

行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	14879.22
52周最高	18065.23
52周最低	14857.95

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

近期研究报告

《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》 - 2026.05.12

关注休闲零食板块投资机会：三重红利共振，估值底部蓄势

● 投资要点

2026 年休闲零食板块迎来三重确定性利好——零食量贩渠道红利持续释放、山姆等高势能渠道加速渗透、传统渠道经历深度调整后触底企稳。当前板块估值处于历史低位（2026 年 PE 普遍 15-20 倍），而资金对零食股的偏好极低，市场认知与基本面改善形成显著预期差，布局窗口已开启。

➤ 零食量贩渠道红利仍在，后发企业迎开店+SKU+单店三重驱动

2025 年零食量贩行业保持快速扩张，头部玩家持续扩张：鸣鸣很忙 2025 年收入 661.7 亿元（+68.2%），经调净利润 26.92 亿元（+194.97%）；万辰集团量贩业务收入 508.6 亿元（+60%），量贩业务净利率从 2024 年的 2.7% 左右提升至 2025 年的 4.98%，2026Q1 进一步升至 5.84%（若剔除政府补助仍达 5.28%）。行业双寡头格局稳固，CR2 门店约 4 万家，且 2026 年春节同店表现优于上年，全年开店指引积极（我们预计很忙 26 年净增 4500 家门店；预计万辰 26 年净增门店数 4600+家），渠道红利仍在加速释放。

零食制造商从顺应渠道变革转向“开店+新增 SKU+单店卖力提升”三重驱动。*以有友食品为例，零食量贩渠道收入占比逐渐提升，2026 年预期保持高速增长，核心驱动力来自：①已有网点增加 SKU；②新增渠道定制产品；③单店陈列优化。2026 年 315 凤爪舆情事件进一步推动有友食品在细分赛道品牌影响力，有利于渠道渗透度提升。*盐津铺子零食量贩渠道占比持续攀高，公司与头部品牌深度绑定，同时向中腰部品牌持续增加 SKU。*劲仔食品零食量贩渠道增速最快、成为公司引领性渠道之一，2026Q1 保持高速增长、其占比进一步提升，渠道月销维持高增，9.9 元定量装小鱼、肉干组合装等定制产品表现突出。*甘源食品与主流量贩系统合作 SKU 持续增加，潜力单品渗透率仍有较大空间。*洽洽食品零食量贩渠道 2025 年快速渗透，直营渠道（含量贩、会员店、电商）收入同比增长 36.98%至 20.03 亿元，收入占比大幅提升至 30.5%，2026Q1 延续高增态势，成为公司核心增长引擎之一。

➤ 山姆等高势能渠道壁垒深厚，进入即构筑长期护城河

山姆会员店选品逻辑严格，每款产品需经严苛的品质与供应稳定性验证。山姆对供应商的考核涵盖原料溯源、加工工艺、交付稳定性、食安管控等多维度，形成极高的进入壁垒。

*有友食品核心单品脱骨鸭掌自进入山姆以来持续爬坡，2025 年山姆渠道产品曾下架 2 款产品，但脱骨鸭掌月销超预期增长、一季度

已填补上年下架造成的月销缺口，消费者对产品认可度强、复购率高。今年存在新品上架预期，与山姆渠道合作不断深化。

*我们预计劲仔食品山姆合作接近落地。*甘源食品今年也有望在山姆渠道上新，有望平滑单一产品波动。*盐津铺子山姆渠道蛋皇鹌鹑蛋、鳕鱼卷稳居肉制品榜单前列。高势能渠道是企业品牌力与产品力的终极试金石。山姆等会员店在中国市场仍在快速扩张（2026 年山姆中国计划新开 13 家新店，门店数同比增长超 20%），持续为已进入供应商提供增量空间。

➤ 传统渠道调整触底，需求端或已到底

过去两年传统渠道（商超、流通、夫妻老婆店）受新兴业态分流持续承压，2025 年头部企业纷纷深度调整。*劲仔食品 2025 年起启动流通渠道精细化管理改革，分渠道类型设置细化考核指标，完成流通渠道负责人及核心大区团队调整；*有友食品 2024 年底确定三步调整方案（直营化、淘汰落后经销商、优化 SKU），2025 年传统渠道收入同比微降，但 2025Q3 传统渠道实现超预期增长，Q4+Q1 合计来看增长趋势延续，预期全年止跌增长；*洽洽食品全面开展渠道精耕，传统渠道 2026Q1 企稳回升。

从 2026Q1 数据看，传统渠道改善信号明确。2025 年大部分传统企业已走过最困难时期（经销商库存去化/终端动销初步改善/调整措施陆续见效）。预计 2026 年传统渠道对整体业绩的拖累将大幅减轻，部分企业甚至有望贡献正向增量。

当前休闲零食板块基本面向好趋势明确、渠道红利持续兑现，但资金对零食股的风险偏好处于极低水平。盐津铺子已凭借魔芋大单品加速全渠道渗透，利润连续改善，劲仔食品依托小鱼和肉干/豆干双轮驱动取得结构性突破，有友食品依托新兴渠道后发增长。市场对零食板块的分化认知与基本面真实改善之间的预期差，重点推荐：

- 1) **有友食品：**山姆渠道脱骨鸭掌持续超预期，新品储备丰富；零食量贩渠道 2026 年高速增长；传统渠道止跌；全年收入目标明确、展望积极，预计 2026-2028 年实现收入 19.35/22.34/25.15 亿元，同比+21.77%/+15.47%/+12.58%；预计 2026-2028 年实现归母净利润 2.37/2.82/3.3 亿元，同比+27.73%/+18.99%/+17.05%。对应当前股价 PE 为 21/18/15 倍。
- 2) **劲仔食品：**零食量贩渠道占比持续提升，会员店渠道有望实现突破；肉干已成第二大单品，豆制品产能即将释放；鱼制品保持稳定增长；根据员工持股计划 2026-2027 年收入触达目标 15、达标目标 20%。我们预计 2026-2028 年实现收入 29.1/34.01/38.19 亿元，同比+19.11%/16.88%/12.29%，预计 2026-2028 年实现归母净利润 2.89/3.55/4.18 亿元，同比+19.18%/+22.82%/+17.68%，对应当前股价 PE 为 17/14/12

倍。

- 3) **盐津铺子**：魔芋大单品龙头，2026 年预计保持高增；零食量贩、定量流通、高端会员店三大线下渠道增速亮眼；电商调整接近尾声，Q2 起有望转正。我们维持 2026-2028 年收入预测 66.95/77.07/87.96 亿元，同比+16.19%/15.12%/14.13%，维持 2026-2028 年归母净利润预测 8.92/10.88/13.0 亿元，对应当前股价 PE 为 18/15/12 倍。

● **风险提示：**

原材料价格大幅波动；消费需求复苏不及预期；行业竞争加剧；山姆渠道新品推广及产能释放不及预期。

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