

拐点显现、板块次第筑底、积极布局

食品饮料2026年投资策略

行业评级

强于大市|维持

蔡雪昱/杨逸文/张子健

中邮证券研究所 食品饮料团队

中邮证券

发布时间：2025-11-28

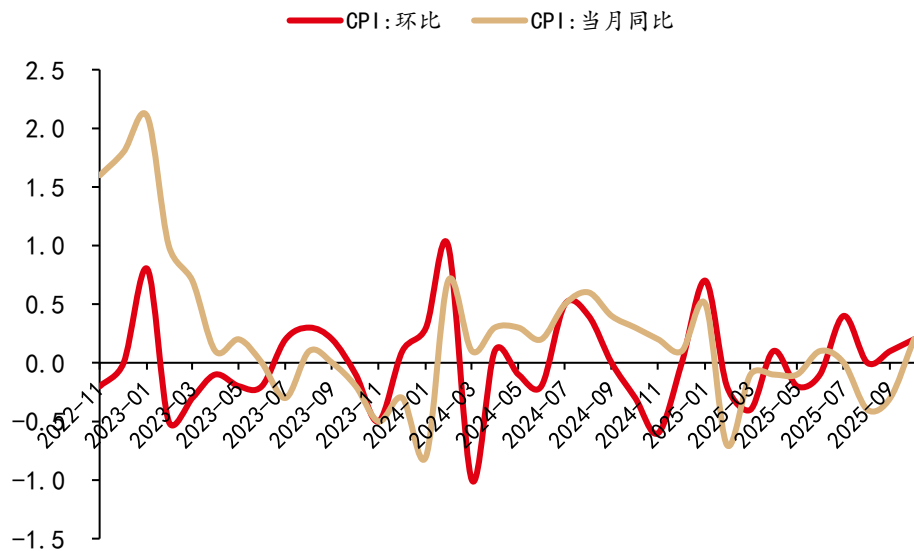
目录

- 一 | **CPI/餐饮（社零）改善，消费有望逐渐回暖**
 - 二 | **速冻/餐供行业竞争趋缓现拐点，聚焦产品与渠道突破**
 - 三 | **休闲零食需求弱复苏下行业分化与战略调整初见成效，量贩零食渠道仍长虹**
 - 四 | **奢侈品消费企稳复苏，关注高端消费标的圣贝拉**
 - 五 | **白酒压力加速释放、预计明年逐季改善，龙头进入价值区间**
 - 六 | **银发经济蕴藏巨大潜力，功能食品需求增长**
 - 七 | **原奶周期有望迎来拐点，深加工国产替代空间广阔**
 - 八 | **创新引领、情绪消费，持续看好宠物经济、茶饮咖啡**
- 风险提示**

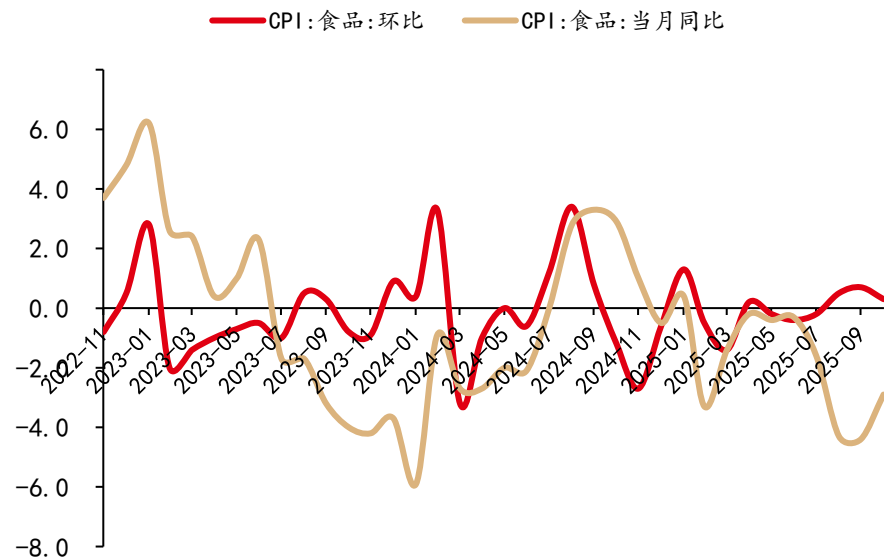
一、10月CPI略高于预期，改善趋势有望延续至明年上半年

- 10月通胀数据延续好转，幅度略高于预期，CPI同比0.2%，环比0.2%。其中10月CPI食品环比0.3%，同比-2.9%（前值-4.4%）。
- 24年11月-25年6月，CPI同比数据分别为-0.6%、0%、0.7%、-0.2%、-0.4%、0.1%、-0.2%、-0.1%，其中CPI食品同比数据分别为1%、-0.5%、0.4%、-3.3%、-1.4%、-0.2%、-0.4%、-0.3%，整体呈现低基数。我们预计CPI的回升趋势有望一直延续到明年上半年。

图表1：CPI（单位%）



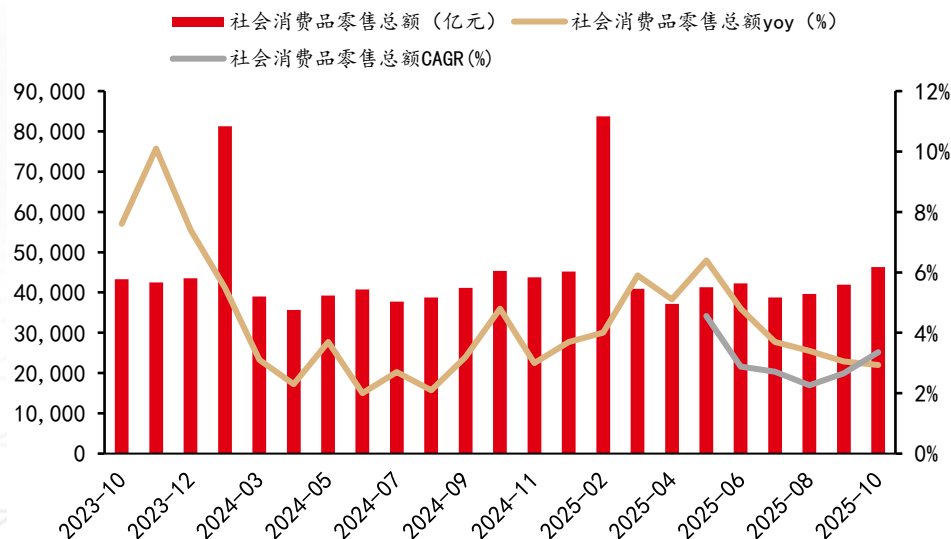
图表2：CPI：食品（单位%）



一、社零整体继续降速，餐饮及必选消费增速环比改善

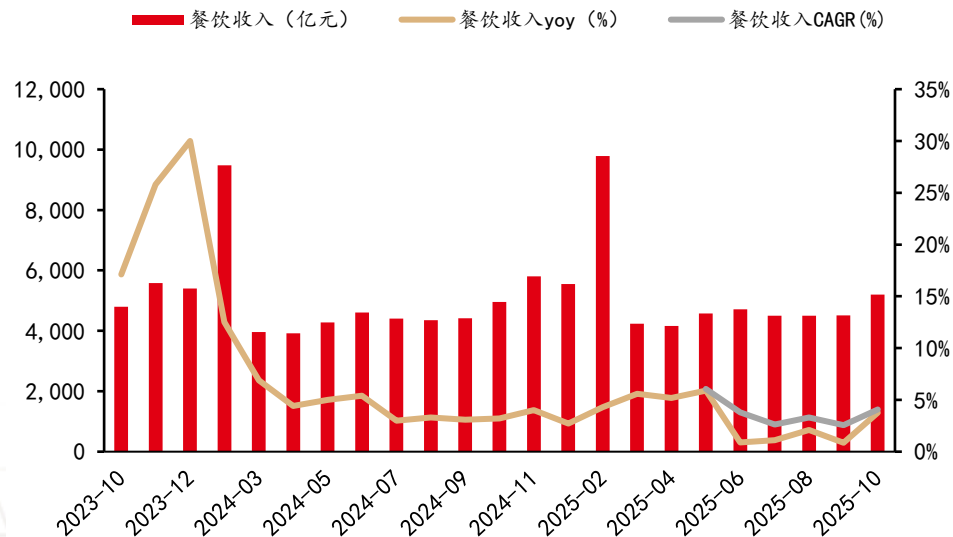
- 2025年10月社会消费品零售总额46291亿元，同比增长2.93%。1-10月份，社会消费品零售总额412169亿元，同比增长4.3%。
 餐饮消费：10月单月餐饮收入5199亿元，同比增长3.8%；1-10月累计餐饮收入46188亿元，增长3.3%。粮油食品：10月单月2068亿元，同比9.1%，1-10月累计19727亿元，同比10.3%。饮料类：10月单月282亿元，同比7.1%，1-10月累计2774亿元，同比0.8%。烟酒类：10月单月511亿元，同比4.1%，1-10月累计5301亿元，同比4.0%。
- 受国庆中秋双节带动，餐饮及粮油食品、饮料等必选消费增速环比大幅改善。

图表3：社会消费品零售总额



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表4：餐饮收入



二、速冻/餐供行业竞争趋缓现拐点，聚焦产品与渠道突破

- 行业正走出价格战泥潭，企业竞争重心全面转向产品创新与渠道精耕，以迎合消费趋势变化
- 行业竞争态势出现拐点，价格战不再边际恶化，竞争转向理性与价值。速冻公司均观察到行业价格战已至相对高点，安井在近期经销商大会首提“降价失灵”，传统大单品降价难以带动销量增长；千味央厨强调低价策略不可持续，三全同样认为竞争环境可能不会再恶化、行业进入洗牌阶段。竞争重心转移，从“以价换量”转向产品力、渠道力、服务力的比拼，企业更注重品质稳定、产品创新与终端服务，行业进入“硬实力洗牌期”。安井提出从“降本增效”转向“提质增效”，把控宣传和促销人员费用，Q3销售和管理费用率下降0.83pcts；千味主动收缩用于价格竞争费用及进行渠道梳理和调整，Q3销售费用率下滑0.17pcts，并引导经销商服务终端；三全通过“总对总”直营管理提升服务效率，Q3销售费用率下降1.64pcts。竞争核心已从份额抢夺，转向运营质量与盈利能力的提升。
- 渠道角度来看，传统渠道企稳，定制化渠道快速发展、终端服务能力着重体现。传统渠道承压但企稳，今年以来安井、千味、三全的经销渠道均出现下滑或增长乏力，但三季度均呈现修复态势，安井、千味经销渠道降幅均较上半年收窄至小个位数，三全实现个位数增长。
- 产品思路聚焦大单品、结构优化、品类跨界。1) 高毛利大单品是核心抓手。安井的锁鲜装（增长与毛利率韧性十足）、烤肠系列（从b端到c端、盈利改善）；三全高端水饺“山河湖海田好饺”系列（目标是通过高端产品矩阵树立“中国好饺子”品牌认知）；千味油条+产品延伸、烘焙类。2) 品类跨界与延伸。安井通过并购鼎味泰切入冷冻烘焙；千味烘焙类产品进入盒马烘焙、奈雪、奥乐奇、沃尔玛等直营客户渠道；三全开始测试商超烘焙区产品。另外肉制品（烤肠、丸类）成为安井、三全的重点拓展品类。
- 精准控费、效率提升、长期看利润率改善。销售费用将不再盲目投入市场竞争，随着价格战趋于理性化，头部企业费用投向更聚焦，向高潜力渠道（新零售、特通）、新品推广、终端服务倾斜，减少流通批发等无效投入。组织考核更精准。
- 展望明年：改善与修复是主线。随着价格战影响减弱，企业费用投放将更趋理性，投向更聚焦于高潜力渠道和新品推广。叠加产品结构优化带来的毛利率修复，预计板块盈利能力有望稳步回升。推荐安井食品、千味央厨，前者龙头地位稳固，多渠道驱动增长；后者结构改善明确，新零售与大客户双轮驱动。

2.1 安井食品：传统品/渠道改善企稳、新品新渠道大步开拓

图表5：安井食品单季度品类增速表现

产品（亿元）	25Q1	25Q2	25Q3	产品
菜肴制品	8.36	15.8	12.27	龙虾尾、蛋饺、清水虾、调味虾、小酥肉、虾滑
YOY	-12.46%	26.10%	8.68%	
速冻调制食品	20.09	17.5	19.06	火山石烤肠、鱼子福袋、撒尿肉丸、锁鲜装
YOY	-2.38%	-1.41%	6.36%	
速冻面米制品	6.58	5.83	4.84	烧卖、手抓饼、发糕、蒸煎饺
YOY	3.13%	-10.72%	-9.19%	
农副产品	0.94	0.87	1.1	
YOY	-4.08%	-5.43%	41.03%	
烘焙食品（鼎味泰并表）			0.32	

图表6：安井食品单季度渠道增速表现

渠道（亿元）	25Q1	25Q2	25Q3	表现
经销	29.09	31.34	29.605	前五大客户营收均增长
YOY	-3.94%	1.61%	-0.59%	
特通	2.27	3.28	3.17	咖啡连锁品牌、卤味连锁、连锁餐饮品牌、酒店
YOY	-6.50%	19.27%	68.62%	
商超	2.72	1.51	2.2	与沃尔玛、大润发、胖东来、永辉、山姆等商超渠道合作/开发定制化产品
YOY	-6.46%	7.09%	28.65%	
新零售（及电商25H1起）	0.89	3.92	2.696	盒马、京东自营、小象超市均快速增长
YOY	-0.67%	35.77%	37.55%	

资料来源：iFind，中邮证券研究所

- **核心单品表现突出、开发高毛利新品提质增效：**前三季度火山石烤肠（B端）高速增长，并推出C端“肉多多烤肠”（高毛利产品），推动烤肠系列扭亏为盈。传统爆品小酥肉、虾滑增长仍然保持稳健增长。高端系列锁鲜装大基数下仍保持稳健增长，体现其穿越周期的产品力。
- 2) **传统经销渠道改善、提升C端定制渠道开发：**三季度经销商降速明显放缓，四季度有望扭转下降趋势，通过新品、新推广手段赋能经销商。而商超定制、新零售、特通渠道持续发力，众多头部客户陆续突破，提升公司C端品牌形象。
- 3) **打造冷冻烘焙第三曲线：**鼎味泰于7月并表，后续计划在连云港建设年产值2-3亿的烘焙车间，厦门工厂10月底投产山姆定制产品，未来通过自建+外延并购扩张产能。
- **近期在高端会员制商超山姆上新的黑虎虾滑球，是其产品升级和大B渠道定制化发展的重要标志。**近期全国入冬、进入传统火锅消费旺季，公司10月以来实现收入较好增长，这款新品有望借助旺季和特定渠道，为公司增长注入新动力，是公司“全面拥抱商超定制化”策略的具体落地，能更精准地触达目标消费人群。

2.2千味央厨：直营企稳回升，经销显著改善，盈利拐点向上

图表7：千味央厨单季度品类增速表现

产品	策略
主食	油条夹结构改善，蒸饺品类持续提升市场占有率和规模。
烘焙甜品	通过与大客户深度合作，从密集上新过渡到打造大单品，释放采购和生产资源，提高产品效率，从而提升毛利空间和利润贡献。
小食	四季度将推出基于芝麻球、地瓜丸升级的新品，在外观造型、馅料上有新呈现，将在直营客户和经销渠道推出。
冷冻调理	通过持续增长放量，绑定原料端和工艺端更适合公司要求的渠道，逐步优化

图表8：千味央厨单季度渠道增速表现

渠道	25Q3趋势	策略
直营	较好增长	海底捞、盒马、沃尔玛及其他火锅类、中餐客户（老母鸡）表现稳定或增长。华莱士、百胜因处于提案确认产品的空档期，预计四季度（为春节选品确认）将有产品上新。引导经销商以服务终端为主，稳定核心二批，积极直营终端。
经销	降幅收窄	利润端拐点预期：经销渠道利润改善主要来自产品结构调整和客户结构调整（资源投入有效增长渠道，减少恶性价格竞争投入）

■ 大B增长向好；小B下滑收缩、经销渠道盈利拐点向上。大B直营我们预计三季度实现双位数增长，其中海底捞、盒马、沃尔玛及火锅类客户有稳定增长，其烘焙类产品进入盒马烘焙、奈雪、奥乐奇、沃尔玛等直营客户渠道，华莱士、百胜单季度因新品提案空档期受影响，Q4将会陆续上新。小B端单Q3预计下滑幅度显著收窄，公司前期经销渠道策略已有成效：1) 对经销商进行引导服务终端，稳定核心二批。2) 客户结构调整，减少对体量不大、以流通性批发为主客户的资源投入；新增以直接服务终端渠道（团餐、商超熟食、线上供应链平台、经销商自营线上等）为主的客户。在公司资源投入结构性调整后、经销渠道盈利能力显著改善；预计在Q4持续拉动公司利润表现向好。

■ 展望Q4：预期收入端和利润端均环比三季度继续向好、净利率同环比均有提升。2026年将延续2025年下半年的趋势，费用投放政策若有效将延续且保持稳定（收缩恶性价格竞争和无效流通批发费用投入，投向终端服务），并通过提升人效和供应链端内部效率挖潜带来盈利空间。同时，公司计划于2026年年中落地东南亚工厂，主要辐射东南亚市场（可能欧洲），承接东南亚大单品，以核心产品和大单品为主，依托清真认证拓展当地B端大客户和零售渠道，进一步打开海外市场空间。

2.3 千禾味业：健康酱油龙头，经营有望迎来改善

- 3月份舆情事件逐渐降温，同时新规《GB7718-2025食品安全国家标准预包装食品标签通则》发布，禁止企业使用“零添加”标识，酱油企业转向“配料干净”“清洁标签”等宣传方式，行业标准定义更加清晰，逐步规范化，在消费者健康化需求推动下配料干净酱油市场仍有望实现较快增长。公司紧跟健康饮食趋势，持续强化产品研发，推出多款高端高品质产品，如千禾松茸生抽、千禾松露生抽、千禾有机生抽、千禾醇香醋、千禾挤挤瓶蚝油、千禾零添加减盐酱油等，满足消费者对健康、美味、营养的需求，产品矩阵更加丰富完善。
- 线下渠道，公司在巩固现有市场网络优势的基础上，不畏压力加速向核心区域渗透，按计划达成新网点开发目标，提升单点产出效益，山姆/盒马等新型商超崛起也有望贡献增量。线上渠道，公司积极突破传统电商局限，主动布局内容电商与社交营销阵地，加强达人合作与内容创新。

图表9：新规后禁止使用“零添加”

4.4 配料强调与定量标示

4.4.1 在食品标签上特别强调添加或含有一种或多种配料或成分，应采用在配料表中明示或附加文字说明的形式标示该配料或成分的添加量或在成品中的含量，标示形式见 A.5。

4.4.1.1 食品中的配料或成分若在食品名称中提及，应标示其相关配料或成分的添加量或在成品中的含量。

4.4.1.2 食品标签上用于说明口味、风味、配料来源、食用方法或用途等的图案不属于特别强调。仅使用食品用香精、香料调配出某种配料或食物风味的，仅可使用相关配料或食物真实照片以外的图案，且应在图案临近位置醒目标示“图案仅供口味参考”等字样。

4.4.2 在食品的标签上特别强调一种或多种配料或成分的含量较低或无时，应标示所强调配料或成分在成品中的含量。

4.4.2.1 使用“无”“不含”等词汇时，其相应配料或成分含量应为“0”，其他法律、法规或国家标准、行业标准、地方标准中另有规定的应从其规定。食品添加剂、污染物，以及法律、法规和标准中规定的不允许添加到食品中或不应存在于食品中的物质，不得使用“无”“不含”等词汇及其同义语进行声称。含量声称同义语见 A.5。

4.4.2.2 不得使用“不添加”“不使用”及其同义语等词汇；其他法律、法规或食品安全国家标准中另有规定的应从其规定。“不添加”相关同义语见 A.5。

2.4百胜中国：开店积极&同店增长预期，OP margin持续提升

- **门店规模：**目标从2024年的基础上，于2026年达2万家，2028年超2.5万家，2030年突破3万家。肯德基目标在2028年门店1.7万+家，实现经营利润突破100亿人民币；必胜客目标在2028年门店总数超6000家，并在2029年实现经营利润较2024年翻番，即“五年再造一个必胜客”，每年经营利润复合增速在15%。
- **肯悦咖啡**目前超过1800家门店，采用现萃制作；气泡咖啡、焦糖厚蛋挞大单品形成；目标2029年前成长为5000家以上门店的品牌，将探索供应链模型和加盟化方式。**K PRO**切入健康轻食赛道，今年超预期开店，目标成长为千店规模。
- **面对不同层级市场，通过高度精准的店型与价格带组合，驱动新一轮的渗透与加密。**在高线城市，策略核心在于“加密与提效”，通过必胜客WOW、微型店等小型化、外卖侧重的店型，以投资额下降近50%的轻型模型进一步深耕市场，并以肯德基“三合一”综合店（集成KCOFFEE、KPRO）模式最大化单点产能与客群覆盖。价格带上，则通过推出19元档位的必胜客WOW套餐、肯德基高性价比产品，向下延伸以触达更广泛的性价比人群与一人食场景。在低线城市，核心转为开拓与覆盖度提升，依托投资仅50-70万元的肯德基“小镇店”及必胜客WOW、双品牌“双子星”模型，系统性进入庞大的空白市场；价格带直接锚定当地消费力，主打30元左右的客单价，以“天天低价”的价值主张迅速建立竞争优势，实现快速扩张。
- **多品牌协同效应显著，资源整合深化规模优势。**公司通过品牌组合与模式创新，实现了资源的高效复用与市场的精准覆盖。肯德基作为基石品牌，依托超过12000家门店的网络，为肯悦咖啡与K PRO提供现成的场地资源与会员流量，形成“肩并肩”开店模式，显著降低了新业务拓展的边际成本。其中天安店改造为“三合一”综合店后，店效获得提升，验证了多品牌集成运营的可行性。同时，必胜客通过推出WOW模式快速渗透低线城市及特定商圈，与肯德基已有的市场布局形成互补，共同抢占未被覆盖的城市机会点。
- **股东回报：**承诺自2027年起，将约100%的自由现金流回馈股东，并指引2026-2028年每股自由现金流实现双位数复合增长。

2.5早餐连锁 巴比食品新店型已验证，战略规划清晰

- 巴比食品同店改善（外卖补贴、新店型驱动）+ 外延扩张（新店开设与区域并购）+ 团餐业务，成长路径清晰。
- 门店模型升级：积极探索“手工小笼包堂食店”等专门店模式，通过增加堂食面积和特色现制产品，通过高品质出餐产品和大众消费价格带打造品牌质价比。门店改造：在愿意配合的加盟商中优中选优，基于现有门店进行改造，或在门店周边有位置时扩大店铺；小笼包堂食店有多种店型测试，有35平方带座位的小店型及纯外卖模式店型、或更大面积堂食门店。产品升级换代：新店型在传统包点的基础上，引入了手工小笼包、手工牛肉煎包、肉酱拌面、现磨五谷杂粮等更具餐桌属性的新品，重点新品老面小笼包消费者反馈积极，通过分时菜单（早餐菜单和午晚餐菜单）做全时段生意。目前公司全力推进小笼包堂食新模式门店落地，已在上海、江苏、浙江区域打造了七家标杆门店，并计划以点带面加速新模式门店扩张。小笼包外带属性强，多数门店引入后营业额显著增长。
- 单店水平：单店回正趋势向上，同店经营逐步改善。公司持续推进门店升级改造、外卖运营赋能、强化营销及加强培训扶持等举措，单店收入回升向好态势持续巩固，9月外卖补贴效应边际减弱后我们预计同店仍预期良好。
- 早餐连锁品牌集中度提升：早餐行业需求并未好转，巴比凭借自身供应链、产品、品牌优势逆势成长，在普遍面临较大经营压力的早餐门店（夫妻老婆经营为主）中独树一帜，未来在品牌收购、门头翻牌中更具优势，品牌市占率将持续提升。
- 团餐业务：今年以来保持双位数稳健增长，始终是公司战略重点业务之一，公司将持续聚焦产品体系优化，分渠道布局深耕，随着下游客户需求的稳步回升，团餐业务将有更好发展。

2.5早餐连锁 巴比食品新店型已验证，战略规划清晰

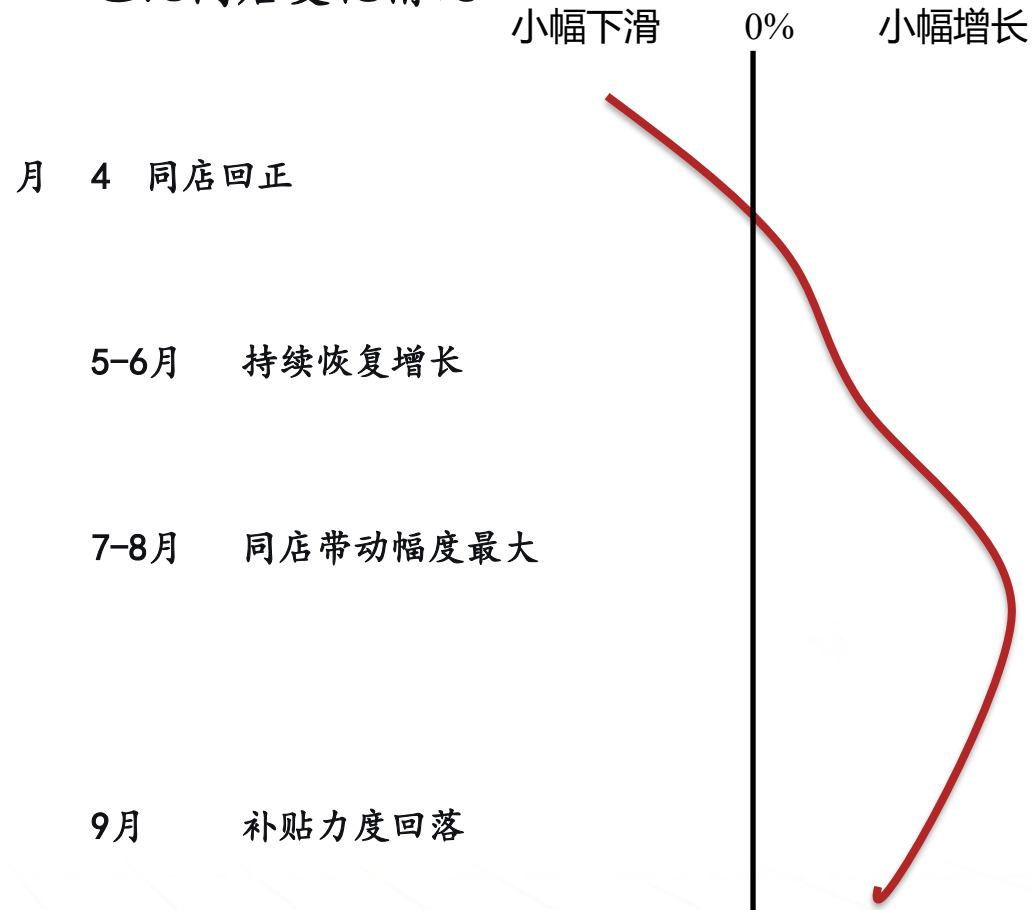
•外卖大战开始及白热化（2月 - 7月）

- 2月：京东以“0佣金+百亿补贴”高调入场，点燃战火。
- 3月-4月：美团被动迎战，跟进补贴。淘宝闪购（整合饿了么）投入500亿补贴加入战场，补贴力度陡增。
- 5月：市场监管总局等五部门进行首次约谈，要求停止“二选一”、低价倾销等行为。平台补贴力度短暂受挫，但随后以“促销活动”等名义变相延续。
- 7月：补贴大战达到白热化，平台推出“0元购”等极端优惠，补贴力度升至全年顶峰。美团日订单峰值突破1亿。

•监管强力介入与转向（7月 - 10月及以后）

- 7月18日：市场监管总局二次约谈平台，直接叫停“0元购”，并明确划定“禁止低于成本价倾销”的红线，为新规铺路。
- 8月：平台补贴力度开始显著回落。各平台策略转向，例如美团启动中小商户发展扶持计划，发放“助力金”重点支持优质商户，从单纯补贴用户转向扶持商家和生态建设。
- 10月：《反不正当竞争法》修订案正式生效，明确禁止平台将超70%的补贴成本转嫁给商家。这标志着无节制“烧钱”模式的终结，行业进入监管下的理性竞争阶段，整体补贴力度维持在较低水平。

巴比同店变化情况



三、休闲零食：需求弱复苏下行业分化与战略调整初见成效，量贩零食业态仍长虹

- 零食板块增长分化，品牌类企业和渠道类企业的核心驱动力各不相同
- 消费环境整体疲软，零食企业在前三季度经历了从盲目寻找突破口、进行粗放市场投入，到逐步清晰战略方向、进行精准调整的过程。1) 较早确立清晰战略的公司表现稳健：例如盐津铺子，凭借魔芋大单品“大魔王”的精准卡位和全渠道运营，持续获得超额增长；有友食品在其核心的凤爪品类上深耕、切入山姆及量贩渠道，获得了新渠道红利，同时Q3公司在传统渠道迅速调整SKU及经销商，推动其传统渠道在旺季有亮眼增长。2) 战略调整初见成效的公司迎来改善拐点：劲仔食品通过回归聚焦鱼制品核心、发力零食渠道大包装，Q3收入实现回正；甘源食品凭借翡翠豆等新品在零食量贩渠道的放量，带动单季度营收增长；洽洽食品在传统瓜子承压背景下，通过“全坚果”礼盒及风味新品寻求突破，三季度坚果业务实现双位数增长。多数企业传统流通渠道有筑底企稳之态，有友食品在传统渠道主动推新、调整经销商结构、加强终端店面的产品陈列带动单点售力提升，预计三季度实现较好增长，劲仔通过小鱼单品在传统渠道实现增长。
- 零食量贩渠道仍是增长主引擎，下游开店动力强劲、利润率超预期提升。渠道终端的高增长印证了渠道红利仍在持续，作为零食量贩渠道的头部运营商之一，万辰集团三季度开店提速、同时利润率创新高，下游持续的开店速度为上游品牌商提供了广阔的铺货空间，是推动甘源、盐津、劲仔等制造型零食企业放量和收入增长的关键外力。
- 会员店与即时零售成为高势能增量渠道。山姆渠道仍是重要渠道突破口，盐津铺子上新唐心鹤鹑蛋、洽洽上新琥珀核桃仁、甘源冻干果仁，以及有友食品今年以来持续在山姆渠道进行新品推出，首款爆品脱骨鸭掌月销稳定。即时零售（小象超市、京东到家等）被广泛布局，虽当前体量不大，但被视为品牌渗透与渠道互补的重要一环。
- 产品思路以大单品驱动与品类创新为主旋律。1) 魔芋品类成为现象级赛道，盐津引领行业爆发。盐津的“大魔王”麻酱素毛肚已成为公司增长引擎，凭借先发口味优势与全渠道铺设高速增长，推动公司以往最薄弱的定量流通渠道快速发展、补齐短板。除卫龙、盐津外，劲仔、洽洽也纷纷切入魔芋赛道，推出金汤爆肚等产品。2) 核心大单品持续迭代，仍是增长压舱石。劲仔的小鱼干通过资源聚焦预计实现双位数增长；洽洽的“全坚果”系列礼盒在中秋期间表现亮眼；甘源的“老三样”基本盘稳固，翡翠豆、蚕豆新品成功接力。

三、休闲零食：需求弱复苏下行业分化与战略调整初见成效，量贩零食业态仍长虹

- 零食板块增长分化，品牌类企业和渠道类企业的核心驱动力各不相同
- 魔芋品类空间展望：魔芋“低热量、高膳食纤维”的健康属性精准契合了当代消费者对健康零食的追求，引发魔芋零食大爆发，除了传统的辣味，新口味的成功破圈为行业增长提供了强劲动力。例如，麻酱口味作为北方风味代表，自推出以来增速迅猛。国家统计局数据显示，2025年我国魔芋产业的市场规模将突破300亿元，其中魔芋零食市场约为百亿规模，预计在市场不断扩容下，魔芋零食市场有望有2-3倍成长空间。
- 费用投入精准化投放与效率提升，行业虽共同面临成本压力，但利润率表现均有不同程度改善。产品结构优化对冲成本压力，毛利率环比改善成为共性趋势，尽管部分原材料（如棕榈油、坚果、魔芋）成本仍处高位，但多数公司通过成功推广高毛利新品实现了毛利率的环比修复。甘源食品Q3综合毛利率同比提升0.35个百分点，环比大幅提升4.36个百分点，主因毛利率更高的蚕豆和翡翠豆产品销售增长；盐津铺子毛利率同比转正，核心驱动力在于高毛利的魔芋、深海零食等产品收入占比显著提升，同时主动梳理了低效SKU。费用管控见效与规模效应释放，盈利能力触底回升。在毛利率改善的同时，企业主动优化费用投放并享受收入规模回升带来的杠杆效应，共同推动了净利率的拐点。盐津铺子通过梳理低效产品及节约相关销售费用，实现了毛利率与净利率的同步提升。劲仔食品在Q3销售体量提升后，费用规模效应显现，净利率降幅逐渐收窄。甘源食品Q3净利率环比提升近9个百分点，且明确25年是费用集中投放期，明年起费用率高企问题将得到缓解，逐渐回到合理利润水平。
- 展望明年：1) 品牌类企业：增长抓手在于品类创新与渠道深耕。盐津铺子：核心在于享受魔芋品类的爆发红利，并通过渠道下沉持续放量。有友食品：凤爪类基本盘随推新增长，山姆、量贩渠道高增长。卫龙：辣条预期平稳，魔芋在行业性推动下仍有增长空间。2) 渠道类企业：核心在于规模效应与运营效率。继续看好万辰集团其核心逻辑在于下游零食量贩渠道的单店企稳，以及随着规模扩大，运营效率提升带来的利润率提升。3) 看改善：劲仔食品（回归小鱼、魔芋发力、利润率改善）、甘源食品（传统流通、海外潜在改善预期，利润率看提升）。

3.1万辰集团：同店逐季改善，明年维持积极开店

- **同店表现：**今年以来同店数据逐季改善，我们预计Q4同店降幅进一步收窄，得益于客流量持续提升，老店保持平稳。当前开店节奏由公司主动控制，若不计首期进货成本，加盟商回本周期约为两年。今年开店补贴力度减少，行业两强格局稳定。
- **品类拓展（零食+N模式）：**新开店逐渐更名为好想来“零食乐园”，加品类方向清晰：高线城市测试潮玩IP、短保、冷冻冷藏食品等品类；低线城市根据当地需求增加米面粮油等品类。以产品思维打造自有品牌，注重极致差异化或极致性价比，目前聚焦矿泉水、无糖茶等大单品，短期不设自有品牌占比目标。
- **供应链角度**通过大规模订单量提升上游生产效率、或于成本低位统一下单，而非单纯压低供应商价格，**实现与上游的共赢。**
- **2026年预期展望：**明年开店节奏相较今年将略提速（若25Q4开店超预期则26年预期新开店数持平）。毛利提升并非通过强制增加自有品占比实现，而是通过货架优化、供应商定制、自有品等多种方式灵活调整。市场费用、供应链搭建导致费用支出刚性，公司持续通过精准投放、数字化精进优化费用率。

3.2盐津铺子：魔芋品类持续看增长，费用管控成效显著

- **收入端稳增长、魔芋等核心品类增长迅猛。**魔芋：今年以来实现同比高速增长，是Q3收入增长的主要动能，未来三年依然是公司重点布局方向，从品类渗透率和规模看有巨大提升空间。豆干：获得比较稳健的增长。具备下一个大单品的潜质，目前在部分渠道通过魔芋势能带动销售，展现一定势能。鹌鹑蛋：十月份上线山姆新品溏心鹌鹑蛋，目前来看月销表现稳健，目前已具备市占率第一的行业地位。
- **魔芋带动流通渠道快速增长，量贩等高效率渠道均有较好表现。**定量流通：连续多个季度维持高增速，主要得益于大单品品牌势能的持续放量。零食量贩：因下游开店稳健增长，获得强劲增长，目前合作顺畅良好，判断其仍有巨大成长空间，除新开店外，存在增加SKU及大单品单店增加而带来的销售增长。电商：今年七月份完成触底，目前稳步回升，月销已企稳，预计会逐步实现环比收入提升。即时零售、会员高端渠道：有较好表现，收入占比逐步提升，是品牌力渗透和渠道渗透的重要售点。海外渠道：目前推进以渠道建设和消费者教育为主，尚未全力推进。会员超市：重视与山姆等会员超市合作，已与山姆有两款产品合作，期待更多合作。
- **Q3净利率改善亮眼，**主要得益于高毛利产品结构的提升（如魔芋、深海零食等），电商费用率改善（通过梳理贴牌产品节约单均效产品销售费用）起到辅助作用。随着魔芋原材料价格波动及供给增加，预计魔芋品类在明年及后年会有一定成本红利，整体毛利率明年仍有提升空间。

3.3卫龙美味：持续看好魔芋品类增长，辣条预期维稳

- 明年持续看好魔芋品类增长，辣条经调整后预期维稳。魔芋品类空间大于辣条，将持续作为增长核心，计划在口味创新（如麻酱、东南亚酸辣、火锅口味等）和形态创新上发力，新口味先通过电商（抖音、货架电商）测试后推广。辣条SKU长期调整后影响收入表现，未来聚焦大单品（大面筋、小面筋、亲嘴烧等），通过口味迭代和渠道深耕维持增长。蔬菜、海带为重点创新品类，明年将加大创新投入。臭豆腐品类（还原长沙夜市爆汁口感），优先在线上试销。
- 从渠道角度上看，零食量贩渠道有望保持快速增长，优化中腰部及以下量贩品牌渠道的SKU覆盖面。传统流通渠道面临流量下滑压力，通过与经销商合力（赋能经销商、优化经销商质量，淘汰表现差的经销商）帮助渠道恢复；重点优化终端门店陈列、货架位置、价格管理、促销政策等基础工作。KA/CVS渠道因基数低有较好增速。山姆渠道近期魔芋牛肝菌产品因舆情压力下架，后续考虑在其他高端/定制化渠道进行销售，该渠道仍计划有产品合作。
- 利润角度来看公司今年虽受成本压力影响，但利润率维持稳定，展望明年魔芋成本有望趋势向下，同时公司不断进行供应链升级精进，净利率仍有较好预期。

3.4有友食品：传统渠道增长超预期，净利率提升显著

- 公司单Q3收入、利润增长均有超预期。直营渠道占比提升&成本压力影响毛利、但费率下降带动Q3净利率有较好提升。
- 中秋旺季公司在高基数下在各渠道均实现快速增长。Q3公司在传统渠道主动推新（如鸡脚筋、升级款虎皮凤爪等口味延伸）、调整经销商结构、加强终端店面的产品陈列带动单点售力提升，虽定位中长期的调整动作、但我们估计其效果在慢慢体现、我们预计单季度传统渠道实现不错增长、超出此前预期。会员制商超渠道仍有较大增量贡献，脱骨鸭掌月销稳定、酸汤系列产品也表现不俗，零食量贩延续高增，公司持续扩大网点覆盖率，电商随着去年下半年基数起来维持稳健增长。
- 利润率的结构性变化，净利率提升显著。由于毛利率较低的会员制、零食量贩渠道销售占比快速提升，公司的综合毛利率同比有所下降。但新渠道低费用率、叠加公司整体的规模效应，其净利率反而实现了同比提升。
- 展望Q4，由于春节较晚影响12月传统经销备货节奏、销售更多体现在明年Q1。2026年增长值得期待，在传统渠道保持稳定的预期下、不断与山姆渠道深入合作推新，电商和量贩渠道维持稳定增长，同时利润端在原材料成本下降红利下或有更好表现。

四、奢侈品消费企稳复苏，关注高端消费标的圣贝拉

- 奢侈品行业在三季度呈现出一致的改善趋势，几大巨头业绩集体向好，其中中国区销售表现改善显著。LVMH三季度营收同比增速由负转正，从上半年的-3%提升至1%，标志着今年首次恢复增长，业绩改善主要来自中国大陆本土市场转为正增长，且实现中到高个位数的增长。开云集团虽然营收仍同比下降5%，但相比第二季度15%的降幅已显著收窄，显示出积极的连续性改善，中国市场消费趋势明显改善，近期推出专为中国消费者定制的产品取得了成功。爱马仕和普拉达同样表现稳健。爱马仕三季度营收同比增长9.6%，增速环比略提速，大中华区营收增长强劲；普拉达营收同比增长8%，与上一季度基本持平。这种跨越多个集团的趋同改善，向市场传递出高端消费行业可能迎来拐点的积极信号。
- 财富效应、政策利好以及品牌策略调整共同驱动中国高端消费市场显现出积极的改善信号。1) 财富效应开始发挥作用，近期资本市场回暖与黄金等大宗商品价格上行，共同增强了高净值人群的消费信心。当整体社会消费品零售增长略显疲态之际，高端消费市场会率先展现出回暖迹象，表明富裕阶层的消费能力正在快速恢复。2) 政策环境持续优化，为高端消费市场创造了有利条件。近期出台的多项措施正在释放积极信号，包括“十五五”规划中关于放宽服务消费领域市场准入的指引，以及免税政策的系列优化。值得注意的是，市区免税政策的落地和2025年10月推出的免税店新政，创新性地推出了便利化购物模式，这种突破显著改善了消费体验，成功将部分海外消费需求引导回国内市场。3) 品牌战略加速转型，国际奢侈品牌更加注重深耕本土市场。为更好地把握中国市场的独特机遇，各大品牌正在积极推进产品与服务的本土化进程。

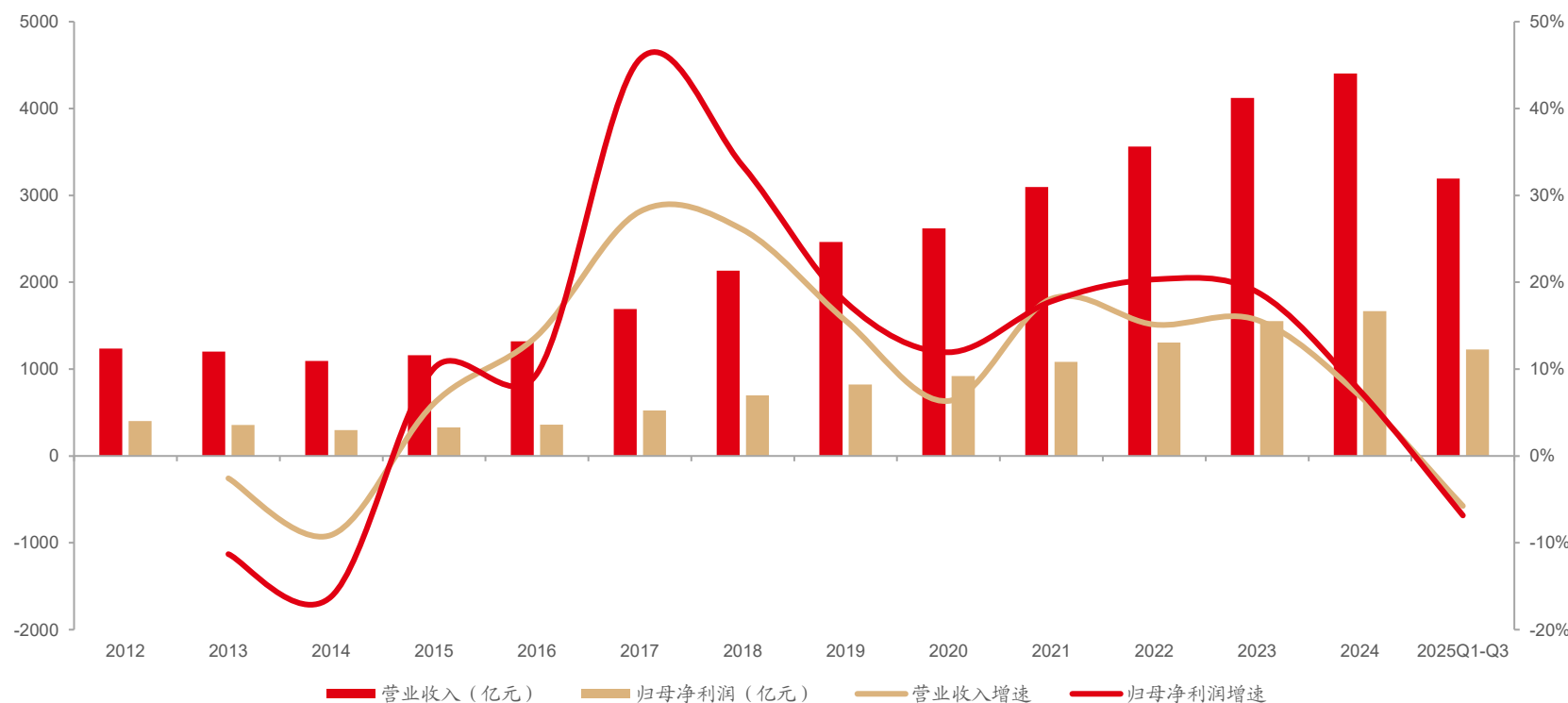
四、奢侈品消费企稳复苏，关注高端消费标的圣贝拉

- 高净值人群消费信心恢复、高端消费已率先回暖、关注标的圣贝拉
- 目标群体同样为高净值客户，今年以来业绩表现亮眼，折射出高端服务型消费的韧性与潜力。2025年上半年，圣贝拉集团收入及集团受托管理的月子中心实现收入合计不低于5.2亿元人民币，同比增长不低于35%。更值得注意的是，集团实现净利润不低于3.2亿元人民币，彻底扭转去年同期由公允价值变动带来的亏损态势。截至2025年6月30日，圣贝拉门店网络已扩展至全球113家，较2024年同期新增36家。会员人数增加16200人，同比增长105.8%，显示出强劲的市场扩张能力。
- 全生命周期生态布局：当同行仍困于单点竞争时，圣贝拉已建立起覆盖全生命周期的服务网络。旗下品牌包括圣贝拉、艾屿、小贝拉、STB产后研修所、予家、广禾堂、S-bra等，形成了“服务+产品”的生态闭环。
- 高端定位与精准客群触达：圣贝拉月子中心多选址于杭州柏悦、北京王府半岛等高端酒店。
- 轻资产运营模式：圣贝拉一直推行“轻资产”模式，得益于灵活租赁、门店资本支出低等优势，公司在加速拓展门店规模的同时，营销和管理费用率均出现不同程度的下降。

五、白酒：主动释放报表端压力、轻装上阵，行业加速筑底

- **白酒板块主动释放报表端压力。**根据申万分类，白酒板块25Q1-Q3年实现营业总收入3192.28亿元，同比-5.76%，整体实现归母净利润1226.68亿元，同比-6.85%。白酒板块25Q3整体实现营业总收入784.80亿元，同比-18.38%，整体实现归母净利润280.86亿元，同比-22.00%。除了茅台、汾酒外，其他酒企收入利润均出现了不同程度的大幅下滑，行业整体进入到去库存、报表纾压的阶段，有望加速筑底。

图表10：白酒行业25Q1-Q3整体营收和归母净利润





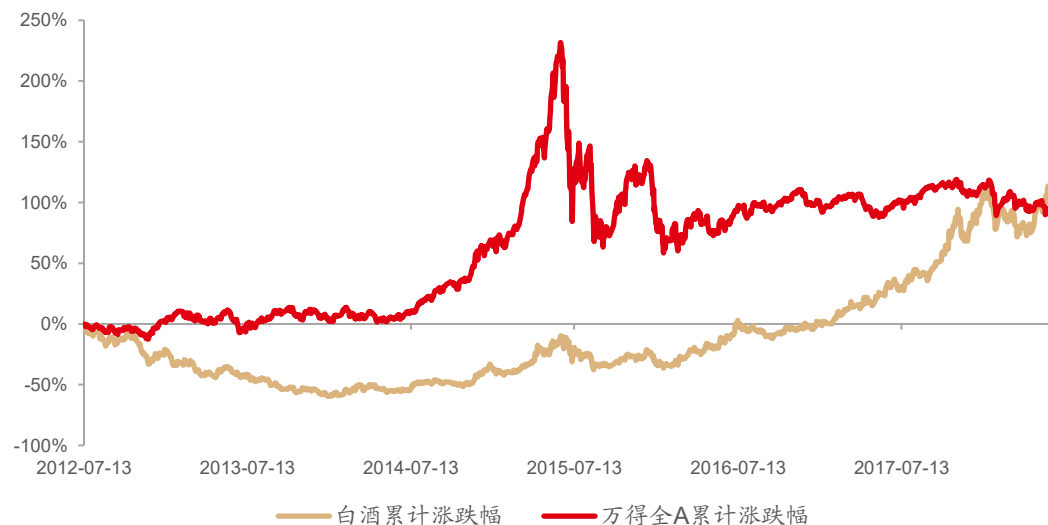
五、白酒：高端酒进入价值区间，次高端、苏皖白酒继续出清

- **高端酒：茅台经营稳健，五粮液老窖主动纾压。** 贵州茅台前三季度茅台酒/系列酒收入分别同比+9.28%/-7.78%；五粮液前三季度估计普五下滑，五粮春、尖庄表现相对更优，29度新品贡献一定增量；泸州老窖前三季度估计国窖整体下滑，其中低度表现优于高度，60版特曲小幅下滑，老字号特曲保持双位数增长，窖龄降幅收窄。高端酒从分红率和分红的绝对金额来看，均有较为稳定的投资回报。25年茅台分红率不低于75%，五粮液不低于70%且不低于200亿，老窖不低于70%且不低于85亿。按最新估值、单看当下分红，截至11月26日茅/五/泸的股息率分别为3.73%/4.36%/4.28%，相较无风险收益率仍具有较高吸引力。
- **次高端酒：汾酒经营具有韧性，水井/舍得环比加速下滑，酒鬼企稳。** 汾酒三季度经营具有韧性，收入端维稳，业绩增速慢于收入，现金流表现承压，预收款维稳；酒鬼收入企稳，净利率开始修复，或与公司去年报表端加速出清有关。同时酒鬼与胖东来联手打造的联名产品“酒鬼自由爱”在第三季度上市，得到了消费者的广泛认可，也带来了新的增长动力。近期次高端股价表现相对平稳，估计主因悲观预期前期已经交易的较为充分。建议关注舍得和酒鬼在收入端的恢复和利润端的弹性。
- **苏皖白酒：收入利润环比均加速下滑，报表端继续出清。** 今世缘25年前三季度特A+/特A/A/B/C、D/其他产品营收同比-15.97%/0.32%/-18.04%/-13.26%/-30.59%/-8.95%；古井估计前三季度古20下滑，古5、古8表现相对更优，老瓷贡/老玻贡需求具有韧性；迎驾25年前三季度中高档白酒/普通白酒营收同比-21.78%/-22.78%。四季度白酒销售进入淡季，预计酒企以消化渠道库存为主，适当释放压力，明年随着外部需求企稳，预计逐季向好。洋河25年现金分红总额不低于人民币70亿元，截至11月26日公司股息率为7.03%。

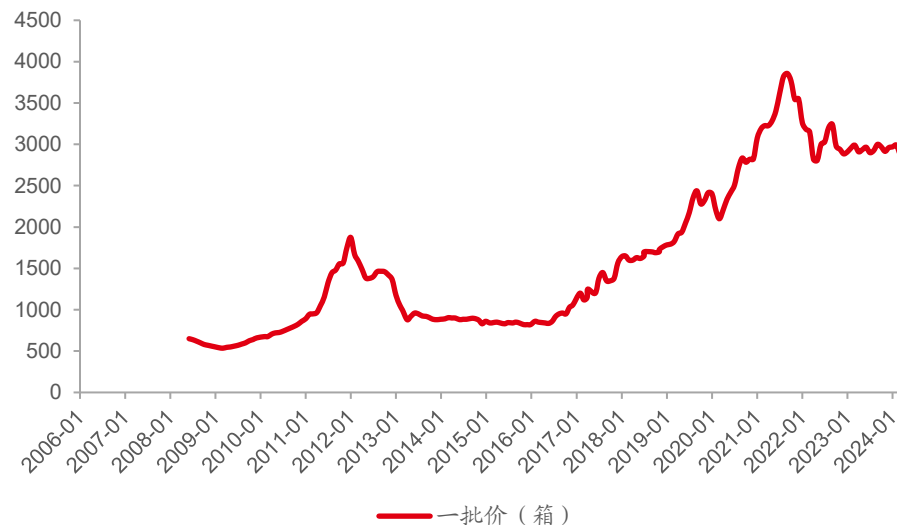
五、白酒：此次行业出清节奏快于2013-2015年

- 1) 上一轮调整周期中，2013-2015年白酒企业业绩开始大幅度且加速下滑，从业绩下滑的顺序来看，首先是次高端，其次是苏皖白酒，最后是高端酒。2013-2015年白酒板块股价显著跑输大盘。此次压力出清的共识达成要更迅速、一致，因此行业出清节奏要比上一轮更快。
- 2) 上一轮周期中，14年年初茅台股价触底以来，批价继续下探至2015年春节前破819出厂价、此后弱回升，供给端茅台酒销量2015年显著下降，库存加速去化、经销商的现金流/资产负债表改善恢复信心，随着动销逐渐改善，供给和需求逐渐达到新的平衡。2016年开始需求在经济回暖/新的消费群体挖掘后重新回到较好正增长。2015年至2016年上半年茅台批价基本企稳，2016年下半年开始直至2018年初茅台批价开始一路上行，2019年略微调整后，2020至2021年茅台批价进一步加速上行。

图表11：2013-2015年白酒板块股价显著跑输大盘



图表12：茅台一批价（人民币元）



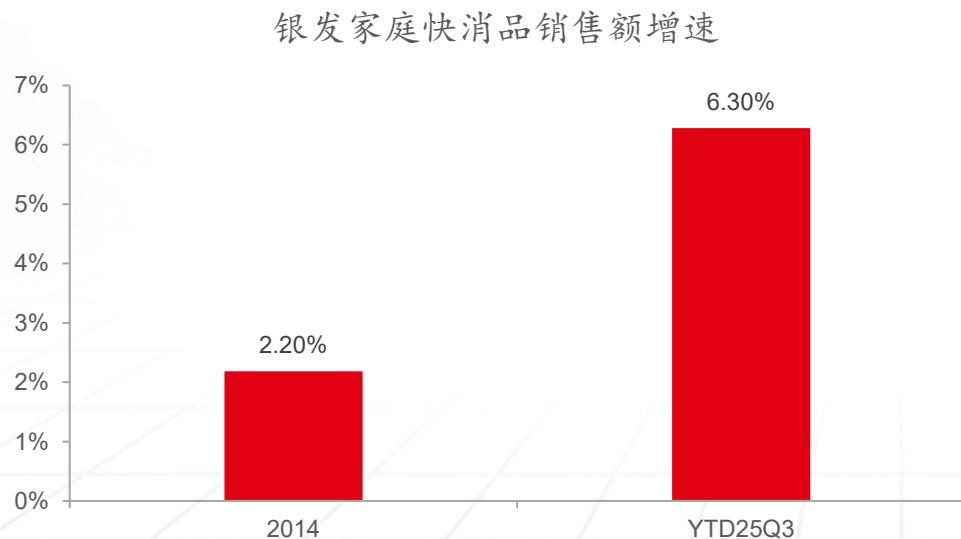
五、白酒：从今年季度动销表现推演后续节奏

- 本轮调整特征：春节动销略超预期，2-4季度需求逐季疲软。分场景看政务承压、商务需求理性、宴席韧性较强、大众消费平稳。
- 渠道反馈：1) **贵州茅台**：春节动销基本持平，五一动销持平，9月动销同比下滑10%+，中秋国庆双节期间动销持平，三季度+中秋国庆整体来看，动销同比下滑10%左右。2) **五粮液**：春节动销低个位数下滑，3-4月动销同比下滑20%，五一动销下滑，9月动销下滑幅度20%-30%，中秋国庆双节期间动销下滑5%，三季度+中秋国庆整体来看动销同比下滑15-20%。3) **泸州老窖**：春节动销同比下滑10%，5月下旬开始动销同比下滑30-40%，一直持续到8月份，8月下旬开始环比改善，下滑幅度缩窄到20-30%，9月同比下滑10-20%，中秋国庆双节期间动销有正增长，节后10月又回落到10%-20%的同比下滑。4) **山西汾酒**：春节动销基本持平，五一动销持平，7-9月优势市场动销同比持平或略增长，三季度+中秋国庆全国动销整体看估计下滑10%+。5) **古井**：春节动销持平至小幅下滑，5-8月份古20动销下滑超50%，8月古井整体销量同比下滑20%+，中秋国庆双节期间动销基本持平，9月份+中秋国庆整体动销同比下滑接近20%。6) **今世缘**：春节动销持平或小幅增长，6-7月动销同比下滑30%+，中秋国庆双节期间动销下滑5%-10%，9月+中秋国庆来看整体动销下滑12%-15%。7) **迎驾**：春节动销小幅增长，节后动销同比下滑20%+，9月份+中秋国庆整体来看动销下滑15%-20%。
- 酒企25年四季度和2026年一季度仍面临高基数的压力，我们判断企业将继续理性尊重市场情况、客观审慎，因此渠道在过完26年春节后的压力、以及往后逐季看有望较往年改善，预计26年二季度开始由于禁酒令导致的低基数下、动销同比缺口或有改善。经过4个季度释放，预计26年三季度酒企报表端将会改善。预计26年行业整体需求仍然承压，基础质地较好、任务调减较大的酒企、股价将先期一步有正反馈。

六、功能营养：银发经济蕴藏巨大潜力，功能食品需求增长

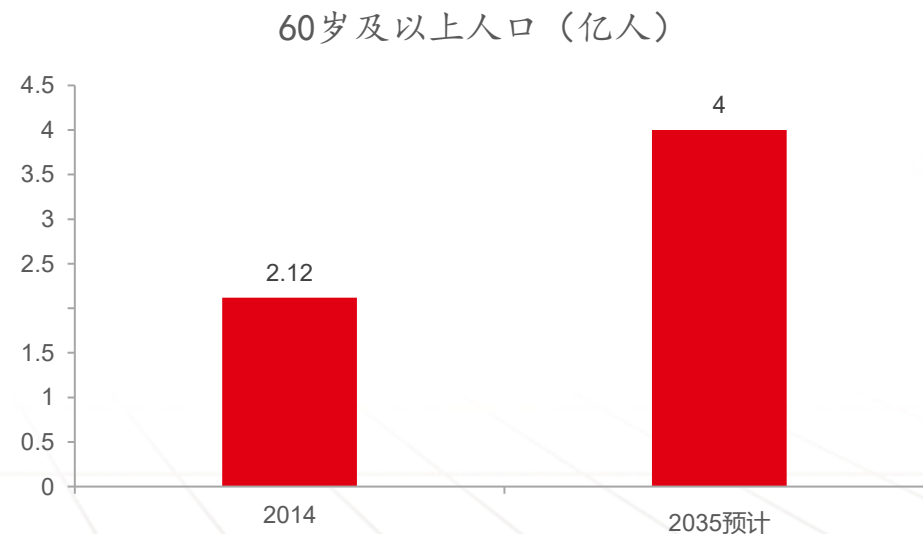
- **功能营养：**2025年前三季度银发家庭快消品销售额同比增长6.3%，增速高于快消品销售额的1.5%和全国GDP的5.2%。预计2035年我国60岁及以上人口达到4亿人，银发经济将占GDP的10%以上。预计2030年成人营养品的整体规模将超过3000亿元，市场空间非常广阔。

图表13：银发家庭快消品销售额增速在不断提升



资料来源：伊利股份，中邮证券研究所

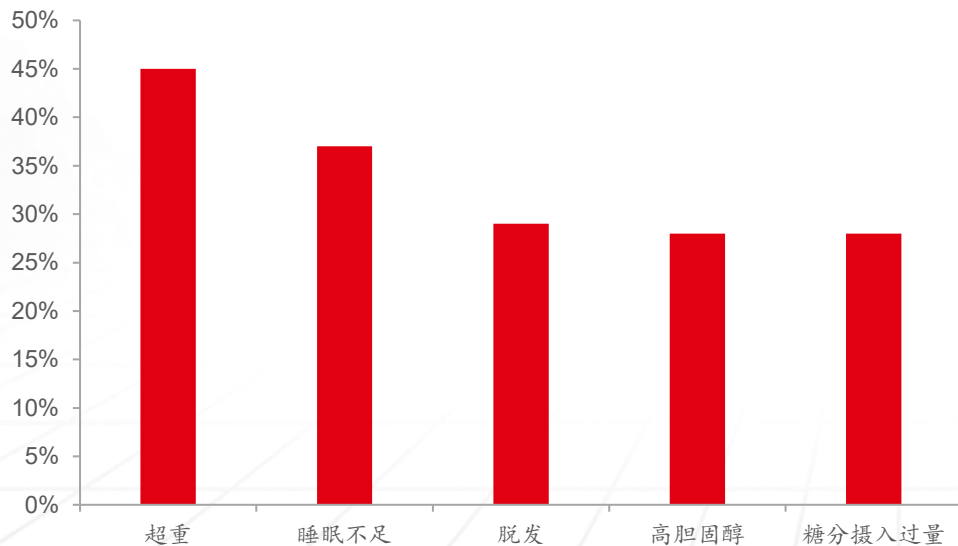
图表14：预计2035年60岁及以上人口达到4亿人



六、功能营养：中国消费者对健康属性、功能食品需求增长

- **功能营养：**消费者最关注的健康问题包括超重、睡眠不足、脱发、高胆固醇等。功能营养和专业营养产品专注于解决控三高、助睡眠、体重管理等健康问题，满足消费者多样化健康诉求。
- **伊利股份：**2025年公司基础营养/功能营养/专业营养收入占比分别为71.6%/28.1%/0.3%，预计至2030年占比为45%/40%/15%，目前基础营养需求人群规模2.2亿，功能营养3.8亿，专业营养3.3亿。

图表15：消费者最关注的健康问题



资料来源：伊利股份，中邮证券研究所

图表16：多样化健康诉求

基础营养：补钙

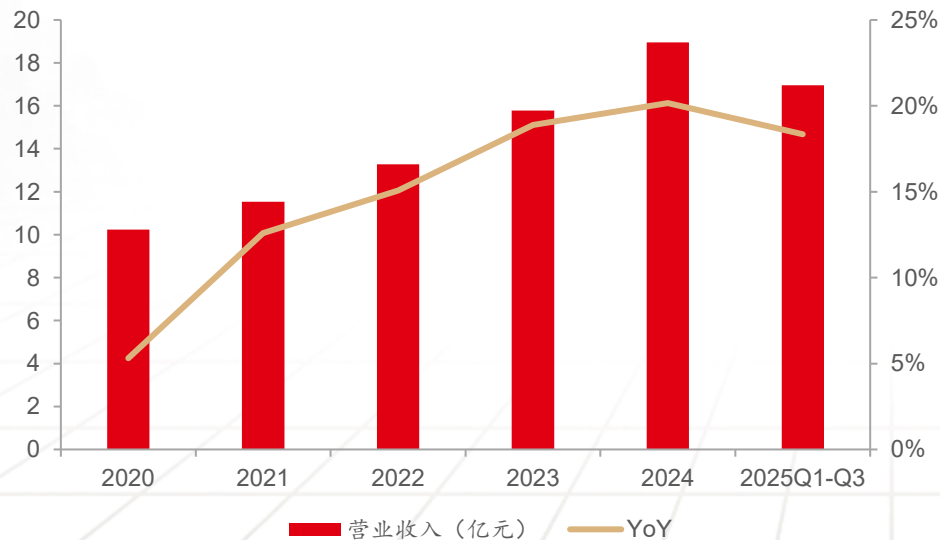
功能营养：控三高、助消化、心脑血管健康

专业营养：体重管理、助睡眠、增强免疫力、
缓解体力疲劳、美容、抗衰老

6.1 西麦食品：成本改善释放利润弹性，大健康战略打开成长空间

- 国内燕麦行业龙头，2024年市占率达26%，远超第二名桂格。核心原料澳麦2025年采购价降幅达双位数、叠加结构提升、推动2025年前三季度毛利率升至44.2%，净利润同比增长25.8%。渠道端线上线下协同发力，抖音等兴趣电商保持高速增长，量贩零食、社区私域等新兴渠道收入高增，山姆等高端会员店新品持续贡献增量。多渠道发力叠加成本下降，短期增长及盈利确定性强。
- 公司高毛利的复合燕麦收入占比从2020年25%升至2024年45%，持续拉动盈利提升。同时积极布局大健康领域，推出燕麦肽蛋白粉等产品，2025年还上市了药食同源粉类新品。加之行业受益于健康消费与银发经济政策红利，且公司规划开拓国际化业务，叠加宿迁、张北工厂投产强化规模效应，未来有望从燕麦制造商升级为健康食品提供商，进一步巩固龙头地位并打开估值空间。

图表17：公司疫情后收入加速增长



图表18：公司大健康新品



6.2 民生健康：维矿稳健、益生菌带来增量，治疗型用药步入收获期

- 渠道根基扎实稳固，传统维矿业务稳步前行，益生菌赛道增长逻辑清晰。**
 公司的大单品21金维他多维元素片表现一向稳健，夯实基本盘。为更好地适应不同市场与不同消费人群的需求，公司进一步延展其产品矩阵，推出维生素C、维生素B等基础维生素产品，以及维钙系列产品，同时针对不同性别和年龄段消费者，推出一阶、二阶、三阶的男款和女款多维产品。24年公司收购中科嘉亿，益生菌业务有望实现原料自供，同时推动公司益生菌蓝帽子产品重新上市、以及新款功能性食品的上市，2025年益生菌业务有望贡献增量。据国际益生菌协会(IPA)分析认为，中国已经成为全球第二大益生菌消费市场，到2028年市场规模有望接近2000亿元。
- 治疗型用药产品多点开花，有望持续贡献新增量。**公司的戒烟药伐尼克兰及生发产品米诺地尔已获批，25Q3正式上市。伐尼克兰无尼古丁，机制独特且获多国指南推荐，适配人群广还配数字化服务。米诺地尔双规格覆盖需求，契合脱发市场高增长趋势，成长潜力足。同时，公司推出专业医美品牌“肌素然”，以功效护肤的精准定位、稀缺核心成分与技术壁垒结合创新的渠道模式，积极探索医美与药店融合的创新经营模式。

图表19：专业戒烟药民生乐速克



资料来源：京东健康，中邮证券研究所

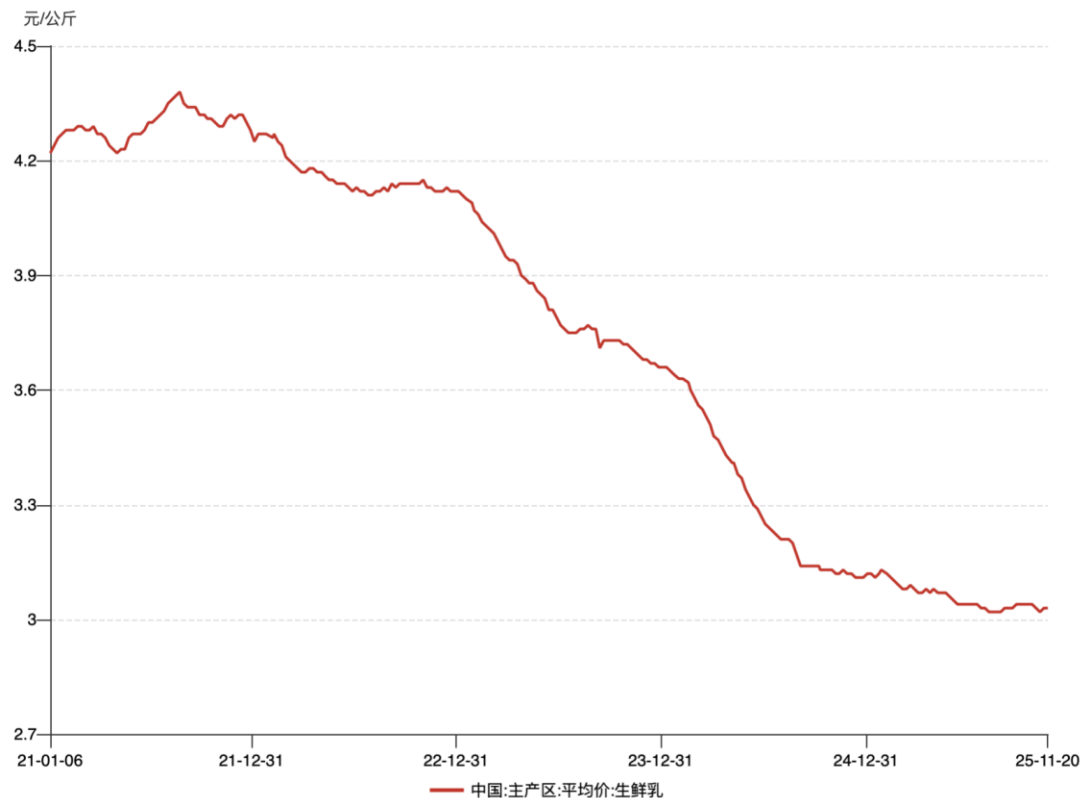
6.3 仙乐健康：整体提速，稳健增长

- **公司2025年三季度营收和利润的同比增速均显著提升。** 25Q3公司实现营收12.50亿元，同比增长18.11%；归母净利润0.99亿元，同比增长16.20%。公司的产品结构和市场策略调整成效显著，第三季度综合毛利率达到**30.76%**，同比提升**1.12个百分点**。这主要得益于高毛利的自研产品占比提升以及供应链效率的持续优化。
- **全球市场多极驱动，全面开花。** 1) 中国区：新消费驱动，强势反弹。第三季度，中国区收入实现了20%以上的同比增长，订单量增速更是达到25%以上。其中，拥抱新消费趋势的渠道表现极为突出，MCN和私域渠道的营收同比增速均超过60%。目前，新消费客户收入已占中国区业务的半壁江山，同时，通过与大客户共创产品，战略KA客户营收也增长了近30%。2) 欧洲区：新客开拓，高速领跑欧洲市场第三季度营收同比增长35%以上，增速在全球主要市场中一马当先。主要得益于成功开拓了英国知名健康食品零售商和新锐线上健康公司等新客户，并完成了多个新SKU的交付。3) 美洲与其他市场：稳健增长，未来可期。美洲出口业务在前三季度保持了20%以上的同比增长。公司在亚太等新兴市场积极布局，泰国产业园已于2025年9月奠基，规划年产能高达24亿粒营养软糖，预计2027年投产，将成为公司进军东南亚市场的重要支点。
- **基于第三季度的优异表现和当前的战略布局，仙乐健康未来的增长前景值得期待。** 中国区新消费客户的拓展以及美洲市场对软糖等品类的开拓将继续提供动力。全球化布局深化：“国内新消费 + 海外多元增长”的双循环格局正在不断巩固和深化。随着泰国工厂的建成以及欧洲、拉美等市场的持续开拓，公司的全球供应链体系 and 市场覆盖面将进一步完善，为长期发展打开空间。

七、乳制品：原奶价格基本触底企稳，行业竞争有望趋缓

- 当前生鲜乳价格已处于底部区域，行业产能继续去化，当前奶牛存栏已从2023年的640万头降至600万头以下。2025年双节期间行业供需基本达到平衡，预计2026年有望迎来拐点，奶价实现温和回升。随着原奶成本趋稳，此前液态奶市场以价换量的内卷格局有望逐步缓解，叠加消费需求缓慢回暖，行业竞争有望从价格战转向品质与差异化竞争，为乳企盈利修复和行业健康发展创造有利条件。

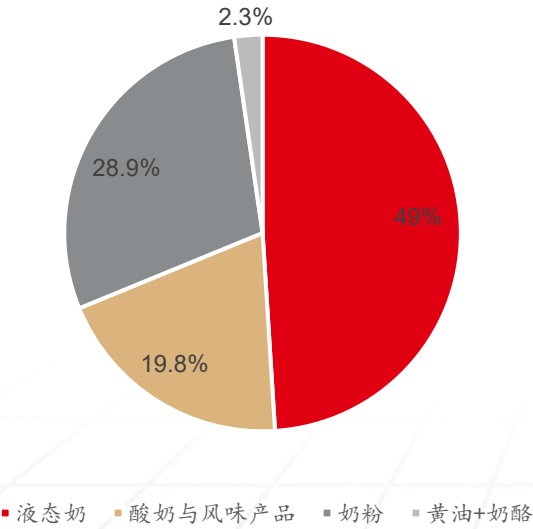
图表20：原奶价格基本触底企稳



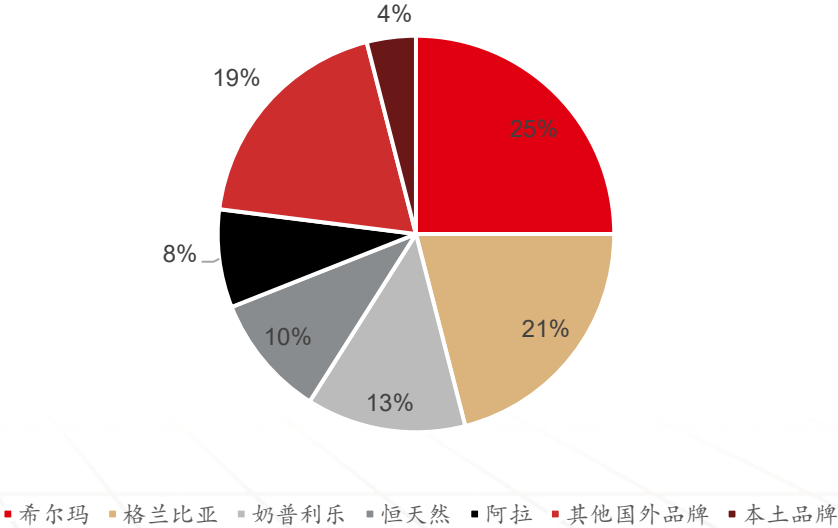
七、乳制品：深加工国产替代空间广阔，伊利有望引领行业转型

- **深加工：**健康化、功能化的需求升级助推“喝”奶制品到“吃”奶制品转型，中国/日本/法国的液态奶占乳制品消费的比例分别为49.0%/30.9%/13.3%，中国乳制品消费以液态奶为主；此外国内深加工市场本土品牌占比仅为4%，国产替代空间巨大。
- **伊利股份：**公司规划未来五年深加工业务达到百亿规模，营收占比10-20%，净利率5-10%。

图表21：中国乳制品消费以液态奶为主



图表22：国内深加工市场本土品牌占比仅为4%



资料来源：伊利股份，中邮证券研究所

7.1 伊利股份：主业保持领先、功能营养+深加工引领成长，高分红保证股东回报

- 未来五年伊利将紧扣产业链上下游价值重塑与多元化探索，顺应消费者需求及渠道变化趋势，力求公司增速快于行业及国家GDP增长。面对复杂宏观与消费环境挑战，伊利通过横向拓展与纵向升级实现成长：横向将拓展业务边界、孵化新业务，明确国际市场优先布局规划，加快新西兰泰国印尼产业布局；纵向将发力深加工与功能营养品业务，抢抓功能营养、深加工国产替代千亿市场机会，替代进口并开拓国际市场。同时，现有主业将持续巩固领先地位。
- 我们预计26年公司常温液奶将迎来拐点，有望领先行业率先实现增长。本轮行业竞争加剧是成本窗口和渠道变革共同作用的结果，在原奶价格企稳的情况下，预计小企业优势将越来越小。婴配粉行业26年已经止跌回稳，生育补贴政策+行业监管力度趋严，预计行业集中度有望提升。下一个五年，公司目标仅金领冠单品牌将实现行业份额第一，澳优份额继续提升，公司整体婴配粉市场份额进一步提升。公司目标未来五年净利率继续提升。25-27年公司承诺每年现金分红比例不低于75%，且绝对金额不低于24年，锁定股息率。

图表23：伊利股份盈利预测

■ 盈利预测和财务指标

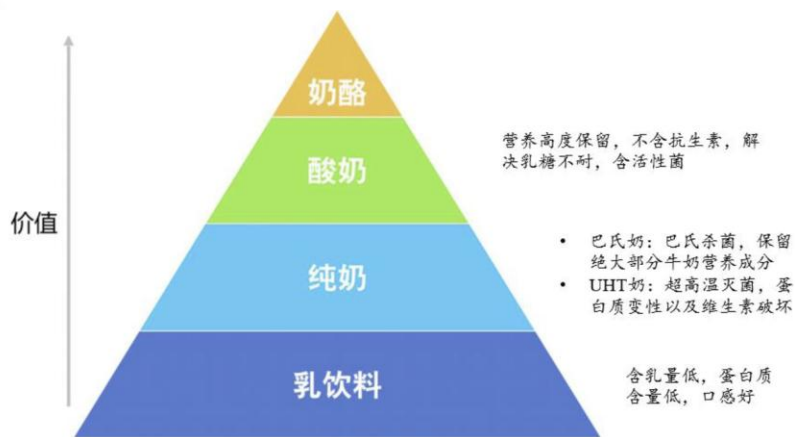
项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	115780	120311	126173	132409
增长率（%）	-8.24	3.91	4.87	4.94
EBITDA（百万元）	14000.04	34254.18	39099.67	22678.79
归属母公司净利润（百万元）	8452.86	11253.24	12201.72	13246.87
增长率（%）	-18.94	33.13	8.43	8.57
EPS（元/股）	1.34	1.78	1.93	2.09
市盈率（P/E）	22.00	16.53	15.24	14.04
市净率（P/B）	3.50	3.29	3.09	2.90
EV/EBITDA	15.67	5.75	4.46	7.45

资料来源：公司公告，中邮证券研究所，截至11月21日

7.2 妙可蓝多：产品矩阵全面升级，B端+C端双轮驱动

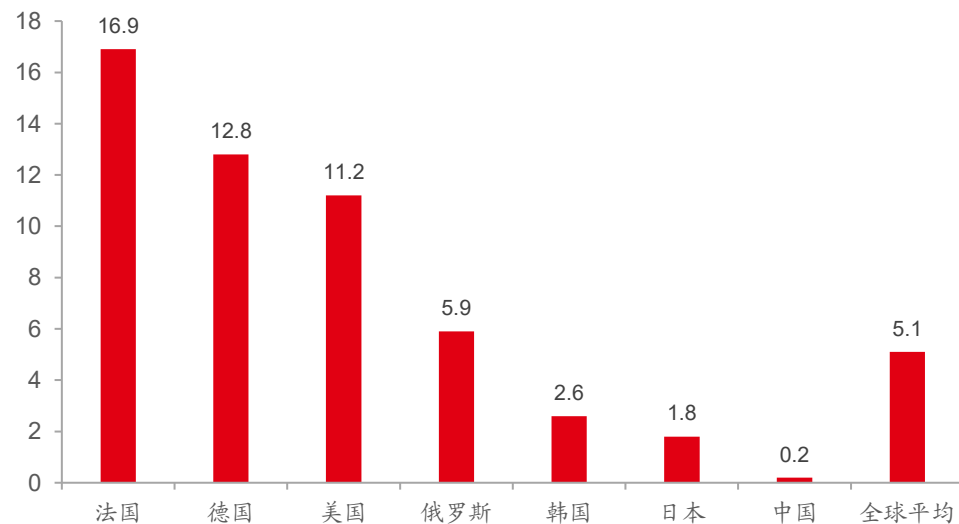
- 妙可蓝多锚定双轮驱动战略，大力开创面向C端和B端的多元化系列产品。从儿童零食到成人休闲，从家庭餐桌到餐饮工业，满足多元化的消费需求。24年签约王一博为全新品牌代言人，同时发布手撕奶酪、鳕鱼奶酪、一口奶酪等众多面向成人消费群体的奶酪时尚休食；在西餐、烘焙、茶饮咖啡、工业及中餐五大渠道中全面突破，与肯德基、必胜客等连锁餐饮建立深度合作。合并蒙牛奶酪后，公司有望借力蒙牛常温渠道优势持续渠道下沉，中长期网点开拓空间广阔。
- 25年前三季度奶酪收入33.02亿元，同比17.42%，其中单Q3收入11.66亿元，同比22.44%。预计三季度餐饮工业系列表现更优，家庭餐桌系列也有亮点，是推动奶酪业务增长的主要动力。

图表24：乳制品营养金字塔



资料来源：兄弟伊兰，欧睿，中邮证券研究所

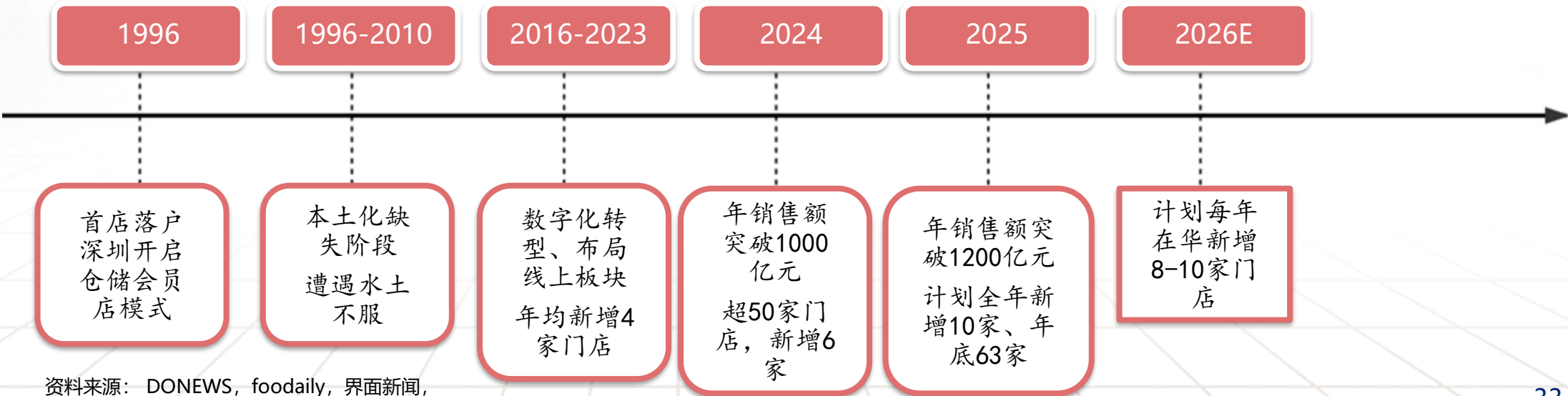
图表25：2024年主要国家奶酪人均消费量（kg/人/年）



7.3、立高食品：稀奶油持续高增，新渠道与新品共驱发展

- **立高食品：**1) **产品端：**烘焙原料：目前稀奶油销售以360为主。更高端的稀奶油产品（36%奶油）已在重点样本客户逐步扩大测试、完成产品上市，获得代表性客户认可，公司对其产品力和市场影响力有较强信心。冷冻烘焙食品：去年底上市的无花果奶酪、芋泥麻薯、奶油小方等商超产品仍持续销售；四季度预计有2-3款新品在不同阶段上市，部分已在核心商超客户热食餐吧上新。2) **渠道端：**核心商超：除最大商超客户外，与其他商超（如河南知名商超连锁）合作紧密，研发储备及新品数量增加，核心商超客户展店计划乐观，未来增长持续性有保障。餐饮、茶饮及新零售渠道：公司有意识将销售团队向该渠道倾斜，其人效高于传统饼房渠道，营销资源持续倾斜，是增长的重要驱动力。传统饼房：在客流分流背景下该渠道市场有所收缩，维稳为主，其中冷冻烘焙部分降幅并未再持续扩大，已处于底部状态。

图表26：山姆会员店发展历程



资料来源：DONEWS, foodaily, 界面新闻, 商业观察家, 中邮证券研究所

八、创新引领、悦己/情绪消费，持续看好宠物经济、茶饮咖啡

- 宠物行业乘风破浪，扬帆远航
- 纵观2024与2025年的618及双十一大促，中国宠物食品市场的头部集中化趋势日益明朗（即外资对应的高端市场、国内自主品牌对应的中低端市场均在头部集中）。市场集中度提升，尾部品牌加速出清。无论是天猫还是京东，宠物食品品类的销售愈发向头部品牌集中。许多在2024年榜单中还能见到身影的中小品牌，在2025年的TOP榜单中已难觅踪迹。这标志着流量红利见顶后，市场竞争进入“存量博弈”的深水区，资源、品牌力和产品力不足的中小长尾品牌正在被快速挤压和淘汰。
- 国内宠物食品行业分化加剧：1）头部企业：战略性投入不减，以份额为先。乖宝销售费用同比暴增48.6%，主要用于支持自有品牌增长、提高直销渠道占比及新品推广。中宠前三季度的销售费用也同比增长了38.62%。这明确显示了头部公司为了抢占市场心智和渠道，正主动加大投入。2）中腰部品牌：投入退坡，生存艰难。由于资金储备不足、供应链单一，一批中小代理企业可能将迎来闭店潮。宠物食品品牌“嘟之谷”在2025年2月资金链断裂，28年老牌宠物企业苏州锦苏宠物用品申请破产。

图表27：2025年双十一宠物品牌销售情况

品牌	所属公司	2025年双11销售表现
麦富迪	乖宝宠物 (乖宝自有品牌整体销售额近11亿，同比+44%)	销售额突破6.88亿元，同比增长35%。其中霸弗1.48亿、+79%，奶弗2900万、+384%。
弗列加特		销售额突破3.35亿元，同比增长51%。
领先	中宠股份 (整体从预售及付尾款情况看预计实现30-40%增长)	销售额破亿元，同比增长100%。抖音全周期销售额同比增长140%、京东全周期销售额同比增长160%、拼多多全周期销售额同比增长170%。
顽皮		在京东平台的零食类目中稳定上榜，并保持较高增速。预计30%-40%增速。
ZEAL		在京东平台作为进口高端品牌表现亮眼，于零食类目中稳定上榜。预计30%以上增速。
爵宴	佩蒂股份	全渠道GMV突破5500万元，同比增长超30%；在京东狗零食类目排名第2。
蓝氏		全渠道销售额超2.8亿元，抖音平台，双十一当天蓝氏直播间销售同比增长124%。
高爷家X许翠花		线上销售额破2亿，同比增长超120%，其中天猫平台增长120%、京东平台增长60%、拼多多平台增长50%、抖音平台增长40%

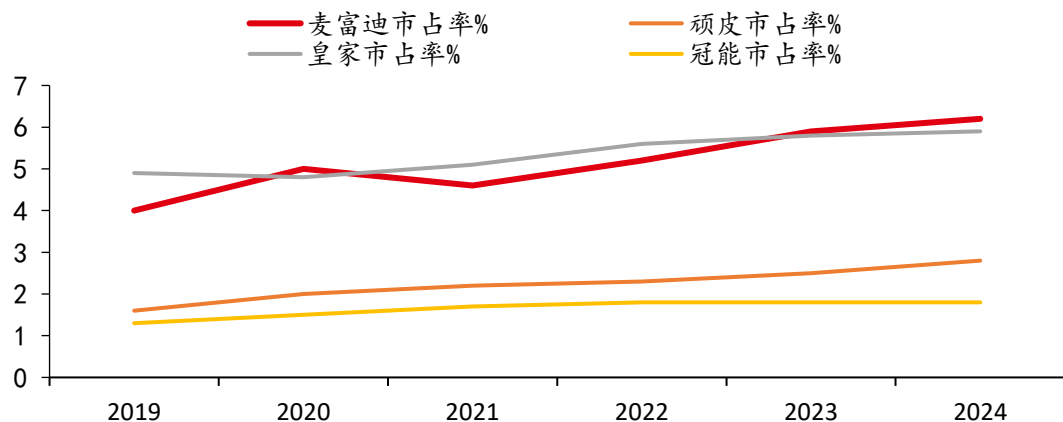
资料来源：宠业家，中邮证券研究所

八、创新引领、悦己/情绪消费，持续看好宠物经济、茶饮咖啡

■ 宠物行业乘风破浪，扬帆远航

- 横向对比中国与欧美、日本宠物食品行业市占率，我国竞争格局显著较发达国家更为分散，仅玛氏市占率超过10%，CR10仅为34.3%，尽管同比自身集中度在快速提升，但对比来看，美国/泰国/日本CR10分别为74.8%/60%/85%，我国集中度尚低，且除了全球市占率超前的雀巢和玛氏外，也出现有超过10%市占率的本土品牌，如日本inaba、unicharm2024年品牌市占率分别达到15.7%、12.6%，泰国卜蜂集团市占率18%、仅次于玛氏。中国国产品牌市占率有较大提升空间，至少会有1-2个自主品牌远期市占率可提升至10%。

图表28：2019-2024年我国头部品牌市占率仍持续提升

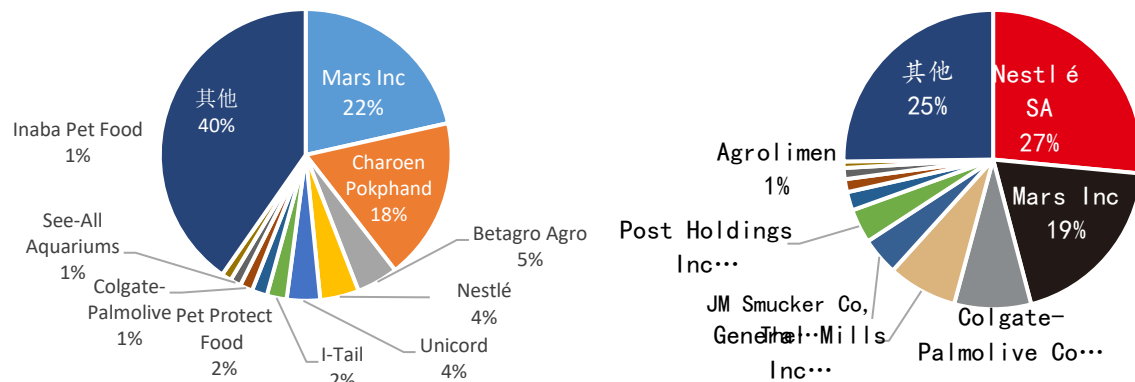


资料来源：欧睿，中邮证券研究所

图表29：2024年美国/泰国/日本/中国宠物食品品牌市占率对比

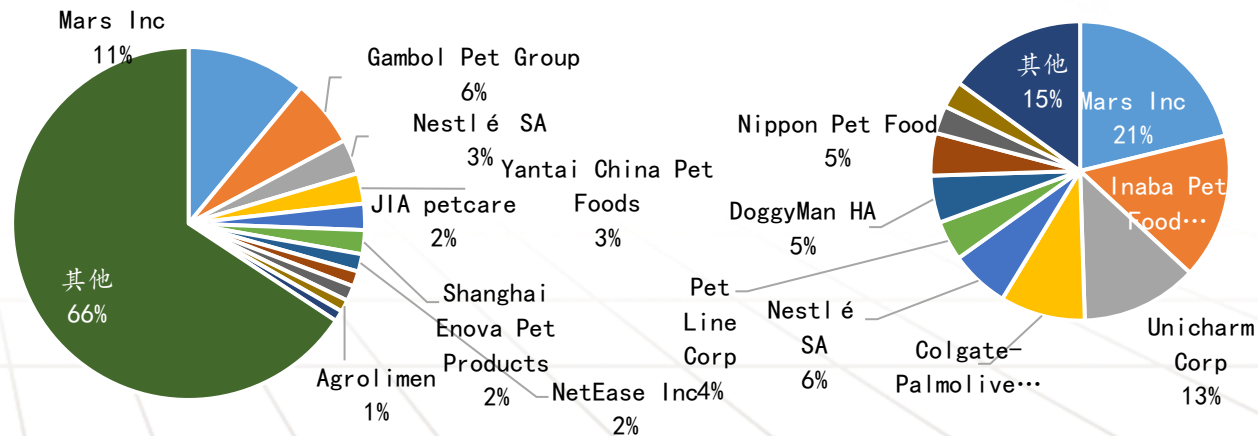
2024年泰国宠物食品公司市占率

2024年美国宠物食品公司市占率



2024年中国宠物食品公司市占率

2024年日本宠物食品公司市占率

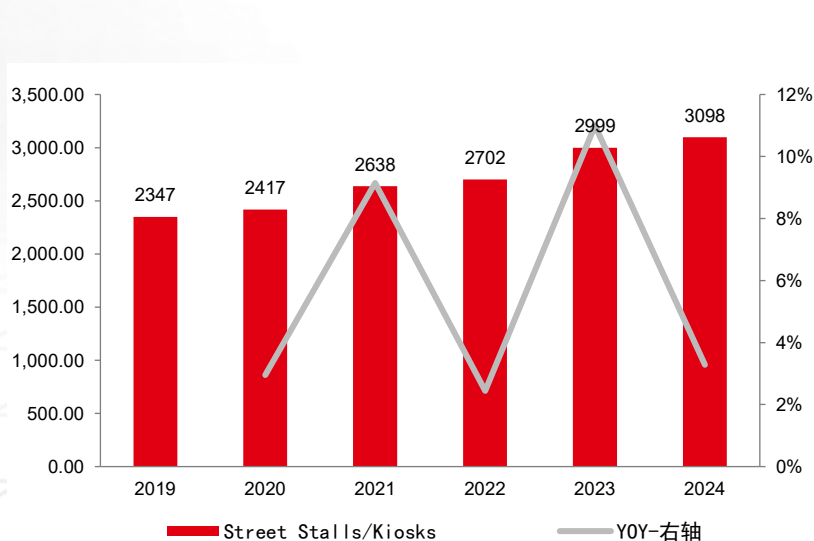


资料来源：欧睿，中邮证券研究所

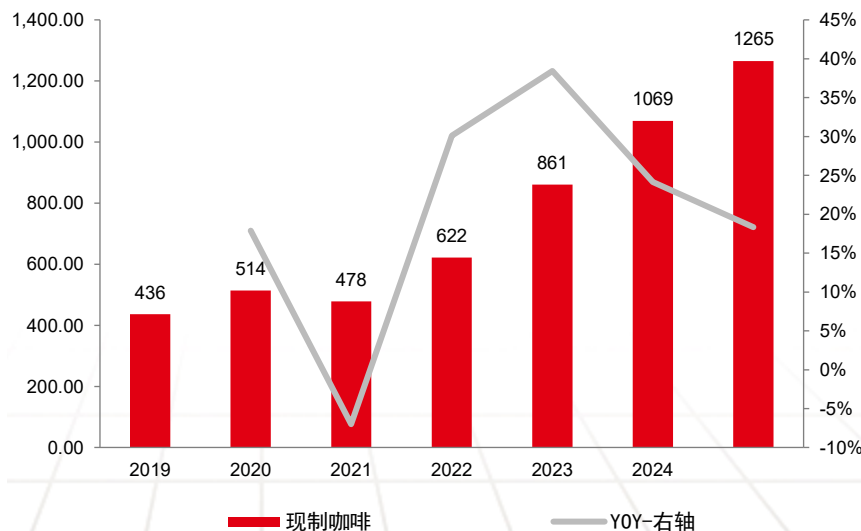
八、创新引领、悦己/情绪消费，持续看好宠物经济、茶饮咖啡

- 中国现制饮品市场历经跑马圈地式快速增长后，在质价比消费需求带动下行业集中化趋势明显。
- 现制茶饮、咖啡市场均形成一超多强竞争格局，头部品牌强势扩张。蜜雪冰城近年来维持高速开店，现存门店已突破4万家，古茗、茶百道和沪上阿姨也保持着较好开店规模、市占率不断提升。与此同时，高端品牌转向谨慎，喜茶与奈雪的茶等高端品牌扩张策略明显趋于保守。截至2025年第三季度，瑞幸全球门店总数已突破28800家，其商业模式融合了高频产品创新、深度供应链管控和全域渠道触达，构建了显著的规模优势。
- 咖啡茶饮龙头中报表现超预期，注重门店提质增效，外卖补贴短期增厚单店收入。蜜雪冰城上半年开店数量超预期，Q2外卖大战刺激国内门店日均订单量、预计蜜雪Q2平均单店有较好提升，瑞幸咖啡2025年第二季度的业绩延续了高速增长的气势，星巴克中国区在2025年第二季度也表现亮眼，中国市场同店销售额同比增长2%。看好行业内卷下蜜雪集团、瑞幸咖啡龙头集中度持续提升、利润率兑现提升。

图表30：我国连锁街边店市场规模及增速（亿元）



图表31：我国现制咖啡市场规模及增速（亿元）



图表32：我国头部连锁品牌市占率（%）

连锁街边店 (street stalls/kiosks类目)	市占率 (%)	
	2020	2024
蜜雪集团	3.6	14.8
古茗	2.7	6.6
茶百道	1.0	6.4
沪上阿姨	0.8	3.6
书亦	2.4	2.0
coco	2.0	1.4
茶颜悦色	0.4	0.5
连锁咖啡/酒吧 (café/bar类目)	市占率 (%)	
	2020	2024
瑞幸	3.3	18.2
星巴克	16.2	10.0
茶姬控股	0.3	7.8
喜茶	4.0	4.4
奈雪	2.5	1.9

8.1中宠股份自主品牌高增，蜜雪集团稳同店有抓手、拓曲线，供应链协同赋能

■ 中宠股份：自主品牌高增，海外供应链构筑护城河

- **海外业务：**行业受海外关税政策及延伸而来的客户自然流失影响，宠物食品出口代工业务普遍承压，唯独中宠保持增长。海外工厂：加拿大工厂已满产，美国第二工厂、墨西哥工厂建设中。自主品牌出海：快速增长，其中顽皮品牌以主粮为主，Zeal+大杰克以零食为主。出口代工：受美国关税影响，中国出口美国订单占比预计略有下降。欧洲成为出口代工重心。
- **海外业务2026年存在潜在超预期可能：**产能释放：海外工厂于26年逐步释放产能，包括美国第二工厂、墨西哥工厂。自主品牌出海：重点拓展巴西、土耳其、墨西哥等非卷市场。出口代工：通过墨西哥工厂（美墨加协议豁免）替代受关税影响的亚洲产能。柬埔寨工厂将强化东南亚产能优势，承接行业出清份额。海外工厂稳态净利率较高，推动整体利润结构优化。
- **国内自主品牌预计实现高速增长，双十一表现强劲。**分品牌看：顽皮：经典系列占主导，高毛利新品小金盾系列贡献显著增量。领先：Q3在双十一带动下增速加快，主打精准喂养与功能性粮，年底将推出高端黑金/铂金系列。Zeal：受禽流感影响增速放缓，主食罐为主力，品牌高端化但迭代较慢。销售费用率有所上升，但通过毛利率提升和投放效率优化实现覆盖。

■ 蜜雪集团：稳同店有抓手、拓曲线，供应链协同赋能

- **明年同店预期维稳：**受益于今年外卖大战、25H1单店实现双位数增长，明年①景区、交通枢纽高势能点位开店，日均销售额高于普通店②大店型直营旗舰店将快速在全国省会城市进行开店③提升周边IP产品销售占比等方式力争明年同店保持稳定。
- **蜜雪冰城加密下沉市场：**全国约4万乡镇，人口、消费等指标符合公司开店要求的乡镇市场、预期有至少1万家开店空间，同时国家A级景区数量约1.6万个、未来或贡献万家开店空间，因此看未来至少2-3万长期开店空间。
- **幸运咖开店空间广阔：**2025年已达成万店规模，开店市场相比瑞幸更聚焦下沉市场，目前超半数新店位于华南，下沉市场空白空间较大，同时在巴西等地布局供应链，为后续大规模出海提供保障，门店规模或可赶超瑞幸现有门店数，开店空间超1万家。
- **海外市场企稳：**2024年因过度依赖大经销商、团队本地化不足、供应链依赖国内等问题导致业绩下滑，2025年通过取消与大经销商合作、优化点位、加强本地化团队建设、在印尼/越南/马来建设本地生产加工供应链等措施，目前东南亚同店已显著修复，若同店恢复趋势延续、2026年或将重启海外开店。

8.2 新乳业：低温品类延续景气度，产品创新引领、推动净利率提升

- 25Q3公司低温品类保持双位数增长，常温低个位数下滑，其中低温酸奶品牌“活润”系列延续上半年良好增长态势，新品收入占比保持双位数并创新高。三季度预计主要常温市场收入仍承压，利润有改善。新品方面，上半年已入驻山姆的朝日唯品芭乐酸奶，在三季度延续火爆表现，8月份朝日唯品焦糖生牛乳布丁也正式登陆山姆会员店，进一步完善了唯品在高端低温品类的矩阵。夏进爵品作为高端常温奶系列，此前1L装已入驻山姆，三季度进一步同步拓展小规格产品（200ml*28整箱装）进入山姆渠道，借助山姆的高端客群基础，推动常温高端板块持续增长。三季度新渠道对于公司整体营收的拉动作用较为明显。
- 公司通过优化区域结构、扩展新渠道和提升瓶装奶、特色奶的方式来促进常温奶的销售，夏进、蝶泉、雪兰等常温奶公司三季度的表现整体向好。以低温为主的华东区域子公司三季度继续起到引领增长的作用。我们预计随着常温奶需求的逐步复苏，公司的整体营收增速有望提升，通过不断推动产品结构升级和DTC渠道发展，公司净利率也有望继续提升。

图表33：新乳业盈利预测

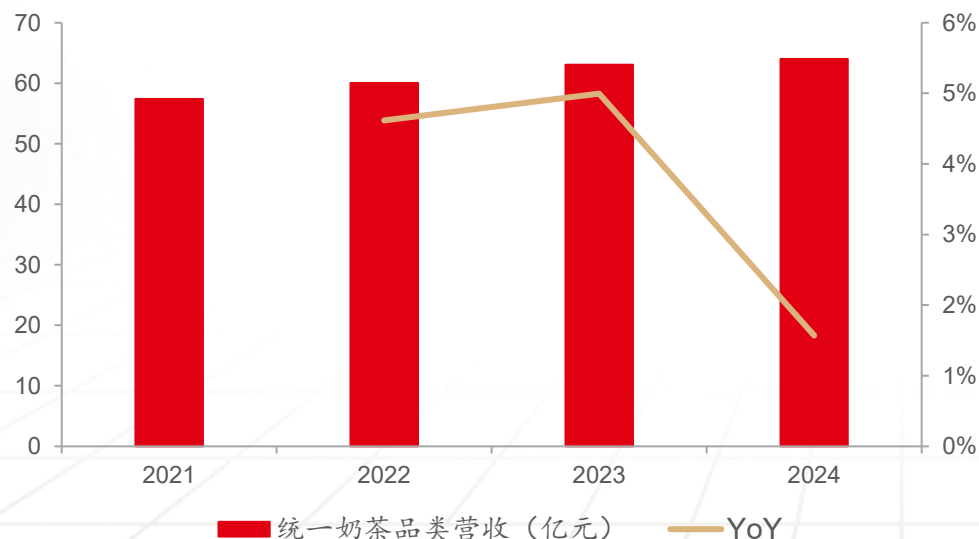
项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10665	11113	11853	12858
增长率(%)	-2.93	4.20	6.66	8.47
EBITDA（百万元）	1200.84	1526.93	1808.68	2101.52
归属母公司净利润（百万元）	537.69	707.74	862.03	1033.09
增长率(%)	24.80	31.63	21.80	19.84
EPS(元/股)	0.62	0.82	1.00	1.20
市盈率（P/E）	27.72	21.06	17.29	14.43
市净率（P/B）	5.04	4.19	3.47	2.89
EV/EBITDA	11.74	11.21	9.21	7.60

资料来源：公司公告，中邮证券研究所，截至11月3日

8.3 东鹏饮料：特饮稳健、补水啦果之茶亮眼、奶茶跟进

- 公司25Q3营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润同比30.36%/30.36%/41.91%/32.74%。分产品看，25Q3能量饮料/电解质饮料/其他饮料营收同比15.08%/84.18%/94.53%。分区域看，25Q3广东/华东/华中/广西/西南/华北营收同比2.05%/33.48%/26.99%/8.02%/67.61%/73.22%。广东地区三季度增速放缓，预计主因去年同期有新品放量导致基数较高，今年增速自然回落。
- 东鹏低糖港式奶茶刚开始在两广部分区域销售，今年起有望推广到全国。出厂口径来看，2024年统一奶茶业务营收64.04亿元，其中阿萨姆奶茶收入占比达到90%+，目前仍稳居市场领导地位。从零售口径来看，我们预计瓶装奶茶市场规模在200亿+。

图表34：统一奶茶品类营收



图表35：东鹏饮料盈利预测

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	15839	21053	25822	30767
增长率(%)	40.63	32.92	22.65	19.15
EBITDA（百万元）	4259.83	6252.03	7769.32	9292.53
归属母公司净利润（百万元）	3326.71	4524.66	5731.09	6964.23
增长率(%)	63.09	36.01	26.66	21.52
EPS（元/股）	6.40	8.70	11.02	13.39
市盈率（P/E）	44.86	32.99	26.04	21.43
市净率（P/B）	19.41	15.56	12.43	9.99
EV/EBITDA	29.80	23.34	18.65	16.20

资料来源：公司公告，中邮证券研究所，截至10月25日

- 经济/需求恢复不及预期
- 公司销售不及预期
- 新品不及预期
- 食品安全

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

姓名：蔡雪昱（首席分析师）

SAC编号：S1340522070001

邮箱：caixueyu@cnpsec.com

姓名：杨逸文（分析师）

SAC编号：S1340522120002

邮箱：yangyiwen@cnpsec.com

姓名：张子健（分析师）

SAC编号：S1340524050001

邮箱：zhangzijian@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编: 518048