



# 关注餐供公司与商超合作自有品牌的α机会

## —— 专题研究报告

2025 年 11 月 30 日

### 核心观点

- 专题：商超定制贡献 α，餐饮渠道 β 修复，关注餐供应链投资机会。** 2025 年餐饮需求偏淡导致餐饮供应链整体承压，但我们认为当前已进入筑底阶段，展望 2026 年行业将迎来α和β双重机会：**1) 与渠道合作开发自有品牌贡献α**，对标欧美与日本，预计我国商超自有品牌整体仍有 2~3 倍成长空间，对应市场增量约千亿元。基于山姆、胖东来与盒马的成功经验，25H2 永辉、沃尔玛与大润发等加速打造自有品牌，规划未来 3 年自有品牌占比提升至 10%~30%；从品类来看，目前国内自有品牌重点布局预制和烘焙品类，而速冻、复调对标海外提升空间明显。从上游供应链公司来看，我们认为两类公司有望充分受益，一是原先与商超渠道合作较少的公司，借助原有大 B 服务经验在新渠道实现快速增长，并且对净利率造成的压力有限；二是原来已经与商超渠道合作的公司，通过推出差异化新产品，在不侵蚀原有产品销售额的同时带动收入进一步增长。**2) 餐饮渠道竞争触底带来β修复**，25Q3 预加工食品归母净利润增速环比 Q2 明显改善，主要系行业价格竞争触底。此外，25Q3 起禁酒令影响逐渐消退，政策推动下 2026 年餐饮需求有望实现修复。
- 数据跟踪：11 月下旬飞天批价环比下跌。** **1) 白酒批价**，11 月 30 日飞天整箱/散瓶批价为 1580/1570 元，较 10 月 31 日-95 元/-70 元，较去年同期-665/-620 元。八代普五批价为 850 元，较 10 月 31 日-5 元，较去年同期-100 元。国窖 1573 批价为 850 元，较 10 月 31 日持平，较去年同期-10 元。青花 20 批价为 358 元，较 10 月 31 日-2 元，较去年同期持平。M6+批价为 540 元，较 10 月 31 日持平，较去年同期-10 元。**2) 包装材料**，截至 2025 年 11 月 28 日，玻璃/PET/包膜价格同比-16.6%/-7.2%/-8.3%，铝材/纸箱价格同比+5.4%/+16.6%。**3) 原材料**，白糖/面粉/棕榈油/猪肉/葵花籽价格同比-12.9%/-2.2%/-12.9%/-24.1%/-6.2%；鹌鹑蛋/大豆价格同比+7.8%/+7.8%。此外，2025 年 10 月大麦进口价格同比+3.2%。乳制品，11 月 20 日，国内生鲜乳价格 3.03 元/公斤，同比-3.2%；GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3503 美元/吨，同比-5.7%，环比-3.0%。
- 行情跟踪：11 月食品饮料指数行情回暖。** 2025 年 11 月，食品饮料行业涨幅 0.8%，相对于 Wind 全 A 指数的超额收益为 3.1%，在 31 个子行业中排名第 11，相较于 10 月进一步提升。10 个子板块中 5 个子板块实现月度正收益，其中预加工食品、乳品、烘焙食品涨幅居前，分别为+9.1%、+6.6%、+4.2%。
- 投资建议：** 11 月食品饮料指数持续修复，相较于大盘已经实现超额收益，主要得益于市场风格切换以及 CPI 增速转正形成催化。板块内部来看，预加工食品、烘焙食品与乳制品涨幅居前。展望 2026 年，我们核心观点是新消费仍具持续性但内部将会轮动，而传统消费有望迎来底部改善，相关重点公司建议关注：1) 大众品板块，关注东鹏饮料、农夫山泉、万辰集团、锅圈、卫龙美味、盐津铺子、劲仔食品、新乳业、安井食品、宝立食品、立高食品、海天味业、青岛啤酒等；2) 白酒板块，关注贵州茅台、山西汾酒。
- 风险提示：** 需求恢复不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，下游渠道变革效果不及预期的风险，食品安全风险。

### 食品饮料行业

推荐 维持评级

### 分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

研究助理：彭潇颖

✉：pengxiaoying\_yj@chinastock.com.cn

### 相对沪深 300 表现图 2025 年 11 月 28 日



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

- 【银河食饮】专题研究\_前瞻 2026：如何判断魔芋零食的持续性？
- 【银河食饮】2026 年度投资策略：新消费内部轮动，传统消费底部改善
- 【银河食饮】零食行业系列深度报告（三）：东南亚零食市场出海图鉴

## 目录

### Catalog

|  |    |
|--|----|
| 一、 专题：关注餐供公司与商超合作自有品牌的 $\alpha$ 机会 ..... | 3  |
| (一) 与渠道合作开发自有品牌有望贡献 $\alpha$ .....       | 3  |
| (二) 餐饮渠道竞争触底带来 $\beta$ 修复 .....          | 6  |
| 二、 数据跟踪：11月下旬飞天批价环比下跌 .....              | 7  |
| (一) 白酒重点单品批价跟踪 .....                     | 7  |
| (二) 大众品核心原料价格变动总览 .....                  | 8  |
| (三) 包材成本：11月部分包材价格同比下行 .....             | 8  |
| (四) 原料成本：11月原材料价格有所分化 .....              | 9  |
| 三、 行情回顾：11月食品饮料指数行情回暖 .....              | 11 |
| (一) 行业收益率表现 .....                        | 11 |
| 四、 投资建议 .....                            | 13 |
| 五、 风险提示 .....                            | 14 |

# 一、专题：关注餐供公司与商超合作自有品牌的α机会

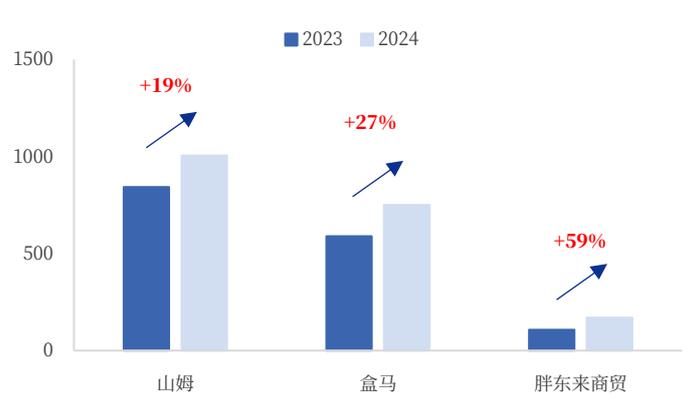
## (一) 与渠道合作开发自有品牌有望贡献α

自有品牌市场空间广阔，山姆、胖东来、盒马受益实现逆势增长。2024 年国内 KA 业态整体承压，而山姆、胖东来与盒马实现逆势增长，部分得益于自有品牌的性价比与差异化优势明显。当前我国商超自有品牌整体市占率预计不足 10%，对标欧洲/美国自有品牌市场份额约 39%/21%，仍有 2~3 倍成长空间。据中国连锁经营协会，2024 年我国超市 Top100 企业销售规模约为 9000 亿元，若自有品牌市场份额提升 10pcts，对应全品类自有品牌成长空间约 900 亿元。

图1：山姆、胖东来与盒马自有品牌布局情况

| 商超  | 自有品牌占比 | 自有品牌          |
|-----|--------|---------------|
| 山姆  | 30%+   | Member's Mark |
| 胖东来 | 30%+   | DL系列          |
| 盒马  | 35%    | 盒马日日鲜、盒马工坊等   |

图2：山姆、胖东来与盒马收入实现逆势增长（亿元）



资料来源：食品板，东来学堂，联商网，中国银河证券研究院

资料来源：中国连锁经营协会，商业观察家，中国银河证券研究院

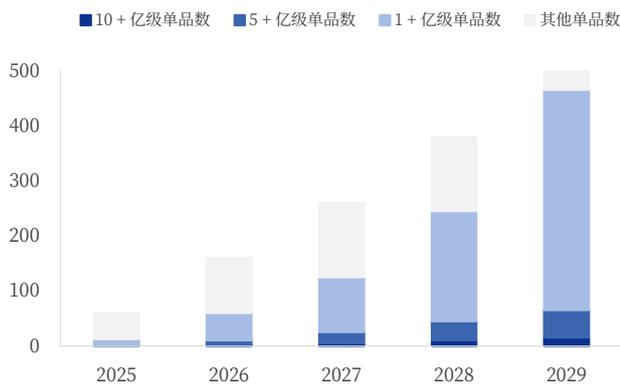
2025 年零售商加速发展自有品牌，规划未来 3 年收入占比快速提升。2025 年永辉、沃尔玛、大润发等传统商超积极学习标杆企业成功经验，加速发展自有品牌，规划未来 3 年占比快速提升，其中永辉规划 2028 年自有品牌渗透率达到 30%（2025 年预计为 5%）、高鑫零售规划 2028 财年自有品牌收入贡献达到 10%（2025 年预计低于 3%）。

表1：25H2 零售商对自有品牌的布局思路调整且明显提速

| 商超       | 自有品牌占比/销售额 | 自有品牌               | 自有品牌布局动向   |
|----------|------------|--------------------|--|
| 奥乐齐中国    | 90%        | 超值系列等 13 个         | 2025 年 11 月推出 ALDI GOURMET 美食家系列、ALDI GOOD LIFE 好生活系列          |
| 沃尔玛中国    | 超 25%      | 沃集鲜、惠宜             | 2025 年 1-10 月近千款新品或升级商品亮相，2025 年 11 月官宣自有品牌“沃集鲜”焕新升级           |
| 永辉       | 5%         | 品质永辉、馋大狮、永辉优选、永辉农场 | 2025 年 10 月发布会宣布新自有品牌“品质永辉”，今年计划推出自有品牌产品 60 个，到 2029 年增至 500 个 |
| 重庆百货（超市） | 4%         | 重百优选、惠尚            | 超市近年来持续推行宽类窄品、大单品、A 品定制、折扣类商品与自有品牌五大商品策略                       |
| 大润发      | 3%         | 润发甄选、超省            | 2025 年 10 月启动“自有品牌节”，推进以“超省”与“润发甄选”为核心的双品牌矩阵                   |
| 武商       | -          | 江豚优选               | 2024 年，将“武商优”系列升级为“江豚优选”，截止 25H1 已上市单品百余款                      |

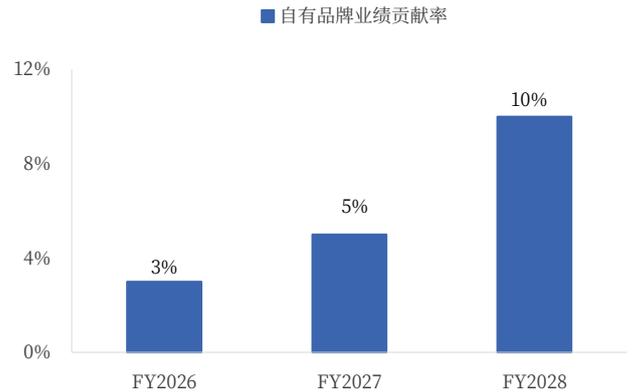
资料来源：品质永辉，沃尔玛中国，百年重百，FBIF，Foodaily，联商网，食业家，食品板，中国连锁经营协会，中国银河证券研究院

图3：永辉超市规划未来五年大力发展自有品牌



资料来源：品质永辉，中国银河证券研究院

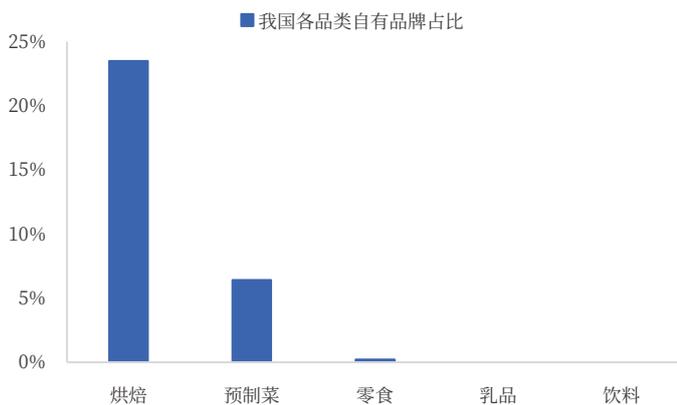
图4：大润发规划未来三年自有品牌业绩贡献率达到 10%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

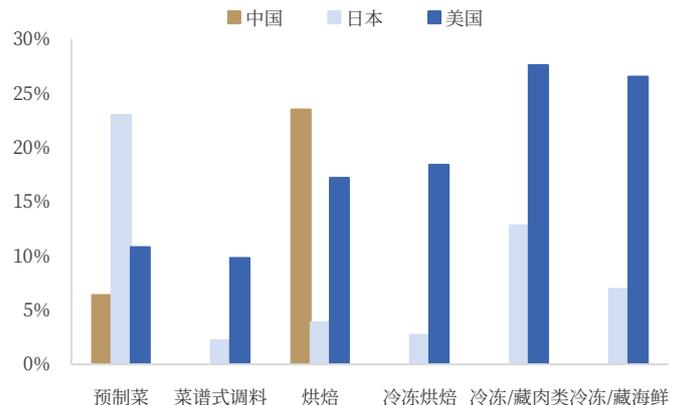
国内自有品牌重点布局预制菜和烘焙品类，速冻与复调等对标海外仍有较大增长空间。欧睿口径，2024 年渠道自有品牌在烘焙、预制菜已经形成一定规模，预制菜品类中自有品牌占比 6%，但较美国/日本/韩国的 11%/23%/41% 仍有差距。此外，日本、美国渠道自有品牌针对菜谱式调料、冷冻食品也有较多布局，我国相关品类扩展空间较大。

图5：我国自有品牌重点布局烘焙和预制品类（RSP 口径）



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图6：多个品类的自有品牌占比有较大提升空间



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

注：冷冻/冷藏口径为冷冻品类自有品牌占比与冷藏品类自有品牌占比平均值

渠道与上游企业的关系更趋向“强强联合”，两类公司有望受益自有品牌的发展。此次变革中渠道对自有品牌的要求不仅仅是通过供应链集约追求性价比，也同样重视产品品质，因此例如沃尔玛沃集鲜将“与头部品牌合作”列为核心原则之一，两类上游公司有望抓住渠道机会实现 $\alpha$ 。

**1) 原先与 C 端渠道合作较少的公司，合作自有品牌有望贡献收入增量，并且对主业盈利能力影响较小。**部分公司前期主要与 B 端餐饮企业合作，2025 年拓展新零售渠道客户并进行产品共创/直接面向 C 端销售，后续有望带来收入端增量。此外，若公司原有业务合作的同样是有议价权的大 B 客户，则为渠道做自有品牌预计对净利率造成压力相对有限；相关公司关注千味央厨、宝立食品。

图7: 千味央厨与盒马、沃尔玛、奥乐齐、胖东来、永辉等商超合作



产品名称: 超值酱香大肉包  
Product name: ES pork bun

资料来源: 奥乐齐, 冷冻食品, 中国银河证券研究院

图8: 宝立食品为盒马自有品牌供给意面酱



合作企业

生产商

企业名称: 浙江宝立食品科技有限公司  
产地: 中国 浙江省 嘉兴市  
地址: 浙江省嘉兴市秀洲区高照街道美康路286号  
生产许可证编号: SC11333041105748

资料来源: 盒马 APP, Foodtalks, 中国银河证券研究院

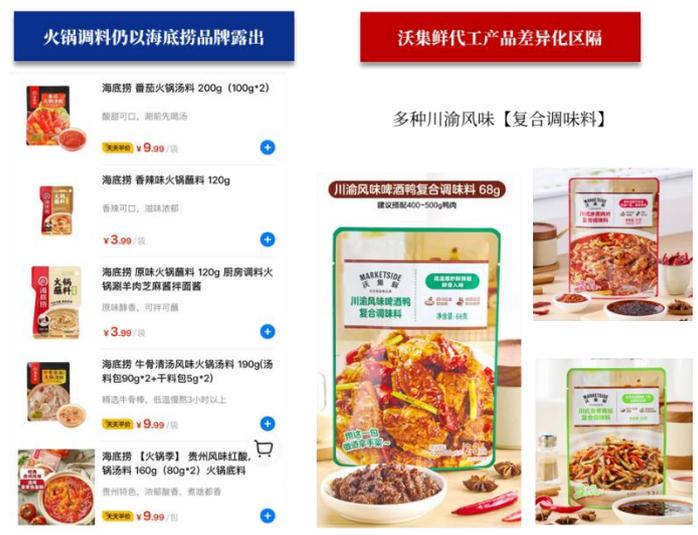
2) 原来已经与 C 端渠道合作的公司, 通过推出全新的差异化产品可实现增长, 并且不会对老产品造成较大影响。部分公司前期已经和渠道形成较好的合作关系, 若公司能够推出在口味、规格或品类上有所创新的产品, 则既不会侵蚀原有产品的收入, 又能带动收入与份额的进一步增长; 比如安井食品, 火锅丸子仍以安井品牌为主, 而沃集鲜代工产品主要是小龙虾尾与纸皮烧麦, 在品类与规格上与安井主品牌产品形成差异; 颐海国际, 火锅调料仍以海底捞品牌为主, 而沃集鲜代工产品主要是菜谱式调料, 并且口味有所创新、规格为 1 人食装。

图9: 安井在保留丸子品牌的同时为沃尔玛自有品牌供给新品



资料来源: 沃尔玛小程序, 中国银河证券研究院

图10: 颐海国际在保留海底捞品牌的同时为沃集鲜供给复调

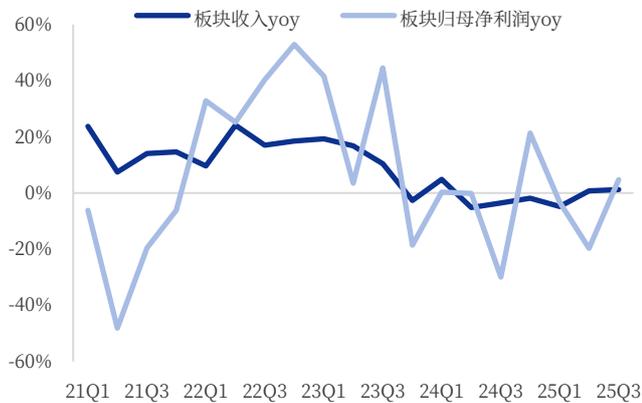


资料来源: 沃尔玛小程序, 中国银河证券研究院

## (二) 餐饮渠道竞争触底带来β修复

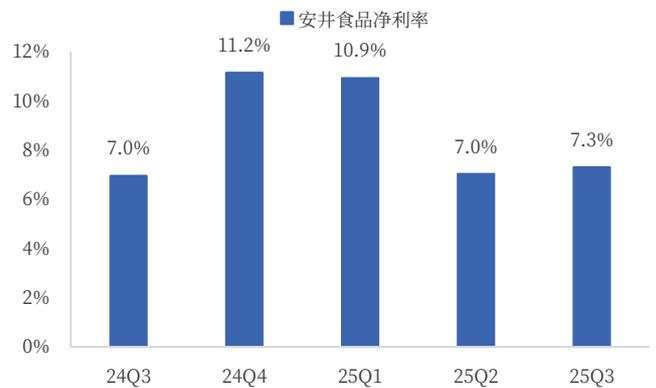
**25Q3 行业价格竞争触底。**预加工食品板块 25Q1 收入/归母净利润分别同比-5%/-3%，25Q2 分别同比+1%/-20%，25Q3 分别同比+1%/+5%，25Q3 业绩改善明显，主要得益于头部企业逐渐开始控制费用投放、通过产品创新突围，供给端的竞争逐渐可控，预计板块竞争已经在筑底阶段。

图11: 预加工食品板块单季度收入、利润增速 (SW 口径)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

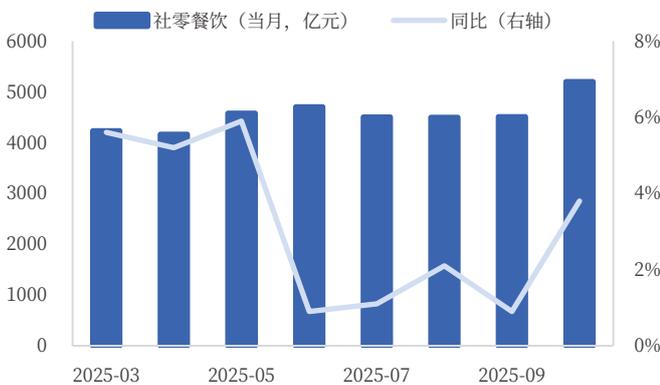
图12: 25Q3 安井食品利润率筑底



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**餐饮需求端有望逐渐修复。**前期禁酒令影响致使餐饮承压，但伴随政策逐渐宽松，8 月以来需求端持续修复，2025 年 10 月社零餐饮同比增长 3.8%，增速环比 6-9 月已有明显改善。2026 年餐饮有望延续稳步复苏态势，主要得益于：1) 多数省份将提振消费作为重要任务，政策部署下整体经济与消费者信心有望回升，推动餐饮需求改善；2) 餐饮消费券发放，2025 年至今上海、深圳等地政府继续发放消费券，我们认为 2026 年服务消费或仍为刺激内需的重要路径。

图13: 2025 年 10 月社零餐饮显著修复



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 2025 年至今各地发放餐饮消费券

| 地区 | 消费券名称       | 活动时间       | 折扣力    | 消费券金额  |
|----|-------------|------------|--------|--|
| 北京 | 北京朝阳餐饮消费券   | 25年3~5月    | 6~7折   | 满200-60、满500-180、满1000-400   |
| 上海 | “乐品上海”餐饮消费券 | 25年2~6月    | 6~7折   | 满300-90、满500-180、满1000-400   |
| 广州 | “食在广州”餐饮消费券 | 25年4~5月    | 7.5~8折 | 满200-50、满500-100、满1000-200   |
| 深圳 | 南山餐饮零售消费券   | 25年4~6月    | 6折     | 满20-8, 满50-20, 满100-40, 满200-80, 满500-100, 满800-160, 满1000-200     |
| 成都 | “食尚蓉城”餐饮消费券 | 25年3~4月    | 8折     | 满200-40、满500-100、满800-160、满1000-200                                |
| 杭州 | 上城区餐饮消费券    | 25年3~6月    | 6~8折   | 满30-10, 满50-20, 满100-30, 满200-40, 满500-100                         |
| 常州 | “夏日有约”消费券   | 25年8~9月    | 6~7折   | 满300-90、满500-180、满1000-400   |
| 杭州 | 临安区第三轮餐饮消费券 | 25年9月~10月  | 8折     | 满50-10元、满100-20元、满200-40元、满300-60元、满500-100元、满1000-200元            |
| 绍兴 | 宴席补贴+夜间经济奖励 | 25年12月底前落实 |        | 达到一定桌数和消费金额1万元以上的消费者，将给予分档补贴；夜间经济：对延迟营业店铺数量达到一定规模的运营主体给予一次性20万元奖励。 |

资料来源: 北京朝阳, 上海发布, 广州本地宝, 深圳本地宝, 成都本地宝, 杭州发布, 常州商务, 中国银河证券研究院

## 二、数据跟踪：11月下旬飞天批价环比下跌

### (一) 白酒重点单品批价跟踪

**贵州茅台：**11月30日，飞天整箱/散瓶批价为1580/1570元，较10月31日-95元/-70元，较去年同期-665/-620元。

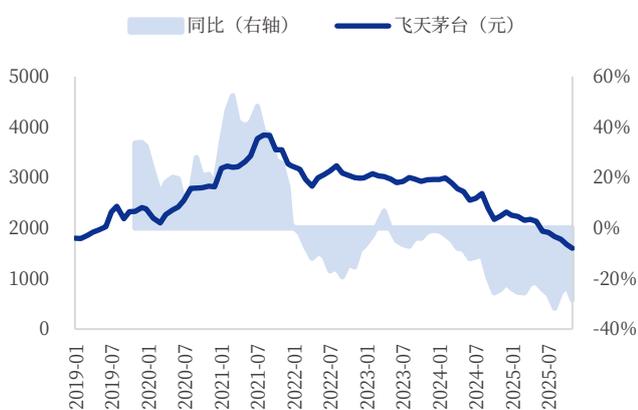
**五粮液：**11月30日，八代普五批价为850元，较10月31日-5元，较去年同期-100元。

**泸州老窖：**11月30日，国窖1573批价为850元，较10月31日持平，较去年同期-10元。

**山西汾酒：**11月30日，青花20批价为358元，较10月31日-2元，较去年同期持平。

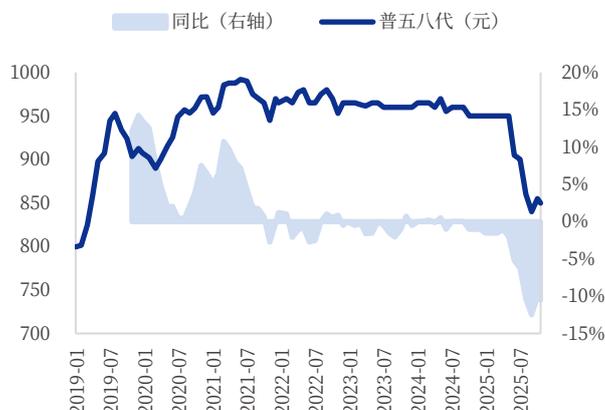
**洋河股份：**11月30日，M6+批价为540元，较10月31日持平，较去年同期-10元

图15: 飞天茅台一批价



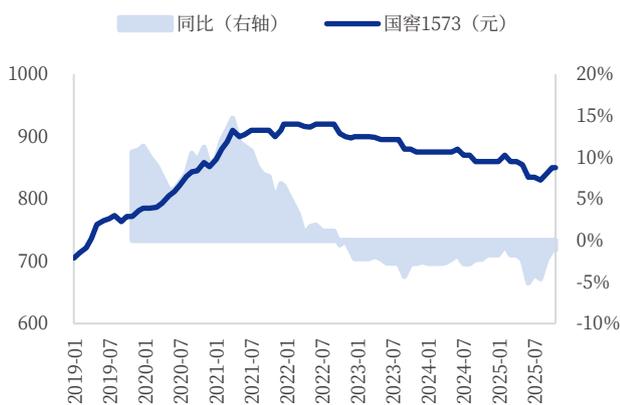
资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图16: 五粮液普五一批价



资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图17: 国窖1573一批价



资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图18: 其他白酒批价（洋河梦之蓝、青花20，单位：元）



资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

## (二) 大众品核心原料价格变动总览

截至 2025 年 11 月 28 日，原材料成本持续分化，包材价格跌幅环比收窄。

表2: 2025 年 11 月行业核心原材料价格变动

| 子行业 | 原料一          | 原料二             | 原料三         | 原料四         |
|-----|--------------|-----------------|-------------|-------------|
| 软饮料 | PET (-7.2%)  | 纸箱 (+16.6%)     | 白糖 (-12.9%) | 包膜 (-8.3%)  |
| 零食  | 棕榈油 (-12.9%) | 面粉 (-2.2%)      | 鹌鹑蛋 (+7.8%) | 葵花籽 (-6.2%) |
| 调味品 | 大豆 (+7.8%)   | 白糖 (-12.9%)     | PET (-7.2%) | 玻璃 (-16.6%) |
| 啤酒  | 铝材 (+5.4%)   | 大麦 (+3.2%, 10月) |             |             |
| 乳制品 | 原奶 (-3.2%)   |                 |             |             |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (三) 包材成本: 11 月部分包材价格同比下行

2025 年 11 月部分包装材料价格同比延续下行。截至 11 月 28 日，玻璃价格同比-16.6%，PET 瓶片价格同比-7.2%；包膜价格同比-8.3%；部分包装材料成本同比上升，铝材价格同比+5.4%；纸箱价格同比+16.6%。

图19: 2025 年 11 月 PET 瓶片价格同比下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 2025 年 11 月瓦楞纸价格同比上行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 2025 年 11 月玻璃价格同比下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 2025 年 11 月包膜价格同比下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 2025年11月铝材价格同比上行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### (四) 原料成本: 11月原材料价格有所分化

截至2025年11月28日,白糖价格同比-12.9%,面粉价格同比-2.2%,棕榈油价格同比-12.9%,猪肉价格同比-24.1%,葵花籽价格同比-6.2%。部分原材料价格同比上涨,鹤鹑蛋价格同比+7.8%,大豆价格同比+7.8%,2025年10月大麦进口价格同比+3.2%。

图24: 2025年11月白糖价格同比下降



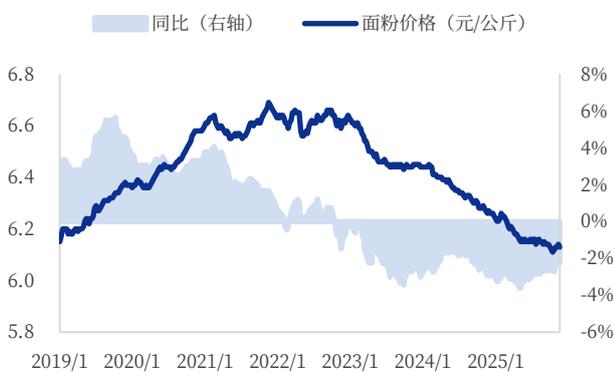
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图25: 2025年11月棕榈油价格同比下降



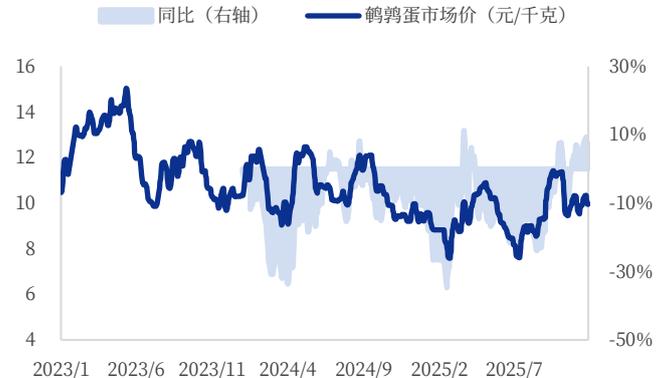
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 2025年11月面粉价格同比下降



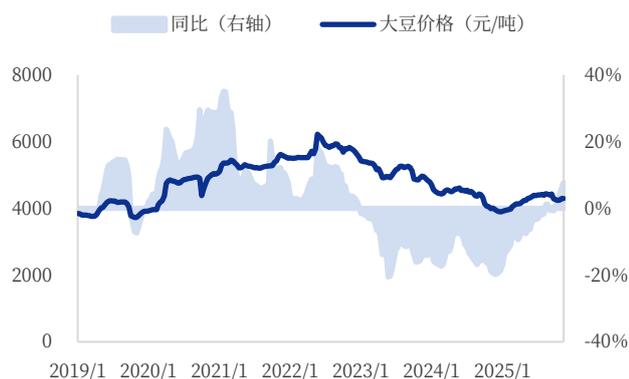
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 2025年11月鹤鹑蛋价格同比上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 2025年11月大豆价格同比上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图29: 2025年11月猪肉价格同比下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图30: 2025年10月大麦价格同比上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

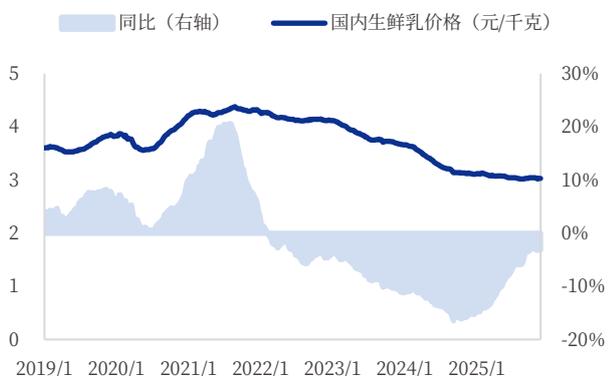
图31: 2025年11月葵花籽价格同比下降



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

乳制品, 11月20日, 国内生鲜乳价格 3.03 元/公斤, 同比-3.2%, 较上月(10月30日)持平。GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3503 美元/吨, 同比-5.7%, 环比-3.0%。

图32: 2025年11月国内生鲜乳价格同比下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图33: 2025年11月GDT全脂奶粉中标价同比下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 三、行情回顾：11月食品饮料指数行情回暖

#### (一) 行业收益率表现

2025年11月，食品饮料行业涨幅0.8%，相对于Wind全A指数的超额收益为3.1%，在31个子行业中排名第11，相较于10月进一步提升。10个子板块中5个子板块实现月度正收益，其中预加工食品、乳品、烘焙食品涨幅居前，分别为+9.1%、+6.6%、+4.2%。

图34：截至2025年11月28日，食品饮料指数涨幅在全行业位居第11位

| 当月 |             |             |             | 年初至今 |             |              |               |
|----|-------------|-------------|-------------|------|-------------|--------------|---------------|
| 序号 | 行业          | 涨跌幅         | 超额收益        | 序号   | 行业          | 涨跌幅          | 超额收益          |
| 1  | 综合          | 4.1%        | 6.3%        | 1    | 有色金属        | 71.3%        | 47.7%         |
| 2  | 银行          | 3.0%        | 5.2%        | 2    | 通信          | 64.9%        | 41.3%         |
| 3  | 纺织服装        | 2.9%        | 5.2%        | 3    | 综合          | 43.3%        | 19.7%         |
| 4  | 石油石化        | 2.9%        | 5.1%        | 4    | 电子          | 40.6%        | 17.1%         |
| 5  | 轻工制造        | 2.3%        | 4.5%        | 5    | 电力设备        | 40.1%        | 16.5%         |
| 6  | 通信          | 1.8%        | 4.1%        | 6    | 机械设备        | 30.5%        | 6.9%          |
| 7  | 传媒          | 1.7%        | 3.9%        | 7    | 传媒          | 29.7%        | 6.1%          |
| 8  | 农林牧渔        | 1.5%        | 3.7%        | 8    | 基础化工        | 27.6%        | 4.1%          |
| 9  | 社会服务        | 1.2%        | 3.5%        | 9    | 钢铁          | 23.9%        | 0.4%          |
| 10 | 基础化工        | 1.2%        | 3.4%        | 10   | 计算机         | 18.5%        | -5.0%         |
| 11 | <b>食品饮料</b> | <b>0.8%</b> | <b>3.1%</b> | 11   | 农林牧渔        | 18.2%        | -5.4%         |
| 12 | 商贸零售        | 0.2%        | 2.4%        | 12   | 建筑材料        | 17.8%        | -5.8%         |
| 13 | 家用电器        | 0.1%        | 2.3%        | 13   | 汽车          | 17.5%        | -6.0%         |
| 14 | 钢铁          | -0.6%       | 1.6%        | 14   | 环保          | 16.9%        | -6.6%         |
| 15 | 建筑装饰        | -1.3%       | 0.9%        | 15   | 医药生物        | 16.7%        | -6.9%         |
| 16 | 国防军工        | -1.6%       | 0.7%        | 16   | 轻工制造        | 15.7%        | -7.8%         |
| 17 | 公用事业        | -1.8%       | 0.5%        | 17   | 国防军工        | 14.6%        | -9.0%         |
| 18 | 建筑材料        | -2.0%       | 0.2%        | 18   | 纺织服装        | 14.4%        | -9.2%         |
| 19 | 环保          | -2.0%       | 0.2%        | 19   | 社会服务        | 10.3%        | -13.2%        |
| 20 | 有色金属        | -2.6%       | -0.4%       | 20   | 银行          | 9.2%         | -14.4%        |
| 21 | 交通运输        | -2.7%       | -0.5%       | 21   | 家用电器        | 7.8%         | -15.8%        |
| 22 | 房地产         | -2.8%       | -0.6%       | 22   | 建筑装饰        | 6.7%         | -16.9%        |
| 23 | 煤炭          | -3.1%       | -0.8%       | 23   | 房地产         | 6.0%         | -17.5%        |
| 24 | 机械设备        | -3.4%       | -1.2%       | 24   | 石油石化        | 4.4%         | -19.2%        |
| 25 | 电力设备        | -3.5%       | -1.3%       | 25   | 商贸零售        | 4.0%         | -19.5%        |
| 26 | 美容护理        | -3.5%       | -1.3%       | 26   | 公用事业        | 3.6%         | -20.0%        |
| 27 | 医药生物        | -3.6%       | -1.4%       | 27   | 非银金融        | 3.5%         | -20.0%        |
| 28 | 非银金融        | -3.8%       | -1.6%       | 28   | 美容护理        | 2.1%         | -21.4%        |
| 29 | 电子          | -5.0%       | -2.8%       | 29   | 交通运输        | -1.2%        | -24.8%        |
| 30 | 汽车          | -5.1%       | -2.9%       | 30   | 煤炭          | -1.8%        | -25.3%        |
| 31 | 计算机         | -5.3%       | -3.0%       | 31   | <b>食品饮料</b> | <b>-4.7%</b> | <b>-28.3%</b> |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图35: 2025年11月食品饮料部分子行业涨跌幅表现(截至11月28日)

| 当月 |          |       |       | 年初至今 |          |        |        |
|----|----------|-------|-------|------|----------|--------|--------|
| 序号 | 行业       | 涨跌幅   | 超额收益  | 序号   | 行业       | 涨跌幅    | 超额收益   |
| 1  | 预加工食品    | 9.1%  | 11.3% | 1    | 保健品      | 10.8%  | -12.8% |
| 2  | 乳品       | 6.6%  | 8.8%  | 2    | 软饮料      | 7.6%   | -15.9% |
| 3  | 烘焙食品     | 4.2%  | 6.4%  | 3    | 零食       | 7.6%   | -16.0% |
| 4  | 肉制品      | 1.6%  | 3.8%  | 4    | 预加工食品    | 7.4%   | -16.2% |
| 5  | 白酒       | 0.4%  | 2.6%  | 5    | 烘焙食品     | 4.6%   | -19.0% |
| 6  | 零食       | -0.1% | 2.1%  | 6    | 乳品       | 1.0%   | -22.5% |
| 7  | 调味发酵品III | -0.4% | 1.8%  | 7    | 肉制品      | 0.3%   | -23.3% |
| 8  | 啤酒       | -0.5% | 1.7%  | 8    | 白酒       | -7.0%  | -30.6% |
| 9  | 保健品      | -3.7% | -1.5% | 9    | 调味发酵品III | -7.8%  | -31.3% |
| 10 | 软饮料      | -4.1% | -1.8% | 10   | 啤酒       | -11.2% | -34.7% |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 四、投资建议

11 月食品饮料指数持续修复，相较于大盘已经实现超额收益，主要得益于市场风格切换以及 CPI 增速转正形成催化。板块内部来看，预加工食品、烘焙食品与乳制品涨幅居前，白酒板块仍在调整但基本触底，前期涨幅靠前的饮料、保健品与零食表现较弱。

展望 2026 年，我们核心观点是新消费仍具持续性但内部将会轮动，而传统消费有望迎来底部改善尤其是供给出清的细分板块。

1) 新渠道：零食量贩关注门店型公司，包括**万辰集团**；山姆渠道关注仍有 SKU 扩张空间的上游公司；渠道自有品牌与多品类折扣业态快速扩张，关注产业链机会，包括**千味央厨、锅圈**。

2) 新品类，魔芋零食与功能饮料景气度延续，但需关注竞争格局变化，关注**东鹏饮料、农夫山泉、卫龙美味、盐津铺子、劲仔食品**；C 端大健康食品、便捷化食品有望放量，关注**宝立食品**等。

3) 部分传统消费供给逐渐出清，需求改善有望推动板块修复，例如乳制品（**优然牧业、伊利股份、新乳业**等）、速冻与调味品（**安井食品、海天味业**等）。

4) 白酒 2026 年若动销与批价跌幅收窄，则逐渐步入筑底阶段，参考上一轮白酒调整周期的筑底阶段，在低估值背景下，流动性改善有望推动估值小幅修复，关注**贵州茅台、山西汾酒**等。

## 五、风险提示

---

需求恢复不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，下游渠道变革效果不及预期的风险，食品安全风险。

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 山姆、胖东来与盒马自有品牌布局情况.....             | 3  |
| 图 2: 山姆、胖东来与盒马收入实现逆势增长 (亿元) .....       | 3  |
| 图 3: 永辉超市规划未来五年大力发展自有品牌.....            | 4  |
| 图 4: 大润发规划未来三年自有品牌业绩贡献率达到 10% .....     | 4  |
| 图 5: 我国自有品牌重点布局烘焙和预制品类 (RSP 口径) .....   | 4  |
| 图 6: 多个品类的自有品牌占比有较大提升空间.....            | 4  |
| 图 7: 千味央厨与盒马、沃尔玛、奥乐齐、胖东来、永辉等商超合作.....   | 5  |
| 图 8: 宝立食品为盒马自有品牌供给意面酱.....              | 5  |
| 图 9: 安井在保留丸子品牌的同时为沃尔玛自有品牌供给新品.....      | 5  |
| 图 10: 颐海国际在保留海底捞品牌的同时为沃集鲜供给复调.....      | 5  |
| 图 11: 预加工食品板块单季度收入、利润增速 (SW 口径) .....   | 6  |
| 图 12: 25Q3 安井食品利润率筑底.....               | 6  |
| 图 13: 2025 年 10 月社零餐饮显著修复 .....         | 6  |
| 图 14: 2025 年至今各地发放餐饮消费券 .....           | 6  |
| 图 15: 飞天茅台一批价 .....                     | 7  |
| 图 16: 五粮液普五一批价.....                     | 7  |
| 图 17: 国窖 1573 一批价 .....                 | 7  |
| 图 18: 其他白酒批价 (洋河梦之蓝、青花 20, 单位: 元) ..... | 7  |
| 图 19: 2025 年 11 月 PET 瓶片价格同比下行.....     | 8  |
| 图 20: 2025 年 11 月瓦楞纸价格同比上行 .....        | 8  |
| 图 21: 2025 年 11 月玻璃价格同比下行 .....         | 8  |
| 图 22: 2025 年 11 月包膜价格同比下行 .....         | 8  |
| 图 23: 2025 年 11 月铝材价格同比上行 .....         | 9  |
| 图 24: 2025 年 11 月白糖价格同比下降 .....         | 9  |
| 图 25: 2025 年 11 月棕榈油价格同比下降 .....        | 9  |
| 图 26: 2025 年 11 月面粉价格同比下降 .....         | 9  |
| 图 27: 2025 年 11 月鹤鹑蛋价格同比上升 .....        | 9  |
| 图 28: 2025 年 11 月大豆价格同比上升 .....         | 10 |
| 图 29: 2025 年 11 月猪肉价格同比下降 .....         | 10 |
| 图 30: 2025 年 10 月大麦价格同比上升 .....         | 10 |
| 图 31: 2025 年 11 月葵花籽价格同比下降 .....        | 10 |
| 图 32: 2025 年 11 月国内生鲜乳价格同比下降 .....      | 10 |

|   |    |
|---|----|
| 图 33: 2025 年 11 月 GDT 全脂奶粉中标价同比下降 .....               | 10 |
| 图 34: 截至 2025 年 11 月 28 日, 食品饮料指数涨幅在全行业位居第 11 位 ..... | 11 |
| 图 35: 2025 年 11 月食品饮料部分子行业涨跌幅表现 (截至 11 月 28 日) .....  | 12 |
| 表 1: 25H2 零售商对自有品牌的布局思路调整且明显提速 .....                  | 3  |
| 表 2: 2025 年 11 月行业核心原材料价格变动 .....                     | 8  |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘光意**，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，覆盖食品饮料板块，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准   | 评级               | 说明                      |
|--|------------------|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级             | 推荐：相对基准指数涨幅 10%以上       |
|  |                  | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间   |
|  |                  | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上        |
|  | 公司评级             | 推荐：相对基准指数涨幅 20%以上       |
|  |                  | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 |
|  |                  | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间    |
|  | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上 |                         |

## 联系

| 中国银河证券股份有限公司 研究院          | 机构请致电： |   |
|---------------------------|--------|---|
| 深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层 | 深广地区：  | 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn<br>程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn   |
| 上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层   | 上海地区：  | 林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn<br>李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn |
| 北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦 | 北京地区：  | 田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn<br>褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn         |

公司网址：www.chinastock.com.cn