

食品饮料

大众品 2025 年&26Q1 总结：成长提速，需求修复

零食：26Q1 收入增长提速，成本红利呈现分化。2025 年零食板块合计实现营收 523.3 亿元，同比-4.7%，行业成长性呈现一定分化，新兴渠道增速贡献环比减少，行业驱动力更多来自于大单品的支撑，契合健康化需求方向，培育燕麦、魔芋等大单品的公司成长性更为显著，而主动调整渠道运营的公司营收相对承压。25Q4 零食板块营收 134.3 亿元，同比-12.1%，降速主因春节错期，备货周期延后。26Q1 营收 163.9 亿元，同比+13.6%，在春节错期带动下呈现显著改善趋势，其中礼赠属性明确的洽洽食品、快速扩充渠道的友友食品增长更为显著，西麦食品延续优秀成长性。合并考虑 25Q4 及 26Q1，零食板块营收同比+0.4%。2025 年零食板块扣非归母净利润 16.9 亿元，同比-46.3%，油脂、瓜子、坚果等品类成本压力及电商费率提升双向挤压板块利润表现，25Q4 扣非归母净利润 2.2 亿元，同比-63.7%，规模效应减少背景下利润更为承压，26Q1 扣非归母净利润 9.8 亿元，同比+56.9%，整体利润显著修复，一方面年货节阶段核心贡献利润，另一方面瓜子、燕麦等品类成本红利带动明确，洽洽食品、西麦食品均实现显著利润提速，合并考虑 25Q4 及 26Q1，零食板块扣非归母净利润同比-2.2%。2025 年零食板块毛利率 28.6%，同比-1.3pct，成本压力导致毛利率下行，25Q4 瓜子等品类进入新采购季，价格下行释放成本红利，25Q4 毛利率 27.6%，同比+0.4pct，26Q1 毛利率 28.9%，同比+0.6pct。2025 年销售费用率 17.5%，同比+0.8pct，行业供需结构调整背景下，费用投放总额基本延续此前趋势，规模效应收窄导致费用率提升，25Q4 销售费用率 16.2%，同比+0.5pct，26Q1 销售费用率 16.1%，同比-1.7pct，春节错期规模效应带动费用率下降。2025 年零食板块扣非归母净利率 3.2%，同比-2.5pct，成本及费用双向挤压利润表现，25Q4 扣非归母净利率 1.6%，同比-2.3pct，26Q1 扣非归母净利率 6.0%，同比+1.7pct，年货节顺利提振净利率。

乳制品：行业需求回暖，利润弹性释放。2025 年乳制品板块合计实现营收 1793.5 亿元，同比+0.02%，其中液奶需求仍有一定承压，结构性增长机会在于低温替代常温，以及奶酪、奶粉等品类国产替代。25Q4 板块营收 412.6 亿元，同比-2.2%，春节错期形成一定压力，26Q1 营收 510.7 亿元，同比+4.9%，一方面春节错期显著带动，另一方面渠道库存良性、终端价盘修复，印证乳制品需求正在逐步走出此前底部阶段，龙头伊利股份营收同比+5.5%增长提速，核心布局低温的新乳业、主动拓展渠道的天润乳业均实现优秀表现，合并 25Q4 及 26Q1，乳制品板块营收同比+1.6%。2025 年乳制品归母净利润 118.9 亿元，同比+29.4%，利润弹性释放主因原奶成本红利，以及乳企存货减值减少，25Q4 行业归母净利润 1.4 亿元，同比+105.4%，主因龙头伊利股份减值收窄，26Q1 行业归母净利润 59.1 亿元，同比+11.0%，春节规模效应带动显著，伊利股份、新乳业、三元乳业均实现净利率提升，天润乳业淘牛减亏释放利润空间，合并 25Q4 及 26Q1，乳制品板块归母净利润同比+119.5%。2025 年乳制品行业毛利率 30.5%，同比+0.3pct，主因原奶成本红利，25Q4 毛利率 28.1%，同比+0.3pct，26Q1 毛利率 33.4%，同比+0.1pct，均延续提升趋势。2025 年销售费用率 17.0%，同比-0.3pct，预计与行业渠道库存恢复良性后，主动控制部分费投相关，25Q4 销售费用率 17.6%，同比+1.3pct，26Q1 销售费用率 15.7%，同比-0.2pct，与春节错期相关。2025 年净利率 6.5%，同比+1.5pct，主要来自于成本红利及减值收窄，25Q4 净利率 0.0%，同比+6.1pct，26Q1 净利率 11.6%，同比+0.5pct，利润弹性正逐步释放。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

分析师 陈熠

执业证书编号：S0680523080003

邮箱：chenyi5@gszq.com

分析师 黄越

执业证书编号：S0680525050002

邮箱：huangyue1@gszq.com

分析师 王玲瑶

执业证书编号：S0680524060005

邮箱：wanglingyao@gszq.com

研究助理 吴林轩

执业证书编号：S0680124070006

邮箱：wulinxuan@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料：周观点：Q1 喜讯频传，底部蕴含机遇》 2026-04-26
- 2、《食品饮料：周观点：26Q1 GDP 增长提速，茅台 25Q4 理性出清》 2026-04-19
- 3、《食品饮料：周观点：3 月 CPI 延续上行，业绩窗口关注绩优标的》 2026-04-12

饮料：淡季平稳过渡，龙头增长强劲。2025 年饮料板块 A 股合计实现营业收入 462.4 亿元，同比+6.5%；25Q4 实现营业收入 113.0 亿元，同比+0.3%；26Q1 实现营业收入 142.7 亿元，同比+19.6%，我们判断 25Q4 因饮料淡季而增速有所放缓，26Q1 为旺季将至而提前备货，增速较快，其中香飘飘、养元饮品、东鹏饮料增速较快，合并考虑 25Q4 及 26Q1，饮料板块营收同比+10.2%。2025 年饮料板块 A 股合计实现归母净利润 74.7 亿元，同比-0.9%；25Q4 实现归母净利润 12.9 亿元，同比-33.4%；26Q1 实现归母净利润 28.3 亿元，同比+29.4%，26Q1 香飘飘、佳禾食品、泉阳泉、东鹏饮料等利润增速表现突出，合并考虑 25Q4 及 26Q1，饮料板块归母净利润同比-0.1%。2025 年饮料板块 A 股实现毛利率为 41.6%，同比+0.1pct；25Q4 毛利率为 40.3%，同比-1.4pct；26Q1 毛利率为 44.0%，同比+2.2pct，26Q1 香飘飘、均瑶健康、维维股份等毛利率提升显著。2025 年饮料板块 A 股实现净利率为 16.1%，同比-1.3pct；25Q4 净利率为 11.1%，同比-6.1pct；26Q1 净利率为 19.9%，同比+1.5pct，26Q1 香飘飘净利率提升最为亮眼。2025 年饮料板块 A 股销售费用率为 15.8%，同比+0.6pct；25Q4 销售费用率为 16.7%，同比+2.4pct；26Q1 销售费用率为 14.9%，同比持平。2025 年饮料板块 A 股管理费用率为 4.2%，同比+0.1pct；25Q4 管理费用率为 4.9%，同比+0.7pct；26Q1 管理费用率为 3.4%，同比-0.3pct，26Q1 企业在费用投放方面更为克制。2025 年饮料板块 H 股合计实现营业收入 1996.8 亿元，同比+0.9%；25H2 实现营业收入 966.1 亿元，同比+1.2%，其中农夫山泉和西藏水资源增速表现亮眼。2025 年饮料板块 H 股合计实现归母净利润 248.4 亿元，同比+22.1%；25H2 实现归母净利润 119.4 亿元，同比+30.4%，其中西藏水资源、农夫山泉和康师傅控股增速较为突出。

保健品：压力集中释放，关注格局改善。2025 年保健品板块合计实现营业收入 230.5 亿元，同比-1.5%，根据魔镜洞察数据，2025 年保健食品类销售额 1244.8 亿元，同比+19.9%，但行业竞争激烈，汤臣倍健、西王食品等表现承压，科拓生物、百龙创园等增长亮眼；25Q4 实现营业收入 54.0 亿元，同比-0.9%，汤臣倍健有所修复，仙乐健康、金达威、西王食品承压；26Q1 实现营业收入 57.8 亿元，同比+1.4%，行业整体迎来修复；合并考虑 25Q4+26Q1，保健品板块营收同比+0.2%。2025 年保健品板块合计实现归母净利润 8.9 亿元，同比-47.2%，板块收入增长承压、部分原材料价格上涨，且西王食品对 Iovate 计提商誉和无形资产减值、仙乐健康计提 BF 个人护理减值损失 1.95 亿元、金达威对 Zipfizz 计提商誉减值。25Q4 实现归母净利润-13.3 亿元，同比-336.2%，主要为上述减值影响；26Q1 实现归母净利润 6.5 亿元，同比-25.8%，行业保持较高强度竞争，企业整体费用投入加大；合并考虑 25Q4+26Q1，保健品板块归母净利润同比-221.0%。2025 年保健品板块实现毛利率为 42.0%，同比-0.5pct，乳清蛋白等部分原料涨价小幅影响毛利率；25Q4 毛利率为 37.9%，同比-1.4pct；26Q1 毛利率为 44.5%，同比-0.8pct。2025 年保健品板块销售费用率为 18.4%，同比-1.3pct；25Q4 销售费用率为 22.2%，同比+4.1pct；26Q1 销售费用率为 18.3%，同比+2.2pct，龙头汤臣倍健增加费用投放及新品推广。2025 年保健品板块管理费用率为 8.5%，同比+0.3pct；25Q4 管理费用率为 10.1%，同比-0.7pct；26Q1 管理费用率为 8.1%，同比+0.2pct，整体表现稳定。2025 年保健品板块实现净利率为 2.1%，同比-4.4pct；25Q4 净利率为-32.0%，同比-24.0pct；26Q1 净利率为 11.0%，同比-4.1pct。近日市场监管总局正式印发《关于开展网络食品销售虚假宣传专项整治行动的通知》，决定在全国范围内开展为期半年的专项整治行动，严打“碰瓷疗效”式虚假宣传、“花样忽悠”式营销乱象、“甩手掌柜”式平台责任缺失。未来监管趋严趋势下，我们认为龙头有望凭借强品牌力、规范化营销体系等加速抢占市场份额，建议重点关注行业集中度提升趋势。

投资建议：26Q1 大众品普遍迎来向好改善趋势，一方面行业需求正呈现积极改善迹象，另一方面部分公司培育大单品、拓展渠道、推动终端价盘及渠道库存改善，均呈现优秀表现。聚焦复苏与成长双主线：**1）复苏主线乳制品供需两端改善，β弱修复可期：**新乳业、伊利股份、三元股份、天润乳业等；**2）成长主线布局零食、饮料及α个股：**鸣鸣很忙、万辰集团、H&H 国际控股、盐津铺子、西麦食品、有友食品、卫龙美味、农夫山泉、东鹏饮料、安琪酵母、泉阳泉等。

风险提示：行业竞争加剧，大单品推广不及预期，原材料成本超预期上涨，食品安全问题。



更多研报关注公众号：国盛证券研究

内容目录

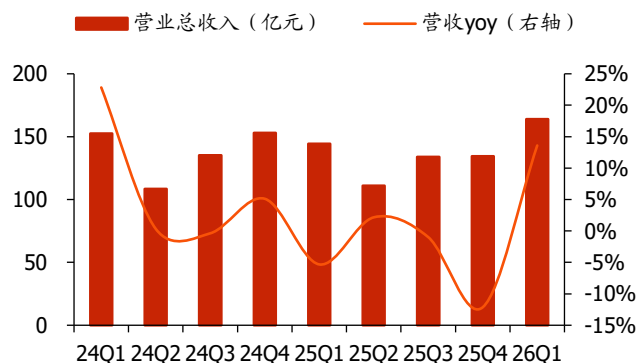
一、零食：26Q1 收入增长提速，成本红利呈现分化	5
二、乳制品：行业需求回暖，利润弹性释放	7
三、饮料：淡季平稳过渡，龙头增长强劲	9
四、保健品：压力集中释放，关注格局改善	12
五、风险提示	14

图表目录

图表 1: 零食板块单季度营业总收入（亿元）及增速（%）	5
图表 2: 零食板块单季度归母净利润、扣非归母净利润（亿元）及增速（%）	5
图表 3: 零食板块公司营业总收入、扣非归母净利润（亿元）及增速（%）	5
图表 4: 零食板块公司毛利率、扣非归母净利率（%）及同比变化（pct）	6
图表 5: 零食板块公司销售费用率、管理费用率（%）及同比变化（pct）	6
图表 6: 乳制品板块单季度营业总收入（亿元）及增速（%）	7
图表 7: 乳制品板块单季度归母净利润、扣非归母净利润（亿元）及增速（%）	7
图表 8: 乳制品板块公司营业总收入、归母净利润（亿元）及增速（%）	7
图表 9: 乳制品板块公司毛利率、净利率（%）及同比变化（pct）	8
图表 10: 保健品板块公司销售费用率、管理费用率（%）及同比变化（pct）	8
图表 11: A 股饮料板块单季度营业总收入（亿元）及增速（%）	9
图表 12: A 股饮料板块单季度归母净利润、扣非归母净利润（亿元）及增速（%）	9
图表 13: A 股饮料板块公司营业总收入、归母净利润（亿元）及增速（%）	9
图表 14: A 股饮料板块公司毛利率、净利率（%）及同比变化（pct）	10
图表 15: A 股饮料板块公司销售费用率、管理费用率（%）及同比变化（pct）	10
图表 16: H 股饮料板块公司营业总收入、归母净利润（亿元）及增速（%）	11
图表 17: 保健品板块单季度营业总收入（亿元）及增速（%）	12
图表 18: 保健品板块单季度归母净利润、扣非归母净利润（亿元）及增速（%）	12
图表 19: 保健品板块公司营业总收入、归母净利润（亿元）及增速（%）	12
图表 20: 保健品板块公司毛利率、净利率（%）及同比变化（pct）	13
图表 21: 保健品板块公司销售费用率、管理费用率（%）及同比变化（pct）	13

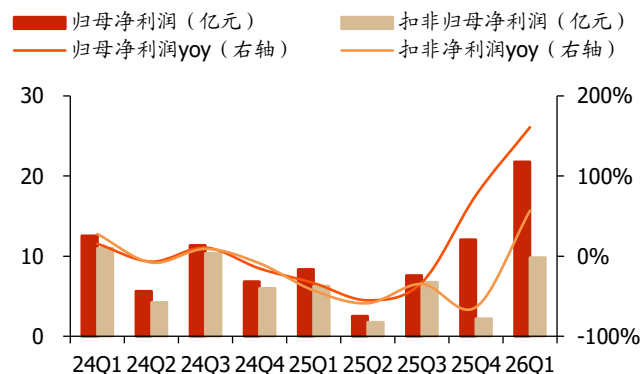
一、零食：26Q1 收入增长提速，成本红利呈现分化

图表1：零食板块单季度营业总收入（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：零食板块单季度归母净利润、扣非归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表3：零食板块公司营业总收入、扣非归母净利润（亿元）及增速（%）

	营业总收入（亿元，%）						扣非归母净利润（亿元，%）					
	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY
洽洽食品	65.7	-7.8	22.2	41.5	20.7	-12.7	2.5	-67.7	1.5	156.5	1.4	-37.1
好想你	13.3	-20.5	5.1	22.4	2.7	-46.1	-0.7	17.0	0.3	17.0	-0.8	-344.9
盐津铺子	57.6	8.6	15.8	2.9	13.4	-7.5	7.1	25.9	2.0	30.5	1.6	12.1
甘源食品	21.0	-7.1	6.2	22.5	5.6	-13.6	1.9	-44.3	0.6	29.0	0.5	-45.8
劲仔食品	24.4	1.3	7.4	24.2	6.3	-0.9	2.0	-22.8	0.7	23.0	0.6	-16.9
三只松鼠	101.9	-4.1	38.4	3.0	24.3	-29.6	0.5	-84.5	2.5	51.6	-0.1	-114.7
有友食品	15.9	34.4	5.3	39.6	3.4	16.4	1.6	25.4	0.6	35.5	0.0	-82.4
良品铺子	54.9	-23.4	20.4	17.8	13.5	-19.9	-1.8	-137.6	0.4	210.9	-0.3	56.0
来伊份	38.2	13.3	10.4	-1.1	9.6	13.9	-2.1	-132.3	-0.2	-512.0	-0.7	-389.7
桃李面包	54.5	-10.5	11.7	-2.6	14.0	-2.8	2.7	-45.9	0.5	-39.0	-0.2	-123.7
黑芝麻	22.6	-8.4	6.5	46.2	7.9	-10.1	-0.3	-142.0	0.3	2466.8	-0.22	-195.2
青岛食品	5.5	3.7	1.5	12.9	1.2	-6.8	1.0	23.8	0.3	7.8	0.1	154.6
桂发祥	4.7	-4.9	1.5	0.7	0.9	0.7	-0.25	-203.1	0.1	11.0	-0.3	-164.6
西麦食品	22.4	18.1	8.2	25.6	5.4	17.4	1.6	46.7	1.0	82.3	0.4	63.3
元祖股份	20.8	-10.1	3.3	-1.4	5.3	29.4	1.08	-53.5	-0.7	-37.5	0.2	215.6
零食板块合计	523.3	-4.7	163.9	13.6	134.3	-12.1	16.9	-46.3	9.8	56.9	2.2	-63.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4: 零食板块公司毛利率、扣非归母净利率(%)及同比变化(pct)

	毛利率(%, pct)						扣非归母净利率(%, pct)					
	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY
洽洽食品	23.4	-5.4	25.1	5.6	26.6	0.8	3.8	-7.0	6.7	3.0	6.5	-2.5
好想你	29.1	6.5	36.2	2.2	31.1	12.4	-5.0	-0.2	6.8	-0.3	-28.7	-25.2
盐津铺子	30.8	0.1	31.8	3.4	32.4	4.8	12.4	1.7	12.9	2.7	12.1	2.1
甘源食品	34.8	-0.7	33.9	-0.4	34.2	-1.0	9.1	-6.0	9.6	0.5	9.0	-5.4
劲仔食品	29.3	-1.2	27.0	-2.9	29.4	-1.6	8.2	-2.6	8.9	-0.1	9.4	-1.8
三只松鼠	24.4	0.2	27.3	0.6	21.7	0.0	0.5	-2.5	6.4	2.1	-0.3	-1.8
有友食品	25.7	-3.2	24.3	-2.8	19.9	-5.8	9.9	-0.7	11.0	-0.3	1.1	-6.0
良品铺子	24.8	-1.3	27.3	2.7	24.4	0.6	-3.2	-2.2	2.2	4.5	-2.3	1.9
来伊份	30.5	-10.5	26.0	-8.6	27.4	-14.3	-5.5	-2.8	-2.1	-2.6	-7.6	-5.8
桃李面包	22.5	-0.9	21.0	-1.0	21.0	-1.0	4.9	-3.2	4.1	-2.5	-1.4	-7.2
黑芝麻	23.0	-0.8	21.6	1.7	23.8	-1.6	-1.3	-4.0	5.1	5.4	-2.8	-5.4
青岛食品	39.6	3.8	40.1	1.3	39.6	8.4	17.9	2.9	19.6	-0.9	8.0	5.1
桂发祥	44.9	-1.1	46.3	2.6	43.8	-1.4	-5.3	-10.3	4.7	0.4	-27.6	-17.1
西麦食品	42.0	0.6	44.1	0.4	36.7	-0.7	7.2	1.4	11.8	3.7	6.5	1.8
元祖股份	62.0	-1.3	60.9	-0.6	55.5	-3.2	5.2	-4.8	-22.0	-6.2	3.4	7.2
零食板块合计	28.6	-1.3	28.9	0.6	27.6	0.4	3.2	-2.5	6.0	1.7	1.6	-2.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

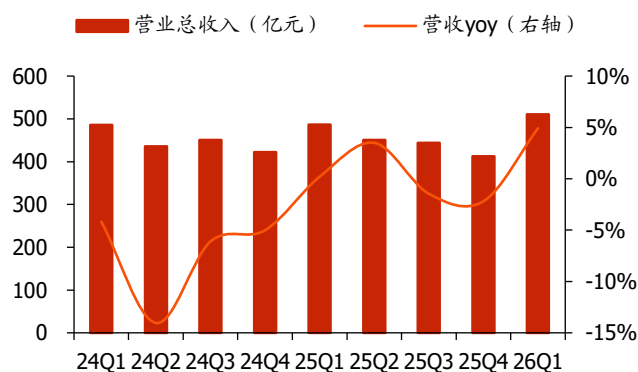
图表5: 零食板块公司销售费用率、管理费用率(%)及同比变化(pct)

	销售费用率(%, pct)						管理费用率(%, pct)					
	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY
洽洽食品	11.2	1.2	11.7	1.1	11.0	1.2	4.8	0.5	3.7	-1.0	3.8	0.3
好想你	22.0	1.1	21.5	0.4	28.1	11.3	8.0	1.3	5.8	-0.6	13.2	8.4
盐津铺子	10.5	-2.0	11.2	0.0	12.5	0.9	3.3	-0.8	3.4	0.0	2.8	-1.6
甘源食品	17.7	5.0	17.3	-0.1	16.6	3.8	4.6	0.8	3.5	-1.3	4.5	0.8
劲仔食品	13.1	1.1	10.6	-2.8	11.0	0.4	4.5	0.7	3.7	-0.3	5.3	1.0
三只松鼠	19.7	2.2	15.9	-2.8	16.7	0.1	2.9	0.9	2.2	0.5	2.9	0.9
有友食品	9.0	-1.7	6.9	-2.0	11.0	1.0	3.6	-0.7	2.5	-0.6	5.9	-0.2
良品铺子	23.4	2.4	21.0	-2.7	20.9	-1.8	4.0	-0.7	2.8	-0.2	4.3	0.8
来伊份	23.1	-5.2	16.3	-5.6	20.9	-5.2	11.1	-2.3	10.6	-0.3	10.5	-2.7
桃李面包	8.8	0.9	8.7	0.1	9.2	1.3	2.3	0.1	2.6	0.6	2.9	0.3
黑芝麻	11.1	2.0	9.4	0.4	10.9	0.5	6.4	0.9	3.4	-3.6	5.4	0.2
青岛食品	8.2	2.5	8.0	3.1	13.7	7.2	6.9	-0.2	5.7	0.0	15.2	2.8
桂发祥	36.4	5.4	30.0	1.3	51.2	6.7	12.1	2.8	9.8	-0.1	17.5	5.6
西麦食品	26.6	-1.4	24.9	-4.3	19.0	-5.0	5.8	-0.3	4.1	-0.2	8.3	0.7
元祖股份	46.0	3.9	73.5	8.9	45.5	-4.4	4.9	0.4	7.4	1.5	6.2	-1.3
零食板块合计	17.5	0.8	16.1	-1.7	16.2	0.5	4.6	0.2	3.8	-0.2	4.9	0.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

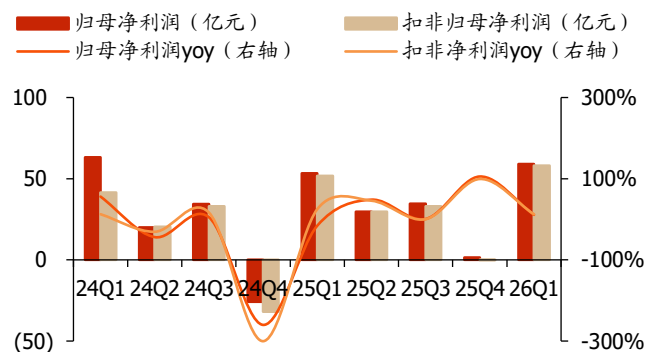
二、乳制品：行业需求回暖，利润弹性释放

图表6：乳制品板块单季度营业总收入（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表7：乳制品板块单季度归母净利润、扣非归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：乳制品板块公司营业总收入、归母净利润（亿元）及增速（%）

	营业总收入（亿元，%）						归母净利润（亿元，%）					
	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY
伊利股份	1159.3	0.1	348.2	5.5	253.7	-5.1	115.7	36.8	53.9	10.7	11.4	147.2
光明乳业	239.0	-1.6	62.1	-2.5	56.6	-3.4	-1.5	-120.7	0.7	-52.7	-2.4	-139.0
新乳业	112.3	5.3	28.4	8.3	28.0	11.3	7.3	36.0	1.9	39.9	1.1	69.3
三元股份	63.4	-9.6	17.2	4.5	14.7	-9.1	-2.3	-511.6	1.0	14.3	-4.6	-848.8
天润乳业	27.5	-1.9	6.7	6.8	6.8	4.6	0.4	-5.0	0.3	140.6	0.5	143.6
皇氏集团	17.7	-13.4	4.4	-1.4	4.6	-14.5	-4.5	34.1	0.0	-28.4	-4.0	40.0
燕塘乳业	15.9	-8.5	3.3	-0.4	4.1	-5.2	0.6	-43.9	0.0	-99.4	0.0	-80.0
庄园牧场	9.2	3.4	2.5	16.7	2.9	21.1	-0.7	55.2	-0.3	-21.4	-0.3	45.7
西部牧业	9.2	-1.4	2.4	28.9	2.6	9.2	-0.5	57.4	0.0	150.5	-0.1	81.9
阳光乳业	4.8	-8.1	1.0	-7.0	1.2	-9.7	1.0	-8.8	0.2	-13.5	0.2	-41.3
熊猫乳品	8.1	6.1	2.0	20.3	2.3	15.2	1.1	5.4	0.2	24.1	0.4	48.7
麦趣尔	6.0	-5.4	1.3	-13.8	1.4	-13.2	-1.03	55.4	-0.13	-1976.2	-0.70	51.5
贝因美	27.8	0.1	6.6	-9.7	7.4	8.1	1.5	49.7	0.4	-9.0	0.5	53.4
妙可蓝多	56.3	16.3	16.3	31.8	16.8	34.1	1.2	4.3	0.8	-8.3	-0.6	-301.0
一鸣食品	29.0	5.6	6.4	-2.0	7.6	9.4	0.5	76.9	0.2	18.9	0.0	160.1
品渥食品	7.9	-9.7	1.9	6.8	2.0	-15.1	0.1	-28.1	0.0	-129.7	-0.1	-156.1
乳制品板块合计	1793.5	0.0	510.7	4.9	412.6	-2.2	118.9	29.4	59.1	11.0	1.4	105.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表9: 乳制品板块公司毛利率、净利率(%)及同比变化(pct)

	毛利率(%, pct)						净利率(%, pct)					
	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY
伊利股份	34.6	0.7	38.4	0.7	31.9	1.1	10.0	2.6	15.7	0.6	4.3	13.5
光明乳业	17.3	-2.0	15.9	-2.8	16.0	-3.1	-1.1	-3.1	0.4	-2.0	-5.8	-17.0
新乳业	29.2	0.8	30.0	0.5	28.3	2.3	6.7	1.6	6.7	1.5	4.0	1.5
三元股份	22.1	-0.8	23.1	-1.3	20.2	0.4	-3.9	-4.7	5.6	0.3	-32.0	-28.4
天润乳业	16.1	-0.7	18.4	3.8	15.7	3.6	0.5	0.0	4.1	18.3	7.4	5.5
皇氏集团	21.2	-3.2	23.6	-4.0	13.8	-10.6	-25.9	7.5	0.8	-0.7	-88.8	36.4
燕塘乳业	24.9	-0.4	25.3	1.1	23.6	-0.4	3.7	-2.3	0.0	-2.5	1.2	-3.9
庄园牧场	24.0	8.2	17.3	-2.6	32.0	3.1	-8.1	10.6	-12.8	-0.5	-8.9	10.9
西部牧业	10.9	4.1	10.3	2.7	13.5	16.5	-3.0	8.0	3.5	8.1	-1.7	25.6
阳光乳业	39.5	1.6	35.2	-0.4	38.1	-2.3	21.5	-0.3	19.1	-1.4	13.7	-7.7
熊猫乳品	25.6	-2.8	26.0	1.0	23.8	-5.5	12.8	-0.6	8.0	0.3	14.9	2.6
麦趣尔	22.5	6.3	24.8	-3.1	19.0	1.1	-17.3	19.3	-10.5	-11.0	-51.3	40.0
贝因美	44.0	1.0	40.5	-5.0	41.1	-2.1	5.8	1.9	6.0	-0.2	6.4	1.7
妙可蓝多	29.0	0.7	29.8	-1.7	26.8	0.3	2.1	-0.2	4.6	-2.0	-3.4	-5.7
一鸣食品	27.5	-1.0	26.8	-2.1	23.5	-1.9	1.8	0.7	2.5	0.4	0.6	1.8
品渥食品	16.2	-1.4	20.1	1.5	15.3	-6.2	0.6	-0.2	-0.9	-4.3	-3.5	-8.9
乳制品板块合计	30.5	0.3	33.4	0.1	28.1	0.3	6.5	1.5	11.6	0.5	0.0	6.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

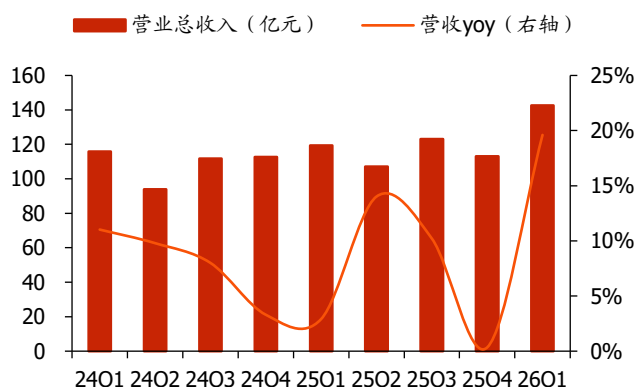
图表10: 保健品板块公司销售费用率、管理费用率(%)及同比变化(pct)

	销售费用率(%, pct)						管理费用率(%, pct)					
	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY
伊利股份	18.6	-0.4	16.7	-0.2	19.7	1.6	4.0	0.2	3.7	-0.1	4.8	0.7
光明乳业	12.0	-0.3	9.3	-0.9	13.4	2.1	3.4	-0.3	3.1	0.1	4.1	0.9
新乳业	16.1	0.6	17.1	0.1	16.5	1.9	3.2	-0.4	3.5	-0.1	3.4	2.1
三元股份	15.1	-2.1	16.6	-1.3	9.6	-6.3	4.6	0.8	3.6	-0.5	6.4	1.7
天润乳业	6.2	0.7	9.0	2.1	5.7	2.1	3.7	0.0	4.2	0.0	3.9	-0.4
皇氏集团	13.2	0.5	10.6	0.7	16.7	-0.1	8.2	1.8	6.1	-1.2	10.3	3.6
燕塘乳业	13.2	1.7	16.7	3.3	15.5	4.2	5.8	0.7	6.2	-0.1	6.1	0.9
庄园牧场	11.8	-3.6	13.8	-2.1	9.6	-6.9	8.9	0.0	7.6	-2.0	7.4	-0.2
西部牧业	3.4	-2.1	3.6	-0.6	3.7	-3.1	7.6	1.3	6.5	-0.8	9.8	-0.1
阳光乳业	9.1	0.6	8.5	0.2	11.8	0.4	5.8	0.6	5.0	-0.5	7.6	0.3
熊猫乳品	5.0	0.1	6.3	0.9	5.5	0.9	6.6	0.8	8.2	1.0	7.9	2.4
麦趣尔	23.4	5.5	24.4	8.6	28.4	8.3	9.4	-4.8	10.1	-0.5	9.9	-15.7
贝因美	28.1	1.7	24.5	-5.3	25.0	3.5	7.6	0.1	7.4	1.5	9.8	0.5
妙可蓝多	17.8	-1.3	18.9	2.1	18.6	0.0	5.2	-0.4	4.2	-0.7	3.3	-2.9
一鸣食品	18.0	-0.4	16.1	-1.9	15.1	-0.6	4.3	-1.0	4.7	-0.1	4.2	-0.5
品渥食品	12.8	-0.3	16.0	3.5	13.7	3.5	3.1	-0.2	3.2	-0.5	2.8	-0.1
乳制品板块合计	17.0	-0.3	15.7	-0.2	17.6	1.3	4.1	0.1	3.8	-0.1	4.8	0.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

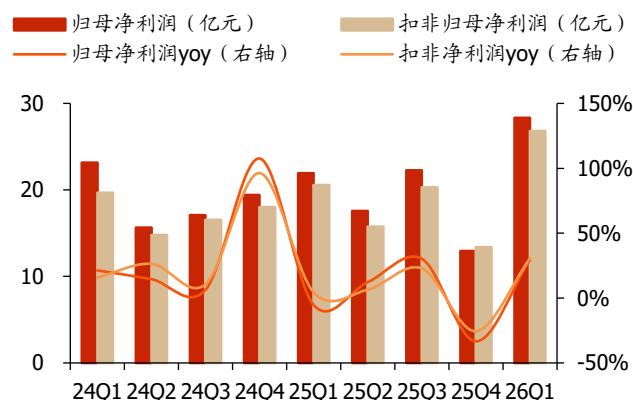
三、饮料：淡季平稳过渡，龙头增长强劲

图表11: A 股饮料板块单季度营业总收入（亿元）及增速（%）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表12: A 股饮料板块单季度归母净利润、扣非归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表13: A 股饮料板块公司营业总收入、归母净利润（亿元）及增速（%）

	营业总收入（亿元，%）						归母净利润（亿元，%）					
	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY
东鹏饮料	208.8	31.8	58.9	21.5	40.3	22.9	44.2	32.7	12.6	28.3	6.5	5.7
香飘飘	29.3	-11.0	8.8	51.4	12.4	-7.9	1.0	-62.4	0.9	597.4	1.8	-21.7
李子园	13.0	-8.4	3.0	-6.4	3.2	-8.2	2.0	-12.3	0.5	-19.1	0.5	-27.3
欢乐家	15.0	-19.1	4.3	-3.7	4.6	-10.9	0.4	-70.0	0.4	8.5	0.3	-47.1
均瑶健康	13.3	-8.7	4.3	7.3	2.4	-15.9	-1.9	-553.3	0.09	-20.6	-1.9	-139.2
承德露露	31.7	-3.5	11.4	13.7	12.2	7.9	6.3	-5.9	2.5	15.3	2.4	-1.5
养元饮品	53.4	-11.9	25.6	37.5	14.3	-21.8	12.6	-26.8	8.1	25.8	1.4	-71.4
维维股份	33.5	-8.4	9.5	11.3	9.6	2.9	3.3	-18.6	0.8	18.7	0.9	-43.5
百润股份	29.4	-3.4	8.0	8.5	6.7	1.8	6.4	-11.4	2.2	19.3	0.9	-39.2
泉阳泉	12.6	5.0	3.4	10.0	2.4	-21.0	0.2	145.5	0.1	96.6	-0.1	37.2
佳禾食品	22.6	-2.4	5.5	-3.0	4.9	-22.7	0.3	-63.3	0.2	356.3	0.05	274.2
A 股饮料板块合计	462.4	6.5	142.7	19.6	113.0	0.3	74.7	-0.9	28.3	29.4	12.9	-33.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表14: A 股饮料板块公司毛利率、净利率 (%) 及同比变化 (pct)

	毛利率 (% , pct)						净利率 (% , pct)					
	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY
东鹏饮料	44.9	0.1	46.9	2.4	43.8	-0.1	21.1	0.1	21.3	1.1	16.2	-2.6
香飘飘	37.1	-1.2	40.8	9.7	42.9	-0.8	3.2	-4.4	10.6	13.9	14.8	-2.6
李子园	39.3	0.2	37.7	-5.1	39.0	0.4	15.1	-0.7	17.7	-2.9	14.9	-4.1
欢乐家	29.6	-4.4	32.6	1.2	30.5	-3.0	2.9	-5.0	8.6	1.0	7.3	-5.0
均瑶健康	27.7	-2.6	37.5	4.6	11.8	-20.6	-18.2	-15.9	2.4	0.0	-97.8	-69.2
承德露露	44.7	3.8	49.3	1.2	43.3	3.5	19.8	-0.5	21.8	0.3	20.0	-1.9
养元饮品	42.8	-3.7	44.8	-1.4	38.1	-8.5	23.6	-4.8	31.6	-2.9	9.8	-17.1
维维股份	28.4	1.4	28.8	4.1	30.4	-7.8	9.9	-1.3	8.8	0.6	9.6	-8.1
百润股份	69.2	-0.5	70.3	0.7	65.5	-2.6	21.7	-1.8	27.1	2.4	13.1	-8.8
泉阳泉	36.4	4.5	37.1	3.5	37.6	11.1	4.2	1.3	5.3	2.2	0.1	3.9
佳禾食品	13.0	-3.1	13.9	1.9	14.6	0.5	1.5	-2.2	3.4	2.5	1.1	0.8
A 股饮料板块合计	41.6	0.1	44.0	2.2	40.3	-1.4	16.1	-1.3	19.9	1.5	11.1	-6.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表15: A 股饮料板块公司销售费用率、管理费用率 (%) 及同比变化 (pct)

	销售费用率 (% , pct)						管理费用率 (% , pct)					
	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY
东鹏饮料	16.3	-0.6	17.4	0.7	19.6	0.8	2.8	0.1	2.8	0.3	4.1	0.4
香飘飘	23.9	0.7	19.5	-7.3	16.0	-0.9	7.2	0.4	6.2	-3.2	4.5	0.6
李子园	14.8	0.6	11.8	1.1	12.9	1.7		0.9	7.2	0.6	7.7	2.0
欢乐家	14.5	-1.3	11.7	-1.4	11.9	-1.1	8.7	1.4	7.9	1.1	8.2	0.7
均瑶健康	23.2	6.4	23.9	5.2	34.1	6.9	11.0	1.2	7.0	-1.5	18.1	3.8
承德露露	16.8	4.1	18.7	0.5	13.8	5.6	1.4	-0.3	1.2	0.1	0.3	-1.4
养元饮品	12.2	0.4	6.5	-2.4	12.0	1.9	1.8	0.5	0.9	-0.2	2.1	2.0
维维股份	7.5	1.2	9.9	3.5	8.8	5.2	6.5	0.7	4.9	-1.3	6.0	0.3
百润股份	24.7	0.1	21.4	0.1	32.5	6.0	8.1	1.4	7.1	-0.3	10.5	1.9
泉阳泉	11.8	-1.6	15.6	1.1	15.0	-0.1	9.7	-0.3	7.6	-1.0	17.3	4.2
佳禾食品	7.2	0.5	7.1	0.0	8.7	0.9	3.5	-0.4	3.3	-0.1	4.6	0.4
A 股饮料板块合计	15.8	0.6	14.9	0.0	16.7	2.4	4.2	0.1	3.4	-0.3	4.9	0.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

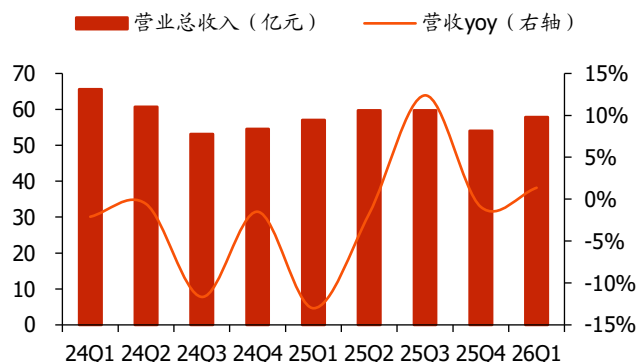
图表16: H股饮料板块公司营业总收入、归母净利润(亿元)及增速(%)

	营业总收入(亿元, %)				归母净利润(亿元, %)			
	2025	YOY	25H2	YOY	2025	YOY	25H2	YOY
康师傅控股	790.7	-2.0	389.8	-1.2	45.0	20.5	22.3	20.6
农夫山泉	525.5	22.5	269.3	30.0		30.9	82.5	40.2
统一企业中国	317.1	4.6	146.3	-1.7	20.5	10.9	7.6	-13.6
中国食品	220.7	2.7	97.9	-3.6	8.6	0.2	2.8	-3.8
华润饮料	110.0	-18.6	48.0	-18.8	9.9	-39.8	1.8	-64.6
安德利果汁	16.8	18.3	7.3	-7.2	3.3	26.7	1.3	1.9
IFBH	12.4	9.4	5.6	-9.3	1.6	-33.2	0.5	-58.5
西藏水资源	3.6	58.5	1.9	117.7	0.9	115.0	0.5	108.6
H股饮料板块合计	1996.8	0.9	966.1	1.2	248.4	22.1	119.4	30.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

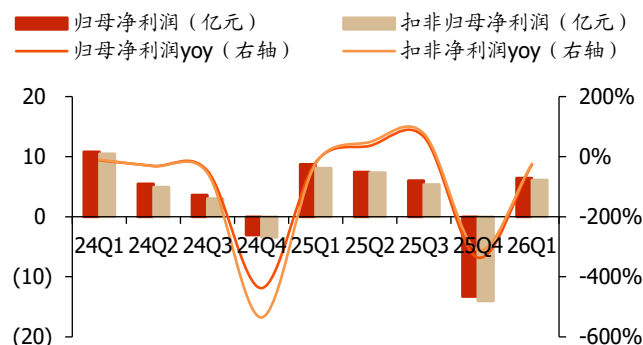
四、保健品：压力集中释放，关注格局改善

图表17: 保健品板块单季度营业总收入（亿元）及增速（%）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表18: 保健品板块单季度归母净利润、扣非归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表19: 保健品板块公司营业总收入、归母净利润（亿元）及增速（%）

	营业总收入（亿元，%）						归母净利润（亿元，%）					
	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY
汤臣倍健	62.7	-8.4	18.7	4.3	13.5	22.2	7.8	19.8	4.0	-11.6	-1.3	42.0
仙乐健康	42.6	1.2	10.0	5.1	9.7	-16.4	1.4	-58.0	0.5	-27.3	-1.2	-245.1
金达威	33.7	3.9	8.1	-1.7	7.6	-15.2	3.4	-0.6	0.7	-46.1	-0.2	-117.3
科拓生物	3.7	20.8	0.8	9.5	1.0	17.2	0.9	0.2	0.1	-26.5	0.2	-21.1
百合股份	9.1	13.7	2.5	21.7	2.7	36.1	1.3	-7.8	0.3	-17.9	0.3	30.0
西王食品	45.3	-8.9	10.5	0.8	10.2	-11.7	-12.4	-180.0	-0.1	-223.6	-12.4	-145.9
交大昂立	3.1	-3.4	0.7	-6.2	0.9	1.6	0.03	-88.5	-0.1	8.4	0.0	-92.8
嘉必优	5.6	1.4	0.1	-92.9	1.4	-19.8	1.4	15.7	-0.4	-196.8	0.1	-64.3
百龙创园	13.8	19.7	3.9	25.3	4.1	23.8	3.7	50.1	1.2	48.1	1.0	64.9
技源集团	10.9	9.1	2.4	-9.4	3.0	13.4	1.3	-23.4	0.2	-46.2	0.2	-54.6
保健品板块合计	230.5	-1.5	57.8	1.4	54.0	-0.9	8.9	-47.2	6.5	-25.8	-13.3	-336.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表20: 保健品板块公司毛利率、净利率(%)及同比变化(pct)

	毛利率(%, pct)						净利率(%, pct)					
	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY
汤臣倍健	67.9	1.2	69.1	0.5	65.5	5.2	13.0	3.6	21.6	-4.5	-9.5	9.9
仙乐健康	30.6	-0.9	32.4	-0.7	24.8	-7.3	0.5	-6.2	4.2	-1.7	-20.7	-26.7
金达威	39.4	0.8	38.0	-3.8	36.4	-3.4	9.5	-1.8	8.3	-6.6	-4.3	-20.3
科拓生物	51.5	-6.7	45.4	-4.9	50.1	-18.9	25.8	-5.3	17.6	-8.6	18.6	-9.0
百合股份	35.3	-1.1	37.8	1.5	35.9	3.9	14.7	-2.7	12.7	-4.3	13.2	1.6
西王食品	19.7	-4.2	21.4	-2.0	11.7	-12.7	-34.4	-22.6	-1.4	-1.5	-151.9	-96.5
交大昂立	29.5	-0.5	30.5	3.4	30.8	-2.6	2.7	-8.2	-7.5	0.0	3.5	-25.4
嘉必优	47.7	4.1	-100.0	-148.8	44.5	-7.9	24.7	3.1	-409.6	-438.1	9.2	-13.9
百龙创园	41.8	8.1	45.1	5.4	41.6	6.7	26.7	5.4	30.7	4.7	25.3	6.3
技源集团	42.5	-1.0	41.7	-1.9	41.3	-0.7	12.3	-5.2	9.7	-6.4	5.9	-8.7
保健品板块合计	42.0	-0.5	44.5	-0.8	37.9	-1.4	2.1	-4.4	11.0	-4.1	-32.0	-24.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表21: 保健品板块公司销售费用率、管理费用率(%)及同比变化(pct)

	销售费用率(%, pct)						管理费用率(%, pct)					
	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4	YOY
汤臣倍健	42.8	-1.5	36.5	6.2	62.3	7.6	8.1	-0.1	5.7	0.0	10.0	-4.0
仙乐健康	8.8	0.4	8.6	-0.7	10.3	-0.1	10.9	1.0	10.8	-1.1	11.6	1.2
金达威	9.9	0.1	10.4	0.9	10.5	2.0	11.3	-0.5	11.7	0.3	13.3	2.8
科拓生物	10.5	-1.6	7.2	-2.1	13.4	-0.5	9.0	-1.4	11.5	2.2	11.9	-1.1
百合股份	9.9	0.0	9.1	0.2	11.8	1.0	5.4	0.8	6.7	2.4	5.9	1.1
西王食品	12.4	-0.4	13.1	-1.2	8.1	-0.9	5.3	0.1	6.0	0.6	8.9	-2.1
交大昂立	9.3	0.4	9.0	0.0	11.8	0.1	14.2	1.0	21.9	3.2	11.2	1.1
嘉必优	4.3	-1.4	36.6	33.2	4.2	-1.8	7.8	0.5	101.7	96.3	10.1	0.4
百龙创园	3.0	0.1	2.3	-0.2	3.1	-0.1	2.8	-0.2	2.1	-0.3	3.0	-1.0
技源集团	7.1	0.8	7.8	1.6	7.2	0.8	14.6	2.5	14.0	-0.2	14.7	1.1
保健品板块合计	18.4	-1.3	18.3	2.2	22.2	4.1	8.5	0.3	8.1	0.2	10.1	-0.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所



五、风险提示

行业竞争加剧：当前行业需求正在持续恢复过程中，部分子行业产能进入逐步释放阶段，若行业竞争加剧，将影响板块整体成长性及企业盈利能力。

大单品推广不及预期：当前行业供需结构存在一定错配，需求迭代速度加快、爆品供给跟进速度加快，大单品打磨可能需要更长周期，存在打磨效果不及预期的风险。

原材料成本超预期上涨：国际局势带动油脂等价格上涨，同时油运成本上涨可能传导至大宗原材料涨价，若原材料成本超预期上涨，可能对企业的盈利能力形成压力。

食品安全问题：食品行业部分产品加工链路较长，若品质把控不严，可能存在食品安全问题。

免责声明

国盛证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com