太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

食品饮料行业|2026年度投资策略报告

证券研究报告
2025/12/30

年度投资策略报告——

底部向阳，寻找结构性亮点

证券分析师：郭梦婕
分析师登记编号：S1190523080002

证券分析师：林叙希
分析师登记编号：S1190124030019

报告摘要

2025年消费需求承压，酒类和餐饮链表现相对靠后，市场给予新品&新渠道&边际改善充分定价。回顾2025年初至今消费需求整体平淡，社零和CPI数据低位运行，传统消费量价承压，性价比、健康化、情绪价值和出海仍是大趋势和结构化亮点。从细分板块来看，酒类和餐饮链表现较弱，主要由于二季度开展整顿违规吃喝活动对餐饮大盘有所影响，同时商务需求较弱。白酒Q1后逐季度走弱，三季度板块报表集体出清，除茅台、汾酒和金种子酒以外酒企营收利润均呈现下滑，贵州茅台飞天散瓶批价从年初2200元一路下跌至近期的1550元，龙头酒企今年动销和库存压力也进一步凸显。啤酒板块在餐饮需求疲软下量价承压，高端化进程阶段性放缓，行业整体表现显著跑输大盘，原材料端大麦、玻璃等成本下行，为盈利能力提供一定缓冲。零食、饮料业绩相对抗压，呈现高频消费和低客单价特点，今年出行旅游需求表现尚可以及新品和新渠道频出，零食和饮料股价表现相对较好。从个股表现来看，市场给予渠道变革、新品新赛道和变化以积极定价，拥有新品或新渠道或边际改善的企业获得更好表现，如零食量贩龙头万辰加速扩店和提升净利率，零食行业龙头推出魔芋大单品，黄酒行业结构升级积极推新，巴比和锅圈进行门店升级改造增长提速。

展望来年内需提振放在首位，低预期弱现实下静待改善。中央经济工作会议定调明年将提振内需放在首位，期待后续更多政策出台带动需求回暖。2025年高端奢侈品国内消费数据Q3略有起色，受益于股市财富效应头部富人群体消费有所改善。若后续房价企稳叠加政策助推，大众消费有望迎来改善。2025年食品饮料板块收益率排名靠后，多数企业释放报表端压力，量价压力凸显，估值水位和市场预期相对偏低，餐饮链整体承压。2026年我们建议关注餐饮链低基数下的修复如速冻食品，速冻食品行业恶性竞争趋缓盈利能力有望修复，在餐饮修复提振需求以及龙头寻求新品类机遇下，板块估值较低有望迎来戴维斯双击。以及看好低价高频刚需品类茶饮和饮料板块，饮料龙头东鹏和农夫平台化能力凸显看好新品类持续扩张，茶饮龙头蜜雪和古茗扩店确定性强，份额有望持续提升，长期空间仍然较广，当下估值回归合理。其次看好零食板块，零食内部看好有新品或者新渠道加成的公司。乳制品行业关注原奶反转周期。白酒排序相对靠后，预估2026年行业库存持续去化，商务消费或将缓慢复苏，地产基建下行压力连续冲击下有望缓解，行业仍将出清在磨底阶段。

把握四条投资脉络，寻找结构性亮点。寻找2026年消费板块结构性亮点，我们将从四大方向把握明年消费投资脉络，外需出海型、成本红利、新品&第二曲线和性价比消费。1）关注外需和出海机会，如国内酵母龙头和食品添加剂龙头海外业务占比近半，海外需求稳步发展叠加产能投放，有效对冲国内单一市场的发展压力。茶饮龙头蜜雪积极探索海外市场，2025年进入日本、美国、哈萨克斯坦等国家，后续计划布局南美市场，蜜雪积极拓展全球版图，推荐蜜雪集团；2）关注成本端改善带来的利润弹性，安琪酵母糖蜜价格下行幅度超预期，推荐安琪酵母；3）关注新品放量或者第二曲线亮眼的公司，推荐立高食品、西麦食品；4）关注受益于性价比消费&情绪消费，推荐东鹏饮料、万辰集团、古茗、泡泡玛特。

目录

1、板块整体回顾

2、白酒：穿越低谷，把握拐点

3、啤酒&饮料：啤酒升级趋缓，茶饮受益于外卖大战，饮料韧性充足

4、大众品：内部分化，关注结构性亮点

1、板块整体回顾

1.1 2025年食品饮料板块整体表现复盘

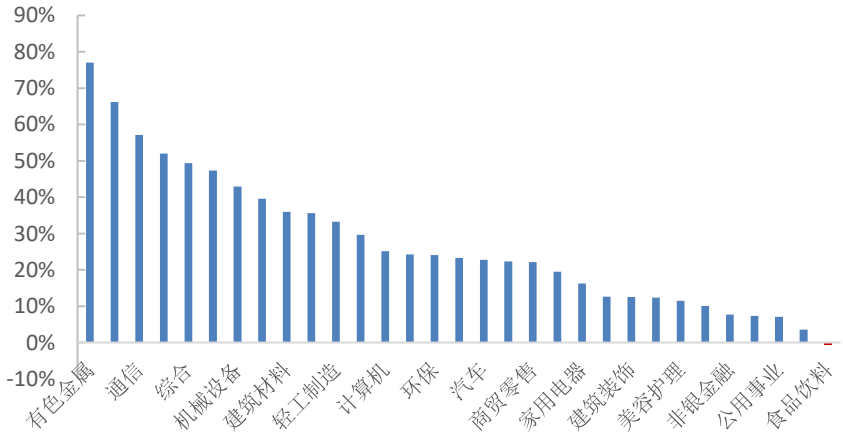
➢**食品饮料板块显著跑输大盘，上半年新消费行情后板块深度回调。**年初因春节消费略高于低预期，市场普遍对“消费复苏”和“顺周期回暖”抱有一定期待，同时贸易战背景下提振内需成为主线，消费政策如国补、生育政策陆续出台，板块一度反弹14%。然而伴随财报季展开，叠加社会消费品零售总额增速放缓，禁酒令等政策影响餐饮消费场景，消费力复苏的斜率远低于预期，内需疲软成为市场共识，6月以来消费板块开始深度回调。年初至今食品饮料板块涨幅-0.62%，跑输上证指数15.0pct，位列全行业末尾。

图表1：食品饮料指数和上证综指年初至今表现



资料来源：Wind，太平洋证券

图表2：申万分行业年初至今（11/21）涨跌幅

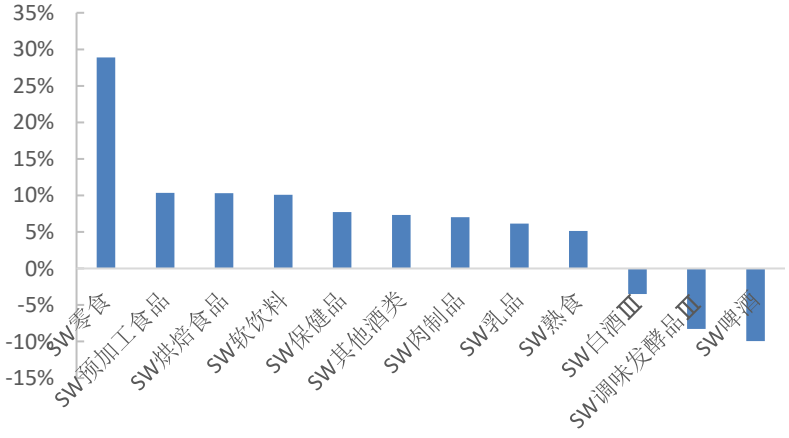


资料来源：Wind，太平洋证券

1.1 2025年食品饮料板块整体表现复盘

➢**零食、软饮料景气延续，餐饮链有所反弹，酒类表现偏弱。**从分板块表现来看，零食板块一骑绝尘，年初至今涨幅达28.88%，零食板块因渠道扩张维持高景气，前三季度总营收增速达30.97%；软饮料由于出行旅游表现旺盛和低价高频是唯一实现营收、利润双位数增长的板块，股价涨幅10.11%；餐饮链相关的预加工食品、烘焙食品有所反弹，分别实现10.34%、10.29%涨幅。酒类板块表现疲软，白酒动销不及预期，批价走弱，财报出清，股价表现和基本面业绩增速基本相吻合。啤酒板块业绩虽有一定支撑，但高端化逻辑受阻影响估值体系。

图表3：食品饮料分板块年初至今（11月24日）涨跌幅



资料来源：Wind，太平洋证券

图表4：食品饮料分板块2025年前三季度收入利润增速

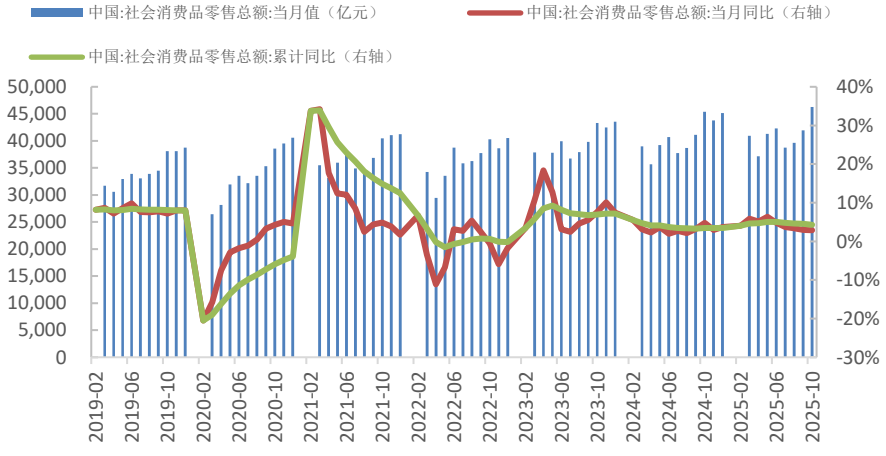
板块	2025Q1-3总收入增速（%）	2025Q1-3归母净利润增速（%）
零食	30.97%	-3.31%
预加工食品	-0.80%	-8.36%
烘焙食品	-0.70%	-17.48%
软饮料	10.93%	14.69%
保健品	-2.81%	8.16%
其他酒类	-3.71%	-7.43%
肉制品	0.39%	-7.31%
乳品	0.79%	-2.04%
熟食	-10.93%	-33.55%
白酒	-5.83%	-6.93%
调味发酵品	3.87%	6.29%
啤酒	2.02%	11.82%

资料来源：Wind，太平洋证券

1.1 2025年食品饮料板块整体表现复盘

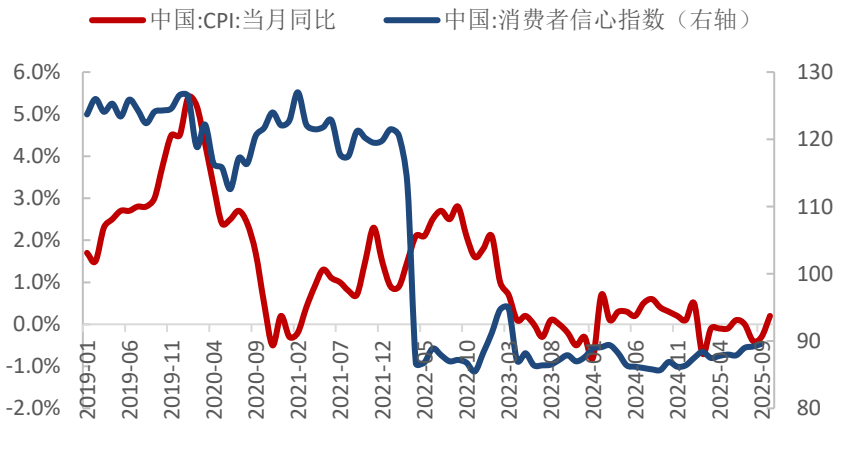
➢ **消费面临通缩压力，弱复苏常态化，信心修复仍需时日。**2025年社零走势整体延续了2024年的平淡走势，增速始终在一个较低的区间（低个位数）窄幅波动，这表明依靠人口红利和地产财富效应推动的高增长时代已彻底结束，消费市场进入了存量博弈的“新常态”。2025年CPI同比增速长期在0%附近挣扎，部分月份触及负值区间，影响部分企业提价能力。消费者信心指数自2022年4月出现断崖式下跌，长期处于低位震荡，意味着居民对未来收入预期的不确定性增加。在CPI和消费者信心指数出现实质性拐点之前，2026年的投资机会依然在于寻找能够适应“低通胀、低信心”环境，通过极致效率提供高性价比产品的企业。

图表5：中国社零表现



资料来源：Wind，太平洋证券

图表6：中国CPI与消费者信心指数



资料来源：Wind，太平洋证券

1.1 2025年食品饮料板块整体表现复盘

➢**股市财富效应使得高端消费有所抬升，需关注持续性。**从近期的消费跟踪来看，部分高端消费品数据略有复苏，预计主因股市上涨增强了高净值人群的财富信心，带来财富效应，以及部分中国消费者回流到本土消费奢侈品，需要持续关注高端消费复苏的持续性。

图表7：近期高端消费表现

板块	案例
奢侈品板块	LVMH（除日本外）亚太区营收在连续6季度下滑后，于2025年Q3有机增长2%，中国大陆区营收首次转正，实现中位数增长。 爱马仕25Q3在亚洲市场（日本除外）增长6%。 开云集团第三季度亚太市场（不含日本）同店销售同比下降10%，较第二季度的-19%有所收窄。 拜尔斯道夫旗下高端贵妇品牌La Perla三季度增速转正，在中国市场双位数增长。
美妆护肤板块	欧莱雅中国大陆市场连续两个季度正增长，25Q3内生增长约3%，由高端品牌带动，兰蔻、赫莲娜、YSL等高端线品种在中国市场表现突出。 雅诗兰黛3Q25中国大陆内生收入约+9%（25H1中个位数增长），7个品牌均实现双位数增长。
高端商场&购物	太古地产中国高端购物商场在25Q3表现强劲，25年前三季度太古购物广场销售额+3.4%，环比25H1销售额+1.4%明显提速。今年前三季度上海兴业太古汇+41.9%，北京三里屯太古里+7.8%，上海前滩太古里+5.6%，广州太古汇、成都远洋太古里均实现增长。
免税数据	国庆离岛免税销售金额9.44亿元，购物人数12.29万人次，人均购物金额7685元，较2024年国庆假期分别增长13.6%、3.2%和10%。11.1-7日海南离岛免税销售同比+30%，环比10月进一步加速。
航空数据	最新周度数据显示，全行业航班量同比小幅增长，其中国内线+1%，国际地区线+13%。国内票价同比持续提升，全行业国内含税票价同比+5%，较2019年-5%。自9月后，行业公商务需求现回暖迹象，国庆量价均同比正增长，节后价格延续增长趋势。

资料来源：Wind，太平洋证券

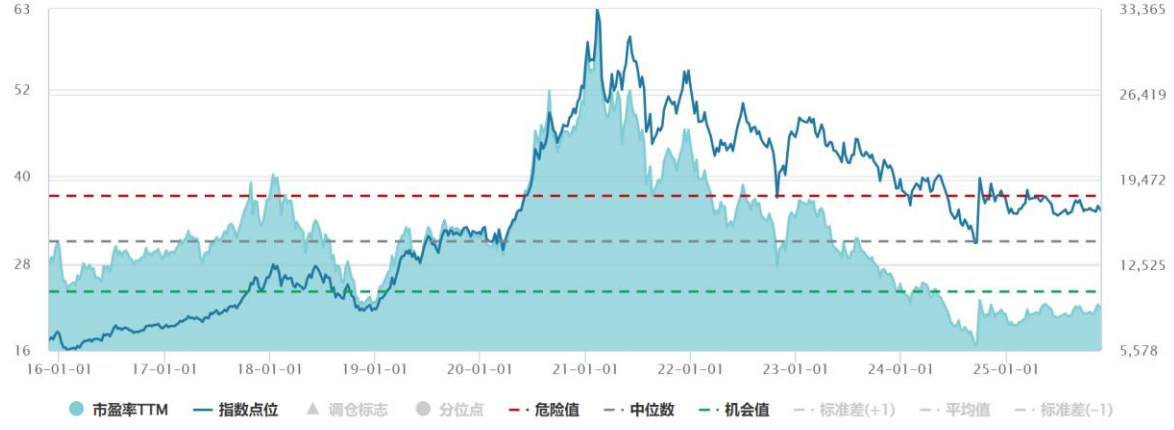
1.2 估值表现

➢ **估值处于历史较低分位数。**SW食品饮料最新PE(TTM)为21.9X，估值水平位于历史10年期间的13.2%和5年的26.4%分位数。从分板块估值来看，其他酒类、保健品、零食估值排序靠前，其他酒类主因利润下滑抬升估值，啤酒、白酒估值较低。

图表8：2025年12月11日SW食品饮料分行业PE（TTM）

板块	PE(TTM)	PE(25)	5年分位数	10年分位数
SW其他酒类	52.49	56.02	31.64%	38.44%
SW保健品	35.66	46.97	92.58%	91.87%
SW零食	34.78	33.89	82.81%	63.99%
SW烘焙食品	29.26	30.09	65.63%	42.27%
SW肉制品	28.82	23.11	51.56%	48.34%
SW调味发酵品III	28.11	28.59	11.72%	5.87%
SW软饮料	26.15	27.39	42.58%	48.53%
SW乳品	24.99	22.84	49.22%	27.20%
SW预加工食品	23.27	24.32	40.23%	20.24%
SW啤酒	22.06	15.72	6.25%	3.13%
SW白酒III	18.85	18.58	14.84%	9.00%

图表9：SW食品饮料指数历史PE（TTM）



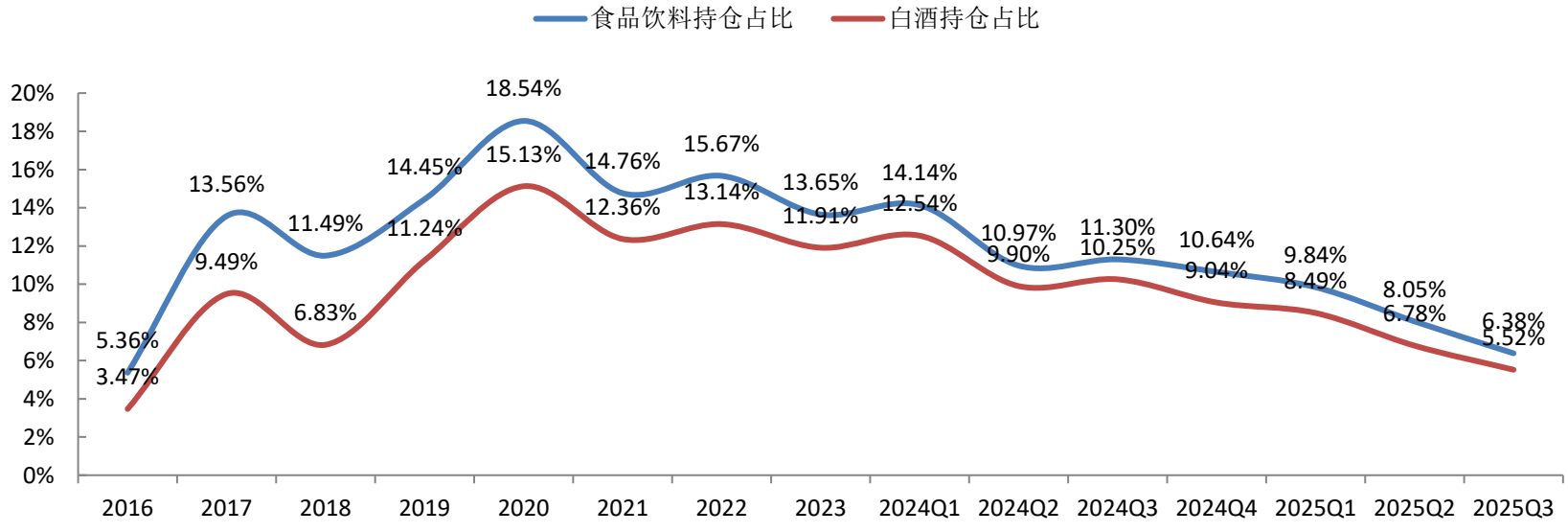
资料来源：Wind，太平洋证券

1.3 基金持仓

➢2025Q3食品饮料板块基金持仓市值占比自高点回落后震荡下行，持仓占比与2016年接近。

➢食品饮料板块自2020年见顶回落，目前基金持仓市值占比处于震荡下行阶段，2025Q3占比6.38%，接近2016Q4的5.36%，其中白酒板块目前占比5.52%，超过2016年的3.47%，处于历史较为底部位置。

图表10：食品饮料子版块基金持仓市值情况



资料来源：wind，太平洋证券

1.3 基金持仓

➢**2025Q3食品饮料板块基金持仓市值环比提升，子版块中白酒、调味发酵品、肉制品、保健品环比上升。**1）2025Q3食品饮料板块基金持仓市值2581亿，环比提升4%，目前市值持仓比例6.38%，环比-1.66pct。2）子版块中白酒、调味发酵品、肉制品、保健品基金持仓市值环比上升，分别环比提升7%、28%、54%、17%，其余子版块均环比下滑。白酒、乳品、啤酒、调味发酵品、软饮料持仓比例环比分别变动-1.26、-0.07、-0.12、+0.00、-0.08pct。

图表11：食品饮料子版块基金持仓市值情况

持仓市值(亿元)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q25	2Q25	3Q25	3Q25环比
食品饮料	3851	2906	3566	3148	2979	2479	2581	4%
白酒Ⅲ	3415	2622	3237	2675	2571	2090	2234	7%
乳品	131	77	85	153	133	91	90	0%
啤酒	118	72	77	100	85	78	52	-33%
调味发酵品	41	31	40	45	36	33	42	28%
软饮料	29	29	33	62	58	80	73	-9%
预加工食品	19	17	31	23	24	21	14	-35%
零食	31	15	24	46	27	47	36	-24%
其他酒类	15	11	15	19	17	16	13	-17%
肉制品	33	20	18	16	17	13	20	54%
烘焙食品	3	2	3	6	9	9	5	-49%
保健品	12	8	1	1	1	1	1	17%
熟食	4	3	1	0	0	0	0	-100%
持仓比例（%）	**1Q25**	**2Q25**	**3Q25**	**4Q25**	**1Q25**	**2Q25**	**3Q25**	**3Q25环比**
食品饮料	**14.14%**	**10.97%**	**11.30%**	**10.64%**	**9.84%**	**8.05%**	**6.38%**	**-1.66pct**
白酒Ⅲ	12.54%	9.90%	10.25%	9.04%	8.49%	6.78%	5.52%	**-1.26pct**
乳品	0.50%	0.29%	0.27%	0.52%	0.44%	0.29%	0.22%	**-0.07pct**
啤酒	0.44%	0.27%	0.24%	0.34%	0.28%	0.25%	0.13%	**-0.12pct**
调味发酵品	0.15%	0.12%	0.13%	0.15%	0.12%	0.11%	0.10%	**0pct**
软饮料	0.11%	0.11%	0.10%	0.21%	0.19%	0.26%	0.18%	**-0.08pct**
预加工食品	0.13%	0.08%	0.10%	0.08%	0.08%	0.07%	0.03%	**-0.03pct**
零食	0.07%	0.06%	0.08%	0.15%	0.09%	0.15%	0.09%	**-0.06pct**
其他酒类	0.12%	0.06%	0.05%	0.07%	0.06%	0.05%	0.03%	**-0.02pct**
肉制品	0.06%	0.04%	0.06%	0.05%	0.06%	0.04%	0.05%	**0.01pct**
烘焙食品	0.05%	0.03%	0.01%	0.02%	0.03%	0.03%	0.01%	**-0.02pct**
保健品	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	**0pct**
熟食	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	**0pct**

资料来源：wind，太平洋证券

1.3 基金持仓

➢**2025Q3基金持仓市值前15个股中汾酒、泸州老窖、洋河、今世缘，海天、万辰、酒鬼酒获得加仓，汾酒、泸州老窖、洋河、酒鬼酒加仓比例较大。**1）2025Q2基金持仓市值前15个股中贵州茅台、五粮液持仓比例环比下降较多，分别-1.01、-0.22pct，泸州老窖、洋河股份、酒鬼酒环比增幅最大，分别+0.01、+0.02、+0.04pct。2）汾酒、泸州老窖、洋河、今世缘，海天、万辰、酒鬼酒获得基金加仓，其中酒鬼酒、洋河、泸州老窖、汾酒加仓比例较大，持股占流通股比例环比提升8.87%、1.81%、1.55%、1.4%。

图表12：食品饮料子版块基金持仓市值情况

持仓比例(%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q25	2Q25	3Q25	3Q25环比
贵州茅台	5.43%	4.47%	5.13%	4.69%	4.67%	4.06%	3.06%	-1.01%
五粮液	2.29%	1.78%	2.08%	1.89%	1.21%	0.90%	0.67%	-0.22%
山西汾酒	1.30%	1.02%	0.88%	0.75%	0.92%	0.67%	0.65%	-0.03%
泸州老窖	1.70%	1.17%	0.85%	0.73%	0.79%	0.57%	0.58%	0.01%
古井贡酒	0.75%	0.60%	0.45%	0.35%	0.32%	0.21%	0.19%	-0.02%
伊利股份	0.47%	0.27%	0.22%	0.47%	0.38%	0.23%	0.17%	-0.07%
洋河股份	0.41%	0.35%	0.37%	0.32%	0.24%	0.15%	0.16%	0.02%
东鹏饮料	0.09%	0.09%	0.08%	0.16%	0.15%	0.22%	0.14%	-0.08%
今世缘	0.34%	0.24%	0.16%	0.15%	0.22%	0.13%	0.10%	-0.03%
青岛啤酒	0.21%	0.09%	0.09%	0.16%	0.13%	0.10%	0.06%	-0.04%
海天味业	0.06%	0.05%	0.07%	0.08%	0.06%	0.05%	0.05%	0.00%
万辰集团	0.01%	0.00%	0.01%	0.04%	0.03%	0.06%	0.05%	-0.01%
燕京啤酒	0.01%	0.01%	0.02%	0.05%	0.05%	0.08%	0.05%	-0.04%
酒鬼酒	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%	0.04%
盐津铺子	0.04%	0.02%	0.03%	0.05%	0.04%	0.07%	0.03%	-0.03%

	持有基金数	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股占流通股比例环比变动	持股总市值(亿元)	持股市值占基金净值比(%)	持股市值占基金股票投资市值比(%)	所属行业
贵州茅台	1048	-322	6.84%	-0.23%	1236	34.12%	137.47%	白酒
五粮液	284	-747	5.79%	-0.19%	273	7.53%	30.34%	白酒
山西汾酒	161	1714	11.03%	1.40%	261	7.20%	29.02%	白酒
泸州老窖	146	2287	12.03%	1.55%	233	6.44%	25.93%	白酒
古井贡酒	54	-53	11.56%	-0.14%	76	2.09%	8.44%	白酒
伊利股份	207	-1207	3.90%	-0.19%	67	1.85%	7.44%	乳品
洋河股份	39	2732	6.45%	1.81%	66	1.82%	7.34%	白酒
东鹏饮料	134	-325	3.48%	-0.62%	55	1.52%	6.11%	软饮料
今世缘	34	252	8.57%	0.20%	42	1.16%	4.67%	白酒
青岛啤酒	25	-1019	4.75%	-1.44%	22	0.61%	2.47%	啤酒
海天味业	34	783	0.86%	0.14%	19	0.52%	2.08%	调味发酵品
万辰集团	43	35	6.18%	-0.20%	19	0.52%	2.08%	零食
燕京啤酒	42	-4668	6.01%	-1.86%	18	0.50%	2.03%	啤酒
酒鬼酒	20	2882	8.89%	8.87%	18	0.50%	2.00%	白酒
盐津铺子	39	-645	8.17%	-2.62%	14	0.39%	1.56%	零食

资料来源：wind，太平洋证券

1.4 消费市场中长期趋势展望

供给创新挖掘细分需求

消费分层和需求分化的时代，捕捉差异化细分需求的好产品是稀缺的，供给创新引领细分领域繁荣。

性价比消费

消费理念回归理性消费，追求性价比和质价比，背后是去中间环节和效率的提升。



品牌出海

看好品牌出海的机会，背后是强大供应链的支撑和国力与文化的输出。

悦己型消费

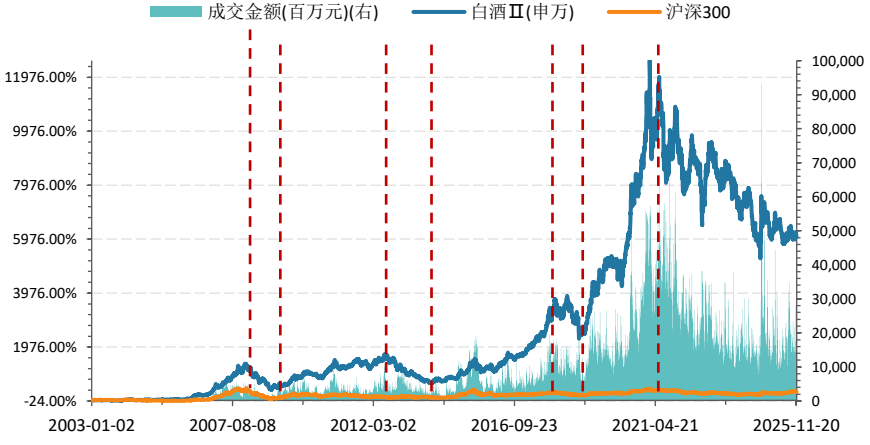
个性化时代下悦己型消费崛起，年轻人愿意为情绪价值买单。

2、白酒：穿越低谷，把握拐点

2.1 白酒：复盘历史，本轮白酒调整时间最长，行业或已确立底部

➢**2003年以来行业共经历4次调整，本轮时间跨度最长或已确立底部。**复盘过去行业周期演绎，1）2008年全球金融危机使得行业遭受外生系统性风险，但此轮调整较为迅速（仅08Q4出现业绩下滑），股价调整12个月幅度达61%，其中估值回撤81%。2）2012-2013年，因限制“三公消费”政策及塑化剂事件等影响，行业步入深度调整期，股价调整跨度18个月幅度达59%，其中估值底部仅8倍。3）2018年国内宏观去杠杆，中美贸易战加深经济增速放缓担忧，此轮白酒调整时间最短仅4个月；5）2021-2025年，受到国内经济结构调整、内需疲软的影响，行业步入历史最长调整期，目前调整时间长达57个月，最高调整幅度达58%，其中估值最高回撤幅度达74%，对照历史调整幅度较为充分，我们认为此轮调整已确立底部区间。

图表13：白酒II（申万）行业涨幅（截至2024.11.25）



资料来源：Wind，太平洋证券

图表14：白酒II（申万）历史调整复盘

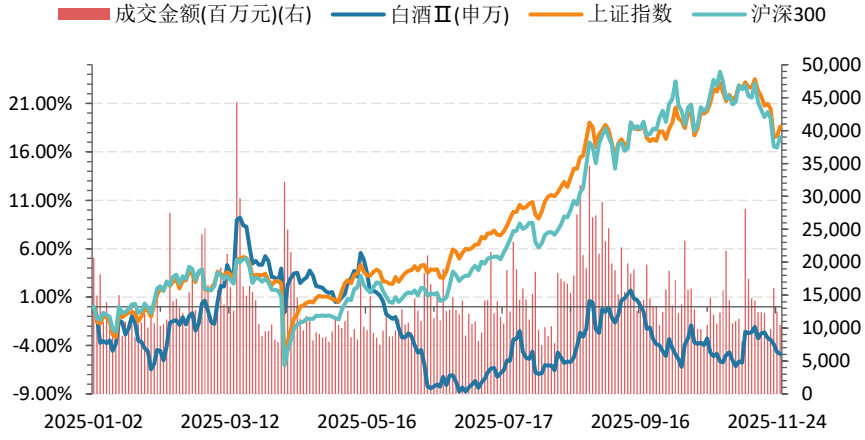
时间	调整时间	调整幅度	估值变动(PE-TTM))	估值回撤幅度
2008.1-2009.1	12个月	61%	96X-18X	81%
2012.7-2014.1	18个月	59%	31X-8X	74%
2018.6-2018.10	4个月	40%	37X-21X	43%
2021.2-2025.11	57个月	58%	61X-16X	74%

资料来源：Wind，太平洋证券

2.2 今年白酒板块总体呈现“弱预期、弱现实”特征，股价走势跑输大盘

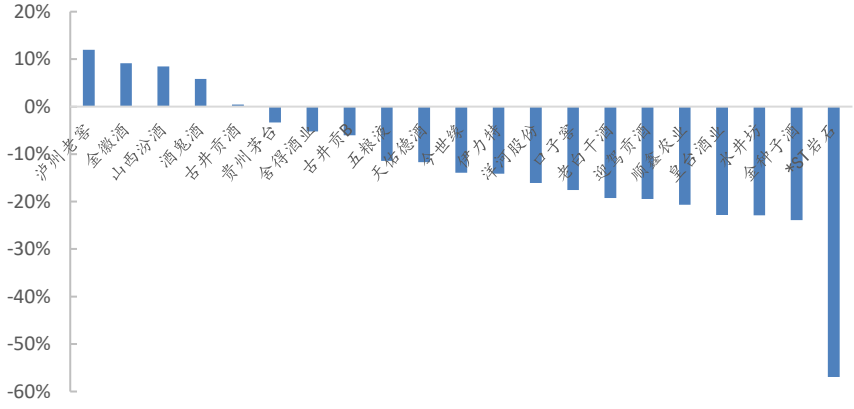
➢**今年白酒板块显著跑输大盘，白酒板块年初至今收益率-4.87%，跑输沪深300/上证指数22.41pct/23.49pct。**年初春节需求相对有韧性，一季报表现稳健，板块随大盘反弹至最高9.22%，但进入Q2后，受宏观经济预期波动及内需复苏节奏放缓影响，白酒板块整体表现疲软，全年走势与大盘呈现显著的“剪刀差”背离。个股表现有所分化，板块内仅泸州老窖、金徽酒、山西汾酒、酒鬼酒、古井贡酒录得正收益，显示出稳健业绩以及特定改革红利下的抗跌韧性。相比之下，大部分二三线次高端及泛全国化标的出现深度回调。

图表15：白酒Ⅱ(申万)今年累计涨跌幅（截至2024.11.25）



资料来源：Wind，太平洋证券

图表16：白酒板块个股年初至今涨跌幅（截至2024.11.25）



资料来源：Wind，太平洋证券

2.3 三季度白酒企业报表端加速出清，行业处于深度调整期

➢**三季度企业主动降速匹配真实需求，报表端大幅出清。**业绩层面上，2025前三季度SW白酒板块总收入同比-5.8%，归母净利润同比-6.9%，2025单三季度SW白酒板块总收入同比-18.4%，归母净利润同比-22.2%，其中2025Q3白酒板块（剔除茅台）总收入同比-31.5%，归母净利润同比-48.0%。2025Q3上市公司报表层面加速出清，环比Q2加速下滑，特别是行业龙头五粮液的大幅下滑，宣告了本轮行业报表端正式进入深度调整。展望四季度，因需求低迷、企业包袱仍待释放、2026年春节偏晚的因素，预计酒企报表侧出清将延续深度出清。

图表17：2025Q1-3白酒企业业绩表现

	2025Q1		2025Q2		2025Q3	
证券简称	营收同比	归母净利润同比	营收同比	归母净利润同比	营收同比	归母净利润同比
贵州茅台	10.67%	11.56%	7.26%	5.25%	0.35%	0.48%
五粮液	6.05%	5.80%	0.10%	-7.58%	-52.66%	-65.62%
泸州老窖	1.78%	0.41%	-7.97%	-11.10%	-9.80%	-13.07%
高端酒	**7.99%**	**8.47%**	**3.45%**	**0.62%**	**-15.04%**	**-14.80%**
山西汾酒	7.72%	6.15%	0.45%	-13.50%	4.05%	-1.38%
水井坊	2.74%	2.15%	-31.37%	-251.25%	-58.91%	-75.01%
酒鬼酒	-30.34%	-56.78%	-56.57%	-147.77%	0.78%	70.93%
舍得酒业	-25.14%	-37.10%	-3.44%	139.48%	-15.88%	-63.18%
全国次高端酒	**2.81%**	**2.03%**	**-5.44%**	**-19.41%**	**-8.76%**	**-18.41%**
古井贡酒	10.38%	12.78%	-14.23%	-11.63%	-51.65%	-74.56%
迎驾贡酒	-12.35%	-9.54%	-24.13%	-35.20%	-20.76%	-39.01%
口子窖	2.42%	3.59%	-48.48%	-70.91%	-46.23%	-92.55%
洋河股份	-31.92%	-39.93%	-43.67%	-62.66%	-29.01%	-158.38%
今世缘	9.17%	7.27%	-29.69%	-37.06%	-26.78%	-48.69%
区域次高端酒	**-12.44%**	**-18.90%**	**-31.13%**	**-41.21%**	**-36.76%**	**-80.73%**
伊力特	-4.32%	-9.29%	-44.86%	-52.75%	-29.44%	-158.52%
金种子酒	-29.41%	-320.62%	-24.16%	-408.17%	3.73%	74.42%
老白干酒	3.36%	11.91%	-1.95%	0.16%	-47.55%	-68.48%
金徽酒	3.04%	5.77%	-4.02%	-12.78%	-4.89%	-33.02%
区域中低端酒	**-2.56%**	**-7.93%**	**-12.18%**	**-20.55%**	**-33.43%**	**-76.95%**

资料来源：Wind，太平洋证券

2.4 白酒批价普遍下行，内部结构分化，大众价格带稳定

➢**2025年白酒消费持续承压，批价整体走弱，但内部结构分化明显。**从批价跌幅来看，截至2025年11月27日，1500元以上茅台>二线酱酒>千元价格带>500-800元次高端产品>300-500元次高端>100-300元大众价格带。价格本质上反映供需关系。

➢ 白酒消费主要场景包括商务宴请、礼品馈赠、宴席聚会和日常自饮。当下需求影响最大的为商务宴请场景，而当前商务消费持续疲软，导致1500元以上高端产品批价大幅下挫，茅台系列价格较年初下跌超过600元。同时，宴席市场增长乏力，对500-800元次高端产品形成压力。相比之下，100-300元大众价格带产品契合日常饮用和小型聚会需求，展现出较强韧性，多数产品价格稳定甚至小幅上涨。中高端人群的送礼刚性产品的部分产品在消费降级环境中仍具竞争力，如内参、古20仍能保持价格上行。

图表18：2025年主流单品批价表现（截至2025.11.26）

价格带	代表单品	批价（元）	较2025年初变动（元）	跌幅（%）
1500元以上	飞天茅台（整箱）	1610	-620	28%
	飞天茅台（散瓶）	1600	-610	28%
	精品茅台	2050	-720	26%
千元价格带	1935	670	-20	3%
	八代五粮液	800	-120	13%
	国窖1573	850	-10	1%
	内参	750	25	上升
	青花30复兴版	690	-60	8%
500-800主流次高端产品	M6+	540	-10	2%
	古20	500	34	上升
二线酱酒	君品习酒	620	-90	13%
	习酒窖藏1988	360	-40	10%
	珍30	590	-90	13%
300-500	特曲60	410	0	0%
	梦之蓝M3	365	15	上升
	水晶剑	405	-5	1%
	青花20	358	0	持平
	品味舍得	360	0	持平
	臻酿八号	360	0	持平
100-300	天之蓝	265	-4	1%
	海之蓝	115	1	上升
	古8	210	10	上升
	古5	105	7	上升

资料来源：今日酒价，百荣酒价，茅粉鲁智深，太平洋证券

2.5 白酒板块投资建议

➢ **关注库存去化速度与需求复苏斜率，优选确定性龙头。**我们认为白酒行业仍处于“弱需求—去库存—价格体系再平衡”的后周期阶段，短期高端价格带批价仍面临继续下调压力：一方面商务宴请等核心场景恢复斜率偏缓，需求弹性不足以消化此前供给与渠道蓄水形成的库存；另一方面渠道端出清尚未完全，部分区域与经销商为回笼现金流存在降价换量与跨区流货的扰动，高端批价的“磨底”过程或仍需时间。板块配置建议以“稳健防守+等待拐点”为主，优先选择品牌力最强、控量稳价能力突出、产品结构稳健、渠道体系健康的龙头，关注贵州茅台、山西汾酒。

图表19：白酒盈利预测

证券简称	收入				利润				收入yoy				利润yoy				PE		
	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
贵州茅台	1741	1841	1945	2044	862	913	963	1012	16%	6%	6%	5%	15%	6%	6%	5%	20	19	18
山西汾酒	360	371	394	418	122	122	131	142	13%	3%	6%	6%	17%	0%	7%	8%	19	18	17

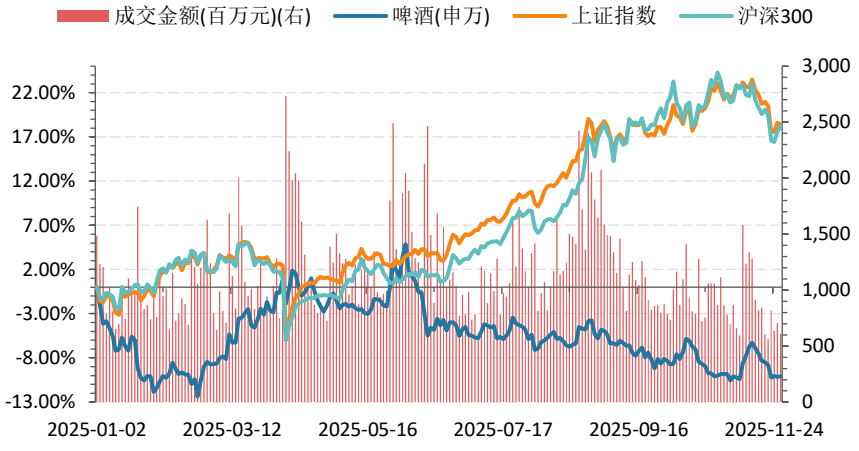
资料来源：Wind，太平洋证券（注：数据截止2025.11.26）

3、啤酒&饮料：啤酒升级趋缓，茶饮受益于外卖大战，饮料韧性充足

3.1.1 啤酒板块表现低迷，大幅跑输大盘

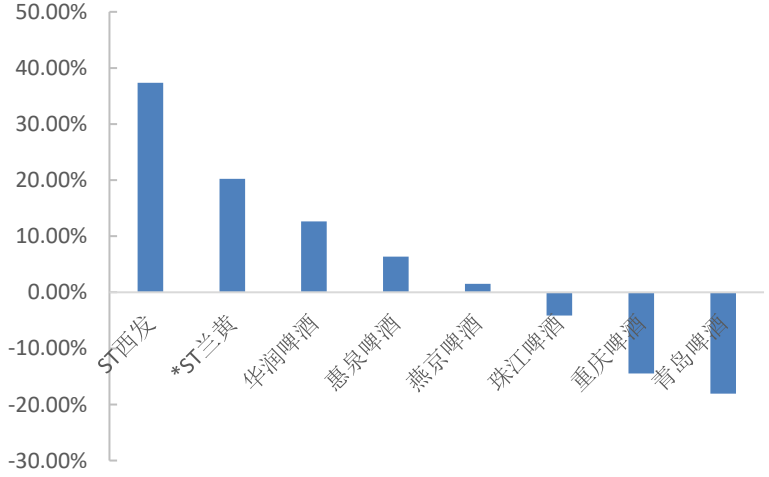
➢**截至11月26日，啤酒板块年初至今收益率-10.09%，跑输沪深300/上证指数28.34pct/28.53pct。**今年啤酒板块整体表现疲软，与大盘走势形成鲜明背离。自二季度起，因对公务用餐行为的全面收紧，叠加内需疲软，啤酒板块与大盘剪刀差逐渐走阔，当前啤酒板块年初至今收益率-10.09%，跑输沪深300/上证指数28.34pct/28.53pct。从个股来看，具有重组预期的ST兰黄表现较好，而全国性的行业龙头青岛啤酒、重庆啤酒因量价表现低迷跌幅居前。

图表20：啤酒指数（申万）今年累计涨跌幅（截至2025.11.26）



资料来源：Wind，太平洋证券

图表21：啤酒板块个股年初至今涨跌幅（截至2025.11.27）



资料来源：wind，太平洋证券

3.1.2 啤酒：2025年板块业绩承压，高端化趋势趋缓

➢**三季度量价压力显著，高端化趋势趋缓。**2025Q1-3啤酒板块营收同比+2.0%，归母净利润同比+11.8%，2025Q1-3青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒营收同比+1.4%/-0.0%/4.6%/3.8%，归母净利润同比5.7%/-6.8%/37.5%/17.1%，依托大单品U8持续放量，燕京啤酒业绩领跑啤酒板块。拆分量价来看，需求由于宏观环境承压，各家销量均维持低个位数增长，2025Q1-3青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒销量同比+1.6%/0.4%/1.4%/1.8%，2025H1华润啤酒销量+2.2%；吨价升级显著放缓，2025Q1-3青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒吨价同比-0.2%/-0.5%/3.1%/1.9%，2025H1华润啤酒吨价+0.4%，行业长期依赖的高端化逻辑暂时受阻，市场对重庆啤酒、青岛啤酒等龙头的杀估值，本质上是对其高端化进程停滞及吨价下滑的定价修正。

图表22：2025Q1-3啤酒企业业绩表现

	2025Q1				2025Q2				2025Q3				2025Q1-3			
证券简称	营收同比	归母净利润同比	销量同比	吨价同比	营收同比	归母净利润同比	销量同比	吨价同比	营收同比	归母净利润同比	销量同比	吨价同比	营收同比	归母净利润同比	销量同比	吨价同比
青岛啤酒	2.9%	7.1%	3.5%	-0.6%	1.3%	7.3%	1.0%	0.3%	-0.2%	1.6%	0.3%	-0.3%	1.4%	5.7%	1.6%	-0.2%
重庆啤酒	1.5%	4.6%	1.9%	-0.3%	-1.8%	-12.7%	0.0%	-1.9%	0.4%	-12.7%	-0.7%	1.1%	-0.0%	-6.8%	0.4%	-0.5%
燕京啤酒	6.7%	61.1%	2.6%	4.0%	6.1%	43.0%	2.6%	3.4%	1.6%	26.0%	0.1%	1.4%	4.6%	37.5%	1.4%	3.1%
珠江啤酒	10.7%	29.8%	11.7%	-0.9%	5.0%	20.2%	1.1%	3.8%	-1.3%	8.2%	-2.9%	1.6%	3.8%	17.1%	1.8%	1.9%

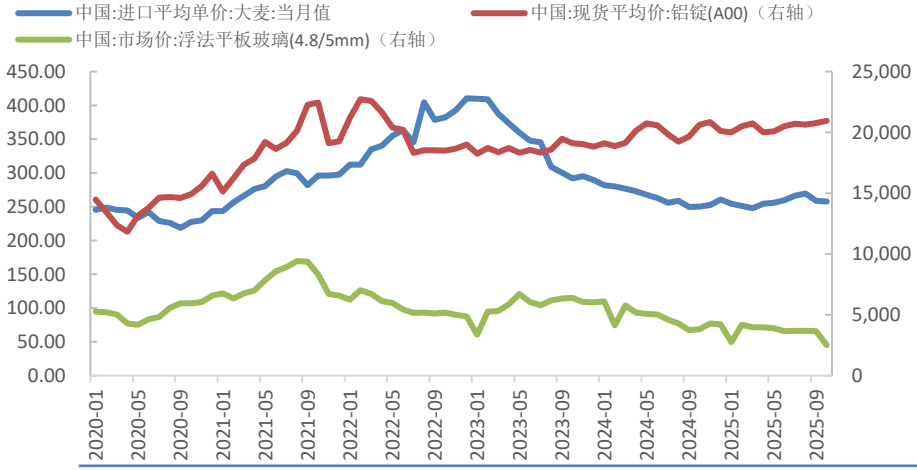
	2025H1			
	营收同比	归母净利润同比	销量同比	吨价同比
华润啤酒	0.8%（啤酒业务+2.6%）	23.0%	2.2%	0.4%

资料来源：公司公告，太平洋证券

3.1.3 啤酒：主要原材料中大麦、玻璃价格仍处下行趋势

➢ **主要原材料中大麦、玻璃价格仍处下行趋势。**2020年起大麦进口价开始攀升，2023年1月左右达峰值，2023年8月商务部公告表示将终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反侵销税和反补贴税，进口大麦价格大幅下降，数据显示，2025年10月大麦价格已回落至257.89美元/吨，今年大麦价格走势总体低位震荡。包材成本方面，铝锭价格今年有所抬升，2025年10月价格为20960.5元/吨，较年初上涨5%，玻璃价格呈现下降趋势，2025年10月价格为2502.3元/吨。2025Q1-3青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒吨成本分别变动-2.8%/-2.4%/-0.8%/-0.7%。

图表23：2020-2025年10月主要原材料价格变动



资料来源：Wind，太平洋证券

图表24：啤酒企业吨成本变动情况

证券简称	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1-3
青岛啤酒	-1.0%	-5.4%	-2.2%	0.3%	-2.6%	-5.1%	-3.0%	-3.4%
重庆啤酒	-3.3%	2.1%	1.1%	0.7%	-1.5%	-3.4%	-2.3%	-2.3%
燕京啤酒	0.4%	2.9%	0.0%	-21.3%	-5.8%	6.1%	-2.8%	-0.8%
珠江啤酒	3.8%	-3.8%	-5.5%	-1.9%	-5.8%	2.8%	-0.8%	-2.5%

资料来源：公司公告，太平洋证券

3.1.4 啤酒板块投资建议

- **量稳价平为主，结构性机会为先**。2025年啤酒板块经历了深度的杀估值，核心原因在于市场对高端化逻辑的担忧。展望2026年，我们认为行业量稳价平、结构分化的基本面特征不会发生剧烈逆转。预计明年在餐饮逐步修复下，行业销量有望小幅增长，2026年世界杯有望带来阶段性量能与品牌溢价，叠加夏季旺季，或成为上半年最明确的β催化。高端化边际放缓但6-10元价格带仍扩容，2026H1 ASP或延续2025年的小幅承压，H2随餐饮回暖与赛事消费预计有所提振，优选具备强α的成长型标的。
- **燕京啤酒：**收入端U8大单品放量增长有支撑，利润端通过内部改革和成本优化，仍有显著的利润率提升空间，此外公司在2025年重点推广饮料大单品“倍斯特”汽水，聚焦餐饮渠道，构建“啤酒+饮料”双轮驱动模式，有望带来新的增长点，具备较强的阿尔法特性，持续关注。2025-2027年收入增速4%/4%/4%，归母净利润增速分别为45%/18%/14%，EPS分别为0.54/0.64/0.73元，对应PE分别为22x/19x/17x。

3.2.1 奶茶行业“马太效应”加剧，头部集中度进一步提升

➢**行业近一年净减少2.93万家门店，门店数量呈现“总量见顶、集中度提升”的趋势。**茶饮行业目前品牌总数4073个，连锁化率达50.54%，门店总数41.02万家，近一年新开店数达10.15万家，近一年净减少2.93万家，较去年加速出清（2024年门店净减少1.78万家），其中11月份减少1160家，门店密度达29.04家/万人。过去一年行业每新开 1 家店，就有 1.3 家店倒闭，低门槛下入局者依然众多，但实际存活率较低。头部品牌仍在加速扩张，行业整体已进入“总量见顶、集中度提升”的阶段，具备更强品牌力、单店模型与供应链能力的头部企业有望在出清过程中持续提升份额。

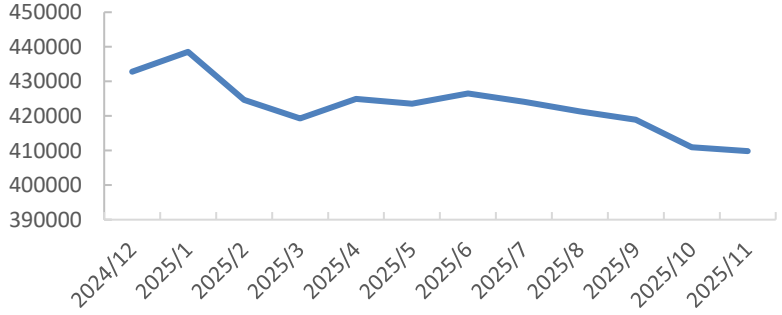
➢**外卖大战下行业“量升价降+外卖占比飙升”，中小品牌被挤压出清。**外卖大战将茶饮外卖订单从约1亿单/日推至2.5-3亿单峰值，头部品牌外卖GMV占比普遍由30-40%跃升至50-70%，单店GMV和店效显著修复，但客单价下探、价格中枢整体下移，行业进入“高频低价”新常态。蜜雪、古茗等凭借供应链+加盟体系+平台议价力，实现收入高增+毛利率稳定甚至改善，而中腰部与尾部品牌在补贴成本共担、实收率下滑、加盟商回本周期拉长中“增收不增利”，关店与出清加速，行业集中度持续上升。

图表25：茶饮行业情况（截至12月15日）



资料来源：窄门餐眼，太平洋证券

图表26：2025年1-11月份现制茶饮门店数（家）



资料来源：窄门餐眼，太平洋证券

3.2.1 奶茶行业“马太效应”加剧，头部集中度进一步提升

➢ **头部品牌加速开店，集中度强化。**截至10月份多数知名现制茶饮品牌延续扩张态势，但不同品牌在开店数量、扩张节奏与单月净增表现上呈现显著分化，蜜雪、古茗今年新开店已达11556、3514家，行业集中度进一步提升，头部品牌扩张动力强劲，中腰部品牌分化明显，低线城市下沉仍是主增长动力。

图表27：2025年1-10月份现制茶饮国内开店情况

	M1			M2			M3			M4			M5			M6			M7			M8			M9			M10			今年以来
品牌	现有门店总量	新开门店	增长率	现有门店总量	新开门店	增长率	现有门店总量	新开门店	增长率	现有门店总量	新开门店	增长率	现有门店总量	新开门店	增长率	现有门店总量	新开门店	增长率	现有门店总量	新开门店	增长率	现有门店总量	新开门店	增长率	现有门店总量	新开门店	增长率	现有门店总量	新开门店	增长率	新开门店
蜜雪冰城	37569	574	1.53%	34408	784	2.28%	35100	687	1.96%	36264	1937	5.34%	37320	1352	3.62%	38938	1409	3.62%	40426	1458	3.61%	41346	773	1.87%	44244	1846	4.17%	44166	736	1.67%	11556
古茗	9749	94	0.96%	9702	77	0.79%	9702	91	0.94%	9920	204	2.06%	10403	547	5.26%	10968	619	5.64%	11422	510	4.47%	11880	282	2.37%	12690	649	5.11%	12905	441	3.42%	3514
沪上阿姨	8537	138	1.62%	8511	80	0.94%	8504	92	1.08%	8605	228	2.65%	8618	151	1.75%	8608	169	1.96%	9435	297	3.15%	8822	86	0.97%	10343	300	2.90%	10616	416	3.92%	1957
茶百道	8388	118	1.41%	8557	73	0.85%	8049	64	0.80%	7908	70	0.89%	7894	98	1.24%	7793	79	1.01%	7750	102	1.32%	8013	65	0.81%	8279	445	5.38%	8189	192	2.34%	1306
霸王茶姬	6306	185	2.93%	6337	77	1.22%	6335	51	0.81%	6464	101	1.56%	6594	137	2.08%	6675	114	1.71%	6746	118	1.75%	6797	68	1.00%	6989	122	1.75%	6986	106	1.52%	1079
益禾堂	5863	71	1.21%	5857	41	0.70%	5862	106	1.81%	5948	118	1.98%	6064	143	2.36%	6110	117	1.91%	6155	102	1.66%	6186	97	1.57%	6896	118	1.71%	6962	209	3.00%	1122
甜啦啦	6060	73	1.20%	6047	42	0.69%	5901	55	0.93%	5901	163	2.76%	4676	225	4.81%	6178	158	2.56%	8000	197	2.46%	6358	86	1.35%	6000	185	3.08%	5840	181	3.10%	1365
书亦烧仙草	4902	54	1.10%	4819	24	0.50%	4671	24	0.51%	4641	46	0.99%	4676	73	1.56%	4678	73	1.56%	4846	87	1.80%	4819	36	0.75%	5368	141	2.63%	5285	12	0.23%	570
1 点点	3100	42	1.35%	3109	25	0.80%	3003	16	0.53%	3024	47	1.55%	3111	64	2.06%	3154	63	2.00%	3225	89	2.76%	3315	56	1.69%	3901	204	5.23%	4041	165	4.08%	771
喜茶	4475	15	0.34%	4430	4	0.09%	4371	6	0.14%	4333	5	0.12%	4307	15	0.35%	4252	5	0.12%	4170	2	0.05%	4095	1	0.02%	3951	12	0.30%	3903	5	0.13%	70
CoCo 都可	3734	33	0.88%	3703	18	0.49%	3558	9	0.25%	3519	27	0.77%	3513	20	0.57%	3451	28	0.81%	3424	27	0.79%	3404	17	0.50%	3156	84	2.66%	3174	110	3.47%	373
爷爷不泡茶	1538	204	#####	1554	20	1.29%	1598	68	4.26%	1751	174	9.94%	1893	142	7.50%	1996	133	6.66%	2090	143	6.84%	2173	49	2.25%	2410	173	7.18%	2452	86	3.51%	1192
茉莉奶白	1050	92	8.76%	1071	18	1.68%	1094	43	3.93%	1196	120	10.03%	1325	167	12.60%	1441	128	8.88%	1591	183	11.50%	1745	91	5.21%	2041	151	7.40%	2101	78	3.71%	1071
林里手打柠檬茶	1755	51	2.91%	1748	15	0.86%	1731	28	1.62%	1762	70	3.97%	1819	66	3.63%	1828	56	3.06%	1873	81	4.32%	1902	32	1.68%	1862	50	2.69%	1840	32	1.74%	481
快乐番薯	1508	73	4.84%	1627	29	1.78%	1956	187	9.56%	1950	105	5.38%	1969	64	3.25%	1912	40	2.09%	1832	33	1.80%	1779	39	2.19%	1800	58	3.22%	1800	59	3.28%	687
柠季手打柠檬茶	1670	20	1.20%	1759	10	0.57%	1633	18	1.10%	1640	57	3.48%	1678	61	3.64%	1700	57	3.35%	1734	61	3.52%	1738	15	0.86%	1813	78	4.30%	1790	28	1.56%	405
奈雪的茶	1795	7	0.39%	1763	4	0.23%	1706	5	0.29%	1666	4	0.24%	1655	9	0.54%	1627	5	0.31%	1638	9	0.55%	1575	4	0.25%	1655	25	1.51%	1664	41	2.46%	113
茉酸奶	957	12	1.25%	941	8	0.85%	917	10	1.09%	892	20	2.24%	914	37	4.05%	924	31	3.35%	958	63	6.58%	1029	49	4.76%	1177	81	6.88%	1194	54	4.52%	365
茶颜悦色	764	11	1.44%	760	4	0.53%	758	10	1.32%	773	20	2.59%	785	37	4.71%	788	10	1.27%	792	15	1.89%	793	5	0.63%	876	45	5.14%	883	31	3.51%	188
一只酸奶牛	811	17	2.10%	809	5	0.62%	798	9	1.13%	786	13	1.65%	784	21	2.68%	779	10	1.28%	782	20	2.56%	775	1	0.13%	758	18	2.37%	747	13	1.74%	127
悸动烧仙草	1149	5	0.44%	1077	6	0.56%	978	1	0.10%	920	4	0.43%	920	0	0.00%	875	0	0.00%	852	3	0.35%	827	5	0.60%	732	9	1.23%	723	7	0.97%	40
茶话弄	995	12	1.21%	935	4	0.43%	892	8	0.90%	870	8	0.92%	847	12	1.42%	809	5	0.62%	792	5	0.63%	772	9	1.17%	751	18	2.40%	703	5	0.71%	86
7 分甜	840	32	3.81%	802	9	1.12%	751	7	0.93%	721	13	1.80%	712	39	5.48%	703	20	2.84%	693	15	2.16%	680	9	1.32%	641	24	3.74%	633	37	5.85%	205
乐乐茶	421	11	2.61%	418	4	0.96%	393	6	1.53%	389	9	2.31%	386	2	0.52%	383	7	1.83%	381	13	3.41%	385	6	1.56%	425	11	2.59%	427	19	4.45%	88
柠檬向右	205	9	4.39%	206	1	0.49%	205	1	0.49%	209	7	3.35%	218	11	5.05%	220	15	6.82%	241	25	10.37%	256	17	6.64%	284	23	8.10%	284	12	4.23%	121
马伍旺饮料厂	242	2	0.83%	237	4	1.69%	217	0	0.00%	200	1	0.50%	200	4	2.00%	188	0	0.00%	179	1	0.56%	166	2	1.20%							14

资料来源：窄门餐眼，极海，品牌官方账号，太平洋证券

注：此为各品牌的国内门店数量

3.2.1 奶茶行业“马太效应”加剧，头部集中度进一步提升

➢**咖啡行业头部品牌加速扩店，幸运咖爆发式增长，门店突破万家。**咖啡行业头部品牌加速扩张，瑞幸继续行业领先，截至10月末，门店总数达29443家，规模壁垒进一步加强；库迪依然保持极强狼性，在“追赶瑞幸”的战略下，库迪成功守住了行业第二的位置，并维持着极高的开店密度，门店数突破1.5万家；幸运咖在2025年彻底发力，其在11月份已突破万店，门店数量较年初近翻倍，蜜雪集团正式将“雪王”的扩张公式复制到咖啡赛道。

图表28：2025年1-10月份现制咖啡国内开店情况

	M1			M2			M3			M4			M5			M6			M7			M8			M9			M10			今年以来
品牌	现有门店总量	新开门店	增长率	现有门店总量	新开门店	增长率	现有门店总量	新开门店	增长率	现有门店总量	新开门店	增长率	现有门店总量	新开门店	增长率	现有门店总量	新开门店	增长率	现有门店总量	新开门店	增长率	现有门店总量	新开门店	增长率	现有门店总量	新开门店	增长率	现有门店总量	新开门店	增长率	新开门店
瑞幸咖啡	22352	1066	4.77%	22954	301	1.31%	24032	466	1.94%	23826	444	1.86%	24558	785	3.20%	25430	661	2.60%	25638	926	3.61%	27814	926	3.33%	27152	1084	3.99%	29443	905	3.07%	7564
库迪咖啡	10045	782	7.78%	9982	140	1.40%	10000	193	1.93%	13000	187	1.44%	14000	419	2.99%	15000	903	6.02%	12545	795	6.34%	14196	1506	10.61%	14519	563	3.88%	15323	597	3.90%	6085
幸运咖	4000	98	2.45%	4800	99	2.06%	5100	341	6.69%	5400	300	5.56%	5700	300	5.26%	6140	232	3.78%	7284	1291	17.72%	8200	1012	12.34%	8700	600	6.90%	9800	1100	11.22%	5373
星巴克	7795	70	0.90%	7809	28	0.36%	7758	11	0.14%	7777	20	0.26%	7808	34	0.44%	7824	17	0.22%	7877	24	0.30%	7929	52	0.66%	8011	159	1.98%	8099	13	0.16%	428
NOWWA 挪瓦咖啡	1170	10	0.85%	1208	59	4.88%	1174	17	1.45%	1186	30	2.53%	1241	30	2.42%	1268	38	3.00%	1440	107	7.43%	1650	3085	186.97%	7212	1108	15.36%	7875	516	6.55%	5000
Manner Coffee	1712	57	3.33%	1764	19	1.08%	2000	25	1.25%	2100	50	2.38%	1928	49	2.54%	1987	34	1.71%	2035	37	1.82%	2124	81	3.81%	2148	47	2.19%	2234	56	2.51%	455
沪咖	1864	101	5.42%	1864	0	0.00%	1865	0	0.00%	1868	1	0.05%	1871	2	0.11%	1862	1	0.05%	1872	1	0.05%	1869	0	0.00%	1869	0	0.00%	1867	1	0.05%	107
肯悦咖啡	1240	178	14.35%	1251	45	3.60%	1000	53	5.30%	1134	104	9.17%	1269	95	7.49%	1368	87	6.36%	1850	176	9.51%	1914	140	7.31%	1733	95	5.48%	1864	99	5.31%	1072
Tims 天好咖啡	1033	4	0.39%	1035	6	0.58%	1037	11	1.06%	1043	10	0.96%	1030	7	0.68%	1041	5	0.48%	1032	17	1.65%	1047	21	2.01%	887	11	1.24%	893	4	0.45%	96
M Stand	553	5	0.90%	554	1	0.18%	550	0	0.00%	555	4	0.72%	560	4	0.71%	558	3	0.54%	567	7	1.23%	566	2	0.35%	572	6	1.05%	577	2	0.35%	34
Pull-Tab 拉环咖啡	429	12	2.80%	441	10	2.27%	431	6	1.39%	444	15	3.38%	455	7	1.54%	475	15	3.16%	476	10	2.10%	471	7	1.49%	463	8	1.73%	463	4	0.86%	94
COSTA COFFEE	379	1	0.26%	377	1	0.27%	368	0	0.00%	364	0	0.00%	355	0	0.00%	355	1	0.28%	358	1	0.28%	356	1	0.28%	341	0	0.00%	334	2	0.60%	7
Peet's Coffee 皮爷咖啡	260	2	0.77%	261	1	0.38%	259	0	0.00%	262	4	1.53%	266	2	0.75%	268	1	0.37%	271	4	1.48%	273	0	0.00%	283	8	2.83%	291	3	1.03%	25
WE LUCKY COFFEE	224	7	3.13%	246	3	1.22%	227	3	1.32%	233	7	3.00%	255	13	5.10%	261	13	4.98%	271	13	4.80%	267	8	3.00%	273	5	1.83%	280	12	4.29%	84
BeanStar 比星咖啡	183	9	4.92%	194	8	4.12%	185	0	0.00%	208	20	9.62%	213	10	4.69%	218	10	4.59%	233	6	2.58%	237	6	2.53%	245	10	4.08%	247	9	3.64%	88
小咖咖啡	154	33	21.43%	168	12	7.14%	160	2	1.25%	155	5	3.23%	175	10	5.71%	201	19	9.45%	215	14	6.51%	218	7	3.21%	226	12	5.31%	234	8	3.42%	122
MODA COFFEE	219	1	0.46%	228	2	0.88%	220	0	0.00%	220	2	0.91%	211	1	0.47%	200	0	0.00%	196	0	0.00%	182	0	0.00%	177	1	0.56%	172	0	0.00%	7
代数学家	106	1	0.94%	108	2	1.85%	111	5	4.50%	118	5	4.24%	121	6	4.96%	123	4	3.25%	126	0	0.00%	130	4	3.08%	134	3	2.24%	136	2	1.47%	32
漫猫咖啡	149	5	3.36%	152	3	1.97%	149	2	1.34%	147	1	0.68%	148	1	0.68%	142	0	0.00%	138	0	0.00%	138	0	0.00%	138	0	0.00%	134	0	0.00%	12
蓝湾咖啡	146	0	0.00%	146	0	0.00%	144	0	0.00%	141	0	0.00%	146	2	1.37%	144	0	0.00%	143	0	0.00%	138	0	0.00%	137	1	0.73%	132	0	0.00%	3
漫咖啡	124	2	1.61%	125	4	3.20%	124	1	0.81%	125	6	4.80%	130	5	3.85%	132	4	3.03%	137	4	2.92%	134	0	0.00%	132	1	0.76%	128	3	2.34%	30
LAVAZZA 拉瓦萨咖啡	115	2	1.74%	115	0	0.00%	114	1	0.88%	114	1	0.88%	111	3	2.70%	112	2	1.79%	113	1	0.88%	115	1	0.87%	118	1	0.85%	125	5	4.00%	17
% Arabica	104	3	2.88%	107	0	0.00%	113	0	0.00%	114	1	0.88%	117	1	0.85%	118	0	0.00%	117	0	0.00%	116	1	0.86%	120	1	0.83%	102	0	0.00%	7
本来不该有鲜果咖啡	140	0	0.00%	134	0	0.00%	130	0	0.00%	120	0	0.00%	115	0	0.00%	107	0	0.00%	101	0	0.00%	95	0	0.00%	89	0	0.00%	82	0	0.00%	0
鸳央咖啡	97	0	0.00%	95	1	1.05%	94	1	1.06%	91	0	0.00%	83	6	7.23%	84	1	1.19%	84	1	1.19%	82	1	1.22%	76	1	1.32%	77	0	0.00%	12
不焦虑咖啡							36	4	11.11%	38	3	7.89%	38	0	0.00%	38	2	5.26%	38	0	0.00%	37	0	0.00%	36	0	0.00%	36	0	0.00%	9
BlueBottleCoffee 蓝瓶咖啡	12	0	0.00%	12	0	0.00%	12	0	0.00%	12	0	0.00%	12	0	0.00%	12	0	0.00%	13	1	7.69%	13	0	0.00%	13	0	0.00%	14	0	0.00%	1

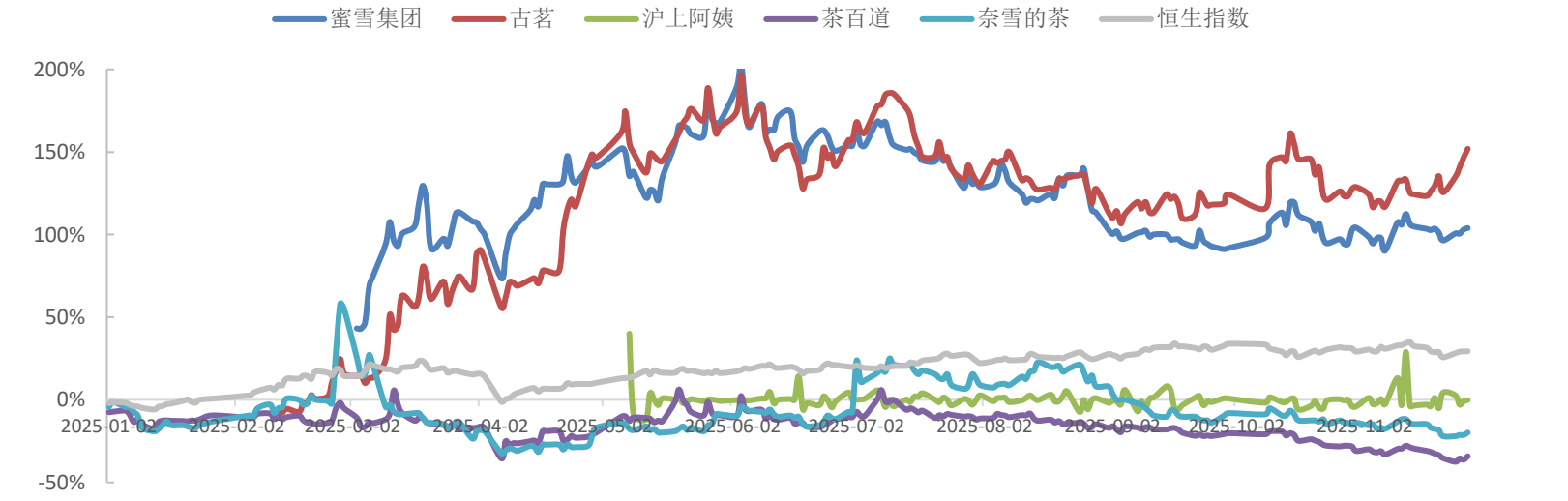
资料来源：窄门餐眼，极海，品牌官方账号，太平洋证券

注：此为各品牌的国内门店数量

3.2.2 茶饮：K型分化，蜜雪古茗表现突出

➢**板块走势分化明显，蜜雪古茗双雄并进。**茶饮板块走势分化明显，蜜雪/古茗上市至今涨幅达104%/152%，跑赢恒生指数75pct/123pct，而沪上阿姨、茶百道、奈雪的茶均跑输大盘。即使在外卖补贴大战对全行业正向激励下，市场并未对茶饮赛道进行“普涨普跌”的贝塔定价，而是侧重于交易商业模式和竞争壁垒更强的个股。

图表29：茶饮板块个股年初至今涨跌幅（截至2025.11.27）



资料来源：Wind，太平洋证券

3.2.2 茶饮：K型分化，蜜雪古茗表现突出

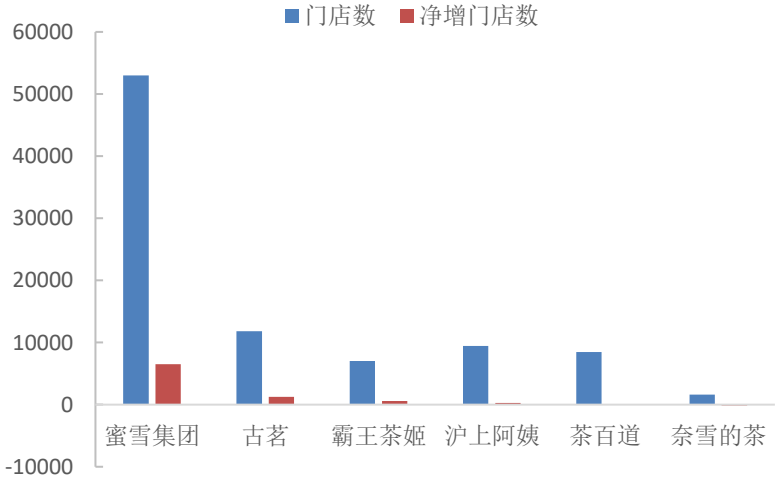
➢ **蜜雪古茗业绩领跑，上半年奈雪的茶门店收缩。**业绩层面上，2025H1蜜雪/古茗/霸王茶姬/沪上阿姨/茶百道/奈雪的茶营收148.75/56.63/67.25/18.18/25/21.78亿元，同比+39.3%/41.2%/21.6%/9.7%/4.3%/-14.4%，净利润（经调整净利润）分别为26.93/11.36/13.07/2.44/3.40/-1.17，同比+42.9%/49.0%/6.8%/14.0%/-13.8%/减亏73.1%，蜜雪和古茗业绩增速断层式领先，进一步提升市场份额。从门店来看，2025H1蜜雪以全球53014家门店的绝对体量遥遥领先，且2025年上半年净增6535家，扩张速度居行业首位，进一步巩固其“规模+成本”护城河。古茗门店数突破1万家，净增约1265家，保持稳定扩张态势，重点覆盖三线及以下城市。霸王茶姬门店数约7038家，净增598家，延续全球化布局，海外门店占比提升至近30%。而奈雪的茶门店数约1638家，上半年净关店160家，聚焦于提升门店质量。同店方面，在外卖补贴下各上市品牌二季度同店普遍双位数增长，9月在补贴边际收缩背景下，龙头同店仍维持同比高增，体现经营韧性；但进入四季度月度增速分化，部分品牌（月度口径）出现从两位数回落至中低个位数的迹象，高基数压力已开始显现。

图表30：2025H1茶饮企业业绩表现

证券简称	2025H1 营收（亿元）	2025H1 净利润/经调整净利润（亿元）	2025H1 营收同比	2025H1 净利润/经调整净利润同比
蜜雪集团	148.75	26.93	39.3%	42.9%
古茗	56.63	11.36	41.2%	49.0%
霸王茶姬	67.25	13.07	21.6%	6.8%
沪上阿姨	18.18	2.44	9.7%	14.0%
茶百道	25.00	3.40	4.3%	-13.8%
奈雪的茶	21.78	-1.17	-14.4%	减亏73.1%

资料来源：Wind，太平洋证券

图表31：2025H1茶饮企业门店情况



资料来源：Wind，太平洋证券

3.2.3 蜜雪集团：国内海外同步扩张，多品牌布局并行

- **蜜雪集团：**1）国内门店方面，截止目前根据渠道调研公司净开约7000家店，公司已较早完成全年开店目标并于下半年主动放缓开店节奏，展望后续，公司在点位储备充足、加盟商回本周期维持在15-16个月的情况下，具备持续扩张基础，12月公司开放招商申请数量破万，开店展望乐观。四季度同店增速较前三季度放缓但仍有个位数增长。此外公司持续推进零食周边及早餐等延展业务，其中零食及IP周边产品已对单店收入形成一定补充，早餐业务仍处于探索阶段，多品类补充有望提升单店经营效率。2）海外业务方面，12月20日洛杉矶好莱坞店正式营业，整体产品价格带在1.19美元至4.99美元之间，较国内贵2.8-3.5倍。12月24日计划在纽约同时新开两家门店，分别位于第八大道805号和百老汇大街1271号；东南亚市场目前已经进入调整尾期，公司通过推进供应链本地化以改善成本结构和单店盈利能力，短期以夯实组织和供应链为主，整体仍处于投入与培育阶段，预计明年会净增门店。3）多品牌布局方面，幸运咖作为咖啡品牌已形成一定规模，门店数量突破1万家，今年净增约6000家门店，单店日均销售额提升至约3100元，单店模型逐步清晰，明年仍将积极扩店；福鹿家门店规模相对较小，但投资额低、回本周期短，对集团加盟体系形成补充。
- **投资建议：**凭借极致性价比战略、供应链一体化以及海外先发优势，已形成坚实的产品、供应链与渠道壁垒。即便在外卖补贴退坡背景下，公司依旧具备强韧的内生增长动能与确定性的成长路径。海外方面今年突破美洲市场，模型跑通后将进一步扩张，幸运咖今年突破万家店，看好其后续成长性以及势能释放。预计2025-2027年收入增速34%/17%/16%，归母净利润增速分别为37%/17%/17%，对应PE分别为23x/20x/17x。

3.2.3 古茗：门店经营稳健，咖啡占比快速提升

➢**古茗：**1）从经营表现看，外卖退坡后的四季度整体表现优异，10月受国庆假期堂食需求回暖及部分门店延长早时段运营带动销量；11月通过糖水等新品拉动销量；12月在圣诞、跨年等节日因素带动下延续相对平稳表现。2）渠道结构方面，公司希望中期将外卖占比逐步压回至年初40%出头的相对健康区间，并在平台补贴变化下保持策略灵活性。3）门店拓展方面，公司2025年净开店约3000家，门店总数已提升至约1.3万家，扩张节奏保持克制，核心仍以已进入区域的加密为主，同时在陕西、上海等新区域进行推进；从中长期看，公司强调围绕供应链半径推进开店，优先在既有省份提升密度和市占率。4）品类拓展方面，咖啡业务成为重要增量来源，根据渠道调研，2025年咖啡机门店渗透率已提升至接近90%，咖啡杯量占比稳定在15%左右，对全年大盘形成中个位数的增量贡献；同时公司通过糖水等新品验证了在中高价位产品上的定价能力与产品力。早餐与烘焙业务仍处于测试阶段，主要通过提前营业时段与咖啡套餐形式探索增量，对整体经营贡献有限但具备潜在拓展空间。

➢**投资建议：**茶饮赛道中最具备“确定性和空间性”的标的，外卖补贴退坡后同店表现依旧稳健，明年开店目标积极，门店扩张的核心抓手是已进入区域加密+战略市场突破。明年同店目标维稳，将通过渠道结构调改，提高堂食占比方式增加加盟商实收率，以及通过咖啡、烘焙新品类形成同店支撑。预计2025-2027年收入增速37%/23%/18%，归母净利润增速分别为51%/25%/23%，对应PE分别为23x/18x/15x。

图表32：茶饮盈利预测

证券简称	收入				利润				收入yoy				利润yoy				PE		
	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
蜜雪集团	248	333	389	450	44	61	71	83	22%	34%	17%	16%	41%	37%	17%	17%	23	20	17
古茗	88	120	148	175	15	22	28	34	15%	37%	23%	18%	37%	51%	25%	23%	23	18	15

资料来源：Wind，太平洋证券（注：数据截止12.31）

3.3.1 软饮料：传统赛道竞争加剧，细分赛道拥有结构化机会

➢**2025年软饮料行情回顾：细分赛道高景气，成本红利释放。**2025Q1-Q3软饮料板块整体实现收入同比+10.9%，净利润同比+14.7%。2025年年初至12月18日SW软饮料指数同比上涨9.2%。软饮料是食品饮料中少有的收入、利润均拥有双位数增长的板块，主要由东鹏饮料高增贡献，港股中农夫、统一今年上半年均有收入正增长表现。软饮料属于高频、低价消费品类，且充分受益于出行恢复，同时细分品类拥有高景气表现，包括无糖茶、电解质水、功能饮料等品类，渗透率快速提升带动行业整体增长。利润方面今年整体盈利水平有所恢复，主要原材料pet价格下行贡献利润弹性。

➢**个股表现：基本面整体承压，龙头韧性相对更强。**东鹏受益于能量饮料消费人群及消费场景扩张，以及更符合当下消费趋势的高性价比优势，加速全国化拓展，同时第二成长曲线“补水啦”电解质水持续高增，今年业绩表现亮眼。农夫在去年低基数下通过多种动作推动水份额回升，茶饮料和果汁业务保持较好增长，2025H1业绩表现超预期。

图表32：SW软饮料指数变动



图表33：软饮料板块上市公司2025Q1-Q3业绩情况

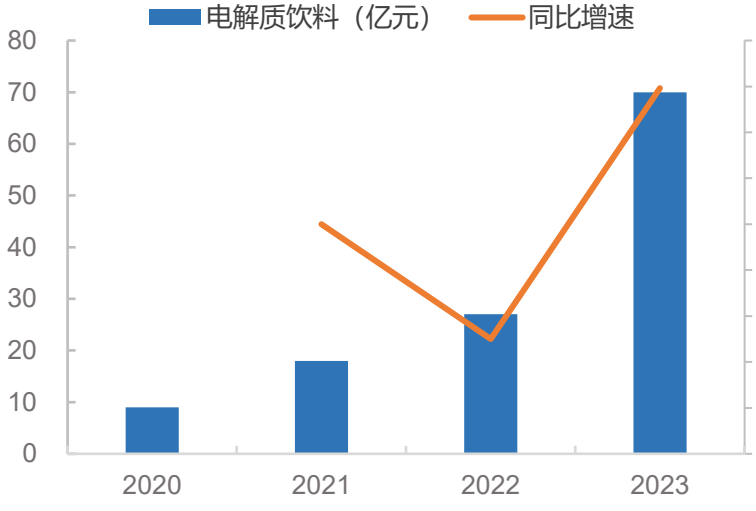
证券简称	25Q1收入增速（%）	25Q2收入增速（%）	25Q3收入增速（%）	25Q1净利润增速（%）	25Q2净利润增速（%）	25Q3净利润增速（%）	25年前三季度毛利率变动	25前三季度净利率变动
承德露露	-18.4	-6.1	8.9	-12.5	-8.9	-0.3	4.1	0.2
欢乐家	-18.5	-24.2	-25.5	-58.3	-4365.3	-713.9	-5.0	-5.2
泉阳泉	31.7	2.6	13.2	523.5	-17.4	20.9	2.5	0.0
维维股份	-23.1	5.3	-8.3	-44.3	106.3	25.1	4.2	0.9
养元饮品	-19.7	-3.2	11.9	-26.9	-32.5	88.2	-2.0	-0.4
香飘飘	-20.0	0.2	-14.5	-174.3	-43.4	-83.0	-1.7	-6.2
李子园	-4.3	-12.6	-8.5	16.2	-21.5	-16.7	0.1	0.4
东鹏饮料	39.2	34.1	30.4	47.6	30.7	41.8	0.1	0.8

资料来源：Wind，太平洋证券

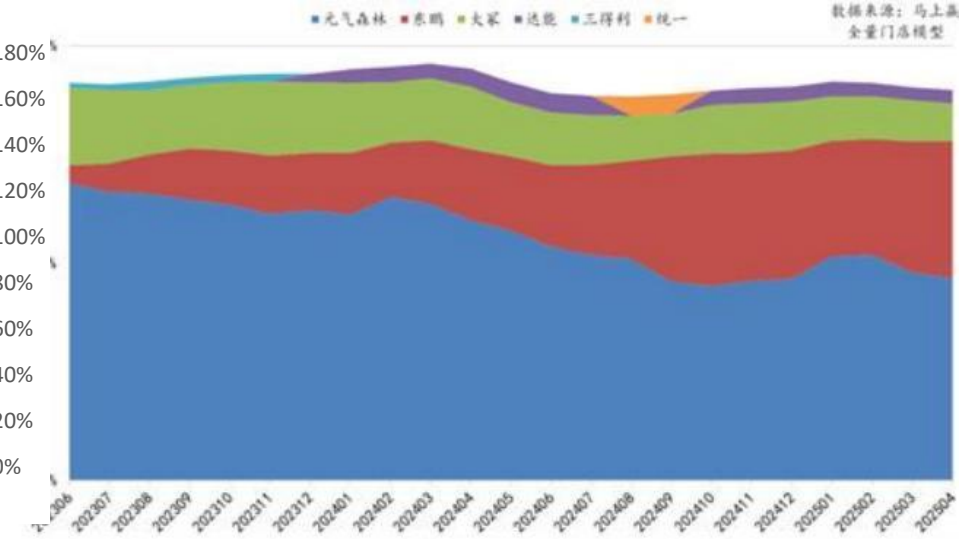
3.3.1 软饮料：新品带来边际增量，关注高景气赛道机会

➢ **电解质饮料：定位运动补水电解质水行业爆发，东鹏增速远超同行成最大赢家。**作为夏季解渴、运动补水的单品，2022年电解质饮料功能被消费者熟知从而获得爆发式增长，前瞻产业院指出2023年电解质饮料行业同比增长159%，2024年行业规模突破百亿元。从竞争格局来看，2024年外星人稳居行业第一位置，行业份额占比近半，东鹏补水啦超越宝矿力占据行业第二，份额超过20%，宝矿力约占14%，份额略有挤压。今年东鹏市占率上升较快，预估市占率接近30%，2025年前三季度东鹏补水啦规模为28.5亿元，同比增长134.8%，增速超过老大外星人（约34%）。短短2年多时间补水啦从2023年的4亿体量跃升至2025年超30亿规模。

图表34：电解质饮料行业规模及其增速（单位：亿元）



图表35：电解质水品牌份额情况



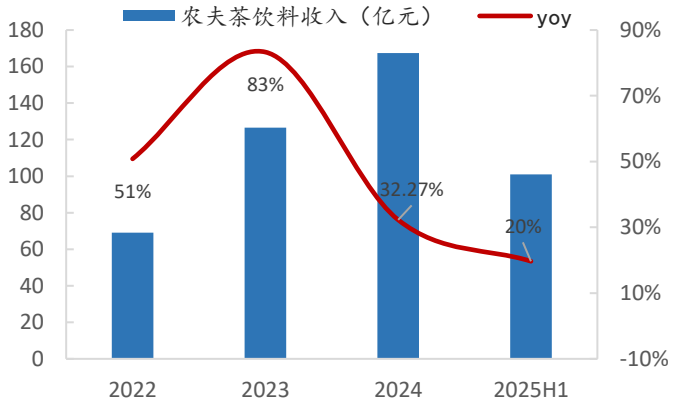
资料来源：马上赢，太平洋证券（注：小业态包括便利店、食杂店、小超市）

3.3.1 软饮料：新品带来边际增量，关注高景气赛道机会

➢ 无糖茶：行业连续高增后增速边际放缓，大包装性价比产品占比提升。

无糖茶行业从2020年开始进入爆发阶段，历经4年高速增长，2024年1-9月无糖茶行业增速普遍在20-121%，进入到2025年后无糖茶行业增速略有放缓，增速回落至-5%-20%。我国2024年即饮茶无糖化约20+%，对标日本的85%仍有较大提升空间。多家品牌相继推出无糖茶新品，并推出900ml和1L大包装高性价比产品，加大折价促销力度拉动动销。据马上赢数据，2023年4月到2025年3月产品单件平均容量从约550毫升提升至620毫升左右，平均单价仅从5.15元升至5.4元，大包装推出带动平均单价有所提升，性价比也成为无糖茶主流趋势。

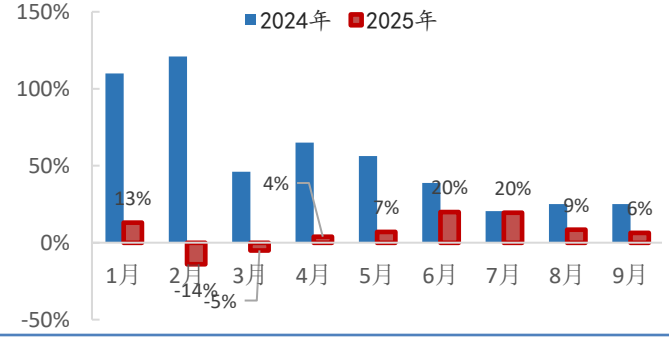
图表38：农夫山泉茶饮料收入及增速变化



图表36：无糖茶单件平均规格和价格走势



图表37：2024-2025年1-9月无糖茶行业规模增速



资料来源：马上赢，农夫山泉公司公告，Questmobile，太平洋证券

3.3.2 软饮料板块投资建议

- **投资展望：高景气度赛道成长性延续，关注基本面扎实的龙头个股。**软饮料行业受益于出行恢复，高频低价消费品受经济环境影响相对较小，消费者对新品类的接受度更高，易诞生十亿级以上长生命周期大单品。因此可寻找消费场景和核心饮用人群扩张的高景气度赛道，电解质水、无糖茶等赛道均处于高增发展阶段。同时，传统赛道中如功能饮料受益于居民对工作效率需求以及灵活就业人员占比提升驱动，实现逆势增长；包装水整体增速略有放缓，2024年行业竞争加剧，2025年龙头重回稳增。个股推荐上，重点推荐全国化加速扩张、第二成长曲线潜力十足的东鹏饮料，关注饮料业务高增、包装水份额回升的农夫山泉。
- **东鹏饮料：全国化加速扩张，第二曲线补水啦势头强劲。**公司受益于功能饮料核心人群扩张，高性价比定位契合当下消费趋势，全国化拓展加速，同时第二成长曲线补水啦增长势头强劲，2025年前三季度销售额突破28亿元，预计2025年补水啦有望成为超30亿以上的大单品，规模效应同步提升，公司盈利水平有望实现稳中有升。我们预计2025-2027年实现收入211/264/316亿元，同比增长33%/25%/20%，实现利润46/59/71亿元，同比增长38%/30%/20%，对应PE为31/25/21X，
- **农夫山泉：水业务份额快速回升，饮料业务延续增长。**公司24年推出绿瓶包装水积极应对竞争，同时伴随今年水竞争格局改善，水份额快速回升。25H1小瓶红标水实现高弹性增长，绿瓶水未增加补贴投入的情况下预计体量有所下滑，整体包装水份额恢复至33%左右。展望明年水竞争格局也有望趋于缓和，利好头部企业。同时我们看好公司第二成长曲线东方树叶、果汁等长期空间，公司培育东方树叶多年，拥有品牌先发优势，未来有望持续乘行业之风延续高速增长。我们预计公司2025-2027年收入分别为502/571/644亿元，同比+17%/+14%/+13%，归母净利润分别为147/170/192亿元，同比+21%/+15%/+13%，对应PE为34/30/26X。

4、大众品：内部分化，关注结构性亮点

4.1 大众品：改善信号已现，静待复苏

➢ **大众品需求弱复苏，饮料表现靠前。**2025年前三季度大众品板块零食、饮料和调味品板块收入增速为正，剔除个股极值影响外，软饮料板块增速位居前列，利润增速表现同样亮眼。调味品实现稳健增长主要依托龙头海天，内部分化较大。餐饮供应链板块三季度有底部企稳迹象，收入增速和利润率有所改善。零食板块剔除万辰乳制品板块需求弱复苏，收入端略增，原奶价格仍向下Q3旺季有所企稳，熟食板块呈现较大压力。

➢ **餐饮链估值回落至历史低位，估值水位和业绩增速匹配。**餐饮链整体承压，餐饮相关板块调味品和速冻估值回落至低位，调味品、预加工、乳制品估值分别回落至历史10年PE的5.9%、20.2%、27.2%水平。业绩相对较好的零食和饮料板块估值分位数相对高于其他板块。

图表39：2025年12月11日SW食品饮料分行业PE（TTM）

板块	PE(TTM)	PE(25)	5年分位数	10年分位数
SW保健品	35.66	46.97	92.58%	91.87%
SW零食	34.78	33.89	82.81%	63.99%
SW烘焙食品	29.26	30.09	65.63%	42.27%
SW肉制品	28.82	23.11	51.56%	48.34%
SW调味发酵品III	28.11	28.59	11.72%	5.87%
SW软饮料	26.15	27.39	42.58%	48.53%
SW乳品	24.99	22.84	49.22%	27.20%
SW预加工食品	23.27	24.32	40.23%	20.24%

图表40：大众品各板块收入和利润增速情况

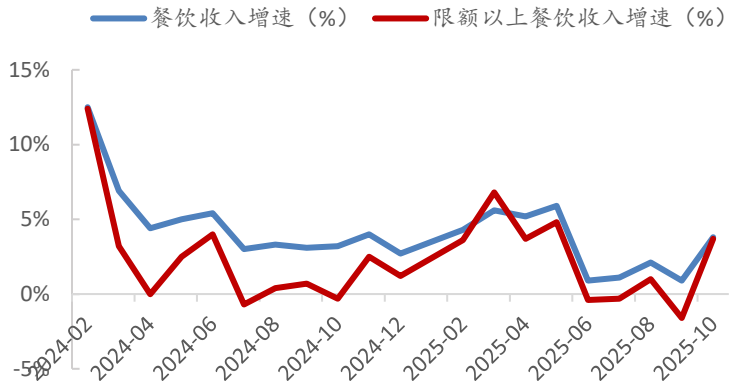
板块	25年前三季度收入增速	25Q3收入增速	25年前三季度净利润增速	25Q3净利润增速
SW预加工食品	-0.80%	1.57%	-8.36%	5.44%
SW保健品	-2.81%	11.94%	8.16%	83.09%
SW软饮料	10.93%	14.44%	14.69%	36.61%
SW乳品	0.85%	-0.77%	-2.04%	0.44%
SW零食	30.97%	22.42%	-3.31%	8.62%
SW烘焙食品	-0.70%	-1.39%	-17.48%	-16.63%
SW熟食	-10.93%	-6.92%	-33.55%	-29.84%
SW调味发酵品II	3.87%	2.29%	6.29%	2.36%

资料来源：Wind，太平洋证券

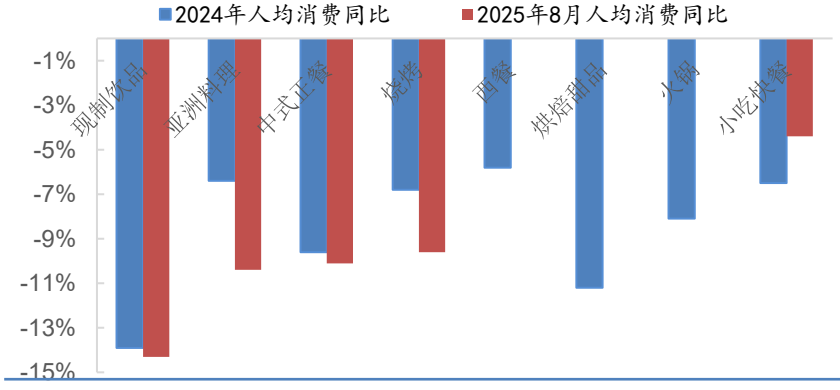
4.1 大众品：餐饮需求承压，人均消费金额降幅扩大

➢ **餐饮需求承压，人均消费金额降幅扩大。**餐饮作为大众品重要的下游场景之一，整体受到经济环境疲软、消费信心不足影响较大，同时二季度以来国家开展违规吃喝整治活动，餐饮板块整体走弱，6月以来限额以上餐饮增速转负，整治违规吃喝活动取得一定成效，餐饮板块在国庆旺季带动下有所修复。收入预期谨慎的环境下大众餐饮表现好于连锁餐饮。拆分量价来看，整体餐饮人均客单价持续下滑，截至2025年8月全国餐饮大盘人均消费降至36.6元，较2024年同期下降7.7%，降幅有所扩大，其中现制饮品由于外卖大战影响同比下滑14%。

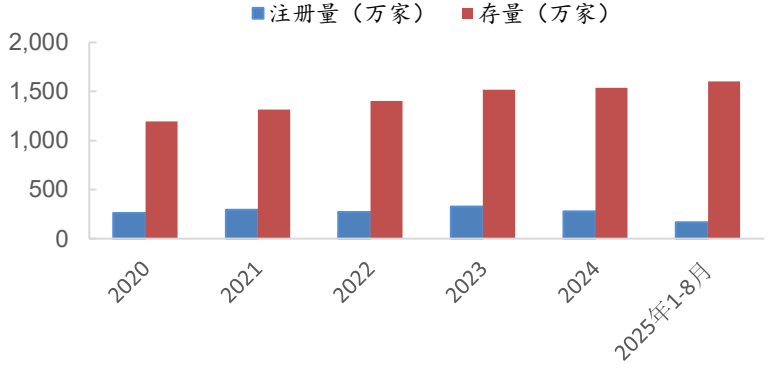
图表41：2025年餐饮及限额以上餐饮恢复情况



图表42：2024年和2025年8月部分餐饮赛道人均消费同比



图表43：2020年至2025年8月全国餐饮相关企业注册量

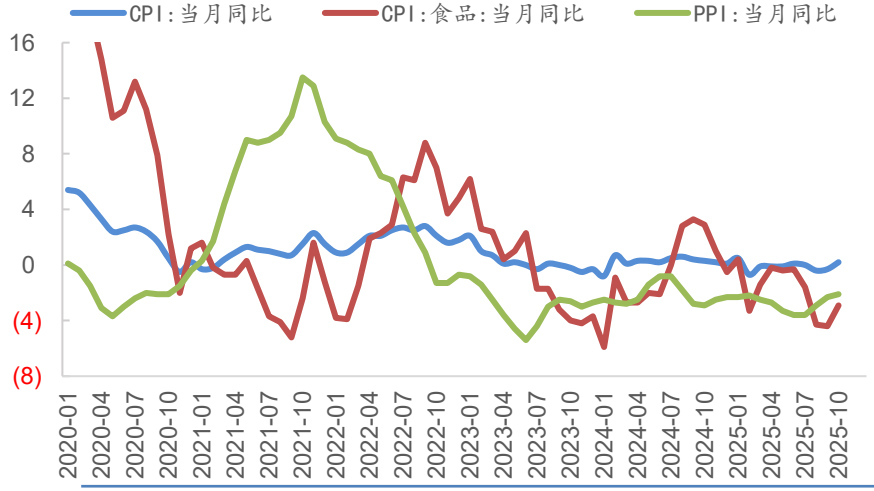


资料来源：国家统计局，红餐大数据，太平洋证券

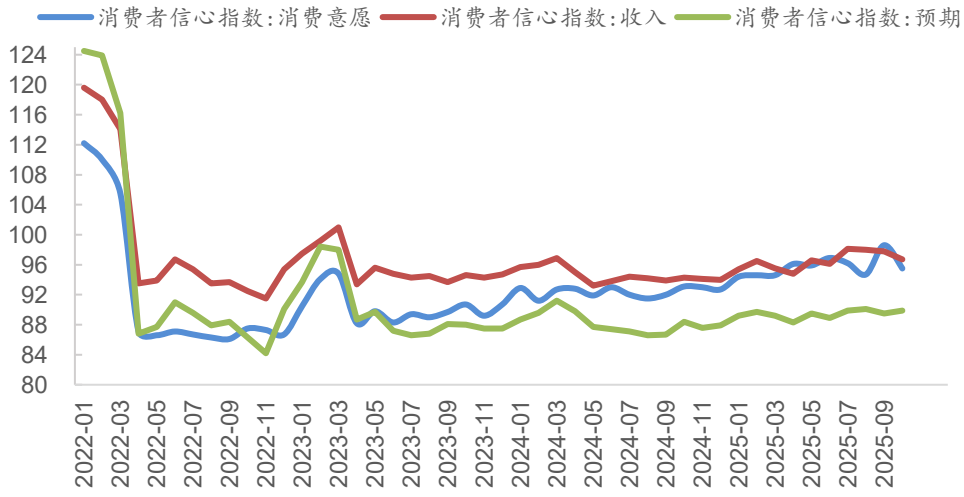
4.1 大众品：CPI低位运行10月转正，PPI在反内卷政策推动下降幅收窄

➢**CPI和PPI上半年低位运行同比下滑，7月反内卷行动开展后PPI降幅收窄。**CPI自2025年2月后开始转负，通缩压力持续，10月由于国庆假期影响出行酒店拉动以及黄金珠宝增速较高，CPI增速回正。PPI上半年跌幅较深，2025年中共中央政治局会议提出反内卷政策，着力治理低价无序竞争等问题，煤炭、钢铁、多晶硅等上游原材料价格环比上升，PPI数据在8月以来降幅环比缩窄。

图表44：中国CPI及PPI当月增速走势



图表45：中国消费者信心指数走势



资料来源：Wind，太平洋证券

4.2.1 零食：板块业绩回顾

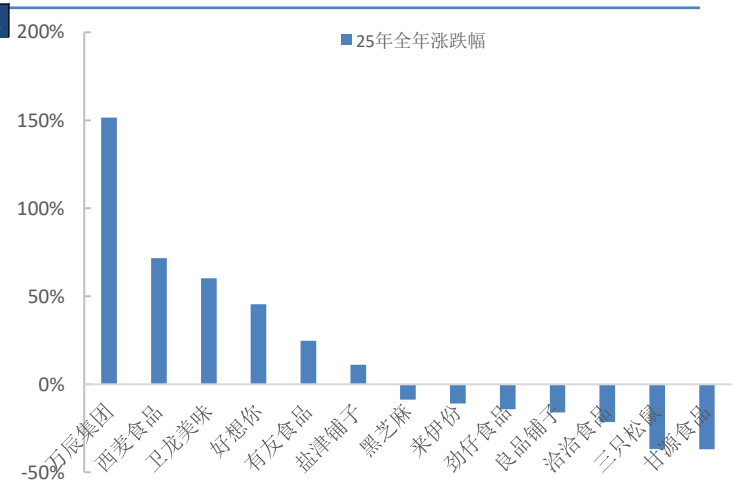
➢**零食业绩和股价表现复盘。**从业绩增速来看，零食板块收入增速在食品饮料板块内部排名第一，整体以双位数增长为主。2025年前三季度SW零食板块实现收入673.61亿元、同比+30.97%；归母净利润20.46亿元、同比-3.31%。剔除万辰集团收入影响后，零食板块前三季度收入同比-3.11%，净利润同比-41.4%。零食行业在经历几年高增长后，今年增长有所降速，一方面是下游渠道景气度走弱，另一方面是行业价格竞争压力以及原材料上游涨价压缩利润。行业表现分化，有新品加持和积极拥抱高景气渠道的公司依然获得较快增长，如万辰、有友、西麦、卫龙和盐津。25年股价涨幅来看，万辰涨幅第一（151%），其次是西麦食品（72%）和卫龙美味（60%），甘源食品、三只松鼠和洽洽食品跌幅前三，分别下跌37%、37%、21%。

图表46：零食板块前三季度收入利润表现

证券简称	25年前三季度收入增速	25年前三季度净利润增速	25Q3收入增速	25Q3净利润增速
万辰集团	77.37%	917.04%	44.15%	361.22%
有友食品	40.39%	43.34%	32.70%	44.79%
西麦食品	18.34%	21.90%	18.92%	21.00%
卫龙美味	18.52%（25H1数据）	18%（25H1数据）		
盐津铺子	14.67%	22.63%	6.05%	33.55%
来伊份	13.12%	-194.06%	25.15%	-29.73%
三只松鼠	8.22%	-52.91%	8.91%	-56.79%
劲仔食品	2.05%	-19.51%	6.55%	-14.77%
甘源食品	-4.53%	-43.66%	4.37%	-26.31%
洽洽食品	-5.38%	-73.17%	-5.91%	-72.58%
黑芝麻	-7.52%	-83.67%	-12.07%	-103.07%
好想你	-9.77%	92.24%	3.51%	161.82%
桃李面包	-12.88%	-31.49%	-11.64%	-35.05%
良品铺子	-24.45%	-730.83%	-17.72%	-539.23%

资料来源：Wind，太平洋证券

图表47：零食个股25年全年涨跌幅

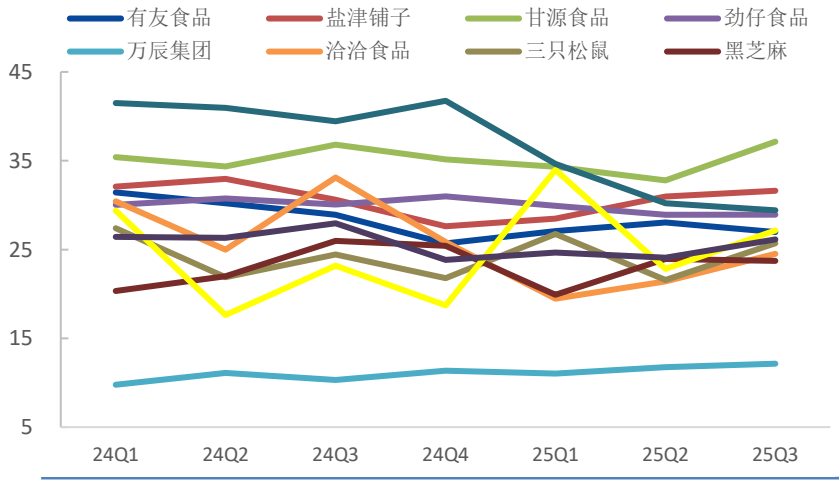


资料来源：Wind，太平洋证券

4.2.1 零食：板块业绩回顾

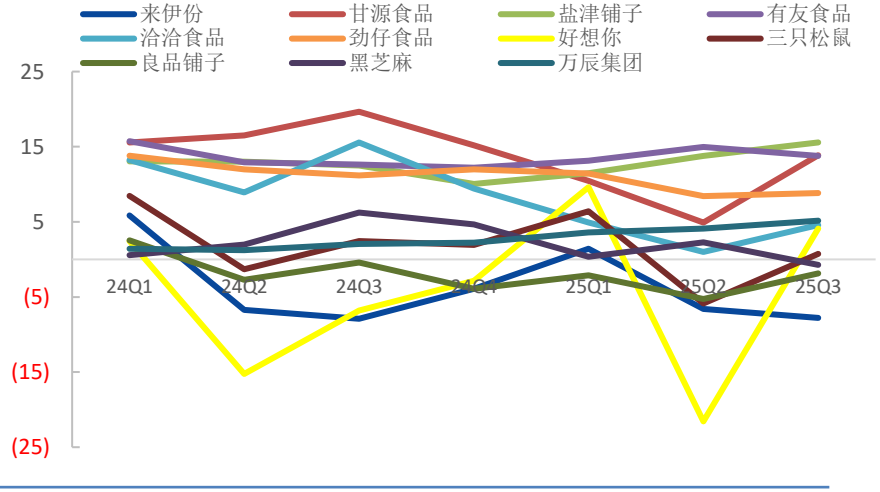
➢ **产品型公司受原材料价格波动和竞争加剧影响，毛利率普遍回落，渠道型公司净利率稳中有升。**上游主要原材料如瓜子、部分坚果、魔芋和棕榈油价格上行，带来坚果公司洽洽、甘源毛利率承压，Q3环比有所改善。魔芋原材料上涨幅度较高超过50%对盐津和卫龙毛利率有一定影响，公司通过供应链提效率和产品结构调整来对冲原材料成本压力。除原材料价格影响外，行业竞争加剧以及渠道结构变化，产品型公司今年普遍毛利率和净利率有所承压，渠道型公司万辰通过规模效应以及提升供应链效率毛利率和净利率改善明显。

图表48：零食个股毛利率表现



资料来源：Wind，太平洋证券

图表49：零食个股净利率表现



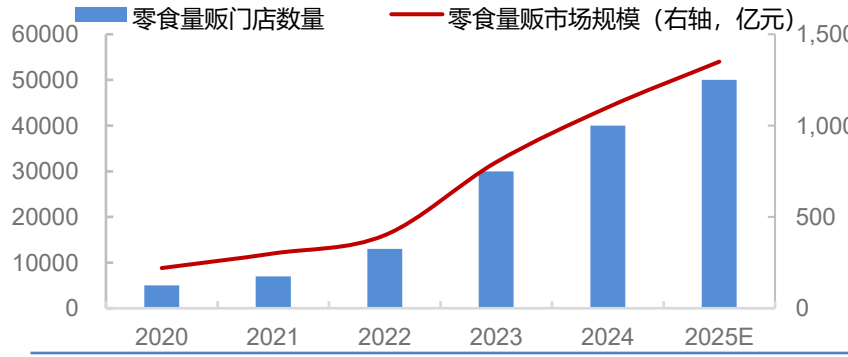
资料来源：Wind，太平洋证券

4.2.2 零食：零食量贩加速扩张

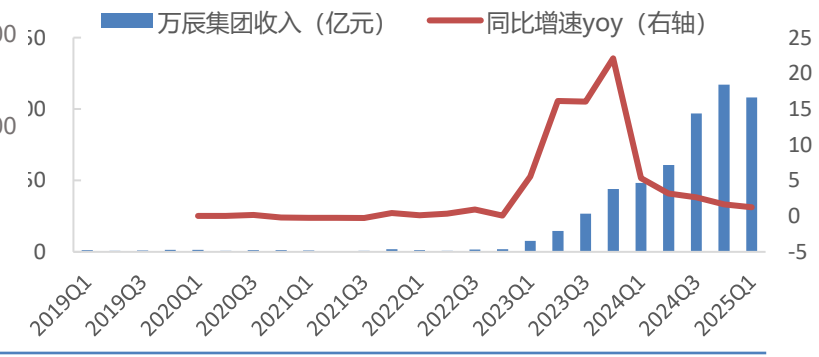
■ **折扣店业态逐渐兴起，零食量贩加速扩张。**2011年以来系列以社区作为主要渠道的品牌，例如绝味食品、蜜雪冰城等在这一阶段开始加速扩张，同时大量品类从商超系统中独立出来，便利性、高效率、低价格推动垂直零售业态出现并快速扩张。目前头部零食量贩品牌包括零食很忙、零食有鸣、零食优选、赵一鸣等也多诞生于2011年后，并在2022年开始实现快速扩张，结合灼识咨询以及头部零食量贩官网统计，2025年零食量贩门店数量约5万家，20-25年门店数量和规模CAGR分别为58%/44%。零食量贩多选择社区门店，租金成本不仅比商圈低30%-50%，且满足休闲食品“即时性、冲动性” 消费需求，天然适配折扣业态的“便利+低价”模型。

■ **万辰、鸣鸣很忙、好特卖疫后门店数量实现数十倍以上扩张。**据鸣鸣很忙官网信息，截至2025年12月公司门店数已超2万家，2024年完成销售额 550亿元，门店数量相比22年初的1000家门店实现20倍数量扩张，公司发源于湖南，目前已覆盖湖南、湖北、广东、江西等二十余个省市地区，以南方市场为核心。万辰集团旗下包括好想来、来优品、老婆大人等品牌，截至2025年12月公司门店数超过1.7万家，门店数量相比22年的232家扩张超过70倍，公司以华东及北方市场为大本营向全国扩张。软折扣代表好特卖成立于2020年，2025年底全国门店预估达1000家，公司推出“超级仓”模式，通过仓储式折扣综合体整合全球3000+品牌尾货资源，单店面积近万平，全品类商品均价低于市场价60%-90%。

图表50：零食量贩行业规模及门店数量变化



图表51：万辰集团收入表现



资料来源：灼识咨询，鸣鸣很忙公众号，万辰集团公告，太平洋证券研究院整理

4.2.2 零食：零食量贩渠道本质是效率革命，重塑休闲食品价值链

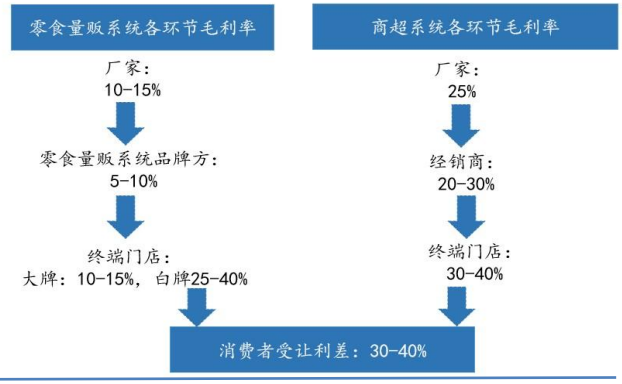
■ **零食量贩打造极致效率，低价的同时提供良好的服务体验：**与商超相比，零食量贩渠道兼具低价和便利优势，与传统流通渠道相比，零食量贩渠道具备低价和门店管理优势，能够提供更多的休闲食品SKU和更好的购物体验。与便利店相比，由于不存在很多短保产品，损耗和管理难度相对较低，低价优势更加明显。零食量贩的产品售价相比市场透明价低20-30%，低价催生高周转，平均商品周转天数约15天，显著低于商超的40-50天。围绕低价高周转，零食量贩渠道在门店运营、渠道布局、供应链管理和价值链重构等方面修炼内功打造极致效率，最终在低价高周转的基础上跑通单店模型并实现快速复制扩张。

■ **低价模式下，零食量贩重塑价值链：**零食量贩渠道上下游分别直接面向厂家和消费者，减少了中间环节，集中采购的规模效应凸显。从实际情况看，供应商、加盟商、品牌方、消费者各环节均有利可图，重新构筑了更具效率的价值链生态。以零食很忙的价值链各方环节为例，与其合作的大牌供应商能将费用率降低在个位数；白牌供应商虽毛利较低，但胜在规模效应；加盟门店净利率和毛利率分别在5-8%和20%左右，确保加盟单店模型跑通并有合理的投资回报周期；消费者受益利差甚至可高达30-40%。

图表52：各零食销售渠道同类产品价格对比

产品	零食有鸣	社区夫妻老婆店	沃尔玛	天猫	罗森便利店
红牛（250ml）	4.9	6	5.8	4.8	8.5
王老吉（310ml）	2.4	3	3.2	2.4	3.7
元气森林白桃味气泡水480ml	3.8	4.5	5.5	5.1	6
怡宝555ml/瓶	1.2	2	1.4	1.4	2
旺仔牛奶调制乳245ml/罐	4.2	5	5.7	5.5	7.2

图表53：商超VS零食量贩系统价值链分配



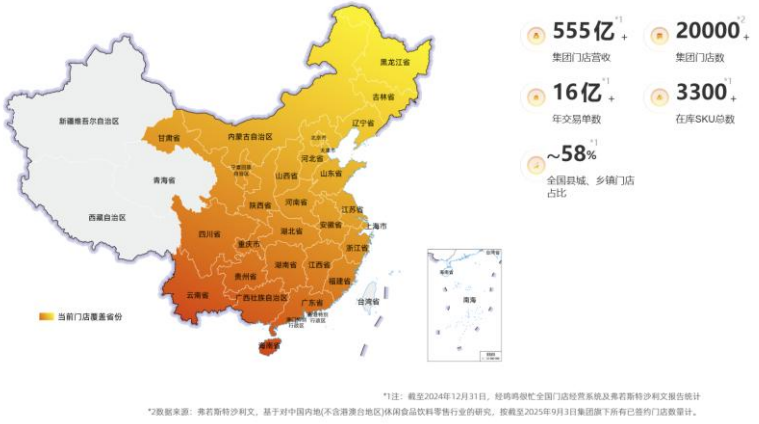
资料来源：各品牌小程序，京东，天猫，渠道调研，太平洋证券研究院整理

4.2.2 零食量贩：头部品牌开店如期推进，市场分歧在于同店和空间

➢ **零食量贩两强开店如期兑现，H2环比H1开店加速。**截至2025年12月11日，根据官网和调研数据显示，万辰集团和鸣鸣很忙门店数量预估分别超过1.7和2万家，预估2025年分别新增3000家和5600+家，开店目标有望如期达成。万辰和鸣鸣很忙下半年开店加速，万辰预估Q3净开店约1200家，环比H1新增1169家呈现加速状态，鸣鸣很忙2025H1新增2380家，2025H2新增超过3000家。

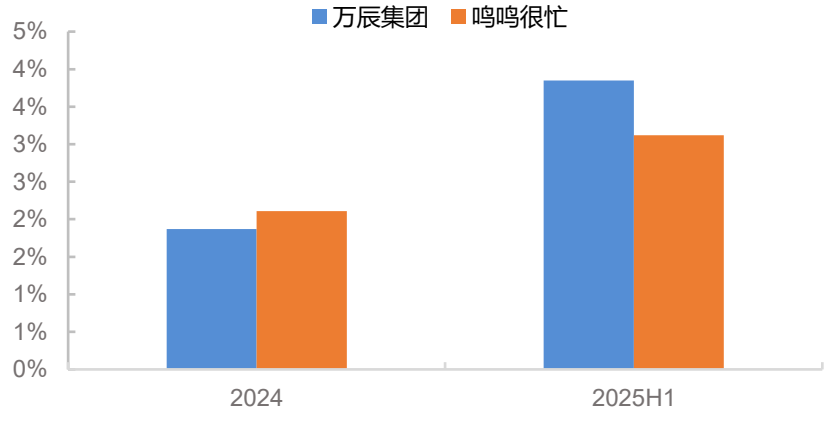
➢ **开店加密致同店下滑，净利率持续攀升。**近两年零食量贩龙头加速扩店，快速加密致同店有所下滑，2025Q3万辰单店月销售额约28万左右，同店同比下滑20%，环比Q1和Q2同店降幅（-22%和-23%）收窄。万辰零食量贩业务净利率环比稳步提升，25Q1-Q3零食量贩业务剔除股权激励费用后净利率为3.9%/4.7%/5.3%，鸣鸣很忙2024年和2025H1净利率分别为2.11%和3.12%。

图表54：鸣鸣很忙门店数量



资料来源：鸣鸣很忙官网，太平洋证券

图表55：万辰集团和鸣鸣很忙净利率



资料来源：渠道调研，太平洋证券

4.2.3 零食：抖音电商增长边际放缓，即时零售爆发增长，行业掀起外卖大战

➢**直播电商成长边际放缓，即时零售爆发增长。**近几年短视频和直播电商兴起，颠覆了原先传统货架电商模式，2022/2023年抖音电商销售额增速为+101%/+77%，2024年抖音销售单数增长39%，2025年1-10月抖音电商GMV增长超过30%，预计全年GMV将超过4万亿，抖音在连续高增下增速边际放缓。抖音低价促销力度持续加大，2023年抖音食品饮料客单价下滑11%，以及直播、达播等流量投入的费用高于线下，抖音作为企业宣介新品和营销的窗口，因此大部分品牌抖音渠道盈利能力弱于其他渠道。今年在抖音渠道大盘降速情况下，部分品牌电商增速随之降速。

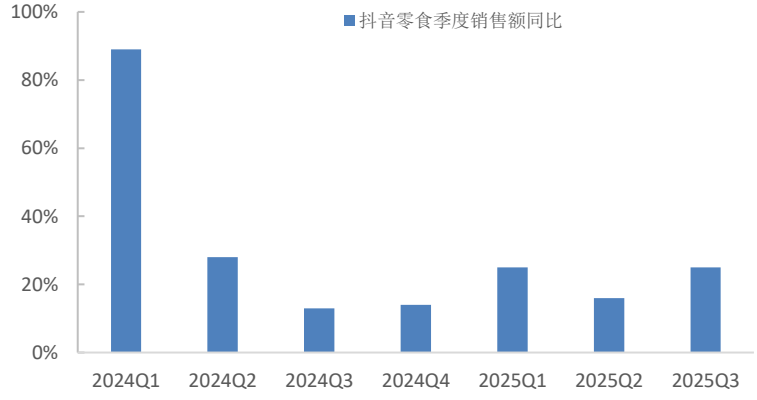
➢**即时零售爆发增长，头部互联网厂商掀起外卖大战。**据2025年即时零售发展报告显示，2024年国内即时零售市场规模达7810亿元，同比增长20.15%，并预测2026年规模突破1万亿，2030年规模达2万亿，十五五期间复合增速为12.6%。即时零售的主要客群为年轻群体，美团数据显示90后占比超过2/3，即时履约和高效配送是即时零售相较于传统电商最大优点。2025年Q2开始头部互联网厂商争夺即时零售市场，相继展开大力外卖补贴，2025年国内外卖订单数量从年初的1亿单/日增长至2亿单/日，高峰期达3亿单/日。

图表56：2024年分电商平台GMV或者销售额增速

平台	口径	2024年	同比增速
淘天（淘宝/天猫）	GMV	8.1万亿元	8.91%
京东	GMV	3.8万亿元	7.13%
抖音电商	GMV	约3.5万亿元	约30%
拼多多	GMV（第三方测算）	约5.2万亿元	
拼多多	营收	3,938.36亿元	59%

资料来源：Wind，太平洋证券

图表57：抖音零食季度销售额同比

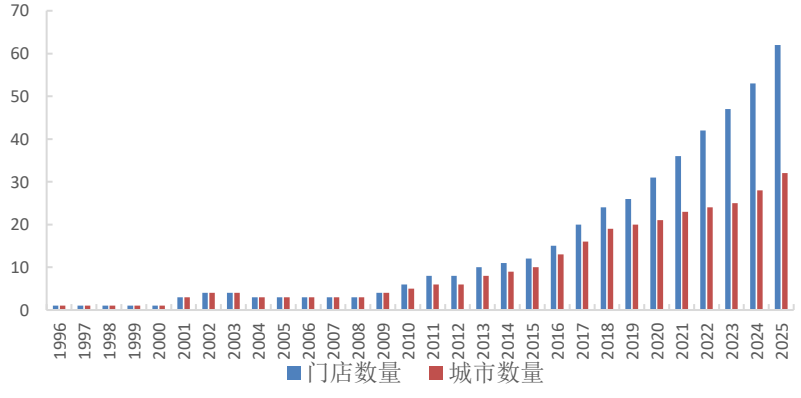


资料来源：蝉妈妈，太平洋证券

4.2.4 零食：关注潜力单品和新兴渠道增量

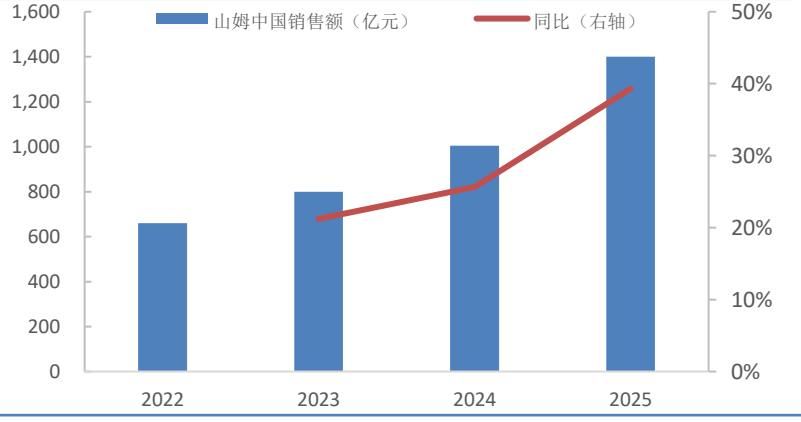
- **高端会员店独领风骚，山姆逆势双位数成长。**2019年中国人均GDP突破1万美元后，仓储会员超市模式开始快速扩张，业态增长的动能为城镇化率的提升和中产阶级群体的壮大。2019年后山姆开始加速开店，每年净增5-6家门店，最新门店数量超过60家。山姆也成为超市业态中近两年唯一逆势高增长的渠道，2022-2025年山姆国内销售额从660亿增长至1400亿，CAGR达28.5%，单店保持个位数增长。
- **山姆选品深得人心，引领流行趋势。**山姆经过前期大量用户调研和行业趋势研究，以产品经理视角和行业头部供应商共创共建研发优质独特性产品，如和盐津合作蛋皇鹌鹑蛋，和甘源合作芥末味夏果和青豌豆，以及和有友合作脱骨凤爪，合作后单品月销基本突破千万以上。消费者对于山姆选品的认可有助于推动合作单品打造网红爆品效应，孵化至其他渠道。

图表58：山姆中国门店数量



资料来源：山姆官网，太平洋证券

图表59：山姆中国区销售额及同比

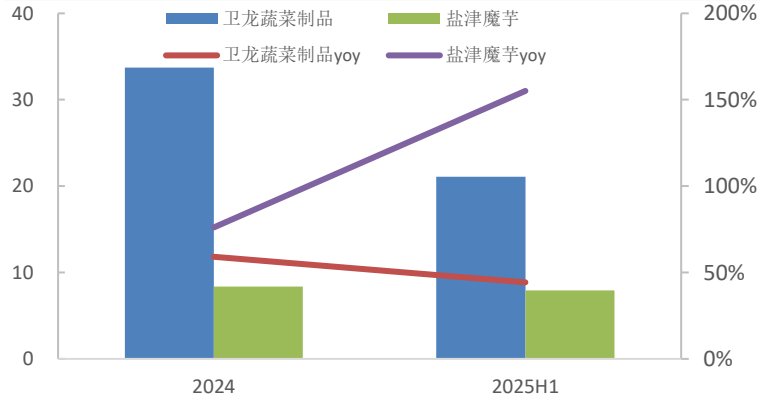


资料来源：网络资料整理，太平洋证券

4.2.4 零食：关注健康化趋势—创新供给引领需求

➢ **健康化趋势明显，魔芋、鹌鹑蛋、复合燕麦片等创新品类增速亮眼。**近年来随着消费者对于健康功能要求逐步提升，低热量的魔芋和高蛋白的鹌鹑蛋成为零食新宠。鹌鹑蛋行业规模从22年的10亿成长至24年的40+亿。魔芋行业魔芋零食由卫龙在14年推出，卫龙魔芋爽历经十多年发展成为40亿以上规模的大单品。2025H1卫龙/盐津魔芋制品规模分别为21.09（蔬菜制品）/7.91亿元，增速达44%+/155%。2025H1盐津鹌鹑蛋销售额为3.09亿元，增速为29.6%。公司持续推新进行口味和产品形态的创新，如盐津推出大魔王麻酱味素毛肚，大魔王在抖音上快速起量。劲仔和盐津推出溏心鹌鹑蛋等，盐津今年山姆上新溏心鹌鹑蛋产品，渠道反馈终端月销售额超过2000万。有友推出无骨鸭掌新品，2024年7月进入山姆，渠道反馈最新月销突破3000万。西麦推出的复合燕麦片迎合当下健康化主食需求，2021年起持续高增长，2024年和2025H1复合燕麦片增速分别为28.8%和27.6%。西麦近期于山姆上新3款产品，其中有机燕麦片产品月销突破500万。同时布局第二曲线大健康业务，和胖东来合作推出药食同源粉类产品，如五红粉、八珍粉、黄芪人参山药粉、七白粉等，首月铺货月销约千万。

图表60：鹌鹑蛋和魔芋品类规模及其增速



图表61：盐津鹌鹑蛋和卫龙魔芋爽



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

4.2.5 零食投资展望

- **寻找新品和新渠道的边际增量，关注来年成本端红利。**零食需求整体刚需，但内部渠道变革明显，零食量贩、会员商超和抖音电商持续挤压原先传统线下渠道份额，但连续高速成长3-4年或面临一定降速。另外零食更迭迅速单品生命周期有限，近两年涌出创新中式零食如鹌鹑蛋、魔芋、风味坚果等，对企业品类创新迭代提出要求。26年寻找渠道端和产品端有增量的公司，重点推荐西麦食品，关注有友食品。零食礼盒消费具备较强的节假日属性，26年春节同期低基数关注年货节表现情况。成本端来看，26年油脂、瓜子、燕麦和魔芋价格有望下行，甘源、洽洽、西麦、盐津和卫龙原材料压力有望缓解，关注企业成本端红利。
- **有友食品：拥抱会员商超、零食量贩等新兴渠道，持续推出差异化新品。**公司24年下半年起积极拥抱会员商超和零食量贩渠道，推出脱骨鸭掌新品入驻头部会员商超渠道，24H2月销超过2000万，25年新上2款新品，后续2款产品陆续下架，明年将有望继续在头部会员商超渠道推新。今年公司在零食量贩渠道入驻更多SKU和商家，我们预估前三季度该渠道增速超过50%。电商发力新兴电商抖音快手渠道，同时积极推新，25H1电商增速达116%。产品方面公司积极创新，推出差异化新品鸡脚筋、脱骨鸭掌、酸汤双脆、素食新品如海带苗和魔芋等，脱骨鸭掌成为几亿级别大单品，新品贡献增量明显。新品和新渠道双轮驱动下，业绩持续超预期，2025年前三季度公司实现营收12.5亿元，同比+40.4%，实现归母净利润1.7亿元，同比+43.3%。我们预计公司2025-2027年收入同比增长37%/20%/14%，净利润同比增长37%/28%/17%，对应PE为 24/19/16X。
- **万辰集团：零食量贩龙头，关注后续股权比例提升和净利率改善。**根据渠道调研，截止到目前万辰门店数量超过1.8万家，全年净开店数量超过3000家。由于快速开店加密，同店有所下滑，下半年同店下滑幅度有所收窄。公司积极探索新店型，25年公司探索省钱超市新店型，扩大门店面积以及增加非食品占比，目前尝试多种店型，后续如果模型跑通有望打开门店新空间。公司今年缩减开店补贴以及供应链提效，同时提升自有品牌占比，多方面助推净利率提升，25Q3零食量贩业务净利率创新高达5.33%，后续伴随规模效应以及供应链提效，净利率有望持续提升。另外公司旗下零食量贩业务股权比例有望持续收回。我们预计公司2025-2027年收入同比增长63%/21%/19%，净利润同比增长328%/36%/30%，对应PE为 30/22/17X，持续推荐。

4.2.5 零食投资展望

西麦食品：主业稳健增长，布局大健康第二曲线蓄势待发，成本红利延续。

- **近况更新：渠道反馈10、11月延续此前高增态势，11-12月为传统旺季，同时有新品和新渠道加持，对于Q4展望积极。**
- **明年展望：股权激励目标收入增长15%。**
- **第二曲线：**发力第二曲线大健康业务板块，涵盖药食同源、身材管理、滋补养生、红润元气、润扬清肺、肠道减负等8大系列，粉类产品包括五红粉、八珍粉、黄芪人参山药粉、七白粉等近期上架胖东来，渠道反馈首月月销千万，并在线上开始推广，后续计划铺往更多线下渠道。11月推出身材管理系列燕麦发酵饮、燕麦纤维粉和燕麦营养粉产品，协助进行纤体瘦身体重管理。胶原蛋白肽饮品针对女性群体解决胶原蛋白流失问题呵护肌肤。大健康业务多产品布局矩阵逐步清晰，公司提出大健康业务三年再造一个新西麦，期待后续第二曲线增量表现。
- **成本红利：**对于明年澳麦成本展望积极，有望同比下降10%左右，我们测算对于毛利率有望提振近2%。
- **主业新品和新渠道同步发力：**新品方面10月山姆上架三款新品，渠道调研反馈10月月销近千万，有机燕麦销量排名靠前，近期有望贡献增量。渠道方面，双十一线上表现较好，线下逐步发力零食量贩，Q3新品导入零食量贩系统，月销突破千万。
- **盈利预测：**我们预计公司2025-2027年收入同比增长21%/19%/18%，净利润同比增长40%/28%/21%，对应PE为 32/26/21X。

图表62：西麦在胖东来上线药食同源粉类新品



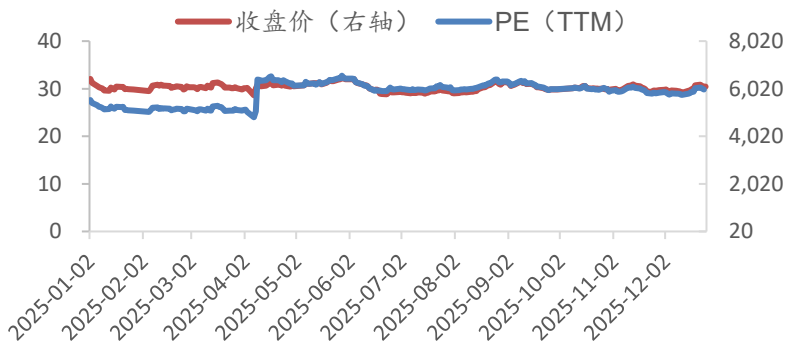
资料来源：淘宝，太平洋证券

4.3.1 调味品：基础调味品表现平淡，复合调味品略有亮点

➢ **2025年调味品行情回顾：基础调味品需求疲软，行业内部分化加剧。**2025Q1-Q3调味品板块整体实现收入同比+3.87%，净利润同比+6.29%，其中龙头海天味业收入同比+6%，净利润同比+10.5%。2025年年初至12月25日SW调味发酵品指数下跌5.1%。今年餐饮需求疲软致调味品板块B端表现平淡，C端销量平稳但价格略降，Q3在高基数下板块增速放缓，基础调味品行业内部分化明显，龙头表现稳健，第二梯队企业加速出清，业绩下滑释放压力。成本红利显现，2025年大豆、白糖、玻璃等主要原材料价格下行推升板块净利率提升。复合调味品行业逐步修复，天味和宝立通过内部收购以及拓展新品新渠道，收入端呈现改善趋势。安琪酵母海外增速维持双位数，国内有所改善，以及糖蜜价格下行，业绩略超预期取得超额收益，2025年初至12月25日股价上涨22.8%。

➢ **个股表现：基础调味品行业表现平淡，复合调味品相对抗压。**基础调味品行业今年整体表现降速，龙头海天上半年实现中高个位数增长，Q3略有放缓。二线龙头加速调整，千禾降幅Q3有所收窄。复合调味品行业相对抗压，宝立和天味收入环比提速，宝立B端绑定头部餐饮客户实现双位数增长，C端品牌空刻增长提速。天味外延内生同步发力，食萃和加点滋味维持较好增长，Q3收购一品味享切入复合调味酱赛道。酵母龙头安琪海外稳健双位数增长，国内表现略超预期，持续享受成本向下红利。

图表63：调味品指数收盘价及PE变动



图表64：调味品板块上市公司2025Q1-Q3业绩情况

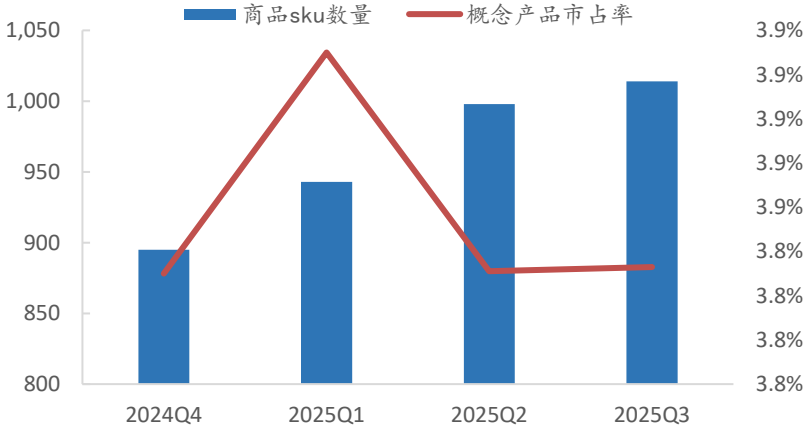
	收入yoy(%)			毛利率变动（pct）			净利率变动（pct）		
	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
海天味业	8.08	7.00	2.48	2.73	3.88	3.02	1.48	1.01	0.17
中炬高新	(25.81)	(9.11)	(22.84)	1.75	3.22	0.72	-1.17	-3.52	-6.93
千禾味业	(7.15)	(29.86)	(4.29)	2.93	-2.52	1.49	2.02	-11.15	-1.55
安琪酵母	8.95	11.19	4.00	1.31	2.27	3.08	0.72	0.56	1.25
恒顺醋业	35.97	(8.22)	(4.63)	-5.88	9.60	-0.90	-2.71	3.86	1.41
宝立食品	7.18	9.54	14.60	0.57	2.58	1.27	-0.69	0.57	-0.31
天味食品	(24.80)	21.93	13.79	-3.82	3.63	1.63	-8.56	4.00	-0.48
日辰股份	10.50	6.85	27.75	0.93	-0.71	-1.55	3.36	0.65	-2.68
涪陵榨菜	(4.75)	7.59	4.48	3.85	2.82	-3.24	1.90	-3.59	-0.04
仲景食品	1.06	(6.19)	0.11	1.41	1.06	2.82	-1.08	2.34	1.46

资料来源：Wind，太平洋证券

4.3.1 调味品：关注零添加及复合调味汁新品机会，有望贡献新增量

➢ **零添加、复合调味品仍有结构化升级机会。**1）零添加趋势仍然明显，除了酱油零添加以外，火锅底料、醋、料酒等各类调味品均推出零添加系列产品，如海天在经典单品金标生抽的基础上推出零添加金标生抽、天味推出零添加不辣汤系列。以海天为例，零添加占比比较高的线上渠道增速明显快于线下。零添加系列产品价格普遍比基础款贵2-4元/份，零添加产品占比的提升对业绩贡献较大。2）复合调味品除了传统的火锅底料、中式复调以外，各类新型复合调味品涌现，如海天推出的凉拌汁、白灼汁，千禾推出的白灼汁，仲景推出的葱油拌面酱等。

图表65：调味品类目中“零添加”概念商品数量与市占率



图表66：零添加调味品与非零添加调味品价格对比

品牌	品类	价格
海天	零添加金标生抽1.28L	18.9
	金标生抽1.28L	14.2
欣和	味极鲜1.8L	23.8
	六月鲜零添加特级酱油1.55kg	28.8
天味	零添加鲜番茄汤料200g	15.9
桥头	浓香番茄底料240g	12.4

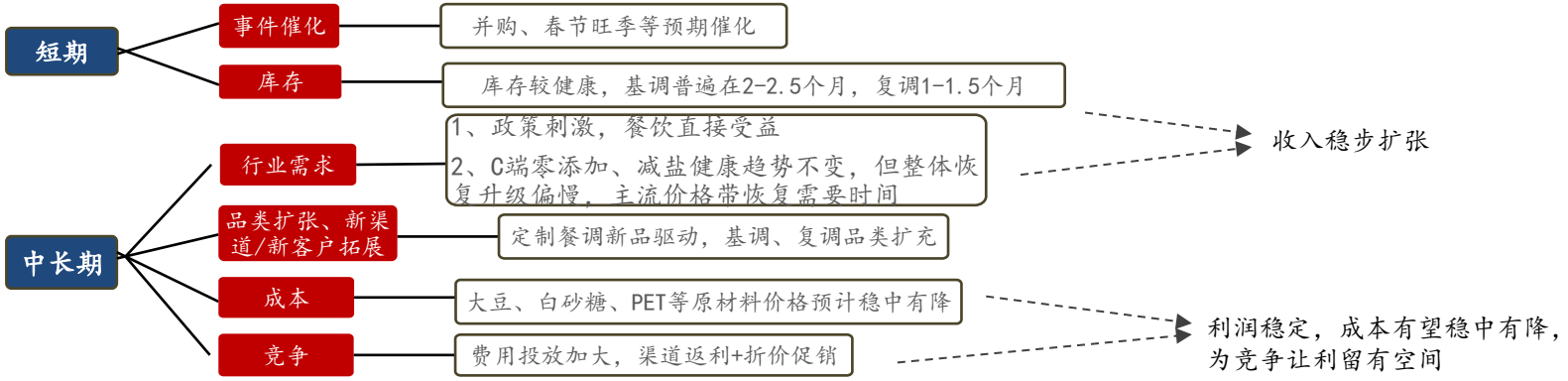
资料来源：马上赢，天猫，太平洋证券

4.3.2 调味品板块投资建议

➢ **投资展望：基础调味品调整已久静待复苏，复合调味品企业积极求变，关注酵母龙头的成本红利。**调味品从2022年开始步入调整，基础调味品行业今年加速出清，行业调整已久明年餐饮板块若有复苏有望迎来改善。复合调味品龙头积极求变，行业低迷期头部企业顺应行业节奏持续内部调整，积极打磨内功，待后续需求向上恢复后，有望实现更高弹性增长。同时，零添加、复合调味品仍有结构化升级机会，品类扩充贡献边际增量。成本端，预计、糖蜜、大豆、pet、白砂糖等主要原材料价格稳中有降。重点推荐酵母龙头安琪酵母，国内需求恢复，出海市占率提升，产品结构升级+成本下行，盈利弹性较大。

➢ **安琪酵母：糖蜜价格下行超预期，外需稳健增长，扩产目标积极锚定十五五全球产能第一。**公司十五五规划力求达到全球产能第一，维持收入复合增速10-15%，海外占比高，外需稳定增长，产能扩张积极推进，中期景气度较好。近期国内糖蜜价格低于800元/吨，较先前900-1000元/吨继续回落，糖蜜下行幅度超预期，看好明年利润端弹性。

图表67：调味品投资脉络展望



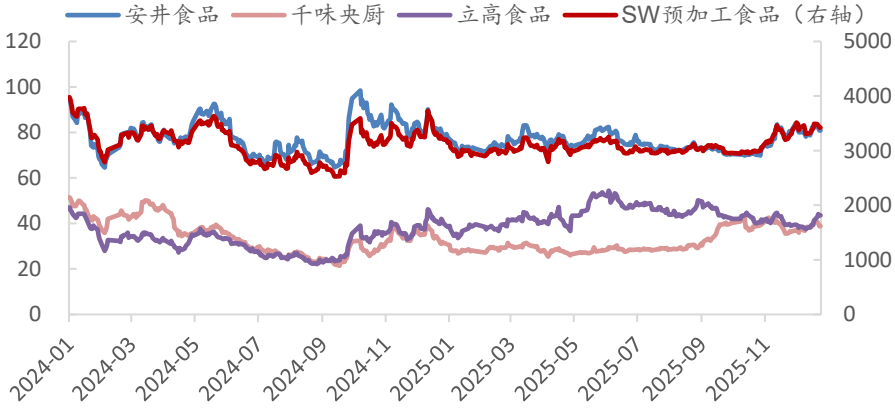
资料来源：Wind，太平洋证券

4.4.1 速冻食品：行业价格战趋缓底部回升，龙头积极拥抱新品新渠道率先改善

➢**2025年速冻食品行情回顾：板块Q1筑底后温和回升，低基数下逐步修复，Q3利润首次转正。**2025Q1-Q3速冻食品板块整体实现收入同比-0.8%，净利润同比-8.36%，整体需求平淡致收入略微下滑，行业价格战引发利润下滑，但行业形成共识降低价格战力度低效内卷。从分季度来看，行业逐步回暖信号明显，收入端边际改善，利润逐步修复。2025Q1/Q2/Q3板块收入增速分别为-4.54%/0.74%/1.57%，净利润增速分别为-1.82%/-20.67%/3.21%，板块利润在25Q3首次转正。2025年年初至12月24日SW预加工食品指数上涨24.5%，相较于去年全年跌幅16.66%明显改善。

➢**个股表现：龙头表现更优，拥抱新品新渠道新变化，龙头率先改善。**行业龙头表现更优秀，安井、立高和巴比全年收入和利润实现正增长，通过拥抱新兴渠道和新品跳出内卷困局。如安井25年明确提出新品驱动增长策略，收购鼎味泰布局冷冻烘焙，积极拥抱山姆、新零售等新兴渠道。立高食品积极培育稀奶油大单品，山姆渠道积极推新，收入利润表现亮眼。巴比食品积极探索新店型，改造完后门店店效明显提升，同时加速收并购优质标的。

图表68：预加工食品指数及代表企业股价变动



图表69：速冻食品板块上市公司2025Q1-Q3业绩情况

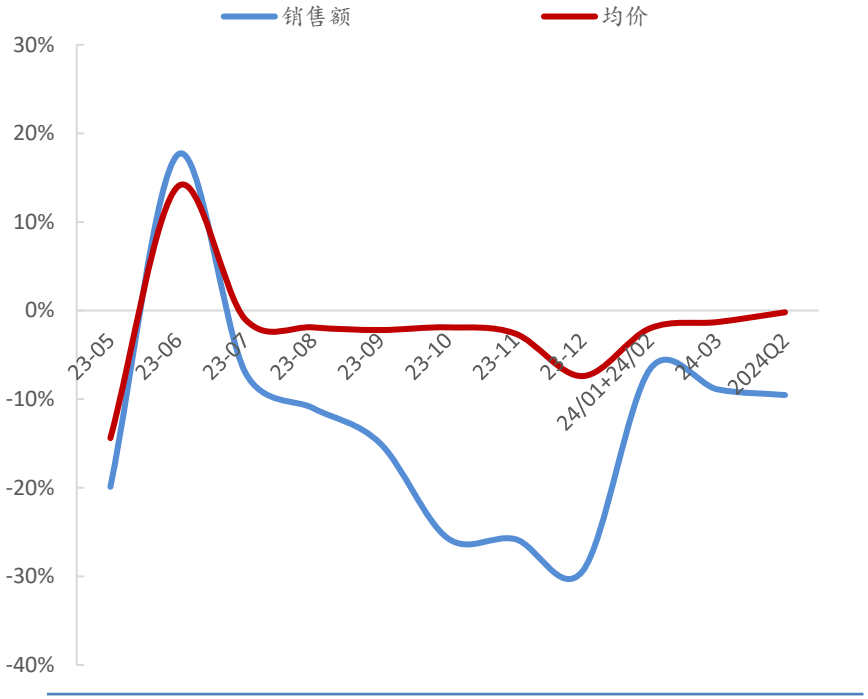
股票名称	收入yoy(%)			毛利率变动（pct）			净利率变动（pct）		
	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
千味央厨	1.50	-3.12	4.27	-1.0	-2.3	-1.3	-2.9	-2.2	-1.0
三全食品	-1.58	-4.39	-1.87	-1.3	-2.2	-0.4	-0.8	0.4	1.6
克明食品	-13.54	-7.68	-1.89	2.7	1.2	0.5	4.9	3.9	3.3
海欣食品	-28.67	9.00	-14.82	2.0	0.4	2.7	-2.1	1.4	0.2
五芳斋	17.24	-1.84	-15.68	1.1	-4.4	-1.2	15.3	-4.2	0.0
安井食品	-4.13	5.69	6.61	-3.2	-3.3	0.1	-0.8	-2.9	0.3
惠发食品	-26.58	-9.85	-19.52	-0.7	0.4	1.4	-4.2	-0.3	0.3
味知香	4.24	5.17	2.61	-2.1	-5.9	-3.8	-0.1	-7.2	-2.7
巴比食品	4.45	13.50	16.74	-0.4	1.8	2.8	-1.3	2.7	-6.0

资料来源：Wind，太平洋证券

4.4.1 速冻食品：餐饮有望修复，经营有望向上，优选低估值龙头

- **短期仍有经营压力，行业洗牌加速。**餐饮行业经营压力较大，对速冻半成品的需求相应减少，连锁餐饮向上游压价的情况也较明显；C端速冻老品需求趋于饱和，市场同质化趋势严重导致品牌忠诚度降低，渠道推新较谨慎，且核心渠道零售商超分流严重，加上前几年需求较好带来企业较高的资本开支、产能扩张，加剧行业低价内卷。短期预计竞争仍将继续，龙头经营压力较大，预计将加大市场投入保住市场份额。
- **竞争加剧尾部出清，需求改善后龙头反转弹性更大。**中长期来看，龙头拥有更强的资金实力和规模效应，可依靠新品类以及全渠道覆盖的能力实现突围，行业竞争加剧的同时加速尾部出清。未来待宏观政策刺激带来下游餐饮经营向好、消费信心恢复，行业有望迎来向上恢复拐点。

图表70：速冻食品行业月度销售额及均价变化



资料来源：马上赢，太平洋证券

4.4.1 速冻食品板块投资建议

- **速冻食品：餐饮有望修复，经营有望向上，优选低估值龙头。**我们认为速冻板块在2025年逐步走出底部迎来拐点，行业价格战趋缓，餐饮表现在Q2低点后逐步修复。同时中央经济工作会议提出内需放在首位，未来服务消费方面有望或有政策和补贴催化，餐饮作为重要的服务消费分支在同期低基数下有望迎来改善。展望2026年，我们认为速冻食品板块有望逐步向上，龙头积极求变，在新品新渠道的助力下贡献增量。原材料端，棕榈油等原材料价格有望下行带来弹性。我们持续看好有积极变化或者新品&新渠道加成的龙头企业，估值普遍低于20X，在基本面改善下估值或有提升空间，重点推荐立高食品。
- **立高食品：奶油新品表现亮眼，积极拥抱会员商超和餐饮渠道。**公司下游主要渠道烘焙饼店经营承压，对半成品需求减少，但国产稀奶油替代趋势明显，公司新推的330、360pro稀奶油有望延续快速增长趋势，2025年前三季度稀奶油体量超5亿。同时山姆渠道新品陆续上架，12月新品法式酥皮厚蛋挞登上新品榜单TOP1，后续春节前仍预计有2款产品上架，看好明年山姆新品贡献。公司积极挖掘餐饮渠道增量市场，合作头部餐饮客户，25年前三季度餐饮渠道增速超过40%，后续仍看好会员商超和餐饮渠道潜力。

5、投资策略和投资建议

5 投资策略和建议

➢**投资策略：**寻找2026年消费板块结构性亮点，我们将从四大方向把握明年消费投资脉络，外需出海型、成本红利、新品&第二曲线和性价比消费。

➢1）关注外需和出海机会，如国内酵母龙头和食品添加剂龙头海外业务占比近半，海外需求稳步发展叠加产能投放，有效对冲国内单一市场的发展压力。茶饮龙头蜜雪积极探索海外市场，2025年进入日本、美国、哈萨克斯坦等国家，后续计划布局南美市场，蜜雪积极拓展全球版图，推荐蜜雪集团；2）关注成本端改善带来的利润弹性，安琪酵母糖蜜价格下行幅度超预期，推荐安琪酵母；3）关注新品放量或者第二曲线亮眼的公司，推荐立高食品、西麦食品；4）关注受益于性价比消费&情绪消费，推荐东鹏饮料、万辰集团、古茗、泡泡玛特。

图表91：盈利预测

证券简称	收入				利润				收入yoy				利润yoy				PE		
	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
蜜雪集团	248	333	389	450	44	61	71	83	22%	34%	17%	16%	41%	37%	17%	17%	23	20	17
古茗	88	120	148	175	15	22	28	34	15%	37%	23%	18%	37%	51%	25%	23%	23	18	15
东鹏饮料	158	211	264	316	33	46	59	71	41%	33%	25%	20%	63%	38%	30%	20%	31	24	20
万辰集团	323	525	634	758	3	13	17	22	248%	63%	21%	19%	454%	328%	36%	30%	30	22	17
西麦食品	19	23	28	32	1	2	2	3	20%	21%	19%	18%	15%	40%	28%	21%	32	26	21
安琪酵母	152	169	188	208	13	16	19	21	12%	11%	11%	11%	4%	21%	19%	12%	24	20	18
立高食品	38	44	51	57	3	4	4	5	10%	15%	14%	13%	267%	31%	22%	19%	21	18	15
泡泡玛特	130	411	550	683	31	145	197	250	107%	215%	34%	24%	189%	363%	36%	27%	16	12	9

资料来源：Wind，太平洋证券（注：数据截止12.31）

风险提示

- 宏观经济复苏不及预期；
- 行业竞争加剧；
- 食品安全风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。