



证券研究报告·食品饮料行业研究·2025A&2026Q1财报总结

餐饮链回暖复苏，量贩增长提速

分析师：杨骥

yangji@csc.com.cn

执业证书编号：S1440525110001

分析师：高畅

gaochang@csc.com.cn

执业证书编号：S1440525070010

分析师：夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

执业证书编号：S1440524070010

发布日期：2026年5月8日

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。



核心观点与板块总结

- 核心观点：餐饮链复苏延续，继续强推线下零售连锁变革。** 1) 关注零售新店型、商超定制等渠道变革机会，餐饮链复苏可期。万辰26Q1收入端大超预期，26Q1店效同比预计提升15%左右，大幅超出市场预期。26Q1安井收入提速至31%，再超市场预期，行业从Q3以来的格局趋缓和规模效应显现，持续看好餐饮链26年表现。啤酒现饮消费受益餐饮复苏，燕京啤酒26Q1量价表现超预期。2) 健康化赛道与功能化大单品。西麦受益于“燕麦+”健康化赛道高景气，药食同源新品爬坡，26Q1利润同增82%，再超市场预期。3) 价格周期拐点。三元股份Q1改革效果初步显现，京外亏损液奶收缩、八喜冰激凌表现亮眼。牛肉价格持续上涨，肉奶共振推动原奶周期向好，利好龙头液奶竞争格局改善。



核心观点与板块总结

- 【预加工食品】**：2025年国内餐饮市场需求相对低迷，尤其二季度“禁酒令”等政策影响餐饮表现走弱，随着政策纠偏和龙头份额逐步提升，全年收入增速呈现前低后高态势。2026年春节旺季速冻板块整体表现亮眼，收入、利润均提速明显，主要系春节错期、餐饮需求复苏、龙头份额提升等。板块2025年总营收436.8亿元，同比+2.12%，板块净利润27.5亿元，同比-7.91%；26Q1总营收121.8亿元，同比+16.36%，板块净利润9.9亿元，同比+22.61%。2026年，随着餐饮需求逐步企稳，行业竞争格局改善，龙头企业率先复苏与释放利润弹性可期，推荐**安井食品、干味央厨**等。
- 【乳品】**：行业主要的上市公司（含港股）2025年实现营业收入2,832.9亿元，同比变化-3.1%。归母净利润152.1亿元，同比变化+17.8%。2026Q1 A股乳制品板块整体营收、归母净利分别为520.5/59.3亿元，同比变化+4.84%/+11.17%。2025年乳品行业需求承压，龙头常温奶销售持续走弱，婴配粉企业表现分化，B端需求快速增长，行业整体销售额仍有小幅下滑。26Q1伊利、蒙牛、新乳业等头部企业低温奶延续高增长、常温奶企稳回升，行业表现企稳。得益于2025年以来的原料奶价格低位，且喷粉减值、商誉减值逐步减少，释放利润弹性。2026年，龙头液奶也表现回升，B端发力引领增长，部分企业内部治理改革，推荐**三元股份、伊利股份、新乳业**。
- 【调味品】**：2025年餐饮表现低迷，禁酒令、预制菜舆论等因素影响调味品企业增长，调味品板块2025年总营收1326.9亿元，同比-2.81%，板块净利润169.2亿元，同比+1.95%。26Q1春节旺季错期与低基数、餐饮需求逐步复苏、部分企业经营困境反转，带动收入与利润表现提速，26Q1总营收323.2亿元，同比+5.66%，板块净利润45.0亿元，同比-5.49%，若剔除梅花生物影响，板块利润同增17.1%。基调类，龙头海天引领行业，中炬、恒顺业绩改善。复调天味C端发力、B端需求回升，26Q1收入、利润高速增长，宝立新品驱动BC齐发力表现稳健。2026年，经营改善为主线，抓住重点品类表现提速、控制成本盈利稳定的企业，推荐**海天味业、天味食品、宝立食品**。



核心观点与板块总结

- 【啤酒】**：26Q1啤企业绩普遍好于市场预期，量价均有较好表现，Q1珠江啤酒和燕京啤酒吨价提速幅度较大，燕京U8、珠江97纯生等大单品放量增长对整体吨价拉动明显，一方面反应餐饮端有所复苏，另一方面原材料影响较为可控，吨成本仍有一定程度下降。啤酒行业因25年餐饮基数较低，同时受益CPI逐步企稳，叠加26年世界杯带动，餐饮链复苏有望带动啤酒现饮消费。啤酒行业处于资本开支末期，华润、青啤等分红比例仍有提升空间，重啤、百威（亚太）分红率在100%左右，红利属性突出。燕京啤酒26年仍具备成长性，股价回调后，配置价值彰显。**推荐α突出的燕京啤酒**以及高股息率、红利属性较强的青啤（H）、重庆啤酒。
- 【软饮料】**：板块整体26Q1营收124.8亿元，同比+22.15%，归母净利润为25.9亿元，同比+29.9%，较25年提速明显，主要系春节错期带动，Q1仍有成本红利，利润表现依然亮眼，但2026-27年**需密切关注油价变化以及传导后对饮料企业的影响**，油价中枢较过去几年或有较大幅度提升。以Q4+Q1视角来看，香飘飘、承德露露、养元饮品营收亦重回正增长，较多饮料企业已完成自身战略的调整与渠道库存的清理，2026年有望迎来新增长。
- 【休闲零食】**：万辰26Q1收入端大超预期，26Q1店效同比预计提升15%左右，大幅超出市场预期。在Q1开店提速情况下，盈利能力仍保持较高水平，区域格局改善+规模效应集采的逻辑持续验证，26年开店加速+同店转正+利润率提升的逻辑持续兑现，未来盈利预测仍有较大上调空间，**重点推荐万辰集团、鸣鸣很忙**。部分公司26Q1出现边际修复，剔除春节错期影响外，盈利在成本红利和产能利用率贡献下存在弹性，如洽洽、劲仔。
- 风险提示**：需求复苏不及预期，近2年受宏观环境等因素影响经济增长有所降速，国民收入增长亦受到影响，未来中短期居民收入增速恢复节奏和消费力的提升节奏可能不及预期；食品安全风险，近年来食品安全问题始终是消费者的关注热点，产业链企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险；成本波动风险，近年来食品饮料上游大宗商品价格波动幅度有所加大，高端白酒作为高毛利品类受原材料价格波动影响较小，但是低档酒和调味品等成本占比较高的品类盈利水平可能受原材料价格波动影响相对较大。

1

预加工食品：餐饮需求逐季复苏，旺季业绩提速

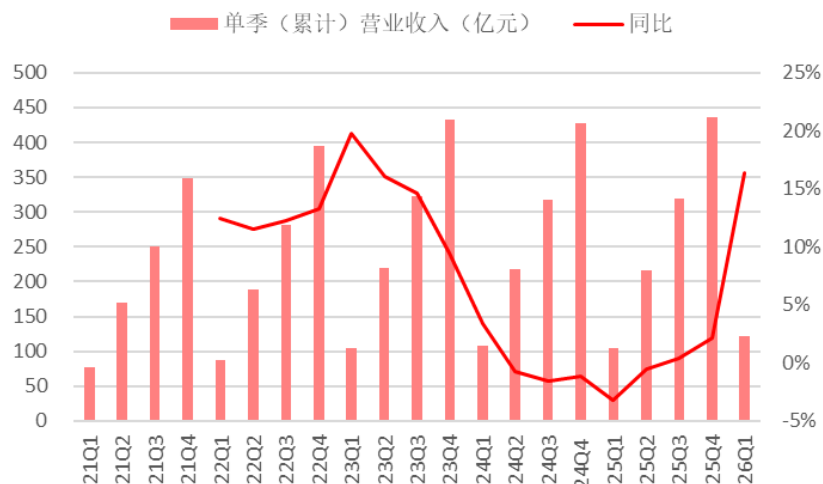
- 收入利润：餐饮需求逐季复苏，龙头表现亮眼
- 销售与毛利：大宗原料价格上涨+价格战趋缓，利润表现分化
- 机构持仓情况：板块持仓26Q1较年初下降
- 重点公司与盈利预测



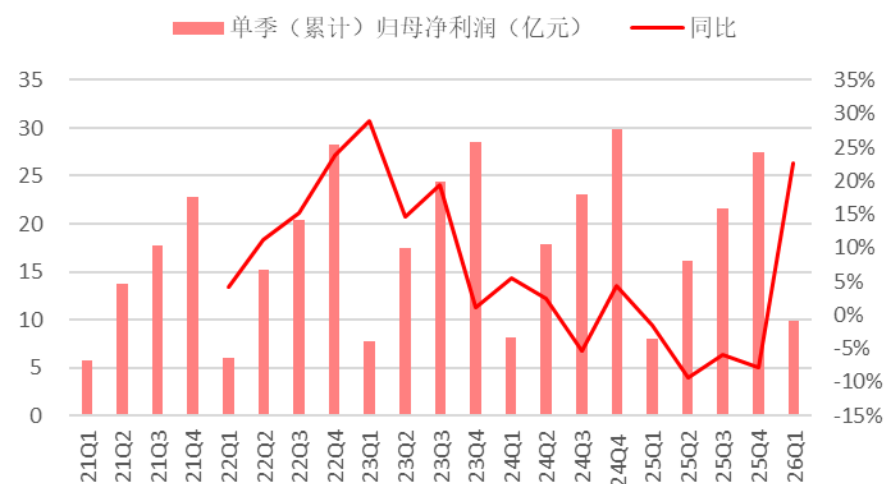
1.1 收入利润：餐饮需求逐季复苏，龙头表现亮眼

- 预加工食品板块2025年总营收436.8亿元，同比+2.12%，板块净利润27.5亿元，同比-7.91%。2025年国内餐饮市场需求相对低迷，尤其二季度“禁酒令”等政策影响餐饮表现走弱，市场竞争激烈，行业基本面仍有较大压力。随着政策纠偏和龙头份额逐步提升，中秋国庆开始，餐饮表现逐步回升，全年收入增速呈现前低后高态势。利润端，市场促销费用投放力度增加，表现相对承压。
- 预加工食品板块26Q1总营收121.8亿元，同比+16.36%，板块净利润9.9亿元，同比+22.61%。2026年春节旺季速冻板块整体表现亮眼，收入、利润均提速明显。主要得益于：1) 春节旺季错期与低基数：2026年春节相比2025年延后接近20天，下游备货集中在1-2月，且同期基数较低。2) 餐饮需求逐步复苏：经过2025年的低迷，市场库存良性，旺季需求逐步好转带动整体业绩提速。3) 产业集中度提升：板块集中度低，而经过24-25年的价格竞争，中小企业持续亏损，逐步退出市场或大幅缩减SKU，龙头企业抢占市场份额。

图表1：预加工食品板块累计季度营收及同比（亿元）



图表2：预加工食品板块累计季度归母净利润及同比（亿元）



资料来源：Wind，中信建投



1.1 收入利润：餐饮需求逐季复苏，龙头表现亮眼

- 分公司来看，速冻调制品、速冻米面制品企业表现提速明显，呈现行业需求逐步复苏和龙头份额提升态势，安井、三全、千味、海欣表现均逐步回升，在26Q1利润端也明显改善。2025年立高在大客户需求带动下增长稳健，但持续受到油脂价格影响，而26Q1大客户高基数，增速放缓。

图表3：预加工食品板块分公司单季度营收及归母净利润（亿元）

证券代码	证券简称	营业收入				归母净利润			
		25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
603345.SH	安井食品	5.69%	6.61%	19.05%	30.84%	-22.74%	11.80%	-6.34%	42.74%
002216.SZ	三全食品	-4.39%	-1.87%	2.21%	10.58%	1.23%	34.91%	0.77%	29.11%
603237.SH	五芳斋	-1.84%	-15.68%	26.45%	-17.32%	-20.95%	-15.01%	-21.98%	26.65%
605338.SH	巴比食品	13.50%	16.74%	9.05%	2.82%	31.42%	-16.07%	-12.63%	26.93%
002661.SZ	克明食品	-7.68%	-1.89%	3.84%	5.10%	-73.04%	-55.21%	248.84%	-60.44%
605089.SH	味知香	5.17%	2.61%	6.16%	1.54%	-46.79%	-17.64%	-19.95%	16.51%
001215.SZ	千味央厨	-3.12%	4.27%	3.36%	23.83%	-42.05%	-19.08%	358.09%	5.40%
603536.SH	惠发食品	-9.85%	-19.52%	-44.51%	7.80%	-3.39%	-21.93%	-360.18%	-103.89%
002702.SZ	海欣食品	9.00%	-14.82%	-2.18%	43.80%	-7.03%	-29.21%	56.43%	830.26%
605567.SH	春雪食品	0.14%	6.31%	0.96%	9.61%	91.43%	190.90%	-2.31%	-22.97%
300973.SZ	立高食品	18.40%	14.82%	8.13%	0.27%	40.84%	13.63%	-12.33%	-27.56%

资料来源：Wind，中信建投



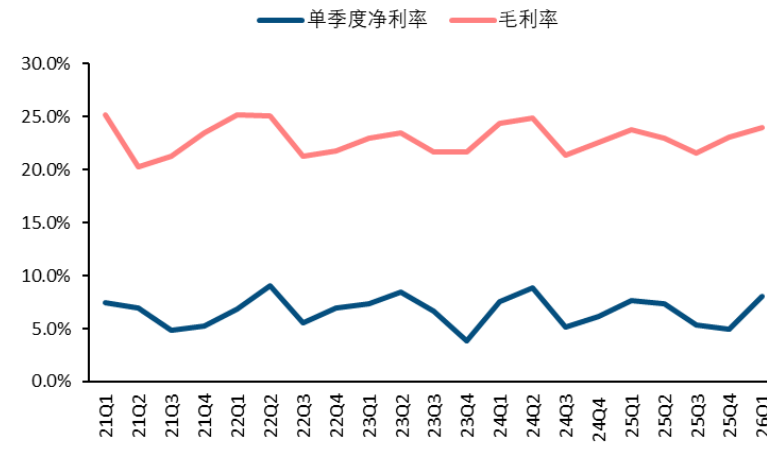
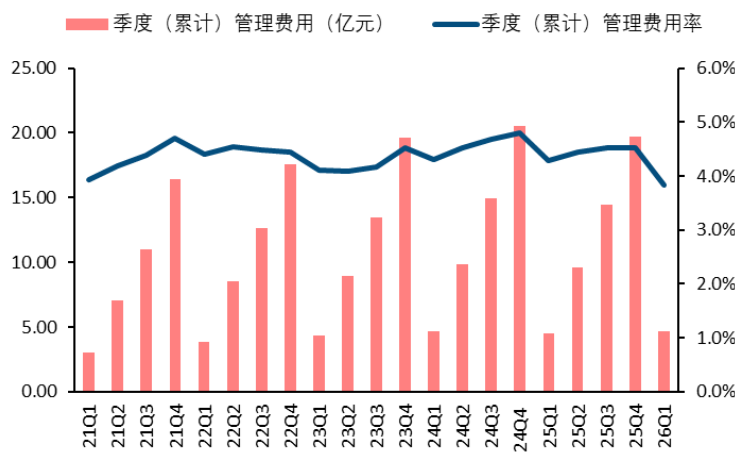
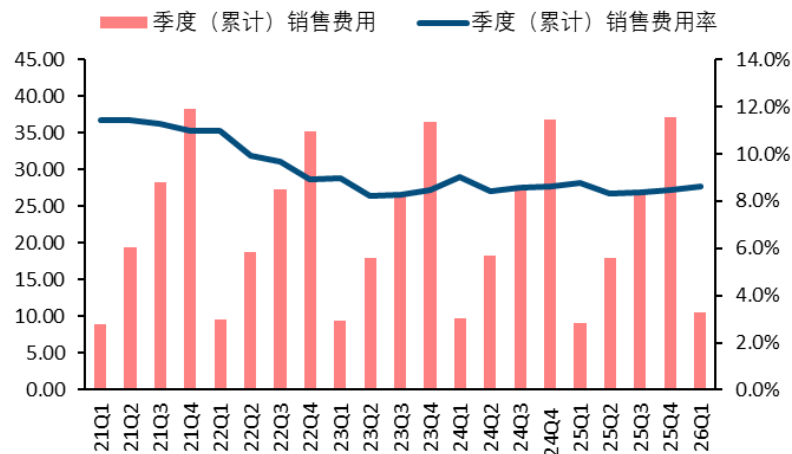
1.2 销售与毛利：原料价格上涨+价格战趋缓，利润表现分化

- 预加工食品板块整体在2025年销售费用37.12亿元，销售费用率8.5%（同比-0.12pcts）。管理费用为19.73亿元，管理费用率4.52%（同比-0.28pcts）。毛利率以及净利率方面，25年板块毛利率为22.9%（同比-0.49pcts），净利率6.29%（同比-0.69pcts）。2025年受到油脂价格、龙虾价格等原料价格影响，且搭赠类促销增加+市场费用维持高位，净利率表现相对分化。
- 预加工食品板块整体在26Q1销售费用为10.49亿元，销售费用率8.61%（同比-0.14pcts）。管理费用为4.68亿元，管理费用率3.84%（同比-0.45pcts）。毛利率以及净利率方面，26Q1板块毛利率为24.0%（同比+0.21pcts），净利率8.09%（同比+0.41pcts）。板块不论毛利率还是净利率方面相较于去年不论同比还是环比都有所改善，主要系价格竞争性支出逐步减少，猪肉、鸡肉、鱼等肉类价格持续走低，带动整体表现好转。

图表4：预加工板块销售费用及销售费率（亿元）

图表5：预加工板块管理费用及管理费用率（亿元）

图表6：预加工板块毛利率以及净利率



资料来源：Wind，中信建投

1.2 销售与毛利：原料价格上涨+价格战趋缓，利润表现分化

- 分公司来看，中式速冻2025年整体销售呈现前低后高趋势，26Q1销售提速，安井、三全、千味央厨、海欣食品等在26Q1营收增速分别为30.84%、10.58%、23.83%、43.80%、7.80%。得益于核心原料肉类价格低位，以及龙头价格战逐步趋缓，毛利率与销售费用率有所改善，释放利润弹性，安井、三全、千味央厨、海欣食品、惠发食品等在26Q1归母净利润增速分别为42.74%、29.11%、5.40%、830.26%。
- 连锁门店型速冻，顺应市场趋势改造门店新模型，收入表现稳健，利润更具弹性，巴比食品、味知香26Q1收入同比+2.82%、+1.54%，归母净利润分别同比+26.93%、+16.51%。
- 烘焙链表现相对较弱，立高收入由于山姆同期高基数而同比承压，油脂、进口黄油价格高位，使得利润端有所承压。26Q1立高收入、利润分别为+0.27%、-27.56%。

图表7：预加工个股核心财务指标

公司		毛利率				净利率				销售费用率				管理费用率			
证券代码	证券简称	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
603345.SH	安井食品	18.00%	19.99%	24.56%	24.99%	8.89%	8.35%	8.39%	11.96%	4.96%	6.09%	6.12%	6.05%	2.72%	2.82%	2.57%	2.18%
002216.SZ	三全食品	22.72%	22.34%	24.97%	25.54%	8.78%	7.91%	8.33%	10.98%	12.71%	14.04%	13.41%	11.91%	3.25%	3.35%	3.55%	2.03%
603237.SH	五芳斋	42.03%	27.58%	26.78%	37.44%	12.22%	8.81%	5.42%	-28.53%	13.31%	26.85%	37.08%	46.35%	5.30%	5.98%	7.06%	17.10%
605338.SH	巴比食品	28.23%	29.60%	29.97%	27.91%	15.77%	14.83%	14.69%	12.42%	3.88%	3.64%	4.22%	4.37%	7.16%	7.10%	6.96%	7.94%
002661.SZ	克明食品	20.97%	20.48%	17.15%	17.14%	4.69%	3.87%	2.13%	2.88%	9.13%	9.17%	10.53%	7.71%	5.25%	5.40%	5.45%	4.31%
605089.SH	味知香	18.77%	22.08%	18.65%	24.57%	9.33%	9.97%	9.79%	12.94%	4.60%	5.04%	4.45%	4.36%	6.00%	5.88%	6.19%	6.36%
001215.SZ	千味央厨	22.66%	21.18%	22.66%	24.75%	4.04%	3.90%	3.35%	3.88%	5.57%	4.72%	5.65%	10.71%	9.69%	9.63%	9.66%	7.67%
603536.SH	惠发食品	17.35%	20.10%	18.09%	21.69%	-4.08%	-3.68%	-4.93%	0.21%	7.23%	9.40%	9.37%	7.02%	9.72%	9.66%	9.88%	9.65%
002702.SZ	海欣食品	15.99%	20.31%	21.47%	21.97%	-3.35%	-2.91%	-3.19%	2.43%	11.04%	11.99%	11.87%	10.63%	8.64%	8.26%	7.82%	5.86%
605567.SH	春雪食品	9.16%	10.42%	7.19%	9.30%	1.16%	1.77%	1.50%	1.32%	2.40%	2.59%	2.06%	2.74%	2.74%	2.55%	2.65%	2.55%
300973.SZ	立高食品	30.72%	28.94%	29.15%	29.72%	8.25%	7.88%	7.00%	6.11%	11.14%	9.52%	12.07%	10.51%	5.57%	5.49%	5.66%	6.45%

资料来源：wind，中信建投



1.3 机构持仓情况：26Q1板块基金持仓有所下降

- 分个股来看，2026Q1预加工板块机构持仓占流通股比例最高的是安井食品以及千味央厨，持仓占比分别为46.7%以及51.3%。其中，基金持仓占比看，安井、巴比、立高分别占11.9%、3.2%、4.7%，占比靠前。3月末，基金持仓占比有所下降，预计主要系美伊冲突背景下，大宗原料价格大涨降低板块利润预期，机构持仓有所降低。

图表8：2026Q1预加工个股机构持仓变化

基金持仓占比（%）							
证券代码	证券简称	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	变动 (PCT)
603345. SH	安井食品	10.2	17.7	5.9	19.6	11.9	-7.7
002216. SZ	三全食品	0.0	2.6	0.0	2.4	0.0	-2.4
603237. SH	五芳斋	3.3	3.1	0.6	5.3	0.7	-4.6
605338. SH	巴比食品	0.1	2.2	1.1	1.6	3.2	1.6
002661. SZ	克明食品	0.0	1.8	0.4	0.4	0.0	-0.4
605089. SH	味知香	0.0	0.4	0.0	0.0	0.7	0.7
001215. SZ	千味央厨	2.2	3.3	0.1	8.8	0.0	-8.8
603536. SH	惠发食品	0.0	0.0	0.0	0.2	0.6	0.4
002702. SZ	海欣食品	0.5	1.3	1.8	0.0	0.5	0.5
605567. SH	春雪食品	0.8	3.2	0.0	0.6	0.0	-0.6
300973. SZ	立高食品	15.5	21.9	4.4	18.8	4.7	-14.0
基金持仓比例		32.7	57.4	14.5	57.9	22.5	-35.4



1.4 重点公司与盈利预测

- **安井食品**：一季度，餐饮需求复苏安井业绩再提速，速冻调制品、菜肴制品均实现高增长，表现超预期。产品端，需求回升推动下，预计主要大单品提速，且战略新品发力更高增速增长，商超定制类产品开始逐步上量。利润端，结构改善与成本优化带动毛利率提升，价格战放缓费用率下降，盈利能力提升明显。展望全年，我们看好需求企稳回升驱使下，安井凭借合理且完备的渠道结构、大单品规模、新品迭代提速，看好全年收入增速有望达15%。
- **业绩情况**：2026Q1公司总营收47.1亿元，同比+30.84%；归母净利润5.63亿元，同比+42.74%；扣非归母净利润5.25亿元，同比+53.04%。
- **餐饮需求回升，新品全面开花，26Q1旺季再提速**：一季度，春节旺季BC端需求同步回升，新品市场反馈积极，商超定制化产品放量，主品牌收入再提速，市场份额提升。分产品来看，26Q1速冻调制品、速冻菜肴、速冻面米、农副产品及其他收入分别为27.17亿元（+35.25%）、11.76亿元（+40.77%）、6.59亿元（+0.13%）、1.21亿元（+29.36%），此外并购新增烘焙产品销售0.32亿元。一季度，主业调制食品高速增长，一方面餐饮需求复苏，安井品牌提速，预计主要核心品类均实现较高增长，另一方面鼎味泰并表增厚收入。菜肴制品快速增长，我们预计公司滑类持续发力，维持高增长，且龙虾类（虾尾、调味虾）低基数下较快增长。此外，烤肠品类仍是公司重点发力的方向，预计维持较高增速。
- **成本优化毛利率提升、价格战趋缓费用率减少，盈利能力提升**。26Q1公司毛利率同比+1.66pcts至24.99%，归母净利率+1pcts至11.96%。毛利率，一方面生产规模效应显现，另一方面搭赠类促销活动减少。26Q1销售费用率6.05%，同比-0.68pcts，管理费用率2.18%，同比-0.6pcts。价格战趋缓，价格竞争相关减少，且春节旺季动销提速，规模效应显著显现。26Q1汇兑损益增加使得财务费用从-479.07万元增加至+1406.19万元。现金流端，26Q1现金收现52.83亿元，同比+21.9%，经营性净现金流+10.43亿元，同比+54.99%。
- **盈利预测**：预计2026-2028年公司实现收入186.24、205.44、225.10亿元，实现归母净利润18.09、20.91、23.61亿元，对应26-28年PE为18.40X、15.92X、14.09X，维持“买入”评级。



1.4 重点公司与盈利预测

- 干味央厨**：2025年B端需求疲软，干味发力C端，新零售渠道表现亮眼，带动全年收入小幅增长。26Q1得益于春节错期与B端需求平稳回升，BC端销售表现超预期，实现收入增长23.83%。利润端，由于市场竞争激烈，且C端投入增加，利润率有所下降。展望2026年B端企稳与C端持续发力，预计收入双位数增长，随着价格战趋缓，C端聚焦节日旺季费用投放，预计利润率平稳。
- 业绩情况**：2025年，公司实现营收18.99亿元，同比+1.64%；归母净利润0.64亿元，同比-24.04%；扣非归母净利润0.62亿元，同比-24.62%。25Q4单季，公司实现营收5.21亿元，同比+3.36%；归母净利润0.1亿元，同比+358.09%；扣非归母净利润0.09亿元，同比+511.91%。26Q1单季，公司实现营收5.83亿元，同比+23.83%；归母净利润0.23亿元，同比+5.4%；扣非归母净利润0.21亿元，同比+1.0%。
- 春节旺季发力，26Q1收入提速**。2025年，米面制品行业需求延续疲软态势，B端表现相对偏弱，干味发力C端零售市场，烘焙甜品类、冷冻调理菜肴类及其他在新零售渠道动销表现向好，全年主食类、小食类、烘焙甜品类、冷冻菜肴类及其他销售额分别为8.88亿元、4.06亿元、4.22亿元、1.67亿元，分别同比-2.82%、-7.38%、+15.64%、+18.09%。2026年一季度，得益于春节旺季错期，预计B端客户订单相对延后至26Q1，线上、线下零售加大年货节推广力度，整体表现超预期，预计烘焙、冷冻菜肴延续高增长态势，小食类重启增长。分渠道看，公司2025年主业直营、经销渠道营收分别为8.98亿元、9.85亿元，分别同比+11.08%和-6.19%；直营渠道双位数增长核心驱动力为公司加大C端销售力度，盒马、沃尔玛等大型KA销售表现亮眼，线上收入同比增长76.29%至0.73亿元。而针对经销渠道，经销商按其核心渠道分类，逐步降低传统流通批发依赖，鼓励经销商向专业渠道转型。
- C端投入增加费用率有所提升，预计26年利润率相对平稳**。2025年公司毛利率22.71%，同比-0.94pcts，归母净利率3.35%，同比-1.13pcts；25Q4毛利率22.66%，同比+0.62pcts，归母净利率1.88%，同比+1.45pcts。26Q1毛利率24.75%，同比+0.33pcts，归母净利率3.88%，同比-0.68pcts。毛利率，一方面以到岸价核算使得产品成本增加，另一方面行业竞争激烈，预计价格促销相关搭赠等活动较多。而26Q1预计C端高毛利产品占比提升，且价格战趋缓，毛利率逐步企稳。费用方面，公司2025年销售费用率为5.98%，同比+0.58pcts，管理费用率为9.66%，同比+0.01pcts；2026Q1销售费用率为10.71%，同比+2.69pcts，管理费用率为7.67%，同比-1.07pcts。公司销售费用率提升主要系C端销售占比提升，在零售端、线上费用投放增加，尤其一季度春节旺季C端年货节的促销力度加大。现金流方面，2025年经营性净现金流为2.1亿元，同比+58.16%。26Q1经营性净现金流为0.35亿元，去年同期为-0.066亿元。
- 盈利预测**：我们预计2026-2028年公司实现收入20.93、22.95、25.11亿元，实现归母净利润0.71、0.95、1.19亿元，对应PE为59.41X、44.32X、35.32X。

2

啤酒：25年禁酒令拖累，26年复苏可期

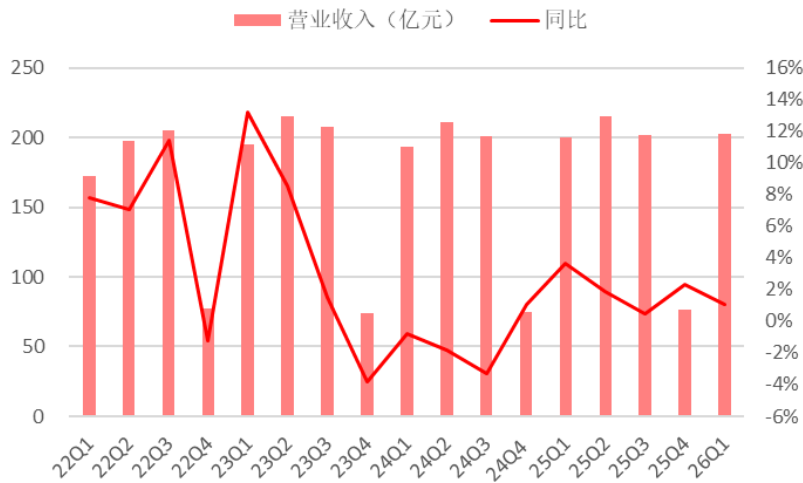
- 收入利润：25年禁酒令拖累，26年复苏可期
- 销售与毛利：毛利率持续改善，带动盈利能力提升
- 机构持仓情况：板块基金持仓占比持续下降



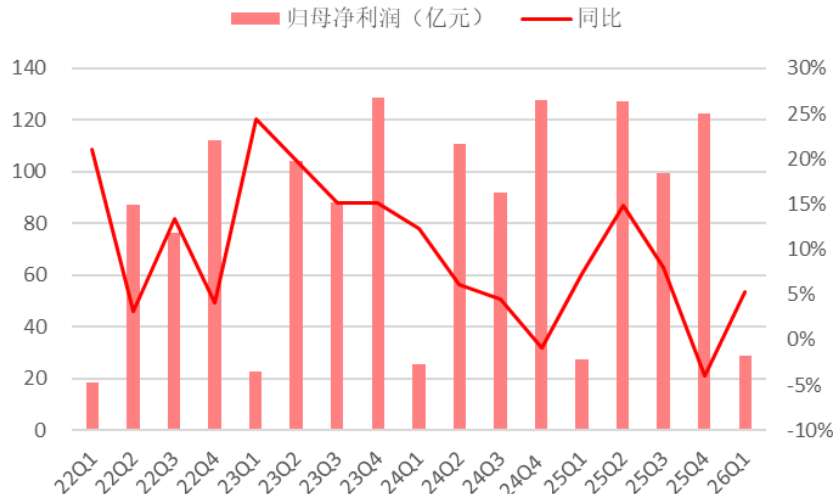
2.1 收入利润：25年禁酒令拖累，26年复苏可期

- 25年H2受禁酒令影响，大众餐饮需求走弱，25Q3啤酒收入和销量承压，25Q4有所复苏。25Q4/26Q1单季度A股主要啤酒企业实现营收76.9/202.5，同比+2.3%/1.0%，其中主要啤酒企业（青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒）销量分别同比+0.6%/-0.2%至189.8/442.6万千升，吨营收分别同比+0.0%/1.1%至3938/4526元/千升，26Q1吨价扭转2025年内下滑的趋势再次增长，产品结构提升与企业主动收缩货折，带动吨价再次企稳回升，26年在餐饮低基数下，啤酒量价有所继续复苏。

图表9：A股啤酒企业一季度营收同比情况（单位：亿元）



图表10：啤酒企业2026Q1年收入增速加快（单位：亿元）



资料来源：wind，中信建投



2.1 收入利润：25年禁酒令拖累，26年复苏可期

图表11：啤酒板块分公司26Q1营收及归母净利润（亿元）

证券代码	证券简称	营业收入					净利润					归母净利润				
		22Q1	23Q1	24Q1	25Q1	26Q1	22Q1	23Q1	24Q1	25Q1	26Q1	22Q1	23Q1	24Q1	25Q1	26Q1
行业整体		172.1	194.8	193.3	200.4	202.5	19.4	24.2	27.7	30.8	32.3	15.3	19.9	22.8	25.2	26.7
600600.SH	青岛啤酒	92.1	107.1	101.5	104.5	102.9	11.5	14.7	16.2	17.4	18.3	11.3	14.5	16.0	17.1	18.0
600132.SH	重庆啤酒	38.3	40.1	42.9	43.6	43.5	6.9	7.7	9.0	9.4	8.7	3.4	3.9	4.5	4.7	4.4
000729.SZ	燕京啤酒	31.0	35.3	35.9	38.3	41.0	0.3	0.9	1.3	2.3	3.6	0.0	0.6	1.0	1.7	2.6
002461.SZ	珠江啤酒	8.7	10.4	11.1	12.3	13.0	0.8	0.9	1.3	1.6	1.8	0.7	0.9	1.2	1.6	1.8
000929.SZ	兰州黄河	0.7	0.7	0.5	0.5	0.7	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.2
600573.SH	惠泉啤酒	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1

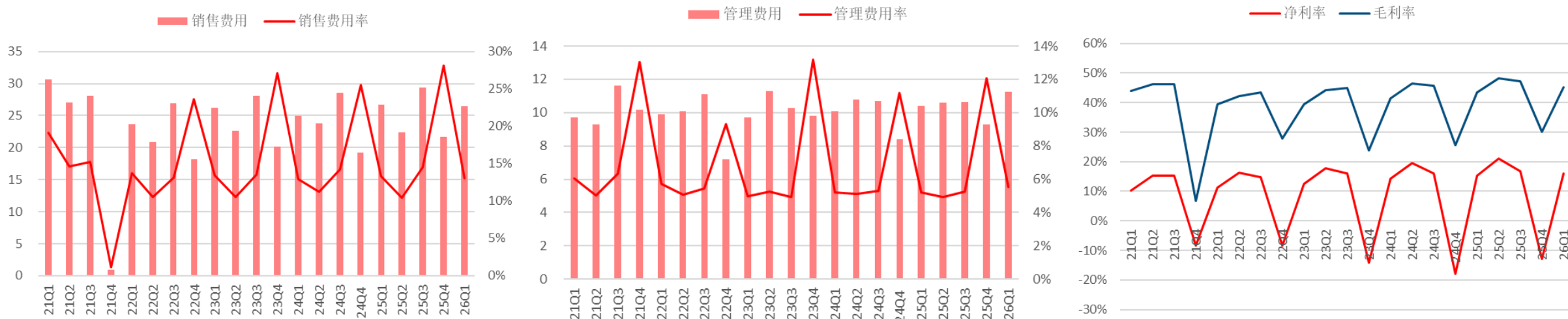
资料来源：Wind，中信建投



2.2 销售与毛利：毛利率持续改善，带动盈利能力提升

- 25Q4与26Q1延续此前毛利率扩张趋势，主要系吨价变化幅度远小于成本下降趋势，行业稳定的竞争格局使得成本红利充分释放，25Q3行业销售费用率提升0.3pct，反映出行业需求走弱，竞争压力加大，但26Q1销售费用率下滑0.3pct，需求逐步复苏。26Q1盈利能力有所复苏，26Q1除重庆啤酒受所得税率扰动（重庆啤酒营业利润同比+0.7%），其他啤酒企业均实现归母净利润正增长，行业盈利能力持续上行。

图表12：啤酒板块销售费用及销售费率（亿元） 图表13：啤酒板块管理费用及管理费用率（亿元） 图表14：啤酒板块毛利率以及净利率



资料来源：Wind，中信建投

2.2 销售与毛利：毛利率持续改善，带动盈利能力提升

- 2025年除百威亚太中国区延续了下滑趋势外，其他啤酒龙头均实现销量正增长，26Q1A股上市啤酒公司除青岛啤酒均实现销量正增长，26Q1呈现餐饮复苏态势、实现2026年的开门红，Q4+Q1剔除春节效应影响后主要啤酒企业销量依然有较好表现。26Q1大部分啤酒企业吨营收重回增长轨道，反映出行业重回收缩货折，26Q1来看珠江啤酒和燕京啤酒吨价提速幅度较大，燕京U8、珠江97纯生等大单品放量增长对整体吨价拉动明显。26Q1A股啤酒企业吨酒成本延续此前下降趋势，其中青啤、重啤吨成本下降幅度较2025年收窄，珠江啤酒和燕京啤酒26Q1吨成本下降幅度与25Q4相当。

图表15：2026Q1啤酒个股核心财务指标

公司		毛利率					净利率					销售费用率					管理费用率				
证券代码	证券简称	22Q1	23Q1	24Q1	25Q1	26Q1	22Q1	23Q1	24Q1	25Q1	26Q1	22Q1	23Q1	24Q1	25Q1	26Q1	22Q1	23Q1	24Q1	25Q1	26Q1
600600. SH	青岛啤酒	37.8%	38.3%	40.4%	41.6%	42.7%	12.5%	13.8%	16.0%	16.6%	17.8%	14.2%	13.8%	12.8%	12.5%	11.5%	3.9%	3.0%	3.4%	3.2%	3.5%
600132. SH	重庆啤酒	47.7%	45.2%	47.9%	48.4%	49.7%	17.9%	19.3%	20.9%	21.6%	20.1%	13.7%	12.9%	13.1%	12.7%	13.3%	3.4%	3.1%	3.1%	3.4%	3.5%
000729. SZ	燕京啤酒	34.5%	36.8%	37.2%	42.8%	46.3%	1.0%	2.6%	3.6%	5.9%	8.9%	11.9%	12.5%	11.9%	15.7%	15.6%	13.3%	12.0%	11.8%	11.7%	11.4%
002461. SZ	珠江啤酒	40.4%	40.8%	42.1%	45.0%	49.6%	8.7%	8.9%	11.4%	13.2%	14.0%	16.1%	15.4%	16.6%	15.8%	16.5%	7.8%	8.4%	8.0%	7.8%	8.8%
600573. SH	惠泉啤酒	27.3%	26.4%	30.6%	32.0%	32.9%	-1.6%	0.6%	3.5%	4.3%	5.3%	7.3%	9.1%	9.1%	6.9%	8.1%	10.8%	6.1%	7.6%	5.7%	5.5%

资料来源：wind，中信建投



2.3 机构持仓情况：板块基金持仓占比持续下降

- 板块整体来看，除燕京啤酒外，板块的基金持仓占比自23年起持续下降，25年末仅重庆啤酒基金持仓较24年末略有提升，反映出红利属性，其他啤酒公司25年基金持仓占比较24年均有所下降，其中青岛啤酒、华润啤酒均降幅较大。燕京啤酒基金持仓占比较为稳定，26Q1依然为基金持仓占比的啤酒公司，且明显超过其他啤酒企业， α 属性突出。

图表16：2026Q1啤酒个股基金持仓变化

基金持仓占比（%）							
证券代码	证券简称	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1
600600.SH	青岛啤酒	18.9	20.5	14.5	16.0	9.4	4.0
600132.SH	重庆啤酒	16.6	15.9	9.5	7.7	7.8	4.0
000729.SZ	燕京啤酒	4.7	11.5	7.2	13.0	12.7	7.5
002461.SZ	珠江啤酒	2.3	2.5	2.6	3.8	3.3	1.3
000929.SZ	兰州黄河	1.3	1.2	5.4	0.1	0.0	0.0
600573.SH	惠泉啤酒	0.6	1.7	3.2	1.9	1.9	0.0
1876.HK	百威亚太	2.3	2.1	1.8	1.2	0.7	0.0
0291.HK	华润啤酒	21.2	13.5	7.7	5.3	1.4	0.2



2.4 重点公司与盈利预测

- **燕京啤酒**：公司 U8 大单品延续放量增长，销量表现持续优于行业，改革红利持续释放，带动公司盈利能力持续提升，行业整体偏弱下，依然实现量价齐升，当前估值性价比凸显。公司持续推进大单品发展战略，持续推进九大变革，强化卓越管理体系建设、市场建设、供应链建设、数字化信息化建设等重点工作，不断强化总部职能，同时通过定岗定编优化用工模式，提升人均效率，市场活力不断增强。目前看公司高端化进程以及产能优化方面仍有显著的提升空间。随着公司大单品战略及改革的持续推进，产品结构及经营效率改善，有望进一步释放盈利弹性。
- **业绩情况**：公司 26Q1 营收+40.97 亿元，+7.06%；预收款较年初-2.03 亿元；营收+预收款变动合计+38.94 亿元，+12.6%；归母净利润+2.65 亿元，+60.19%；扣非归母净利润+2.59 亿元，+69.09%。
- **量价表现再超预期，U8 继续高增**。公司一季度各项指标稳步增长，实现啤酒销量 103.99 万千升（+4.51%），吨价 3940 元/千升（+2.44%），吨成本 2115 元/千升（-3.88%），其中大单品燕京 U8 继续保持近 30%的高增速，核心大单品燕京 U8 持续领跑，3 月底高端全麦新品燕京 A10 上市，产品优势进一步夯实。吨价提升或主要系啤酒结构提升+非啤酒业务带动，吨成本下降或主因公司推进精细化运营管理下生产效率提升+规模效应。
- **毛销差继续提升，改革势能仍在**。2026 年 Q1 公司毛利率/归母净利率为 46.32%/6.46%，分别同比提升 3.53/ 2.14pcts；吨成本 2115 元，同比-3.88%，预计主因公司推进精细化运营管理下生产效率提升以及规模效应显现。销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.6%/11.43%/1.45%/-0.93%，分别同比-0.05/-0.32/-0.19/ 0.18pct，费效比进一步提升。归母净利率+6.46%，+2.14pcts；扣非归母净利率+6.32%，+2.32pcts。
- **大单品势能充足，十五五做优做强**。“十五五”期间，公司将着力构建“一核两翼”业务布局，形成“啤酒+饮料+健康食品”协同增长的发展生态。公司将持续深化大单品战略布局，以明星产品燕京 U8 为核心引擎，充分释放战略势能，26 年 3 月底高端全麦新品燕京 A10 上市，产品优势进一步夯实。公司于 2025 年 3 月推出创新产品倍斯特汽水，通过开辟非酒精饮品新赛道，构筑“啤酒+汽水”双引擎驱动模式，实现战略卡位与商业版图扩容，为企业持续增长注入强劲动能。目前华北、华中、西北区域扩张多点开花，改革提效不断推进，叠加饮料、纳豆等其他增长曲线高增。公司继续系统性推进变革持续落地，持续超越行业表现，当前估值已回落至低位，α属性突出。
- **盈利预测**：我们预计2026-2028年公司实现收入161.81、170.07、176.99亿元，实现归母净利润20.68、24.36、27.35亿元，对应PE为18.0X、15.3X、13.6X。

3

乳品：液奶企稳，成本低位，龙头表现回升

- 收入利润：2025年仍承压，26Q1龙头表现企稳
- 奶价低位毛利率仍较强，费用率相对平稳
- 机构持仓情况：26Q1基金持仓同比下降
- 重点公司与盈利预测

3.1 收入利润：2025年仍承压，26Q1龙头表现企稳

•2025年行业盈利能力下滑：

- 收入端**：行业主要的上市公司（含港股）2025年实现营业收入2,832.9亿元，同比变化-3.1%。
- 利润端**：归母净利润152.1亿元，同比变化+17.8%；毛利998.8亿元，同比变化-3.7%；销售费用、管理费用分别为598.0/134.9元，同比变化-3.2%/+0.5%
- 核心财务指标**：毛利率、归母净利率分别同比变化-0.2pcts/1.0pcts；销售费用率、管理费用率分别同比变化+0.0/+0.2个百分点。
- 2025年乳品行业需求承压，龙头常温奶销售持续走弱，婴配粉企业表现分化，B端需求快速增长，行业整体销售额仍有小幅下滑。得益于原料奶价格处于低位，企业优化费用结构提升费效比，此外2025年乳制品企业商誉减值、喷粉损失等科目显著减少，带动板块利润表现回升。

图表17：乳制品板块核心科目及财务指标变化

	2024	2025	同比增速		2024	2025	同比（PCT）
总收入（亿元）	2,925.0	2,832.9	-3.1%	毛利率	35.5%	35.3%	-0.2
毛利（亿元）	1,036.9	998.8	-3.7%	归母净利率	4.4%	5.4%	+1.0
归母净利（亿元）	129.2	152.1	+17.8%	销售费用率	21.1%	21.1%	+0
销售费用（亿元）	617.7	598.0	-3.2%	管理费用率	4.6%	4.8%	+0.2
管理费用（亿元）	134.2	134.9	+0.5%				

资料来源：Wind，中信建投

3.1 收入利润：2025年仍承压，26Q1龙头表现企稳

• 2026Q1龙头表现回升带动板块企稳

行业情况：2026Q1 A股乳制品板块整体营收、归母净利分别为520.5/59.3亿元，同比变化+4.84%/+11.17%。营收重回中个位数增长，利润弹性持续释放，核心原因为伊利、蒙牛、新乳业等头部企业低温奶延续高增长、常温奶企稳回升，且乳品企业积极调整结构发力B端，行业表现企稳。此外，三元股份企业推进国企改革，逐步释放利润弹性

成本：25年6月以来主产区生鲜乳价格回落至3.02-3.04元/公斤，持续底部磨底，下游结构改善减少喷粉量和提升散奶价格，随着奶牛养殖持续出清，预计下半年生鲜乳价格有望迎来拐点。

图表18：乳制品板块核心科目及财务指标变化

证券代码	证券简称	营业收入				归母净利润			
		25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
001318.SZ	阳光乳业	-9.6%	-8.8%	-9.7%	-7.0%	11.9%	-8.8%	-41.3%	-13.5%
002329.SZ	皇氏集团	-18.3%	-12.7%	-14.5%	-1.4%	195.0%	不适用	不适用	-28.4%
002570.SZ	贝因美	-9.9%	1.2%	8.1%	-9.7%	6.1%	59.2%	53.4%	-9.0%
002719.SZ	麦趣尔	-5.9%	0.3%	-13.2%	-13.8%	不适用	不适用	不适用	不适用
002732.SZ	燕塘乳业	-9.0%	-8.2%	-5.2%	-0.4%	-34.6%	-26.2%	-80.0%	-99.4%
002910.SZ	庄园牧场	4.6%	-6.5%	21.1%	16.7%	不适用	不适用	不适用	不适用
002946.SZ	新乳业	5.5%	4.4%	11.3%	8.3%	27.4%	27.7%	69.3%	39.9%
300106.SZ	西部牧业	-3.2%	8.5%	9.2%	28.9%	不适用	不适用	不适用	不适用
300892.SZ	品渥食品	-2.0%	-5.9%	-15.1%	6.8%	不适用	不适用	不适用	不适用
300898.SZ	熊猫乳品	4.3%	11.9%	15.2%	20.3%	33.2%	-1.1%	48.7%	24.1%
600419.SH	天润乳业	-3.9%	-4.8%	4.6%	6.8%	不适用	-77.6%	143.6%	不适用
600429.SH	三元股份	-7.0%	-0.3%	-9.1%	4.5%	73.0%	不适用	不适用	14.3%
600597.SH	光明乳业	-3.1%	1.0%	-3.4%	-2.5%	-29.5%	-20.7%	不适用	-52.7%
600882.SH	妙可蓝多	37.1%	-16.9%	34.1%	31.8%	42.5%	419.9%	不适用	-8.3%
600887.SH	伊利股份	5.8%	-1.7%	-5.1%	5.5%	44.6%	-3.3%	不适用	10.7%
605179.SH	一鸣食品	2.5%	8.5%	9.4%	-2.0%	17.4%	35.9%	不适用	18.9%
605300.SH	佳禾食品	15.5%	-3.9%	-22.7%	-3.0%	-64.06%	2.70%	274.15%	356.29%
605388.SH	均瑶健康	1.4%	-21.9%	-15.9%	7.3%	不适用	不适用	不适用	-20.6%

资料来源：wind，中信建投



3.2 奶价低位毛利率仍较强，费用率相对平稳

- 原料奶价格低位与产品结构下行共振，整体毛利率表现仍较强，2025年、2026Q1乳制品板块毛利率分别为35.3%、33.2%，分别同比-0.2pcts、+0.2pcts。
- 行业需求低迷，企业持续维持相对较高的费用率水平，以维持市场竞争力。龙头企业维持高费用同时调整投放模式，减少以往高额的电视类广告，增加小视频等自媒体传播，利用网络推荐算法提升费用精准触达。2025年、2026Q1乳制品板块销售费用率分别为21.1%、15.7%，分别同比-0.01pcts、-0.2pcts。

图表19：2026Q1乳制品个股核心财务指标

公司		毛利率				净利率				销售费用率				管理费用率			
证券代码	证券简称	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
001318.SZ	阳光乳业	39.9%	39.9%	39.5%	35.2%	28.7%	23.1%	14.1%	19.6%	7.3%	9.1%	11.8%	8.5%	5.2%	5.0%	7.6%	5.0%
002329.SZ	皇氏集团	26.4%	23.8%	21.2%	23.6%	-2.5%	-10.6%	-87.1%	0.9%	13.8%	12.4%	16.7%	10.6%	7.9%	7.2%	10.3%	6.1%
002570.SZ	贝因美	45.3%	45.0%	44.0%	40.5%	5.0%	4.8%	6.4%	5.9%	29.1%	28.8%	25.0%	24.5%	7.3%	7.3%	9.8%	7.4%
002719.SZ	麦趣尔	25.3%	23.5%	22.5%	24.8%	0.6%	-20.5%	-50.5%	-10.3%	19.9%	29.1%	28.4%	24.4%	8.0%	9.1%	9.9%	10.1%
002732.SZ	燕塘乳业	26.0%	25.3%	24.9%	25.3%	6.1%	4.4%	1.1%	0.0%	12.4%	11.7%	15.5%	16.7%	5.1%	5.9%	6.1%	6.2%
002910.SZ	庄园牧场	21.0%	20.3%	24.0%	17.3%	-0.8%	-10.0%	-8.9%	-12.8%	9.7%	12.9%	9.6%	13.8%	8.9%	10.3%	7.4%	7.6%
002946.SZ	新乳业	30.0%	29.5%	29.2%	30.0%	9.1%	7.8%	3.9%	6.6%	15.9%	15.1%	16.5%	17.1%	2.9%	2.9%	3.4%	3.5%
300106.SZ	西部牧业	8.4%	9.8%	10.9%	10.3%	-16.2%	2.6%	-5.4%	2.1%	3.1%	2.8%	3.7%	3.6%	8.2%	5.3%	9.8%	6.5%
300892.SZ	品渥食品	17.2%	16.5%	16.2%	20.1%	3.9%	-0.6%	-3.5%	-0.9%	12.2%	12.7%	13.7%	16.0%	3.1%	2.8%	2.8%	3.2%
300898.SZ	熊猫乳品	26.3%	26.2%	25.6%	26.0%	15.2%	13.0%	16.1%	8.3%	5.4%	3.7%	5.5%	6.3%	7.1%	4.5%	7.9%	8.2%
600419.SH	天润乳业	16.9%	16.2%	16.1%	18.4%	6.7%	1.7%	7.7%	4.5%	6.0%	6.5%	5.7%	9.0%	3.4%	3.5%	3.9%	4.2%
600429.SH	三元股份	24.6%	22.7%	22.1%	23.1%	5.6%	3.5%	-31.4%	5.8%	18.2%	14.0%	9.6%	16.6%	3.4%	4.5%	6.4%	3.6%
600597.SH	光明乳业	18.9%	17.6%	17.3%	15.9%	1.2%	-2.3%	-4.2%	1.1%	11.7%	12.8%	13.4%	9.3%	3.6%	3.0%	4.1%	3.1%
600882.SH	妙可蓝多	30.8%	29.9%	29.0%	29.8%	3.8%	3.1%	-3.4%	4.6%	17.9%	17.5%	18.6%	18.9%	6.3%	6.5%	3.3%	4.2%
600887.SH	伊利股份	36.0%	35.2%	34.5%	38.3%	8.0%	11.3%	4.5%	15.5%	19.9%	18.2%	19.7%	16.7%	3.8%	4.0%	4.8%	3.7%
605179.SH	一鸣食品	28.8%	29.0%	27.5%	26.8%	2.5%	1.9%	0.6%	2.5%	19.7%	19.1%	15.1%	16.1%	3.2%	5.0%	4.2%	4.7%
605300.SH	佳禾食品	12.4%	12.6%	13.0%	13.9%	1.4%	2.3%	1.0%	3.2%	6.4%	6.9%	8.7%	7.1%	2.8%	3.4%	4.6%	3.3%
605388.SH	均瑶健康	32.5%	31.2%	27.7%	37.5%	-0.9%	-3.0%	-79.4%	2.0%	23.7%	20.2%	34.1%	23.9%	9.4%	10.5%	18.1%	7.0%



3.3 机构持仓情况：26Q1基金持仓同比下降

- 基金持仓情况分个股来看，2026Q1乳品板块基金持仓占流通股比例最高的是新乳业、伊利股份，分别占其股份的4.8%、4.57%，蒙牛、飞鹤、天润基金持仓占比达到2.52%、1.71%、1.05%，但是同比出现下滑，背后是行业需求持续低迷，市场预期较弱。而改革型企业三元，随着利润为导向的战略调整落地，基金持仓占比有所提升。

图表20：2026Q1乳制品个股基金持仓变化

基金持仓占比（%）							
证券代码	证券简称	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	较年初变动（PCT）
001318.SZ	阳光乳业	0.00	0.11	0.00	0.31	0.00	0.0
002329.SZ	皇氏集团	0.32	0.63	0.00	0.01	0.01	0.0
002570.SZ	贝因美	0.00	0.53	0.40	0.44	0.41	0.0
002719.SZ	麦趣尔	0.00	0.77	0.94	1.21	0.00	-0.9
002732.SZ	燕塘乳业	0.00	1.04	0.59	1.50	0.50	-0.1
002910.SZ	庄园牧场	0.00	1.22	1.55	0.54	0.44	-1.1
002946.SZ	新乳业	2.74	9.43	3.11	9.18	4.80	1.7
300106.SZ	西部牧业	0.00	1.30	1.43	3.08	1.51	0.1
300892.SZ	品渥食品	0.00	0.02	0.00	0.03	0.03	0.0
300898.SZ	熊猫乳品	0.00	0.11	0.07	2.28	0.00	-0.1
600419.SH	天润乳业	2.27	8.88	2.84	4.78	1.05	-1.8
600429.SH	三元股份	0.00	0.61	0.29	0.49	0.98	0.7
600597.SH	光明乳业	2.50	4.28	1.78	3.58	0.78	-1.0
600882.SH	妙可蓝多	1.96	7.41	1.01	4.39	0.00	-1.0
600887.SH	伊利股份	9.34	15.19	8.77	15.24	4.57	-4.2
605179.SH	一鸣食品	0.10	0.12	0.12	0.58	0.00	-0.1
605300.SH	佳禾食品	0.00	0.13	0.00	0.28	0.00	0.0
605388.SH	均瑶健康	0.00	0.17	0.16	0.43	0.17	0.0
2319.HK	蒙牛乳业	14.28	10.80	6.95	4.10	2.52	-4.4
6186.HK	中国飞鹤	1.00	1.61	1.05	2.62	1.71	0.7
基金持仓比例		34.5	64.4	31.0	55.1	19.5	-35.6



3.4 重点公司与盈利预测

- 伊利股份：**2025年伊利高质量收官，利润率提升至9.98%，26Q1液奶表现回升带动整体收入增长5.47%，产业周期磨底阶段彰显龙头韧性。2026年，原奶价格企稳与温和回升预期有望带动龙头液奶表现逐步好转，成人粉、乳品深加工、冷饮、牛肉等业务在新品与渠道深耕带动下有望继续双位数以上增长，优然等牧业公司报表好转预期进一步增厚公司利润表，我们看好全年收入中个位数增长、利润中高个位数增长。
- 业绩情况：**2025年实现营业收入1159.31亿元，同比+0.13%，归母净利润115.65亿元，同比+36.82%，扣非净利润110.68亿元，同比+84.13%。26Q1实现营业收入348.25亿元，同比+5.47%，归母净利润53.95亿元，同比+10.68%，扣非净利润53.29亿元，同比+15.11%。
- 优化结构重构增量，周期底部显韧性。**2025年，乳制品市场需求平淡之际，伊利重点把握产品与渠道结构性机会，彰显龙头韧性。分品类看，2025年液体乳收入704.22亿元，同比-6.11%；奶粉及奶制品327.69亿元，同比+10.42%；冷饮产品98.22亿元，同比+12.63%；其他15.32亿元，同比+112.26%。2025年公司顺应市场趋势把握品类增量机遇，持续研发创新推新品，整体表现出色，全年新品贡献收入占比达到16.4%。液奶端，常温延续疲软态势，但伊利市场份额稳中有升；发力低温白奶品类，营收增长20%以上，其中低温活性乳酸菌饮料营收增长40%以上。奶粉及奶制品端，婴配粉市场份额上升至行业第一，成人羊奶粉营收增长20%以上。26Q1，旺季表现稳中有升，液奶表现回正，行业呈平稳复苏态势。液体乳、奶粉及奶制品、冷饮、其他收入分别同比+2.32%、+6.13%、+7.10%、+241.04%。婴配粉受出生人口下降预计有所降速，其他业务预计在牛肉带动下增长显著。渠道方面，2025年经销、直销收入1103.08亿元、42.37亿元，同比-0.44%、+27.43%。直销渠道高增长，与公司持续发力B端客户、新零售等业务密切相关，B端低温奶双位数增长，餐饮端奶酪、乳脂同增30%以上，液奶新兴渠道会员店、零食店、即时零售、2B渠道均实现营收双位数增长。
- 低价奶推动毛利率提升，费用投放更加高效，净利率持续提升。**2025年公司毛利率34.74%，同比+0.64pcts，归母净利率9.98%，同比+2.68pcts；25Q4毛利率32.1%，同比+1.1pcts，归母净利率4.49%，同比+13.52pcts；26Q1毛利率38.52%，同比+0.7pcts，归母净利率15.49%，同比+0.73pcts。毛利率，一方面2025年以来奶价持续下行，优化原材料成本，另一方面产业与渠道结构改善，高毛利的低温品类、奶粉、奶酪、冷饮等业务增速显著高于整体。费用端，2025年销售费用率18.58%，同比-0.4pcts，管理费用率4.05%，同比+0.19pcts；2026Q1销售费用率16.71%，同比-0.21pcts，管理费用率3.67%，同比-0.1pcts。2025年以来伊利调整广宣、促销模式，减少传统大媒体广告投入，利用自媒体广告提升广告精准度，提升费用效率。资产处置与减值方面，2025年奶牛养殖业持续去化，下游需求结构改善，社会散奶价格回升，伊利等龙头企业喷粉量减少，且伊利大幅减少商誉减值，使得全年资产减值损失7.30亿元（同期46.76亿元），保理风险准备大幅减少使得信用减值损失减少51.6%至2.68亿元。
- 盈利预测：**预计2026-2028年公司实现收入1215.07、1283.42、1355.43亿元，实现归母净利润123.04、134.92、150.55亿元，对应EPS为1.95、2.13、2.38元，对应PE为13.66X、12.46X、11.16X。



3.4 重点公司与盈利预测

- **新乳业：**一季度，新乳业延续强于行业大盘的增长态势，低温品类双位数以上增长，常温表现持续恢复，整体收入表现强劲。产品结构优化毛利率提升明显，减值类、投资类相关科目减亏，带动一季度利润表现超预期。展望2026年，我们预计低温品类延续双位数增长，常温品类逐步企稳，原奶低价红利与产品结构升级带动毛利率提升，减值类项目进一步减少，看好全年提前完成“五年规划”利润率翻倍目标。
- **业绩情况：**26Q1实现营业收入28.43亿元，同比+8.31%，归母净利润1.86亿元，同比+39.89%，扣非归母净利润1.91亿元，同比+35.73%。
- **延续增长势能，预计低温双位数增长，常温表现回升。**公司延续了25Q4以来的增长态势，我们预计低温品类延续双位数增长，山姆渠道产品延续较强势能，常温品类回归正增长。产品端，芭乐酸奶重新回归上市山姆，活润推出“开心芭”新品，新品延续贡献10%以上收入态势。渠道端，预计新零售渠道增速明显快于整体，活润逐步推动全国化布局。
- **产品结构推动毛利率提升，净盈利持续增强。**26Q1毛利29.97%，同比+0.47pcts，归母净利率6.56%，同比+1.48pcts。毛利率方面，一方面2025年奶价处于周期底部，优化原材料成本，另一方面公司优化结构提升毛利率较高的低温产品和直销渠道占比。费用端，26Q1销售费用率17.13%，同比+0.12pcts，管理费用率3.45%，同比-0.08pcts。公司费用投入力度相对平稳。此外，26Q1投资收益、资产减值损失、资产处置收益分别减亏653.24万元、1184.68万元、813.62万元，进一步增厚公司利润。
- **盈利预测：**预计2026-2028年公司实现收入120.57、129.55、139.08亿元，实现归母净利润8.84亿元、10.72亿元、12.54亿元，对应EPS为1.03、1.25、1.46元，对应PE为18.10X、14.92X、12.76X。



3.4 重点公司与盈利预测

- 三元：**三元股份是北京液奶龙头，公司在北京市场液态奶份额稳居首位。行业层面，奶价周期拐点渐近，行业有望在 2026 年下半年触底企稳，公司自有奶源占比超过 70%（北京地区达 100%），在行业修复中利润具备弹性，终端竞争放缓将助推三元股份释放改革势能。公司层面，公司新任管理层自 24 年起推动机构改革，大幅精简总部人员，收缩京外亏损区域，淘汰低效 SKU，聚焦北京+深耕低温，推出低温大单品三元北京鲜牛奶、三元北京酸奶，多重方式焕新品牌认知，北京市占率有望持续恢复。同时，公司增加八喜冰激凌投入力度，北京麦当劳增厚利润，公司利润释放空间充足，坚定看好三元本次改革。
- 业绩情况：**2026Q1 公司实现营业总收入 17.21 亿元（同比+4.46%）；归母净利润 1 亿元（同比+14.28%），扣非净利润 9511.56 万元（同比+14.74%）。
- 一季报质量极佳，冰激凌表现亮眼。**公司 26Q1 液态奶收入同减 6.2%，主要系京外亏损区域收缩，京内低温增长。冰激凌收入同增 18.3%，主要系公司梳理八喜渠道，一季度加速上新，带动冰激凌重回增长。固态奶收入同增 24.9%，预计系公司奶酪等业务拓展 B 端客户。公司初步展现公司改革效果，聚焦北京战略下 Q1 京内收入增长 4.6%。25 年是公司全盘接手八喜的调整之年，大刀阔斧进行组织调整、高管焕新等，25H2 八喜同比增长 12.1%，预计营销费用等推广力度开始加大，利润率相对受损，但全年净利率仍达到 7.5%。
- 费用大幅优化，利润持续释放。**26Q1 毛利率 23.1%，同比-1.3pct，销售/管理费用率 16.6%/ 3.6%，同比-1.3/-0.5pct，净利率 5.6%，同比+0.3pct。2025 年三元毛利率 22.1%，同比-0.8pct，销售/管理费用率 15.1%/ 4.6%，同比-2.1/ +0.8pct，净利率-3.9%，同比-4.7pct。25Q4 毛利率 20.2%，同比+0.4pct，销售/管理费用率 9.6%/ 6.4%，同比-6.3/+1.7pct，净利率-32.0%，同比-28.4pct。北京麦当劳 25 年投资收益 2.84 亿元，同比增长 21.1%，剔除法国子公司 HCo2025 年计提的减值约 4.97 亿元后，2025 年公司归母净利润为 2.71 亿元，同比增长 395%；扣非净利润 2.52 亿元，同比增长 744%。25 年公司营销类、广告类费用大幅缩减，战略收缩外埠亏损业务，全年销售费用额同比下滑 21%。2025 年公司巩固总部组织改革，并有序推进销售事业部机制革新，完成营销体系五个事业部组织优化，中后台编制精简 40%以上，带来费用人效的提升。
- 改革思路明确，面貌焕然一新。**公司在 25 年年报具体阐述经营思路及计划，包括推进战略大单品、焕新品牌战略、聚焦北京终端、T 字型渠道战略、筑牢人才根基等，坚定聚焦北京、聚焦低温及特渠业务。公司年报封面标题也改为“拼搏奋斗再创业、凝心聚力新三元”，改革思路明确。我们认为三元当前处于改革初期，团队正在重新梳理，新品陆续推出，随着管理提效、产品和渠道优化、资产梳理等举措逐步落地，公司利润有望大幅释放，品牌复兴可期。
- 盈利预测：**预计 2026-2028 年公司实现收入 65.62/70.26/74.99 亿元，实现归母净利润 3.79/4.88/5.67 亿元，对应EPS为0.25x、0.33x、0.38元，对应PE为24X、18X、16X。

4

调味品：需求边际改善，26Q1业绩好转

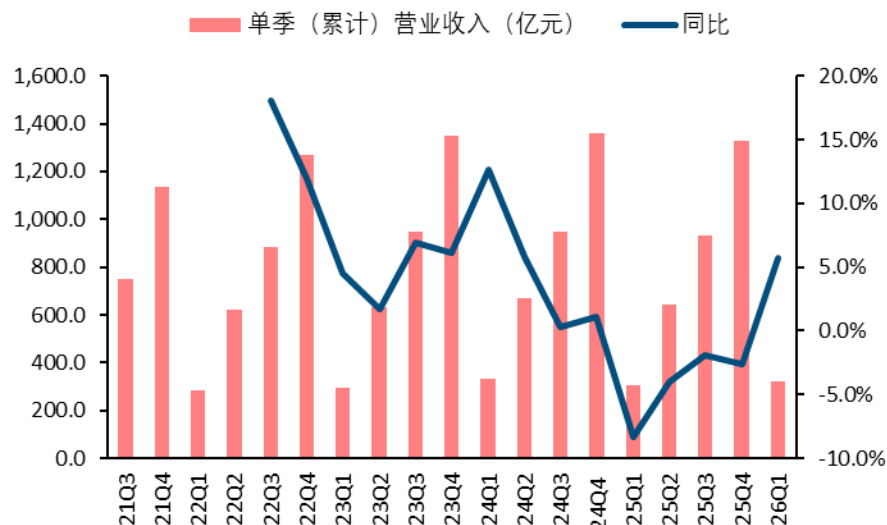
- 收入与利润：26Q1收入端、利润端均边际改善
- 销售与毛利：销售费用增加，毛利净利均有所改善
- 机构持仓：26Q1调味品基金持仓变动分化较大
- 重点公司与盈利预测



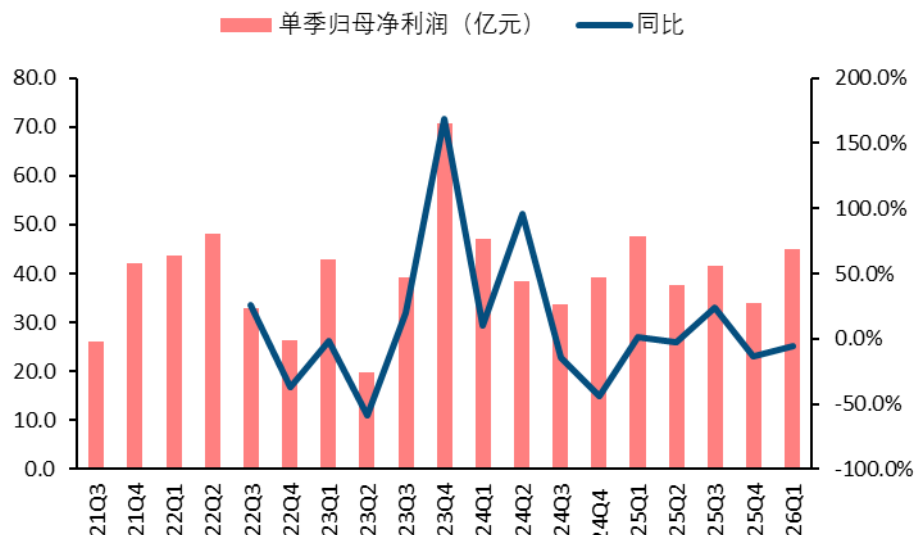
4.1 收入与利润：26Q1收入端、利润端均边际改善

- 调味品板块2025年总营收1326.9亿元，同比-2.81%，板块净利润169.2亿元，同比+1.95%。2025年餐饮表现低迷，禁酒令、预制菜舆论等因素影响调味品企业增长，而相关企业将工作重心放在市场梳理与结构性机遇拓展。而大豆等原料价格低位，毛利率表现较好，带动盈利能力提升。
- 调味品板块26Q1总营收323.2亿元，同比+5.66%，板块净利润45.0亿元，同比-5.49%，若剔除梅花生物影响，板块利润同增17.1%。主要得益于：1) 春节旺季错期与低基数：2026年春节相比2025年延后接近20天，下游备货集中在1-2月，且同期基数较低。2) 餐饮需求逐步复苏：经过2025年的低迷，市场库存良性，旺季需求逐步好转带动整体业绩提速。3) 调味品企业市场梳理完毕，经营困境逐步反转：经过2025年的市场去库存、稳价格，以及调整产品与SKU，发力新渠道，在26Q1改革效果落地，业绩亮眼。

图表21：调味品板块季度营收及同比（亿元）



图表22：调味品板块季度归母净利润及同比（亿元）



资料来源：Wind，中信建投



4.1 收入利润：26Q1收入端、利润端均边际改善

- 基调类，龙头海天延续稳健增长态势，酱油主品稳健增长、新品类引领增速，新渠道、工业渠道拓展、市场下沉开辟新增量。安琪酵母国内市场需求回升，国外延续高增长，带动收入逐季提速。中炬高新、恒顺醋业经过市场调整与梳理，叠加同期低基数，在26Q1业绩回升明显。
- 复调类，天味抓住连锁大B增长机会与春节旺季需求增长，叠加代客炒虾等营销活动消费者反馈积极，带动一季度收入大幅度增长。宝立C端产品提速，新品反馈积极，B端旺季需求稳健，26Q1增长超预期。日辰，肯德基金沙鸡翅与烘焙并表带动收入增速持续超20%。颐海国际，得益于关联方翻台率逐步提升，预计一季度表现稳健。

图表23：调味品板块分公司26Q1营收及归母净利润（亿元）

证券代码	证券简称	营业收入				归母净利润			
		25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	26Q1	25Q5
920726. BJ	朱老六	41.70%	-22.99%	-9.34%	26.24%	-1007.88%	-23.99%	770.30%	136.70%
603317. SH	天味食品	21.93%	13.79%	-6.69%	76.19%	62.72%	8.93%	-7.65%	234.67%
603288. SH	海天味业	7.00%	2.48%	11.44%	8.58%	11.57%	3.40%	12.23%	10.96%
603027. SH	千禾味业	-29.86%	-4.29%	-25.50%	-1.57%	-86.66%	-14.55%	-45.94%	-7.75%
600929. SH	雪天盐业	-21.73%	-15.16%	76.52%	14.91%	-69.26%	-473.29%	-227.17%	-44.48%
600873. SH	梅花生物	-2.34%	-1.71%	-6.19%	-4.51%	3.76%	141.06%	-65.67%	-88.42%
600872. SH	中炬高新	-9.11%	-22.84%	-33.65%	19.88%	-31.57%	-45.66%	-50.40%	45.11%
600737. SH	中粮糖业	-5.80%	10.06%	-36.57%	-14.64%	-36.54%	23.57%	-75.31%	22.04%
600305. SH	恒顺醋业	-8.22%	-4.63%	-0.88%	3.60%	40.61%	17.65%	-73.57%	17.93%
600298. SH	安琪酵母	11.19%	4.00%	15.35%	19.49%	15.35%	21.00%	15.23%	15.08%
603170. SH	宝立食品	9.54%	14.60%	11.08%	16.00%	22.45%	15.71%	18.39%	12.58%
002507. SZ	涪陵榨菜	7.59%	4.48%	2.04%	5.70%	-4.59%	4.34%	-26.06%	0.07%
603696. SH	安记食品	-0.93%	-7.74%	97.43%	10.12%	251.78%	-30.04%	-57.92%	101.47%
000972. SZ	中基健康	32.07%	107.32%	1234.86%	-30.33%	-1259.14%	25.37%	-152.26%	170.54%
300908. SZ	仲景食品	-6.19%	0.11%	-0.96%	6.78%	5.56%	9.10%	44.32%	10.93%
600186. SH	莲花控股	28.13%	21.99%	35.11%	28.01%	16.92%	42.23%	50.40%	42.06%
920826. BJ	盖世食品	2.85%	24.50%	22.53%	16.12%	-3.55%	30.47%	20.14%	6.80%

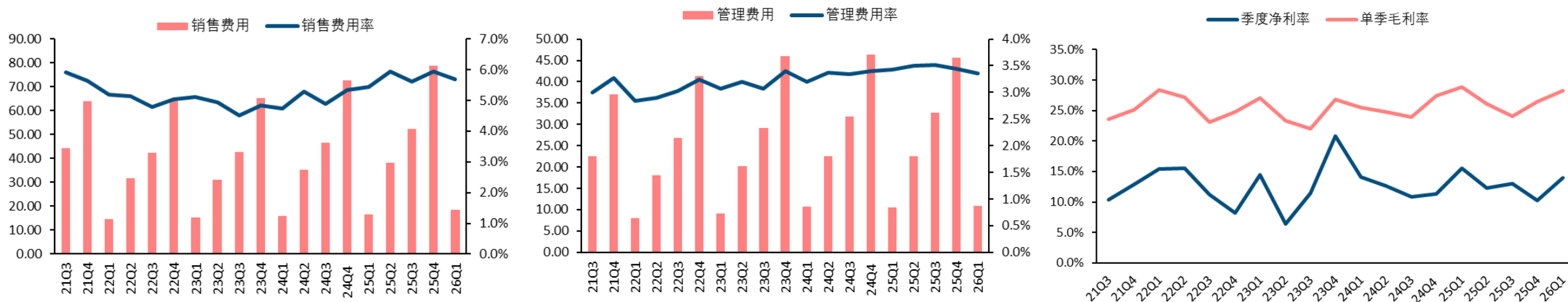
资料来源：Wind，中信建投



4.2 销售与毛利：销售费用增加，毛利净利均有所改善

- 调味品板块整体在2025年销售费用78.71亿元，销售费用率5.93%（同比+0.60pcts）。管理费用为45.69亿元，管理费用率3.44%（同比+0.05pcts）。毛利率以及净利率方面，25年板块毛利率为26.69%（同比+0.95pcts），净利率12.75%（同比+0.57pcts）。2025年原料成本低位带动释放利润弹性。
- 调味品板块整体在26Q1销售费用为18.37亿元，销售费用率5.68%（同比+0.24pcts）。管理费用为10.85亿元，管理费用率3.36%（同比-0.07pcts）。毛利率以及净利率方面，26Q1板块毛利率为28.29%（同比-0.561pcts），净利率13.93%（同比-1.64pcts），剔除梅花影响，净利率16.64%（同比+1.25pcts）。

图表24：调味品板块销售费用及销售费率（亿元） 图表25：调味品板块管理费用及管理费用率（亿元） 图表26：调味品板块毛利率以及净利率



资料来源：Wind，中信建投

4.2 销售与毛利：销售费用增加，毛利净利均有所改善

- 2025年以来，主要原料价格处于相对低位，包括2026年3月大宗价格上涨之前企业均对主要原料进行3-6个月的锁价，26H1预计行业成本相对可控。从费用端看，市场竞争较为激烈，且部分企业加大投入梳理市场困境，板块销售费用率有所提升。但是，从费用趋势看，预计价格竞争逐步企稳。

图表27：2026Q1调味品个股核心财务指标

公司		毛利率				净利率				销售费用率				管理费用率			
证券代码	证券简称	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
920726.BJ	朱老六	21.4%	25.8%	13.8%	37.5%	6.3%	10.0%	6.5%	25.0%	3.4%	2.7%	3.2%	1.3%	8.0%	9.1%	10.9%	4.7%
603317.SH	天味食品	37.0%	40.5%	43.5%	45.0%	15.4%	19.8%	17.1%	22.1%	10.0%	10.9%	15.5%	12.8%	6.0%	3.8%	3.7%	3.9%
603288.SH	海天味业	40.2%	39.6%	41.0%	42.0%	24.8%	22.0%	23.7%	27.1%	7.0%	7.4%	6.7%	5.8%	2.3%	3.4%	2.3%	2.2%
603027.SH	千禾味业	32.6%	39.0%	39.3%	40.8%	2.6%	12.9%	15.0%	18.1%	22.4%	16.9%	20.2%	14.3%	4.8%	3.7%	-0.3%	2.5%
600929.SH	雪天盐业	26.3%	18.5%	23.3%	20.2%	3.8%	-3.9%	2.0%	1.1%	7.4%	7.1%	4.9%	5.9%	6.8%	8.6%	6.4%	7.1%
600873.SH	梅花生物	21.7%	17.3%	12.1%	9.5%	12.5%	21.2%	4.3%	2.0%	1.4%	1.8%	1.5%	1.4%	3.6%	4.7%	4.0%	3.5%
600872.SH	中炬高新	39.4%	39.5%	39.1%	42.4%	7.4%	12.0%	15.1%	19.9%	18.9%	14.3%	9.6%	8.6%	8.1%	8.9%	6.8%	8.0%
600737.SH	中粮糖业	8.3%	8.6%	20.8%	11.0%	4.0%	4.3%	2.2%	5.0%	1.2%	1.0%	1.8%	1.3%	2.2%	1.8%	0.8%	3.1%
600305.SH	恒顺醋业	42.1%	34.7%	20.4%	35.8%	10.8%	6.2%	0.3%	10.3%	19.4%	17.2%	13.1%	17.3%	4.7%	5.0%	3.9%	3.5%
600298.SH	安琪酵母	26.2%	24.4%	22.7%	26.5%	10.5%	8.2%	8.7%	9.4%	5.6%	6.2%	5.2%	5.2%	3.4%	3.8%	2.7%	3.2%
603170.SH	宝立食品	34.7%	32.6%	33.3%	33.5%	8.2%	10.0%	8.8%	8.5%	16.5%	13.2%	16.3%	17.1%	2.6%	2.3%	2.4%	2.0%
002507.SZ	涪陵榨菜	52.0%	52.9%	41.9%	54.9%	28.1%	33.9%	21.9%	36.2%	17.2%	18.1%	14.8%	13.2%	3.9%	2.8%	5.1%	2.4%
603696.SH	安记食品	17.0%	17.8%	18.0%	24.1%	4.8%	5.7%	3.7%	8.5%	6.3%	6.3%	8.5%	8.3%	3.8%	4.0%	4.1%	4.1%
000972.SZ	中基健康	-14.1%	-14.1%	-4.0%	1.6%	-40.6%	-63.5%	70.9%	-35.8%	0.9%	1.0%	1.4%	1.1%	20.6%	21.5%	18.2%	22.9%
300908.SZ	仲景食品	44.1%	43.8%	43.1%	44.5%	21.1%	17.7%	14.8%	18.2%	11.4%	14.4%	17.1%	15.1%	4.6%	5.9%	6.8%	5.1%
600186.SH	莲花控股	25.8%	27.9%	25.8%	31.4%	7.3%	10.5%	5.9%	14.1%	9.2%	8.9%	8.5%	8.2%	3.3%	2.6%	3.4%	3.4%
920826.BJ	盖世食品	17.8%	19.5%	19.3%	17.3%	8.2%	8.6%	6.5%	6.3%	3.6%	3.2%	4.7%	3.3%	5.4%	3.6%	5.2%	4.3%



4.3 机构持仓情况：26Q1调味品基金持仓变动分化较大

- 分个股来看，2026Q1基础调味品海天、安琪、中炬、千禾、涪陵榨菜基金持仓占比分别为，1.28%（同比-0.1pcts）、6.45%（同比- 0.2pcts）、5.76%（同比+4.6pcts）、2.09%（同比+1.0pcts）、0.76%（同比-4.1pcts）。复调板块，2026Q1天味、颐海基金持仓占比分别为3.88%（+2.9pcts）、4.12%（-3.1pcts）。

图表28：2026Q1调味品个股机构持仓变化

基金持仓占比（%）							
证券代码	证券简称	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	同比变动（PCT）
831726.BJ	朱老六	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0
603317.SH	天味食品	0.98	3.83	3.23	7.22	3.88	2.9
603288.SH	海天味业	1.36	3.11	0.86	3.24	1.28	-0.1
603027.SH	千禾味业	1.12	3.90	0.49	7.72	2.09	1.0
600929.SH	雪天盐业	0.61	1.18	0.00	0.94	0.00	-0.6
600873.SH	梅花生物	7.47	15.23	4.20	14.13	8.18	0.7
600872.SH	中炬高新	1.16	4.61	4.13	8.11	5.76	4.6
600737.SH	中粮糖业	3.43	6.42	5.31	7.72	4.48	1.0
600305.SH	恒顺醋业	0.45	2.60	0.55	2.78	0.00	-0.5
600298.SH	安琪酵母	6.59	12.25	6.50	13.60	6.35	-0.2
603170.SH	宝立食品	1.19	6.11	0.00	2.23	0.00	-1.2
002507.SZ	涪陵榨菜	4.81	9.04	3.88	6.40	0.76	-4.1
603696.SH	安记食品	0.28	0.09	0.00	0.09	0.00	-0.3
000972.SZ	中基健康	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0
300908.SZ	仲景食品	0.00	1.38	0.00	0.97	0.00	0.0
600186.SH	莲花控股	0.75	3.18	0.00	3.48	0.10	-0.6
836826.BJ	盖世食品	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0
1579.HK	颐海国际	7.26	4.88	2.67	6.59	4.12	-3.1



4.4 重点公司与盈利预测

- **海天味业**：一季度海天延续了稳健增长态势，顺利开门红。产品端，酱油稳健、其他调味品表现亮眼，预计核心酱油驱动，复调品类快速增长，其中B端开发连锁餐饮、工业客户柔性化定制，C端凉拌汁等复调品类动销亮眼。蚝油季度性增速放缓，不改全年提升份额战略，预计后续逐步提速。公司产品结构优化与制造端效率提升，在原材料价格波动背景下稳定成本预期。展望全年，预计收入高个、利润双位数增长。
- **业绩情况**：一季度，公司实现营收90.29亿元，同比增长8.58%；归母净利润24.44亿元，同比增长10.96%；扣非归母净利润23.47亿元，同比增长9.33%。
- **新品类与线上发力带动Q1业绩持续稳健增长**。一季度，公司调味品收入86.47亿元，同比增长8.34%，延续公司高个位数稳健增长态势，顺利开门红。分产品看，酱油、蚝油、调味酱、其他产品在Q1收入分别为47.51亿元、14.22亿元、9.23亿元、15.51亿元，分别同比增长7.48%、4.60%、1.12%、20.32%，其他调味品高速增长，除了醋、料酒业务势能向好，公司持续拓展大B复调定制化需求，且C端凉拌汁、白灼汁等复调销售表现持续向好。蚝油、调味酱增速波动预计系产品投放节奏变化，全年蚝油稳健增长可期。分渠道来看，线下稳健增长7.72%至81.48亿元，线上收入4.98亿元，同比增长19.62%，公司多元化渠道开拓效果显现，线上表现持续向好，预计带动健康化产品表现更强增长。分地区来看，东部、南部、中部、北部、西部区域收入分别为17.48亿元、17.00亿元、19.29亿元、21.43亿元、11.26亿元，分别同比增长6.58%、8.42%、9.40%、8.08%、9.72%，全国化推进市场精耕细作与渠道下沉，推动新零售业务发展，各区域持续稳健增长。至Q1末，总经销商数量已经达到6690家，单季净减少12家。
- **产品结构与制造效率优化提升毛利率，盈利能力稳步提升**。2026Q1公司毛利率42.00%，同比+1.95pcts，归母净利率27.07%，同比+0.58pcts。预计高价位健康化品类表现持续强于整体表现，且生产智能化与全面推进降本增效，公司制造效率提升。费用方面，公司2026Q1销售费用率为5.75%，同比-0.15pcts，管理费用率为2.22%，同比+0.33pcts。整体费用率相对平稳。现金流方面，销售收现72.22亿元，同比+15.99%，预计系春节错期经销商回款周期后移。
- **盈利预测**：我们预计公司2026-2028年实现收入312.32亿元、341.46亿元、374.19亿元，实现归母净利润78.47亿元、87.57亿元、96.47亿元，对应PE为29.72x、26.63x、24.17x。



4.4 重点公司与盈利预测

- **安琪酵母**：一季度，安琪国内销售同增22.74%，表现超预期，预计餐饮需求复苏，带动酵母品类需求增长，且糖厂并表增厚业绩。国外延续较强增长态势，同增14.62%。利润端，成本红利带动毛利率提升，而汇兑损失大幅增加，影响利润率有所下降。展望全年，国内需求复苏为收入双位数以上增长注入强心剂，原材料成本优化仍是盈利能力提升关键因素，看好全年完成高质量业绩。
- **业绩情况**：26Q1公司实现营收45.34亿元，同比增长19.49%；归母净利润4.26亿元，同比增长15.08%；扣非归母净利润3.86亿元，同比增长14.46%。
- **一季度全品类提速，国内销售亮眼**。一季度，春节错期与餐饮端需求持续复苏，YE等品类销售回归高增长态势，酵母蛋白持续推进，糖厂并表带动制糖业务，一季度主要品类收入提速，实现较快增长。产品看，公司26Q1主业酵母及深加工产品、制糖产品、包装类业务、食品原料收入分别为32.56亿元、3.52亿元、1.08亿元、6.15亿元，分别同比+17.4%、+125%、+12.9%、+41.7%。区域看，国内提速，同时国外延续较快增长态势。26Q1国内、国外收入分别为25.76亿元、19.31亿元，分别同比+22.74%、+14.62%。
- **成本改善毛利率提速，受汇兑损失影响利润率有所下滑**。26Q1公司毛利率同比+0.5pcts至26.47%，归母净利率-0.36pcts至9.39%。主要系：毛利率，2025年以来核心原材料糖蜜价格持续走低，预计是毛利率提升的核心因素。而能源价格上涨抵消部分原材料价格优化。费用率规模效应显现，26Q1销售费用率5.21%，同比-0.37pcts，管理费用率3.15%，同比-0.34pcts。公司整体费用支出策略相对稳健，整体平稳，得益于规模效应，费用率小幅减小。由于人民币汇率升值增加公司汇兑损失，由此为主要原因，公司财务费用同比增加0.83亿元。现金流表现：26Q1销售收现47.79亿元，同比+17.7%，经营性净现金流-3.7亿元，同期为-2.45亿元。
- **盈利预测**：我们预计2026-2028年公司实现收入188.15、207.25、227.70亿元，实现归母净利润18.55、20.68、23.53亿元，对应PE分别为17.91x、16.07x、14.12x。



4.4 重点公司与盈利预测

- 天味食品**：公司得益于春节错期+BC端策略落地动销提速+子公司并表+提前代客炒虾，带动一季度公司业绩高速增长，大超预期。厚火锅等高毛利产品起势+加点高增长，结构优化提升毛利率水平。费用端，不主动参与价格战，促销活动力度放缓，费用率收缩。全年，公司产品、渠道策略清晰，大单品势头向好，差异化推新，发力新零售，看好全年收入、利润表现向好。
- 业绩表现**：2026Q1，公司实现营收11.3亿元，同比增长76.19%；归母净利润2.5亿元，同比增长234.67%；扣非归母净利润2.34亿元，同比增长360.06%。
- 利好因素叠加，经营策略落地见效，一季度超亮眼业绩开局**。公司收入26Q1显著提速，表现大超预期。主要预计有4方面因素：①春节错期与同期低基数，26年春节备货主要集中在26年1月；②BC端公司策略调整落地见效，把握增量方向，B端拓展山姆、盒马、连锁餐饮等客户预计大B端表现更强，C端提升服务能力且厚火锅动销提升；③子公司并表：2025年下半年收购一品，贡献并表增量；加点滋味、食萃坊延续较强表现。④代客炒虾：今年3月提前开启龙虾料铺货和代客炒虾活动，亦带动厚火锅等核心单品动销，市场反馈较强。分产品看，一季度核心品类火锅底料业务（占比30.63%）营收同比增长100.36%至3.46亿元，预计Q1旺季手工火锅、不辣汤等核心品类提速，同时厚火锅动销反馈积极展现大单品潜质。与此同时，Q1中式复调业务（占比60.22%）同比增长56.73%至6.80亿元，预计代客炒虾活动积极带动整体品类动销。此外，公司冬调产品（占比2.95%），销售同比增长125.19%至0.33亿元，其他产品同比增长313.92%至0.70亿元。分渠道看，公司26Q1线下渠道/线上渠道单季收入分别为8.28亿元、3.02亿元，同比分别增长90.49%、48.00%。分区域看，分地区来看，一季度各区域多面开花，南部、北部、中部尤其接近翻倍或翻倍以上增长，东部、西部大本营仍实现超50%的收入增速。26Q1东部、南部、西部、北部、中部销售规模分别为2.76亿元（+61.50%）、1.31亿元（+95.41%）、3.60亿元（+58.27%）、1.10亿元（+143.98%）、2.52亿元（+97.38%）。截至26年3月末，公司共拥有经销商3,276家，较2025年末净减少87家，意味着单家经销商销售表现显著提升，赚钱效应增强，预计进一步强化渠道信心。
- 毛利率优化，费效提升，净利率大幅提升**。26Q1年公司毛利率45.03%，同比+4.29pcts，归母净利率为22.12%，同比+10.48pcts。毛利率：一方面，结构调整带动整体毛利率大幅提升，预计高毛利产品表现提升，高毛利率的加点滋味增速强于整体，另一方面公司减少搭赠等促销活动。此外，公司针对核心原料进行提前锁价，提升生产、运输效率，降低大宗价格上涨影响。费用率：公司优化费用政策提升效率，营运管理效率提高；2026Q1销售费用率12.79%（-9.47pcts），管理费用率3.92%（-3.14pcts）。现金流方面，26Q1销售收现12.44亿元（+56.8%），经营性净现金流+2.53亿元（+2033.01%）。
- 盈利预测**：我们预计2026-2028年公司实现收入41.41、45.89、51.28亿元，实现归母净利润7.43、8.37、9.62亿元，对应EPS为0.70、0.79、0.90元/股，对应PE分别为24.78x、21.97x、19.12x。

5

零食：量贩驱动行业增长，魔芋大单品放量

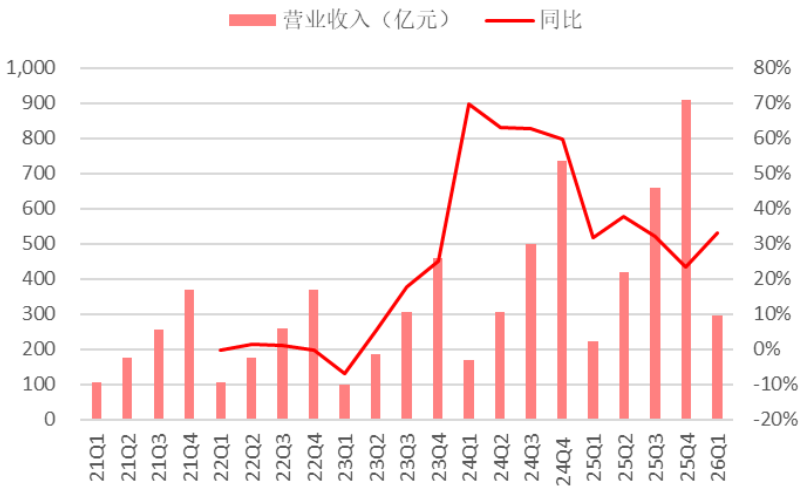
- 收入利润：量贩驱动行业增长，魔芋大单品放量
- 销售与毛利：渠道变革改变毛利和费用结构
- 机构持仓：万辰和好想你基金持仓占比提升



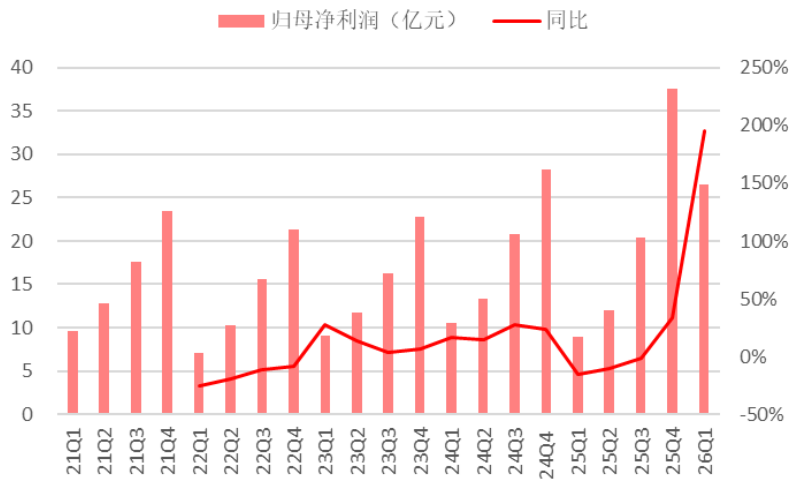
5.1 收入利润：量贩驱动行业增长，魔芋大单品放量

- 零食板块收入端看，26Q1营收297.5亿元，同比+33.2%，归母净利润为26.5亿元，同比+195.8%，较25年提速明显，主要系春节错期带动以及万辰单店修复，增长提速。具体看，洽洽食品26Q1收入同比+41.5%，Q4+Q1合计同比+8.9%，低基数与春节旺季共同推动修复；劲仔食品26Q1同比+24.2%，Q4+Q1合计同比+11.2%，鱼制品、鹌鹑蛋等大单品及渠道扩张形成支撑；有友延续较强成长，25Q4+26Q1合计收入分别同比+29.5%。盐津铺子2025年收入同比+8.6%，但Q4+Q1合计同比-2.1%，仍受阶段性电商渠道调整影响。盐津魔芋及卫龙蔬菜制品2025年保持较快增长，依然是板块中少数具备高成长性的产品。

图表29：零食板块季度营收及同比（亿元）



图表30：零食板块季度归母净利润及同比（亿元）



资料来源：Wind，中信建投

5.1 收入利润：量贩驱动行业增长，魔芋大单品放量

鸣鸣很忙、万辰集团2025年收入分别同比+68.2%/+59.2%，其中万辰集团26Q1收入同比+53.7%，Q4+Q1合计同比+39.9%，显示量贩零食在门店扩张、供应链效率和高性价比消费趋势下具备强成长性。

图表31：零食板块分公司26Q1营收及归母净利润（亿元）

证 券 代 码	证 券 简 称	营 业 收 入					归 母 利 润				
		22Q1	23Q1	24Q1	25Q1	26Q1	22Q1	23Q1	24Q1	25Q1	26Q1
行业整体		106.9	99.6	169.3	223.3	297.5	7.1	9.1	10.6	9.0	26.5
002557. SZ	洽 洽 食 品	14.3	13.4	18.2	15.7	22.2	2.1	1.8	2.4	0.8	1.7
002582. SZ	好想你	3.7	4.1	4.9	4.1	5.1	0.1	0.1	0.1	0.4	11.1
002847. SZ	盐津铺子	5.7	8.9	12.2	15.4	15.8	0.6	1.1	1.6	1.8	2.3
003000. SZ	劲仔食品	2.6	4.4	5.4	6.0	7.4	0.2	0.4	0.7	0.7	0.7
002991. SZ	甘 源 食 品	3.2	3.9	5.9	5.0	6.2	0.2	0.6	0.9	0.5	0.7
300783. SZ	三 只 松 鼠	30.9	19.0	36.5	37.2	38.4	1.6	1.9	3.1	2.4	2.7
603719. SH	良 品 铺 子	29.4	23.8	24.5	17.3	20.4	0.9	1.5	0.6	-0.4	0.5
603777. SH	来伊份	13.2	12.1	10.6	10.5	10.4	0.9	0.7	0.6	0.1	-0.1
603697. SH	有友食品	2.7	2.3	2.8	3.8	5.3	0.2	0.5	0.4	0.5	0.7
300972. SZ	万辰集团	1.2	7.6	48.3	108.2	166.3	0.2	0.5	0.1	2.1	6.3

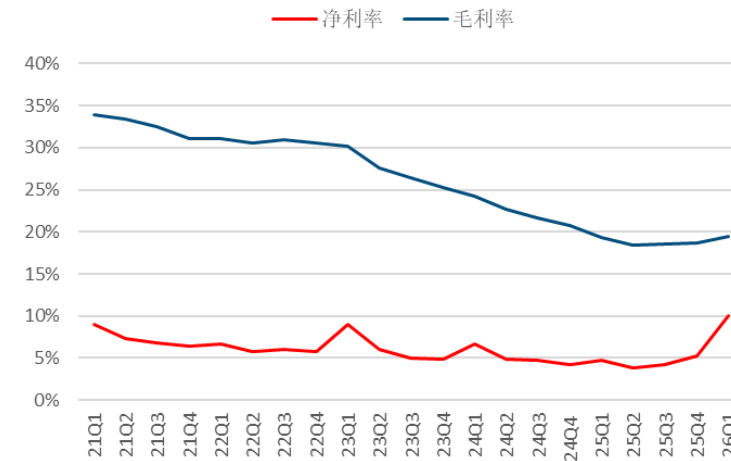
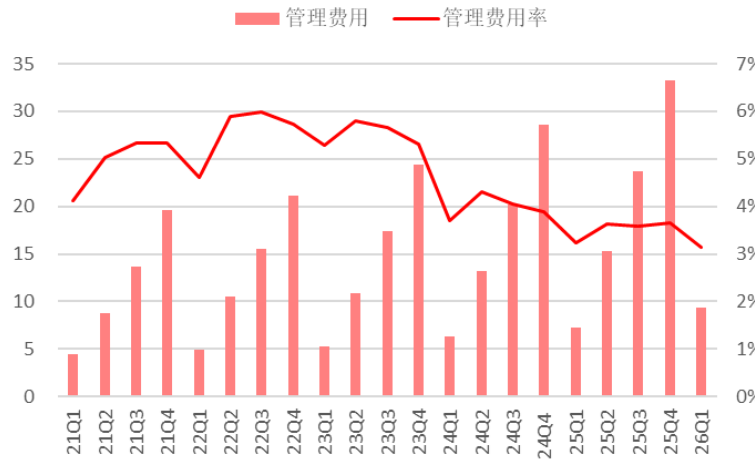
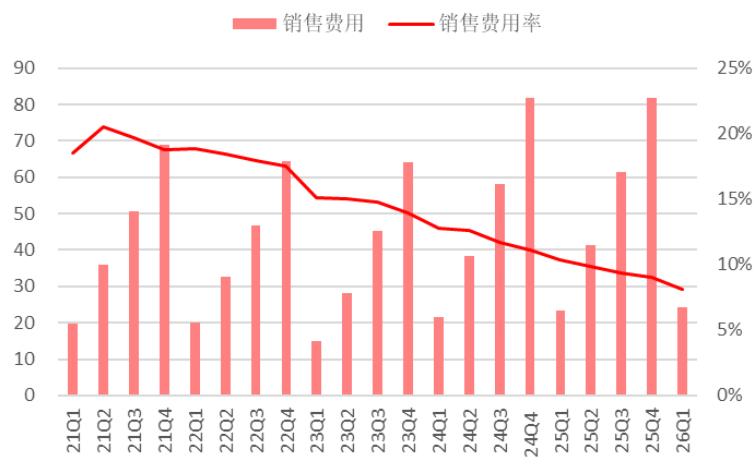
资料来源：Wind，中信建投



5.2 销售与毛利：渠道变革改变毛利和费用结构

- 大单品型零食公司受单一原材料波动影响较大，以卫龙和洽洽等为代表，2025年原材料成本压力较大，洽洽毛利率影响明显，卫龙通过供应链提效和高附加值产品结构调整传导部分压力，新采购季下26Q1洽洽毛利率改善明显，利润率大幅提升。渠道结构方面，以盐津为代表，低利润率的电商渠道占比下降，在魔芋等大单品放量下产品结构拉动带来利润率同比提升。有友虽然原材料价格为正向利好，但会员店、量贩等渠道占比提升，带动有友毛利率结构下移，销售费用率亦同步下降，利润率有所受损。

图表32：零食板块销售费用及销售费率（亿元） 图表33：零食板块管理费用及管理费用率（亿元） 图表34：零食板块毛利率以及净利率



资料来源：Wind，中信建投

5.2 销售与毛利：渠道变革改变毛利和费用结构

- 部分公司26Q1出现边际修复，剔除春节错期影响外，盈利在成本红利和产能利用率贡献下存在弹性。例如，洽洽食品2025年扣非净利润同比-67.7%，Q4+Q1合计同比+4.0%，低基数及春节旺季推动利润修复；劲仔食品2025年扣非净利润同比-22.8%，26Q1同比+23.0%，Q4+Q1基本持平。

图表35：2026Q1零食个股核心财务指标

公司		毛利率					净利率					销售费用率					管理费用率				
证券代码	证券简称	22Q1	23Q1	24Q1	25Q1	26Q1	22Q1	23Q1	24Q1	25Q1	26Q1	22Q1	23Q1	24Q1	25Q1	26Q1	22Q1	23Q1	24Q1	25Q1	26Q1
002557.SZ	洽洽食品	30.9%	28.5%	30.4%	19.5%	25.1%	14.5%	13.3%	13.2%	4.9%	7.6%	9.2%	10.7%	12.3%	10.6%	11.7%	4.4%	5.2%	3.7%	4.6%	3.7%
002582.SZ	好想你	29.1%	26.7%	29.4%	34.0%	36.2%	2.2%	2.7%	2.5%	9.6%	220%	20.8%	19.8%	21.8%	21.1%	21.5%	7.7%	6.7%	6.5%	6.4%	5.8%
002847.SZ	盐津铺子	38.6%	34.6%	32.1%	28.5%	31.8%	10.7%	12.6%	13.1%	11.5%	14.6%	20.1%	13.8%	13.0%	11.2%	11.2%	5.7%	4.4%	4.2%	3.4%	3.4%
003000.SZ	劲仔食品	26.6%	26.0%	30.0%	29.9%	27.0%	7.5%	9.0%	13.8%	11.4%	9.6%	12.0%	11.9%	13.1%	13.4%	10.6%	6.6%	3.9%	3.9%	4.0%	3.7%
002991.SZ	甘源食品	34.8%	36.3%	35.4%	34.3%	33.9%	7.0%	14.1%	15.6%	10.5%	10.7%	17.2%	13.7%	13.1%	17.3%	17.3%	5.4%	4.3%	3.5%	4.9%	3.5%
300783.SZ	三只松鼠	29.6%	28.3%	27.4%	26.7%	27.3%	5.2%	10.1%	8.5%	6.4%	7.0%	22.1%	15.2%	16.3%	18.7%	15.9%	1.7%	3.2%	1.3%	1.8%	2.2%
603719.SH	良品铺子	26.3%	29.2%	26.4%	24.6%	27.3%	3.2%	6.2%	2.5%	-2.1%	2.3%	18.3%	17.0%	17.4%	23.8%	21.0%	4.6%	5.1%	4.9%	3.0%	2.8%
603777.SH	来伊份	45.1%	43.2%	41.5%	34.6%	26.0%	7.0%	5.9%	5.8%	1.4%	-1.3%	26.8%	24.9%	25.4%	21.9%	16.3%	9.6%	11.2%	10.6%	10.9%	10.6%
603697.SH	有友食品	26.3%	33.8%	31.4%	27.1%	24.3%	8.0%	20.3%	15.7%	13.1%	12.3%	10.7%	9.4%	11.8%	8.9%	6.9%	5.3%	4.3%	3.7%	3.1%	2.5%
300972.SZ	万辰集团	19.8%	15.5%	9.8%	11.0%	12.9%	20.9%	6.0%	1.4%	3.6%	5.8%	0.6%	4.6%	4.0%	3.3%	2.6%	4.6%	4.0%	3.0%	2.5%	2.7%

资料来源：wind，中信建投



5.3 机构持仓情况：万辰和好想你基金持仓占比提升

- 分个股来看，个股表现分化，受产品周期、渠道周期、原材料波动等原因影响，25年末仅万辰和好想你的基金持仓较24年提升，反映出量贩赛道的关注度提升，其他零食公司的基金持仓比例均有所下降，其中劲仔、甘源、三只松鼠25年的基金持仓降幅较大，主要系公司自身处于战略调整期。

图表36：2026Q1零食个股基金持仓变化

基金持仓占比（%）							
证券代码	证券简称	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1
002557. SZ	洽洽食品	13.1	8.8	11.3	11.4	10.8	5.8
002582. SZ	好想你	1.8	0.2	2.5	1.9	15.7	0.2
002847. SZ	盐津铺子	12.4	19.2	15.7	16.3	15.2	8.1
003000. SZ	劲仔食品	3.5	22.6	34.2	17.3	4.5	1.6
002991. SZ	甘源食品	21.6	40.5	26.9	26.9	13.4	8.8
300783. SZ	三只松鼠	5.6	0.5	5.1	23.4	3.2	0.2
603719. SH	良品铺子	7.6	3.2	0.5	1.2	0.3	0.0
603777. SH	来伊份	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.0
603697. SH	有友食品	10.4	0.6	1.2	8.0	5.9	0.4
300972. SZ	万辰集团	0.4	2.1	31.5	13.2	15.4	5.9

资料来源：wind，中信建投

6

软饮料：25年需求复苏+成本利好，关注成本变化

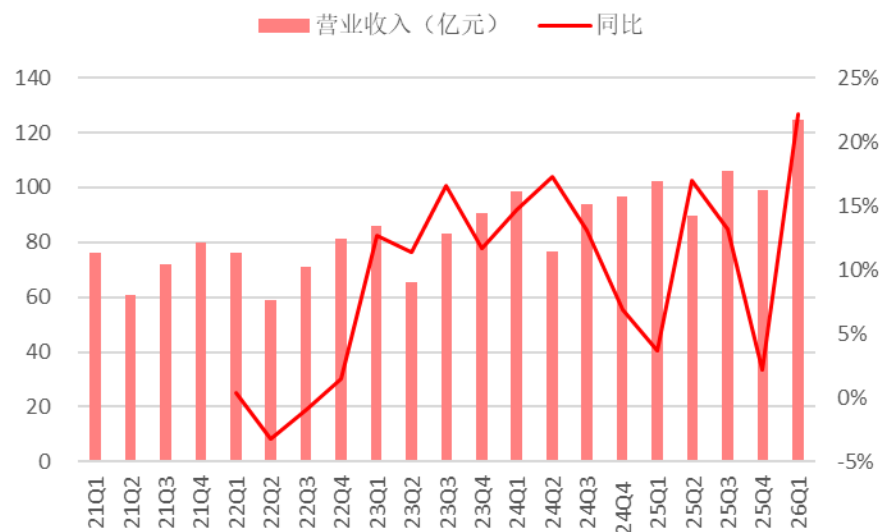
- 26Q1春节错期+成本利好，关注成本变化
- 销售与毛利：25年成本仍有红利，费投较为平稳
- 机构持仓：泉阳泉获基金加仓明显



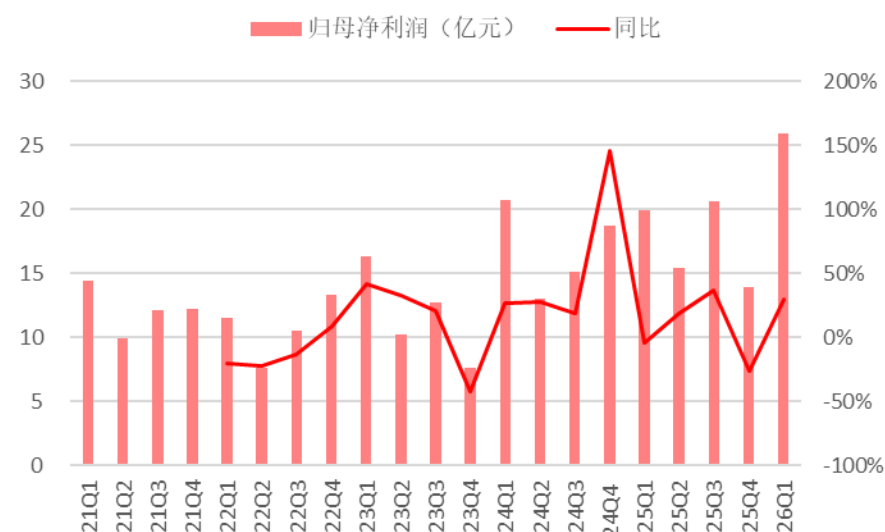
6.1 软饮料：26Q1春节错期+成本利好，关注成本变化

- 软饮料板块收入端看，26Q1营收124.8亿元，同比+22.15%，归母净利润为25.9亿元，同比+29.9%，较25年提速明显，主要系春节错期带动。分具体公司来看，以Q4+Q1视角来看，香飘飘、承德露露、养元饮品营收亦重回正增长，较多饮料企业已完成自身战略的调整与渠道库存的清理，2026年有望迎来新增长。2025年全年维度上市饮料企业中东鹏饮料、农夫山泉取得较好增长，25H1起统一、康师傅等饮料业务受奶茶补贴大战影响，饮料有所承压。

图表37：软饮料板块季度营收同比（亿元）



图表38：软饮料板块季度净利润同比（亿元）



资料来源：wind，中信建投



6.1 软饮料：26Q1春节错期+成本利好，关注成本变化

图表39：软饮料板块分公司26Q1营收及归母净利润（亿元）

证券代码	证券简称	营业收入					归母净利润				
		22Q1	23Q1	24Q1	25Q1	26Q1	22Q1	23Q1	24Q1	25Q1	26Q1
行业整体		76.2	85.9	98.5	102.2	124.8	11.5	16.37	20.77	19.99	25.98
000848.SZ	承德露露	11.2	11.4	12.3	10.0	11.4	2.4	2.39	2.46	2.15	2.48
300997.SZ	欢乐家	3.6	5.2	5.5	4.5	4.3	0.5	0.85	0.82	0.34	0.37
600189.SH	泉阳泉	2.5	2.2	2.3	3.1	3.4	-0.1	-0.18	-0.02	0.10	0.18
600300.SH	维维股份	10.0	9.7	9.8	8.5	9.5	0.3	0.35	1.26	0.70	0.84
603156.SH	养元饮品	20.5	22.3	23.2	18.6	25.6	5.2	7.33	8.79	6.42	8.08
603711.SH	香飘飘	5.0	6.8	7.2	5.8	8.8	-0.6	0.06	0.25	-0.19	0.93
605337.SH	李子园	3.4	3.5	3.3	3.2	3.0	0.4	0.59	0.57	0.66	0.53
605499.SH	东鹏饮料	20.1	24.9	34.8	48.5	58.9	3.4	4.97	6.64	9.80	12.57

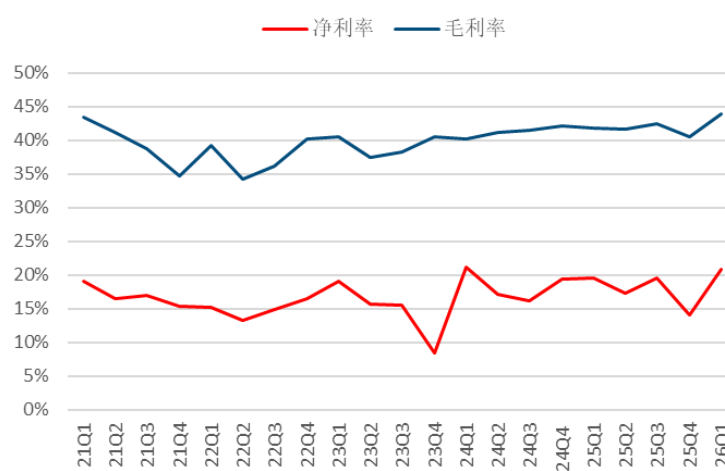
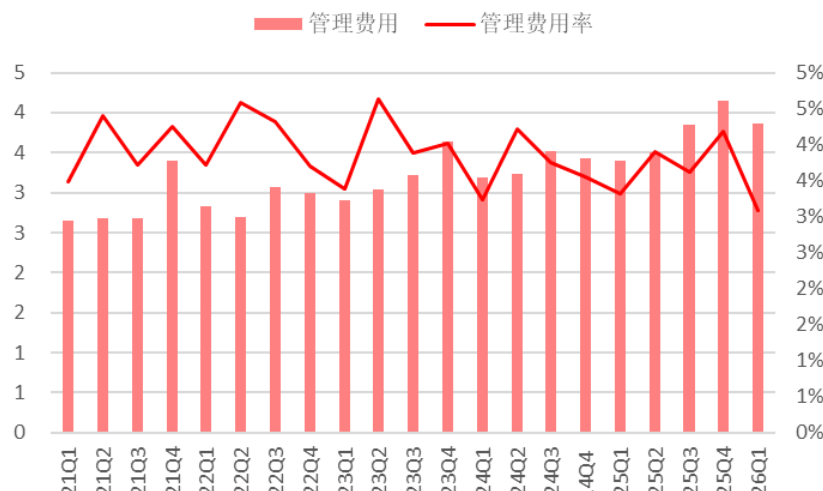
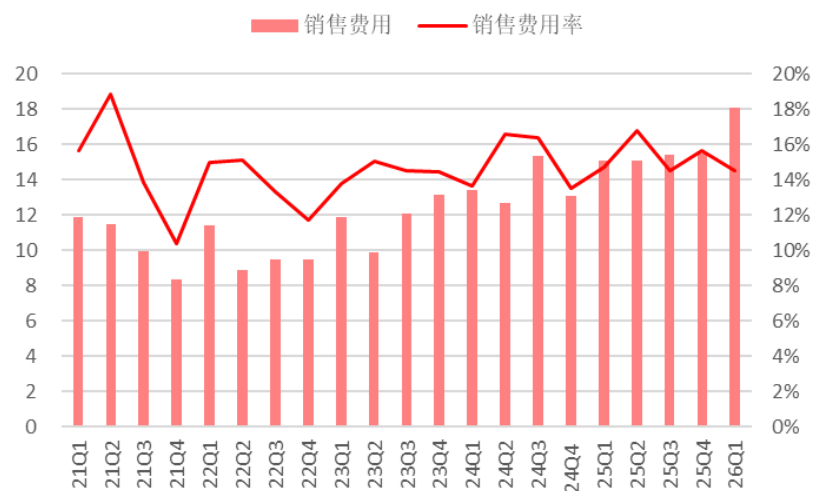
资料来源：Wind，中信建投



6.2 销售与毛利：25年成本仍有红利，费投较为平稳

- 2025年主要饮料企业毛利率均有不同幅度上行，主要系糖价与PET价格持续回落，26Q1受益于低价原材料库存，较多饮料企业毛利率同比有较好增长。近期地缘冲突带动油价快速上涨，若油价持续处于高位，饮料企业成本中PET瓶的价格也将进一步上涨，同时运费亦有压力，2026-27年需密切关注油价变化以及传导后对饮料企业的影响，油价中枢较过去几年或有较大幅度提升。

图表40：饮料板块销售费用及销售费率（亿元） 图表41：饮料板块管理费用及管理费率（亿元） 图表42：饮料板块毛利率以及净利率



资料来源：Wind，中信建投

6.2 销售与毛利：费投较为平稳，毛利净利均有所改善

- 26Q1饮料公司毛利率大多有所提升，销售费用率受规模效应以及新品推广节奏等因素影响，费率涨跌互现。26Q1视角来看中小饮料企业盈利能力呈现恢复趋势，但Q4+Q1维度来看A股饮料企业中仅香飘飘盈利同比上行，其他饮料公司净利率依然呈现较大压力。2025年上市饮料企业中仅东鹏饮料、农夫山泉、康师傅、统一中控、中国食品的利润同比正增长，展现出行业极为明显的分化趋势，龙头盈利表现领先，呈现强者恒强特征。

图表43：2026Q1饮料个股核心财务指标

公司		毛利率					净利率					销售费用率					管理费用率				
证券代码	证券简称	22Q1	23Q1	24Q1	25Q1	26Q1	22Q1	23Q1	24Q1	25Q1	26Q1	22Q1	23Q1	24Q1	25Q1	26Q1	22Q1	23Q1	24Q1	25Q1	26Q1
000848. SZ	承德露露	46.8%	47.6%	43.7%	48.1%	49.3%	21.0%	20.9%	20.1%	21.5%	21.8%	17.0%	18.0%	16.0%	18.1%	18.7%	1.0%	0.8%	0.7%	1.2%	1.2%
300997. SZ	欢乐家	34.9%	36.9%	38.7%	31.4%	32.6%	14.3%	16.5%	14.9%	7.6%	8.6%	11.9%	9.1%	12.9%	13.1%	11.7%	5.6%	4.9%	5.3%	6.8%	7.9%
600189. SH	泉阳泉	40.7%	43.1%	27.8%	33.7%	37.1%	-4.2%	-8.0%	-1.0%	3.1%	5.3%	18.0%	29.9%	16.7%	14.5%	15.6%	16.0%	11.4%	10.9%	8.6%	7.6%
600300. SH	维维股份	17.0%	18.3%	18.7%	24.7%	28.8%	2.9%	3.6%	12.8%	8.2%	8.8%	5.6%	6.7%	6.4%	6.4%	9.9%	5.3%	6.0%	5.5%	6.2%	4.9%
603156. SH	养元饮品	48.3%	46.9%	47.2%	46.2%	44.8%	25.6%	32.9%	38.0%	34.5%	31.6%	12.6%	8.5%	7.3%	8.9%	6.5%	1.1%	1.0%	0.9%	1.2%	0.9%
603711. SH	香飘飘	20.6%	31.0%	33.6%	31.2%	40.8%	-12.0%	0.9%	3.5%	-3.2%	10.6%	32.3%	26.8%	24.0%	26.8%	19.5%	10.1%	8.0%	7.6%	9.4%	6.2%
605337. SH	李子园	31.3%	36.6%	38.2%	42.8%	37.7%	12.0%	17.1%	17.0%	20.7%	17.7%	14.8%	11.7%	10.8%	10.6%	11.8%	4.2%	4.4%	6.5%	6.6%	7.2%
605499. SH	东鹏饮料	43.2%	43.5%	42.8%	44.5%	46.9%	17.2%	20.0%	19.1%	20.2%	21.3%	16.8%	15.7%	17.1%	16.7%	17.4%	3.5%	3.2%	2.9%	2.5%	2.8%

资料来源：wind，中信建投

6.3 机构持仓情况：泉阳泉获基金加仓明显

- 分个股来看，2026Q1软饮料基金持仓占流通股比例最高的是泉阳泉，持仓加仓行为明显，关注公司改革进展与扩产提速。25年承德露露、华润饮料、统一中控的基金持仓占比较24年末下降幅度较大，李子园、维维股份的基金持占比增加较多。

图表44：2026Q1饮料个股基金持仓变化

基金持仓占比（%）							
证券代码	证券简称	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1
000848.SZ	承德露露	5.5	3.1	4.5	8.5	4.1	0.7
300997.SZ	欢乐家	0.9	1.8	9.8	0.1	0.4	0.0
600189.SH	泉阳泉	0.2	0.2	0.6	0.3	0.5	3.3
600300.SH	维维股份	0.0	0.4	1.3	0.4	1.7	0.0
603156.SH	养元饮品	3.2	3.6	2.3	3.6	4.1	0.0
603711.SH	香飘飘	0.6	1.5	2.5	0.4	0.3	0.2
605337.SH	李子园	21.1	5.5	8.0	0.3	1.2	1.1
605499.SH	东鹏饮料	42.7	20.5	14.8	7.6	7.5	1.9
9633.HK	农夫山泉	2.3	1.0	1.0	1.8	1.2	0.7
0322.HK	康师傅控股	2.5	3.2	2.9	1.4	1.2	0.2
0220.HK	统一企业中国	4.8	4.3	3.2	2.9	1.4	0.4
0506.HK	中国食品	1.6	2.4	2.1	1.7	2.1	0.0
2460.HK	华润饮料	0.0	0.0	0.0	2.1	0.4	0.0
6603.HK	IFBH	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0

资料来源：wind，中信建投

风险提示

- **需求复苏不及预期**，近 2 年受宏观环境等因素影响经济增长有所降速，国民收入增长亦受到影响，未来中短期居民收入增速恢复节奏和消费力的提升节奏可能不及预期；
- **食品安全风险**，近年来食品安全问题始终是消费者的关注热点，产业链企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险；
- **成本波动风险**，近年来食品饮料上游大宗商品价格波动幅度有所加大，高端白酒作为高毛利品类受原材料价格波动影响较小，但是低档酒和调味品等成本占比较高的品类盈利水平可能受原材料价格波动影响相对较大。

分析师介绍

杨骥：

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13年产业工作经验、6年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024年带队荣获9项最佳分析师大奖，2022—2024年连续三年新财富入围团队，Wind金牌分析师2023年第一名、2024年第二名，22、23、24新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024年金牛奖第三名、2024年21世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024上证报最佳分析师、2022—2024年东方choice最佳分析师等。

高畅：中信建投食品饮料分析师，中央财经大学硕士，主要研究啤酒、饮料、休闲食品、乳品、保健品等行业。

夏克扎提·努力木：南开大学学士、硕士，2022年7月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部	中信建投（国际）
北京	香港
朝阳区景辉街16号院一号楼18层	中环交易广场2期18楼
电话：(8610) 8513-0588	
联系人：李祉瑶	电话：(852) 3465-5600
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn	联系人：刘泓麟
	邮箱：charleneliu@csc.i.hk
上海	
浦东新区浦东南路528号南塔	
2103室	
电话：(8621) 6882-1600	
联系人：翁起帆	
邮箱：wengqifan@csc.com.cn	
深圳	
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广	
电金融中心35楼	
电话：(86755) 8252-1369	
联系人：曹莹	
邮箱：caoying@csc.com.cn	