上下游企业 2025 年报、2026 一季报业绩表现 (单位: 亿元)	13
图表 18: 啤酒企业 2025 年及 26 年第一季度收入与利润表现 (单位: 亿元)	14
图表 19: 2025 年, 燕京啤酒、珠江啤酒和重庆啤酒均实现量价齐增	14
图表 20: 2026 年第一季度, 燕京、珠江仍实现收入量价齐增	14
图表 21: 25 年原料成本改善贡献弹性, 26 年大部分原材料价格对比同期有所增加	15
图表 22: 以 2025 年 1 月为基期的各项原材料价格波动情况	15
图表 23: 啤酒企业费用率及毛利率情况	15
图表 24: 乳制品企业 2025 年及 2026 年第一季度收入与利润表现 (单位: 亿元)	16
图表 25: 2025 年净利率提升很大程度上来自资产减值损失项目的改善贡献	16
图表 26: 乳制品企业费用率及毛利率情况	17
图表 27: 2025 年全年及 25H2 主要牧业公司收入与利润, 减亏为主要特征 (收入和利润 单位: 亿元)	18
图表 28: 2025 年, 牧场企业成母牛单头估值下调导致生物资产亏损维持高位甚至增亏	18

图表 29: 2025 年牧业公司对单头成母牛生物资产账面值均有所下调	18
图表 30: 主产区生鲜乳价格从 21 年持续下行至今, 当前降幅已逐步收窄	19
图表 31: 牛肉批发价格持续上涨	20
图表 32: 保健品企业 2025 年及 2026 年第一季度收入与利润表现 (单位: 亿元)	20
图表 33: 保健品企业费用率及毛利率情况	21
图表 34: 零食企业 2025 年报、26 一季报表现 (单位: 亿元)	22
图表 35: 零食板块景气度整体偏高, 22-25 年经营效率提升驱动板块 ROA 向上	22
图表 36: 零食企业费用率及毛利率情况	24

1. 一季报验证：消费进入新常态，龙头率先修复

一季报验证消费进入新常态、龙头率先复苏的趋势，各个板块的龙头均有领先于行业整体的收入和利润表现，龙头在本轮调整中展现了较强的 α ，我们认为每个行业的头部企业均有望在确认经营拐点后迎来估值修复。行业来讲，目前餐饮供应链、调味品、乳制品拐点信号明确，业绩可持续性较高，同时啤酒、白酒、保健品建议关注后续的 α 个股机会。

图表 1：各个行业一季报及基本面对比

	白酒	啤酒	乳制品
一季报收入表现	板块收入-0.66%，部分酒企由 2025Q4 同比负增长转正，贵州茅台、迎驾贡酒超市场预期	板块收入+1%，其中燕京、珠江表现超市场预期，龙头企业表现低于市场预期	板块收入+5%，整体超市场预期，其中龙头伊利收入修复显著
一季报利润表现	板块利润-1.75%，下滑幅度较 2025 年明显收窄，酒鬼酒、水井坊、老白干净利率同比提升	板块利润+6.12%，龙头企业表现略低，燕京、珠江等区域啤酒企业整体增速较高	板块利润+11.62%，整体修复趋势明显，新乳业净利率提升显著
二季报预期	25 年 5 月开始禁酒令，造成业绩低基数，预计 26Q2 业绩同比表现将优于 26Q1	预计具备大单品势能的企业更具备发展动力，进一步享受市场份额的提升，并且由于大单品更多为高端档次产品，因此带动收入结构量价双增	预计在原奶价格逐步企稳回升下，竞争有望趋缓，利好全国性头部乳企和区域性龙头企业逐步修复份额，改善费用率水平
渠道库存周期	渠道亏损幅度收窄，回款与动销相仿，去库存进入尾声阶段	渠道整体稳定，具备势能的啤酒企业渠道端积极性更足	渠道整体稳定
竞争格局变化	每个价格带的龙头品牌在抢占其他品牌的份额，如 1000 元+的飞天、600+的茅台 1935、300+的汾 20，200+的王子酒等等，尤其价格降低后性价比明显提升。	龙头份额稳定略降，具备大单品势能的企业份额提升，中小品牌和区域白牌对龙头份额和竞争节奏有所影响	全国性龙头乳企份额底部回升，区域性乳企仍通过单品突破实现区域扩张，预计后续格局仍呈现改善趋势
部分企业表现	贵州茅台收入增速明显优于行业平均，主要系渠道中经销商模式及 i 茅台改革的成功，茅台提升自身在千元、600 元、200 元三个价格带的份额，成交价下降后销量明显更优；汾酒依靠 300+和百元以下两个价格带的优势，抢占份额，表现亦优于行业。	燕京 U8 大单品表现较好，产品结构进一步通过 10 元单品升级；珠江啤酒纯生 97 产品旺销，在广东地区的份额提升	三元股份收入目标指引超市场预期，改革动能强劲；新乳业发展势能延续。

资料来源：ifind，华源证券研究所；

注：图表所示利润指标为归母净利润

图表 2：各个行业一季报及基本面对比（续表）

	饮料	餐饮供应链（速冻）	调味发酵品	保健品
一季报收入表现	板块收入+22%，主要由东鹏引领，以及春节错期导致低基数，礼品属性较强的养元饮品、承德露露、香飘飘表现超市场预期	板块收入+18.1%，其中龙头安井收入加速超市场预期，而千味央厨、三全、锅圈等冻品公司均提速	板块收入+14%，其中海天稳健增长，天味增速大超市场预期，安琪在并表贡献下亦实现高增	板块收入+2%，整体符合市场预期，汤臣倍健增长稳健，代工企业仙乐健康、百合股份收入增速延续，其中百合收入超市场预期
一季报利润表现	板块利润+30%，整体超市场预期，主要由收入驱动，以及同期较低基数	板块利润+29%，盈利超市场预期主要系行业竞争格局改善，价格战趋缓	板块利润+18%，整体超市场预期，主要系需求回升，搭赠费用政策收窄	板块利润-27%，主要系信用减值和资产减值损失加大，汤臣倍健利润下滑主要系投资收益下降、费用增加
二季报预期	除东鹏饮料具备自身赛道发展势能外，其他礼品属性较重的企业预计收入端错期影响逐步消除；PET 和油价对成本端的传导仍需观察	需求淡季下，收入端错期影响逐步消除，板块增速或回归 25Q4+26Q1 水平；另外，东南亚出海逻辑逐步演绎	需求相对转淡季，收入端错期影响逐步消除，板块增速或回归 25Q4+26Q1 水平	预计收入端延续一季度水平，利润方面减值影响预计逐步消退
渠道库存周期	渠道整体稳定	渠道库存触底，盈利边际改善	渠道整体稳定	-
竞争格局变化	格局整体稳定，主要依托自身细分市场行业表现	格局优化，价格战趋缓，份额向龙头集中	竞争格局优化，行业内并购整合加速，龙头份额持续提升	稳定
部分企业表现	东鹏饮料主业稳定增长前提下成功打造第二曲线，逐步迈向平台型企业发展。	25Q4+26Q1 结合看，安井食品收入、利润增速大幅领先行业其他上市公司；公司从渠道驱动成功转向品类研发渠道，进一步强化全方位领先优势强化	海天味业稳健增长。天味食品原主业、外延并购均出现经营拐点信号。颐海国际 B 端、出海快增，收入提速	H&H 推出新品，负债率降低超市场预期

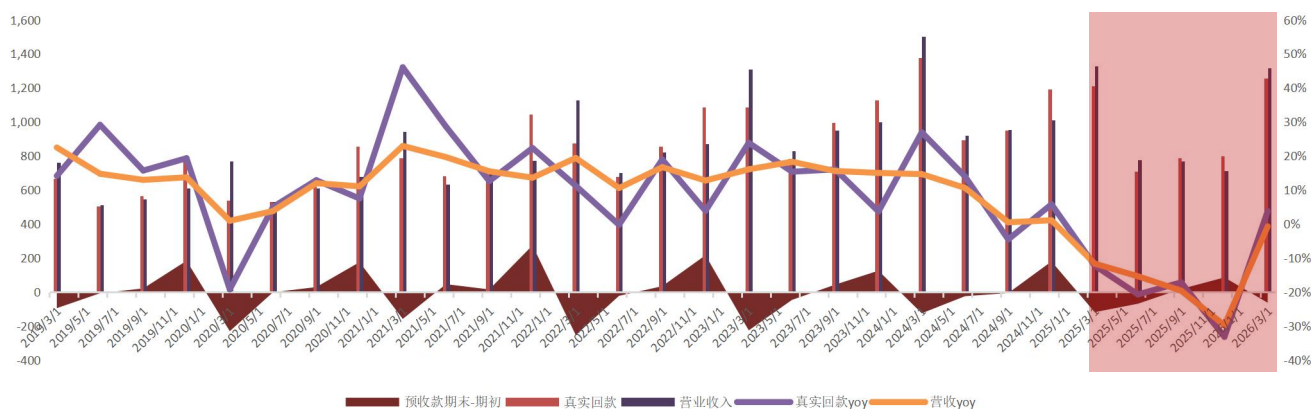
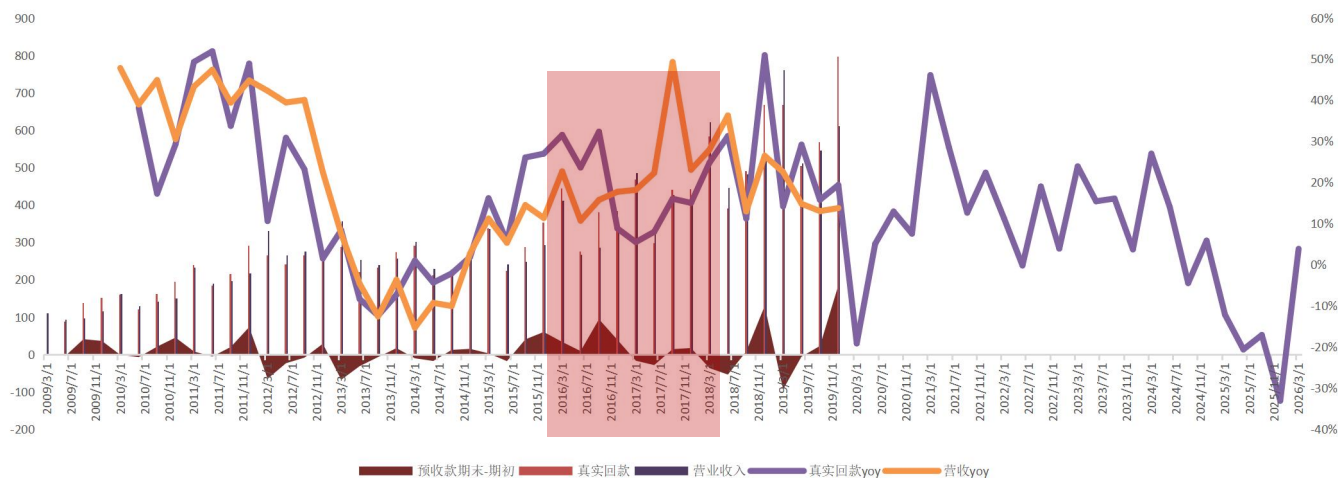
资料来源：ifind，华源证券研究所；

注：图表所示利润指标为归母净利润

2. 白酒底部信号明确，头部企业拐点或已现

白酒板块受低基数的影响，收入利润在 2026Q1 已经止跌，当前时间点可类比 2014 年底-2015 年初。我们认为，2025 年预收款表现也与 2014 年类似，季度间波动明显收窄，经销商回款与酒厂发货量基本一致，酒厂协助经销商去库存处于尾声阶段。未来酒厂收入表现，或与经销商真实动销数据相仿，受 25Q2 低基数影响，后续酒厂收入或恢复正增长，但股价取决于终端的真实需求的恢复及行业远期成长空间。

图表 3：白酒板块收入利润复盘（单位：亿元）



资料来源：ifind，华源证券研究所

综合 2025Q4、2026Q1 回款和发货来看，白酒行业处于渠道去库存后半段，部分酒企回款表现优于发货，酒企主动控制发货节奏，旨在优化渠道利润及现金流状况，而部分经销商也已度过现金流最艰难时期，逐步恢复了回款能力。

图表 4：白酒企业回款及收入同比增长情况

证券代码	证券名称	2025Q4+2026Q1 回款同比增速	2025Q4+2026Q1 收入同比增速	2026Q1 合同负债 环比变化(亿元)	回款及发货对比
000799.SZ	酒鬼酒	25.7%	15.5%	-0.3	回款好于发货
000995.SZ	皇台酒业	19.8%	17.4%	-0.1	回款好于发货
600809.SH	山西汾酒	6.2%	-2.2%	9.0	回款好于发货
603919.SH	金徽酒	1.9%	-5.4%	0.5	回款好于发货
603369.SH	今世缘	-0.5%	-16.1%	-1.5	回款好于发货
603198.SH	迎驾贡酒	-3.8%	-3.7%	0.5	发货好于回款
600519.SH	贵州茅台	-8.5%	-4.8%	-49.8	发货好于回款
002646.SZ	天佑德酒	-10.5%	-10.4%	0.1	发货好于回款
600702.SH	舍得酒业	-11.5%	-11.1%	-0.2	发货好于回款

000860.SZ	顺鑫农业	-16.0%	-25.7%	-7.1	回款好于发货
600559.SH	老白干酒	-21.5%	-17.5%	1.8	发货好于回款
600197.SH	伊力特	-24.6%	-23.4%	-0.1	发货好于回款
000596.SZ	古井贡酒	-29.8%	-27.8%	7.8	发货好于回款
000858.SZ	五粮液	-38.7%	-43.8%	6.8	回款好于发货
603589.SH	口子窖	-39.2%	-36.7%	-1.3	发货好于回款
600779.SH	水井坊	-41.3%	-36.9%	-1.2	发货好于回款
000568.SZ	泸州老窖	-42.5%	-34.6%	-5.7	发货好于回款
002304.SZ	洋河股份	-42.7%	-25.1%	-21.1	发货好于回款
600199.SH	金种子酒	-47.8%	-31.5%	-0.3	发货好于回款
600696.SH	*ST 岩石	-58.8%	-76.6%	0.0	回款好于发货

资料来源：ifind，华源证券研究所

2026Q1 酒企净利率大部分下滑，五粮液净利率大幅上升有报表追溯调整影响。主要原因是：1) 受消费降级产品结构下滑影响，部分酒厂有降低出厂价让利经销商的动作，毛利率普遍下滑；2) 受收入规模缩窄影响，品牌营销、人员投入等固定费用投入较多，费用率有一定提升，不过部分酒厂已经在积极优化管理、降低管理费用率。我们预计后续净利率同比下降的幅度将有一定收窄。

图表 5：白酒公司盈利拆解（单位：pct）

证券名称	毛利率变化	销售费用率变化	财务费用率变化	管理费用率变化	净利率变化
五粮液	2.4	7.3	1.5	-1.8	9.3
酒鬼酒	-3.4	-3.7	1.5	-0.7	1.2
水井坊	-2.1	-3.5	1.7	1.8	1.1
老白干酒	-4.5	-5.9	0.3	-1.0	0.5
今世缘	0.8	1.5	0.3	0.0	-0.2
伊力特	2.8	1.2	0.8	0.7	-0.5
金徽酒	-3.9	-1.2	0.2	-0.9	-2.6
贵州茅台	-2.2	0.0	0.3	-0.3	-2.7
泸州老窖	-0.7	0.4	0.0	0.3	-2.8
洋河股份	-0.2	0.1	0.3	1.4	-3.0
迎驾贡酒	-0.9	1.5	1.6	-0.1	-3.1
天佑德酒	1.2	3.1	1.0	-0.3	-3.7
古井贡酒	-1.8	0.1	0.4	0.8	-3.9
顺鑫农业	0.7	0.7	1.4	1.2	-3.9
山西汾酒	-3.8	-0.4	0.0	0.4	-4.1
舍得酒业	-3.0	1.9	0.8	-1.0	-6.3
口子窖	-8.6	2.4	1.5	0.9	-9.8
金种子酒	9.4	-6.7	1.3	6.9	2026Q1 亏损
*ST 岩石	-35.9	22.3	26.1	4.0	2026Q1 亏损
皇台酒业	-1.9	15.8	0.3	3.9	2026Q1 亏损

资料来源：ifind，华源证券研究所

注：以上数据均为 2026Q1 的同比变化

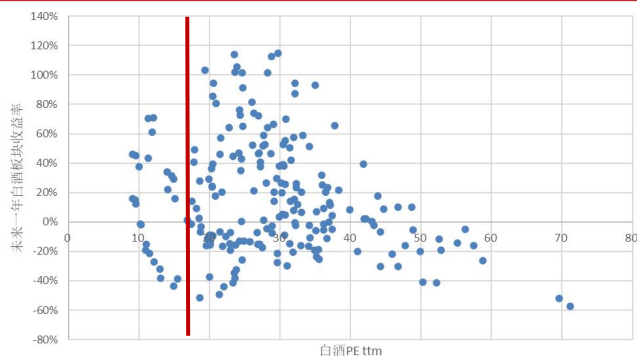
根据 ifind 一致预期，目前（截至 2026/5/7）白酒板块对应 2026 年估值为 18.2X，处于历史估值低位，从 2008–2026 年月度历史估值（数据截至 2026/4/27）及其对应的未来一年收益率分布来看，白酒板块当前赔率已较高。目前也有较多基本面优质的公司估值低于 20X，如贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等，建议积极关注白酒板块的底部布局机会。

图表 6：白酒公司估值情况

证券名称	25 年归母 净利润（亿 元）	yoy	26 年归母净利 润—一致预期 （亿元）	yoy	总市值（亿元， 截至 2026 年 5 月 7 日）	26 年股息 率—一致预 期	2026 年 PE— 一致预期 （倍）
贵州茅台	823.2	-5%	864.1	5%	17169	4.23%	19.87
五粮液	89.5	-72%	250.6	180%	3594	4.18%	14.35
泸州老窖	108.3	-20%	102.4	-5%	1458	4.21%	14.24
山西汾酒	122.5	0%	119.4	-3%	1754	2.64%	14.69
洋河股份	22.1	-67%	24.7	12%	733	2.36%	29.65
古井贡酒	35.5	-36%	37.6	6%	511	3.82%	13.57
今世缘	26.0	-24%	26.6	2%	343	3.08%	12.91
舍得酒业	2.2	-36%	3.5	56%	147	0.95%	42.24
迎驾贡酒	19.9	-23%	20.8	5%	306	3.09%	14.73
酒鬼酒	-0.3	-372%	0.7	-	141	0.39%	-
口子窖	6.7	-59%	6.3	-7%	140	2.34%	22.34
水井坊	4.1	-70%	4.6	13%	159	1.01%	34.76
老白干酒	4.3	-45%	4.8	11%	124	2.38%	25.92
金徽酒	3.5	-9%	3.6	3%	90	2.44%	24.56
伊力特	2.2	-24%	2.2	1%	57	2.06%	26.32

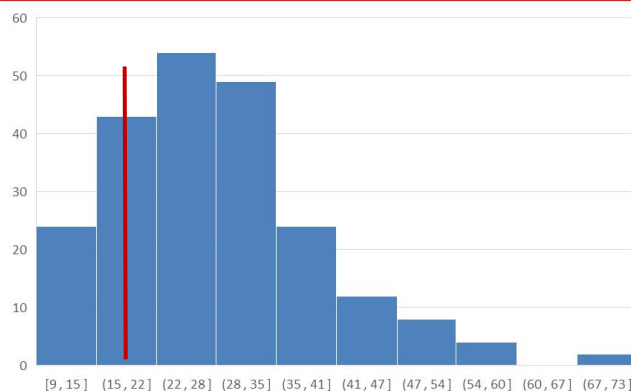
资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 7：白酒 2008–2026 月度估值及未来一年收益率分布



资料来源：ifind，华源证券研究所
注：数据截至 2026/4/27

图表 8：白酒 2008–2026 月度历史估值分布



资料来源：ifind，华源证券研究所
注：数据截至 2026/4/27

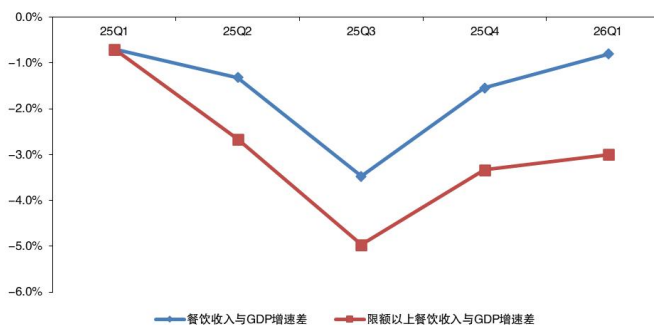
3. 餐饮链：Q1 经营拐点信号显现，板块触底复苏逻辑强化

3.1. 餐饮需求弱复苏，服务降级利好性价比餐饮

餐饮大盘 25 年经历降级调整后，26 年 Q1 呈现弱复苏态势。2025 年餐饮行业经历一轮深度调整，餐饮收入增速放缓至 3.2%（24 年 5.3%），与 GDP 增速之差为-1.8pct（24 年 +0.3pct）；同时，禁酒令政策、外卖补贴等加剧了行业结构降级趋势，截至 2025 年末餐饮人均消费金额已经跌至 32.88 元，同比下降约 10%；其中，餐饮门店平均存续周期从 2019 年的 24 个月下降至 2025 年的 15 个月，2024-2025 年全国餐饮业平均闭店率达 22.66%，即便是经营韧性相对强的连锁餐企，依旧有 39% 的被调研企业（中国连锁经营协会餐饮部的连锁餐企调研样本覆盖 13.8 万个门店）出现净利润下滑等问题。但从边际上看，25 年 Q4 餐饮收入增速与 GDP 之差回升至-1.5pct，其中西式快餐龙头百胜中国 25 年 Q4 实现同店提速；26 年 Q1 餐饮收入增速与 GDP 之差进一步收缩至-0.8pct，行业整体呈现边际复苏态势。

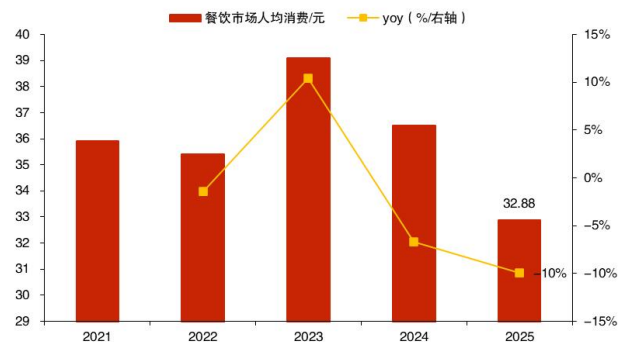
展望 26 年，餐饮堂食或在 Q2-Q3 低基数、消费政策等刺激下迎来弱修复，我们看好受益于服务降级的性价比餐饮，例如低价餐饮；根据辰智公众号，从 23 年到 25 年 Q3 末我国人均消费在 15 元及以下的餐饮市场结构占比持续提升，而且低价餐饮凭借低端、性价比定位，更适应下沉市场消费；而高端餐饮受政策、经济影响较大，近年门店数、需求量收缩显著，尽管短期量层面出现边际回暖，但估计复苏节奏仍较慢。另一方面，餐饮行业有望加速连锁化、头部集中化发展，近年我国餐饮行业连锁化率持续提升，22-24 年每年平均提升 2pct，预计 25 年我国连锁化率提升至 25%，26 年或进一步提升至 28%；而下游“降本增效”、连锁化发展需求或带来供应链工业化、定制化机遇，包括复合调味料、速冻菜肴制品等。

图表 9：餐饮业从 25 年深度调整到 2026 年 Q1 逐步修复



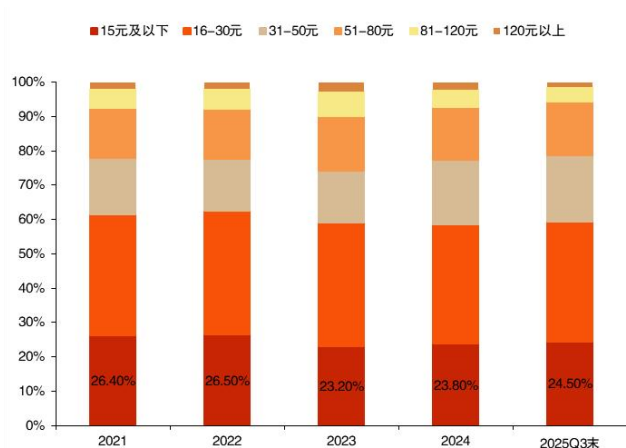
资料来源：国家统计局等，华源证券研究所

图表 10：2025 年餐饮业消费降级明显



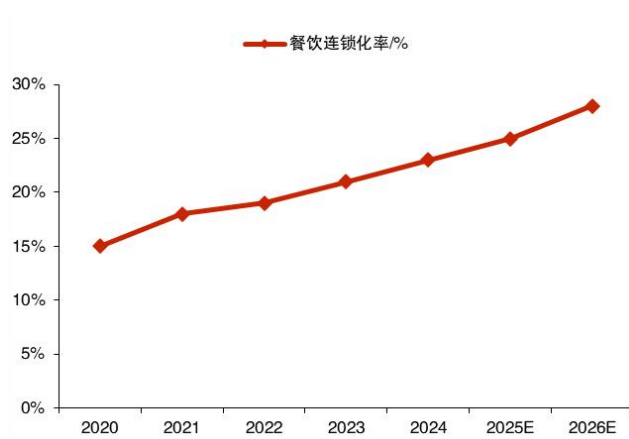
资料来源：辰智公众号、红餐网公众号，华源证券研究所

图表 11：低价餐饮消费占比持续提升



资料来源：国家统计局，辰智公众号等，华源证券研究所

图表 12：餐饮连锁化率有望迎来加速提升



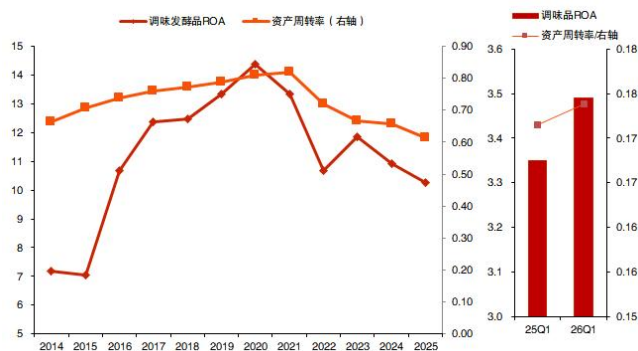
资料来源：餐宝典等公众号，华源证券研究所

3.2. 餐饮链复苏逻辑强化，龙头或强者恒强

餐饮供应链复苏逻辑有望强化，行业龙头或强者恒强。我们在 2026 年度策略报告中强调，2025 年速冻食品板块率先边际改善，尤其安井等龙头加速产品推新、收入边际提速或构成行业边际复苏的重要信号，而从 26 年 Q1 业绩看，行业周期拐点信号得到进一步确认。

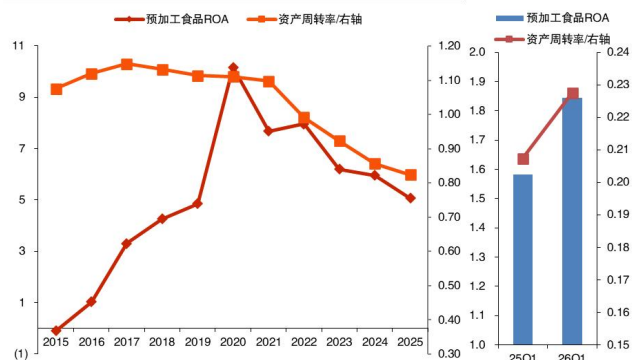
- **调味发酵品随餐饮回暖而边际复苏，Q1 板块 ROA 迎来资产周转率与净利率双升；**受 25 年餐饮 B 端需求疲软影响，调味品板块经历渠道调整、需求寻底阶段，即便行业中的企业在积极并购整合，但板块整体收入增速显著放缓，25 年板块资产周转率加速下降，导致 ROA 持续下滑。而伴随餐饮需求触底回升，调味发酵品板块基本面迎来改善，尤其是复调细分赛道渗透率、集中度提升空间较大，细分龙头增长抓手较多。具体而言，26 年 Q1 板块资产周转率企稳微升，净利率持续提升驱动 ROA 回升；因此，我们认为行业周期预计进入触底回升阶段。
- **速冻食品板块周期拐点信号进一步确认，竞争格局优化，同时龙头市场份额有望持续提升。**近年来，冻品行业从缩量竞争（龙头收入增长停滞、盈利下行）调整至渠道触底、竞争趋缓，龙头安井食品收入重启增长、盈利持续修复，业绩表现大幅领先于行业平均。我们认为安井业绩 α 来源，除了餐饮消费边际回暖带动冻品需求修复以外，还得益于公司持续挖掘行业内新品类、新渠道增量机会，实现市场份额提升；具体而言，公司从渠道增长驱动模式调整为产品研发驱动战略，包括放弃在传统流通渠道中的低效价格竞争，从而带动行业价格竞争整体趋缓，市场重回良性发展期。尤其从 26 年 Q1 业绩看，板块复苏态势明显，即行业 ROA 出现触底回升态势。展望未来，速冻食品中菜肴制品在持续渗透，调制食品等仍存在品类创新、品质升级等结构性机遇，而行业龙头安井或凭借自身新品研发能力、全渠道与总成本领先优势，实现收入增速超越行业平均。

图表 13：调味发酵品整体处于加速寻底阶段



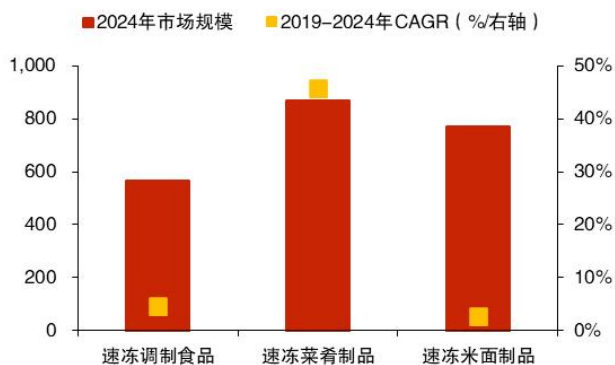
资料来源：ifind，华源证券研究所；注：ROA 单位为%

图表 14：速冻食品板块边际复苏



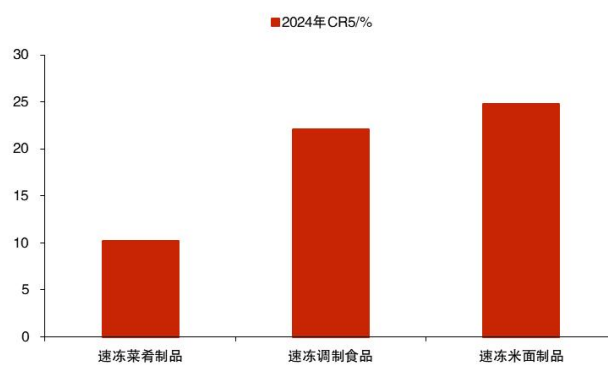
资料来源：ifind，华源证券研究所；注：ROA 单位为%

图表 15：2024 年我国速冻食品行业细分品类市场规模（收入计/亿元）及年均复合增速



资料来源：安井港股招股书，弗若斯特沙利文等，华源证券研究所

图表 16：我国速冻食品细分品类集中度较低（2024 年按收入计），整合空间大



资料来源：安井港股招股书，华源证券研究所

调味发酵品：1) 基调板块龙头展现强经营韧性，并在行业调整期间持续提升市占率；2025 年海天味业/中炬高新/千禾味业收入增速分别为+7.32%/-23.90%/-16.32%，26 年 Q1 分别同比+8.57%/+19.88%/-1.57%；若剔除春节错期、经销商备货节奏影响，25Q4+26Q1 海天收入同比+9.8%，表现依旧稳健，而同期中炬、千禾收入分别同比-11.6%/-13.2%，仍处于调整修复阶段。2) 复调板块景气度相对高，2025 年整体经营表现优于基调，但内部存在一定分化；将 25Q4 与 26Q1 合并来看，天味收入同比+23.6%，营收弹性显著提升，预计系原主业恢复、外延并表共振，而宝立、日辰同期收入分别同比+13.4%/+19.6%。

速冻食品：安井食品/立高食品/千味央厨 25 年营收同比+7.05%/+13.51%/+1.64%，而 25Q4 分别同比+19.05%/+8.13%/+3.36%，25 年 Q4 收入整体呈现边际提速态势，26 年 Q1 收入加速趋势延续，则进一步验证龙头公司的经营修复趋势。若剔除春节错期、经销商备货节奏影响，25Q4+26Q1 安井/三全/千味/立高收入分别同比+24.6%/+7.2%/+13.2%/+4.3%，其中安井收入提速最为突出，龙头优势明显，具体而言，我们认为公司既受益于餐饮需求边际回升，又通过产品推新、渠道改革等把握需求变化机遇，从而提升市场份额。

图表 17：餐饮上下游企业 2025 年报、2026 一季报业绩表现（单位：亿元）

名称	2025A				26Q1			
	收入	yoy	利润	yoy	收入	yoy	利润	yoy
同庆楼	26.81	6.2%	1.02	2.0%	7.17	3.6%	0.17	-67.7%
广州酒家	53.82	5.0%	4.88	-1.2%	11.39	8.9%	0.53	3.4%
百胜中国	813.4	-0.5%	9.29	2.0%		4.0%		7.0%
巴比食品	18.59	11%	2.73	25.5%	3.80	2.8%	0.47	19.4%
锅圈	78.10	20.7%	4.33	87.8%	22.50	169.0%	1.95	53.0%
ST绝味	54.67	-12.6%	-1.91	-184.1%	12.65	-15.7%	0.71	-40.5%
安琪酵母	167.3	10.1%	15.4	16.6%	45.34	19.5%	4.26	15.1%
海天味业	288.7	7.3%	70.4	10.9%	90.29	8.6%	24.44	11.0%
中炬高新	42.00	-23.9%	5.37	-39.9%	13.20	19.9%	2.63	45.1%
千禾味业	25.72	-16.3%	3.48	-32.4%	8.18	-1.6%	1.48	-7.7%
天味食品	34.5	-0.8%	5.7	-8.8%	11.30	76.2%	2.50	234.7%
日辰股份	4.68	15.7%	0.84	31.9%	1.25	23.7%	0.18	3.0%
宝立食品	29.34	10.7%	2.63	12.6%	7.76	16.0%	0.66	12.6%
安井食品	161.93	7.0%	13.59	-8.5%	47.10	30.8%	5.63	42.7%
三全食品	65.41	-1.4%	5.45	0.5%	24.53	10.6%	2.69	29.1%
千味央厨	18.99	1.6%	0.64	-24.0%	5.83	23.8%	0.23	5.4%
立高食品	43.54	13.5%	3.05	13.7%	10.48	0.3%	0.64	-27.6%

资料来源：ifind，华源证券研究所；注：图表所示利润指标为归母净利润

综合来看，我们持续看好受益于服务降级的低价餐饮、C 端在家餐食场景。同时，餐饮边际修复、连锁化发展趋势有望催生供应链工业化、定制化机遇，例如速冻菜肴制品与复合调味品均存在渗透率提升空间；另一方面，调味品与速冻食品竞争格局持续改善，龙头经营韧性高，未来有望强者恒强。

建议关注卡位低价餐饮、新店型正加速连锁复制的**巴比食品**，以及聚焦社区家庭用餐、多店型齐发驱动连锁化加速的**锅圈**。餐供方面，建议关注领先优势扩大、业务稳健扩张的行业龙头**海天味业**、**安井食品**，业绩超市场预期、内生外延双轮驱动的天**味食品**，以及 B 端放量、出海加速的**颐海国际**。

4. 啤酒：全国性啤酒企业经营韧性显现，区域性企业大单品加持下成长性稳步释放

4.1. 收入端：行业整体稳健，区域性啤酒企业成长性显现

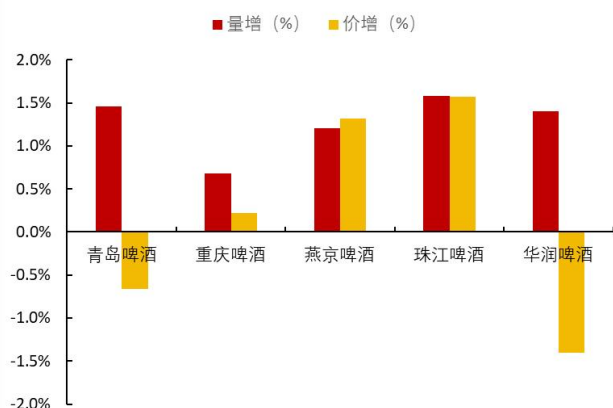
全国性啤酒企业收入利润表现稳健，区域性企业业绩弹性更优。根据年报，青岛啤酒/华润啤酒两大全国性啤酒企业在 2025 年收入端整体稳健，拆分量价来看，主要以销量修复为主，吨价方面则有所承压。区域性啤酒企业如燕京啤酒、珠江啤酒整体收入端表现则更强，销量增长势能强劲，结构升级亦有表现。26Q1 来看，燕京啤酒、珠江啤酒成长性仍有所延续。

图表 18：啤酒企业 2025 年及 26 年第一季度收入与利润表现（单位：亿元）

名称	2025A				26Q1			
	收入	yoy	利润	yoy	收入	yoy	利润	yoy
青岛啤酒	324.73	1.04%	45.88	5.60%	102.85	-1.54%	18.00	5.23%
重庆啤酒	147.22	0.53%	12.31	10.43%	43.50	-0.12%	4.38	-7.40%
燕京啤酒	153.33	4.54%	16.79	59.06%	40.97	7.06%	2.65	60.19%
珠江啤酒	58.78	2.56%	9.04	11.54%	12.99	5.86%	1.79	14.07%
华润啤酒	379.85	-1.68%	33.71	-28.87%			-	

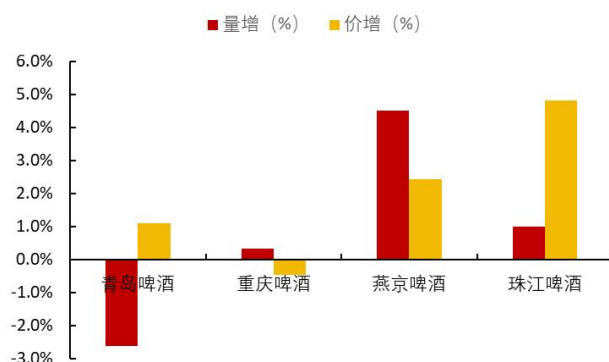
资料来源：ifind，华源证券研究所；注：图表所示利润指标为归母净利润

图表 19：2025 年，燕京啤酒、珠江啤酒和重庆啤酒均实现量价齐增



资料来源：各公司公告，ifind，华源证券研究所

图表 20：2026 年第一季度，燕京、珠江仍实现收入量价齐增



资料来源：各公司公告，ifind，华源证券研究所

4.2. 利润端：成本下行红利或边际衰减，盈利提升仍看量价表现

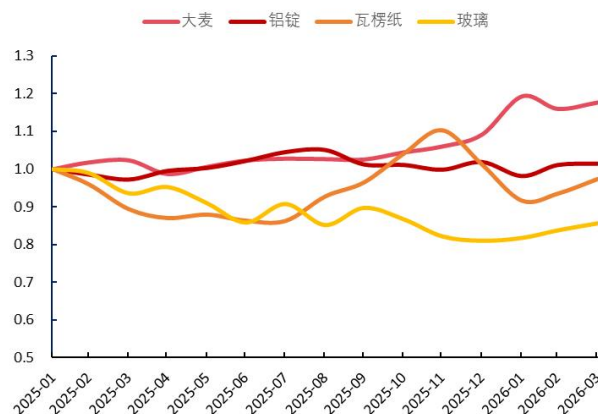
24-25 年啤酒企业已享受到原材料成本改善带来的业绩贡献，但当前原料价格边际上涨，2026 年盈利主线或来自价格驱动。截至 2026 年 3 月，啤酒原材料中大麦、铝价、瓦楞纸同比均有上涨，且其他项目成本下行幅度边际放缓，预计 2026 年原材料成本端对啤酒企业吨成本改善贡献收窄，毛利率或更多依托价格驱动。

图表 21：25 年原料成本改善贡献弹性，26 年大部分原材料价格对比同期有所增加

	26年3月价格同比	25年均价同比
铝锭	14.9%	4.4%
大麦	4.2%	-2.1%
瓦楞纸	8.9%	2.0%
玻璃	-8.5%	-20.9%

资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 22：以 2025 年 1 月为基期的各项原材料价格波动情况



资料来源：ifind，华源证券研究所

费用率方面，上半年各啤酒企业销售费用率均有所改善，贡献毛销差持续提升，其中燕京啤酒改革增效逻辑持续兑现，费用率改善水平最显著，并且对比于其他企业而言，当前改善空间仍较大，预计后续盈利释放具备较强持续性。

图表 23：啤酒企业费用率及毛利率情况

名称	毛利率			
	25A	对比同期	26Q1	对比同期
青岛啤酒	41.8%	1.62%	42.74%	1.11%
重庆啤酒	50.9%	2.30%	49.66%	1.24%
燕京啤酒	43.6%	2.84%	46.32%	3.53%
珠江啤酒	48.3%	2.03%	49.64%	4.64%
销售费用率				
青岛啤酒	13.81%	-0.51%	11.50%	-1.03%
重庆啤酒	18.03%	0.88%	13.34%	0.61%
燕京啤酒	11.09%	0.27%	15.60%	-0.05%
珠江啤酒	15.08%	0.19%	16.50%	0.72%
毛销差				
青岛啤酒	28.04%	2.13%	31.24%	2.13%
重庆啤酒	32.84%	1.43%	36.32%	0.64%
燕京啤酒	32.47%	2.57%	30.72%	3.58%
珠江啤酒	33.25%	1.84%	33.14%	3.92%
管理费用率				
青岛啤酒	4.51%	0.13%	3.49%	0.30%
重庆啤酒	4.07%	0.54%	3.47%	0.06%
燕京啤酒	9.78%	-0.92%	11.43%	-0.32%
珠江啤酒	7.85%	0.43%	8.77%	0.98%
研发费用率				
青岛啤酒	0.38%	0.06%	0.20%	0.02%
重庆啤酒	0.11%	-0.05%	0.09%	0.05%
燕京啤酒	1.60%	0.01%	1.45%	-0.19%
珠江啤酒	3.22%	0.08%	2.80%	-0.36%
净利率				
青岛啤酒	14.53%	0.55%	17.82%	1.18%
重庆啤酒	16.83%	1.47%	20.06%	-1.55%
燕京啤酒	13.09%	4.07%	8.89%	2.95%
珠江啤酒	15.64%	1.14%	14.01%	0.84%

资料来源：ifind，华源证券研究所；注：对比同期均为参数直接相减

综合来看，产品结构高端化升级作为啤酒行业此前盈利主线，在当前宏观环境下有所承压，全国性啤酒企业吨价增速较此前明显收窄，但经营韧性仍在，成本端改善构成了啤酒企业 2025 年盈利增长的主要贡献。

展望后续，我们认为在终端需求逐步复苏预期下，啤酒企业基本面仍具备向上空间，但考虑到啤酒市场总量预期稳定，结构升级也已行至中局，后续机会预计更多以个股机会为主，持续推荐收入端具备动能，同时改革预期持续兑现的燕京啤酒，建议关注高端化龙头青岛啤酒、华润啤酒。

5. 乳制品：收入增速逐步修复，资产减值损失减少对利润形成正向贡献

2025 年，伊利、蒙牛收入端有所承压，但净利率均有所提升，带动利润增速良好，新乳业凭借其低温业务的双位数增长，收入端保持良好增势，并且净利率稳步提升，其余乳企净利率仍有压力。三家公司净利率提升主要系资产减值损失的大规模减少，一方面是原奶供需矛盾缓解后，喷粉减值（存货跌价损失）明显减少，另一方面，生物资产减值损失也在减少，伊利的商誉减值、信用减值亦有明显减少。

26Q1 来看，除光明乳业以外，其他乳企收入增速较 2025 年全面回正，其中伊利（液体乳市场份额第一）液体乳业务收入增速较 2025 年转正一定程度上体现行业复苏态势，预计在原奶价格上行趋势下，头部乳企份额将有所修复。

图表 24：乳制品企业 2025 年及 2026 年第一季度收入与利润表现（单位：亿元）

名称	2025A				26Q1			
	收入	yoy	利润	yoy	收入	yoy	利润	yoy
伊利股份	1159.31	0.13%	115.65	36.82%	348.25	5.47%	53.95	10.68%
新乳业	112.33	5.33%	7.31	35.98%	28.43	8.31%	1.86	39.89%
妙可蓝多	56.33	16.29%	1.18	4.29%	16.26	31.81%	0.76	-8.30%
天润乳业	27.52	-1.87%	0.41	-4.99%	6.67	6.76%	0.30	-140.58%
三元股份	63.40	-9.58%	(2.26)	-511.56%	17.21	4.46%	1.00	14.28%
光明乳业	238.95	-1.58%	(1.49)	-120.67%	62.11	-2.48%	0.67	-52.74%
蒙牛乳业	822.45	-7.25%	15.45	1378.70%	-	-	-	-

资料来源：ifind，华源证券研究所；注：图表所示利润指标为归母净利润

图表 25：2025 年净利率提升很大程度上来自资产减值损失项目的改善贡献

	变动pct： 资产减值损失/收入	变动pct： 存货跌价损失/收入	变动pct： 净利率
伊利股份	-3.41	-0.61	2.62
新乳业	-0.36	0.00	1.56
妙可蓝多	-0.03	-0.03	-0.24
天润乳业	-1.71	-1.41	-0.02
三元股份	-1.02	-1.18	-4.65
光明乳业	-1.09	0.02	-3.10
蒙牛乳业	-	-0.46	1.72

资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

2026Q1 重点乳品公司净利率大部分同比提升，除还在调整中的光明乳业、妙可蓝多，净利率增长的主要原因是毛销差的提升，我们认为主要原因仍来自原奶价格企稳后竞争格局改善，预计该趋势仍将持续。

图表 26：乳制品企业费用率及毛利率情况

名称	毛利率			
	25A	对比同期	26Q1	对比同期
伊利股份	34.6%	0.70%	38.37%	0.71%
新乳业	29.2%	0.82%	29.97%	0.47%
妙可蓝多	29.0%	0.66%	29.80%	-1.69%
天润乳业	16.1%	-0.71%	18.45%	3.82%
三元股份	22.1%	-0.81%	23.05%	-1.31%
光明乳业	17.3%	-1.97%	15.87%	-2.79%
销售费用率				
伊利股份	18.58%	-0.40%	16.71%	-0.21%
新乳业	16.11%	0.55%	17.13%	0.12%
妙可蓝多	17.76%	-1.27%	18.87%	2.07%
天润乳业	6.24%	0.70%	8.96%	2.09%
三元股份	15.13%	-2.12%	16.58%	-1.34%
光明乳业	11.95%	-0.29%	9.27%	-0.93%
毛销差				
伊利股份	15.99%	1.10%	21.66%	0.92%
新乳业	13.07%	0.27%	12.83%	0.35%
妙可蓝多	11.19%	1.94%	10.93%	-3.75%
天润乳业	9.82%	-1.41%	9.48%	1.73%
三元股份	6.99%	1.31%	6.48%	0.04%
光明乳业	5.31%	-1.68%	6.59%	-1.86%
管理费用率				
伊利股份	4.05%	0.19%	3.67%	-0.10%
新乳业	3.18%	-0.39%	3.45%	-0.08%
妙可蓝多	5.15%	-0.40%	4.24%	-0.73%
天润乳业	3.74%	-0.05%	4.20%	-0.02%
三元股份	4.57%	0.77%	3.57%	-0.54%
光明乳业	3.39%	-0.26%	3.08%	0.08%
研发费用率				
伊利股份	0.79%	0.04%	0.49%	-0.09%
新乳业	0.45%	-0.01%	0.32%	-0.14%
妙可蓝多	0.90%	-0.10%	0.76%	-0.18%
天润乳业	0.78%	-0.17%	0.82%	0.01%
三元股份	1.67%	-0.02%	0.98%	0.28%
光明乳业	0.57%	0.01%	0.42%	0.00%
净利率				
伊利股份	9.96%	2.62%	15.66%	0.64%
新乳业	6.72%	1.56%	6.73%	1.49%
妙可蓝多	2.10%	-0.24%	4.65%	-2.03%
天润乳业	0.52%	-0.02%	4.06%	18.26%
三元股份	-3.86%	-4.65%	5.64%	0.35%
光明乳业	-1.12%	-3.10%	0.37%	-2.02%

资料来源：ifind，华源证券研究所；注：对比同期均为参数直接相减

6. 牧场：基本面见底，奶价企稳肉价上涨预期下，牧场股基本面亟待反转

2025 年来看，牧场企业收入端表现略显承压，尽管销量持续增长，但原奶价格全年同比仍有所下行仍对牧场企业的收入构成了较大的压力。考虑到牛肉价格上涨，以及原奶价格从 25H2 开始环比基本持平，因此牧业公司 25H2 均有不同程度的减亏，但中国圣牧由于计提土地减值 3.17 亿元，导致亏损有所增加，若不考虑减值，2025 年圣牧利润亦呈现减亏趋势。

图表 27：2025 年全年及 25H2 主要牧业公司收入与利润，减亏为主要特征（收入和利润单位：亿元）

名称	2025				25H2			
	收入	yoy	利润	yoy	收入	yoy	利润	yoy
优然牧业	206.54	2.8%	-4.32	减亏	103.69	3.3%	-1.36	减亏
中国圣牧	30.12	-3.6%	-3.73	增亏	15.68	-4.1%	-3.25	增亏
现代牧业	126.01	-4.9%	-11.29	减亏	65.28	-4.5%	-2.15	大幅减亏

资料来源：ifind，华源证券研究所；注：图表所示利润指标为归母净利润

根据公司业绩报告，我们发现“生物资产公允价值减销售费用变动产生的亏损”一项对牧场企业的利润表现影响较大，2025 年牧业公司该项目亏损相较于同期均有所加大，主要来自淘牛数量增加、奶价下行下调生物资产账面值等因素。

图表 28：2025 年，牧场企业成母牛单头估值下调导致生物资产亏损维持高位甚至增亏

	生物资产公允价值减销售费用产生的亏损（亿元）	2024 年同期亏损（亿元）	增亏幅度（%）	成母牛单头估值对比 24 年底变动（%）
中国圣牧	7.76	8.07	-3.92%	-5.67%
优然牧业	43.12	39.21	9.97%	-6.65%
现代牧业	31.08	28.63	8.56%	-9.03%

资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 29：2025 年牧业公司对单头成母牛生物资产账面值均有所下调

	单头奶牛生物资产账面值（元/头）			单头成母牛生物资产账面值（元/头）		
	2025 年	2024 年	变动	2025 年	2024 年	变动
现代牧业	24666	25319	-2.58%	28718	31569	-9.03%
优然牧业	22734	24055	-5.49%	24875	26646	-6.65%
中国圣牧	22258	22153	0.47%	29162	30913	-5.67%

资料来源：ifind，华源证券研究所

原奶价格逐步见底企稳，有望改善牧场企业生物资产公允价值表现。由于上轮缺奶潮背景下，资本入局快速扩产，导致近几年供过于求程度过深，奶价从 21 年下半年开始持续下跌，而由于这一轮扩产的牧场大都是规模化牧场，具备较强的现金流支持，抗周期能力比较强，所以导致本轮周期底部的时间要比往常更久。主产区生鲜乳价格从 2021 年最高 4.38 元/公斤下滑至当前的 3.02 元/公斤（截至 2026/4/10），降幅已边际收窄，我们预计伴随供需关系改善，原奶价格 26H2 有望企稳，届时牧场企业生物资产公允价值下行压力或将逐步趋缓，若后续奶价上行，则有望增厚利润表现。

图表 30：主产区生鲜乳价格从 21 年持续下行至今，当前降幅已逐步收窄



资料来源：ifind，华源证券研究所

牛肉价格上行预计具备持续性，有望通过增加牧场企业淘牛收入进而增厚利润表现。过去压制牛肉价格的两个因素（进口肉、奶牛淘汰）均已得到改善，或助推我国肉牛市场价格进入上涨区间。

1）进口牛肉方面，2025 年 12 月 31 日，商务部发布公告，自 2026 年 1 月 1 日起，我国将对进口牛肉实施为期三年的保障措施——采用“国别配额 + 配额外加征 55%关税”的双轨机制，旨在缓解国内肉牛产业持续承压的困境。根据公告，2026 年首年总配额为 268.8 万吨，主要供应国如巴西、阿根廷、乌拉圭等按历史出口量获得相应份额。配额内牛肉维持现行关税；一旦年度进口量超限，从第三日起，超出部分将被加征 55%的附加关税。而我国 2024-2025 年进口牛肉总量分别为 287/280 万吨，均高于 2026 年配额水平，预计配额制将对我国牛肉养殖行业产生较大提振作用，支撑牛肉价格上涨趋势。另外，海外情况来看亦处于供给收缩态势，世界牛肉主产国巴西母牛屠宰量当前快速提升，处于去产能阶段，而美国活牛合约价格亦持续攀升，预计后续海外牛肉价格亦将延续上涨态势。

2）在淘汰奶牛方面，我们判断快速去化的阶段已过去，随着供需两端改善，原奶价格 26H2 有望逐步企稳回升，因此牧场淘牛数量或回归正常水平，淘汰奶牛进入肉牛市场数量有望减少。

由于牧场企业为了保证牛群规模和结构的稳定性，每年都需要淘汰大量的奶牛，因为淘汰奶牛收入亦构成了很大的利润来源，我们认为牛肉价格上涨具备持续性，预计后续将持续增厚牧场企业淘牛收入进而提振利润表现。

图表 31：牛肉批发价格持续上涨



资料来源：ifind，华源证券研究所

根据我们对原奶价格周期拐点与牛肉价格后续走势的研判，当前上游牧场基本面最承压的阶段或已过去，后续生物资产公允价值变动及淘牛收入预计在奶价和牛肉价格均具备正向的价格预期下，大幅增厚企业利润表现，因此我们重点推荐基本面预期底部反转的现代牧业、优然牧业、中国圣牧。

7. 保健品：收入边际向好，净利率受资产减值、汇兑损益等项目影响有所波动

2025 年保健品企业经历了美国关税波动、乳清蛋白等原材料成本上行、新产能投产折旧侵蚀利润以及海外业务计提减值等影响，利润波动显著大于收入波动。2026 年一季度，保健品企业利润仍因汇兑损益变动、存货跌价、销售费用加大、信用减值损失等因素仍呈现下滑态势。

收入端或更能反应市场真实需求，2026 年第一季度，除金达威外的保健品公司整体实现较高收入增速，其中 H&H 国际控股收入端表现亮眼，同比增长 34.37%，而益生菌生产企业科拓生物亦实现接近双位数收入增长（9.51%）。我们认为，当前保健品企业在 2025 年计提一批减值后，2026 年或轻装上阵，后续更应关注边际净利率变化。

图表 32：保健品企业 2025 年及 2026 年第一季度收入与利润表现（单位：亿元）

名称	2025A				26Q1			
	收入	yoy	利润	yoy	收入	yoy	利润	yoy
汤臣倍健	62.65	-8.38%	7.82	19.81%	18.69	4.30%	4.02	-11.62%
金达威	33.65	3.87%	3.40	-0.61%	8.13	-1.68%	0.66	-46.11%
仙乐健康	42.63	1.23%	1.37	-58.00%	10.03	5.15%	0.50	-27.29%
科拓生物	3.66	20.85%	0.95	0.17%	0.85	9.51%	0.15	-26.46%
H&H 国际控股	143.54	9.97%	1.96	465.11%	42.60	34.37%	-	-

资料来源：ifind，华源证券研究所；注：图表所示利润指标为归母净利润

图表 33：保健品企业费用率及毛利率情况

名称	毛利率			
	25A	对比同期	26Q1	对比同期
汤臣倍健	67.9%	1.21%	69.15%	0.48%
金达威	39.4%	0.83%	37.98%	-3.76%
仙乐健康	30.6%	-0.90%	32.38%	-0.71%
科拓生物	51.5%	-6.75%	45.41%	-4.92%
销售费用率				
汤臣倍健	42.81%	-1.52%	36.50%	6.21%
金达威	9.87%	0.10%	10.37%	0.94%
仙乐健康	8.75%	0.37%	8.62%	-0.71%
科拓生物	10.47%	-1.59%	7.23%	-2.14%
毛销差				
汤臣倍健	25.09%	2.73%	32.65%	-5.72%
金达威	29.48%	0.73%	27.60%	-4.70%
仙乐健康	21.81%	-1.26%	23.76%	0.00%
科拓生物	41.03%	-5.16%	38.18%	-2.78%
管理费用率				
汤臣倍健	8.07%	-0.07%	5.73%	-0.04%
金达威	11.34%	-0.51%	11.68%	0.33%
仙乐健康	10.93%	1.02%	10.76%	-1.10%
科拓生物	9.02%	-1.35%	11.50%	2.22%
研发费用率				
汤臣倍健	1.42%	-0.75%	1.42%	0.20%
金达威	2.25%	0.10%	1.90%	-0.77%
仙乐健康	3.42%	0.43%	3.00%	-0.05%
科拓生物	9.76%	-2.24%	10.30%	0.14%
净利率				
汤臣倍健	13.03%	3.56%	21.57%	-4.47%
金达威	9.53%	-1.80%	8.25%	-6.61%
仙乐健康	0.48%	-6.22%	4.18%	-1.74%
科拓生物	25.83%	-5.33%	17.59%	-8.60%

资料来源：ifind，华源证券研究所；注：对比同期均为参数直接相减

8. 休闲食品：量贩渠道景气度较高，盈利逻辑强化

在量贩等新渠道崛起下，零食板块景气度相对较高，近年来板块 ROA 在资产周转率驱动下整体呈提升态势。我们在 2026 年度策略报告中提出由于零食行业供需两端分散，整体呈现“品类丰富、品牌不足”等特征，故相较于品类创新红利，渠道变革往往蕴含着更大的行业机会，尤其是率先拥抱、深度参与其中的零食厂商有望成功实现规模跃迁、逆势提升份额。下游新渠道如零食量贩维持高景气度，行业龙头持续高速开店，其中鸣鸣很忙、万辰集团 25 年营收分别同增 68%/59%。另一方面，零食厂商内部分化明显。其中，盐津铺子、卫龙美味凭借魔芋大单品放量实现稳步快增，25 年收入分别同增 9%/15%；有友食品通过拥抱山姆等高势能会员店渠道实现快增，25 年营收同增 34%；而洽洽食品、甘源食品、劲仔食品或受渠道分流及品类老化等影响，25 年收入分别-8%/-7%/+1%。

从 26 年 Q1 表现看，量贩龙头万辰集团收入保持高增，预计受益于门店快速扩张以及单店销售持续改善；截至 26 年 2 月底，公司门店数量达到 1.95 万家以上，1-2 月门店净增超 1186 家，单店方面，26 年 1-2 月单店平均月销 GMV 为 40.6 万元，同比增长 9.14%。对比其他万店业态，量贩零食模型从生意稳定性、资金规模效益等角度看仍具备较强竞争力，故我们认为行业仍有开店空间，尤其是品类更多元的折扣化新店型，我们测算全国理论开店空间约 8.6 万家；另一方面，量贩双超多强的格局逐步稳固，鸣鸣很忙等龙头门店质量、加盟商生态相对更优，市场份额或持续向头部企业集中。

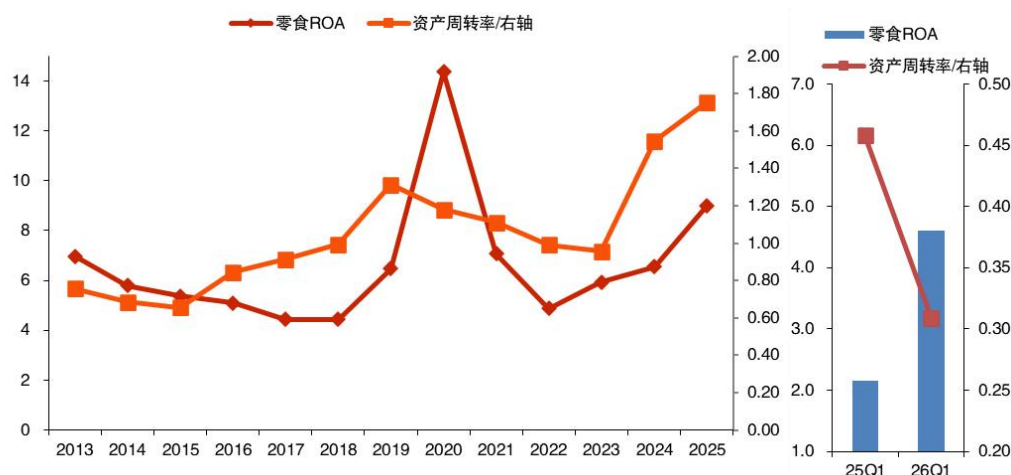
零食企业在春节错期、量贩渠道红利等催化下取得较好表现，例如洽洽、有友、甘源、劲仔、西麦等 26Q1 收入分别增长 41%/40%/23%/24%/26%；盐津 Q1 实现边际改善，收入低增速主要系公司主动调整电商渠道。合并 25Q4 与 26Q1 看，有友/洽洽/甘源/劲仔/盐津收入分别同比+29%/+9%/+2%/+11%/-2%，其中有友受益于全渠道发展红利表现较好。

图表 34：零食企业 2025 年报、26 一季报表现（单位：亿元）

名称	2025A				2026Q1			
	收入	yoy	利润	yoy	收入	yoy	利润	yoy
万辰集团	514.59	59.2%	13.45	358.1%	166.34	53.7%	6.30	193.1%
盐津铺子	57.62	8.6%	7.48	16.9%	15.83	2.9%	2.31	29.5%
有友食品	15.89	34.4%	1.86	17.9%	5.35	39.6%	0.66	30.7%
西麦食品	22.40	18.1%	1.72	28.9%	8.24	25.6%	1.01	85.9%
甘源食品	20.96	-7.1%	2.08	-44.6%	6.18	22.5%	0.66	25.7%
劲仔食品	24.43	1.3%	2.43	-16.7%	7.39	24.2%	0.71	5.5%
三只松鼠	101.89	-4.1%	1.55	-61.9%	38.35	3.0%	2.73	14.4%
良品铺子	54.86	-23.4%	-1.48	亏损扩大	20.40	17.8%	0.48	扭亏为盈
洽洽食品	65.74	-7.8%	3.18	-62.5%	22.22	41.5%	1.68	117.8%
卫龙美味	72.24	15.3%	14.25	33.4%				
鸣鸣很忙	661.70	68.2%	23.29	179.4%				

资料来源：ifind，华源证券研究所；注：图表所示利润指标为归母净利润

图表 35：零食板块景气度整体偏高，22-25 年经营效率提升驱动板块 ROA 向上



资料来源：ifind，华源证券研究所；注：ROA 单位为%

盈利层面：首先，伴随收入规模大幅扩张，量贩渠道双强企业上下游的产业议价力不断提升，在规模效益、费用率收窄的背景下，鸣鸣很忙与万辰集团 2025 年净利率大幅提升。就 26 年 Q1 业绩表现而言，万辰集团保持快速开店，同时规模效应与竞争理性化或驱动行业龙头盈利能力持续提升；且参照海外成熟业态，例如唐吉诃德 2024 财年食品类毛利率 19%，我们认为量贩双龙头的毛利率仍存在提升空间。

零食板块毛利率除了受原材料价格波动影响，还受渠道结构变化影响。在量贩零食、会员制商超等（低毛利、低费率）渠道持续放量下，零食公司 2025 年毛利率普遍向下，其中盐津同年毛利率同比微增，或主要系公司主动优化产品与渠道结构，而洽洽同年毛利率降幅较大，或主要系葵花籽和坚果原材料价格均有上涨。费用方面，25 年板块内分化明显，盐津、有友等通过优化渠道结构（如降低电商渠道低效投放，加强量贩零食、会员商超等合作）实现费率显著改善，而甘源、劲仔、洽洽、良品等由于收入调整，规模摊薄效应弱，25 年费用率反而上升。就 26 年 Q1 表现而言，伴随葵花籽、魔芋等核心原材料价格逐步回落或企稳，叠加营收高增带来的规模效应全面摊薄费率，板块业绩弹性在低基数上释放，盈利表现普遍较好。

图表 36：零食企业费用率及毛利率情况

名称	毛利率			
	25A	对比同期	26Q1	对比同期
万辰集团	12.40%	1.64%	12.87%	1.85%
盐津铺子	30.80%	0.11%	31.82%	3.35%
有友食品	25.73%	-3.24%	24.26%	-2.82%
西麦食品	41.95%	0.62%	44.08%	0.43%
甘源食品	34.75%	-0.71%	33.91%	-0.41%
劲仔食品	29.29%	-1.18%	27.03%	-2.88%
三只松鼠	24.42%	0.17%	27.33%	0.59%
良品铺子	24.83%	-1.31%	27.32%	2.68%
洽洽食品	23.41%	-5.37%	25.10%	5.63%

销售&管理&研发合计费率				
万辰集团	6.00%	-1.48%	5.46%	-0.41%
盐津铺子	15.12%	-3.00%	15.87%	0.07%
有友食品	12.88%	-2.39%	9.61%	-2.68%
西麦食品	32.88%	-1.62%	29.35%	-4.46%
甘源食品	23.71%	5.86%	21.91%	-1.54%
劲仔食品	19.65%	1.91%	15.99%	-3.39%
三只松鼠	23.00%	3.07%	18.38%	-2.20%
良品铺子	27.77%	1.70%	24.06%	-2.96%
洽洽食品	17.19%	1.83%	16.12%	-0.22%

净利率				
万辰集团	4.71%	2.84%	5.82%	2.23%
盐津铺子	12.89%	0.81%	14.58%	3.12%
有友食品	11.68%	-1.63%	12.30%	-0.84%
西麦食品	7.71%	0.69%	12.38%	4.10%
甘源食品	9.91%	-6.76%	10.68%	-0.21%
劲仔食品	9.92%	-2.25%	9.64%	-1.81%
三只松鼠	1.28%	-2.55%	7.05%	0.64%
良品铺子	-2.63%	-1.94%	2.33%	4.44%
洽洽食品	4.86%	-7.06%	7.55%	2.63%

资料来源：ifind，华源证券研究所；注：对比同期均为参数直接相减

综上所述，零食消费或持续向具备便利性、性价比、多元选择的渠道倾斜，例如会员商超、量贩零食、即时零售等新业态，故建议关注量贩零食龙头鸣鸣很忙、万辰集团。

随着渠道红利已过增长最快阶段、存量竞争加剧，我们认为零食板块或从结构性的营收抓手转向结构性的盈利逻辑兑现，且预计公司基本面整体延续分化。建议关注有望受益于魔芋品类渗透与成本红利的盐津铺子、卫龙美味，全渠道扩张空间大的有友食品，燕麦主业稳健扩张、“药食同源”第二曲线发展的西麦食品。

9. 风险提示

需求复苏不及预期风险：餐饮、食品饮料消费与经济商务活动关联度高，如经济乏力、商务活动减少将影响总量需求，进而影响公司业绩修复预期。

市场竞争加剧风险：在需求乏力背景下，若行业竞争持续加剧，将导致行业盈利承压、上市公司业绩不及预期。

食品安全风险：食品饮料公司若因管理不当出现食品安全风险，将大幅损害公司品牌及行业形象，并导致业绩下滑。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。