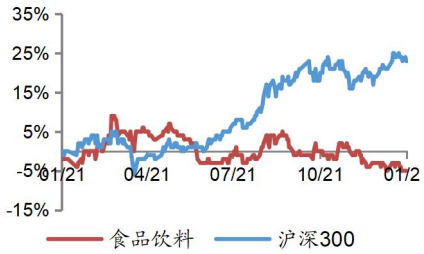
为何关注食饮消费底部反转？

行业评级：增持

报告日期：2026-01-21

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣
执业证书号：S0010524010001
邮箱：dengxin@hazq.com
分析师：韦香怡
执业证书号：S0010525060001
邮箱：weixiangyi@hazq.com
联系人：周韵
执业证书号：S0010125080024
邮箱：zhouyun1@hazq.com
联系人：郑少轩
执业证书号：S0010124040001
邮箱：zhengshaoxuan@hazq.com

相关报告

1.古茗投资探讨 260112
2.锅圈投资探讨 251210
3.新乳业投资探讨 251117
4.万辰集团投资探讨 250822
5.量贩零食双雄并起 250515
6.华润饮料投资探讨 250309
7.百润股份投资探讨 240925
8.从下游看零食投资 240922
9.三只松鼠投资探讨 240628
10.现制茶饮投资探讨 240530
11.东鹏饮料投资探讨 240201

主要观点：

- **本文旨在重点强调：食饮消费价值洼地值得重视**

重视价值洼地原因在于①股息率水平已值得重视（较高分红外还有额外向上弹性）；②长期视角消费可以穿越周期（更高概率走出困境反转）。我们认为未来可能在分化节奏中完成筑底修复，重视两类投资机会：**①高效企业：平价消费时代（即极致性价比），供应链提效或运营成本占优的细分翘楚**，包括安井、天味等优质餐供，古茗、锅圈等优质连锁。**②低估企业：景气低谷周期，逆势抢占份额或供需格局改善的典型标的，带来足够赔率**，包括茅台、伊利等头部企业困境反转。

- **投资主线①优质餐供：B 端边际改善，头部企业份额提升**

我们预计 B 端需求边际改善有望带动餐饮供应链 2026 年困境反转，头部企业有望持续提升市场份额。当前餐供板块处于历史估值低位，2026 年板块业绩成长性较强，**重视安井食品，建议关注天味食品。**

- **投资主线②高效连锁：渠道红利与店型改革双驱**

我们预计下游连锁渠道 2026 年在性价比新店型集中爆发下有望延续渠道红利，其中量贩零食头部两强预计仍维持较快开店速度，规模效应持续释放下盈利弹性逐步兑现。我们认为 2026 年板块仍可持续兑现渠道红利，**推荐古茗、锅圈、万辰集团，关注三只松鼠、鸣鸣很忙（拟 IPO）。**

- **投资主线③白酒：加速出清、周期修复**

2025H2 在外生需求冲击下，企业普遍下调原定全年目标，经营重心进一步转向库存去化，以维护渠道健康，我们预计库存去化将持续至 2026H1。我们认为 2026 年白酒板块基本面仍处于筑底阶段，经营节奏前低后高，板块核心催化仍来自于估值修复，**推荐护城河深厚的贵州茅台、泸州老窖，关注山西汾酒。**

- **投资主线④乳制品：周期修复与成长兼具**

乳制品子板块需求分化，液奶中低温品类景气度好于常温，周期向上有望推动常温白奶竞争缓和，国内深加工头部企业有望受益于国产替代。我们认为 2026 年乳制品板块兼具成长和修复，**成长推荐新乳业，关注妙可蓝多；修复推荐伊利股份，关注蒙牛乳业。**

- **风险提示：**消费力恢复不及预期、成本端压力上涨风险、竞争格局恶化、食品安全问题

- **重点公司盈利预测：**

公司	收入（亿元）				归母净利润（亿元）				PE	
	2025E	YoY	2026E	YoY	2025E	YoY	2026E	YoY	2025E	2026E
安井食品	158.1	4.5%	169.63	7.3%	14.12	-4.9%	15.74	11.5%	19.5	17.5
天味食品	36.01	3.6%	39.51	9.7%	6.12	-2.0%	6.85	11.8%	22.2	19.8
古茗	120.8	37.4%	143.9	19.1%	25.4	72.1%	27.1	6.5%	22.8	20.9
锅圈	76.2	17.9%	89.5	17.3%	4.4	90.9%	5.4	21.6%	22.7	19.1
万辰集团	520.0	60.9%	613.7	18.0%	12.3	319.1%	18.0	46.0%	29.5	20.4
贵州茅台	1,833.5	5.3%	1,921.6	4.8%	907.6	5.3%	952.3	4.9%	19.0	18.3
泸州老窖	280.4	-10%	287.1	2.4%	118.1	-12.3%	121.6	2.9%	14.5	14.0
新乳业	111.1	4.2%	117.5	5.7%	7.1	31.1%	8.4	18.5%	22.2	18.7
伊利股份	1187.7	2.6%	1234.5	3.9%	112.1	32.6%	122.0	8.8%	15.4	14.1

资料来源：wind&iFind 一致预期，华安证券研究所；数据截止到 2026 年 1 月 15 日

正文目录

总体结论：为何关注食饮板块底部反转？ 4
推荐主线 1、优质餐供：困境反转带来改善弹性 6
投资逻辑：B 端需求改善，头部企业份额提升 6
标的建议：重视安井食品，建议关注天味食品 8
推荐主线 2、高效连锁：渠道红利与店型改革双驱 11
投资逻辑：店型优化+品类扩张，盈利弹性可期 11
标的建议：推荐古茗、锅圈、万辰集团，关注鸣鸣很忙（拟 IPO） 12
推荐主线 3、白酒：加速出清，周期修复 14
投资逻辑：供需筑底，行业风险加速出清 14
标的建议：推荐贵州茅台、泸州老窖 15
推荐主线 4、乳制品：周期修复与成长兼具 17
投资逻辑：上游加速去化，下游需求分化 17
标的建议：推荐新乳业、伊利股份 18
风险提示： 20

图表目录

图表 1 2021-2025 年申万一级行业指数涨跌幅 4
图表 2 2024.03-2025.11 我国餐饮社零当月同比 6
图表 3 2024 年中国调味品行业渠道结构占比 6
图表 4 2025 年五个食品大类销售额同比 6
图表 5 2025 年速冻食品市场份额同比增长 TOP5 6
图表 6 2025Q1-2025Q3 我国调味品各品类商超销售额同比 7
图表 7 2025Q3 我国酱油市场格局 7
图表 8 2025Q3 我国中式调味酱市场格局 7
图表 9 2025Q3 我国复合调味料市场格局 8
图表 10 2025Q3 我国火锅调料市场格局 8
图表 11 2022Q1-2025Q3 调味品原材料价格同比 8
图表 12 2021-2025 年速冻食品主要原材料价格 8
图表 13 食品饮料子板块当前估值分位数及 2026 年盈利预测一致预期同比增速 9
图表 14 主要餐供企业 2025-2026 年盈利预测及估值 10
图表 15 量贩零食头部企业已达万店规模 11
图表 16 锅圈下沉市场渗透率仍有较大提升空间 11
图表 17 量贩零食头部企业释放盈利弹性 12
图表 18 锅圈盈利弹性可期 12
图表 19 主要食品饮料下游连锁企业 2025-2026 年盈利预测及估值 13
图表 20 白酒行业加速调整 14
图表 21 白酒行业转向主动去库 15
图表 22 茅台批价处于底部区间 15
图表 23 主要白酒企业 2025-2026 年盈利预测及估值 16
图表 24 2024Q3-2025Q3 乳制品各品类销售额同比 17
图表 25 2025Q3 我国常温白奶格局 17
图表 26 2025Q3 我国低温酸奶格局 17
图表 27 2025Q3 我国低温纯奶格局 17
图表 28 2022M1-2025M11 我国生鲜乳均价及同比 18
图表 29 2018-2025 年 7 月我国奶牛存栏量（万头） 18
图表 30 2023 年乳制品分品类进口量及进口依存度 18
图表 31 2025 年 1-11 月乳制品进口量来源地占比 18
图表 32 主要乳制品企业 2025-2026 年盈利预测及估值 19

总体结论：为何关注食饮板块底部反转？

以食品饮料为代表的消费行业已经历持续 5 年之久的罕见下跌，背后是市场共识的彻底扭转，叙事逻辑由持续上涨期的“核心资产”转为调整期的“传统资产”，导致当前**多数消费细分板块及头部企业已处在历史估值 5%/10%以下分位水平**。

当前在风格的极致分化之下，我们预期 26 年后续消费头部企业的下跌空间将会有限、向上弹性将会更大。**本文旨在重点强调：价值洼地值得重视**，原因在于①股息率水平已值得重视（较高分红之外还有额外向上弹性）；②长期视角消费可以穿越周期（更高概率走出困境反转）。

图表 1 2021-2025 年申万一级行业指数涨跌幅

	2021	2022	2023	2024	2025	2021-2025 年累计
食品饮料	**-6.0%**	**-15.1%**	**-14.9%**	**-8.0%**	**-9.7%**	**-43.6%**
美容护理	0.1%	-6.7%	-32.0%	-10.3%	0.4%	-42.9%
房地产	-11.9%	-11.2%	-26.4%	-2.1%	1.8%	-42.6%
医药生物	-5.7%	-20.3%	-7.0%	-14.3%	11.9%	-33.1%
建筑材料	4.5%	-26.1%	-22.6%	-5.9%	22.1%	-31.4%
社会服务	-10.3%	-2.2%	-22.0%	-5.1%	9.7%	-28.8%
商贸零售	-4.6%	-7.1%	-31.3%	13.7%	8.2%	-25.1%
农林牧渔	-4.9%	-11.4%	-13.1%	-11.6%	17.8%	-23.8%
沪深 300	-5.2%	-21.6%	-11.4%	14.7%	17.7%	-11.2%
家用电器	-19.5%	-20.9%	3.8%	25.4%	9.1%	-9.6%
非银金融	-17.5%	-21.3%	-2.7%	30.2%	10.1%	-9.6%
轻工制造	11.6%	-20.0%	-7.3%	-6.0%	20.1%	-6.6%
纺织服饰	3.4%	-14.7%	0.3%	-5.3%	13.2%	-5.1%
交通运输	2.6%	-3.4%	-15.6%	13.0%	1.1%	-4.5%
计算机	1.4%	-25.5%	9.0%	4.4%	18.2%	1.6%
环保	20.6%	-22.8%	-7.0%	1.9%	16.9%	3.0%
建筑装饰	16.4%	-11.0%	-5.4%	5.6%	6.7%	10.5%
国防军工	11.2%	-25.3%	-6.8%	7.1%	34.3%	11.3%
传媒	-0.5%	-26.1%	16.8%	2.2%	27.2%	11.7%
银行	-4.6%	-10.5%	-7.9%	34.4%	7.0%	13.2%
钢铁	34.1%	-23.8%	-8.2%	0.2%	26.5%	18.9%
电力设备	47.9%	-25.4%	-26.2%	3.1%	41.8%	19.0%
基础化工	37.2%	-19.1%	-14.7%	-5.1%	33.3%	19.8%
公用事业	31.4%	-16.4%	-1.2%	10.2%	1.0%	21.0%
石油石化	20.3%	-13.9%	4.3%	6.2%	11.7%	28.1%
电子	16.0%	-36.5%	7.3%	18.5%	47.9%	38.4%
汽车	17.2%	-20.1%	3.3%	16.3%	24.2%	39.7%
机械设备	14.8%	-20.7%	3.3%	5.0%	41.7%	40.0%
煤炭	39.6%	10.9%	4.1%	4.4%	-5.3%	59.5%
综合	13.8%	10.6%	-12.2%	3.2%	43.6%	63.6%
有色金属	40.5%	-20.3%	-8.7%	3.2%	94.7%	105.4%
通信	3.0%	-15.6%	25.8%	28.8%	84.8%	160.3%

资料来源：iFind，华安证券研究所

未来我们认为**头部消费可能在分化节奏中完成筑底修复**，我们预判“底部反转”的核心思路是重视两类投资机会：

①高效企业：平价消费时代，供应链提效或运营成本占优的典型标的，重视安井食品等优质餐供企业、锅圈、古茗等优质连锁企业。

②低估企业：景气低谷周期，逆势抢占份额或供需格局改善的典型标的，带来足够赔率，重视贵州茅台、伊利股份等头部企业困境反转机会。

预计板块行情演绎呈现内部轮动，多个细分板块均有投资机会。结合向上弹性与安全边际，我们提炼**四条主线**，积极把握底部机会。

①优质餐供：B 端边际改善，头部企业份额提升。

②高效连锁：渠道红利与店型改革双驱。

③白酒行业：风险加速出清，静待周期修复。

④乳制品行业：周期修复与成长兼具。

推荐主线 1、优质餐供：困境反转带来改善弹性

投资逻辑：B 端需求改善，头部企业份额提升

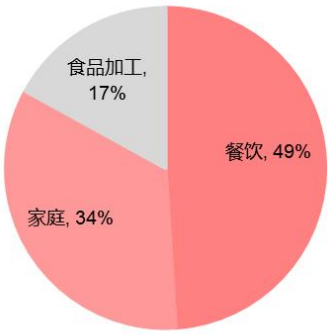
餐饮边际改善，餐饮供应链需求有望回暖。我国调味品需求主要分为餐饮、家庭、食品加工三大类，2024 年我国调味品下游渠道中餐饮/家庭/食品加工分别占比 49%/34%/17%，餐饮端调味品人均摄入量较高，因此为调味品最核心渠道。2024 年速冻食品 B 端规模占比超过 50%，同样受餐饮影响较大。受禁酒令及消费需求疲软等因素影响，2025 年 6-9 月我国餐饮需求承压。随着禁酒令影响边际减弱，2025 年 11 月我国餐饮社零同比/限额以上餐饮社零同比分别为 3.2%/1.2%，较 2025 年 6-9 月改善显著。未来随着消费需求企稳以及低基数效应，我们预计餐饮边际回暖有望带动餐饮供应链需求改善。

图表 2 2024.03-2025.11 我国餐饮社零当月同比



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

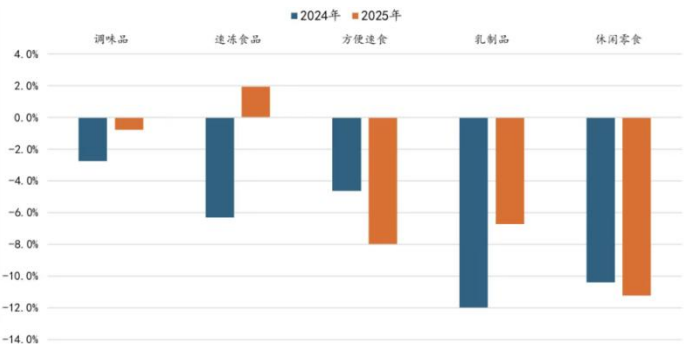
图表 3 2024 年中国调味品行业渠道结构占比



资料来源：炼丹炉大数据，华安证券研究所

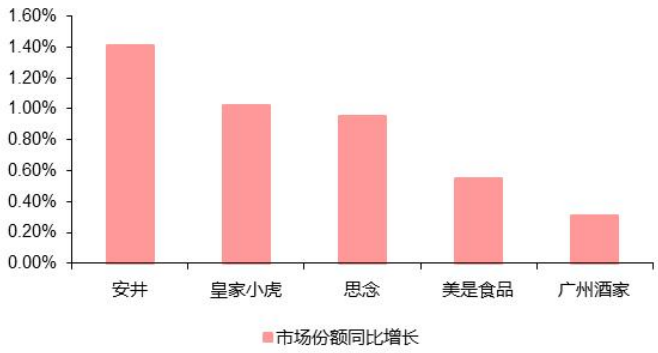
C 端需求方面，2025 年速冻食品需求好于其他食品类目，头部企业份额提升。马上赢数据显示，2025 年食品五大子类目中，仅速冻食品销售额同比增长，需求韧性较强，表现好于其他子类目。市场格局方面，速冻食品头部企业安井食品 2025 年市场份额同比提升幅度领先行业，产品渠道优势显著。

图表 4 2025 年五个食品大类销售额同比



资料来源：马上赢，华安证券研究所

图表 5 2025 年速冻食品市场份额同比增长 TOP5

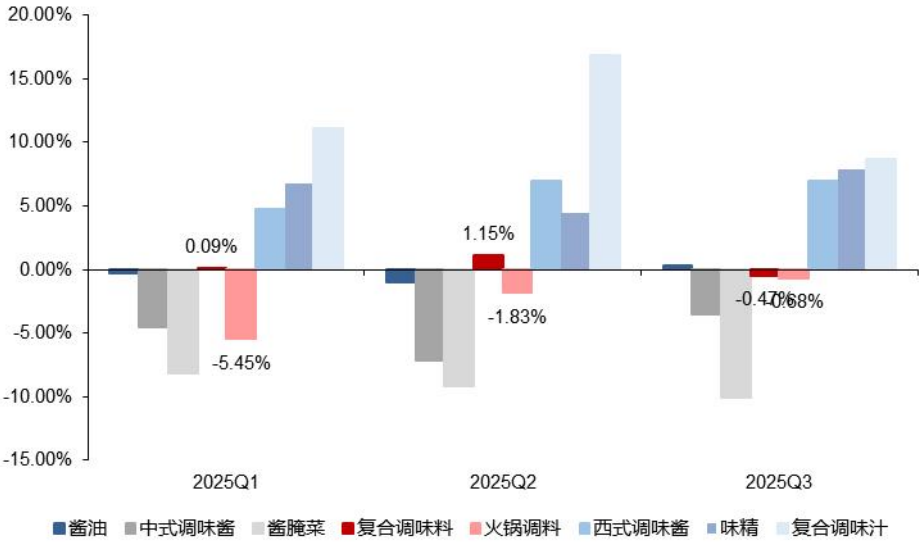


资料来源：马上赢，华安证券研究所

2025Q1-3 调味品 C 端需求分化，复调需求好于基础调味品。马上赢数据显示，

2025Q1-3 复合调味汁销售额同比增速领跑行业，复合调味料销售额同比增速好于酱油、中式调味酱等传统品类，火锅调料相对承压。复调整体需求韧性较强预计主因契合便捷化趋势、渗透率持续提升。

图表 6 2025Q1-2025Q3 我国调味品各品类商超销售额同比



资料来源：马上赢，华安证券研究所

传统调味品中海天强者恒强，2025Q1-3 份额全面提升。马上赢数据显示，2025Q3 我国酱油 CR5=77.48%，格局集中，其中海天市占率领先其他品牌，2025Q1-3 海天份额同比提升。2025Q3 中式调味酱 CR5=48.46%，2025Q1-3 海天份额同比提升。传统调味品整体需求承压，头部企业海天味业强者恒强，积极抢占市场份额。

图表 7 2025Q3 我国酱油市场格局

排名	集团名称	市场份额示意	市场份额同比
1	海天		↑
2	中炬高新		↓
3	千禾		↓
4	李锦记		↑
5	卡夫亨氏		↑
Top5集团市场份额合计			77.48%

资料来源：马上赢，华安证券研究所

图表 8 2025Q3 我国中式调味酱市场格局

排名	集团名称	市场份额示意	市场份额同比
1	老干妈		↓
2	海天		↑
3	欣和		↓
4	佐香园		↑
5	仲景		↑
Top5集团市场份额合计			48.46%

资料来源：马上赢，华安证券研究所

2025Q1-3 复调头部企业份额均提升，行业集中度提升。2025Q3 我国复合调味料/火锅调料 CR5 分别为 40.82%/59.11%，行业整体较为分散，其中天味食品、颐海国际市占率均为行业前三。2025Q1-3 颐海、天味在复合调味料、火锅调料两大品类中市占率均同比提升，头部企业依靠较强的产品研发和渠道推广能力，好于行业。

图表 9 2025Q3 我国复合调味料市场格局

排名	集团名称	市场份额示意	市场份额同比
1	天味		↑
2	王守义十三香		↑
3	颐海国际		↑
4	南街村		↓
5	桥头		↓
Top5集团市场份额合计			40.82%

资料来源：马上赢，华安证券研究所

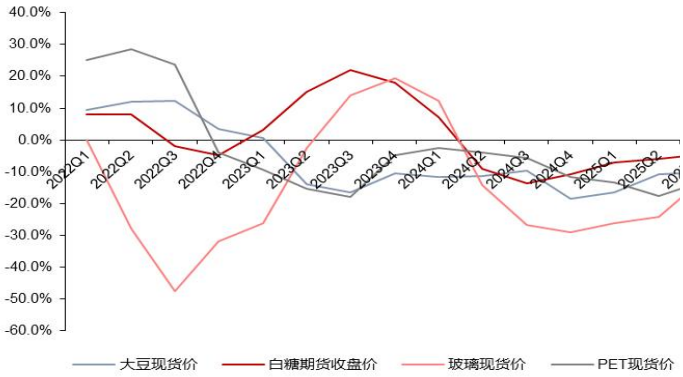
图表 10 2025Q3 我国火锅调料市场格局

排名	集团名称	市场份额示意	市场份额同比
1	颐海国际		↑
2	天味		↑
3	草原红太阳		↓
4	名扬		↑
5	桥头		↓
Top5集团市场份额合计			59.11%

资料来源：马上赢，华安证券研究所

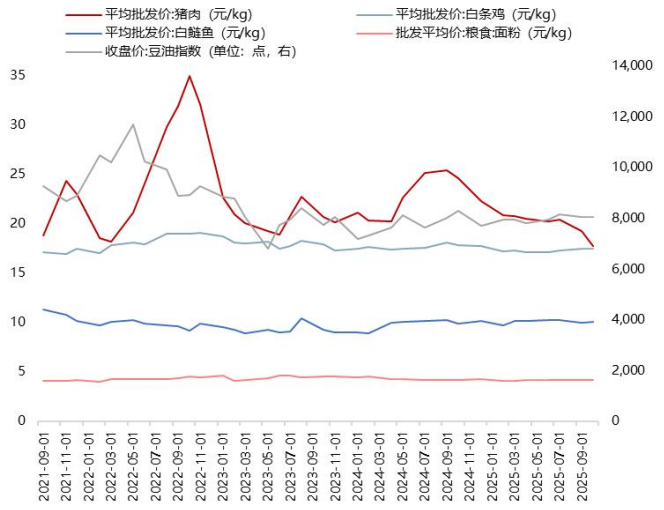
成本红利有望延续，板块盈利能力有望提升。2025Q3 调味品主要原材料中，大豆现货价/白糖期货价/玻璃期货价/PET 现货价同比-10.3%/-4.5%/-12.5%/-13%。考虑到酱油产品酿造周期为 1-2 个季度，且部分调味品企业对原材料进行阶段性锁价，我们预计板块成本红利有望延续，盈利能力有望改善。速冻食品方面，2025 年猪肉价格回落、白条鸡等价格趋于平稳，面粉、豆油等辅料维持低位震荡，板块成本有望维稳或温和回落。

图表 11 2022Q1-2025Q3 调味品原材料价格同比



资料来源：汇易网，生意社，郑州商品交易所，华安证券研究所

图表 12 2021-2025 年速冻食品主要原材料价格

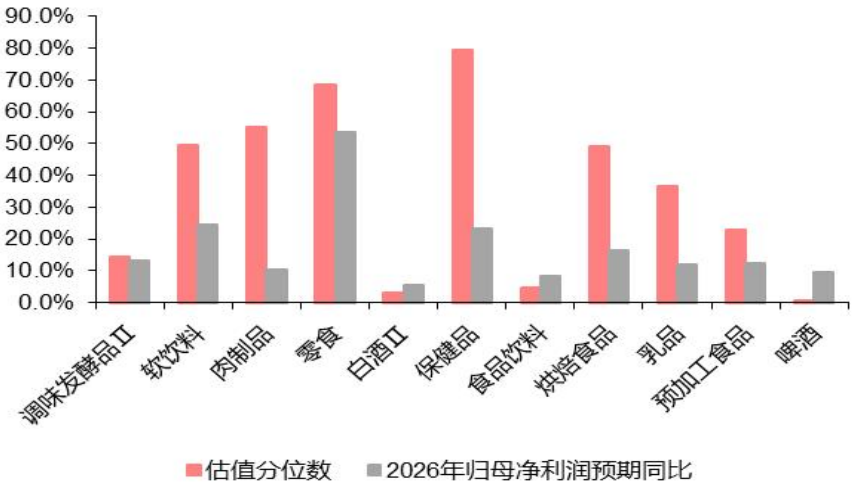


资料来源：iFind，华安证券研究所

标的建议：重视安井食品，建议关注天味食品

历史估值低位+2026 年业绩成长性较强，看好餐供板块困境反转。截止到 2026 年 1 月 15 日，调味品板块 PE TTM 31.23x，近十年估值分位数 14.3%，横向对比食饮子板块，调味品板块 26 年归母净利润同比增速仅次于软饮料、零食、保健品、烘焙食品，但历史估值分位数仅高于白酒、啤酒子板块；预加工食品 PE TTM 27.26x，近十年估值分位数 22.8%，同样处于较低位置。综合估值分位数和 2026 年板块业绩成长性，**我们认为 2026 年调味品、速冻食品等餐饮供应链板块有望触底反弹，重视安井食品，建议关注天味食品。**

图表 13 食品饮料子板块当前估值分位数及 2026 年盈利预测一致预期同比增速



资料来源：iFind，华安证券研究所；注：数据截止到 2026 年 1 月 15 日

安井食品：行业筑底+双轮驱动，盈利与成长有望双兑现。公司凭借供应链（销地产+上游参股）、产品（大单品+定制化）、渠道（BC 兼顾+发力商超）优势稳固份额，叠加多元化、全球化增量及产品不断升级迭代，预计 2026-2027 年业绩稳步增长，长期投资价值凸显。行业价格战趋缓+结构提升+成本有望稳中略降（前文板块成本所述），预计为盈利修复提供支撑。

天味食品：高分红亮眼，平台化逻辑兑现。2023-2024 年公司分红率 92.6%/93.6%，高分红亮眼，防御属性较强。内生方面，2025Q1 公司加大去库存力度导致业绩阵痛，2025Q2 以来公司库存调整逐步到位，低基数下预计 2026 年内生业务有望恢复增长。外延并购方面，公司 2023-2025 年逐步收购食萃食品、加点滋味、一品味享等复调公司，产业资源整合效果显著，平台化逻辑逐步兑现，有望进一步打开中长期发展空间。

颐海国际：高分红亮眼，看好第三方 B 端扩张+全球化。2025 年 3-4 月公司组建小 B 端单独团队，发力小 B 端。全球化方面，公司采取因地制宜渠道策略，叠加泰国工厂投产后加速 B 端客户开拓和产品本土化，公司全球化业务有望延续高增态势。2023-2024 年公司分红率 80+%，防御属性较强，未来随着 B 端扩张+全球化业务发展，公司业绩有望稳健增长。

千禾味业：舆论影响逐步减弱，看好经营反转。2025 年 3 月舆情影响导致公司 2025Q2 收入承压，2025Q3 舆情影响逐步减弱推动线下渠道恢复增长。公司 2026 年新品储备充足，考虑到舆论影响减弱+低基数，预计 2026 年公司业绩有望快速增长。

中炬高新：内部积极调整，静待改革红利释放。2025Q3 公司主动调整以巩固价盘修复成果致业绩承压，未来随着公司内部改革逐步到位，我们认为公司业绩有望逐步修复。

海天味业：经营平稳，强者恒强。2025Q1-3 公司经营稳健，市场份额提升，未来随着新品推广+渠道下沉+全球化推进，公司业绩有望稳步发展。

图表 14 主要餐供企业 2025-2026 年盈利预测及估值

代码	公司	收入（亿元）				归母净利润（亿元）				市值（亿元）	PE	
		2025E	YoY	2026E	YoY	2025E	YoY	2026E	YoY		2025E	2026E
603345.sh	安井食品	158.06	4.5%	169.63	7.3%	14.12	-4.9%	15.74	11.5%	276	19.5	17.5
603288.SH	海天味业	288.71	7.3%	313.44	8.6%	70.47	11.1%	78.16	10.9%	2,178	30.9	27.9
600872.SH	中炬高新	45.39	-17.8%	49.32	8.7%	5.80	-35.1%	6.91	19.2%	141	24.4	20.4
603027.SH	千禾味业	27.88	-9.3%	31.04	11.3%	4.07	-20.9%	5.18	27.4%	134	32.9	25.8
603317.SH	天味食品	36.01	3.6%	39.51	9.7%	6.12	-2.0%	6.85	11.8%	136	22.2	19.8
1579.HK	颐海国际	68.64	5.0%	74.36	8.3%	7.90	6.8%	8.73	10.5%	130	16.4	14.9

资料来源：iFind，华安证券研究所；注：数据截止到 2026 年 1 月 15 日，盈利预测均采用 iFind 一致预测

推荐主线 2、高效连锁：渠道红利与店型改革双驱

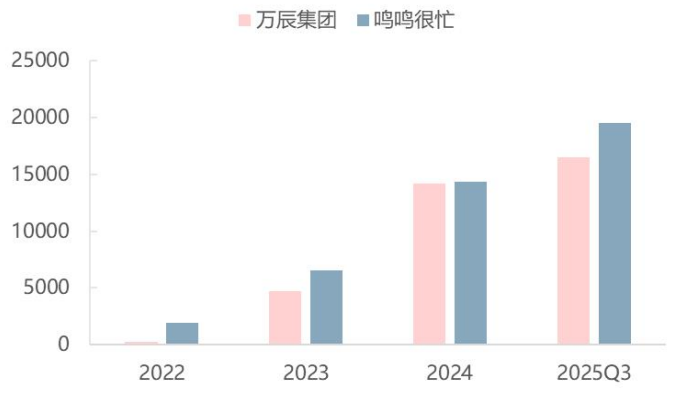
投资逻辑：店型优化+品类扩张，盈利弹性可期

性价比新店型集中爆发。通过聚焦性价比消费，量贩零食头部企业在 2022-2025 年实现爆发式开店，当前已近 2 万家门店规模，我们预计 2025 年万辰、鸣鸣分别净新增约 4000/7000 家门店，分别达 1.8/2.1 万家门店。受此鼓舞，其他食品饮料垂类连锁业态于 2025 年纷纷加码推出性价比新店型，如锅圈乡镇门店、三只松鼠生活馆等，渗透率均有提升空间。

拓宽性价比品类边界，持续优化单店模型。除核心品类外，各家公司通过积极整合供应链与充分发挥规模优势，持续拓宽性价比品类边界，凭借更为丰富的终端货盘组合，推动店效提升。如万辰集团通过拓展日化个护、短保现制等性价比品类，推动折扣超市单店 GMV 较普通量贩零食门店提升近 30%；锅圈通过拓展面点、冷饮等品类，切入一日三餐场景，持续优化下沉城市门店模型，回本周期已优于高线城市门店。

盈利弹性可期。凭借快速开店，下游连锁企业实现营收高增，规模效应释放下，供应链建设、人员等费用投入显著摊薄，盈利弹性逐步兑现。如万辰集团 2025Q1-3 销售费率/管理费率各同比下降 1.4/0.3pct 至 2.9%/2.8%。我们预计随着新店型与品类拓展双轮发力，下游连锁业态盈利弹性将持续兑现。

图表 15 量贩零食头部企业已达万店规模



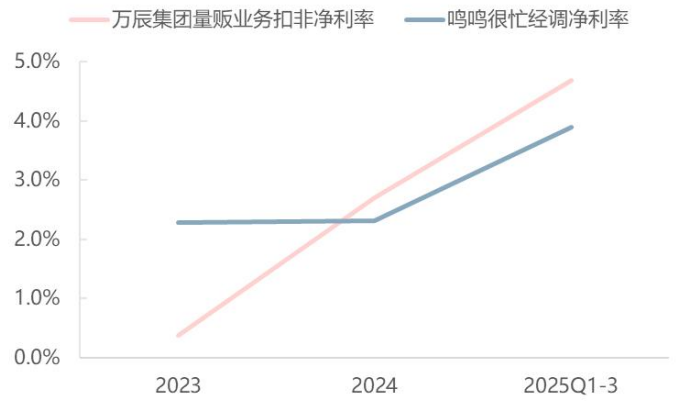
资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

图表 16 锅圈下沉市场渗透率仍有较大提升空间



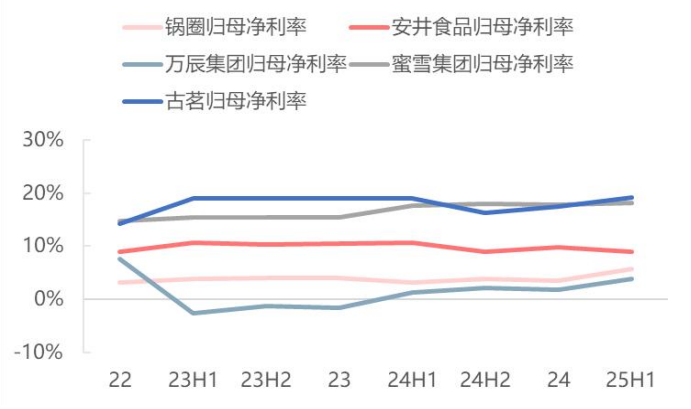
资料来源：wind，极海品牌网，第一财经，华安证券研究所测算

图表 17 量贩零食头部企业释放盈利弹性



资料来源：公司公告，华安证券研究所。注：万辰集团采用量贩业务剔除股份支付费用后净利率，鸣鸣很忙采用经调净利率。

图表 18 锅圈盈利弹性可期



资料来源：wind，华安证券研究所。注：蜜雪/古茗由于 25 年上市，未公布 23H1 数据，此处用 23 全年数据。

标的建议：推荐古茗、锅圈、万辰集团，关注鸣鸣很忙（拟 IPO）

通过聚焦性价比消费，食品饮料下游连锁仍维持快速开店趋势，渗透率仍有提升空间，**我们认为 2026 年板块仍可持续兑现渠道红利，推荐古茗、锅圈、万辰集团，建议关注鸣鸣很忙（拟 IPO）、三只松鼠**。

古茗：高效盈利，成长性可期。现制茶饮后补贴时代的竞争核心是对"供应链+单店模型"的比拼，拆解古茗与同业竞争优势的价值闭环，古茗实现了第一梯队高效盈利：产品策略以"便宜好喝+快速推新"打造中价市场的高质价比，上新率 3.5-4.5 天领跑行业，复购率 53%远超同业(<30%)；供应链策略以自建“极致冷链”配合独特"区域加密"，实现成本+份额双重领先，两日一配物流成本<1%，浙江福建江西份额领跑；下沉策略以聚焦下沉市场打造更优“单店模型”，下沉占比 53%，社区街边占比 51%，单店模型、回本周期、二店率闭店率优于行业。展望未来空间古茗增长仍有诸多抓手，如现有模式的精耕打磨，包括门店加密与扩张并行；第二曲线咖啡培育及更多品类扩张；远期定位“新鲜便利店”场景愿景不断拓展。看好古茗保持高利润率与成长性。

锅圈：下沉市场大有可为。通过主打质价比产品与聚焦下沉市场，公司重回增长路径，当前正处第二轮成长周期启动阶段。当前公司已达万店规模，未来拓店增量核心来自下沉市场，其中三线主打补强，四线以下核心发力；未来店效增量核心来自聚焦客单量与复购率提效，拉动同店持续增长。公司成长空间背后的可行性支撑，来自于优秀的单店模型与独立的竞争逻辑。盈利端，公司当前步入盈利提升加速阶段，供应链降本、引流模式成熟、规模效应释放三大盈利提升路径清晰，对标相似连锁业态头部标的，盈利弹性显著。

万辰集团：竞争升级+业态升级+经营提效三重逻辑支撑持续成长。当前公司虽已万店规模，但折扣业态渗透率对标海外仍有翻倍空间，核心源于内销下沉市场加密。公司折扣超市经过 2-3 个季度迭代，门店模型已优于传统社区商超业态，通过积极调整货盘品类有望持续抢占市场，当前正处于爆发前夜。盈利端，公司步入提升加速期，毛/净利率对标海外硬折扣标杆均有明确空间，短期看销售费率优化、中期看管理整合提效、长期看自有品牌提升，三大提效路径清晰。

鸣鸣很忙：经营提效推动盈利提升，新店型持续迭代。通过下沉市场加密，公司当前门店规模已超 2 万家，处于行业领先位置，高效供应链+精细化管理为公司快速扩张奠定基础。双品牌运作下，公司折扣超市新店型持续迭代，新品类中 IP 潮玩、现制烘焙等快速开发，通过高性价比产品持续满足下沉市场需求空白。盈利端，与竞对相比公司毛/净利率均有提升空间，经营提效是主要途径，我们预计 2026 年公司将持续兑现盈利提升。

三只松鼠：新店型发力，全品类硬折扣转型蓄势待发。公司于 2025H2 推出生活馆，主打自有品牌全品类，品类囊括零食、米面粮油、生鲜蔬果、现制短保等，定位为“家门口的第二厨房”。价格端，通过减少供应链层级与自有产能建设，公司持续提高产品性价比，部分畅销产品终端价格比传统商超低 30%-50%。渠道端，通过“到店购买+小时达+全国购”切入即时零售，持续提高渠道效率。当前新店型仍以安徽为主要推广区域，随着供应链持续提效，新店型仍具全国化潜力。

图表 19 主要食品饮料下游连锁企业 2025-2026 年盈利预测及估值

代码	公司	收入（亿元）				归母净利润（亿元）				市值（亿元）	PE	
		2025E	YoY	2026E	YoY	2025E	YoY	2026E	YoY		2025E	2026E
1364.HK	古茗	120.8	37.4%	143.9	19.1%	25.4	72.1%	27.1	6.5%	566.4	22.8	20.9
2517.HK	锅圈	76.2	17.9%	89.5	17.3%	4.4	90.9%	5.4	21.6%	102.0	22.7	19.1
300972.SZ	万辰集团	520.0	60.9%	613.7	18.0%	12.3	319.1%	18.0	46.0%	365.8	29.5	20.4
300783.SZ	三只松鼠	115.4	8.6%	135.8	17.7%	2.0	-51.9%	3.7	88.0%	99.1	50.1	26.9

资料来源：Wind，华安证券研究所；注：数据截止到 2026 年 1 月 15 日，盈利预测均采用 Wind 一致预测

推荐主线 3、白酒：加速出清，周期修复

投资逻辑：供需筑底，行业风险加速出清

需求外生冲击下，行业加速筑底。在政策冲击下，2025 年白酒行业需求大幅走弱，其中 2025Q2 尤为明显，2025H2 行业需求缓慢修复。在此背景下，白酒企业普遍下调原定全年目标，行业加速筑底，我们预计 2025 年白酒行业营收/归母增速进一步回落至-15%~-20%/-20%~-25%，其中高端/头部地产品牌受影响程度弱于次高端。盈利方面，受产品结构与规模效应走弱拖累，行业盈利能力普遍承压，业绩增速慢于营收增速。

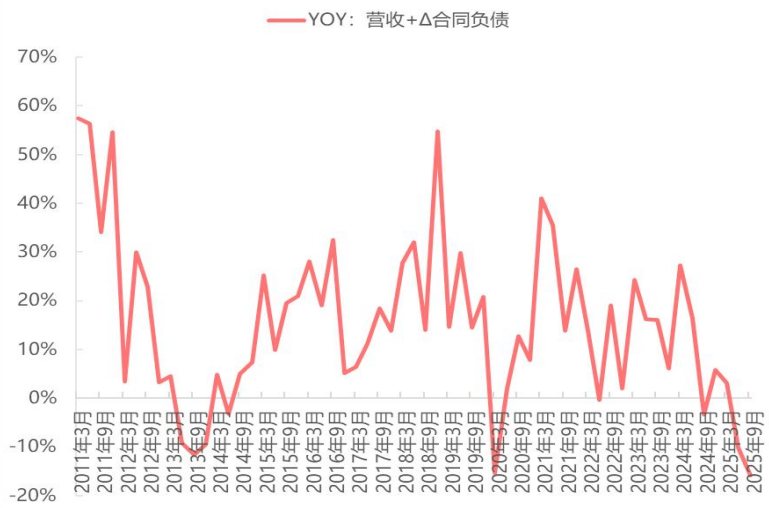
图表 20 白酒行业加速调整

分类	公司	25Q1-3 营收增速	25Q1-3 归母净利润增速	归母净利率		毛利率		毛销差	
				25Q1-3	同比	25Q1-3	同比	25Q1-3	同比
高端	贵州茅台	6.3%	6.2%	49.4%	-0.03%	91.3%	-0.24%	87.9%	-0.22%
	五粮液	-10.3%	-13.7%	35.3%	-1.41%	74.9%	-2.13%	64.0%	-1.54%
	泸州老窖	-4.8%	-7.2%	46.5%	-1.17%	87.1%	-1.32%	76.7%	-1.49%
次高端	山西汾酒	5.0%	0.5%	34.6%	-1.56%	76.1%	0.07%	66.1%	-0.66%
	舍得酒业	-17.0%	-29.4%	12.8%	-2.25%	64.7%	-3.17%	42.4%	-4.08%
	水井坊	-38.0%	-71.0%	13.9%	-15.81%	80.2%	-2.75%	48.9%	-14.06%
	酒鬼酒	-36.2%	-117.4%	-1.3%	-6.03%	66.7%	-5.15%	33.4%	1.55%
头部地产	洋河股份	-34.3%	-53.7%	22.0%	-9.20%	71.1%	-2.71%	52.3%	-7.33%
	今世缘	-10.7%	-17.4%	28.7%	-2.34%	73.8%	-0.51%	55.6%	-3.29%
	古井贡酒	-13.9%	-16.6%	24.1%	-0.78%	79.9%	0.16%	52.4%	-1.99%
	迎驾贡酒	-18.1%	-24.7%	33.5%	-2.92%	72.6%	-1.70%	62.0%	-3.98%
	金徽酒	-1.0%	-2.8%	14.0%	-0.26%	64.6%	0.51%	44.8%	1.06%

资料来源：wind，华安证券研究所

行业转向主动去库，预计将持续至 2026H1。在下调原定全年目标同时，白酒企业普遍将经营重心进一步转向主动去库，以维护渠道健康。参考白酒上一轮深度调整周期（2013-2015 年），行业“营收+Δ合同负债”经历约 6 个季度调整，同比增速实现由负转正，重回向上趋势，我们预计本轮行业主动去库将持续至 2026H1。

图表 21 白酒行业转向主动去库



资料来源：iFind，华安证券研究所

行业批价处于底部区间，企业量价策略成为未来关键。行业供大于求背景下，核心产品批价持续下行，当前处于底部区间。当前茅台批价约 1500 元/瓶，年内茅台整箱批价跌幅达 32%，已达官方建议零售价，市场投机意愿大幅降低，我们预计未来批价核心影响因素为供给端企业量价策略，较为考验企业量价平衡管理能力。对于产品矩阵丰富公司，如茅台、汾酒、老窖等，由于量价平衡策略抓手更多，我们判断实现批价稳定能力更强。

图表 22 茅台批价处于底部区间



资料来源：wind，华安证券研究所

标的建议：推荐贵州茅台、泸州老窖

我们预计 26 年行业经营定调：理性看待增速目标，不强制要求经销商回款，保持渠道库存健康与利润空间。**我们认为 2026 年白酒板块基本面仍处于筑底阶段，经**

营节奏前低后高，板块核心催化仍来自于估值修复，推荐护城河深厚的贵州茅台、渠道调整较为积极的泸州老窖，建议关注山西汾酒。

贵州茅台：优化产品结构，提升渠道积极性，强品牌力仍具深护城河。公司通过进一步强化以飞天为塔基、精品为塔腰、陈年为塔尖、1935 及王子为补充的金字塔式结构，以提升产品与渠道、消费者之间的适配程度；通过减少部分非标产品投放，以稳定渠道利润，提升渠道积极性。强品牌力仍为公司穿越周期的核心依仗。

泸州老窖：渠道调整积极，静待周期修复。公司在行业调整期顺势而为，通过放松对渠道回款要求+数字化体系费用精准投放，保证渠道积极性。产品端，通过严控高度国窖 1573 投放，以维护价格调性；低度产品积极规划全国化，以迎合新消费趋势。公司精细化管理能力突出，静待周期修复后释放经营弹性。

山西汾酒：经营势能向上，全国化持续深化。产品端，公司玻汾及青花 20 动销及渠道利润表现仍相对突出，通过推出青花 26 以持续培育高端产品消费氛围；区域上，华北强势区域收放自如，长江以南区域渗透率快速提升，全国化持续深化。

图表 23 主要白酒企业 2025-2026 年盈利预测及估值

代码	公司	收入（亿元）				归母净利润（亿元）				市值（亿元）	PE	
		2025E	YoY	2026E	YoY	2025E	YoY	2026E	YoY		2025E	2026E
600519.SH	贵州茅台	1,833.5	5.3%	1,921.6	4.8%	907.6	5.3%	952.3	4.9%	17,392.7	19.0	18.3
000858.SZ	五粮液	756.8	-15.1%	773.8	2.3%	256.7	-19.4%	263.4	2.6%	4,118.0	16.0	15.6
000568.SZ	泸州老窖	280.4	-10.1%	287.1	2.4%	118.1	-12.3%	121.6	2.9%	1,698.0	14.5	14.0
600809.SH	山西汾酒	370.6	2.9%	389.4	5.1%	121.7	-0.6%	128.7	5.8%	2,126.2	17.2	16.5
000596.SZ	古井贡酒	197.0	-16.5%	204.7	3.9%	44.3	-19.8%	47.1	6.5%	715.2	15.8	15.2
603369.SH	今世缘	101.3	-12.2%	106.3	4.9%	27.5	-19.4%	29.1	5.9%	435.9	15.8	15.0
002304.SZ	洋河股份	199.2	-31.0%	209.0	4.9%	37.0	-44.6%	41.7	12.8%	948.3	24.7	22.7
603198.SH	迎驾贡酒	60.6	-17.5%	63.5	4.8%	19.8	-23.4%	21.2	6.9%	312.6	16.0	14.7
600702.SH	舍得酒业	46.6	-13.0%	50.0	7.2%	5.0	43.6%	6.0	21.1%	188.0	37.6	31.3
000799.SZ	酒鬼酒	10.5	-26.5%	11.9	13.4%	0.1	15.4%	0.8	457.3%	178.5	1230.5	222.3

资料来源：Wind，华安证券研究所；注：数据截止到 2026 年 1 月 15 日，盈利预测均采用 Wind 一致预测

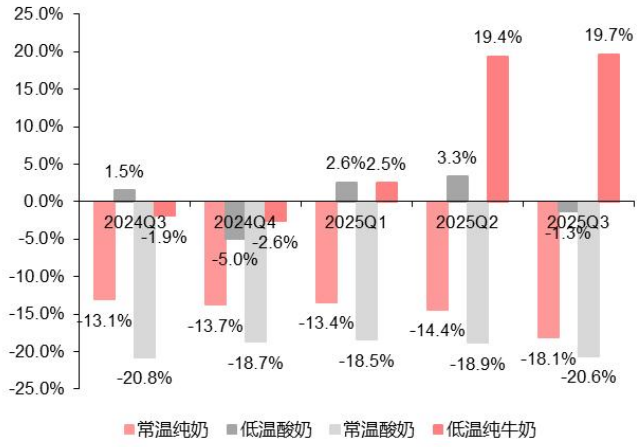
推荐主线 4、乳制品：周期修复与成长兼具

投资逻辑：上游加速去化，下游需求分化

2025Q1-3 乳制品液奶子板块需求分化，低温品类表现好于常温。马上赢数据显示，2024Q3-2025Q3 低温纯牛奶、低温酸奶品类销售额同比表现好于常温纯奶等品类，渗透率提升+健康产品创新下低温品类需求韧性较强。

2025Q1-3 常温白奶头部企业份额略受冲击，低温品类中区域乳企百花齐放。我国常温白奶格局集中，2025Q3 常温白奶 CR5=87.15%，但行业供大于求背景下部分小品牌以低价奶源进入市场，加剧常温白奶竞争，马上赢数据显示，2025Q3 蒙牛、光明常温白奶市场份额同比承压。2025Q3 光明、新乳业等乳企在低温酸奶中份额提升，光明、君乐宝在低温纯奶中份额提升，区域乳企表现亮眼。

图表 24 2024Q3-2025Q3 乳制品各品类销售额同比



资料来源：马上赢，华安证券研究所

图表 25 2025Q3 我国常温白奶格局

排名	集团名称	市场份额示意	市场份额同比
1	伊利股份		
2	蒙牛		
3	光明乳业		
4	欧亚		
5	新乳业		
CR5市场份额合计			87.15%

资料来源：马上赢，华安证券研究所

图表 26 2025Q3 我国低温酸奶格局

排名	集团名称	市场份额示意	市场份额同比
1	君乐宝		
2	伊利股份		
3	蒙牛		
4	光明乳业		
5	新乳业		
CR5市场份额合计			70.84%

资料来源：马上赢，华安证券研究所

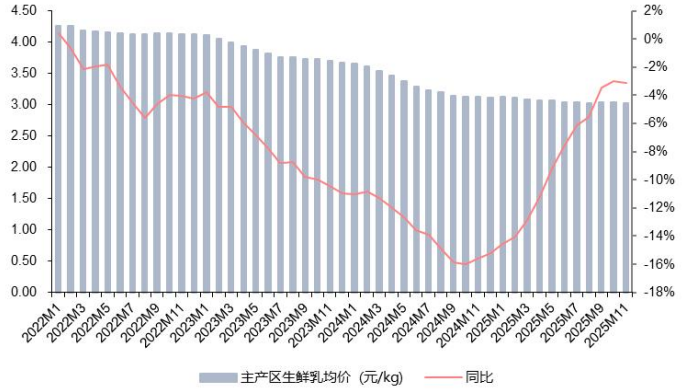
图表 27 2025Q3 我国低温纯奶格局

排名	集团名称	市场份额示意	市场份额同比
1	光明乳业		
2	君乐宝		
3	伊利股份		
4	蒙牛		
5	新乳业		
CR5市场份额合计			69.99%

资料来源：马上赢，华安证券研究所

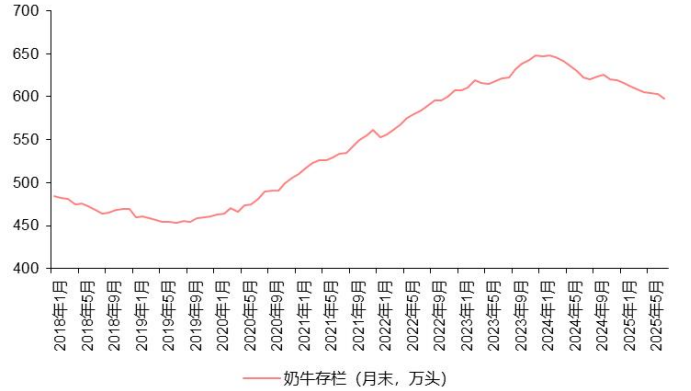
上游出清加速，周期向上利好常温白奶竞争缓和。2025Q3 我国生鲜乳均价同比下滑 5.1%，较 2025Q2 同比降幅收窄，但生鲜乳均价仍处于底部。生鲜乳均价承压致上游牧场亏损严重，经营承压下加速淘汰，截至 2025 年 7 月，我国奶牛存栏数量 598.3 万头，环比减少 0.8%，同比减少 3.9%。随着上游加速出清，我们认为常温白奶竞争有望边际缓和，常温白奶领先企业有望受益。

图表 28 2022M1-2025M11 我国生鲜乳均价及同比



资料来源：农业农村部，华安证券研究所

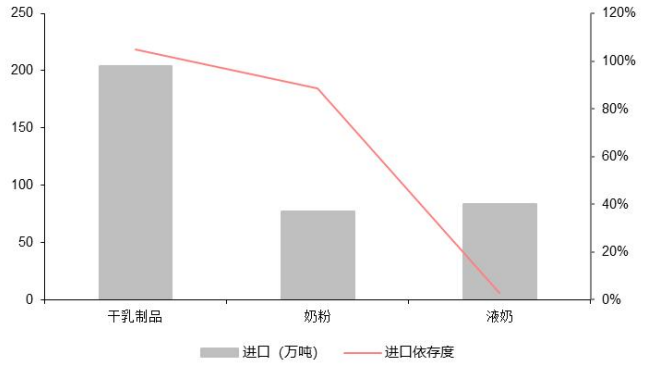
图表 29 2018-2025 年 7 月我国奶牛存栏量（万头）



资料来源：农业农村部，华安证券研究所

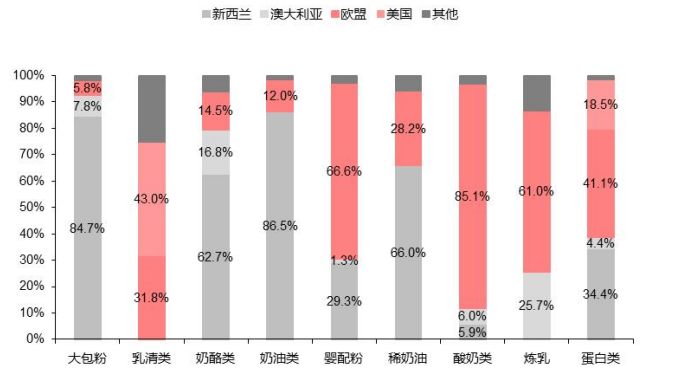
我国干乳制品进口依存度高，政策助力国产替代。2023 年我国干乳制品/奶粉/液奶进口依存度分别为 105%/88.8%/2.9%（进口依存度定义为进口量/产量），干乳制品整体进口依存度较高。2025 年 12 月 22 日中国商务部发布公告，决定自 12 月 23 日起，对鲜乳酪及凝乳、加工乳酪、稀奶油等原产于欧盟的进口相关乳制品实施临时反补贴措施，以保证金形式征收 21.9%-42.7%不等的临时反补贴税。2025 年 1-11 月欧盟在乳清类/奶酪类/奶油类/稀奶油/蛋白类等我国乳制品进口量中占比为 32%/14.5%/12%/28%/41%。我们认为临时反补贴有望削弱欧盟进口乳制品价格优势，利好相关产品国产替代，妙可蓝多、蒙牛乳业、伊利股份等国内深加工头部企业有望受益。

图表 30 2023 年乳制品分品类进口量及进口依存度



资料来源：2024 年中国奶业统计资料，华安证券研究所

图表 31 2025 年 1-11 月乳制品进口量来源地占比



资料来源：奶业经济观察，华安证券研究所

标的建议：推荐新乳业、伊利股份

干乳制品国产替代势头强劲，液奶中低温奶景气度相对较好，常温奶则有望受益于原奶供需改善，**我们认为 2026 年乳制品板块兼具成长和修复，成长角度推荐低温奶领先乳企新乳业，建议关注妙可蓝多；修复角度推荐伊利股份，建议关注蒙牛乳业。**

新乳业：业绩稳健性强，新产品新渠道潜力可期。公司发力景气度相对较好的低温鲜奶和低温特色酸奶产品，注重产品创新和结构优化，同时发力 DTC 渠道和数字化转型，凭借均衡且靠近消费市场的奶源结构构筑供应链优势。当前公司已形成完

善的投后管理方法，未来随着西南基地市场稳健托底+以唯品为核心的华东区域快速扩张+以夏进为核心的西北市场经营改善，叠加产品渠道升级+内部效率提升，公司有望进一步打开成长空间。

伊利股份：五年规划脚踏实地，分红回报亮眼。2025 年 11 月公司举办 2025 年投资者日活动，提出在行业从量增到质升的转变中，伊利将通过布局“多元化品类布局、产业链转型升级、全球化纵深推进”三大结构性增长计划，在未来五年实现超越 GDP 增速的增长。股东回报方面，公司于 2025 年 11 月发布了未来三年股东回报规划，明确 2025-2027 年度公司每年现金分红比例不低于 75%，未来随着公司业绩稳步扩张，股东回报有望持续优化。

妙可蓝多：BC 双轮驱动，发力国产原制奶酪。公司通过扩张 SKU 加速零食量贩等新渠道扩张以实现奶酪 C 端增长，同时通过发力国产原制奶酪加速奶酪 B 端国产替代。25 年 9 月推出店效倍增计划有望提振 BC 端收入，未来随着 C 端强化控费+B 端规模效应+高毛利的国产原制奶酪占比提升，我们认为公司实际经营业绩有望稳步提升。

蒙牛乳业：26 年有望受益于周期向上，利润弹性可期。受需求疲软、行业供大于求等因素影响，25 年公司业绩预计承压。随着行业周期向上，26 年公司有望受益于行业供需矛盾缓解，利润弹性可期。

图表 32 主要乳制品企业 2025-2026 年盈利预测及估值

代码	公司	收入（亿元）				归母净利润（亿元）				市值（亿元）	PE	
		2025E	YoY	2026E	YoY	2025E	YoY	2026E	YoY		2025E	2026E
002946.SZ	新乳业	111.1	4.2%	117.5	5.7%	7.1	31.1%	8.4	18.5%	156	22.2	18.7
600887.SH	伊利股份	1187.7	2.6%	1234.5	3.9%	112.1	32.6%	122.0	8.8%	1,722	15.4	14.1
600882.SH	妙可蓝多	54.4	12.3%	62.3	14.5%	2.3	106.5%	3.4	43.2%	126	53.6	37.4
2319.HK	蒙牛乳业	830.3	-6.4%	854.4	2.9%	42.0	3920%	51.2	21.8%	536	12.7	10.5

资料来源：iFind，华安证券研究所；注：数据截止到 2026 年 1 月 15 日，盈利预测均采用 iFind 一致预测

风险提示：

1、 消费力恢复不及预期

受宏观经济影响，消费力恢复速度可能会低于预期。

2、 成本端压力上涨风险

原材料成本上升将对个股盈利能力产生影响。若原材料价格持续上涨，个股盈利能力可能受到冲击。

3、 竞争格局恶化

市场存在行业竞争格局变化不确定性。

4、 食品安全问题

如果产生食品安全问题，个股经营情况可能受到冲击。

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10 余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师：韦香怡，食品饮料行业分析师，5 年食品饮料行业研究经验，主要覆盖啤酒、饮料、茶饮等行业。

联系人：周韵，南开大学金融学学士，华威大学金融学硕士，5 年消费行业研究经验

联系人：郑少轩，上海财经大学博士，曾任职广银理财。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。