下载日志已记录，仅供内部参考

量贩高增延续，品牌型企业积极拥抱新渠道

——零食板块 2026 年中报总结

休闲食品

证券研究报告/行业专题报告

2026 年 09 月 11 日

评级： 增持（维持）

分析师：何长天

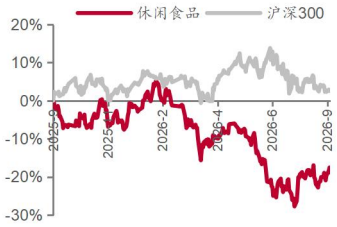
执业证书编号：S0740522030001

Email：hect@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	22
行业总市值(亿元)	1,205.77
行业流通市值(亿元)	1,107.07

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价（元）	EPS					PE					评级
		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
鸣鸣很忙	377.20	3.83	10.69	23.26	32.02	39.98	96.8	34.6	16.22	11.78	9.43	买入
万辰集团	184.56	1.71	7.30	12.57	16.21	18.92	107.66	25.27	14.69	11.38	9.76	买入
盐津铺子	45.79	2.36	2.78	3.04	3.92	4.70	19.40	16.47	15.07	11.69	9.73	买入
洽洽食品	19.00	1.68	0.63	1.29	1.56	1.82	11.30	30.25	14.70	12.21	10.42	买入
劲仔食品	9.85	0.65	0.55	0.55	0.73	0.90	15.04	18.04	17.76	13.42	10.89	买入

备注：股价截至 2026 年 9 月 9 日，货币单位为标的原始币种。

报告摘要

- **零食：量贩保持高增，积极拥抱量贩与会员渠道的品牌型企业收入增速靠前。**26H1 量贩零食企业营收规模与增速均居前，鸣鸣很忙、万辰集团收入 450.0/348.4 亿元，同比+60.0%/+54.3%，万辰集团 26Q2 增速 54.8%高于 26Q1，存量老店收入同比正增长。品牌型企业中，量贩与会员商超占比提升的有友食品、洽洽食品、劲仔食品增速靠前，同比+34.1%/+27.4%/+23.1%；处于渠道结构调整期的卫龙美味、盐津铺子增速放缓至+6.7%/+4.4%；三只松鼠、来伊份、桃李面包收入同比下滑。
- **品类与渠道：高蛋白品类领涨，线上与传统流通收缩。**品类上，26H1 魔芋、蛋制品、海味、禽畜肉制品等高蛋白品类及燕麦、红枣品类延续增长。魔芋品类增速回落，盐津铺子魔芋零食、卫龙美味蔬菜制品同比+11.3%/+15.8%。盐津铺子海味零食/健康蛋制品同比+55.7%/+51.2%，劲仔食品/有友食品禽类制品同比+45.6%/+40.0%，洽洽食品坚果类同比+90.8%。辣条、果干果冻、烘焙类收缩，卫龙美味调味面制品同比-9.8%。**量贩零食企业开店迅速，单店稳健。**鸣鸣很忙、万辰集团 26H1 期末门店 26405/23802 家，较 2025 年末新增 4457/5488 家，单店年化收入较 2025 年增长 2.2%/4.8%，闭店率降至 0.46%/1.35%。
- **成本：原料降价、自产替代与规模效应带动部分企业毛利率改善。**洽洽食品受益于葵花籽降价，26H1 毛利率提升 5.6pct 至 25.9%；盐津铺子依靠魔芋精粉自产率提升与大单品规模效应，毛利率提升 2.6pct 至 32.2%；好想你原料分级使用，毛利率提升 4.0pct 至 33.5%；鸣鸣很忙、万辰集团门店规模扩大后议价能力增强，毛利率提升 2.2/1.4pct。成本增速高于收入增速的企业受原料涨价、新产能投产、低毛利直营渠道占比提升等因素影响，劲仔食品/有友食品毛利率分别下降 4.2/4.5pct。
- **费用与净利率：费用率持平或下降的企业毛利率改善多数传导至净利率。**26H1 毛利率同比提升的九家企业中，洽洽食品、鸣鸣很忙、万辰集团归母净利率提升幅度达毛利率提升幅度的 68%/84%/96%，归母净利润同比+177.4%/+155.4%/+156.6%，盐津铺子留存 46%。卫龙美味、盐津铺子加大品牌投放，销售费用率分别提升 2.9/0.6pct，推广及广告费同比+90.6%/+38.0%，费用增速高于品类收入增速，卫龙美味的毛利率增量被销售费用吸收，预计费用换份额的阶段或将持续。西麦食品、劲仔食品、三只松鼠、有友食品销售费用率下降 1.8pct 以上，来自投流效率提升与优化长尾单品、低效渠道，或量贩、会员店直营占比提升带来的投放需求下降。
- **投资建议：关注具备大单品且渠道应对积极的龙头。**品牌型企业关注大单品放量与量贩、会员店渠道势能边际变化，量贩业态关注开店节奏与单店产出，重点推荐鸣鸣很忙、万辰集团、盐津铺子、洽洽食品，建议重点关注西麦食品、劲仔食品、有友食品。
- **风险提示：**终端需求恢复不及预期、行业竞争加剧、提价落地不及预期、食品安全风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一、板块总览：量贩保持高增，品牌型企业优化渠道建设 3
1.1 收入表现：量贩企业规模增速居前 3
1.2 品类表现：魔芋、蛋制品、禽类、坚果保持增长，辣条、果干、烘焙类下滑 4
1.3 渠道表现：量贩与会员店贡献增量，线上与传统流通收缩 5
二、成本：部分零食企业受益于原料降价、自产替代与规模效应 5
三、净利率：鸣鸣、万辰、洽洽毛利率提升带动净利率提升，卫龙毛利率增量被费用吸收 7
风险提示 8

图表目录

图表 1： 2026H1 零食板块主要公司收入、利润及销售费用表现 3
图表 2： 24Q1-26Q2 零食板块主要公司单季收入同比变化 4
图表 3： 24Q1-26Q2 零食板块主要公司单季毛利率 6
图表 4： 主要原材料现货价格走势（元/吨） 6
图表 5： 鸡蛋与鹌鹑蛋价格走势（元/公斤） 7
图表 6： 26H1 零食板块主要公司毛利率、费用率与归母净利率变化 8

下载日志已记录，仅供内部参考

一、板块总览：量贩保持高增，品牌型企业优化渠道建设

1.1 收入表现：量贩企业规模增速居前

- 26H1 零食板块中量贩零食企业营收规模与增速均居前，鸣鸣很忙、万辰集团收入 450.0/348.4 亿元，同比+60.0%/+54.3%，品牌型企业营收规模靠前的是三只松鼠、卫龙美味、洽洽食品，收入 52.8/37.1/35.1 亿元，增速靠前的是有友食品、洽洽食品、劲仔食品，同比+34.1%/+27.4%/+23.1%。

- **增速受渠道结构影响，量贩零食、会员商超等渠道发展势头好的公司增速靠前。**劲仔食品 26H1 营业收入同比增长 23.1%，其中线下渠道收入同比增长 29.1%，零食量贩渠道延续高双位数增长趋势。洽洽食品 26H1 营收同比增长 27.4%，其中大型连锁商超、零食量贩等直营渠道营收增长 69.8%。处在渠道结构调整期的卫龙美味、盐津铺子 26H1 收入增速放缓，同比+6.7%/+4.4%。卫龙调味面制品同比-9.8%，受资源配置调整及线下传统渠道流量下滑影响。

图表 1：2026H1 零食板块主要公司收入、利润及销售费用表现

公司	总市值	营业收入				毛利率		销售费用率		归母净利润		归母净利率	
	亿元	亿元	H1 同比	Q1 同比	Q2 同比	%	同比 pct	%	同比 pct	亿元	同比	%	同比 pct
鸣鸣很忙	821.7	450.0	60.0%	—	—	11.5	2.2	3.5	-0.1	22.4	155.4%	5.0	1.9
万辰集团	364.2	348.4	54.3%	53.7%	54.8%	12.8	1.4	3.0	-0.1	12.1	156.6%	3.5	1.4
卫龙美味	179.3	37.1	6.7%	—	—	47.8	0.6	18.0	2.9	7.7	4.6%	20.6	-0.4
盐津铺子	123.7	30.7	4.4%	2.9%	6.0%	32.2	2.6	11.2	0.6	4.3	14.1%	13.9	1.2
洽洽食品	96.1	35.1	27.4%	41.5%	8.7%	25.9	5.6	11.7	-0.4	2.5	177.4%	7.0	3.8
桃李面包	71.7	25.6	-2.0%	-2.6%	-1.4%	21.6	-1.3	8.3	-0.3	1.4	-28.7%	5.7	-2.1
三只松鼠	72.3	52.8	-3.6%	3.0%	-17.6%	26.7	1.6	17.7	-2.8	2.5	79.9%	4.7	2.2
西麦食品	50.6	14.0	22.0%	25.6%	17.2%	44.0	0.4	26.4	-3.5	1.5	81.9%	10.6	3.5
好想你	48.1	7.1	2.6%	22.4%	-27.1%	33.5	4.0	26.0	4.7	7.4	扭亏为盈	105.3	108.2
来伊份	48.9	18.1	-6.6%	-1.1%	-13.0%	23.7	-8.9	15.4	-7.9	-0.9	亏损扩大	-5.1	-2.5
劲仔食品	44.4	13.8	23.1%	24.2%	21.9%	25.3	-4.2	10.6	-3.2	1.1	-5.0%	7.7	-2.3
有友食品	43.5	10.3	34.1%	39.6%	28.6%	23.1	-4.5	6.6	-1.8	1.2	14.4%	12.0	-2.1
良品铺子	38.6	31.4	11.2%	17.8%	0.8%	26.8	2.4	22.0	-2.5	0.2	扭亏为盈	0.5	3.8
甘源食品	36.9	10.7	13.2%	22.5%	2.5%	32.0	-1.6	17.6	-1.0	0.8	7.3%	7.5	-0.4

来源：ifind，公司公告，中泰证券研究所；总市值截至 2026/9/9

- **分季度看，洽洽食品、良品铺子、甘源食品 26Q1 受春节备货推动，26Q1 表现更佳，26Q2 增速回落。**盐津铺子 26Q2 增速由 2.9%回升至 6.0%，渠道调整与新品创新获得成效。劲仔食品、有友食品 26Q2 增速 21.9%、28.6%，仍由量贩与会员商超渠道支撑。万辰集团 26Q2 增速 54.8%，高于 26Q1 的 53.7%，存量老店收入同比正增长，门店净增带来的增量未被老店分流抵消。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2：24Q1-26Q2 零食板块主要公司单季收入同比变化

公司	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	趋势
鸣鸣很忙	—		135.7%		86.5%		56.8%		60.0%		
万辰集团	534.0%	318.3%	261.3%	166.7%	124.0%	93.3%	44.2%	27.2%	53.7%	54.8%	
卫龙美味	26.3%		30.8%		18.5%		12.4%		6.7%		
盐津铺子	37.0%	23.4%	26.2%	30.0%	25.7%	13.5%	6.0%	-7.5%	2.9%	6.0%	
洽洽食品	36.4%	-20.2%	3.7%	2.0%	-13.8%	9.7%	-5.9%	-12.7%	41.5%	8.7%	
桃李面包	-5.2%	-6.3%	-12.5%	-14.9%	-14.2%	-13.0%	-11.6%	-2.8%	-2.6%	-1.4%	
三只松鼠	91.8%	43.9%	24.0%	36.3%	2.1%	22.8%	8.9%	-29.6%	3.0%	-17.6%	
西麦食品	46.1%	29.9%	6.5%	4.0%	15.9%	21.0%	18.9%	17.4%	25.6%	17.2%	
好想你	19.1%	12.7%	-7.4%	-22.7%	-16.4%	-14.4%	3.5%	-46.1%	22.4%	-27.1%	
来伊份	-12.5%	-18.5%	-18.1%	-13.1%	-1.2%	21.9%	25.2%	13.9%	-1.1%	-13.0%	
劲仔食品	23.6%	20.9%	12.9%	11.9%	10.3%	-10.4%	6.5%	-0.9%	24.2%	21.9%	
有友食品	18.0%	3.0%	28.0%	42.9%	39.2%	52.4%	32.7%	16.4%	39.6%	28.6%	
良品铺子	2.8%	-10.4%	-20.8%	-18.0%	-29.3%	-23.6%	-17.7%	-19.9%	17.8%	0.8%	
甘源食品	49.8%	4.9%	15.6%	22.0%	-14.0%	-3.4%	4.4%	-13.6%	22.5%	2.5%	

来源：ifind，公司公告，中泰证券研究所；注：鸣鸣很忙、卫龙美味仅披露半年报，Q1/Q2 合并为上半年同比、Q3/Q4 合并为下半年同比；趋势图中灰色虚线为 0%基准线

1.2 品类表现：魔芋、蛋制品、禽类、坚果保持增长，辣条、果干、烘焙类下滑

- **26H1 零食品类的增长集中在魔芋、蛋制品、海味、禽畜肉制品等高蛋白品类以及燕麦、红枣等健康谷物果干类目。**辣条、果干果冻、烘焙薯类等传统大单品与甜味零食收缩，魔芋和坚果两个此前的高增品类增速回落。
- **高蛋白品类上半年增速较高。**盐津铺子 26H1 海味零食、健康蛋制品收入 5.65/4.68 亿元，同比+55.7%/+51.2%，得益于高势能渠道，两类合计收入占比由 22.9%升至 33.6%。劲仔、有友禽类制品均高增。劲仔食品 26H1 禽类制品收入 2.86 亿元，同比+45.6%，鱼制品、豆制品收入同比+18.7%/+20.2%；有友食品 26H1 以泡椒凤爪、脱骨鸭掌为主的禽类制品收入 9.23 亿元，同比+40.0%，以猪皮晶为主的畜类制品收入同比+23.7%。
- **魔芋品类增速回落。**盐津铺子 26H1 魔芋零食收入 8.80 亿元，同比+11.3%，较 2025 年魔芋零食 107.2%的收入增速有所放缓。公司计划于三季度推出辣味魔芋新品，进一步完善产品矩阵。卫龙美味 26H1 蔬菜制品收入 24.41 亿元，同比+15.8%，较 2025 年全年 33.7%的增速有所放缓。
- **坚果与谷物类品类中，坚果增长集中在礼盒场景，燕麦与红枣延续增长。**洽洽食品 26H1 坚果类收入 11.72 亿元，同比+90.8%，占比由 22.3%升至 33.4%，增量来自 26Q1 春节礼盒与每日坚果。西麦食品 26H1 纯燕麦片、复合燕麦片收入 5.08/6.78 亿元，同比+20.7%/+22.0%，有机燕麦、燕麦+和食养粉等表现亮眼。好想你 26H1 红枣制品收入 5.74 亿元，同比+14.7%，其中黑金枣系列收入 0.51 亿元，同比增长 153%。
- **传统辣味大单品、甜味零食、烘焙类产品收缩。**卫龙美味 26H1 调味面制品收入 11.81 亿元，同比-9.8%，系公司调整资源配置以及线下传统渠道流量下滑。盐津铺子 26H1 果干果冻、烘焙薯类收入同比-17.4%/-3.5%，其他类同比-58.1%。三只松鼠 26H1 烘焙类收入同比-10.1%。

下载日志已记录，仅供内部参考

1.3 渠道表现：量贩与会员店贡献增量，线上与传统流通收缩

- **26H1 量贩零食企业开店较快，品牌型企业收入增量集中在零食量贩与会员商超渠道，线上渠道普遍收缩，传统经销与商超渠道向大商集中。**
- **量贩零食门店快速扩张，单店产出稳健，运营质量同步提升。**万辰集团 26H1 期末门店 23802 家，上半年新增 5488 家。按 26H1 平均门店数测算，万辰集团单店年化收入为 327.9 万元，较 2025 全年的 312.9 万元增长 4.8%。万辰集团闭店率低位下行，26H1 平均闭店率为 1.35%，同比-0.56pct。鸣鸣很忙 26H1 期末门店数达 26405 家，较 2025 年末新增 4457 家，按 26H1 平均门店数测算，鸣鸣很忙单店年化收入 372.2 万元，较 2025 年全年的 364.2 万元增长 2.2%。鸣鸣很忙加盟商闭店率亦下行，26H1 为 0.46%，同比-0.3pct。
- **品牌型企业中，量贩零食与会员店主导的线下直营渠道贡献主要增量。**劲仔食品 26H1 线下收入 12.12 亿元，同比+29.1%，直营模式 26H1 收入 6.29 亿元，同比+89.4%，公司已与鸣鸣很忙、万辰集团等超百家头部零食专营系统深度协同，终端覆盖网点逾 5 万家，该渠道延续高双位数增长。有友食品 26H1 线下收入 9.77 亿元，同比+36.7%，占比约 95%，期末应收账款 2.18 亿元，较期初增长 63.9%，系直营渠道销售收入增加，其中第一名客户占应收账款余额 86.5%。洽洽食品 26H1 直营渠道收入 13.23 亿元，占比升至 37.8%，量贩零食连锁系统、会员店等渠道销售规模提升较快；电商含即时零售 26H1 收入 7.42 亿元，同比+64.5%，公司大力拓展直播、即时零售、O2O 等场景布局。
- **线上与传统经销渠道则在收缩。**三只松鼠 26H1 第三方电商平台收入 33.26 亿元，占比由 2025 年全年的 70.4%降至 63.0%，抖音占比由 22.3%降至 17.9%，线下门店由 2025 年末 366 家减至 262 家。盐津铺子 26H1 线上收入 2.91 亿元，同比-49.3%，定量流通渠道向大客户集中，期末经销商 3845 家，较 2025 年末减少 522 家。劲仔食品的线上收入与线下经销模式均处于调整期，26H1 线上收入 1.71 亿元，同比-7.5%，经销模式收入 7.55 亿元，同比-4.7%，境内线下经销商与 2025 年底相比减少 41 家至 3376 家。好想你 26H1 末经销商由 1257 家减至 1153 家。

二、成本：部分零食企业受益于原料降价、自产替代与规模效应

- **26H1 毛利率改善的企业得益于原料降价、自产替代外购和规模效应三类来源。**
- 洽洽食品 26H1 营业成本增长 18.5%，低于同期 27.4%的收入增速，直接材料占营业成本 81.9%，同比增长 19.1%，直接人工及折旧能源、运费分别增长 19.8%和 22.5%，三项均低于收入增速，材料一项贡献了毛利改善的主要部分，对应 2025 年采购季葵花籽降价，葵花子产品毛利率提升 7.2pct。
- 盐津铺子 26H1 营业成本增长 0.6%，低于同期 4.4%的收入增速，26H1 魔芋零食毛利率较上年同期提升 2.5pct 至 34.9%，我们认为或因魔芋精粉自产率提升与麻酱素毛肚单品放量后的规模效应；海味零食毛利率因原材料涨价等较上年同期下降 2.3pct 至 41.6%。
- 好想你 26H1 营业成本下降 3.3%，收入增长 2.6%，红枣制品与线上毛利率分别提升 1.8pct 和 5.5pct。公司围绕高品质原料实施分级使用，叠加采购端与生产端降本增效，实现毛利提升。
- 万辰集团与鸣鸣很忙 26H1 毛利率同比分别提升 1.4pct 和 2.2pct 至 12.8%和 11.5%，来自门店规模扩大后的规模效应与议价能力提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

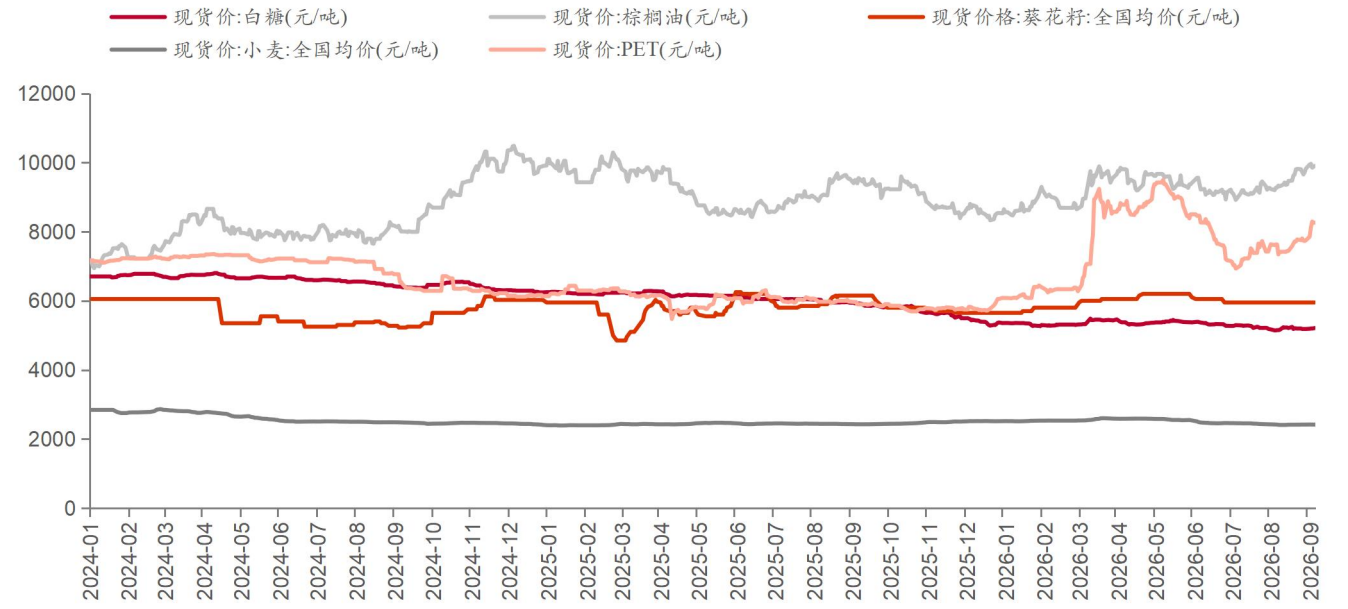
- **成本增速高于收入增速的企业受原料涨价、新产能投产、低毛利直营渠道占比提升等因素影响。**
- 劲仔食品 26H1 营业成本增长 30.3%，高于同期收入增速 23.1%，直接材料占营业成本 74.6%，同比增长 33.7%，受鳀鱼与鹌鹑蛋涨价影响；直接人工增长 56.3%系新工厂投产。
- 有友食品 26H1 营业成本增长 42.4%，高于同期收入增速 34.1%，毛利率较 25H1 下降 4.5pct，会员店与量贩直营销售占比提升或压制利润空间。

图表 3：24Q1-26Q2 零食板块主要公司单季毛利率

公司	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	趋势
鸣鸣很忙	6.6%		8.3%		9.3%		10.2%		11.5%		
万辰集团	9.8%	11.1%	10.3%	11.3%	11.0%	11.8%	12.1%	14.2%	12.9%	12.8%	
卫龙美味	49.8%		46.7%		47.2%		48.8%		47.8%		
盐津铺子	32.1%	33.0%	30.6%	27.6%	28.5%	31.0%	31.6%	32.4%	31.8%	32.6%	
洽洽食品	30.4%	25.0%	33.1%	25.8%	19.5%	21.4%	24.5%	26.6%	25.1%	27.2%	
桃李面包	23.1%	25.1%	23.2%	22.0%	22.0%	23.8%	23.1%	21.0%	20.9%	22.2%	
三只松鼠	27.4%	21.9%	24.5%	21.8%	26.7%	21.6%	25.7%	21.7%	27.3%	25.0%	
西麦食品	43.7%	40.9%	42.8%	37.4%	43.6%	43.5%	43.8%	36.7%	44.1%	44.0%	
好想你	29.4%	17.6%	23.2%	18.7%	34.0%	22.8%	27.1%	31.1%	36.2%	26.8%	
来伊份	41.5%	40.9%	39.4%	41.8%	34.6%	30.2%	29.4%	27.4%	26.0%	20.5%	
劲仔食品	30.0%	30.8%	30.1%	31.0%	29.9%	28.9%	28.9%	29.4%	27.0%	23.3%	
有友食品	31.4%	30.2%	28.9%	25.7%	27.1%	28.0%	26.9%	19.9%	24.3%	21.8%	
良品铺子	26.4%	26.3%	27.9%	23.8%	24.6%	24.1%	26.1%	24.4%	27.3%	25.8%	
甘源食品	35.4%	34.4%	36.8%	35.1%	34.3%	32.8%	37.1%	34.2%	33.9%	29.5%	

来源：ifind，公司公告，中泰证券研究所；注：鸣鸣很忙、卫龙美味仅披露半年报，上半年毛利率列于 Q2、下半年毛利率列于 Q4；单季毛利率=1-单季营业成本/单季营业收入

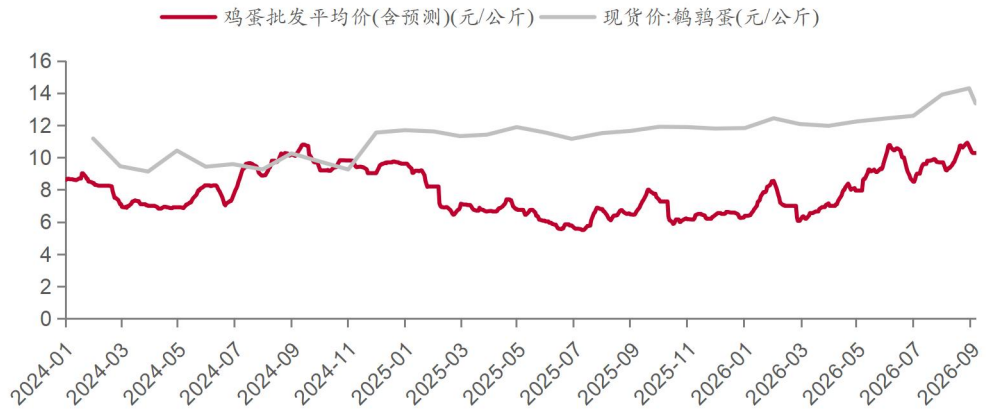
图表 4：主要原材料现货价格走势（元/吨）



来源：ifind，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5：鸡蛋与鹌鹑蛋价格走势（元/公斤）



来源：ifind，中泰证券研究所

三、净利率：鸣鸣、万辰、洽洽毛利率提升带动净利率提升，卫龙毛利率增量被费用吸收

- 26H1 毛利率同比提升的九家企业中，洽洽食品、鸣鸣很忙、万辰集团的归母净利率提升幅度达毛利率提升幅度的 68%、84%、96%，盐津铺子留存 46%，卫龙美味的毛利率增量被销售费用吸收。
- **26H1 销售费用率的变动由投放策略、渠道结构和经营模式决定。**
- **卫龙美味与盐津铺子加大品牌投放力度，预计费用换份额的阶段或将持续。**
- 卫龙美味 26H1 经销及销售费用率 18.0%，同比提升 2.9pct，推广及广告费从 25H1 的 1.61 亿元增至 26H1 的 3.07 亿元，同比增长 90.6%；盐津铺子 26H1 销售费用率 11.2%，同比提升 0.6pct，品牌及推广费用增长 38.0%，围绕大魔王推进品牌年轻化与全域传播。
- 卫龙美味蔬菜制品收入增速由 2025 全年的 33.7%回落至 26H1 的 15.8%，盐津铺子魔芋零食收入增速由 2025 全年的 107.2%回落至 26H1 的 11.3%，费用增速高于品类收入增速，品牌认知仍在塑造阶段。
- **费用率下降较多的企业分为主动收缩与渠道结构变化两类。**
- 三只松鼠 26H1 销售费用率 17.7%，同比下降 2.8pct，推广费及平台服务费同比减少 21.2%，系投流效率提升降低费率，同时聚焦更高效渠道、优化长尾单品。
- 西麦食品 26H1 销售费用率 26.4%，同比下降 3.5pct，其中宣传推广费增长 1.8%，职工薪酬增长 18.7%，同期公司零食渠道收入同比增长近 60%，谷物创新中心产品在仓储会员店增长超 100%。销售费用率下降或因新兴渠道对广告推广投入的依赖较低。
- 劲仔食品 26H1 销售费用率 10.6%，同比下降 3.2pct，电商平台推广服务费下降 23.0%，我们认为投放随量贩零食渠道占比提升而减少。
- 有友食品 26H1 销售费用率 6.6%，同比下降 1.8pct，线下收入增长系直营渠道销售收入增加，我们认为会员店与量贩直营对广告与地推的投入需求较低，或系费用率下降的主因。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 6：26H1 零食板块主要公司毛利率、费用率与归母净利率变化

公司	毛利率%	毛利率同比(pct)	销售费用率%	销售费用率同比(pct)	管理费用率%	管理费用率同比(pct)	财务费用率%	财务费用率同比(pct)	归母净利率%	归母净利润同比%
洽洽食品	25.9	5.6	11.7	-0.4	5.6	-0.2	-0.1	0.4	7.0	177.4
好想你	33.5	4.0	26.0	4.7	8.4	1.5	0.1	0.4	105.3	扭亏为盈
盐津铺子	32.2	2.6	11.2	0.6	3.6	0.0	0.5	0.1	13.9	14.1
良品铺子	26.8	2.4	22.0	-2.5	3.3	-0.5	0.2	0.0	0.5	扭亏为盈
鸣鸣很忙	11.5	2.2	3.5	-0.1	1.3	-0.2	0.0	0.0	5.0	155.4
三只松鼠	26.7	1.6	17.7	-2.8	3.3	0.4	0.1	0.0	4.7	79.9
万辰集团	12.8	1.4	3.0	-0.1	2.7	-0.1	0.1	0.0	3.5	156.6
卫龙美味	47.8	0.6	18.0	2.9	6.0	0.3	-2.7	-0.4	20.6	4.6
西麦食品	44.0	0.4	26.4	-3.5	4.7	-0.2	0.1	0.0	10.6	81.9
桃李面包	21.6	-1.3	8.3	-0.3	2.4	0.4	0.6	0.0	5.7	-28.7
甘源食品	32.0	-1.6	17.6	-1.0	4.4	-0.7	0.0	0.5	7.5	7.3
劲仔食品	25.3	-4.2	10.6	-3.2	4.5	0.1	0.0	0.3	7.7	-5.0
有友食品	23.1	-4.5	6.6	-1.8	2.6	-0.5	0.0	0.0	12.0	14.4
来伊份	23.7	-8.9	15.4	-7.9	11.8	1.0	0.4	-0.2	-5.1	亏损扩大

来源：ifind，中泰证券研究所；注：按毛利率同比降序排列；费用率/利润率为 26H1 水平，同比列为较 25H1 变动 pct，归母净利润同比为金额增速；管理费用率=管理费用/营业收入，财务费用率=财务费用/营业总收入，归母净利率=归母净利润/营业收入

风险提示

- **终端需求恢复不及预期：**若消费信心相对低迷，消费力恢复疲软，食品饮料行业各品类消费量将受影响。
- **行业竞争加剧：**食品饮料行业进入壁垒相对较低，若市场竞争趋于白热化，企业获客成本不断攀升，利润空间受到明显挤压。
- **提价落地不及预期：**受宏观经济环境影响，消费者价格敏感度上升，企业提价策略难以完全传导至终端，可能被迫通过缩减促销费用或推出小规格产品来变相调价，影响收入增长预期。
- **食品安全风险：**食品饮料行业直接关系消费者健康，任何质量管控疏漏或供应链环节污染都可能引发食品安全事件，不仅会导致产品召回、监管处罚等直接损失，更会严重损害品牌声誉和消费者信任，对长期经营造成难以挽回的负面影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。