

食品饮料行业专题报告

大众品：行业景气度向上，关注内需消费刺激下的细分赛道龙头表现

方正证券研究所证券研究报告

分析师

王泽华

登记编号：S1220523060002

梁甜

登记编号：S1220524120001

联系人 毛学东 谌保罗 黄馨平

行业评级：推荐

行业信息

上市公司总数	160
总股本(亿股)	2,575.78
销售收入(亿元)	6,379.23
利润总额(亿元)	2,569.92
行业平均 PE	232.93
平均股价(元)	32.35

行业相对指数表现



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《春糖白酒反馈：淡季挺价需求平稳，关注供需两端改善下的需求恢复节奏》2025.03.24

《休闲食品春糖反馈：食品企业积极推新，看好市场份额向头部集中》2025.03.24

《供需结构均有改善，板块龙头公司价值凸显》2025.03.13

《好想来全食优选首店探访（兴化）：定位优质社区食品超市，下沉市场的消费升级》2025.03.02

休闲食品：渠道红利放缓，折扣专营极其衍生的折扣业态仍是景气度最高的方向，上游供应链优选具有品类红利及强产品导入能力企业。部分品类红利仍在，如魔芋、鹌鹑蛋凭借健康零食属性保持较高品类热度，相关企业如卫龙美味、盐津铺子通过产品创新和高效品牌营销投入实现较快增长。零食量贩、电商等渠道增速放缓，目前各企业主要产品大多已导入下游渠道，后续产品导入将考验各企业产品创新及成本管控能力，建议关注各企业会员店、零食量贩等渠道产品导入进度，建议关注【有友食品】【盐津铺子】【卫龙美味】。下游企业中，性价比仍为主线，包括零食量贩店及目前发展势头强劲的全品类折扣超市，建议关注【万辰集团】【三只松鼠】。

乳制品：部分品类需求已呈现改善迹象，期待内需政策刺激下的乳制品消费修复。25Q1 来看，奶粉、奶酪、低温奶等品类表现较好，但常温液奶仍有承压。我们认为，在中美关税影响下，国家促内需方向明确，育儿补贴或是重要的方向之一，相关政策有望加速落地，乳制品需求有望得到提振。从原奶供给端看，进入 2025 年，国内原奶产能降幅提速，随着中小牧场加速出清，产能得到有效去化。原奶供需两端改善，本轮原奶周期预计将见底，逐步走出向上行情。**建议关注：**24 年及 25Q1 受牛只处置损失及存货跌价准备等因素影响，短期利润端承压，25 年利润端预计将逐季恢复的【天润乳业】；全国化综合类龙头乳企【伊利股份】【蒙牛乳业】；鲜战略引领，低温鲜奶和低温特色酸奶持续优于行业表现，低温竞争优势显著的【新乳业】；受益于育儿补贴政策的奶粉龙头【中国飞鹤】；其他区域型龙头乳企【三元股份】【阳光乳业】【燕塘乳业】。

营养保健类及食品添加剂：营养保健类关注高势能垂类品牌及经营韧性强的代工企业，食品添加剂关注细分赛道龙头。**建议关注：**运动营养需求增长潜力大，具有强品牌力的【康比特】；线上快速增长，线下产品具有竞争力的【民生健康】；功能饮品引领增长，跨境业务有望带来增量的【百合股份】；中国区改善可期，美国区 BF 核心业务扭亏进入攻坚期的【仙乐健康】；核心产品需求景气度高，产能持续释放高增长可期的【百龙创园】；植提类业务稳步增长，棉籽类业务迎来拐点的【晨光生物】。

软饮料：品类表现依旧分化，期待饮料旺季表现。东鹏饮料加速全国化，收入利润表现一枝独秀，能量饮料+电解质水快速增长，公司凭借自身渠道力&产品力&营销力&数字化能力，正朝着综合型饮料集团稳健迈进。由于 25 年春节错期影响，多数软饮料企业在 24Q1 高基数下，25Q1 收入呈现下滑势头，或为短期承压，建议关注即将到来的即饮产品旺季表现。**建议关注：**全国化持续推进，多品类高速增长【东鹏饮料】；受益于原料成本下降，利润端弹性有望释放，新品持续推出的【承德露露】；公司主动求变，引进销售高管推动渠道改革，有望带来业绩边际改善的【欢乐家】；Meco 果茶高速增长，渠道库存回归良性，品类持续创新的【香飘飘】。

餐饮供应链：政策支持下餐饮行业景气度有望提升，餐饮供应链有望率先迎来修复。面对市场变化，企业通过持续推出新品、开拓新渠道等方式提振业绩，但头部企业渠道把控能力较强，拥有大单品体量优势与新品研发优势的企业在渠道中话语权更强，且展现出较强的内生调整能力，1) 在产品端，准确把握市场动向，产品推新速度领先同行；2) 在渠道端，与大客户建立

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

长期合作，研发速度、研发能力更好满足客户需求，客户关系稳定且渠道粘性较强。龙头企业兼具稳定性与成长性，行业份额有望加速向头部集中。建议关注：【宝立食品】【安井食品】【立高食品】【千味央厨】。

调味品：存量竞争+动销偏弱环境下，关注龙头业绩的确定性，成本端红利有望延续。我们认为当前消费环境下，行业动销偏弱，行业龙头业绩确定性更优。期待后续政策催化下，餐饮需求逐步改善，带动调味品收入端加速修复。考虑到原材料成本红利有望延续，整体利润端表现预期更好。建议关注：改革成效持续兑现，龙头市占率不断提升的【海天味业】、海外核心市场保持高增的【安琪酵母】。

风险提示：食品安全风险、行业竞争加剧风险、宏观经济表现不及预期、行业需求表现不及预期、原材料成本波动风险、监管政策变化风险等

正文目录

1 休闲食品：分化加剧，折扣业态高景气度延续，供应链优选产品导入能力强企业	5
2 乳制品：改善趋势初显，期待内需政策刺激下的乳制品消费修复	10
3 营养保健类&食品添加剂：营养保健类关注高势能垂类品牌及经营韧性强的代工企业，食品添加剂关注需求高景气的细分赛道龙头	13
4 软饮料：品类分化依旧明显，期待饮料旺季表现	15
5 餐饮供应链：需求承压延续，企业积极拓展渠道寻求增量	17
6 调味品：动销偏弱+存量竞争下，龙头表现更优	20
7 风险提示	22

图表目录

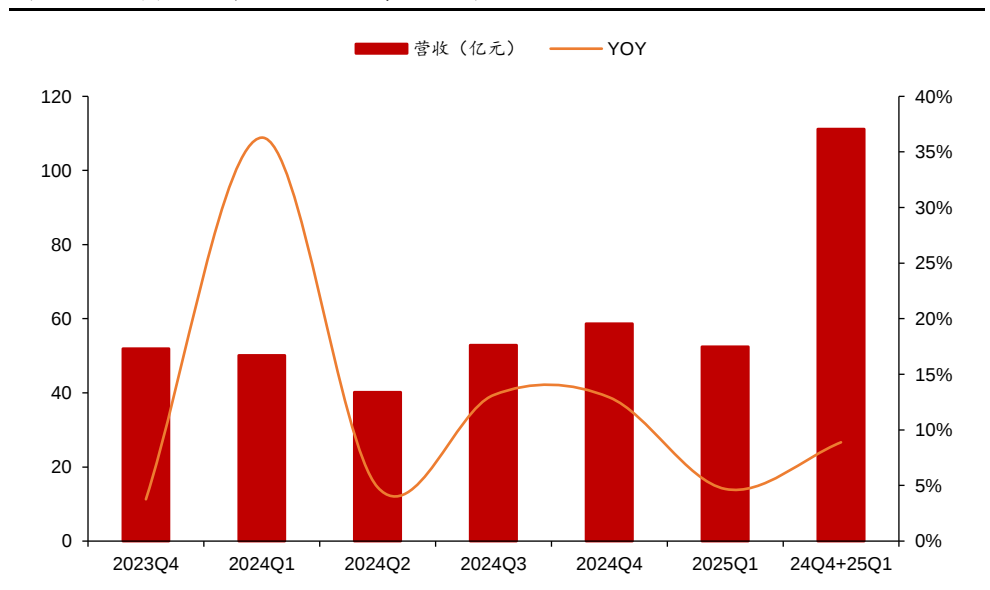
图表 1: 休闲食品生产型企业分季度合计营收及增速.....	5
图表 2: 休闲食品企业分季度营收增速 (亿元)	5
图表 3: 主要食品企业毛利率及变化情况.....	6
图表 4: 主要食品企业销售费用率及变化情况.....	7
图表 5: 主要食品企业管理费用率及变动情况.....	7
图表 6: 主要食品企业研发费用率及变动情况.....	8
图表 7: 主要食品企业财务费用率及变动情况.....	8
图表 8: 主要食品企业归母净利率及变动情况.....	9
图表 9: SW 乳品中, 乳企分季度合计的营业总收入情况	10
图表 10: SW 乳品中, 乳企分季度合计的归母净利润及扣非归母净利润情况	10
图表 11: 主要乳制品企业营业总收入及归母净利润情况.....	11
图表 12: 主要乳制品企业毛利率及净利率情况.....	11
图表 13: 2021 年以来国内原奶价格走势	12
图表 14: 主要乳制品企业销售费用率及管理费用率情况.....	12
图表 15: 主要营养保健类及食品添加剂企业营业总收入及归母净利润情况.....	15
图表 16: SW 软饮料中, 企业分季度合计的营业总收入情况	16
图表 17: SW 软饮料中, 企业分季度合计的归母净利润及扣非归母净利润情况	16
图表 18: 主要软饮料企业营业总收入及归母净利润情况.....	16
图表 19: 主要软饮料企业毛利率及净利率情况.....	17
图表 20: 主要软饮料企业销售费用率及管理费用率情况.....	17
图表 21: 餐饮供应链年度营收及归母净利润&同比增速.....	18
图表 22: 餐饮供应链分季度营收及归母净利润&同比增速.....	18
图表 23: 餐饮供应链主要企业净利率/毛利率变动 (% , pct)	18
图表 24: 餐饮供应链主要企业销售费用率/管理费用率变动 (% , pct)	19
图表 25: 餐饮供应链主要企业 2024/25Q1 经营数据.....	20
图表 26: 调味品主要企业 24Q4/25Q1/24 全年收入/归母净利润变动 (亿元, %)	20
图表 27: 调味品行业主要企业 24Q4/25Q1/24 全年毛利率/销售费用率/毛销差变动 (% , pcts)	21
图表 28: 调味品行业主要企业 24Q4/25Q1/24 全年管理费用率/归母净利率变动 (% , pcts)	22

1 休闲食品：分化加剧，折扣业态高景气度延续，供应链优选产品导入能力强企业

收入端：折扣业态高景气度延续，生产型景气度有所弱化，不同企业表现分化加剧。折扣业态仍是景气度最高的方向，万辰集团保持高增势能。生产型企业方面，与 Q3 相比，24Q4 和 25Q1 收入增速环比有所降速，受到春节错期影响，24Q4 实现较快增速，24Q4+25Q1 收入增速为 8.88%，24Q3 收入增速为 13.13%。分企业来看，不同企业表现分化加剧，主要系新渠道红利逐步消退后，传统渠道压力逐渐显现，盐津铺子、卫龙美味、有友食品通过打造爆品实现了较快增速，洽洽食品、甘源食品等传统渠道面临较大压力，增速放缓。其中：

- (1) **万辰集团**：24Q4+25Q1 营收增速为 144.3%，主要系保持快速开店趋势。
- (2) **盐津铺子**：24Q4+25Q1 营收增速为 27.7%，主要系魔芋、鹌鹑蛋保持高速增长势能，大魔王麻酱魔芋素毛肚月销快速提升，3 月单品破亿，成为现象级单品。
- (3) **卫龙美味**：24 年营收增速为 28.22%，主要系魔芋产品保持高速增长（24 年蔬菜制品增长 59.1%）。
- (4) **有友食品**：24Q4+25Q1 营收增速为 40.8%，主要系会员店渠道单品实现快速放量叠加零食量贩、电商等新渠道快速增长。
- (5) **一致魔芋**：24Q4+25Q1 营收增速为 47.2%，主要系受下游休闲食品应用领域持续高景气，公司魔芋粉量价起升，魔芋食品直接受益下游需求红利，增速较快。

图表1:休闲食品生产型企业分季度合计营收及增速



资料来源：方正证券研究所

注：包括盐津铺子、洽洽食品、甘源食品、劲仔食品、有友食品、西麦食品

图表2:休闲食品企业分季度营收增速 (亿元)

	2024	YOY	2024Q4	YOY	2025Q1	YOY	24Q4+25Q1	YOY
盐津铺子	53.04	28.89%	14.43	30.0%	15.37	25.7%	29.81	27.7%
洽洽食品	71.31	4.79%	23.74	2.0%	15.71	-13.8%	39.45	-4.9%
甘源食品	22.57	22.18%	6.52	22.0%	5.04	-14.0%	11.56	3.2%
劲仔食品	24.12	16.79%	6.40	11.9%	5.95	10.3%	12.35	11.1%
有友食品	11.82	22.37%	2.96	42.9%	3.83	39.2%	6.79	40.8%

西麦食品	18.96	20.16%	4.63	4.0%	6.56	15.9%	11.19	10.7%
卫龙美味	62.66	28.22%	-	-	-	-	-	-
三只松鼠	106.22	49.30%	34.53	36.3%	37.23	2.1%	71.76	16.2%
良品铺子	71.59	-11.02%	16.79	-18.0%	17.32	-29.3%	34.11	-24.2%
来伊份	33.70	-15.25%	8.47	-13.1%	10.48	-1.2%	18.96	-6.9%
万辰集团	323.29	247.86%	117.16	166.7%	108.21	124.0%	225.37	144.3%
一致魔芋	6.17	28.76%	1.81	59.2%	1.52	35.0%	3.33	47.2%

资料来源：方正证券研究所

毛利率：渠道结构&原材料价格冲击，毛利率普遍下滑。24Q4+25Q1 主要食品企业毛利率均出现下滑，主要系渠道结构变化导致，即零食量贩等低毛利率渠道营收占比提升，其次部分企业原材料价格有所上升，如洽洽食品葵花籽和坚果原料价格均出现一定程度上升，甘源食品棕榈油原料价格上升，西麦食品仍在部分高价原料库存，劲仔食品小鱼干成本出现小幅上升。万辰集团毛利率提升主要系营收高增带来规模效应。一致魔芋受益于魔芋原材料价格上涨，魔芋粉成品涨价，但公司仍有低价原材料储备，成本涨幅小于售价涨幅，24Q4+25Q1 毛利率同比+10.15pcts。

图表3: 主要食品企业毛利率及变化情况

	2024	同比 pct	2024Q4	同比 pct	2025Q1	同比 pct	24Q4+25Q1	同比 pct
盐津铺子	30.69%	-2.85%	27.62%	-3.44%	28.47%	-3.64%	28.05%	-3.55%
洽洽食品	28.78%	2.02%	25.83%	-3.46%	19.47%	-10.97%	22.55%	-7.34%
甘源食品	35.46%	-0.78%	35.14%	-0.90%	34.32%	-1.07%	34.72%	-0.98%
劲仔食品	30.47%	2.30%	30.99%	-1.62%	29.91%	-0.11%	30.43%	-0.82%
有友食品	28.97%	-0.40%	25.69%	0.92%	27.08%	-4.35%	26.41%	-1.85%
西麦食品	41.33%	-3.21%	37.37%	-8.29%	43.65%	-0.05%	40.61%	-4.03%
卫龙美味	48.13%	0.46%	-	-	-	-	-	-
三只松鼠	24.25%	0.92%	21.77%	1.01%	26.74%	-0.66%	24.33%	0.09%
良品铺子	26.14%	-1.61%	23.83%	-1.60%	24.64%	-1.78%	24.25%	-1.70%
来伊份	41.00%	-1.23%	41.75%	0.30%	34.64%	-6.87%	38.08%	-3.40%
万辰集团	10.76%	1.46%	11.35%	0.96%	11.02%	1.24%	11.18%	1.11%
一致魔芋	26.65%	5.67%	35.82%	16.32%	26.05%	4.40%	30.78%	10.15%

资料来源：方正证券研究所

销售费用率：受渠道结构及规模效应影响，24Q4+25Q1 销售费用率出现分化，但各企业均加大品牌营销投入。渠道结构影响方面，零食量贩、会员店等渠道费用率低，营收占比提升有助于销售费用率下降，如盐津铺子、有友食品。规模效应方面，部分企业营收增速较低甚至下滑对销售费用率造成较大拖累，如甘源食品、洽洽食品。西麦食品销售费用率下降主要系主动控制费用投放节奏。万辰集团受益于规模效应销售费用率同比下降。从实际经营动作来看，各家企业均加大品牌营销投入力度，如合作品牌代言人、加大梯媒、新媒体、食品展会露出力度等。

图表4:主要食品企业销售费用率及变化情况

	2024	同比 pct	2024Q4	同比 pct	2025Q1	同比 pct	24Q4+25Q1	同比 pct
盐津铺子	12.50%	-0.04%	11.54%	-1.63%	11.24%	-1.76%	11.38%	-1.70%
洽洽食品	9.99%	0.93%	9.83%	0.88%	10.60%	-1.75%	10.23%	-0.51%
甘源食品	12.67%	1.18%	12.77%	1.68%	17.34%	4.24%	15.13%	2.99%
劲仔食品	11.97%	1.21%	10.61%	1.63%	13.36%	0.23%	12.03%	0.87%
有友食品	10.64%	-1.57%	9.97%	-4.86%	8.88%	-2.88%	9.41%	-3.82%
西麦食品	27.94%	-3.54%	24.02%	-12.33%	29.21%	-0.95%	26.70%	-6.41%
卫龙美味	16.38%	-0.13%	-	-	-	-	-	-
三只松鼠	17.58%	0.19%	16.61%	0.30%	18.67%	2.41%	17.67%	1.39%
良品铺子	21.07%	1.53%	22.64%	2.01%	23.76%	6.32%	23.22%	4.26%
来伊份	28.28%	0.36%	26.04%	-0.98%	21.86%	-3.53%	23.89%	-2.28%
万辰集团	4.43%	-0.24%	4.57%	0.38%	3.31%	-0.74%	3.92%	-0.20%
一致魔芋	3.44%	-0.12%	3.71%	-0.52%	4.39%	0.41%	4.06%	-0.04%

资料来源: , 方正证券研究所

管理费用率: 24Q4+25Q1 与收入增速负相关。各家企业管理费用额保持稳定, 管理费用率与营收增速相关性高, 营收增速高的企业管理费用率同比下降, 如盐津铺子、有友食品、万辰集团。

图表5:主要食品企业管理费用率及变动情况

	2024	同比 pct	2024Q4	同比 pct	2025Q1	同比 pct	24Q4+25Q1	同比 pct
盐津铺子	4.13%	-0.31%	4.47%	-0.29%	3.44%	-0.79%	3.94%	-0.54%
洽洽食品	4.32%	0.07%	3.54%	0.69%	4.64%	0.90%	4.11%	0.79%
甘源食品	3.75%	-0.03%	3.73%	0.53%	4.87%	1.39%	4.32%	0.97%
劲仔食品	3.76%	-0.28%	4.35%	-0.36%	4.05%	0.16%	4.19%	-0.08%
有友食品	4.28%	-0.78%	6.07%	-2.09%	3.13%	-0.56%	4.56%	-1.26%
西麦食品	6.09%	0.19%	7.62%	1.37%	4.27%	-0.16%	5.89%	0.60%
卫龙美味	7.84%	-1.55%	-	-	-	-	-	-
三只松鼠	2.08%	-1.11%	2.02%	-0.53%	1.76%	0.43%	1.88%	-0.02%
良品铺子	4.72%	-0.83%	3.44%	-2.51%	3.00%	-1.86%	3.21%	-2.16%
来伊份	13.35%	0.51%	13.20%	3.04%	10.94%	0.35%	12.03%	1.65%
万辰集团	3.03%	-1.76%	3.06%	-1.28%	2.55%	-0.46%	2.79%	-0.85%
一致魔芋	2.72%	-0.63%	4.10%	-0.23%	2.57%	-0.36%	3.31%	-0.28%

资料来源: , 方正证券研究所

研发费用率: 24Q4+25Q1 整体保持稳定。洽洽食品、甘源食品、劲仔食品研发费用率同比有所提升主要系收入增速放缓。

图表6: 主要食品企业研发费用率及变动情况

	2024	同比 pct	2024Q4	同比 pct	2025Q1	同比 pct	24Q4+25Q1	同比 pct
盐津铺子	1.50%	-0.44%	1.53%	0.04%	1.13%	-0.17%	1.32%	-0.07%
洽洽食品	1.06%	0.11%	1.20%	0.28%	1.10%	0.15%	1.15%	0.21%
甘源食品	1.42%	0.17%	1.93%	0.71%	1.23%	0.17%	1.57%	0.43%
劲仔食品	2.01%	0.09%	2.16%	0.13%	1.98%	0.15%	2.06%	0.14%
有友食品	0.35%	0.00%	0.48%	-0.27%	0.28%	0.09%	0.38%	-0.08%
西麦食品	0.47%	0.01%	0.55%	-0.02%	0.32%	0.01%	0.43%	0.00%
卫龙美味	0.00%	0.00%	-	-	-	-	-	-
三只松鼠	0.27%	-0.08%	0.30%	0.06%	0.15%	0.00%	0.22%	0.03%
良品铺子	0.27%	-0.27%	0.27%	-0.10%	0.26%	0.06%	0.27%	-0.02%
来伊份	0.29%	-0.17%	0.22%	-0.71%	0.07%	-0.14%	0.15%	-0.41%
万辰集团	0.01%	-0.02%	0.01%	-0.02%	0.01%	-0.01%	0.01%	-0.01%
一致魔芋	3.86%	0.10%	3.95%	0.23%	3.75%	0.13%	3.85%	0.18%

资料来源: , 方正证券研究所

财务费用率: 24Q4+25Q1 整体保持稳定。劲仔食品 24Q4+25Q1 财务费用率上升主要系汇兑损益影响, 甘源食品 24Q4+25Q1 财务费用率主要系收入增速放缓。

图表7: 主要食品企业财务费用率及变动情况

	2024	同比 pct	2024Q4	同比 pct	2025Q1	同比 pct	24Q4+25Q1	同比 pct
盐津铺子	0.24%	-0.16%	0.25%	-0.20%	0.36%	0.06%	0.31%	-0.06%
洽洽食品	-0.96%	0.05%	-1.06%	-0.85%	-0.95%	0.98%	-1.01%	0.11%
甘源食品	-0.50%	0.33%	-0.29%	0.47%	-0.35%	0.22%	-0.32%	0.34%
劲仔食品	-0.64%	-0.24%	-0.38%	-0.01%	-0.37%	1.12%	-0.37%	0.59%
有友食品	0.01%	0.09%	-0.12%	-0.07%	-0.02%	-0.01%	-0.07%	-0.04%
西麦食品	-0.39%	0.38%	-0.30%	-0.24%	0.07%	0.49%	-0.11%	0.14%
卫龙美味	-2.56%	1.04%	-	-	-	-	-	-
三只松鼠	0.06%	-0.02%	0.02%	-0.10%	0.03%	-0.03%	0.02%	-0.06%
良品铺子	0.04%	0.17%	0.16%	0.24%	0.15%	0.30%	0.16%	0.28%
来伊份	0.54%	0.29%	0.56%	0.03%	0.71%	0.28%	0.64%	0.16%
万辰集团	0.12%	-0.19%	0.09%	-0.17%	0.11%	-0.12%	0.10%	-0.14%
一致魔芋	-0.30%	-0.15%	0.24%	0.41%	0.00%	0.49%	0.12%	0.45%

资料来源: , 方正证券研究所

归母净利率: 24Q4+25Q1 受收入增速及原料价格波动影响分化加剧。有友食品基数较低, 叠加收入高增盈利能力明显改善, 万辰集团在规模效应及少数股权收回带动下, 盈利能力同样改善明显。洽洽食品、甘源食品、劲仔食品受原材料价格上涨及收入增速放缓影响归母净利率有所下降。

图表8:主要食品企业归母净利率及变动情况

	2024	同比 pct	2024Q4	同比 pct	2025Q1	同比 pct	24Q4+25Q1	同比 pct
盐津铺子	12.07%	-0.23%	10.18%	0.28%	11.59%	-1.46%	10.91%	-0.64%
洽洽食品	11.91%	0.12%	9.41%	-3.35%	4.92%	-8.28%	7.09%	-5.90%
甘源食品	16.67%	-1.14%	15.19%	-6.34%	10.47%	-5.11%	12.75%	-5.66%
劲仔食品	12.08%	1.93%	11.97%	-1.39%	11.34%	-2.28%	11.65%	-1.85%
有友食品	13.31%	1.28%	12.21%	7.33%	13.14%	-2.60%	12.69%	2.12%
西麦食品	7.02%	-0.29%	5.36%	0.21%	8.32%	0.36%	6.89%	0.26%
卫龙美味	0.00%	0.00%	-	-	-	-	-	-
三只松鼠	3.84%	0.75%	1.93%	-0.05%	6.42%	-2.04%	4.24%	-1.13%
良品铺子	-0.64%	-2.88%	-3.90%	-3.36%	-2.09%	-4.64%	-2.97%	-4.04%
来伊份	-2.23%	-3.67%	-3.85%	-9.24%	1.19%	-4.59%	-1.25%	-6.84%
万辰集团	0.91%	1.80%	1.79%	2.39%	1.99%	1.86%	1.89%	2.11%
一致魔芋	14.07%	3.05%	13.66%	14.53%	14.93%	0.21%	14.31%	7.01%

资料来源: , 方正证券研究所

投资建议:渠道红利放缓,折扣专营极其衍生的折扣业态仍是景气度最高的方向,上游供应链优选具有品类红利及强产品导入能力企业。部分品类红利仍在,如魔芋、鹌鹑蛋凭借健康零食属性保持较高品类热度,相关企业如卫龙美味、盐津铺子通过产品创新和高效品牌营销投入实现较快增长。零食量贩、电商等渠道增速放缓,目前各企业主要产品大多已导入下游渠道,后续产品导入将考验各企业产品创新及成本管控能力,建议关注各企业会员店、零食量贩等渠道产品导入进度,建议关注【有友食品】【盐津铺子】【卫龙美味】。下游企业中,性价比仍为主线,包括零食量贩店及目前发展势头强劲的全品类折扣超市,建议关注【万辰集团】【三只松鼠】。

有友食品:看好会员店、零食量贩等渠道持续导入产品。渠道方面,会员店持续导入新产品,低基数下实现高速增长,零食量贩不断加深与下游系统合作深度,目前仍有较大拓品空间,包括渠道定制化产品。25Q1 电商营收占比为 6.43%,与其他零食企业相比仍有较大提升空间。传统渠道 24 年已加大招商力度,网点数量有望不断扩张,对冲零食量贩冲击。产品方面,公司持续验证强大产品开发能力,围绕禽类、畜类、蔬菜制品持续推新,鸡脚筋等新品市场反馈良好,成长天花板高。

盐津铺子:持续验证品类品牌打造能力,打开成长天花板。23 年以来公司打造品类品牌,陆续打造大魔王魔芋素毛肚、蛋皇鹌鹑蛋、31° 鲜虎皮鳕鱼豆腐(周黑鸭经典风味)等畅销产品,目前成效凸显,2024 年盐津铺子大魔王麻酱素毛肚全国销量第一,3 月单品销售破亿,蛋皇鹌鹑蛋实现高速增长,初步验证打造大单品能力(产品研发创新+高效品牌营销)。公司聚焦核心六大品类,其他品类后续有望复制大魔王、蛋皇快速成长路径。

卫龙美味:品类红利凸显,渠道结构持续优化,加大产品推新和营销投入。受益于魔芋品类红利,公司实现较快增长,作为行业龙头,未来将持续受益。公司加强与新渠道合作,线下渠道中,公司与零食量贩店和会员店等积极合作,与传统商超、便利店等进一步深化合作,通过优化经销商群体实现对终端渠道更好掌控。线上方面,24 年线上实现营收 7.05 亿元,同比增长 38.06%,主要系抖音等新内

容电商平台实现高速增长。品牌营销方面，通过榴莲辣条等新奇特口味产品持续创造话题热度，与年轻消费者进行高频互动。

三只松鼠：推出高性价比零食水饮货盘，看好线下分销业务发展。公司目前在分销渠道推出了高性价比零食水饮货盘，且不断丰富产品矩阵。根据渠道反馈，线下分销3月增速达215%，其中肉食增长506%，方便素食增长2745%，瓜子炒货增长653%，涌现较多爆款产品，如火鸡面、肉食大礼包、八宝粥等，随着公司逐步加大分销招商铺货力度，线下分销有望贡献积极增量。

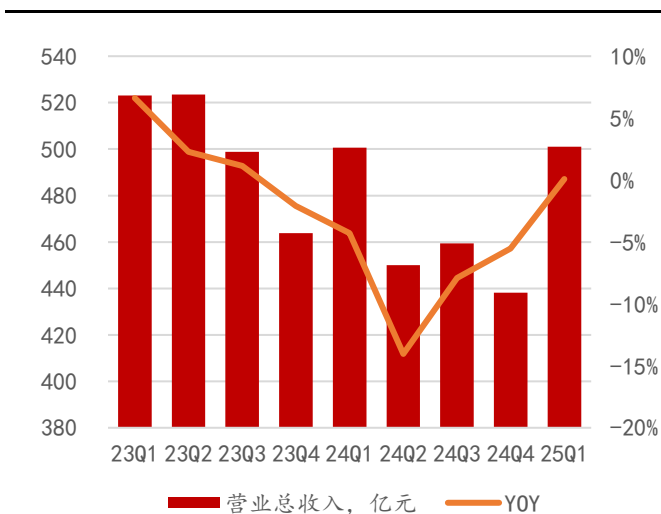
2 乳制品：改善趋势初显，期待内需政策刺激下的乳制品消费修复

25Q1 乳制品中奶粉、奶酪等品类需求已呈现改善迹象，液奶仍有承压，期待逐步改善。乳制品板块24年全年营收呈现下滑态势，但下滑幅度已逐季收窄，SW 乳品行业24年合计实现营业收入1848.27亿元，同比-8.0%，分季度看，24Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别同比-4.3%/-14.0%/-7.9%/-5.5%，从24Q3开始营收下滑幅度有所收窄，SW 乳品行业25Q1 合计实现营业收入501.09亿元，同比+0.1%。

分公司看：妙可蓝多25Q1 营收同比+6.3%，在整合蒙牛奶酪后，公司在C端+B端齐发力，不断提升市占率；一鸣食品25Q1 营收同比+1.8%，主要系直销渠道及线上渠道的增长；伊利股份25Q1 营收同比+1.4%，主要系奶粉及奶制品产品的增长拉动，液奶及冷饮产品有所下滑；贝因美25Q1 营收同比+1.0%，预计主要系奶粉品类的增长；新乳业25Q1 营收同比+0.4%，主要系低温鲜奶及低温酸奶的良好增长，常温表现相对承压。

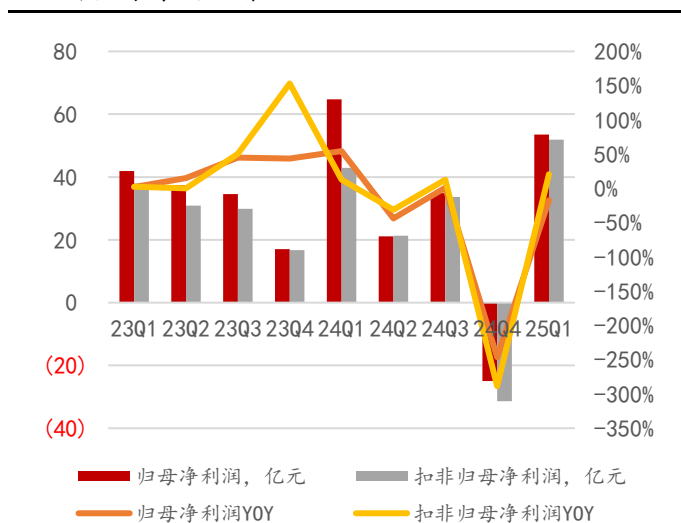
总结来看，我们认为，25Q1 乳制品需求端在奶粉、奶酪、低温奶等品类上表现相对较好，常温白奶总体承压，但新鲜度有所提升，我们预计25年乳制品需求端有望逐季改善。

图表9:SW 乳品中，乳企分季度合计的营业总收入情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表10:SW 乳品中，乳企分季度合计的归母净利润及扣非归母净利润情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表11:主要乳制品企业营业总收入及归母净利润情况

	营业总收入 (亿元, %)						归母净利润 (亿元, %)					
	24	YOY	24Q4	YOY	25Q1	YOY	24	YOY	24Q4	YOY	25Q1	YOY
妙可蓝多	48.4	-9.0%	12.5	-7.8%	12.3	6.3%	1.1	89.2%	0.3	-39.7%	0.8	114.9%
一鸣食品	27.5	4.1%	6.9	0.4%	6.5	1.8%	0.3	30.2%	-0.1	-39.7%	0.1	28.4%
伊利股份	1,157.8	-8.2%	267.4	-7.1%	330.2	1.4%	84.5	-18.9%	-24.2	-330.4%	48.7	-17.7%
贝因美	27.7	9.7%	6.9	12.2%	7.3	1.0%	1.0	116.9%	0.3	-1729.1%	0.4	93.9%
新乳业	106.7	-2.9%	25.2	-9.9%	26.2	0.4%	5.4	24.8%	0.6	28.1%	1.3	48.5%
光明乳业	242.8	-8.3%	58.6	0.8%	63.7	-0.8%	7.2	-25.4%	6.1	-6.0%	1.4	-18.2%
天润乳业	28.0	3.3%	6.5	2.8%	6.2	-2.5%	0.4	-69.3%	0.2	-4618.0%	-0.7	-1713.4%
阳光乳业	5.2	-8.9%	1.3	-9.3%	1.0	-3.6%	1.1	-1.1%	0.3	38.2%	0.2	2.6%
熊猫乳品	7.6	-19.3%	2.0	-17.7%	1.7	-8.3%	1.0	-6.0%	0.2	-10.5%	0.1	-48.8%
燕塘乳业	17.3	-11.2%	4.3	-8.5%	3.3	-11.8%	1.0	-43.0%	0.2	-42.2%	0.1	-46.2%
品渥食品	8.8	-22.0%	2.4	-8.6%	1.8	-15.1%	0.1	-109.5%	0.1	-515.7%	0.1	-231.4%
三元股份	70.1	-10.6%	16.2	-4.5%	16.5	-19.3%	0.5	-77.4%	-0.5	-518.2%	0.9	19.9%

资料来源: wind, 方正证券研究所

25Q1 原奶价格当前处于磨底阶段,原奶成本红利仍在,但液奶竞争相对激烈,毛利率变化呈现分化。分公司来看,妙可蓝多 25Q1 毛利率同比+2.8pct,我们预计系产品结构提升及国产原制奶酪带来的成本下降;伊利股份 25Q1 毛利率提升 1.9pct,我们判断主要系奶粉业务增长带动产品结构提升且液奶促销力度下降。25Q1 多数区域乳企及特色乳企毛利率有所下滑,我们判断主要仍为行业竞争相对激烈,尤其是区域乳企的常温白奶产品面临伊利、蒙牛核心大单品的竞争以及白牌的低价竞争,我们认为,待原奶价格逐步上行,竞争趋缓,区域乳企常温产品将逐步走出困境。

图表12:主要乳制品企业毛利率及净利率情况

	毛利率 (% , pct)						净利率 (% , pct)					
	24	YOY	24Q4	YOY	25Q1	YOY	24	YOY	24Q4	YOY	25Q1	YOY
贝因美	42.95%	-4.1	43.18%	-4.0	45.51%	1.2	3.98%	1.7	4.76%	4.8	6.25%	2.9
伊利股份	33.88%	1.3	30.79%	-0.7	37.67%	1.9	7.33%	-0.8	-9.13%	-12.3	15.01%	-3.3
阳光乳业	37.85%	1.5	40.44%	2.6	35.60%	0.9	21.84%	2.0	21.46%	7.6	20.49%	2.4
妙可蓝多	28.29%	4.4	26.45%	6.1	31.49%	2.8	2.35%	0.9	2.29%	-1.2	6.68%	3.4
新乳业	28.36%	1.5	25.99%	0.7	29.50%	0.1	5.15%	1.2	2.49%	0.8	5.25%	1.7
一鸣食品	28.55%	-2.0	25.50%	-6.1	28.95%	-1.7	1.05%	0.2	-1.15%	0.8	2.03%	0.4
熊猫乳品	28.40%	5.3	29.36%	7.0	25.05%	-3.8	13.32%	2.2	12.30%	1.3	7.69%	-6.9
三元股份	22.93%	-0.1	19.81%	-1.7	24.36%	0.6	0.79%	-2.0	-3.55%	-4.7	5.29%	1.3
燕塘乳业	25.31%	-0.7	23.97%	2.2	24.19%	-0.1	5.95%	-3.2	5.06%	-2.9	2.56%	-1.7
光明乳业	19.23%	-0.4	19.06%	-4.1	18.66%	-1.0	1.98%	-1.2	11.19%	2.3	2.39%	0.1
品渥食品	17.66%	3.6	21.56%	6.5	18.63%	-2.9	0.80%	7.3	5.34%	6.5	3.35%	5.5
天润乳业	16.76%	-2.4	12.15%	-5.4	14.63%	-1.8	0.53%	-4.6	1.88%	2.8	-14.20%	-14.3

资料来源: wind, 方正证券研究所

图表13:2021 年以来国内原奶价格走势



资料来源: wind, 方正证券研究所

多家乳企提质增效,费用率优化显著。妙可蓝多 24 年/25Q1 销售费用率分别同比-0.1/-2.7pct, 24 年收购蒙牛奶酪 100%股权后,启动管理融合,人才与组织形成强大聚合,奶酪业务深度协同,实现提质增效、融合发展;公司持续推进“数智妙可”,提升运营效率,我们预计 25 年公司将持续推动提升管理、降本增效,构建“极致成本”护城河,费用率仍有较大优化空间。品渥食品 25Q1 销售费用率同比-8.3pct,主要系报关代理费分摊至采购成本核算所致。此外,伊利股份/光明乳业/一鸣食品/新乳业销售费用率分别同比-1.5/-1.3/-0.5/-0.1pct。我们认为,在后续乳制品需求端逐步修复的情况下,销售费用率预计将存在优化空间,头部乳企盈利能力有望增强。

图表14:主要乳制品企业销售费用率及管理费用率情况

	销售费用率(%, pct)						管理费用率%, pct)					
	24	YOY	24Q4	YOY	25Q1	YOY	24	YOY	24Q4	YOY	25Q1	YOY
贝因美	26.42%	-4.9	21.48%	-7.3	29.81%	1.4	8.14%	-0.6	10.10%	-0.8	6.73%	-0.2
一鸣食品	18.38%	-2.0	15.72%	-8.0	17.94%	-0.5	7.32%	-0.2	8.21%	1.3	6.74%	-1.5
三元股份	17.25%	1.2	15.86%	3.1	17.92%	0.9	5.50%	-0.2	6.53%	-1.5	4.81%	1.4
新乳业	15.56%	0.3	14.68%	-1.2	17.01%	-0.1	4.03%	-0.7	1.86%	-2.8	4.00%	-1.5
伊利股份	18.99%	1.1	18.06%	-0.6	16.92%	-1.5	4.61%	-0.2	5.25%	-0.2	4.35%	-0.6
妙可蓝多	19.03%	-0.1	18.64%	2.9	16.80%	-2.7	6.55%	2.1	7.09%	7.1	5.91%	-0.2
燕塘乳业	11.56%	1.3	11.33%	0.5	13.41%	0.8	6.08%	0.3	6.46%	-0.6	7.20%	0.9
品渥食品	13.05%	-7.7	10.21%	-5.2	12.47%	-8.3	3.29%	0.8	2.88%	1.8	3.73%	0.1
光明乳业	12.24%	0.2	11.28%	0.7	10.20%	-1.3	4.21%	0.5	4.08%	-0.1	3.42%	-0.2
阳光乳业	8.51%	1.1	11.41%	2.2	8.26%	0.8	8.31%	-1.1	10.18%	-1.4	8.54%	-1.8
天润乳业	5.53%	0.1	3.61%	-1.6	6.87%	1.2	4.73%	0.2	5.63%	-0.4	5.03%	0.1
熊猫乳品	4.85%	0.4	4.63%	0.6	5.41%	0.4	8.34%	1.8	8.45%	2.0	9.60%	1.7

资料来源: wind, 方正证券研究所

注:管理费用中包含研发费用

中美关税影响下,促内需方向明确,各地育儿补贴及促消费政策有望加速落地。2025 年 4 月美国对中国加征“对等关税”,或将较大程度影响中国商品对美出口。我们认为,若高关税对中国对美出口产生下行压力,则扩大内需各项政策有望持续加码落地,推动国内整体经济稳中向好。2025 年政府工作报告已提出“发放育儿补贴”,呼和浩特市已于 2025 年 3 月率先实施育儿补贴政策,并为产妇每人每

天提供“一杯奶”。我们认为，促内需方向上，育儿补贴或是重要的方向之一，相关政策或有望加速落地，乳制品需求有望得到提振。

上游原奶供给端产能去化逻辑清晰，原奶供需两端改善，奶价拐点或有望加速到来。根据乳业时报，2024 年国内原奶产量和奶牛存栏数出现双降，进入 2025 年，国内原奶产能降幅提速，随着中小牧场加速出清，产能得到有效去化，叠加我们预期消费政策的刺激有望较快落地，则本轮原奶周期预计将见底，逐步走出向上行情。

建议关注：24 年及 25Q1 受牛只处置损失及存货跌价准备等因素影响，短期利润端承压，25 年利润端将逐季恢复的【天润乳业】；全国化综合类龙头乳企【伊利股份】【蒙牛乳业】；鲜战略引领，低温鲜奶和低温特色酸奶持续优于行业表现，低温竞争优势显著的【新乳业】；受益于育儿补贴政策奶粉龙头【中国飞鹤】；其他区域型龙头乳企【三元股份】【阳光乳业】【燕塘乳业】。

3 营养保健类&食品添加剂：营养保健类关注高势能垂类品牌及经营韧性强的代工企业，食品添加剂关注需求高景气的细分赛道龙头

（一）从品牌端看：24 年营养保健类的高势能品类集中于口服美容及运动营养等赛道，线上增长线下承压。

1) 从品类上看：受益于国内疫后免疫需求，保健品渗透率持续提升，23 年保健品全行业基本实现较高增长，尤其是符合基础免疫需求的维生素矿物质类及蛋白粉类。24 年保健品传统的基础营养补充赛道由于高基数影响增长较为乏力，而属于新兴的口服美容赛道规模领跑且持续增长，运动营养赛道增长突出。

康比特：公司作为国内运动营养领域的头部品牌，24 年/25Q1 营收同比+23.3%/+26.1%，主要系运动营养食品的高速增长，其中 24 年蛋白增肌类产品/能量胶矩阵产品同比+73%/+95%，25 年公司将继续趁势而行，坚定核心策略，夯实公司在运动营养领域的领军地位。

2) 从渠道上看：根据中康 CMH 的数据，2024 年全国零售药店保健品及健康食品销售额同比-19.3%，根据魔镜洞察的数据，2024 年保健食品线上销售额达到 1298.8 亿元，同比+15.2%，在当前渠道流量变化的背景下，把握线上渠道红利的保健品品牌相对有较好表现。

民生健康：24 年/25Q1 公司营收同比+10.2%/+15.7%，24 年公司加强线下渠道的广度与深度，同时进一步深耕线上渠道，在保持京东、阿里、拼多多、抖音、快手、小红书等传统渠道/内容平台稳步增长的同时，借助“21 金维他”品牌优势，开展线上分销业务，拓宽线上渠道覆盖面。

建议关注：运动营养需求增长潜力大，具有强品牌力的【康比特】；全渠道覆盖，线上快速增长，线下产品具有竞争力的【民生健康】。

（二）从中游生产端看：保健品生产端壁垒高于品牌端，建议关注国内头部保健品生产企业。

百合股份：功能饮品持续增长，海外工厂正式落地。24 年/25Q1 公司营收同比-8.0%/+9.7%，分剂型来看，功能饮品 24 年/25Q1 实现收入 1.93/0.51 亿元，同比+37%/+86%。25 年 4 月，公司公告拟使用自有资金 1624 万新西兰元（折合人民币约 6700 万元）于香港新设一家全资子公司用于收购新西兰保健品工厂 Oranutrition Limited（以下称 Ora）的 56%股权。Ora 主要从事营养保健食品的

研发、生产及销售业务，产品类型具体涵盖水剂（包括滴剂、口服液、饮品等）、片剂、粉剂以及软胶囊等，并可以为客户提供定制化服务，包括产品配方研发、生产、标签审核等一站式定制化解决方案。我们认为，公司收购新西兰 Ora 工厂有利于公司跨境业务的推进，把握国内保健品需求增长的关键方向。

仙乐健康：中国区改善可期，美国区 BF 核心业务扭亏进入攻坚期。24 年/25Q1 公司营收同比+17.6%/+0.3%，25Q1 分区域来看，1) 中国区：实现收入正增长，订单增速高于收入增速，趋势良好；2) 美洲区：美洲出口业务实现稳健开局，且出口业务毛利率同比提升，BF 新增订单增速显著，BF 核心业务的扭亏进入攻坚期；3) 欧洲区：收入同比增长超 35%，订单总量增长超 30%，公司与南欧头部品牌达成战略合作，并对其拉美公司产生积极的溢出效应；4) 亚太及新兴地区：深化澳洲战略客户合作，同步扩大印尼、泰国等东南亚市场覆盖，新品销售收入突破百万级，营养软糖品类收入增长超 20%。我们认为，当前中国区表现已呈现改善迹象，有望在新消费市场实现重点突破，美洲区 BF 核心业务扭亏进入攻坚期，人效提升显著，期待逐步改善。

建议关注：功能饮品引领增长，跨境业务有望带来增量的【百合股份】；中国区改善可期，美国区 BF 核心业务扭亏进入攻坚期的【仙乐健康】。

（三）食品添加剂方向：关注需求高景气的细分赛道龙头。

百龙创园：积极推动产能扩张，膳食纤维及阿洛酮糖两大产品有望持续放量。24 年/25Q1 公司营收同比+32.6%/+24.3%，25Q1 分产品看，公司膳食纤维系列实现收入 1.70 亿元，同比+25.4%，益生元系列实现收入 0.86 亿元，同比+17.3%，健康甜味剂系列实现收入 0.50 亿元，同比+105.3%，其他淀粉糖（醇）实现收入 0.02 亿元，同比+10.3%。我们判断，25Q1 公司受益于产能释放，各类产品收入均有所增长，尤其阿洛酮糖产品增长明显。当前公司膳食纤维及阿洛酮糖产品需求景气度高，公司功能糖干燥扩产与综合提升项目及泰国大健康新食品原料智慧工厂项目在积极建设中，有望在 25-27 年逐渐投产。此外，25 年 3 月国家卫健委公告将 D-阿洛酮糖作为新食品原料的申请纳入公开征求意见范围，我们预计阿洛酮糖在国内获批在即，内需释放可期。

晨光生物：植提类业务稳步增长，棉籽类业务行情回暖拐点已现。24 年/25Q1 公司营收同比+1.8%/-0.9%，25Q1 分业务看，植提类业务（天然色素/香辛料/营养及甜味剂类业务）以量补价，实现收入 8.67 亿元，同比+13.78%，毛利率同比提升 2.15pct，实现毛利润 1.75 亿元，同比+27.31%；棉籽类业务行情回暖，实现收入 7.60 亿元，同比-9.49%，实现毛利润 0.46 亿元，同比大幅改善。我们认为，公司植提类业务多个产品凭借成本优势不断放量提升市占率，棉籽类业务行情回暖业绩拐点已现。

建议关注：核心产品需求景气度高，产能持续释放高增长可期的【百龙创园】；植提类业务稳步增长，棉籽类业务迎来拐点的【晨光生物】。

图表15: 主要营养保健类及食品添加剂企业营业总收入及归母净利润情况

	营业总收入 (亿元, %)						归母净利润 (亿元, %)					
	24	YOY	24Q4	YOY	25Q1	YOY	24	YOY	24Q4	YOY	25Q1	YOY
营养保健标的												
康比特	10.4	23.3%	2.7	7.6%	1.9	26.1%	0.9	1.4%	0.2	-0.5%	0.1	9.7%
民生健康	6.4	10.2%	1.2	26.7%	2.7	15.7%	0.9	7.2%	0.1	42.8%	0.6	6.5%
金达威	32.4	4.4%	9.0	14.8%	8.3	11.3%	3.4	23.6%	1.2	265.0%	1.2	72.0%
百合股份	8.0	-8.0%	2.0	-18.3%	2.1	9.7%	1.4	-17.6%	0.2	-43.9%	0.4	1.0%
仙乐健康	42.1	17.6%	11.6	7.7%	9.5	0.3%	3.3	15.7%	0.9	-11.1%	0.7	8.9%
西王食品	49.7	-9.4%	11.6	-14.1%	10.4	-19.9%	-4.4	2530.0%	-5.1	2085.4%	0.1	-85.2%
汤臣倍健	68.4	-27.3%	11.0	-32.0%	17.9	-32.3%	6.5	-62.6%	-2.2	39.4%	4.5	-37.4%
食品添加剂标的												
嘉必优	5.6	25.2%	1.7	41.6%	1.6	33.3%	1.2	35.9%	0.4	30.2%	0.4	85.1%
百龙创园	11.5	32.6%	3.3	54.5%	3.1	24.3%	2.5	27.3%	0.6	22.0%	0.8	52.1%
晨光生物	69.9	1.8%	17.7	3.9%	17.2	-0.9%	0.9	-80.4%	0.3	-61.4%	1.1	183.7%

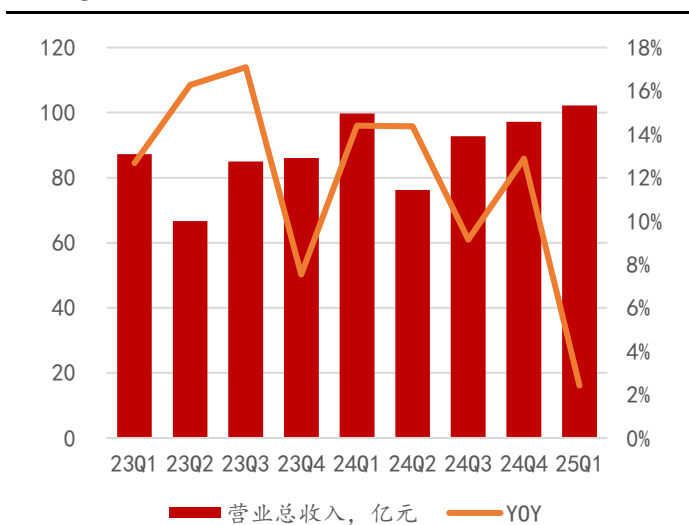
资料来源: wind, 方正证券研究所

4 软饮料: 品类分化依旧明显, 期待饮料旺季表现

行业高基数下, 25Q1 或受春节错期影响增长乏力, 期待饮料旺季表现。软饮料板块 24 年全年营收表现出色, 呈现持续高增势头, SW 软饮料行业 24 年合计实现营业收入 365.95 亿元, 同比+12.6%, 分季度看, 24Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别同比+14.4%/+14.4%/+9.1%/+12.9%, 其中 24 年行业的整体增长主要由东鹏饮料和承德露露带动。SW 软饮料行业 25Q1 合计实现营业收入 102.18 亿元, 同比+2.4%, 我们判断, 由于 25 年春节错期影响, 多数软饮料企业在 24Q1 高基数下, 25Q1 收入呈现下滑势头。

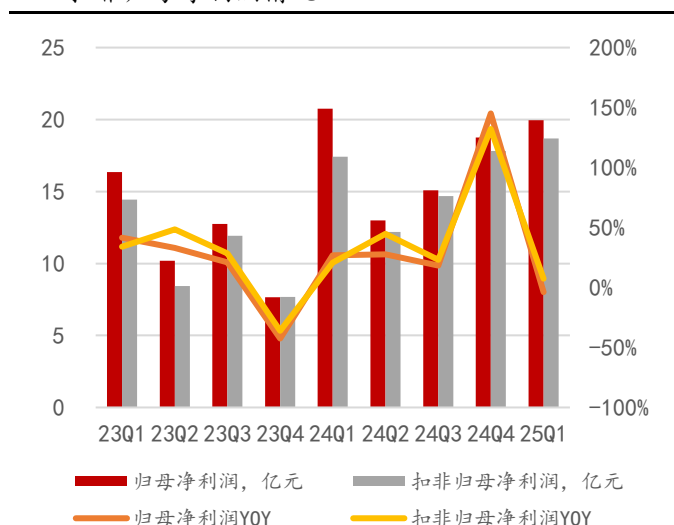
分公司看: 东鹏饮料 24 年/25Q1 营收同比+40.6%/+39.2%, 在 24 年东鹏特饮加速全国化的背景下, 公司依靠东鹏自身品牌力&产品力&渠道力&数字化能力等多项优势, 成功跑出了第二大单品“补水啦”电解质水, 24 年末公司推出新品“果之茶”, 动销表现良好, 公司正朝着综合性饮料集团稳健迈进, 预计 25 年收入端将持续大幅跑赢行业增速。泉阳泉 25Q1 营收同比+31.7%, 主要系公司矿泉水销量同比增长所致。此外, 25Q1 李子园/承德露露/欢乐家/养元饮品/香飘飘/维维股份营收分别同比-4.3%/-18.4%/-18.5%/-19.7%/-20.0%/-23.1%, 收入端均有显著承压。由于 25Q1 并非即饮旺季, 且存在春节错期影响, 收入端或为短期承压, 我们建议关注即将到来的即饮产品旺季表现。

图表16:SW 软饮料中,企业分季度合计的营业总收入情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表17:SW 软饮料中,企业分季度合计的归母净利润及扣非归母净利润情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表18:主要软饮料企业营业总收入及归母净利润情况

	营业总收入 (亿元, %)						归母净利润 (亿元, %)					
	24	YOY	24Q4	YOY	25Q1	YOY	24	YOY	24Q4	YOY	25Q1	YOY
东鹏饮料	158.4	40.6%	32.8	25.1%	48.5	39.2%	33.3	63.1%	6.2	61.2%	9.8	47.6%
泉阳泉	12.0	6.8%	3.0	69.8%	3.1	31.7%	0.1	-101.3%	-0.2	-96.9%	0.1	190.2%
李子园	14.2	0.2%	3.5	2.4%	3.2	-4.3%	2.2	-5.6%	0.7	39.0%	0.7	16.2%
承德露露	32.9	11.3%	11.3	22.7%	10.0	-18.4%	6.7	4.4%	2.5	27.0%	2.2	-12.5%
欢乐家	18.5	-3.5%	5.1	-16.5%	4.5	-18.5%	1.5	-47.1%	0.6	-38.0%	0.3	-58.3%
养元饮品	60.6	-1.7%	18.3	16.1%	18.6	-19.7%	17.2	17.3%	4.9	177.0%	6.4	-26.9%
香飘飘	32.9	-9.3%	13.5	-18.1%	5.8	-20.0%	2.5	-9.7%	2.4	-14.9%	-0.2	-174.5%
维维股份	36.6	-9.4%	9.7	35.8%	8.5	-23.1%	4.1	96.3%	1.7	118.4%	0.7	-44.0%

资料来源: wind, 方正证券研究所

原料成本波动是软饮料企业盈利能力变化的核心因素之一。东鹏饮料 24 年/25Q1 毛利率同比+1.7/+1.7pct, 我们判断主要系白糖等原材料价格下降以及公司规模效益所致;承德露露 25Q1 毛利率同比+4.4pct, 我们预计主要系苦杏仁价格下降;维维股份 24 年/25Q1 毛利率同比+4.8/+8.1pct, 主要受益于公司战略性优化供应链结构、产品结构、市场渠道布局;李子园 24 年/25Q1 毛利率同比+3.2/+4.6pct, 主要系部分原材料价格的下降。我们认为, 在行业竞争激烈的背景下, 当前软饮料企业对于提价相对谨慎, 原料成本的波动将较大程度上影响公司的盈利能力。

建议关注: 全国化持续推进, 多品类高速增长的【东鹏饮料】; 受益于原料成本下降, 利润弹性有望释放, 新品持续推出的【承德露露】; 公司主动求变, 引进销售高管推动渠道改革, 有望带来业绩边际改善的【欢乐家】; Meco 果茶高增长, 渠道库存回归良性, 品类持续创新的【香飘飘】。

图表19:主要软饮料企业毛利率及净利率情况

	毛利率 (% , pct)						净利率 (% , pct)					
	24	YOY	24Q4	YOY	25Q1	YOY	24	YOY	24Q4	YOY	25Q1	YOY
承德露露	40.94%	-0.5	39.83%	2.1	48.09%	4.4	20.26%	-1.3	21.91%	0.7	21.51%	1.4
养元饮品	46.53%	0.8	46.53%	-0.3	46.21%	-1.0	28.43%	4.6	26.95%	15.7	34.53%	-3.4
东鹏饮料	44.81%	1.7	43.89%	-1.0	44.47%	1.7	21.00%	2.9	18.87%	4.2	20.21%	1.1
李子园	39.08%	3.2	38.64%	4.5	42.83%	4.6	15.82%	-1.0	18.96%	5.0	20.68%	3.6
泉阳泉	31.91%	-0.5	26.50%	4.3	33.65%	5.9	2.92%	41.4	-3.78%	275.9	3.12%	4.1
欢乐家	34.00%	-4.7	33.43%	-7.7	31.38%	-7.3	7.95%	-6.5	12.36%	-4.3	7.63%	-7.3
香飘飘	38.34%	0.8	43.65%	-0.2	31.19%	-2.4	7.68%	0.0	17.41%	0.6	-3.24%	-6.7
维维股份	27.01%	4.8	36.82%	-1.0	24.73%	8.1	11.24%	6.2	17.09%	6.8	8.22%	-3.1

资料来源: wind, 方正证券研究所

图表20:主要软饮料企业销售费用率及管理费用率情况

	销售费用率 (% , pct)						管理费用率%, pct)					
	24	YOY	24Q4	YOY	25Q1	YOY	24	YOY	24Q4	YOY	25Q1	YOY
东鹏饮料	16.93%	-0.4	18.87%	-1.5	18.87%	-0.4	3.08%	-0.7	4.02%	-0.6	2.82%	-0.4
承德露露	12.73%	1.1	8.26%	-0.2	18.13%	2.1	2.16%	0.1	2.04%	-0.1	1.34%	0.1
香飘飘	23.16%	-0.6	16.84%	-0.5	16.84%	2.8	7.93%	0.8	4.41%	0.0	11.14%	2.5
泉阳泉	13.41%	0.8	15.11%	-8.8	15.11%	-2.1	11.26%	-2.4	14.99%	-19.2	9.43%	-2.6
欢乐家	15.78%	3.4	12.95%	0.5	12.95%	0.1	7.60%	1.0	7.60%	1.6	6.99%	1.5
李子园	14.23%	2.3	11.23%	-3.7	11.23%	-0.1	7.46%	1.4	7.44%	0.8	8.08%	0.4
养元饮品	11.76%	-0.2	10.11%	-3.3	10.11%	1.7	1.96%	-0.5	0.55%	-3.0	1.59%	0.3
维维股份	6.25%	0.2	3.43%	-0.7	3.43%	0.7	6.07%	0.2	5.68%	-2.4	6.37%	1.4

资料来源: wind, 方正证券研究所

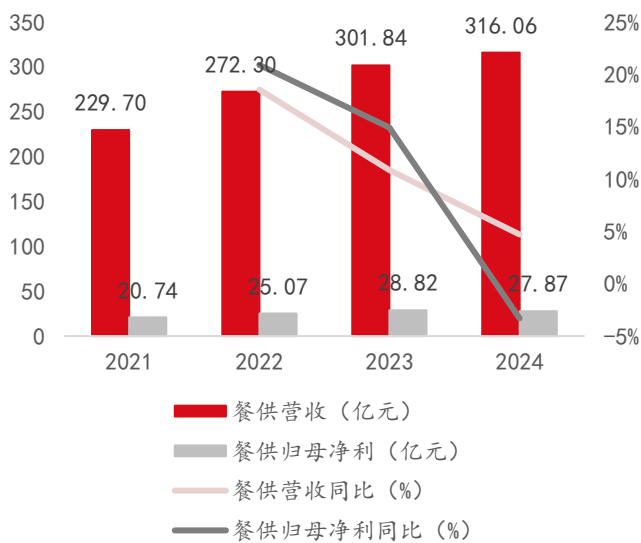
注: 管理费用中包含研发费用

5 餐饮供应链: 需求承压延续, 企业积极拓展渠道寻求增量

(速冻行业样板选取包括安井食品、三全食品、千味央厨、立高食品、海融科技、宝立食品以及日辰股份)

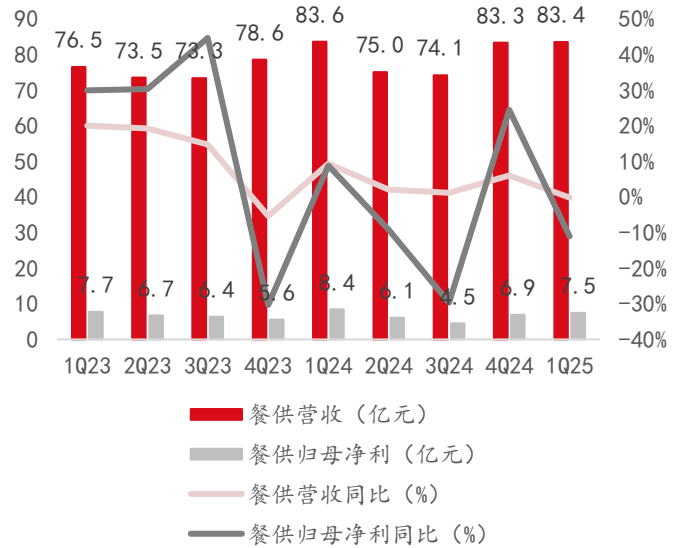
需求承压叠加高基数, 企业主动调整, 布局新品拓展渠道。行业整体收入及利润延续前期趋势有所承压, 餐饮供应链板块 2024 年实现营收 316.06 亿元, 同比+5%, 实现归母净利润 27.87 亿元, 同比-3%。2024 年以来消费者消费频次及需求均有所回落, 对餐饮消费更加理性和谨慎, 消费者更倾向于性价比消费, 人均消费呈现下滑趋势, 导致餐饮企业内卷加剧、竞争激烈。上游企业纷纷主动调整, 不断推出新品适应当下的消费环境及需求, 同时积极拓展多元化渠道寻求增量。分季度来看, 25Q1 餐饮供应链行业略有承压, 24Q4 同比有所增长, 预计系春节错期影响所致。

图表21: 餐饮供应链年度营收及归母净利润&同比增速



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表22: 餐饮供应链分季度营收及归母净利润&同比增速



资料来源: wind, 方正证券研究所

利润端: 细分赛道净利率表现有所分化, 餐饮供应链企业整体毛利率承压。

净利率来看, 净利率端延续分化, 25Q1 餐供企业整体较 24Q4 净利率有所回升, 未来有望企稳回升。2024 年安井/千味/宝立/立高分别实现净利率 9.82%/4.48%/8.8%/6.99%, 同比-0.71/-2.58/-3.91/+4.9pct。下游客户主要为餐饮企业的速冻及复调公司净利率承压, 烘焙公司如立高等则净利率表现较好。25Q1 安井/千味/宝立/立高分别实现净利率 10.96%/4.56%/8.71%/8.45%, 同比-0.72/-2.9/-1.03/+0.07pct。

毛利率端来看, 2024 年安井/千味/宝立/立高分别实现毛利率 23.3%/23.66%/32.81%/31.47%, 同比+0.09/-0.04/-0.33/+0.08pct。毛利率有所分化, 其中安井、立高表现较好, 千味及宝立略有承压, 预计系下游大型餐饮客户竞争激烈, 参与价格战所致。25Q1 安井/千味/宝立/立高分别实现毛利率 23.32%/24.42%/32.61%/29.99%, 毛利率有所分化, 整体来看仍有所承压。

图表23: 餐饮供应链主要企业净利率/毛利率变动 (% , pct)

	归母净利率						毛利率					
	2024	同比	4Q24	同比	1Q25	同比	2024	同比	4Q24	同比	1Q25	同比
安井食品	9.82%	(0.71)	10.81%	1.37	10.96%	(0.72)	23.30%	0.09	25.09%	(1.25)	23.32%	(3.23)
三全食品	8.18%	(2.44)	9.82%	(2.19)	9.40%	(0.79)	24.22%	(1.61)	21.48%	(1.28)	25.32%	(1.28)
千味央厨	4.48%	(2.58)	0.42%	(6.56)	4.56%	(2.90)	23.66%	(0.04)	22.04%	(3.42)	24.42%	(1.03)
立高食品	6.99%	4.90	5.80%	15.12	8.45%	0.07	31.47%	0.08	29.77%	1.58	29.99%	(2.60)
海融科技	10.19%	0.81	7.25%	(2.22)	3.01%	(11.14)	35.03%	(0.04)	32.81%	(4.33)	28.63%	(9.41)
宝立食品	8.80%	(3.91)	8.29%	(1.56)	8.71%	(1.03)	32.81%	(0.33)	35.52%	4.57	32.61%	0.57
日辰股份	15.78%	0.08	8.77%	(7.09)	17.42%	3.36	38.70%	(0.07)	39.28%	1.66	39.21%	0.93
餐供合计	8.82%	(0.73)	8.34%	1.23	8.96%	(1.09)	25.90%	(0.24)	26.27%	(0.31)	25.84%	(2.21)

资料来源: wind, 方正证券研究所

费用率端: 销售费用率及管理费用率由于行业内各公司经营策略产生分化。

分销售费用率来看，2024 年安井/千味/宝立/立高销售费用率分别为 6.52%/5.4%/14.52%/12.1%，同比-0.07/+0.72/-0.12/-1.44pct。其中千味央厨销售费用率增长主要系公司增加了销售市场的人员投入，持续推行厂商联合项目制服务模式，合力出击，协助经销商拓展当地的各类渠道用户，开拓网点并推广新品，增加销量。25Q1 安井/千味/宝立/立高销售费用率分别为 6.73%/8.01%/14.38%/10.1%，同比-0.72/+2.12/-0.48/-2pct。除千味央厨以外其他企业销售费用率同比及环比下降，行业内主要公司持续优化销售费用，千味央厨销售费用率提升主要系子公司线上销售费用增加所致。

分管理费用率来看，2024 年安井/千味/宝立/立高管理费用率分别为 3.34%/9.66%/2.76%/6.68%，同比+0.6/+1.22/-0.05/-2.88pct，其中安井食品管理费用率上升主要系分摊的 2023 年股票期权激励计划股份支付费用增加所致。25Q1 安井/千味/宝立/立高管理费用率分别为 2.78%/8.74%/2.12%/5.41%，同比-0.35/+0.39/-0.25/-1.16pct。整体来看，餐饮供应链主要公司管理费用率均有所下滑，其中立高食品费用管控效果显著，运营效率稳步提升。

图表24: 餐饮供应链主要企业销售费用率/管理费用率变动（%，pct）

	销售费用率						管理费用率					
	2024	同比	4Q24	同比	1Q25	同比	2024	同比	4Q24	同比	1Q25	同比
安井食品	6.52%	(0.07)	7.32%	(0.68)	6.73%	(0.72)	3.34%	0.60	3.42%	(0.35)	2.78%	(0.35)
三全食品	12.88%	1.40	10.99%	1.21	11.97%	(0.25)	2.93%	0.63	3.32%	2.56	2.25%	0.39
千味央厨	5.40%	0.72	5.65%	0.74	8.01%	2.12	9.66%	1.22	10.54%	1.63	8.74%	0.39
立高食品	12.10%	(1.44)	13.50%	(3.77)	10.10%	(2.00)	6.68%	(2.88)	5.98%	(8.92)	5.41%	(1.16)
海融科技	14.04%	(0.94)	14.54%	0.07	14.85%	1.29	7.40%	(0.33)	7.83%	(0.01)	7.76%	0.64
宝立食品	14.52%	(0.12)	14.98%	(0.71)	14.38%	(0.48)	2.76%	(0.05)	3.72%	1.26	2.12%	(0.25)
日辰股份	8.81%	0.94	12.81%	2.88	5.28%	(2.83)	6.73%	(2.07)	9.62%	3.08	9.49%	(0.44)
餐供合计	9.42%	0.09	9.73%	(0.33)	9.45%	(0.46)	4.16%	0.14	4.45%	(0.42)	3.48%	(0.12)

资料来源: wind, 方正证券研究所

投资建议:政策支持下餐饮行业景气度有望加速提升，餐饮供应链有望率先迎来修复。面对市场变化，企业通过持续推出新品、开拓新渠道等方式提振业绩，但头部企业渠道把控能力较强，拥有大单品体量优势与新品研发优势的企业在渠道中话语权更强，且展现出较强的内生调整能力，1)在产品端，准确把握市场动向，产品推新速度领先同行；2)在渠道端，与大客户建立长期合作，研发速度、研发能力更好满足客户需求，客户关系稳定且渠道粘性较强。龙头企业兼具稳定性与成长性，行业份额有望加速向头部集中。

长期来看，1)连锁化率持续提升，在降本增效驱使下，行业景气度有望持续向上；2)仓储式会员店、连锁商超等选品模式商场将逐步取代传统商超，而餐饮供应链公司依托品牌及供应链优势、凭借优秀的研发创新能力以及长期服务大B客户的经验，具备竞争优势，在渠道拓展中有望依托大型商超的背书，强化企业形象，加强消费者触达，带来新的增长。

建议关注:宝立食品、安井食品、立高食品、千味央厨

图表25: 餐饮供应链主要企业 2024/25Q1 经营数据

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	25年PE	21年初至 今涨跌幅	24年初至 今涨跌幅	营业收入增速 1Q25	2024	归母净利润增速 1Q25	2024
603345.SH	安井食品	223.78	13.64	-57.43%	-23.11%	-3.92%	7.57%	-10.01%	0.46%
001215.SZ	千味央厨	25.79	22.30	18.75%	-49.41%	1.48%	-1.91%	-37.98%	-37.67%
002216.SZ	三全食品	101.37	18.00	-45.76%	-10.26%	-1.55%	-5.96%	-9.22%	-27.64%
300973.SZ	立高食品	74.63	22.34	-55.56%	-7.17%	14.14%	9.75%	15.11%	266.94%

资料来源: wind, 方正证券研究所

6 调味品: 动销偏弱+存量竞争下, 龙头表现更优

收入端看: 存量竞争+餐饮承压下, 收入端普遍承压, 海天增长稳健, 凸显韧性
基调: 整体餐饮端受外部消费环境影响, 呈现弱复苏态势。行业动销偏弱, 由此前的增量竞争转向存量竞争, 收入端普遍有压力, 但龙头海天改革后优势延续, 增长仍稳健。

1) 酱油端看: 24 全年海天/中炬/千禾总收入分别同比+9.5%/+7.4%/-4.2%, 其中: 龙头海天改革成效持续释放, 在行业普遍承压的环境中, 各品类实现稳健增长, 24 全年酱油/调味酱/蚝油/其他品类收入分别同比增长 8.9%/10.0%/8.6%/16.8%; 25Q1 海天/中炬/千禾总收入分别同比+8.1%/-25.8%/-7.1%。海天延续高韧性增长, 中炬收入端下滑幅度较大, 主要系春节错期、公司主动调整库存, 稳定价盘所致。

2) 非酱油端看: 安琪酵母海外市场 20%增长, 国内市场 Q1 需求端疲软下暂承压, 但海外高增带动下, 收入端仍延续增长。安琪酵母 24 全年/25Q1 收入分别同比+11.9%/+8.9%。恒顺醋业 24 全年/25Q1 收入分别同比+4.2%/+36.0%、涪陵榨菜 24 全年/25Q1 收入分别同比-2.6%/-4.8%。恒顺醋业 25Q1 收入端表现亮眼, 业绩超预期。

复调: 需求端表现好于基调, 天味 25Q1 收入承压主要系 24 年底发货较多, 25Q1 清理渠道库存。24 全年天味/宝立/日辰/仲景收入分别同比+10.4%/+11.9%/+12.6%/+10.4%。25Q1 天味/宝立/日辰/仲景收入分别同比-24.8%/+7.2%/+10.5%/+1.1%。增速环比下滑, 但整体表现好于基调。其中天味 25Q1 收入承压主要系 24 年底发货较多, 25Q1 清理渠道库存。

图表26: 调味品主要企业 24Q4/25Q1/24 全年收入/归母净利润变动 (亿元, %)

	收入						归母净利润					
	24Q4	同比	25Q1	同比	24全年	同比	24Q4	同比	25Q1	同比	24全年	同比
基础调味品-酱油												
海天味业	65.0	10.0%	83.2	8.1%	269.0	9.5%	15.3	17.8%	22.0	14.8%	63.4	12.8%
中炬高新	15.7	32.6%	11.0	-25.8%	55.2	7.4%	3.2	-89.3%	1.8	-24.2%	8.9	-47.4%
千禾味业	7.9	-10.3%	8.3	-7.1%	30.7	-4.2%	1.6	13.4%	1.6	3.7%	5.1	-3.1%
基础调味品-非酱油												
恒顺醋业	6.6	41.9%	6.3	36.0%	22.0	4.2%	0.1	-114.0%	0.6	2.4%	1.3	46.5%
安琪酵母	42.8	9.1%	37.9	8.9%	152.0	11.9%	3.7	3.6%	3.7	16.0%	13.2	4.3%
涪陵榨菜	4.2	-14.8%	7.1	-4.8%	23.9	-2.6%	1.3	-23.1%	2.7	0.2%	8.0	-3.3%
复合调味品												
天味食品	11.1	21.6%	6.4	-24.8%	34.8	10.4%	1.9	41.0%	0.7	-57.5%	6.2	36.8%
宝立食品	7.2	18.2%	6.7	7.2%	26.5	11.9%	0.6	-0.5%	0.6	-4.2%	2.3	-22.5%
日辰股份	1.1	14.9%	1.0	10.5%	4.0	12.6%	0.1	-36.5%	0.2	36.9%	0.6	13.2%
仲景食品	2.6	-0.4%	2.8	1.1%	11.0	10.4%	0.3	-18.8%	0.5	-4.8%	1.8	1.8%

资料来源: , 方正证券研究所

利润端看：成本红利释放，毛利率端改善明显，利润端表现优于收入

毛利率端看：原材料成本改善报表端兑现，毛利率提升明显

基调：1) 酱油：原材料成本改善报表端兑现，毛利率提升明显。24 全年海天/中炬/千禾毛利率分别同比+2.3/+7.1/+0.0pcts，其中：中炬毛利率改善幅度较大，我们认为除原材料成本改善外，内部改革成效也有一定贡献。25Q1 海天/中炬/千禾毛利率分别+2.7/+1.7/+2.9pcts，毛利率延续此前改善趋势；

2) 非酱油：25Q1 成本红利报表端兑现，恒顺醋业主要系产品结构影响，毛利率下滑。24 全年恒顺醋业/安琪酵母/涪陵榨菜毛利率分别同比+1.7/-0.7/+0.3pcts。25Q1 恒顺醋业/安琪酵母/涪陵榨菜毛利率分别同比-5.9/+1.3/+3.8pcts。

复调：原材料种类较多，不同原材料成本变动幅度存在差距，毛利率表现分化。24 全年天味/宝立/日辰/仲景毛利率分别同比+1.9/-0.3/-0.1/+0.1pcts，25Q1 天味/宝立/日辰/仲景毛利率分别同比-3.3/+0.6/+0.9/+1.4pcts。

图表27: 调味品行业主要企业 24Q4/25Q1/24 全年毛利率/销售费用率/毛销差变动（%，pcts）

	毛利率						销售费用率						毛销差					
	24Q4	同比	25Q1	同比	24全年	同比	24Q4	同比	25Q1	同比	24全年	同比	24Q4	同比	25Q1	同比	24全年	同比
基础调味品-酱油																		
海天味业	37.7%	5.3	40.0%	2.7	37.0%	2.3	6.6%	1.7	5.9%	0.4	6.1%	0.7	31.0%	3.6	34.1%	2.3	30.9%	1.5
中炬高新	45.8%	12.7	38.7%	1.7	39.8%	7.1	8.8%	-1.8	8.6%	0.9	9.1%	0.2	37.0%	14.6	30.1%	0.9	30.6%	6.8
千禾味业	40.1%	4.7	38.9%	2.9	37.2%	0.0	13.0%	1.1	12.5%	0.6	13.8%	1.5	27.1%	3.6	26.4%	2.3	23.4%	-1.5
基础调味品-非酱油																		
恒顺醋业	31.3%	-2.4	35.5%	-5.9	34.7%	1.7	19.0%	-16.8	17.1%	0.1	17.9%	-0.8	12.3%	14.4	18.4%	-6.0	16.8%	2.5
安琪酵母	24.1%	1.1	26.0%	1.3	23.5%	-0.7	5.8%	0.8	5.6%	0.7	5.5%	0.3	18.4%	0.3	20.4%	0.6	18.1%	-0.9
涪陵榨菜	43.4%	-7.3	56.0%	3.8	51.0%	0.3	12.3%	-0.9	12.9%	0.7	13.6%	0.2	31.1%	-6.3	43.0%	3.1	37.4%	0.1
复合调味品																		
天味食品	40.8%	0.5	40.7%	-3.3	39.8%	1.9	15.3%	-3.2	22.3%	5.2	13.0%	-2.4	25.5%	3.7	18.5%	-8.6	26.8%	4.3
宝立食品	35.5%	4.6	32.6%	0.6	32.8%	-0.3	15.0%	-0.7	14.4%	-0.5	14.5%	-0.1	20.5%	5.3	18.2%	1.0	18.3%	-0.2
日辰股份	39.3%	1.7	39.2%	0.9	38.7%	-0.1	12.8%	2.9	5.3%	-2.8	8.8%	0.9	26.5%	-1.2	33.9%	3.8	29.9%	-1.0
仲景食品	38.4%	-3.2	45.9%	1.4	41.7%	0.1	19.0%	1.9	18.6%	1.8	16.4%	1.4	19.4%	-5.1	27.3%	-0.4	25.3%	-1.3

资料来源：，方正证券研究所

费率端：基调销售费用率普遍有所提升，复调销售费用率表现分化；管理费用率表现分化。基础调味品行业销售费用率普遍提升，海天/中炬/千禾/恒顺醋业/安琪酵母/涪陵榨菜 24 全年销售费用率分别同比变动+0.7/+0.2/+1.5/-0.8/+0.3/+0.2pcts；25Q1 销售费用率分别同比+0.4/+0.9/+0.6/+0.1/+0.7/+0.7pcts。复合调味品行业 24 全年天味/宝立/日辰/仲景销售费用率分别同比变动-2.4/-0.1/+0.9/+1.4pcts；25Q1 销售费用率分别同比+5.2/-0.5/-2.8/+1.8pcts。管理费用率端，基础调味品方面，海天/中炬/千禾/恒顺醋业/安琪酵母/涪陵榨菜 24 全年管理费用率分别同比变动+0.1/-0.4/-1.4/+0.3/-0.1/+0.4pcts；25Q1 管理费用率分别同比+0.3/+1.7/基本持平/-2.3/-0.2/基本持平。复合调味品方面，天味/宝立/日辰/仲景 24 全年管理费用率分别同比变动-1.0/基本持平/-2.1/-0.4pcts；25Q1 管理费用率分别同比+2.0/-0.2/-0.4/+0.2pcts。

利润端：原材料成本改善在报表端兑现，毛利率有所提升。销售费用率普遍有所提升，利润端表现分化。具体看：海天/中炬/千禾/恒顺醋业/安琪酵母/涪陵榨菜 24 全年归母净利率分别同比+0.7/-16.8/+0.2/+1.7/-0.6/-0.3pcts；25Q1 归母净利率分别同比+1.5/+0.3/+2.0/-3.0/+0.6/+1.9pcts。复合调味品行业的天味/宝立/日辰/仲景 24 全年归母净利率分别同比变动+3.5/-3.9/+0.1/-1.3pcts；25Q1 归母净利率分别同比-9.0/-1.0/+3.4/-1.1pcts。

图表28: 调味品行业主要企业 24Q4/25Q1/24 全年管理费用率/归母净利率变动（%，pcts）

	管理费用率（%,pcts）						归母净利率（%,pcts）					
	24Q4	同比	25Q1	同比	24全年	同比	24Q4	同比	25Q1	同比	24全年	同比
基础调味品-酱油												
海天味业	2.7%	0.0	1.9%	0.3	2.2%	0.1	23.5%	1.6	26.5%	1.5	23.6%	0.7
中炬高新	6.8%	-4.4	8.1%	1.7	6.9%	-0.4	20.1%	-230.2	16.4%	0.3	16.2%	-16.8
千禾味业	0.1%	-3.2	2.7%	0.0	2.4%	-1.4	20.7%	4.3	19.3%	2.0	16.7%	0.2
基础调味品-非酱油												
恒顺醋业	5.3%	-0.9	3.9%	-2.3	5.2%	0.3	1.1%	12.0	9.0%	-3.0	5.8%	1.7
安琪酵母	3.1%	0.1	3.5%	-0.2	3.2%	-0.1	8.7%	-0.5	9.8%	0.6	8.7%	-0.6
涪陵榨菜	7.6%	2.7	2.6%	0.0	3.9%	0.4	30.3%	-3.3	38.2%	1.9	33.5%	-0.3
复合调味品												
天味食品	4.8%	-0.7	7.1%	2.0	5.3%	-1.0	17.3%	2.4	11.6%	-9.0	18.0%	3.5
宝立食品	3.7%	1.3	2.1%	-0.2	2.8%	0.0	8.3%	-1.6	8.7%	-1.0	8.8%	-3.9
日辰股份	9.6%	3.1	9.5%	-0.4	6.7%	-2.1	8.8%	-7.1	17.4%	3.4	15.8%	0.1
仲景食品	5.5%	-0.9	4.6%	0.2	4.6%	-0.4	10.2%	-2.3	17.5%	-1.1	16.0%	-1.3

资料来源：，方正证券研究所

展望&投资建议：存量竞争+动销偏弱环境下，关注龙头业绩的确定性，成本端红利有望延续。我们认为当前消费环境下，行业动销偏弱，行业龙头业绩确定性更优。期待后续政策催化下，餐饮需求逐步改善，带动调味品收入端加速修复。考虑到原材料成本红利有望延续，整体利润端表现预期更好。建议关注：改革成效持续兑现，龙头市占率不断提升的【海天味业】、海外核心市场保持高增的【安琪酵母】。

7 风险提示

食品安全风险、行业竞争加剧风险、宏观经济表现不及预期、行业需求表现不及预期、原材料成本波动风险、监管政策变化风险等

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com