



食品饮料行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）
liuchengqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬（执业 S1130524040003）
yetao@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）
chenyujun@gjzq.com.cn

周专题：如何看待零食量贩行业的优势与机遇？

投资建议

4 月 28 日，鸣鸣很忙集团向港交所提交上市申请资料，公司作为万店零食量贩龙头值得重点关注。本周专题我们复盘零食量贩业态行业发展历程、对比零食量贩和其他传统零售业态的差异，讨论未来行业发展空间。从渠道视角出发，丰富我们对休闲零食行业的研究。

公司基本情况：鸣鸣很忙是中国规模最大的休闲食品饮料零售商，2024 年 GMV 达 555 亿元，市占率 1.5%。公司的定位是为消费者提供高性价比、品类丰富和高频上新的各类休闲食品饮料（主要为零食），旗下拥有“零食很忙”和“赵一鸣零食”两个品牌，主要通过加盟店的形式在三线及以下城市运营，近年二线城市的门店占比逐年提升。24 年公司营收/净利润分别为 393.4 亿元/8.3 亿元，同比+282.2%/283.4%，24 年末门店为 14394 家。公司的股权结构集中，实控人投票权合计 62%，管理层均为品牌创立时的原班底。计划将募集资金主要用于完善供应链，以及提高产品开发能力，具体用途为建立更多仓库、搭建冷链物流系统、增加更多产品品类和 SKU，例如冷藏冷冻产品以及自有品牌。

零食量贩行业复盘：梳理行业发展历程并划分为三个阶段，激烈市场竞争下逐步形成双足鼎立格局。1) 2010-2019 年：商业模式摸索期，规模止步于单区域。此时已有区域性的零食量贩品牌出现，但碍于门店运营、供应链管理等原因，商业模式未能实现全国化扩张；2) 2020-2022 年：商业模式革新，需求端催化，门店加速全国化扩张。以零食很忙为首的一批零食量贩业态实现供应链（采购、仓储、物流）等环节的数字化、以及门店（选址、设计、运营）等环节的标准化，配合当时消费环境主打“性价比”策略，行业迎来快速扩张期。3) 2023 年-至今：进入全国化扩张时代，收并购整合动作加速。22 年开始部分区域性品牌激进的扩张思路导致现金流出现问题，23 年全国范围内开启大规模的兼并收购动作，截至目前形成鸣鸣很忙和万辰集团双足鼎立的竞争格局。

零食量贩 VS 传统零售业态：1) 毛利率偏低，合理让渡消费者。零食量贩企业毛利率保持在 10%左右，区别于一些大型连锁商超、零食专营门店高毛利、高费用等特征，零食量贩业态执行的是低毛利率运作模式，从而降低中间环节加价倍率，以此实现终端售价优于常规零食零售渠道。2) 周转效率高，对上游无明显账期。零食量贩业态的运营本质是缩短供应链中间环节，尽寻求实现与上游品牌方的直接合作，因此存货周转天数明显低于其他业态。为了获得品牌方的信任和长久合作，零食量贩应付账款周转天数仅 10-20 天，账期也显著低于传统零售业态。同时应收周转率极低展现对加盟商严格管理及统一执行的话语权。

零食量贩行业展望：我们曾在《如何看待零食渠道的变革与机遇》、《盐津铺子：市场关心三问三答》中探讨过零食量贩门店未来的开店空间，随着 22-24 年龙头品牌开店数量验证，且单店收入基本稳健，投资回收期并未明显拉长，我们认为行业开店天花板预测值并未发生实质变化，我们仍看好行业门店数量实现 7-8 万家，同时伴随着龙头在供应链、品牌、门店运营等方面积累的优势，未来有望持续提升市占率。但与此同时，我们也看到传统商超正在积极进行门店模型调改，会员商超以及折扣商超业态正在逐步兴起，我们认为中长期来看多类业态仍将并存，但根据城镇化进度及区域经济水平差异，将呈现不同业态主导不同地域的形式。零食量贩业态仍可在下沉市场凭借丰富的产品供给、强有力的价格优势、较好的区域优势点位站稳脚跟。

风险提示

宏观经济恢复不及预期、区域市场竞争风险、食品安全问题风险。



内容目录

一、周专题：如何看待零食量贩行业的变化与机遇？	4
1.1 鸣鸣很忙：万店零食量贩龙头，上市募资强化供应链	4
1.2 零食量贩行业复盘：从区域走向全国，双足鼎立格局逐步成型	5
1.3 零食量贩 VS 传统零售业态有何差异？	7
1.4 如何看待后续发展机遇和空间？	10
1.5 板块观点更新	11
二、行情回顾	12
三、食品饮料行业数据更新	13
四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总	15
五、风险提示	16

图表目录

图表 1：公司发展历程及里程碑事件	4
图表 2：鸣鸣很忙股权结构示意图	4
图表 3：鸣鸣很忙管理层简介	5
图表 4：休闲食品饮料行业下沉市场增速领先高线市场（单位：十亿元）	6
图表 5：休闲食品饮料行业渠道分布来看，专营店和电商占比持续提升	6
图表 6：主要零食量贩品牌成立时间及发源地	6
图表 7：23 年下半年开始，零食量贩行业内收购动作频频	7
图表 8：零食量贩业态毛利率普遍低于传统零售业态	8
图表 9：零食量贩业态销售费率低于传统零售业态	8
图表 10：零食量贩业态管理+研发费率低于传统零售业态	8
图表 11：零食量贩业态净利率基本与传统零售业态相当	9
图表 12：2024 年零食量贩业态调整后净利率低于 3%	9
图表 13：零食量贩业态存货、应收、应付周转率均优于传统零售业态	10
图表 14：零食量贩龙头 22-24 年门店数快速扩张（单位：家）	10
图表 15：零食量贩龙头单店收入基本稳定（单位：百万元）	10
图表 16：永辉超市等业态逐步转型	11
图表 17：鸣鸣很忙门店分布（%）	11
图表 18：周度行情	12
图表 19：周度申万一级行业涨跌幅	12
图表 20：周度食品饮料子板块涨跌幅	12



图表 21: 申万食品饮料指数行情	12
图表 22: 周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10	13
图表 23: 非标茅台及茅台 1935 批价走势 (元/瓶)	13
图表 24: 白酒月度产量 (万千升) 及同比 (%)	14
图表 25: 高端酒批价走势 (元/瓶)	14
图表 26: 国内主产区生鲜乳平均价 (元/公斤)	14
图表 27: 中国奶粉月度进口量及同比 (万吨, %)	14
图表 28: 啤酒月度产量 (万千升) 及同比 (%)	15
图表 29: 啤酒进口数量 (万千升) 与均价 (美元/千升)	15
图表 30: 近期上市公司重要事项	15



一、周专题：如何看待零食量贩行业的变化与机遇？

1.1 鸣鸣很忙：万店零食量贩龙头，上市募资强化供应链

鸣鸣很忙是中国规模最大的休闲食品饮料零售商，2024 年 GMV 达 555 亿元，市占率 1.5%。公司的定位是为消费者提供高质价比、品类丰富和高频上新的各类休闲食品饮料（主要为零食），旗下拥有“零食很忙”和“赵一鸣零食”两个品牌，主要通过加盟店的形式在三线及以下城市运营，近年二线城市的门店占比逐年提升。24 年公司营收 393.4 亿元，同比+282.2%，门店 14394 家。

从发展历程上看，“零食很忙”的首家门店于 2017 年的湖南长沙设立，“赵一鸣零食”的首家门店于 2019 年的江西宜春设立。2022/2023 年零食很忙和赵一鸣零食的门店相继突破 1000 家，考虑到两个品牌核心市场地理位置重叠度高，且资源整合更有助于双方实现协同发展，2023 年 11 月零食很忙完成对赵一鸣零食收购，并将旗下两大系统整合为鸣鸣很忙集团。随后鸣鸣很忙以华中为根据地，快速面向西南、华南等周边区域扩张，24 年门店突破 14000 家。

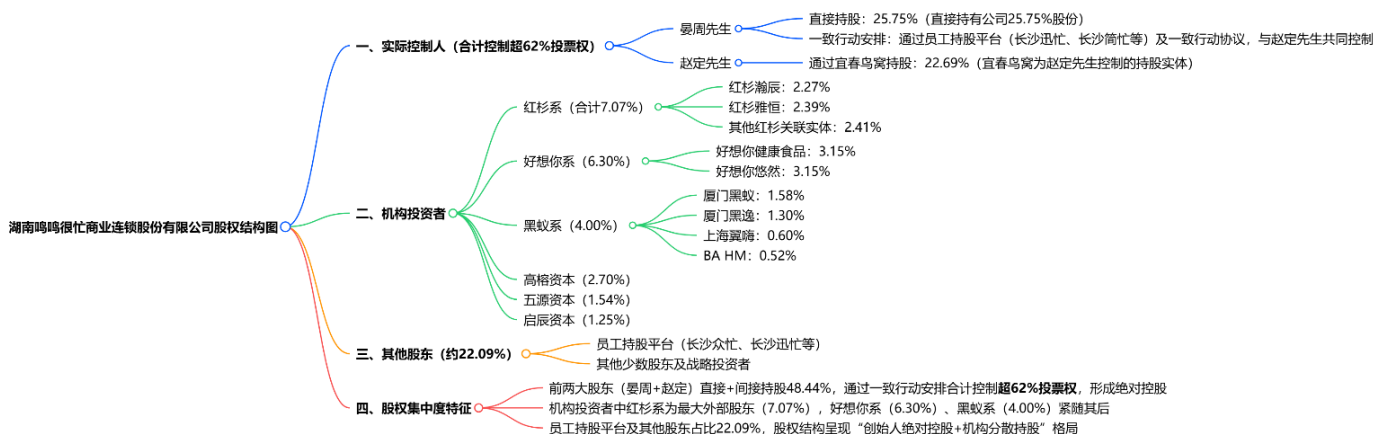
图表1：公司发展历程及里程碑事件

年份	里程碑
2017 年	于湖南长沙开设首家“零食很忙”门店
2019 年	于江西宜春开设首家“赵一鸣零食”门店
2021 年	成立内部数字化中心，加强信息化建设
2022 年	零食很忙门店突破 1000 家；入围 2022 年中国糖酒食品行业年度渠道标杆
2023 年	赵一鸣零食门店突破 1000 家；完成对赵一鸣零食的收购
2024 年	集团会员总数突破 1 亿；门店总数突破 10000 家；获福布斯中国评为 2024 大消费年度影响力零售商

来源：招股说明书，国金证券研究所

公司的股权结构较为集中，实控人投票权 62%。截至上市前，“零食很忙”品牌创始人晏周先生直接持股 25.75%，“赵一鸣零食”品牌创始人赵定先生通过控制宜春鸟窝持股 22.69%，两人通过一致行动安排合计控制超 62%投票权，为实际控制人。机构投资者方面，红杉持股 7.07%；好想你 6.30%；黑蚁 4.00%；高榕/五源/启辰分别持股 2.70%/1.54%/1.25%。

图表2：鸣鸣很忙股权结构示意图



来源：鸣鸣很忙招股说明书，国金证券研究所

公司管理层均为品牌创立时的原班底。包括品牌创始人、实控人晏周先生和赵定先生，两人均在食品饮料零售行业有丰富经验，自品牌创立起一直担任公司的董事长/副董事长等最高管理职位，职责包括公司的战略规划、业务发展和主要运营决策。公司的商品采购及供应链管理负责人为王平安先生，自 2019 年赵一鸣零食创立起一直担任商品采购和供应链管理工作。


图表3：鸣鸣很忙管理层简介

姓名	年龄	职务	主要职责	主要过往经验
晏周	38	董事长、总经理	负责公司整体战略规划与日常运营管理，推动业务扩张与品牌建设	2017 年创立“零食很忙”品牌，主导公司与“赵一鸣零食”的合并，构建量贩模式，具备丰富的行业洞察力和企业管理经验
赵定	36	副董事长、副总经理	协助制定公司战略，负责业务拓展及加盟商管理	2019 年创立“赵一鸣零食”品牌，在下沉市场布局和加盟模式运营方面有丰富经验，合并后推动双品牌协同发展
王钰潼	37	首席财务官	参与公司战略决策，负责市场拓展与品牌营销	作为核心管理团队成員，在公司规模化扩张和品牌影响力提升中发挥重要作用，具备零售行业市场运营经验
李维	37	门店运营负责人	负责供应链管理与物流优化	专注于供应链体系建设，推动与优质供应商合作，优化仓储物流效率，提升产品质价比
王平安	37	商品与供应链负责人	负责产品开发与选品策略	2019 年 1 月加入赵一鸣，自 2021 年起担任赵一鸣的监事，以及商品与供应链负责人，自 2023 年 11 月起单位鸣鸣很忙的商品与供应链负责人
苏凯	47	非执行董事	为公司提供战略建议与专业支持	作为非执行董事参与董事会决策，在行业研究或资本运作方面有专长
彭慧	38	独立非执行董事、审计委员会主席	监督财务报告与公司治理	负责审计委员会工作，确保财务合规与内部控制有效性
邱煌	41	独立非执行董事、薪酬委员会主席	参与薪酬政策制定与人才管理	主导薪酬体系设计，确保人才激励与公司发展一致
伍前辉	52	独立非执行董事、提名委员会成员	参与董事提名与公司治理	在提名委员会中负责管理层选拔与治理结构优化

来源：鸣鸣很忙招股说明书，国金证券研究所

对于募集资金用途，主要包括用于完善供应链，以及提高产品开发能力，具体为：

1. 提升供应链能力：公司计划建立更多仓库及完善供货效率，以配合门店的全国化扩张，同时搭建冷链物流系统，以支持冷冻品类的拓展
2. 产品开发能力：公司计划开发更多符合当地市场偏好的产品，并增加更多产品品类和 SKU，例如冷藏冷冻产品以及自有品牌
3. 门店网络升级：例如拓展更多店型，同时利用数字化技术升级门店的陈列设计，让门店能够在有限的空间内更有效陈列产品，并将数字化系统和选址经验结合，优化门店密度
4. 品牌建设：例如公司计划继续在核心城市的核心位置开创新型概念店，包括“超级零食很忙”、“零食很大”、“赵一鸣零食研究所”。

1.2 零食量贩行业复盘：从区域走向全国，双足鼎立格局逐步成型

休闲食品饮料零售是食品饮料零售行业最大的细分市场，占 2024 年中国食品饮料产品 GMV 总额的 53%。主要包括烘焙食品、饼干、坚果、膨化食、糖果巧克力、饮料等品类。根据弗若斯特沙利文，2024 年中国休闲食品饮料零售市场规模达 37380 亿元，同比+4.1%，预计整体市场规模到 2029 将达 49477 亿元，2025-2029E CAGR 达 5.7%。行业整体具备以下两大特征：

随着多元化和个性化消费需求不断增长，以零食量贩为代表的专卖店成为增速最快的细分渠道。2024 年，超市/杂货店/电商/专卖店的市场规模占比分别为 45.8%/22.7%/13.6%/11.2%，超市和杂货店目前仍占主要地位，但占比逐年下降。

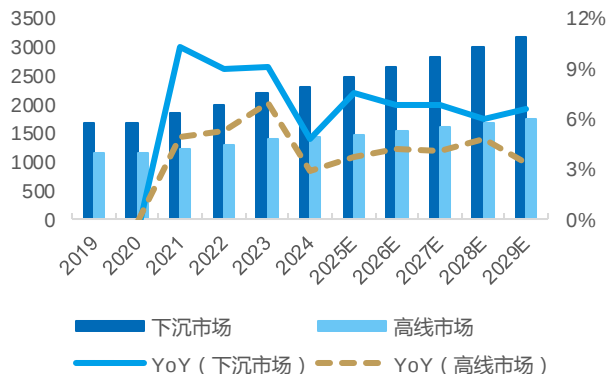
19-24 年超市/杂货店/电商/专卖店市场规模 CAGR 分别为 4.0%/4.2%/13.9%/9.6%，量贩店、电商渠道增速领先行业（19-24 年复合增速 5.5%），截至 2024 年专卖店 GMV 达到 4190 亿元。弗若斯特沙利文预计 24-29E 超市/杂货店/量贩店/电商的 CAGR 将达 4.6%/4.5%/11.1%/8.3%，专卖店渠道仍将保持双位数增长，占比仍将持续提升。

随着物流等基础设施完善、居民可支配收入提升，下沉市场消费潜力日渐释放。近年来其他餐饮零售业态如咖啡、奶茶等持续下沉，彰显出县城市场蓬勃的购买力及升级潜力。2024



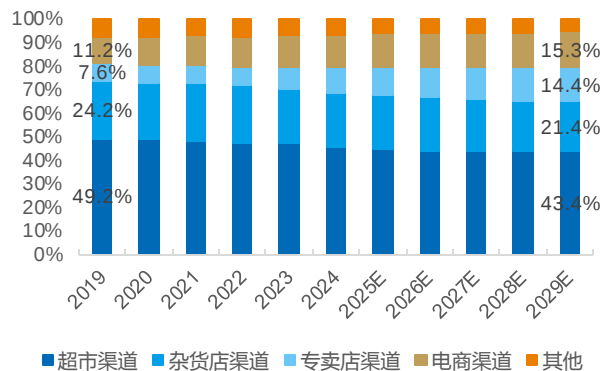
年下沉/高线市场规模分别达 23055/14325 亿元，同比+4.8%/+2.9%，占比 61.7%/38.3%。弗若斯特沙利文预计 2025-2029E 下沉市场的规模和增速将继续领先高线市场，下沉/高线市场 CAGR 将分别达 6.6%/4.1%。

图表4：休闲食品饮料行业下沉市场增速领先高线市场（单位：十亿元）



来源：鸣鸣很忙招股说明书，国金证券研究所

图表5：休闲食品饮料行业渠道分布来看，专营店和电商占比持续提升



来源：鸣鸣很忙招股说明书，国金证券研究所

复盘零食量贩行业的发展历程，我们认为主要可分为 3 个阶段：

- 2010-2019 年：商业模式摸索期，规模止步于单一区域。国内的零食量贩店历史最早可以溯源到 2010 年于浙江宁波开业的“老婆大人”，销售国内外知名品牌以及白牌产品数千个 SKU。随后的几年，全国各地纷纷出现了提供正品低价零食的量贩店，例如福建的“糖巢零食”、江苏的“好想来”等。2011 年老婆大人开放加盟模式，至 2013 年底拥有门店 200 余家，但碍于门店运营、供应链管理等原因，彼时的商业模式尚未适应全国化的快速扩张，各品牌只能发展为区域性品牌。

如糖巢零食的发展碍于门店标准化程度差：福建的糖巢在门店运营上存在效率低的问题，由于门店 SKU 动辄 1000 个起步，随着 SKU 的逐渐增长，门店收银员的结账工作复杂程度开始上升，导致收银员往往需要经过长时间的专业培训以及肌肉记忆训练，收银效率低下，门店标准化程度差。每当面临高峰期，收银效率跟不上可能会引起排队时间过长，进而影响客户体验。

老婆大人的发展碍于供应链管理：例如，老婆大人曾经采用宁波大库商贸有限公司为各门店做供应链管理，但后续伴随着供应链公司更换，各门店随即出现进货混乱、品种不全的问题，显著影响消费者体验。

图表6：主要零食量贩品牌成立时间及发源地



来源：各品牌官网，国金证券研究所

- 2020-2022 年：供应链升级，全国加速扩张。零食很忙在以上的商业模式痛点上进行了改良，实现了较为领先的供应链水平。零食很忙于 2017 年成立，于 2018 年 11 月开出第 100 家门店，随后便于 2019 年实施门店标准化。根据招股说明书，公司是业内少数有效解决散装称重产品数字化精准识别的公司，有效解决了收银效率低的问题。



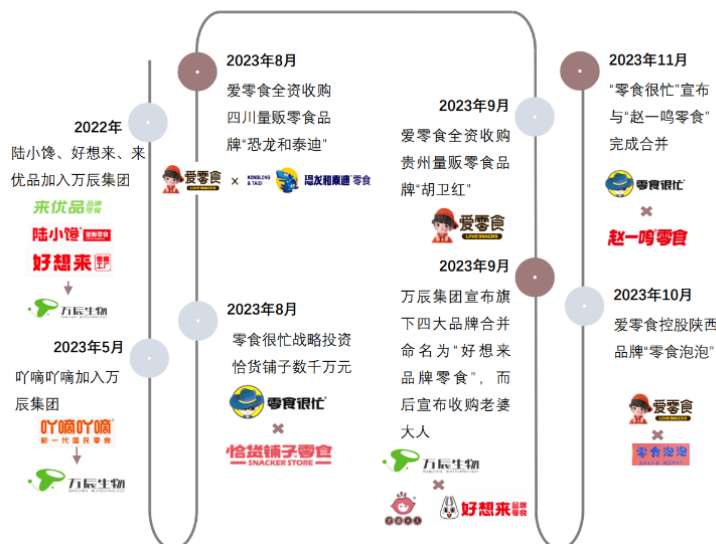
2021年2月起公司走出湖南,随后公司在数字化赋能和供应链管理上进一步下功夫,2021年7月成立数字化中心,通过智能零售中台系统,2021年9月开始集中应对供应链管理问题,上线了“零食很忙供应链大数据智能分拣系统”,提升供应链效率。截至2024年,公司战略性地建立了全国性仓储网络,基于门店网络布局了36个仓库,门店通常在仓库的300公里范围内,一般均可实现24小时内及时向门店配送。

- 2023年至今:竞争日渐加剧,品牌加速整合。伴随零食量贩门店数快速扩张,革新的商业模式被广泛模仿学习,行业竞争日益加剧,部分小品牌采购、物流、招商等环节难以和大品牌进行抗衡,因此行业内品牌收并购动作频繁。例如,23年8月湖南的“爱零食”收购四川的零食量贩品牌“恐龙与泰迪”,同年9月收购贵州的零食量贩品牌“胡卫红”,同年10月控股陕西的“零食泡泡”;华南地区的“零食舱”战略整合广东零食连锁品牌“零食么么”;同年9月万辰集团宣布旗下四大品牌合并为“好想来”,尔后宣布收购“老婆大人”;同年11月零食很忙与赵一鸣零食宣布合并。

目前行业已经形成较为稳固的两强争霸局面,即鸣鸣很忙/万辰集团分别占据华中和华南,华东和华北等区域优势,各自门店数量在2024年均突破14000家,预计随着西南、华北等区域进一步加密,有望朝着2万家门店数量扩张。

图7: 23年下半年开始,零食量贩行业内收购动作频频

量贩式零食店兼并整合事件, 2022-2023年



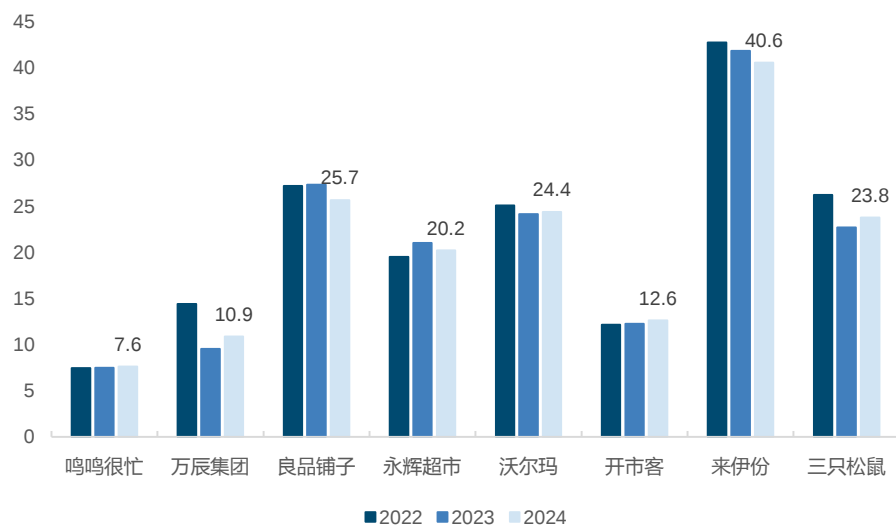
来源: 头豹研究院, 国金证券研究所

1.3 零食量贩 VS 传统零售业态有何差异?

特征1: 零食量贩具备低毛利、低费率特征。22-24年鸣鸣很忙和万辰集团毛利率处于7-10%之间,呈现稳中有升趋势。横向对比看,量贩业态的毛利率显著低于传统大型超市(沃尔玛、永辉超市),毛利率最高的是传统零食店(来伊份),此类业态毛利率一般可以达到20-30%之间。主要系零食量贩业态执行低毛利率运作模式,从而降低中间环节加价倍率,以此实现终端售价优于常规零食零售渠道。



图表8：零食量贩业态毛利率普遍低于传统零售业态



来源：Wind, Eikon, 鸣鸣很忙招股说明书, 国金证券研究所

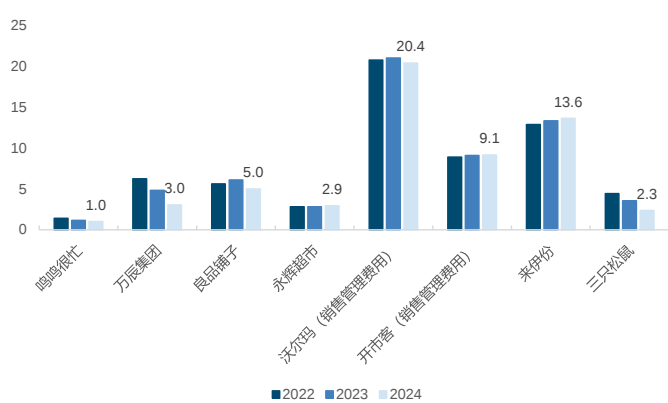
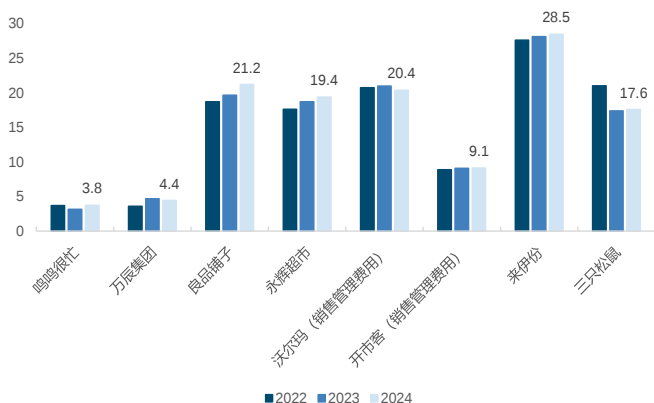
零食量贩业态（鸣鸣很忙、万辰集团两家，下同）的销售费用率基本保持在 3%-4%之间，管理费用率保持在 1-3%之间。对比其他零售业态三项费率普遍偏低，我们认为系零食量贩主要凭借性价比、购物便利等特征自然引流、辐射周边社区，相对应的空中广告宣传、品牌推广支出较少。且对比大型超市而言，不需要配备专门的品类导购，以及收银结账等环节集中在一处、人员相对精简，相关工资支出较少。

最终对比净利率端，传统零售业态净利率多处于 3-4%之间，目前零食量贩业态净利率（经调整后的利润率）仍偏低，鸣鸣很忙/万辰集团 24 年仅有 2.3%/2.7%。随着规模效应释放、供应链优化，22-24 年整体呈现持续提升的趋势。

我们认为休闲零食饮料行业具备全国口味相似度高、品类品牌知名度高、产业链配套成熟、保质期长破损少等特征，因此供应链标准化程度较常规的日用百货、生鲜蔬菜、家居电器等更高、且供应链管理难度较低，后续零食量贩业态净利率仍有望持续提升，甚至有望超越传统零售业态净利率水平。

图表9：零食量贩业态销售费率低于传统零售业态

图表10：零食量贩业态管理+研发费率低于传统零售业态

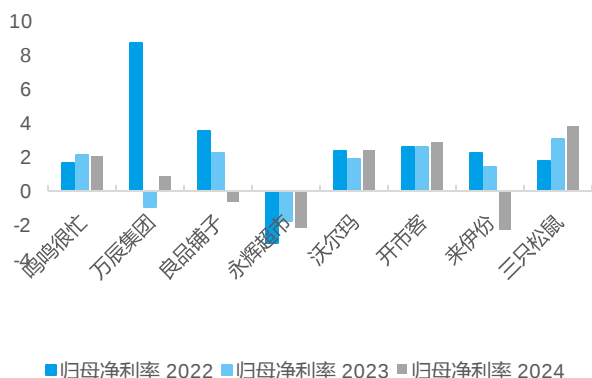


来源：Wind, Eikon, 鸣鸣很忙招股说明书, 国金证券研究所

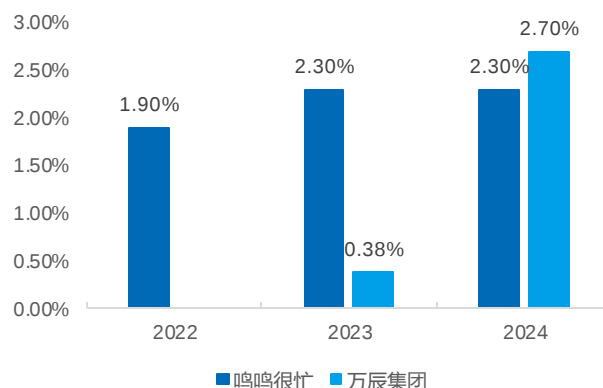
来源：Wind, Eikon, 鸣鸣很忙招股说明书, 国金证券研究所



图表11：零食量贩业态净利率基本与传统零售业态相当



图表12：2024 年零食量贩业态调整后净利率低于 3%



来源：Wind，鸣鸣很忙招股说明书，国金证券研究所

来源：鸣鸣很忙招股说明书，万辰集团公司公告，国金证券研究所

特征 2：零食量贩周转效率高，对上游无明显账期。零食量贩业态的运营本质是缩短供应链中间环节，尽寻求实现与上游品牌方的直接合作，因此存货周转天数明显低于其他业态。为了获得品牌方的信任和长久合作，零食量贩应付账款周转天数仅 10-20 天，账期也显著低于传统零售业态。同时应收周转率极低展现对加盟商严格管理及统一执行的话语权。

我们对比永辉超市/沃尔玛（传统超市）、良品铺子（经营主要贩售自有品牌的零食门店）、来伊份（传统零食零售店）、万辰集团（好想来，但公司以经营其他零食业务）、开市客（量贩超市）以评价零食量贩业态的周转效率：

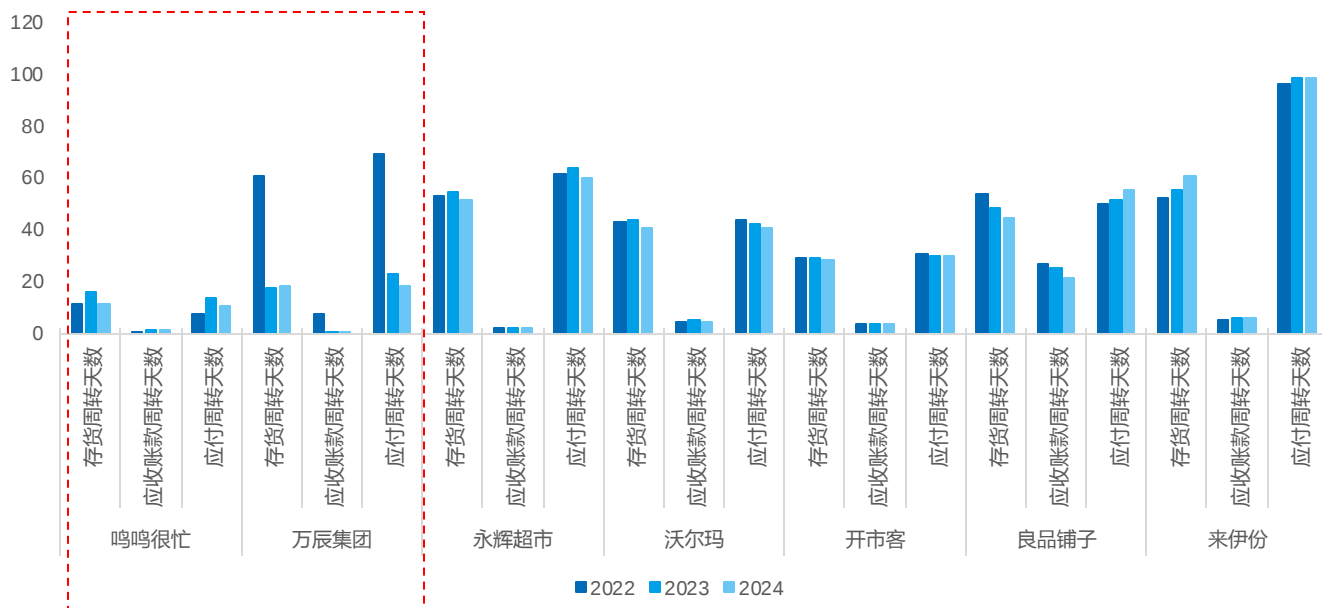
存货周转天数：鸣鸣很忙 22-24 年分别为 11.5/16.0/11.6 天，大幅低于传统超市、自有品牌零食门店、传统零食零售店以及量贩超市。万辰集团的零食量贩业务于 2022 年起步，2023 年加速发展，因此存货周转天数有较大的下降，23-24 年均为 17 天左右。较低的存货周转天数还得益于新业态下良好的供应链体系，包括仓储网络和数字化供应链管理系统。

应收账款周转天数：鸣鸣很忙 22-24 年分别为 0.2/1.1/1.0 天，万辰集团 23-24 年应收账款周转天数低于 1 天，综合来看大幅低于其他零食专营门店（来伊份、良品铺子等 5-20 天左右），甚至低于永辉超市、沃尔玛等连锁大超市（3-5 天左右）。公司通常要求加盟商支付预付款项，且只有在年货节等特定场合向部分优质加盟商提供信用期，即公司展现出较强的下游话语权。

应付账款周转天数：鸣鸣很忙 22-24 年分别为 7.2/13.8/10.5 天，万辰集团 23-24 年分别为 22.6/18.4 天，大幅低于其他零食专营门店（来伊份、良品铺子等 50-100 天左右）、大型连锁超市及会员仓储店（沃尔玛、开市客 20-30 天左右）。公司致力于缩短给供应商的账期，以换取更低的采购价格。



图表13：零食量贩业态存货、应收、应付周转率均优于传统零售业态

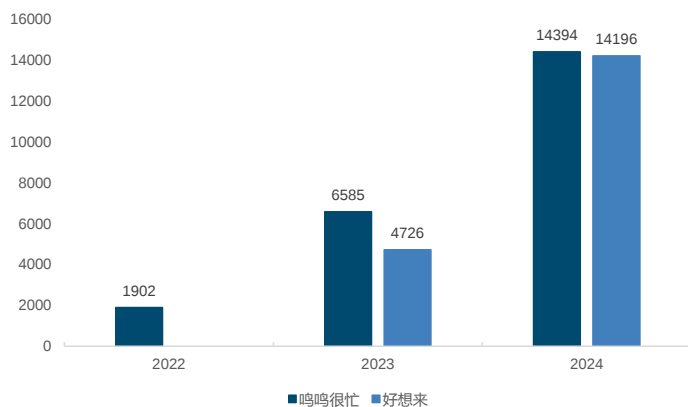


来源：Wind，国金证券研究所

1.4 如何看待后续发展机遇和空间？

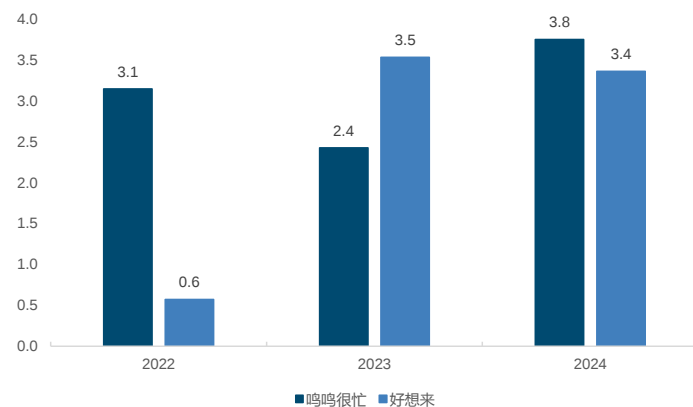
我们曾在《如何看待零食渠道的变革与机遇》、《盐津铺子：市场关心三问三答》中探讨过零食量贩门店未来的开店空间，随着 22-24 年龙头品牌开店数量验证，且单店收入基本稳健，投资回报期并未明显拉长，我们认为行业开店天花板预测值并未发生实质变化，我们仍看好行业门店数量实现 7-8 万家，同时伴随着龙头在供应链、品牌、门店运营等方面积累的优势，未来有望持续提升市占率。

图表14：零食量贩龙头 22-24 年门店数快速扩张（单位：家）



来源：鸣鸣很忙招股说明书，万辰集团公司公告，国金证券研究所

图表15：零食量贩龙头单店收入基本稳定（单位：百万元）



来源：鸣鸣很忙招股说明书，万辰集团公司公告，国金证券研究所（注：23 年鸣鸣很忙单店收入明显下降系并表赵一鸣）

与此同时，我们也看到传统商超正在积极进行门店模型调改，会员商超以及折扣商超业态正在逐步兴起，我们认为中长期来看多类业态仍将并存，但是根据城镇化进度及区域经济水平差异，将呈现不同业态主导不同区域的形式。

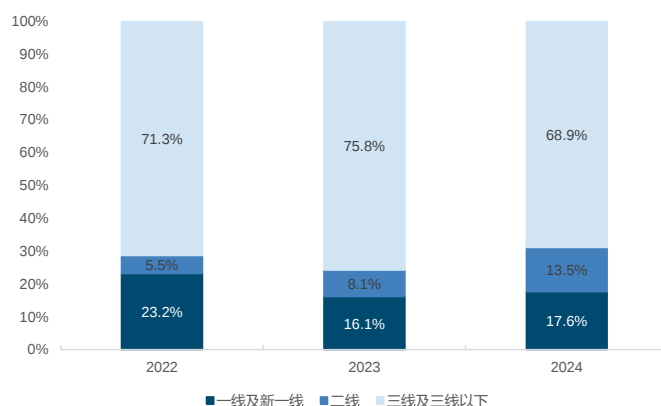
如下沉市场预计仍将以零食量贩业态主导，截至 24 年末，鸣鸣很忙共有 14394 家门店，覆盖国内 28 个省份，约 58% 的门店位于县城和乡镇。其中，一线&新一线/二线/三线及以下门店数量分别为 2530/1943/9921 家，占比 17.6%/13.5%/68.9%。我们预计零食量贩业态仍可在下沉市场凭借丰富的产品供给、鲜明的价格优势、区位优势站稳脚跟。且随着供应链、仓储物流、会员运营等环节日益完善，将形成有效壁垒阻隔其他业态进入。



图表16：永辉超市等业态逐步转型



图表17：鸣鸣很忙门店分布（%）



来源：永辉超市官网，国金证券研究所

来源：鸣鸣很忙招股说明书，国金证券研究所

1.5 板块观点更新

● 大众品

软饮料：逐步进入旺季，景气度拐点向上。本周统一发布一季度业绩，25Q1 实现业绩 6.0 亿元，同比+32%，预计系饮料业务表现亮眼，叠加成本端 pet 等原材料贡献。后续持续关注旺季催化&竞争格局改善，今年气温偏高且雨水较少，有利于需求改善。新品类仍处于成长初期，未来渗透率提升空间较大。另外包装水、无糖茶等行业经历 24 年激烈价格竞争阶段，小企业份额被削弱甚至出清，龙头企业对于价盘修复诉求较强，预计竞争得到缓和。持续推荐基本盘稳健+第二曲线高成长的个股东鹏饮料、农夫山泉，建议关注百润股份。

休闲零食：伴随着品类和渠道红利逐步释放，行业维持较高景气度。当前行业主要驱动力已从渠道转向品牌品类，建议关注健康类食材如魔芋、鹌鹑蛋、深海零食等品类放量。同时伴随着零食量贩扩店、商超调改修复、东南亚出海等新渠道红利释放，新品类有望加速触达和渗透终端。利润端关注产业链降本增效，如自产比例提升、向上游延申产业链或者收并购等。推荐盐津铺子、卫龙美味，建议关注甘源食品（出海有望加速）、劲仔食品（会员商超放量）。

调味品：餐饮需求依旧承压，景气度处于底部企稳阶段，龙头具备经营韧性。24 年板块收入端整体回暖，主要系居民端持续进行结构升级、行业库存逐步消化至正常区间、企业针对性的内部变革成效逐步显现，其中龙头海天在 25Q1 春节错期影响下业绩仍韧性增长。复调行业伴随着餐饮连锁化趋势延续，渗透率提高、成长性仍存。推荐逆势提升份额&持续变革求增长的龙头海天味业、糖蜜成本下行贡献业绩弹性的安琪酵母。建议关注产品、渠道调整后的颐海国际，小 B 仍有挖潜空间。

● 白酒板块

近期五一假期宴席小旺季平稳落地，场次回补情况相对不错，桌数情况及单桌饮酒量仍有小幅回落，酒企宴席政策内卷严重、抢曝光度/份额的诉求较强。月末端午假期白酒需求预计集中于亲朋聚饮&商务礼赠，聚饮预计需求仍会以平稳为主，商务礼赠考虑到当下实体商务氛围&各地常规巡视/八项规定指导预计仍会相对承压。整体而言，我们维持行业景气度仍处于下行趋缓阶段的判断，类似上一轮周期中 14 年下半年至 15 年，该时期行业景气度不再断崖式回落、尤其淡季动销绝对量占比相对较低，但需求侧仍缺乏足够强的拉力。

从机构持仓角度而言，25Q1 末主动权益基金白酒板块重仓持股占比约 7.3%，参考沪深 300 白酒板块权重约 7.7%，白酒板块目前对于主动权益基金而言属于小幅低配的状态，但低配幅度 25Q1 环比明显收窄。考虑产业层面已处于磨底阶段，白酒能受益于相对低估值具备防御性+潜在内需刺激预期，我们仍看好板块的配置意义、尤其是在市场风偏波动的时期。

配置方向建议：1）价稳&护城河夯实的高端酒贵州茅台、五粮液，品牌力、渠道力势能仍处于上行期的山西汾酒，受益于大众需求强韧性&乡镇消费提质升级趋势的稳健区域龙头。2）顺周期潜在催化的弹性标的（如泛全国化名酒泸州老窖、古井贡酒，以及弹性次高端），赔率仍可观、成长性前景较强。



二、行情回顾

本周（5.6-5.9）食品饮料（申万）指数收于 18020 点（+1.76%），沪深 300 指数收于 3846 点（+2.00%），上证综指收于 3342 点（+1.92%），深证综指收于 1971 点（+2.88%），创业板指收于 2012 点（+3.27%）。

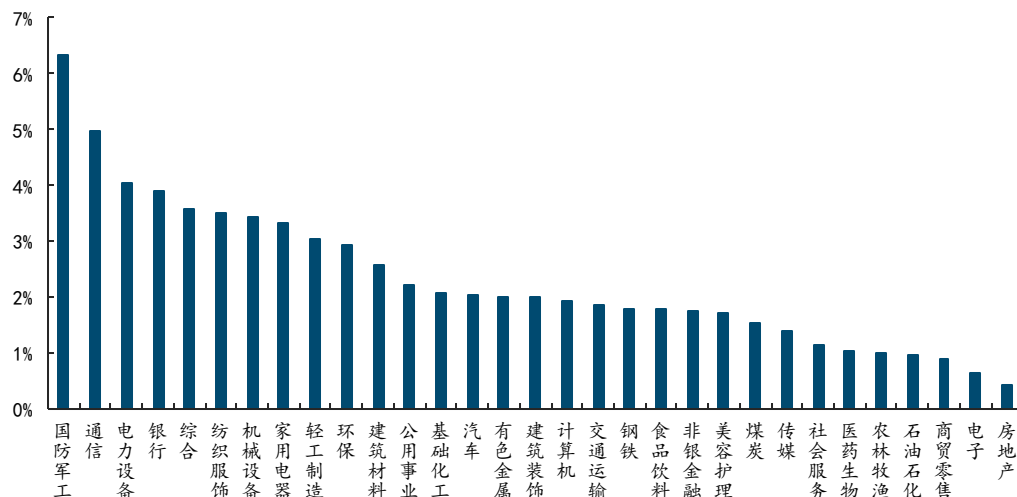
图表18：周度行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	25 年至今涨跌幅
申万食品饮料指数	18020	1.76%	0.34%
沪深 300	3846	2.00%	-2.26%
上证综指	3342	1.92%	-0.29%
深证综指	1971	2.88%	0.68%
创业板指	2012	3.27%	-6.06%

来源：Ifind，国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看，周度涨跌幅前三的国防军工（+6.33%）、通信（+4.96%）、电力设备（+4.02%）。

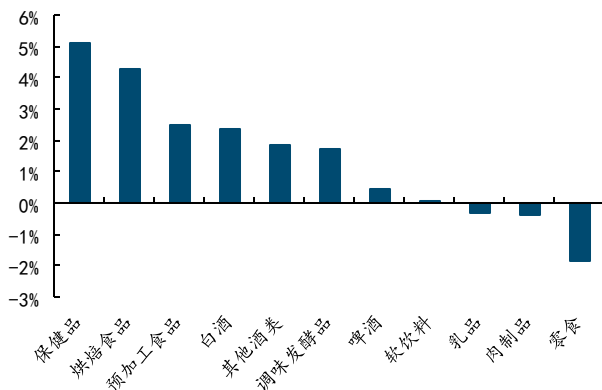
图表19：周度申万一级行业涨跌幅



来源：Ifind，国金证券研究所

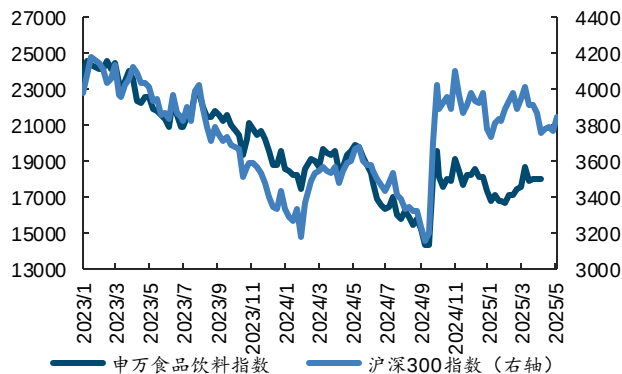
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为保健品（+5.09%）、烘焙食品（+4.25%）、预加工食品（+2.49%）。

图表20：周度食品饮料子板块涨跌幅



来源：Ifind，国金证券研究所

图表21：申万食品饮料指数行情



来源：Ifind，国金证券研究所

从个股表现来看，周度涨跌幅居前的为：ST 加加（+21.49%）、*ST 春天（+20.65%）、交



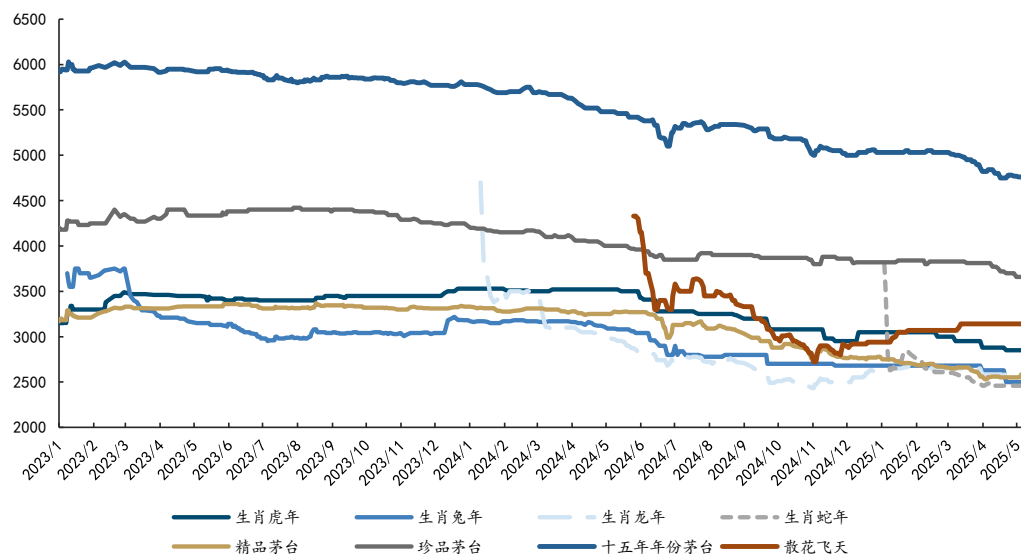
大昂立 (+15.18%)、*ST 兰黄 (+14.05%)、西麦食品 (+12.83%) 等。涨跌幅靠后的为：安记食品 (-15.99%)、万辰集团 (-7.13%)、甘源食品 (-5.31%)、光明肉业 (-3.21%)、好想你 (-1.95%) 等。

图22：周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10

涨跌幅前十名	涨幅 (%)	涨跌幅后十名	跌幅 (%)
ST 加加	21.49	安记食品	-15.99
*ST 春天	20.65	万辰集团	-7.13
交大昂立	15.18	甘源食品	-5.31
*ST 兰黄	14.05	光明肉业	-3.21
西麦食品	12.83	好想你	-1.95
麦趣尔	10.23	妙可蓝多	-1.92
欢乐家	9.27	龙大美食	-1.61
*ST 椰岛	8.46	东鹏饮料	-1.57
金达威	7.88	盐津铺子	-1.12
皇氏集团	7.84	莲花控股	-1.06

来源：Ifind，国金证券研究所（注：周涨跌幅不考虑新股上市首日涨跌幅）

图23：非标茅台及茅台 1935 批价走势（元/瓶）



来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据截至 25 年 5 月 10 日）

三、食品饮料行业数据更新

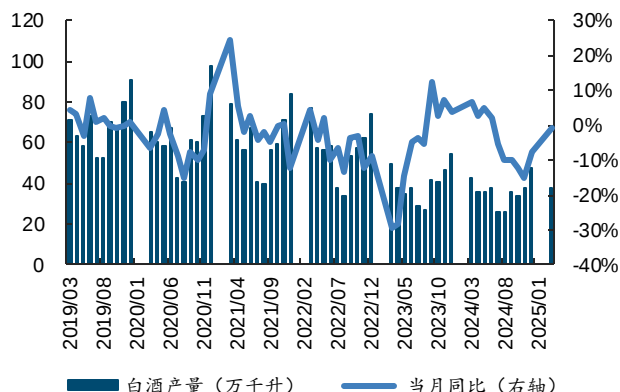
■ 白酒板块

2025 年 3 月，全国白酒产量 37.80 万千升，同比-0.80%。

据今日酒价，5 月 10 日，飞天茅台整箱批价 2175 元（环周+25 元），散瓶批价 2080 元（环周持平），普五批价 950 元（环周持平），高度国窖 1573 批价 860 元（环周持平）。



图表24：白酒月度产量（万千升）及同比（%）



图表25：高端酒批价走势（元/瓶）



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 3 月）

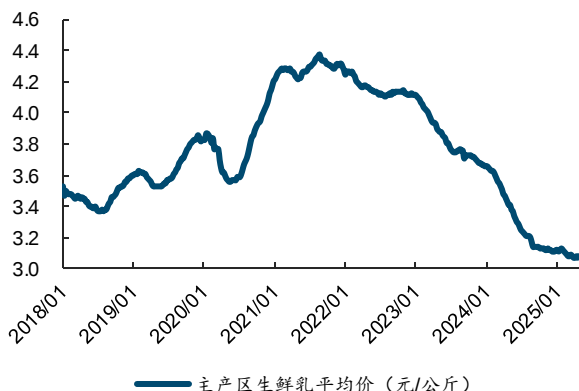
来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 5 月 10 日）

■ 乳制品板块

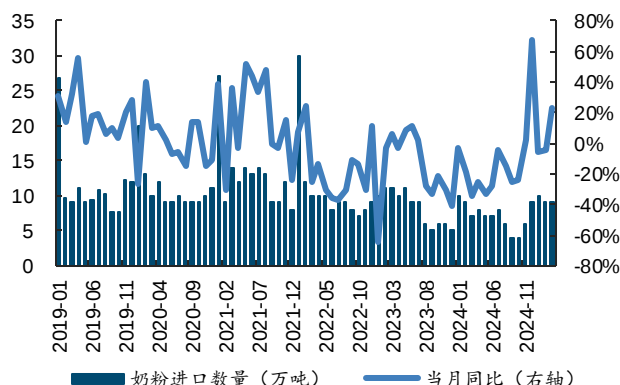
2025 年 5 月 2 日，我国生鲜乳主产区平均价为 3.08 元/公斤，同比-9.7%，环比+0.3%。

2025 年 1~3 月，我国累计进口奶粉 27.0 万吨，累计同比+2.4%；累计进口金额为 18.1 亿美元，累计同比+17.4%。其中，单 3 月进口奶粉 9.0 万吨，同比+22.9%；进口金额 6.6 亿元，同比+42.5%。

图表26：国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）



图表27：中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 5 月 2 日）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 3 月）

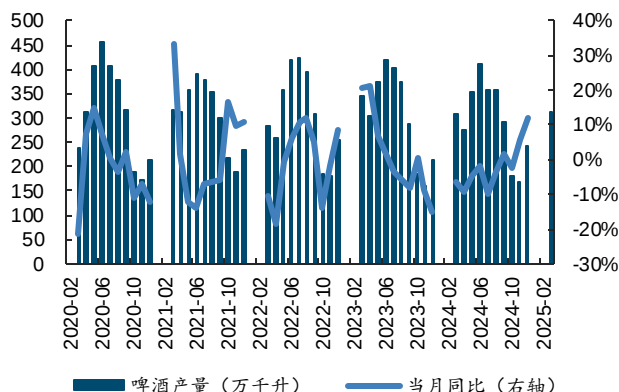
■ 啤酒板块

2025 年 3 月，我国啤酒产量为 312.80 万千升，同比+1.9%。

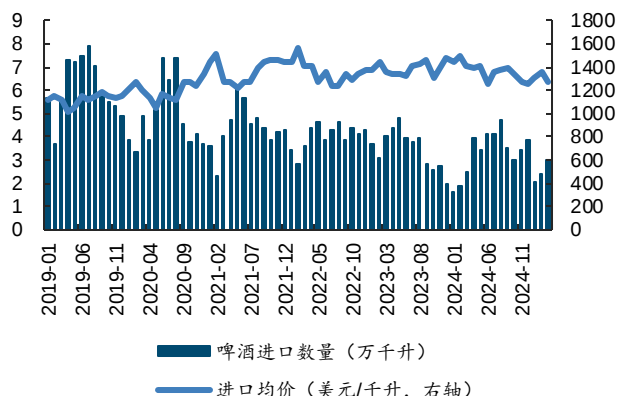
2025 年 1~3 月，我国累计进口啤酒数量为 7.44 万千升，同比+23.6%；进口金额 0.97 亿美元，同比+10.9%。其中，单 3 月进口数量 2.97 万千升，同比+18.8%；进口金额 0.38 亿美元，同比+6.0%。



图表28：啤酒月度产量（万千升）及同比（%）



图表29：啤酒进口数量（万千升）与均价（美元/千升）



来源：I find，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 3 月）

来源：I find，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 3 月）

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

■ 公司及行业要闻

据吕梁统计消息，一季度全市规模以上工业增加值同比增长 6.7%，全市 14 种主要工业产品“10 增 4 降”，增长面为 71.4%。其中，生铁、氧化铝产量分别增长 12.8%、16.8%，白酒下降 2.2%。（微酒）

据中国白酒网消息，2025 年第一季度江苏省规模以上企业白酒（折 65 度，商品量）产量 4.11 万千升，同比下降 8.4%；规模以上企业啤酒产量 44.27 万千升，同比下降 5.5%。（微酒）

今世缘召开 2024 年度业绩说明会提到，淡雅受国缘品牌向上势能带动，近三年持续实现了较高速增长，在江苏一些地区已经实现同档次销量领先。从目前表现来看，100-300 元价格带表现相对更好，其中百元价位增速更为明显。从消费来看，一定程度出现消费降档和降频现象，消费者对消费更为理性，趋向于选择成熟大单品，议价能力也有所增强。（酒业家）

青岛啤酒发布《青岛啤酒股份有限公司关于收购山东即墨黄酒厂有限公司 100%股权的公告》，宣布以 6.65 亿元正式收购山东即墨黄酒厂有限公司 100%股权，剑指非啤酒业务战略布局。本次股权收购交易完成交割后，即墨黄酒成为青岛啤酒的全资子公司，纳入公司合并报表范围。（酒业家）

■ 近期上市公司重要事项

图表30：近期上市公司重要事项

日期	公司	事项
5 月 12 日	盖世食品	2024 年年度股东大会
5 月 12 日	恒顺醋业	2024 年年度股东大会
5 月 13 日	维维股份	2025 年第一次临时股东大会
5 月 15 日	天润乳业	2024 年年度股东大会
5 月 15 日	海融科技	2024 年年度股东大会
5 月 15 日	朱老六	2024 年年度股东大会
5 月 15 日	安琪酵母	2025 年第二次临时股东大会
5 月 15 日	劲仔食品	2025 年第二次临时股东大会
5 月 15 日	万辰集团	2025 年第一次临时股东大会
5 月 15 日	金达威	2025 年第一次临时股东大会
5 月 16 日	品渥食品	2024 年年度股东大会
5 月 16 日	古越龙山	2024 年年度股东大会



日期	公司	事项
5月16日	安记食品	2024年年度股东大会
5月16日	养元饮品	2024年年度股东大会
5月16日	香飘飘	2024年年度股东大会
5月16日	佳禾食品	2024年年度股东大会
5月19日	贵州茅台	2024年年度股东大会
5月19日	宝立食品	2024年年度股东大会
5月19日	龙大美食	2024年年度股东大会
5月19日	日辰股份	2024年年度股东大会
5月19日	李子园	2024年年度股东大会
5月19日	威龙股份	2024年年度股东大会
5月19日	春雪食品	2024年年度股东大会
5月20日	青岛啤酒	2024年年度股东大会
5月20日	西部牧业	2024年年度股东大会
5月20日	老白干酒	2024年年度股东大会
5月20日	口子窖	2024年年度股东大会
5月20日	良品铺子	2024年年度股东大会
5月20日	味知香	2024年年度股东大会
5月20日	交大昂立	2024年年度股东大会
5月20日	伊利股份	2024年年度股东大会
5月20日	海南椰岛	2024年年度股东大会
5月21日	安井食品	2024年年度股东大会
5月21日	今世缘	2024年年度股东大会
5月21日	皇氏集团	2024年年度股东大会
5月22日	来伊份	2024年年度股东大会
5月22日	莲花控股	2024年年度股东大会
5月23日	岩石股份	2024年年度股东大会
5月23日	一鸣食品	2024年年度股东大会
5月23日	均瑶健康	2024年年度股东大会
5月26日	立高食品	2024年年度股东大会
5月28日	迎驾贡酒	2024年年度股东大会
5月29日	骑士乳业	2024年年度股东大会
5月29日	金种子酒	2024年年度股东大会
5月29日	重庆啤酒	2024年年度股东大会
5月29日	山西汾酒	2024年年度股东大会
5月29日	古井贡酒	2024年年度股东大会
6月6日	百合股份	2024年年度股东大会
6月19日	天佑德酒	2024年年度股东大会

来源：Ifind，国金证券研究所

五、风险提示

- 宏观经济恢复不及预期——经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏；
- 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策；



- 食品安全问题风险——食品安全问题会对所处行业声誉等造成影响。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究