



Research and  
Development Center

# 消费升维，零售重构

—2026 年食品饮料行业策略报告

2025 年 12 月 06 日

## 证券研究报告

## 行业研究

## 行业投资策略

## 食品饮料行业

投资评级 看好

上次评级 看好

程丽丽 食品饮料行业首席分析师  
执业编号：S1500523110003  
邮箱：chenglili@cindasc.com

赵丹晨 食品饮料行业分析师  
执业编号：S1500523080005  
邮箱：zhaodanchen@cindasc.com

赵雷 食品饮料行业分析师  
执业编号：S1500524100003  
邮箱：zhaolci@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座  
邮编：100031

## 消费升维，零售重构

2025年12月06日

## 本期内容提要：

## ➤ 白酒板块：

**保持现金流优势，成长性转向红利性。**行业调整期，头部品牌虽韧性较强，但成长性也有所减弱，腰部品牌更是面临业绩下滑。在未走出调整前，白酒行业的成长性暂告一段落。由于商业模式的优越性，白酒上市公司的现金流依旧稳定，且账面货币资金充裕，加大分红比例、提高股东回报是当前的主旋律。

**集中化趋势下，核心单品韧性强。**本轮行业调整中，各价位大单品及各区域强势单品均占据主动优势，市场份额进一步向头部集中。此外，当行业调整进入业绩下滑期后，渠道出清速度也决定着下一轮启动的先后。我们认为，攻守兼备是当前较有胜率的策略，拥有坚实基础盘的品牌有望在行业普遍出清中做实地位，也将会在需求改善中更快体现出弹性空间。

**投资建议：**推荐品牌护城河突出、业绩稳定强的高端白酒，如**贵州茅台**；业绩出清后仍具核心单品优势的**五粮液**，关注**泸州老窖**；推荐具有较独立势能、具备全国化宽价位带优势的**山西汾酒**；关注在区域市场组织力、渠道力突出且仍具消费升级逻辑的地产酒龙头，如**古井贡酒**；关注消费好转下仍具成长弹性的次高端品牌，如**珍酒李渡**、**舍得酒业**、**酒鬼酒**。

## ➤ 大众食品板块：

**乳制品：**在供给端牧场持续去化下，奶价下行幅度逐步收窄，供需向平衡推进。尽管下游需求整体低迷，但伴随消费者健康意识增强，低温鲜奶、B端奶酪、特医婴配粉和成人奶粉等品类需求不断扩张，带动部分特色乳企今年股价表现出色。我们推荐业绩表现坚挺、下一个五年收入增速有望快于GDP及行业增长、利润率有望继续提高、当前股息率超4%的**伊利股份**，同时关注估值低位的**蒙牛乳业**、兼具奶价反转预期和淘汰牛肉价格上涨预期的**优然牧业**和**现代牧业**以及低温表现亮眼、业绩快速增长的**新乳业**。

**食品添加剂：**全球消费者健康意识持续提升，健康消费品需求日益增长，带动具有健康属性的食品添加剂需求提升。食品添加剂公司处于产业链上游，出口属性较强，今年在出口端普遍表现出色，驱动业绩提升，从而使得多数公司今年股价上升，而估值依然偏低。我们推荐今年新产能释放、大幅提升利润、国内阿洛酮糖市场明年有望正式开启、泰国工厂已动工建设、中长期业绩有望持续高增的**百龙创园**和海外有望持续增长、糖蜜成本持续下行的**安琪酵母**，同时关注业绩大幅改善、产品价格仍处低位、美国加速淘汰合成色素的**晨光生物**。

**休闲食品：**投资主线一：当前处于供需关系转换推动的变革阶段，面对需求主导的时代，关注实现更高渠道效率的零售商，推荐具备中国



特色的硬折扣业态-量贩零食行业头部品牌**万辰集团**。投资主线二：看好具备产品差异化创新且能洞察新消费趋势能力的厂商公司以及受益于下沉市场持续消费升级的品牌。推荐顺应健康消费趋势，26 年魔芋品类红利仍属于释放周期的**卫龙美味**以及**盐津铺子**，关注燕麦品类市占率有望持续提升的**西麦食品**。

**连锁业态**：核心关注业态同店表现反映出的潜在需求情况，若同店向上为需求向上扩张空间大以及品牌竞争能力突出的信号，则有望打开连锁业态的开店天花板。其次关注前端新店型的表现，关注巴比食品的堂食店以及蜜雪集团幸运咖和福鹿家的发展情况。

- **风险因素**：宏观经济不确定风险；食品安全风险；行业竞争加剧风险；成本上行风险。

## 目录

1. 新消费时代，零售变革	5
1.1 消费者理性，孕育新零售体系	5
1.2 零售变革-高效率零售，“新消费”趋势-品类红利	6
2. 白酒：进入深度调整，降速驱动筑底	7
2.1 需求面临挑战，业绩普遍下滑	7
2.2 批价持续探底，压力相对减轻	8
2.3 分红对冲调整，优选攻守兼备	9
2.4 重点公司	9
3. 乳制品：供需向平衡推进，结构性变化成为亮点	11
3.1 供需向平衡推进，品类结构性变化成为亮点	11
3.2 重点公司	12
4. 食品添加剂：海外需求强劲，把握健康导向	13
4.1 健康趋势明确，海外驱动增长	13
4.2 重点公司	14
5. 休闲食品：零食量贩延续高成长，性价比为王	15
5.1 基本面复盘：品类健康趋势显著，高效率零售增长亮眼	15
5.2 投资策略：供需转换，零售变革	17
6. 投资策略	18
6.1 白酒板块	18
6.2 大众品板块	18
7. 风险因素	19

## 表目录

表 1：顺应性价比消费趋势以及具备品类红利的公司收入增长上表现更为突出	15
-------------------------------------	----

## 图目录

图 1：消费进入需求主导的时代，开启线下零售变革时代	5
图 2：25Q3CPI 当月同比下跌扩大	7
图 3：25Q3PPI 当月同比下跌扩大	7
图 4：25Q1-3 各季度白酒企业营收表现	7
图 5：截至 2025 年 12 月 5 日 A 股白酒板块走势	8
图 6：2025 年飞天批价走势（截至 12 月 5 日）	8
图 7：2025 年八代五粮液批价走势（截至 12 月 5 日）	9
图 8：奶价下行幅度逐步收窄	11
图 9：品类结构性变化成为亮点	11
图 10：部分特色乳企今年股价涨幅表现出色	12
图 11：申万乳品指数走势跟随申万食品饮料指数	12
图 12：乳品及食品饮料估值分位低于沪深 300	12
图 13：下游膳食补充剂等需求拉动健康食品添加剂增长	13
图 14：海外需求表现强劲	13
图 15：业绩带动各公司股价上升	14
图 16：当前各公司估值依然偏低	14
图 17：今年年初以来休闲食品整体板块行情表现好于食品饮料	16
图 18：高效率的零售业态万辰集团显著跑出超额收益	16
图 19：具备魔芋品类红利的卫龙美味跑出显著的超额收益	16
图 20：具备燕麦品类红利的西麦跑出超额收益	16
图 21：零食量贩行业 25 年延续较快的开店速度	17
图 22：头部品牌鸣鸣很忙和万辰 25 年保持较快开店速度	17
图 23：万辰集团 25 年零食量贩业务盈利能力延续向上	17
图 24：25 年盒马 NB 和奥乐齐加快社区折扣超市布局	17

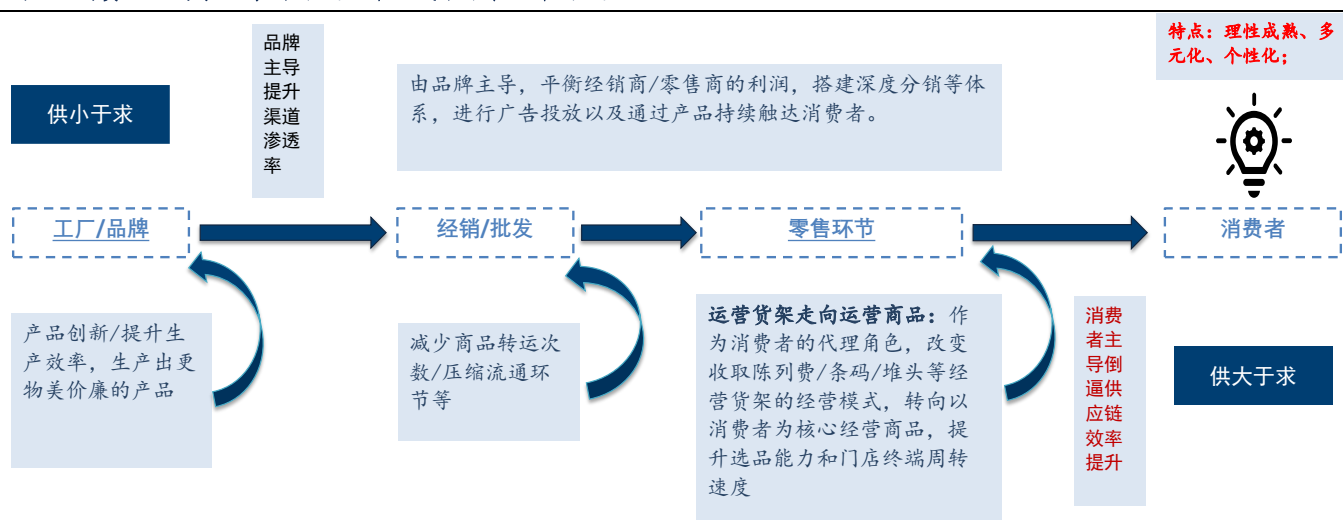
# 1. 新消费时代，零售变革

## 1.1 消费者理性，孕育新零售体系

**25 年食品饮料板块延续平淡，产业链供需关系切换下，零售变革。**正如我们在《2024 年中期食品饮料策略报告：供需重塑，顺势为王》中提到，消费价值具备典型的时代特征：1) 80 年代-00 年代，产能为王，消费品功能性的边际价值高。2) 00 年代-20 年代，品牌为王，消费品功能性的基础上，保真、品质等边际价值高。3) 20 年之后，消费者商品认知持续提升，消费理念成熟，叠加供给丰富，消费者对于商品功能性的效用溢价边际降低，服务型消费或者体验性强的消费带来情绪价值，健康、悦己成为新的消费趋势。产业链上，消费供需关系转换，渠道端迎来变革时代，传统的渠道体系被冲击，以零食量贩、社区折扣超市、会员制商超等为代表的高效率零售逐步兴起。食品饮料更多偏“吃喝”基础功能性的消费，在新的消费趋势和产业链变化下，面临价格下行、打造大单品难度提升、零售商话语权提升等挑战，整体 25 年表现仍然延续平淡。

**需求端：消费者理性，消费分层，品类升级在不同线级存在节奏差异，消费者更加注重悦己、健康等。**按照马斯洛需求层次理论，目前一二线城市的消费者已经完成基本的生存需求，面对当前物质丰富的时代，消费者对于一般功能性的商品具备较好的价值认知，购买决策呈现出“该省省该花花”理性的趋势，根据埃森哲《中国消费者洞察》报告，相比 2021 年，2025 年中国消费者对于食品饮料的品牌倾向是在明显降低的。国内不同线级的消费者面对不同的人均可支配收入、时间等消费要素的约束，消费分层特点显著，一二线在很多快消费品的需求趋势和品类周期的节奏上是引领下线城市的，比如一二线城市目前已呈现出显著的个性悦己、健康消费趋势，泡泡玛特、无糖茶等品类处于红利周期当中。下线城市的品类升级节奏慢于高线城市，比如现制茶饮等品类人均渗透率处于快速提升当中，而无糖茶在下线城市等更多处于消费者教育的阶段。个体品牌的发展核心在于需求和竞争，需求上会受益于品类红利的发展，但以终为始来看竞争也是关键因素之一，比如蜜雪、卫龙等在渠道策略上农村包围城市也能获得成功，和品类在线级城市从上往下的顺序是倒过来的，本质上是他们早期避开高线城市的巷战在低线城市完成规模和供应链的竞争优势，最终也能反包高线城市。

图 1：消费进入需求主导的时代，开启线下零售变革时代



资料来源：信达证券研发中心

**供给端：产业链供需关系转化，孕育新的高效的供给体系。**随着国内工业化的发展，国内快消品供应链逐步从供不应求阶段进入供大于求的初级阶段（优质供给仍较少），信息化、



物流等基础性设施效率大幅提升，供给端的逐步成熟+需求端对于商品认知提升更为理性，推动产业链变革，倒逼传统商超等零售商从运营货架（“二房东”模式）走向运营商品，跑出真正具备运营商品能力+高效率的零售商。零售变革会对厂商构建起的渠道体系形成冲击，这一轮零售变革的核心会围绕线下展开。2010 年前后掀起的线上浪潮对于一些计划性购买的商品进行了渠道价值链的重塑，包括后面崛起的拼多多，那么这一轮的零售变革我们预计会主要围绕近场消费的商品展开，食品饮料板块偏日常社区型消费，会较为明显受到此轮渠道变革的影响。比如近年兴起的零售量贩重塑了包装食品和部分饮料的价值链，盒马 NB、奥乐齐等社区折扣超市提升了餐饮、水果生鲜等社区消费品类的效率，以及即时零售契合一些及时性场景的需求。

## 1.2 零售变革-高效率零售，“新消费”趋势-品类红利

**1.高效率的零售业态。**当前线下零售处于变革的初期，供应链成熟下，零售变革具备充分的产业链支撑，优秀的零售商将在选品和效率上为消费者创造价值，这一轮零售变革在线上浪潮的基础上将更多围绕线下零售展开。品牌的价值包括功能性、情感性等，品牌商相比竞争对手能够为消费者带去更高的价值，保证生意的持续性。品牌的背后在于信任，市场认为零售生意周期轮动明显，商业模式难以构建起足够的护城河保证生意的持续性，或者说零售无品牌。但在这一轮供需关系转换大的背景下（快消品大多为工业化生产，我国为工业大国，有望长期处于供应链较为稳定成熟的阶段），零售商有望通过专业的选品、低成本的运营与消费者建立信任，带来更高的消费者价值，成为品牌零售，零售商自有品牌的发展则是消费者信任的具化体现。从产业链上来说，零售商和厂商相互之间也会抢夺消费者的信任心智，零售商的核心价值体现在选品及低成本运营，品牌商的核心价值体现在商品功能的差异化（商品功能的差异化不仅包括功能性价值的差异化，比如好用、“好吃”等，也包括情感性的差异化，比如社交场景，不同白酒品牌的功能是有明显的差异化的），对于具备情感性的商品，商品本身作为载体具备差异化的特性，零售商通常较难在这类特定的商品上与消费者直接建立强信任链接。

**2.具备社交属性的、情感链接的产品更容易穿越渠道变革的周期。**消费者对于基础功能性商品的价值认知越来越理性和看重性价比，叠加供应链竞争激烈，大众品存在价格下行的风险。但从社交属性、情感价值来看一些高端的品牌，比如高端白酒，通常消费者对品牌认知粘性强，渠道变革仅影响消费者购买方式，并不改变品牌格局。相对来说，即时零售对于啤酒厂商的影响更为明显。白酒虽具备成瘾性，在新的消费背景下，也需考虑消费者培养问题。低度潮饮正成为年轻消费者的主要选择，白酒企业尝试性推出低度产品及调饮配方，降低度数门槛，拥抱新消费趋势。当然，短期内低度白酒的消费场景还有待挖掘，对酒企业绩的增量有限，核心还是看传统产品的调整周期何时见底。

**3.顺应新消费趋势的品类创新公司有望实现更快的发展。**食品饮料细分品类的品类周期存在先后差异，这和特定时代消费者的需求特性有着直接的关系，比如 80 年代物质匮乏的时代，消费者优先满足基础的温饱消费，其后才是酱油、牛奶、饮料等更高级的品类，以及再后从场景上延伸到了休闲时光的需求满足，比如零食品类，后周期的品类往往蕴含着更多的渗透率提升或者品类创新的机会。品类红利往往意味着该商品顺应了当下消费者的需求趋势，是预判短期增长确定性中最为核心的核心因素，代表了新消费趋势的增长空间和潜力，比如 24-25 年魔芋品类在卫龙推出 10 年后再次焕发新机，无糖茶在农夫推出十年后 21 年迎来爆发式增长，椰子水近年品类势能强劲，if 椰子水表现突出。具体到食品饮料板块，品类红利背后隐含着的消费趋势包括便捷、健康、悦己等，后品类周期的板块包括零食、复调、健康产品等。对于个体公司而言，品类红利意味着需求向上，市场会奖励品类创新的公司。其次新渠道扩张往往对应着新人群的扩张或者渗透率的提升，往后展望，零

售端存在集中度提升的趋势，战略上积极顺应渠道趋势的公司，短期渠道渗透率提升带来的成长确定性亦好。

## 2.白酒：进入深度调整，降速驱动筑底

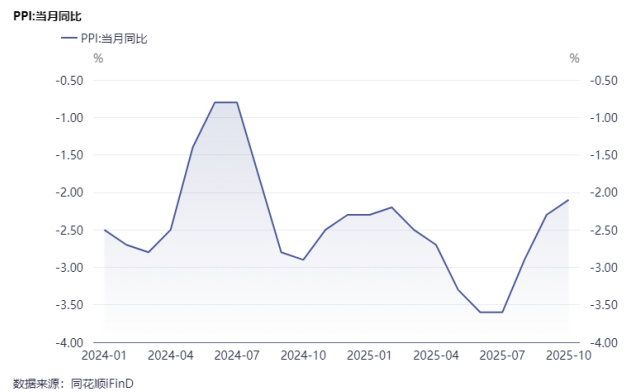
### 2.1 需求面临挑战，业绩普遍下滑

政策性冲击抑制短期消费场景，行业压力进一步提升。2025年5月，中共中央、国务院发布新修订的《党政机关厉行节约反对浪费条例》正式实施，其中提到公务工作餐不得提供酒类。受6-7月相关消费场景减少的影响，酒企要求增长与渠道库存承压的矛盾进一步加剧，25Q2部分腰部品牌呈现发展下滑。虽然8-9月的消费环境环比改善，但CPI、PPI同比下跌扩大，需求仍未恢复至原有水平，在此基础上，25Q3更多酒企营收增速下滑，主动为渠道减负。

图 2：25Q3CPI 当月同比下跌扩大



图 3：25Q3PPI 当月同比下跌扩大



资料来源：iFind，信达证券研发中心

资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 4：25Q1-3 各季度白酒企业营收表现

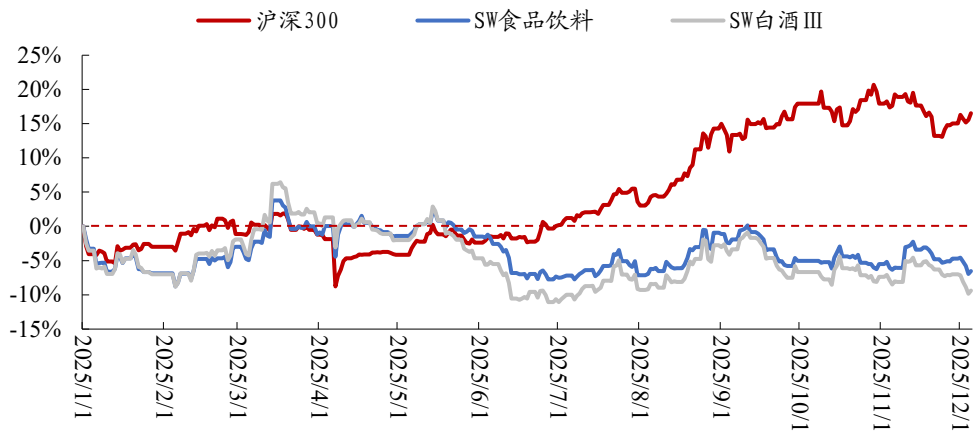
单位：百万元		25Q1		25Q2		25Q3	
分类	企业	营业收入	YOY	营业收入	YOY	营业收入	YOY
高端	贵州茅台	50,601	10.54%	38,788	7.28%	39,064	0.56%
	五粮液	36,940	6.05%	15,831	0.10%	8,174	-52.66%
	泸州老窖	9,352	1.78%	7,102	-7.97%	6,674	-9.80%
次高端	山西汾酒	16,523	7.72%	7,441	0.45%	8,960	4.05%
	舍得酒业	1,576	-25.14%	1,125	-3.44%	1,000	-15.88%
	酒鬼酒	344	-30.34%	217	-56.57%	198	0.78%
	水井坊	959	2.74%	539	-31.37%	850	-58.91%
苏酒	洋河股份	11,066	-31.92%	3,729	-43.67%	3,295	-29.01%
	今世缘	5,099	9.17%	1,852	-29.69%	1,930	-26.78%
徽酒	古井贡酒	9,146	10.38%	4,734	-14.23%	2,545	-51.65%
	迎驾贡酒	2,047	-12.35%	1,113	-24.13%	1,356	-20.76%
	口子窖	1,810	2.42%	721	-48.48%	643	-46.23%
	金种子酒	296	-29.41%	188	-24.16%	144	3.73%
光瓶酒	顺鑫农业	3,258	-19.69%	1,334	-18.12%	1,276	-21.72%
二线地产酒	老白干酒	1,168	3.36%	1,314	-1.95%	849	-47.55%
	金徽酒	1,108	3.04%	651	-4.02%	546	-4.89%
	伊力特	796	-4.32%	275	-44.86%	229	-29.44%
	天佑德酒	432	-17.96%	242	3.92%	207	-9.28%
	皇台酒业	39	6.40%	19	-34.59%	29	-88.83%

资料来源：iFind，信达证券研发中心



行业业绩承压，股价走势弱。受制于业绩下滑压力，白酒板块股价自 6 月以来与沪深 300 的背离趋势明显，甚至弱于食品饮料平均表现。截至 2025 年 12 月 5 日，SW 白酒Ⅲ年内下跌 9.4%，跑输 SW 食品饮料 2.9pct，跑输沪深 300 指数 25.9pct。

图 5：截至 2025 年 12 月 5 日 A 股白酒板块走势



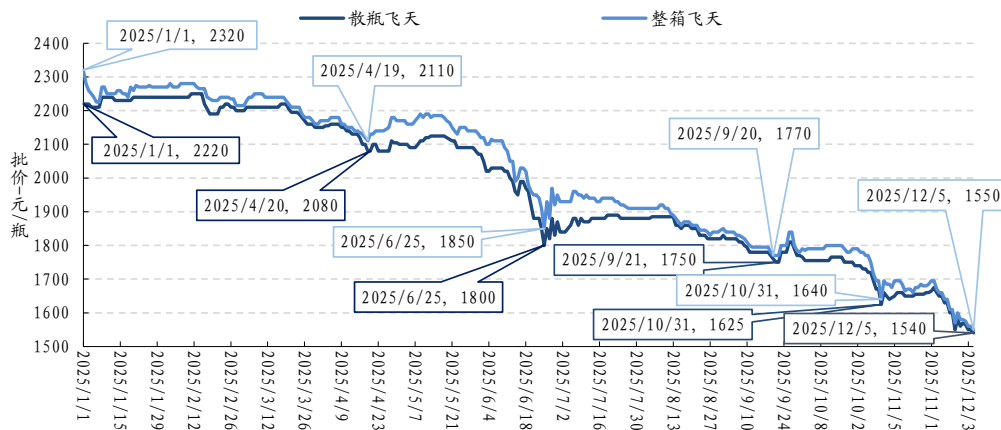
资料来源：iFind，信达证券研发中心

行业进入深度调整期，供需要逐步转向匹配。由于白酒无明确的保质期，且饮用价值随放置时间久而提升，其渠道的承压能力远高于一般的食品饮料，这也是过去几年白酒企业业绩基本保持平稳的重要原因。将业绩压力转嫁给渠道，虽然可以解决短期的供需矛盾，但长期仍然存在库存临界值，当供需错配严重时，渠道也难以缓冲矛盾，这时酒企需主动放弃业绩，为渠道舒压。当然，即便短期压力获得释放，但修复仍需时间，企业业绩更真实反映市场需求，渠道库存逐步降低，供需错配问题缓慢改善，这通常需要 1 年左右筑底。真正的修复反转还需外界环境改善，当需求回暖，而渠道也调整至良性，白酒行业才有机会走出谷底，释放成长性红利。

## 2.2 批价持续探底，压力相对减轻

茅台批价全面下探，进入下跌末段。今年茅台的批价走势依旧疲软，自二季度以来，飞天（整/散）批价接连跌破 2000 元/瓶、1800 元/瓶，11 月后持续位于 1700 元/瓶以下，较年初下跌约 600 元。此外，非标茅台的批价同样集体走弱，创近年来新低，核心均在于需求端的不景气。积极的是，我们观察到茅台老酒的价格日渐企稳，以 90 年代铁盖飞天为代表，近半年无明显跌幅；在上半年大幅跌价后，2010 年前后生产的飞天饮用性价比凸显，开瓶需求提升，阶段性达到供需平衡。我们认为，随饮用开瓶提升、抛售意愿减少，茅台老酒的社会库存风险或已大幅降低，目前飞天的价格更多由当年的供需决定，进入下跌末段。

图 6：2025 年飞天批价走势（截至 12 月 5 日）

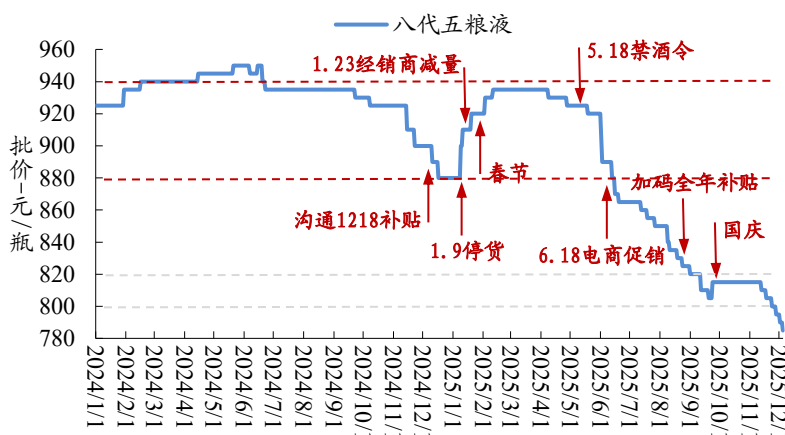




资料来源：茅粉鲁智深，信达证券研发中心

**业绩压力释放，五粮液批价阶段性筑底。**在年初给渠道减量的基础上，八代五粮液一季度批价较为平稳，随后因需求环境的变化，快速跌破 900 元/瓶、880 元/瓶，最低下探至 800 元/瓶以下。三季度五粮液营收大幅下滑 52.7%，较去年同期少发货 91 亿元，由此在国庆后使价格回归平稳。受益于业绩压力的释放，目前五粮液的渠道库存处于低位，核心货源掌控在平台公司，对于稳价，公司有主导性优势，因此我们判断其批价阶段性筑底，全行业价格向下挤压风险降低。

图 7：2025 年八代五粮液批价走势（截至 12 月 5 日）



资料来源：渠道调研，信达证券研发中心

注：仅代表主流批发市场价格，各地市场实际价格存在小幅差异

**酱香大单品以价换量效果显著，浓香清香守住价格红线。**随茅台 1935 稳定在 640 元/瓶左右，君品习酒、青花郎 20 被迫跟随调整，三大核心单品抢占 600-700 元的酱酒主要份额。习酒 1988 在批价跌破 400 元/瓶后，与红花郎 10 年形成一高一低卡位，在 300-400 元价位具备较高的市场竞争力。在此基础上，酱酒市场更加向头部品牌集中。借由数字化管控，国窖批价保持稳定，高度国窖批价阶段性超越五粮液，进一步巩固品牌定位，同时也为低度国窖的扩张守住价格体系。在此基础上，剑南春/青花汾 20 虹吸 400 元价位浓/清香份额，大单品优势持续放大，批价平稳。

### 2.3 分红对冲调整，优选攻守兼备

**保持现金流优势，成长性转为红利性。**行业调整期，头部品牌虽韧性强，但成长性也有所减弱，腰部品牌更是面临规模下滑。在未走出调整前，白酒行业的成长性暂告一段落。由于商业模式的优越性，白酒上市公司的现金流依旧稳定，且账面货币资金充裕，加大分红比例、提高股东回报是当前的主旋律。截至 12 月 5 日，2025 年白酒上市企业的股息率普遍在 3%-4%，企业分红规划对估值底有较强的支撑效应。

**集中化趋势下，核心单品韧性强。**本轮行业调整中，各价位大单品及各区域强势单品均占据主动优势，市场份额进一步向头部集中。此外，当行业调整进入业绩下滑期后，渠道出清速度也决定着下一轮启动的先后。我们认为，攻守兼备是当前较有胜率的策略，拥有坚实基本盘的品牌有望在行业普遍出清中做实地位，也将会在需求改善中更快体现出弹性空间。

### 2.4 重点公司

**贵州茅台：务实降速，坚韧前行。**面对供需矛盾下的批价下行压力，三季度公司主动降速，同时交出正增长的成绩单，也反映出茅台品牌的韧性。飞天在 1500 元以上依然是绝对大单品，1935 在 600-700 元价位也兑现出强劲动销，汉酱、王子等核心单品的消费者认可度较高，

快速抢占市场份额。在渠道方面，传统经销商的客情关系更稳定，在现阶段为直营店承担起重要的分流作用，多渠道并举为阶段性压力释放提供更多解决办法。综合而言，茅台的特殊属性在白酒行业内没有替代品，其短期矛盾更多源于自身发展诉求，适当降速有助于缓解对品牌力的透支，长期不改公司发展的稳健性。

**五粮液：大幅释放压力，营销改革见效。**三季度公司营收下滑 52.7%，主要源于对渠道的舒压，减少发货，八代五粮液仍然是千元价位最具竞争力的单品。在此基础上，五粮液批价企稳，渠道端库存降低，对货源的掌控集中在平台公司，有利于后续公司实施更精准的投放策略，在不确定的环境下，维持核心单品的价格稳定。

**泸州老窖：低度势头向好，核心市场筑牢。**得益于数字化管理，高度国窖稳住自身价格定位，价格反超八代五粮液，彰显品牌野心；低度国窖保持价格体系稳定，在动作付费强管控下，实现核心市场的筑牢与动销增长，加快对新消费趋势的把握。虽然公司业绩稍有下滑，弱市场阶段性难以突破，但根据地市场牢固，基本盘稳健，若消费环境得以改善，仍具备较强的弹性。

**山西汾酒：势能延续，根基稳健。**在玻汾和青花 20 两个全国化大单品的牵引下，老白汾逐渐释放其在大众价位的产品力，腰部进一步巩固。虽然高端价位短期突破难度大，但公司仍然在探索文化价值的传播，多款文创产品上市，持续铸就汾酒品牌影响力。在汾享礼遇的加持下，公司核心单品批价稳，市场秩序良好，加快对优势价位带的份额抢占。

**舍得酒业：低价位加速发力，新零售打造亮点。**虽然品味舍得在次高端价位承压，但借助基酒储备充足的品质优势，公司在舍之道及 T68 的大众价位赛道加快突破，贡献增量，建立起多价位互补的发展路径。此外，公司也积极开拓线上销售，与京东战略合作 29 度产品的投放，布局新消费趋势。

**酒鬼酒：合作知名商超，业绩见底。**三季度，公司与河南胖东来携手发布酒鬼·自由爱，定价 200 元/瓶，凸显性价比，获得消费者青睐，贡献较大增量。传统业务方面，公司持续深化 BC 联动，依托升学、婚礼、体育活动链接目标资源，借助宴席、消费者扫码等联动促销，渠道库存逐渐下降。

**洋河股份：业绩降幅收窄，渠道环比改善。**公司已连续五个季度出现业绩大幅下滑，经销商压力逐步释放，但在次高端及以上价位的需求仍然承压，大众价位相对韧性高。公司重点夯实宿迁大本营，巩固苏中传统规模市场，省外针对环苏规模市场开展目标市场打造工作，实现组织和资源聚焦，有望在蓄力中更早走出行业调整。

**今世缘：降速出清，不改省内优势。**受需求环境影响，公司主动出清调整，释放渠道压力，但在省内仍然保持竞争优势，品牌势能不减，尤其在中端价位韧性强，不断延伸国缘的品牌影响力。公司在局部市场的精准开拓持续见效，苏中是前三季度唯一增长的省内区域，省内市场份额仍在提升。

**古井贡酒：去化库存，释放压力。**三季度公司主动降低双节回款要求，释放渠道库存压力。从竞争格局看，古 5、古 8 在省内仍然具有战略主动性，300 元价位突破较慢，但不改品牌领先地位。公司核心优势在于渠道掌控力，在省内拥有显著的规模优势，且产品价位带卡位契合消费趋势，伴随产业进入存量竞争阶段，公司省内市场份额有望持续提升。

**珍酒李渡：模式创新，打造超级单品。**在白酒行业深度调整期，公司推出战略新品“大珍·珍酒”和“万商联盟”模式，旨在重构厂商关系。大珍定位 600 元价位，通过团购型渠道培育口碑。相比传统模式，大珍的招商运作具有门槛低、价格管控严、渠道盈利有保

障、长期合作额外激励等特点，切实解决渠道痛点。仅半年时间，目前签约联盟商已超 3600 家，布局全国 30 个省、250 个城市，为公司业绩带来显著增长点。

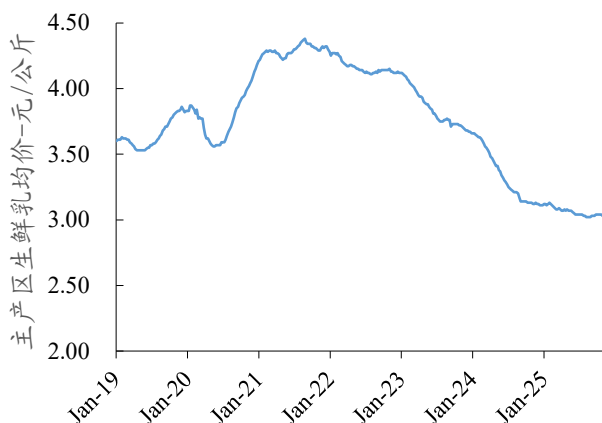
### 3. 乳制品：供需向平衡推进，结构性变化成为亮点

#### 3.1 供需向平衡推进，品类结构性变化成为亮点

**供需向平衡推进，奶价下行幅度逐步收窄。**行业层面看，乳制品行业 2025 年依然呈现供过于求的趋势，一方面上游牧场持续去化，规模牧场奶牛存栏量已从 2023 年的约 640 万头降至今年的 600 万头以下；另一方面，下游需求依然低迷，根据欧睿数据，2025 年乳制品行业零售市场规模约 5427 亿元，同比-2.7%。因此，原奶价格在供需两侧的不断调整中，下行幅度逐步收窄并企稳。

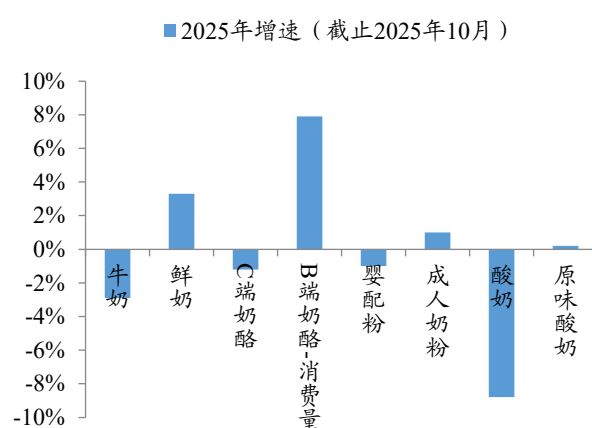
**品类结构性变化成为亮点。**尽管行业整体呈下行趋势，但在多个品类中，我们观察到不少上市公司结构性的增长。首先，尽管常温白奶销售下滑，但低温鲜奶市场规模持续增长，多家上市公司相关业务持续增长，消费者健康意识日益增强。其次，尽管 C 端奶酪受宏观和产品结构影响增长相对乏力，但 B 端（餐饮端）奶酪消费量持续增长，带动妙可蓝多和伊利等品牌相关业务的增长。第三，尽管常温酸奶销售持续下滑，但原味酸奶略有增长，显示出消费者对于健康和低温产品的偏好。第四，尽管婴配粉 2025 年整体市场规模仍略有下降，特殊医学配方奶粉增速快于大盘，添加特定营养成分如 HMO、OPO 和 DHA 等的功能性婴配粉和有机婴配粉需求正不断上升。此外，受人口老龄化趋势影响和中老年消费者健康意识提高，成人奶粉市场规模也呈现扩张趋势。

图 8：奶价下行幅度逐步收窄



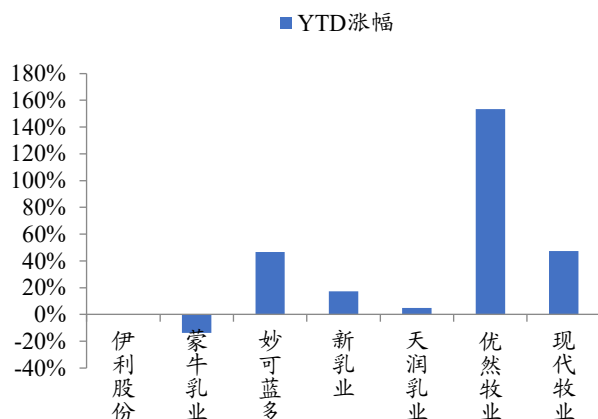
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 9：品类结构性变化成为亮点

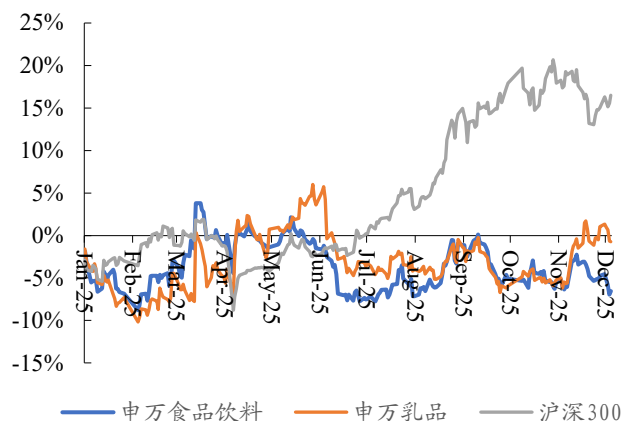


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

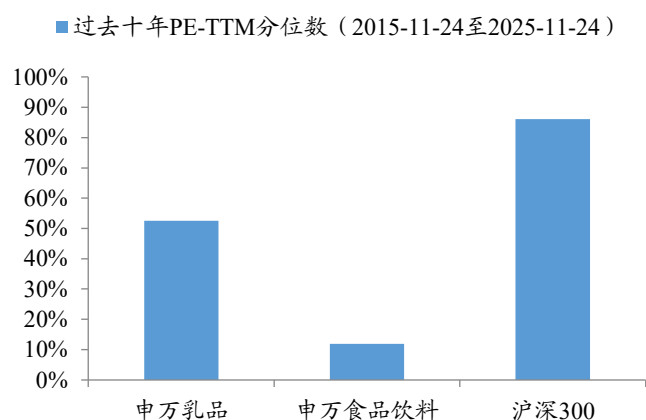
**部分乳企股价表现亮眼，板块涨幅及估值分位仍落后沪深 300。**个股层面来看，年初以来，得益于业绩端提升和估值端修复，部分特色乳企如新乳业和妙可蓝多股价涨幅显著；同时，得益于奶价反转预期和肉牛价格好转，上游牧场如优然牧业和现代牧业股价表现亮眼。指数层面上看，年初至今，申万乳品指数基本跟随申万食品饮料指数涨幅，涨幅落后于沪深 300，主要系伊利股份在其中权重占比达 80%所致。同时，申万乳品指数过去十年 PE-TTM 分位数为 48.74%，申万食品饮料指数为 7.68%，均低于沪深 300 的 83.65%。申万乳品指数分位数高于申万食品饮料，我们推测系伊利去年 Q4 业绩亏损所致，实际分位数依然偏低。我们预计在宏观影响逐步消除，常温白奶消费恢复增长后，伊利蒙牛等行业龙头业绩有望迎来进一步增长，同时带动公司估值水平的提升。

**图 10：部分特色乳企今年股价涨幅表现出色**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 11：申万乳品指数走势跟随申万食品饮料指数**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 12：乳品及食品饮料估值分位低于沪深 300**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

### 3.2 重点公司

**伊利股份：全年表现坚挺，布局下一个五年。**公司今年以来业绩表现坚挺，在液奶端受宏观影响下滑的情况下，奶粉端通过提升市占率持续增长，叠加冷饮在夏日高温催化下实现增长，公司前三季度已完成归母净利润 104 亿元，距离年初经营目标近在咫尺。此外，公司近期公告，未来三年每年分红不低于当年归母净利润的 75%，且每股红利金额不低于 2024 年，增强投资者信心。同时，公司于近期举办年度投资者日活动，展示下一个五年战略规划。数据上看，公司预计整体收入增速有望快于 GDP 及行业增长，利润率有望在 9% 的基础上继续提高。方向上看，公司将从成人营养品、乳深加工和国际化等方向发力，推动公司进一步成长。根据我们的盈利预测，截至 2025 年 12 月 5 日，公司股价对应今年 16X PE，按 24 年分红股息率达 4.22%，整体估值处于历史偏低区间。我们预计在宏观影响逐步消除，常温白奶消费恢复增长后，公司有望迎来业绩和估值双提升。

**妙可蓝多：B 端带动增长，激励锚定未来。**不同于乳制品大盘，截止 10 月，奶酪在 B 端（餐饮端）消费量今年增长 7.9%，在 C 端市场规模下滑 1.2%。公司在稳定 C 端业务的同时，B 端持续高增，奶酪业务前三季度同比增长 17.42%。奶酪业务占比提升使得毛利率上升，叠加精细化运营带来的销售费用率改善，前三季度归母净利润大幅增长。此外，公司今年 3 月公布股权激励计划，拟定三年收入利润高增长目标，为投资者增强信心。展望未来，乳制品行业有望从“喝奶”向“吃奶”演进，奶酪市场空间有望在消费者健康意识逐步提升、国内奶酪制备技术逐步成熟、奶源供给更加充足等因素的推动下进一步打开，公



司作为国内奶酪企业龙头，有望在蒙牛的支持下，进一步引领行业发展，同时享受行业增长带来的红利。

**天润乳业：利润阶段性承压，静待供需平衡。**公司作为乳业牧业一体化公司，今年在供需两端受到行业挤压，供给端由于全国性奶源供给过剩，公司选择对奶牛进行去化；需求端受宏观影响，疆外收入出现下滑，拖累整体收入。归母净利润受产品结构影响和淘牛损失影响，前三季度出现亏损。展望未来，一方面奶价环比跌幅已逐步收窄，我们预计供需平衡已经临近；另一方面公司持续精进经营，在产品创新和渠道拓展等方面不断积蓄力量。因此，在宏观和供需因素改善后，公司有望迎来新一轮增长。

此外，我们也积极关注估值处于过去十年低位、液奶下滑已大概率 price in 的**蒙牛乳业**、兼具奶价反转预期和淘汰牛肉价格上涨预期的**优然牧业**和**现代牧业**以及低温表现亮眼、业绩快速增长的**新乳业**。

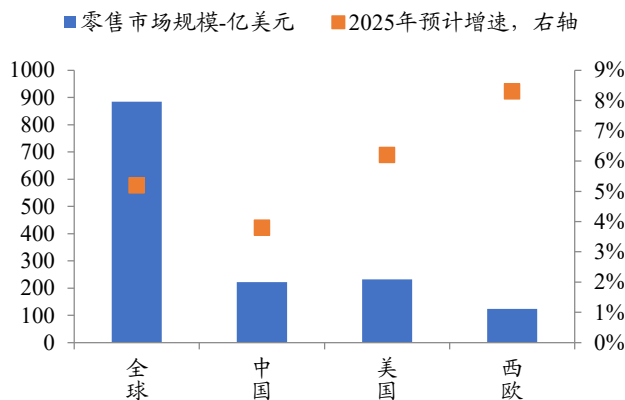
## 4. 食品添加剂：海外需求强劲，把握健康导向

### 4.1 健康趋势明确，海外驱动增长

**健康需求趋势愈发明确，驱动上游健康食品添加剂发展。**从全球角度看，近年来，伴随疫情、消费者受教育程度提升和全球人口老龄化的影响，消费者对于健康重视程度逐步提升，对于健康消费品的需求愈发明确。以膳食补充剂为例，全球零售端市场规模今年继续增长，几大区域中，西欧和美国增速快于中国。目前，多数健康食品、膳食补充剂和保健品中的功能性原料主要来自于上游食品添加剂，包括安琪酵母的酵母提取物（YE）可用于替代味精，晨光生物的天然色素可替代合成色素，同时提升机体抗氧化功能，以及百龙创园的抗性糊精可促进肠道蠕动、降压降脂等。我们预计无论是上游的健康食品添加剂，还是下游的健康消费品，未来都有望实现长期增长。

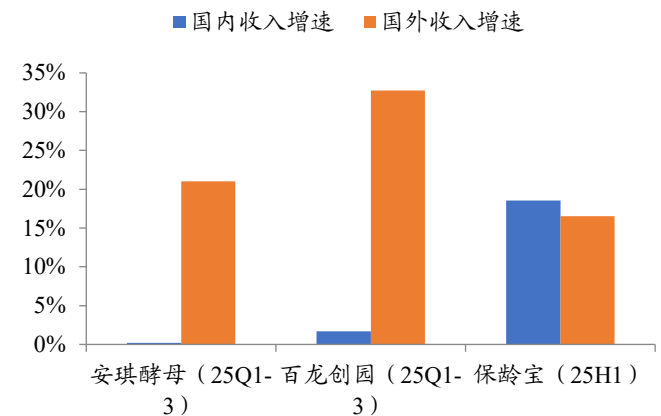
**海外驱动增长，国内表现稳健。**不同于国内多数 C 端食品饮料公司，食品添加剂企业处于产业链上游，产品文化属性更弱，而功能属性更强，因此在不同地域的可拓展性更强，多数食品添加剂上市公司均有海外销售。尽管今年行业受到关税战事件的扰动，对比多家公司数据来看，海外需求的增长仍然表现强劲，有效对冲了国内需求相对偏弱的影响。具体来看，安琪酵母和百龙创园前三季度海外增速远高于国内，而保龄宝上半年则国内外同步实现较高增速。

图 13：下游膳食补充剂等需求拉动健康食品添加剂增长



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 14：海外需求表现强劲

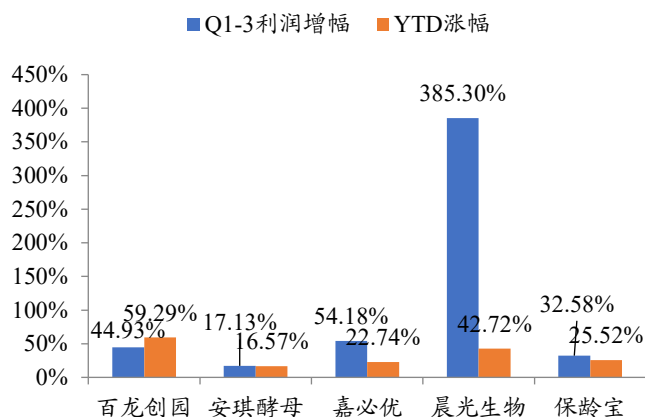


资料来源：iFind，信达证券研发中心



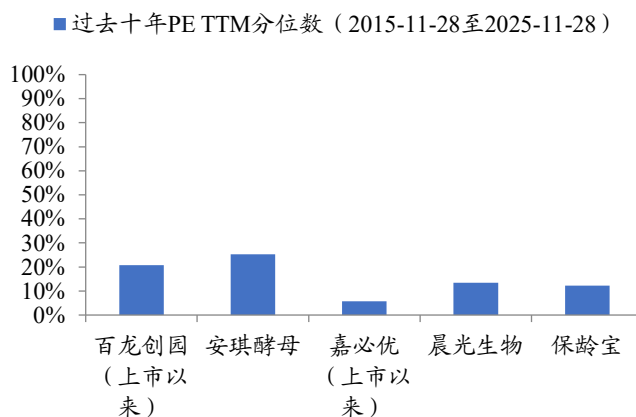
**业绩带动股价上升，当前估值依然偏低。**添加剂板块中，今年多数股票相对于申万食品饮料指数实现超额涨幅，同时绝对涨幅也表现出色。业绩端看，多数股票今年业绩端表现出色，前三季度均实现不同程度的增长，最低的安琪酵母实现 17% 的利润增幅，而最高的晨光生物则实现 385% 的利润增幅。由于整体上股价涨幅与利润涨幅趋近，因此经过一年的上涨，估值端看，各公司过去十年的 PE TTM 分位数仍处于低位。

图 15：业绩带动各公司股价上升



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 16：当前各公司估值依然偏低



资料来源：iFind，信达证券研发中心

## 4.2 重点公司

**百龙创园：新产能释放提升利润，把握中长期成长机遇。**公司在去年年产 30000 吨膳食纤维和年产 15000 吨结晶糖项目全面投产后，今年迎来业绩大幅增长。具体来看，公司依靠新产能，大幅优化产品结构，核心产品抗性糊精销量增加，带动整体毛利率和净利润大幅提升，前三季度归母净利润同比+44.93%，收入及利润均创公司历史新高。展望未来，需求端看，海外膳食纤维及阿洛酮糖需求持续旺盛，多款下游新品添加抗性糊精，有望持续拉动其渗透率提升；国内阿洛酮糖市场明年有望正式开启，带动公司阿洛酮糖销售再上一个台阶。供给端看，公司功能糖干燥扩产与综合提升项目有望于近期进入设备调试阶段，而泰国工厂也已动工建设，有望于明年年底投产。供给端将持续为需求端提供充足的弹药，有望推动公司 2026-2028 年业绩持续高速增长。

**安琪酵母：海外增长叠加成本红利，中期趋势料将持续。**公司前三季度收入同比+8%，主要系海外业务持续高速增长带动；归母净利润同比+17%，我们推测系糖蜜成本持续下降叠加产品结构优化，带动毛利率提升所致。中期看，公司计划持续打造海外业务增长极，产能建设有望集中于海外；成本端看，糖蜜价格仍处下行周期，公司可在低价时进行糖蜜储备，同时通过水解糖作为替代原料稳定糖蜜价格。结合公司 2024-2026 年股权激励计划所要求的收入 10% 左右的增长目标，我们预计公司利润端在未来 3 年同样有望实现双位数增长。若国内宏观消费环境改善，公司增速则有望进一步抬升，对估值也形成拉动效应。

**晨光生物：业绩大幅改善，关注产品价格及美国色素禁令。**公司去年受棉籽业务出现亏损和植提产品价格下滑的双重影响，业绩大幅下滑。今年以来，一方面棉籽业务恢复正常，另一方面植提产品价格平稳，同时销量高增，带动整体业绩大幅改善。股价也在公司大额回购注销、业绩大幅改善和市场回暖的作用下今年大涨。展望未来，一方面公司主力植提产品价格仍处底部区域，向上空间较大，一旦反转业绩弹性可期；另一方面，植物提取物健康属性强，中长期具备量增逻辑。今年 4 月，美国 FDA 宣布将分阶段淘汰 8 种石油基合成色素，天然色素对合成色素在食品饮料中的替代有望加速，公司业务有望进一步打开空间。

**嘉必优：业绩大幅提升，HMO 婴配粉上市。**公司前三季度收入同比+11%，主要系国内客户 ARA 和 DHA 需求仍持续增加；归母净利润同比+54%，主要系产品结构和客户结构优化，叠加生产效率提升所致。同时，综合考虑市场环境及标的公司的业务运行情况较交易筹划初期已发生一定变化，公司在 8 月 29 日公告终止欧易生物并购。尽管如此，我们注意到近期市场监管总局已开始陆续批准含 2'-岩藻糖基乳糖和乳糖-N-新四糖两种 HMO 单体的 1-3 段配方奶粉，预示着 HMO 作为新食品添加剂销量有望实现实质性提升，公司作为行业中的领先公司，也有望在未来获益于该赛道的成长。

此外，我们也积极关注经营治理改善、业绩改善亮眼、阿洛酮糖/HMO 双赛道卡位的**保龄宝**。

## 5. 休闲食品：零食量贩延续高成长，性价比为王

### 5.1 基本面复盘：品类健康趋势显著，高效率零售增长亮眼

**零食量贩渠道红利延续，厂商成长更看新品及品类红利。**1) 零食厂商表现分化，顺应健康消费趋势，具备品类红利的厂商公司表现更为突出：卫龙美味&盐津铺子受益于魔芋品类红利，25H1 收入实现双位数增长；有友食品无骨鸭掌新品 24Q3 成功进入山姆，表现亮眼，贡献 25Q1-3 主要收入增长；西麦食品主营燕麦片产品顺应健康的消费趋势，同时公司积极拥抱零食量贩、电商、山姆等新兴渠道，收入实现稳健增长；洽洽由于原材料价格上涨及品类低价竞争，业绩承压；劲仔及甘源由于渠道费用投放增加短期利润表现较弱。零食厂商对于零食量贩等渠道变革认知平权，25 年厂商新渠道的红利更多回到产品和品类创新的竞争。2) 零食量贩渠道，竞争格局确立，25 年盈利能力持续向上：零食量贩重塑渠道价值链，效率更高，25 年头部品牌仍延续快速开店，竞争格局确立下，业态竞争能力持续向上。3) 卤味连锁品类需求受到竞争扰动，短期仍处于调整阶段：绝味、周黑鸭等卤味连锁业态受到包装卤味、小吃等竞争性的品类的影响，整体商业模式周期有所向下。4) 其他连锁核心在于通过同店向上判断需求是否可扩张，推动加盟连锁业态周期向上：加盟连锁借助了加盟商这一社会资源的杠杆，供应链效率为核心竞争要义，同店向上是判断商业模式的需求仍存在扩张空间的重要指标，比如巴比 25Q2 推出老面小笼包等新品推动同店向上，锅圈 25H1 同店转正。

表 1：顺应性价比消费趋势以及具备品类红利的公司收入增长上表现更为突出

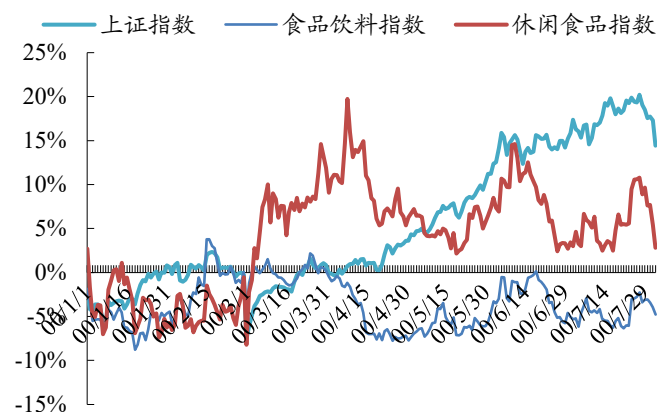
单位：百万元		2025Q1-3				25Q3			
类型	公司	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY
自主生产型 厂商	卫龙美味	3,483	19%	733	18%	-	-	-	-
	洽洽食品	4,501	-5%	168	-73%	1,749	-6%	79	-73%
	盐津铺子	4,427	15%	605	23%	4,427	6%	232	34%
	甘源食品	1,533	-5%	156	-44%	1,533	4%	82	-26%
	劲仔食品	1,808	2%	173	-20%	1,808	7%	61	-15%
	有友食品	1,245	40%	174	43%	1,245	33%	65	45%
	西麦食品	1,696	18%	132	22%	1,696	19%	51	21%
	好想你	1,062	-10%	-5	-	1,062	4%	15	162%
	三只松鼠	7,759	8%	161	-53%	7,759	9%	22	-57%
零食连锁&量 贩零食	良品铺子	4,140	-24%	-122	-	4,140	-18%	-29	-539%
	来伊份	2,854	13%	-125	-	2,854	25%	-75	-30%
	万辰集团	36,562	77%	855	917%	36,562	44%	383	361%
卤味连锁	ST 绝味	4,260	-15%	280	-36%	4,260	-14%	105	-26%

煌上煌	1,379	-5%	101	29%	1,379	1%	24	34%
周黑鸭	1,223	-3%	108	228%	-	-	-	-
紫燕食品	2,514	-6%	194	-44%	2,514	2%	90	-41%
巴比食品	1,356	12%	201	4%	1,356	17%	70	-16%
其他连锁								
味知香	531	4%	53	-22%	531	3%	21	-18%
锅圈	3240	22%	183	113%	-	-	-	-

资料来源：iFind，信达证券研发中心 备注：港股卫龙美味、周黑鸭、锅圈 25Q1-3 为 25H1 数据。

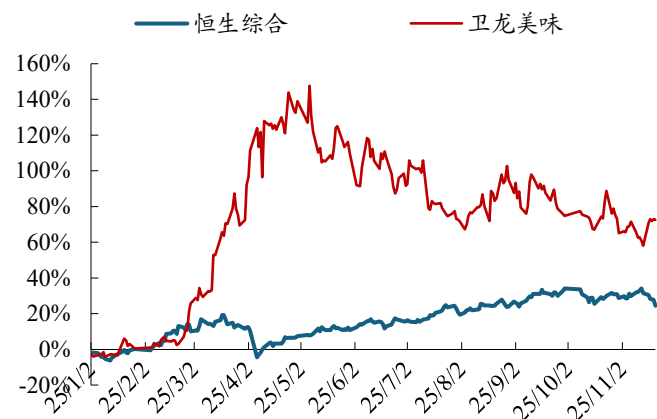
个股行情两极分化明显，厂商端具备品类红利的公司年初至今跑出显著超额收益，零售端效率更高的量贩零食业态跑出超额收益。今年年初以来，休闲食品整体板块行情表现好于食品饮料板块，主要系休闲食品属于食品饮料板块中的后发展品类，近年处于人均渗透率持续提升的周期当中。随着消费者人均消费能力提升，率先满足的是更为基础功能的品类，比如基础调味品、牛奶等。其次，休食品类近年处于渠道变革阶段，前端渠道的快速发展及集中度提升有效带动后端厂商加速提升市占率。个股来说，1）顺应健康趋势的魔芋品类（卫龙）及燕麦品类（西麦食品）跑出显著的超额收益。2）厂商对于渠道变革认知平权，更多是渠道拥抱的节奏差异，比如有友 24Q2 拥抱山姆，甘源 21Q4 拥抱山姆，整体传导到业绩端口更靠后。3）零食量贩顺应渠道变革大势，竞争格局确立下，业绩兑现性好，股价呈现出显著的超额收益。

图 17：今年年初以来休闲食品整体板块行情表现好于食品饮料



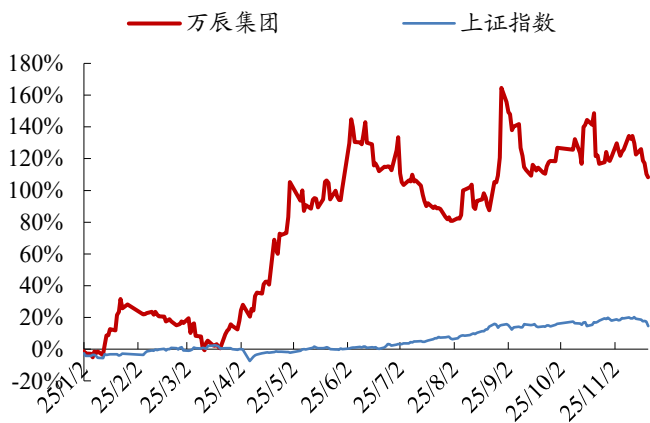
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 19：具备魔芋品类红利的卫龙美味跑出显著的超额收益



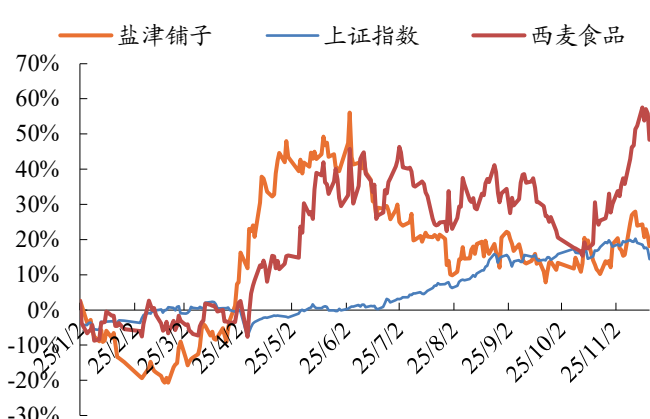
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 18：高效率的零售业态万辰集团显著跑出超额收益



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 20：具备燕麦品类红利的西麦跑出超额收益



资料来源：iFind，信达证券研发中心

## 5.2 投资策略：供需转换，零售变革

**投资主线一：当前处于供需关系转换推动的零售大变革初级阶段，面对需求主导的时代，重点关注效率提升、给消费者在选品及性价比产品提供创造价值的零售商。**零食量贩拉开线下零售变革的序幕，在 24 年行业格局进一步确立下，25 年零食量贩行业在产业大趋势下实现了较快的增长，盈利能力在 25 年显著提升。25 年初零食量贩头部品牌积极探索新的社区折扣超市，社区折扣超市的底层逻辑和零食量贩类似，优化渠道流通环节的效率，并非只有包装食品，很多快消品类都面临供需关系转换和消费者理性的大背景，当然部分品类（典型的如日化洗护等）线上渠道已经极大地提升了流通环节的效率，但是近场消费中依然有很多品类的流通环节效率值得优化，零食品类由于标准化程度高/客单低/厂商分散/优化效果明显等，流通环节的效率优化进度更快。盒马 NB/奥乐齐在 25 年门店数量也实现了进一步的提升，头部零食量贩品牌也在积极探索新的品类供应链拥抱零售变革红利。展望 2026 年，我们仍然看好模型已经完全跑通的零食量贩业态的发展势能，产业大势下，短期头部品牌的开店空间和同店韧性仍存预期差，长期零售生意竞争的核心在于供应链效率和选品能力，零食量贩依托规模优势目前已经在供应链成本建立优势，且头部品牌积极探索新品类的供应链加码社区折扣超市，零售变革大浪潮下未来海阔天空。

图 21：零食量贩行业 25 年延续较快的开店速度

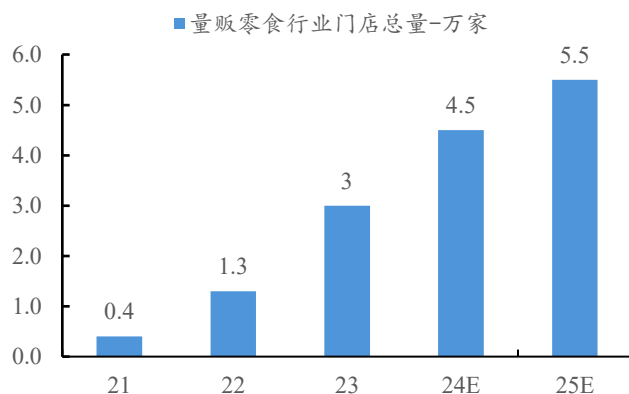
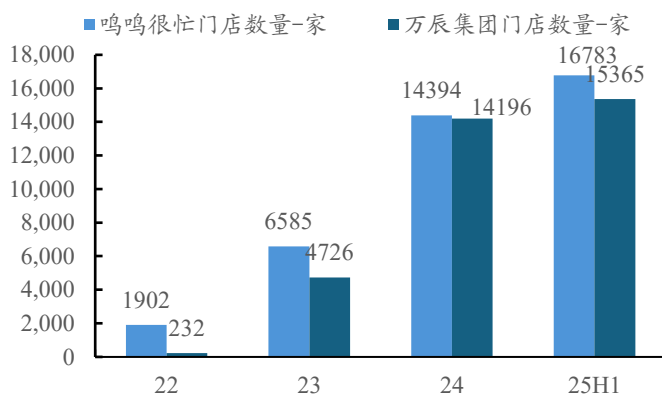


图 22：头部品牌鸣鸣很忙和万辰 25 年保持较快开店速度



资料来源：百度地图等数据，信达证券研发中心

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 23：万辰集团 25 年零食量贩业务盈利能力延续向上

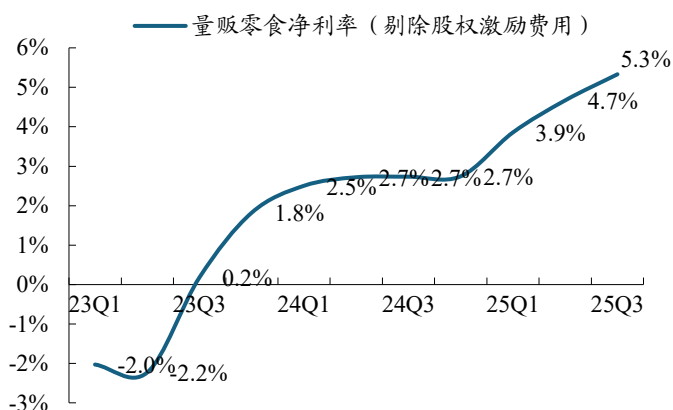
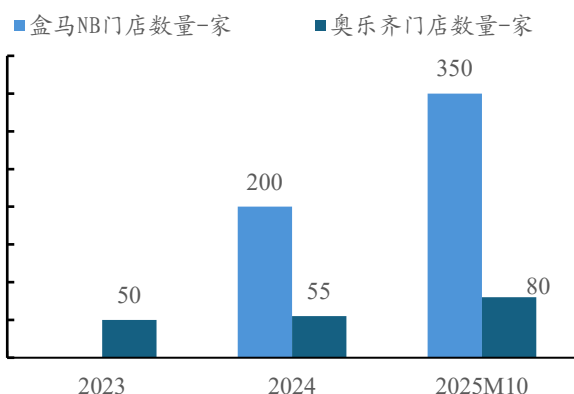


图 24：25 年盒马 NB 和奥乐齐加快社区折扣超市布局



资料来源：iFind，信达证券研发中心

资料来源：品牌观察官、中国经营报、新零售、连锁产业观察微信公众号，信达证券研发中心

**投资主线二：看好具备产品差异化创新且能洞察新消费趋势能力的厂商公司以及受益于下沉市场持续消费升级的品牌。**零食为食品饮料板块中后消费周期的品类，面对消费分层及渠道变革，传统厂商一个大单品走天下的难度在提升，比如山姆的消费者对于零食品类的悦



己、健康度要求更高，需要差异化定制的品种，比如甘源的芥末味夏果，有友的无骨凤爪等，对于厂商差异化创新能力的要求提升。但是在大众消费渠道比如零食量贩渠道里面目前消费者的需求更多仍集中在流量品类提供的基础的“好吃”的价值。从不同层级的消费市场上来看，下沉市场仍处于零食品类基础价值的消费升级中，在下沉市场具备竞争优势的头部品牌，市占率有望进一步提升，比如东鹏饮料。产业链来看，在零食厂商对于零食量贩渠道变革认知平权下，渠道红利的体现更多回归到厂商提供差异化商品的价值竞争而非渠道战略的差异上。品类红利意味着顺应消费趋势下潜在的消费需求的增长，差异化品类创新提前卡位品类红利的玩家成长确定性高，比如卫龙、盐津 25H1 魔芋品类实现高增，贡献主要业绩增量。零食行业目前在“好吃”的基础上呈现出健康的消费趋势等，比如魔芋、燕麦片品类。性价比/供应链成本在零食行业中仍是重要的竞争要素，性价比是物超所值，在商品同样“好吃”的基础上还能让消费者以更便宜的价格买到，同样也是价值创造，比如可口可乐提价克制始终保持产品价格竞争力，市占率始终维持在较高的水平。往后展望，厂商的竞争是多维度的，供应链高效率及顺应渠道趋势的同时，具备产品创新并且能够洞察消费趋势的厂商有望更好把握后续的品类红利的机会，获得更高的成长性，26 年仍然看好具备健康属性的魔芋品类的红利释放。

## 6. 投资策略

### 6.1 白酒板块

**保持现金流优势，成长性转向红利性。**行业调整期，头部品牌虽韧性强，但成长性也有所减弱，腰部品牌更是面临业绩下滑。在未走出调整前，白酒行业的成长性暂告一段落。由于商业模式的优越性，白酒上市公司的现金流依旧稳定，且账面货币资金充裕，加大分红比例、提高股东回报是当前的主旋律。截至 12 月 5 日，2025 年白酒上市企业的股息率普遍在 3%-4%，企业分红规划对估值底有较强的支撑效应。

**集中化趋势下，核心单品韧性强。**本轮行业调整中，各价位大单品及各区域强势单品均占据主动优势，市场份额进一步向头部集中。此外，当行业调整进入业绩下滑期后，渠道出清速度也决定着下一轮启动的先后。我们认为，攻守兼备是当前较有胜率的策略，拥有坚实基本盘的品牌有望在行业普遍出清中做实地位，也将会在需求改善中更快体现出弹性空间。

**投资建议：**推荐品牌护城河突出、业绩稳定强的高端白酒，如**贵州茅台**；业绩出清后仍具核心单品优势的**五粮液**，关注**泸州老窖**；推荐具有较独立势能、具备全国化宽价位带优势的**山西汾酒**；关注在区域市场组织力、渠道力突出且仍具消费升级逻辑的地产酒龙头，如**古井贡酒**；关注消费好转下仍具成长弹性的次高端品牌，如**珍酒李渡**、**舍得酒业**、**酒鬼酒**。

### 6.2 大众品板块

**乳制品：**在供给端牧场持续去化下，奶价下行幅度逐步收窄，供需向平衡推进。尽管下游需求整体低迷，但伴随消费者健康意识增强，低温鲜奶、B 端奶酪、特医婴配粉和成人奶粉等品类需求不断扩张，带动部分特色乳企今年股价表现出色。我们推荐业绩表现坚挺、下一个五年收入增速有望快于 GDP 及行业增长、利润率有望继续提高、当前股息率超 4% 的**伊利股份**，同时关注估值低位的**蒙牛乳业**、兼具奶价反转预期和淘汰牛肉价格上涨预期的**优然牧业**和**现代牧业**以及低温表现亮眼、业绩快速增长的**新乳业**。

**食品添加剂：**全球消费者健康意识持续提升，健康消费品需求日益增长，带动具有健康属



性的食品添加剂需求提升。食品添加剂公司处于产业链上游，出口属性较强，今年在出口端普遍表现出色，驱动业绩提升，从而使得多数公司今年股价上升，而估值依然偏低。我们推荐今年新产能释放、大幅提升利润、国内阿洛酮糖市场明年有望正式开启、泰国工厂已开工建设、中长期业绩有望持续高增的**百龙创园**和海外有望持续增长、糖蜜成本持续下行的**安琪酵母**，同时关注业绩大幅改善、产品价格仍处低位、美国加速淘汰合成色素的**晨光生物**。

**休闲食品：**投资主线一：当前处于供需关系转换推动的变革阶段，面对需求主导的时代，关注实现更高渠道效率的零售商，推荐具备中国特色的硬折扣业态-量贩零食行业头部品牌**万辰集团**。投资主线二：看好具备产品差异化创新且能洞察新消费趋势能力的厂商公司以及受益于下沉市场持续消费升级的品牌。推荐顺应健康消费趋势，26 年魔芋品类红利仍属于释放周期的**卫龙美味**以及**盐津铺子**，关注燕麦品类市占率有望持续提升的**西麦食品**。

**连锁业态：**核心关注业态同店表现反映出的潜在需求情况，若同店向上为需求向上扩张空间大以及品牌竞争能力突出的信号，则有望打开连锁业态的开店天花板。其次关注前端新店型的表现，关注**巴比食品**的堂食店以及**蜜雪集团**幸运咖和**福鹿家**的发展情况。

## 7. 风险因素

**宏观经济不确定风险：**宏观经济增长不达预期，会影响居民收入及消费意愿。

**食品安全风险：**食品安全事故可能对公司乃至行业产生不利影响。

**行业竞争加剧风险：**过度竞争或影响企业目标完成度及盈利水平。

**成本上行风险：**原材料成本上行影响企业盈利水平。

## 研究团队简介

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，4 年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态(深度研究卫龙美味、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、绝味食品、周黑鸭、煌上煌等)，深度研究零食量贩业态（万辰集团等）和折扣零售。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，4 年食品饮料研究经验。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、全国性次高端酒、苏酒、酱酒板块）及社区店型扩品类机会（立高食品、百果园等）。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。3 年食品饮料行业研究经验，覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多和天润乳业等）和食品添加剂（深度研究安琪酵母、百龙创园、嘉必优、晨光生物和保龄宝等）。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。