下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

食品饮料行业

如何看零食量贩的市场分歧？——月度聚焦

行业评级

买入

前次评级 买入

前言：今年以来，鸣鸣很忙和万辰集团的开店持续超预期但股价 YTD 均有调整，其中 5 月末因为局部市场的竞争摩擦两家股价调整幅度较大，我们认为在线下折扣零售高景气的产业趋势下市场存在一定的预期差，本次月聚焦针对市场对零食量贩分歧做逐一分析。

月度聚焦：如何看零食量贩的市场分歧？（1）今年开店再超预期，经营质量普遍向好：鸣鸣很忙与万辰集团今年开店持续超预期，全年仍有上修空间。行业本质为线下零售效率迭代，仍处增量扩张阶段，二三线品牌同步扩张，验证非存量竞争格局。单店在运营提效与品类延展下持续改善，部分加盟商盈利回升带动开店意愿增强。若全年门店由约 5000 增至 9000 家，收入增速可在市场预期基础上再上修约 7%-10%。**（2）市场对“竞争”过度反应，“价值战”而非“价格战”**：2024 年高补贴已明显收缩，2025 年以来转为局部、阶梯式低强度补贴，对利润影响有限。行业已进入双寡头稳定阶段（CR2 约 66%），竞争更多集中于局部点位优化而非全面价格战。区域上“南鸣鸣北万辰”格局清晰，全国仍有约 11 万家空间，行业远未见天花板。两家公司净利率环比持续提升，规模与议价能力驱动盈利提升。**（3）同店增长、新店型储备、自有品牌等“成长工具箱”丰富：**单店仍在持续优化，新店型（折扣超市、便利融合、鲜食、沉浸式大店等）拓展消费频次与品类边界，提升模型上限。自有品牌成为关键盈利杠杆，参考日本唐吉诃德经验即通过 OEM 降本与爆品打造提升毛利率。整体来看，行业仍处模型进化与效率提升阶段，成长性与盈利弹性均未见顶。

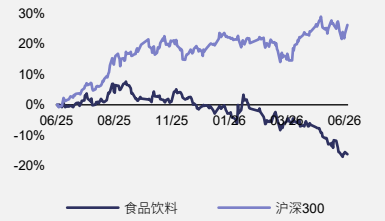
市场回顾：5 月食品饮料板块跑输大盘 4.8pct。**（1）行情回顾：**子行业呈现普跌趋势，保健品、软饮料和其他酒类相对抗跌，肉制品和预加工食品跌幅居前。**（2）陆港通：**南向资金净买入较多个股为皇丰集团、统一、康师傅控股等。**（3）板块估值：**绝对/相对估值处于 2010 年以来低位。

基本面跟踪：5 月景气度边际转淡。5 月社零同比-0.6%，较 4 月环比-0.8pct。必选中粮油食品/饮料零售额/烟酒零售额 2026 年 5 月同比+1.9%（环比-2.2pct）/+6.1%（环比+2.5pct）/+4.8%（环比-6.9pct）。26Q2 消费者信心指数边际回落。**（1）白酒：**茅台批价目前处于平台震荡，五粮液批价环比小幅下降。**（2）大众品：**需求边际转淡，零食连锁景气度相对较优。**（3）成本：**包材、油脂等成本承压，猪肉、白糖等价格回落。

投资建议：（1）白酒：板块历经四年调整期，2026 年有望迎来新一轮发展周期，核心推荐：泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、贵州茅台、今世缘、古井贡酒。**（2）大众品：**2025 年部分子赛道已率先企稳，展望 2026 年行业吨价有望温和上涨，看好新品新渠道带来的个股机会。核心推荐：安井食品、天味食品、燕京啤酒、东鹏饮料、安琪酵母、新乳业、鸣鸣很忙、盐津铺子、万辰集团、西麦食品。

风险提示：宏观经济不及预期；消费力恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧及单店不及预期风险。

相对市场表现



符蓉

SAC 执证号：S0260523120002
SFC CE No. BWC944
furong@gf.com.cn

胡慧

SAC 执证号：S0260524020002
huhui@gf.com.cn

请注意，胡慧并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

食品饮料行业:“捡便宜”的机会	2026-06-14
食品饮料行业:调研反馈—如何看“新鲜零食”?	2026-05-31
食品饮料行业:再论安井食品成长空间——月度聚焦 202604	2026-05-21

下载日志已记录，仅供内部参考

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价	最近报告日期	评级	合理价值（元/股）	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
泸州老窖	000568.SZ	CNY	84.68	2026/04/29	买入	139.93	6.99	7.40	12.11	11.44	8.72	8.23	19.70	19.80
山西汾酒	600809.SH	CNY	119.28	2026/04/29	买入	169.32	9.41	10.15	12.68	11.75	9.18	8.55	26.50	26.20
舍得酒业	600702.SH	CNY	38.75	2026/04/16	买入	50.47	1.36	1.67	28.49	23.20	15.88	13.72	6.40	7.40
贵州茅台	600519.SH	CNY	1271.10	2026/04/25	买入	1675.00	67.00	70.00	18.97	18.16	13.44	12.89	32.10	31.40
今世缘	603369.SH	CNY	25.62	2026/04/29	买入	38.82	2.16	2.34	11.86	10.95	8.22	7.60	14.80	14.60
古井贡酒	000596.SZ	CNY	87.10	2026/04/29	买入	131.60	6.58	7.07	13.24	12.32	9.69	8.98	13.00	13.20
安井食品	603345.SH	CNY	88.85	2026/04/28	买入	118.86	5.40	6.46	16.45	13.75	9.73	8.29	11.20	12.90
天味食品	603317.SH	CNY	13.89	2026/04/28	买入	16.50	0.66	0.74	21.05	18.77	16.21	14.34	15.30	17.00
燕京啤酒	000729.SZ	CNY	11.36	2026/04/24	买入	17.15	0.75	0.88	15.15	12.91	9.35	8.22	12.80	14.20
东鹏饮料	605499.SH	CNY	128.26	2026/06/02	买入	172.99	7.52	8.77	17.06	14.62	13.16	11.39	25.70	27.10
安琪酵母	600298.SH	CNY	35.59	2026/04/28	买入	42.17	2.11	2.47	16.87	14.41	9.41	8.31	13.70	14.40
新乳业	002946.SZ	CNY	16.85	2026/05/31	买入	20.54	1.03	1.20	16.36	14.04	9.10	8.52	20.60	21.20
呜呜很忙	01768.HK	HKD	351.60	2026/04/29	买入	480.35	16.81	21.59	20.91	16.28	11.95	8.61	31.20	28.60
盐津铺子	002847.SZ	CNY	53.28	2026/04/29	买入	64.17	3.21	3.90	16.60	13.66	11.45	9.65	34.00	34.30
万辰集团	300972.SZ	CNY	182.01	2026/04/29	买入	260.04	13.00	17.21	14.00	10.58	6.53	5.02	77.10	59.50
西麦食品	002956.SZ	CNY	21.91	2026/04/29	买入	36.71	1.22	1.49	17.96	14.70	17.03	13.98	16.10	18.60

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

下载日志已记录，仅供内部参考

目录索引

一、 月度聚焦：如何看零食量贩的市场分歧？ 6
（一）今年开店再超预期，经营质量普遍向好 6
（二）市场对“竞争”过度反应，“价值战”而非“价格战” 10
（三）同店增长、新店型储备、自有品牌等“成长工具箱”丰富 13
二、市场回顾：5 月食品饮料板块跑输大盘 4.8pct 16
（一）行情回顾：5 月食品饮料行业跑输大盘，子板块表现分化 16
（二）陆港通：5 月南向资金净买入 228 亿港元 18
（三）板块估值：食品饮料绝对/相对估值处于 2010 年以来低位 19
三、基本面跟踪：5 月景气度边际转淡 20
（一）白酒：需求分化，茅台批价有所波动 21
（二）大众品：5 月需求边际转淡，零食连锁景气度相对较优 22
（三）原材料成本跟踪：包材、油脂、牛肉、坚果成本承压 23
四、投资建议 24
五、风险提示 24
（一）宏观环境不及预期风险 24
（二）消费力恢复不及预期风险 24
（三）食品安全风险 24
（四）行业竞争加剧及单店不及预期风险 24

下载日志已记录，仅供内部参考

图表索引

图 1：今年以来鸣鸣很忙和万辰集团总市值走势（亿元-人民币）.....6
图 2：鸣鸣很忙单月净增门店数跟踪（家）.....7
图 3：万辰集团单月净增门店数跟踪（家）.....7
图 4：鸣鸣很忙&万辰集团分季度（半年度）门店净增数量.....7
图 5：零食有鸣存量门店数量变化（家）.....8
图 6：零食优选、糖巢、戴永红门店数变化（家）.....8
图 7：月固定成本 4.5 万元下客流量变化对单月净利润影响.....9
图 8：6 月 2 日鸣鸣很忙发布声明.....11
图 9：6 月 2 日好想来发布声明.....11
图 10：分省份看今年净增门店主要集中在两广、四川、河南和华东等市场，浙江、重庆等地两家开店相对焦灼.....12
图 11：鸣鸣很忙毛利率和费用率变化.....13
图 12：万辰集团毛利率和费用率变化.....13
图 13：鸣鸣很忙和万辰集团销售费用率结构对比.....13
图 14：鸣鸣很忙和万辰集团管理费用率结构对比.....13
图 15：万辰集团单季度单店月均收入变化.....14
图 16：零食量贩门店提升同店增长核心抓手.....14
图 17：零食量贩自身店型迭代升级的同时积极探索新业态.....15
图 18：唐吉诃德自有品牌占比提升带动整体毛利率提升.....15
图 19：5 月食品饮料板块跑输大盘 4.8pct（单位：%）.....16
图 20：5 月食品饮料行业各子板块行情（%）.....16
图 21：南向资金日度净成交额变化（亿港元）.....18
图 22：南向资金月度净成交额变化（亿港元）.....18
图 23：食饮 PE 估值位于 2010 年以来 16%分位数.....19
图 24：食饮 PB 估值位于 2010 年以来 9%分位数.....19
图 25：食品饮料行业相对沪深 300 PE 估值.....20
图 26：食品饮料行业相对沪深 300 PB 估值.....20
图 27：2026 年 5 月社零整体同比-0.6%.....20
图 28：2026 年 5 月城镇及乡村社零环比略降.....20
图 29：2026 年 5 月烟酒社零分项环比放缓.....21
图 30：2026Q2 消费者信心指数略有回落.....21
图 31：白酒批价跟踪：飞天提价后批价同步上涨（单位：元/瓶）.....21
图 32：白酒批价跟踪：5 月高端白酒价格保持平稳（单位：元/瓶）.....22
图 33：2026 年 5 月社零餐饮分项环比降速.....23
图 34：食品饮料行业成本跟踪 1：5 月部分包材价格同比走高.....23

下载日志已记录，仅供内部参考

图 35：食品饮料行业成本跟踪 2：菜籽油、大豆油、棕榈油等价格同比上涨 24

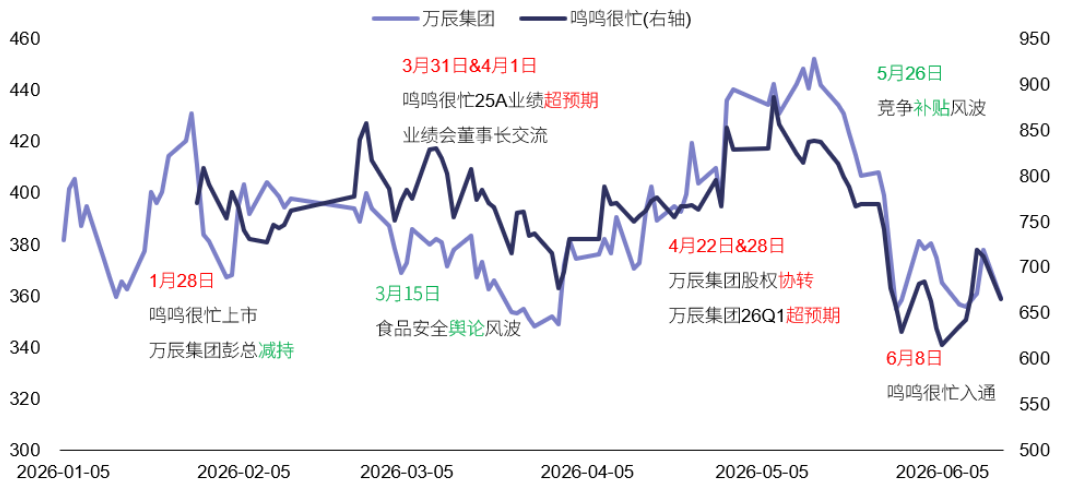
表 1：中美主要零售品牌的 2025 年财务数据对比（亿元人民币） 8
表 2：零食量贩单店模型（测算） 9
表 3：鸣鸣很忙收入敏感性分析 10
表 4：万辰集团收入敏感性分析 10
表 5：鸣鸣很忙和万辰集团加盟政策变化 11
表 6：5 月食品饮料板块 Top20 权重股股价表现 17
表 7：5 月食品饮料板块涨跌幅前十公司 17
表 8：5 月港股食品饮料重点公司南向资金持股变化 18

下载日志已记录，仅供内部参考

一、月度聚焦：如何看零食量贩的市场分歧？

前言：今年以来，鸣鸣很忙和万辰集团的开店持续超预期但股价 YTD 分别为-20.2%/-10.5%（鸣鸣很忙按照上市至今计算，截至 2026/6/16），其中 5 月末因为局部市场的竞争摩擦两家股价调整幅度较大，我们认为在线下折扣零售高景气的产业趋势下市场存在一定的预期差，本次月聚焦针对市场对零食量贩分歧做逐一分析。

图 1：今年以来鸣鸣很忙和万辰集团总市值走势（亿元-人民币）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：数据截至 2026/6/16

（一）今年开店再超预期，经营质量普遍向好

开店：今年开店超预期，预计全年开店数量有望上修。根据抖音和高德地图数据统计，今年以来两家开店明显提速，1-5 月净增门店均在 3000 家附近，其中 5 月单月净增门店接近 1000 家；参考 2024 年和 2025 年公司财报，上半年净增门店数占全年净增门店数约 20-35%，下半年考虑中秋国庆长假、春节年节备货等拉动预计迎来开店的高峰，全年净增门店有望超当前市场预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：鸣鸣很忙单月净增门店数跟踪（家）

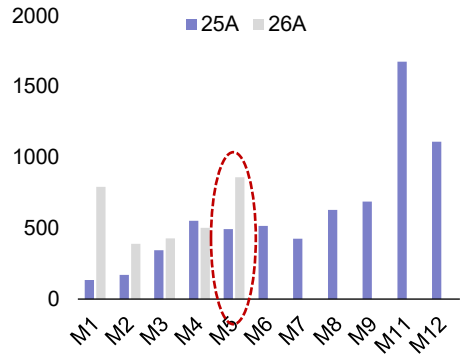
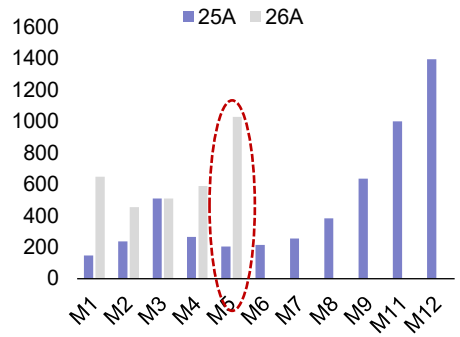


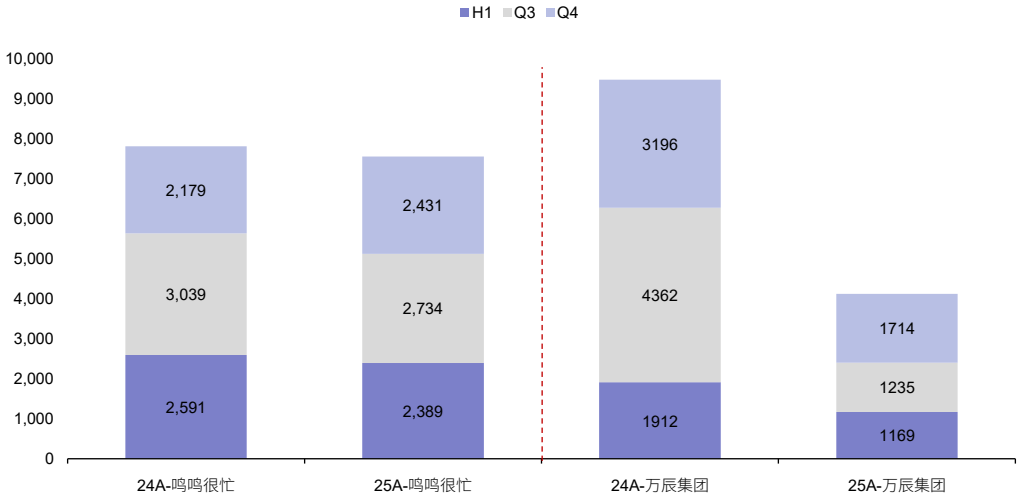
图 3：万辰集团单月净增门店数跟踪（家）



数据来源：抖音品牌号、高德地图、广发证券发展研究中心

注：第三方数据统计或存在口径和开店时间误差等，以公司财报披露数据为准

图 4：鸣鸣很忙&万辰集团分季度（半年度）门店净增数量



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

原因：底层逻辑仍为线下零售渠道的效率迭代，边际来看加盟商同店改善带动盈利能力回升，开店意愿提升。

宏观视角：增量市场竞争而非存量市场竞争，二三线品牌亦加速开店。根据抖音品牌号和高德地图数据统计，2025 年以来量贩零食行业的门店扩张并未呈现“仅由头部驱动”的单极结构，二三线品牌在区域深耕或店型迭代下依旧实现较快增长。例如，行业门店体量第三名零食有鸣，2025 年初零食门店和批发超市合计约 3000 家，在以川渝为大本营且批发超市为主店型下最新门店数超 5000 家且不含今年重点打造的“便利店”等新模型；此外，零食优选、糖巢等 2000 家左右的门店品牌嫁接汇通达平台或依托福建核心市场做周边省份外溢亦实现近千家门店拓展，而密度相对较高的湖南市场戴永红依旧守住份额且向“零食+便利复合业态”的结构性转型。在行业高速发展且龙头加速跑马圈地背景下，二三线品牌仍维持较快的成长斜率亦说明行业目前远未进入存量市场竞争，底层核心驱动力仍在整个万亿线下零售格局的再洗牌，更高运营效率、更懂消费者需求、更好购物体验的零售业态将持续抢夺市场份额、强化消费者心智。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：零食有鸣存量门店数量变化（家）

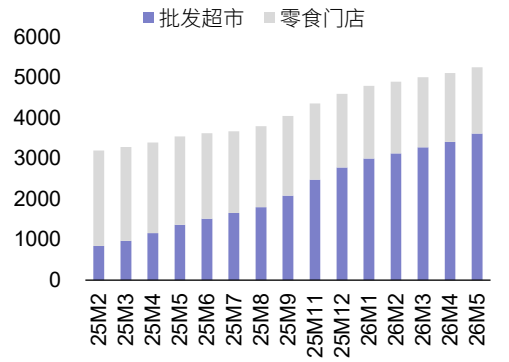
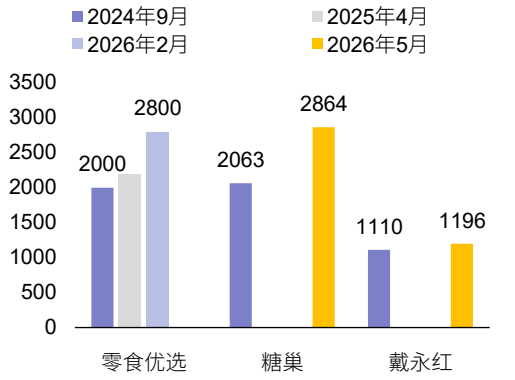


图 6：零食优选、糖巢、戴永红门店数变化（家）



数据来源：抖音品牌号、高德地图、广发证券发展研究中心

注：第三方数据统计或存在口径和开店时间误差等，以公司披露数据为准

表 1：中美主要零售品牌的 2025 年财务数据对比（亿元人民币）

类别	模式	市值	营业收入	归母净利润	销售净利率	存货周转天数	固定资产周转天数	ROE
沃尔玛	直营	65606	48825	1394	3.0%	39	136	22%
costco	直营	29672	19550	575	2.9%	28	96	31%
target	直营	4183	7641	293	3.8%	58	191	29%
DOLLAR GENERAL	直营	1725	2912	81	2.8%	86	274	16%
DOLLAR TREE	直营	1492	1260	-217	-17.2%	124	416	-54%
鸣鸣很忙	加盟	712	662	23	3.5%	13	62	34%
万辰集团	加盟	378	515	13	4.7%	18	60	104%
永辉超市	直营为主	291	533	-26	-5.0%	44	247	-81%
步步高	直营	108	41	1	3.1%	41	1917	1%
高鑫零售	直营	92	716	4	0.5%	50	294	2%

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：市值截至 2026/6/12

微观视角：2025 年下半年以来同店改善带动盈利能力回升。零食量贩因为高周转和低毛利率属性，门店自带一定的经营杠杆，从单店模型测算可以看到，在约 30 天营业周期、500 单/日、客单价 30 元的假设下，单店月销售额可达约 45 万元（年化约 540 万元 GMV），假设在 18%综合毛利率与 10%固定费用率结构下，月净利润约 3.6 万元（年化约 43 万元），在固定成本在 4.5 万元/月假设情况下客流量每提升 10-30%对应净利润提升 23%-68%且固定成本越高，单店改善对于利润贡献的弹性越强。因此，2025 年下半年以来加盟商同店改善带来整体盈利质量的提升且加盟商拿店趋于理性亦会优先考虑固定成本可控且回收周期更短的门店。

下载日志已记录，仅供内部参考

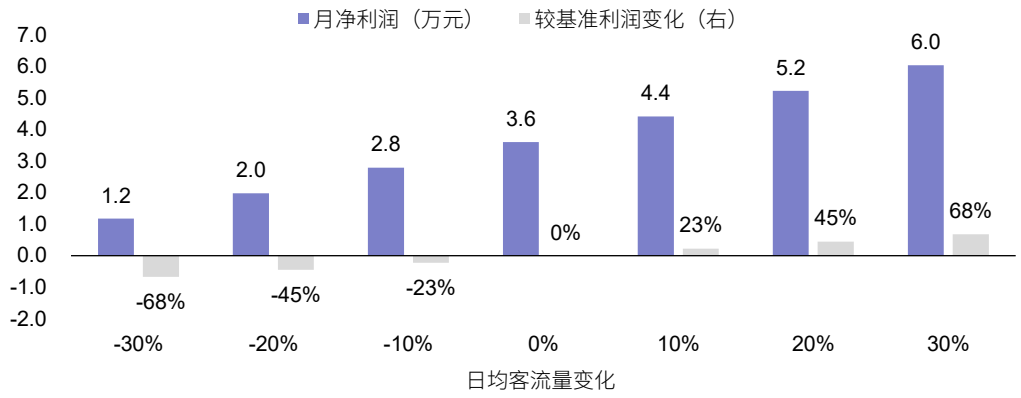
表 2：零食量贩单店模型（测算）

指标	假设值	单位	说明
初始投资额	80-100	万元	30-35万装修设备、30-35万首批货款、押一付三租金
固定资产类投入	30-35	万元	装修和设备款
日均有效订单数	500	单/日	社区SA类成熟门店假设
客单价	30	元	量贩零食/社区零售常见客单价区间假设
月营业天数	30	天	标准化测算
月销售额	45	万元	年化540万元GMV
商品综合毛利率	18%	-	食品零售低毛利高周转模型
月固定费用率	10%	-	房租5%、人工5%、水电折旧杂费2%
——月固定费用	4.5	万元	人工2万元+租金2万元+杂费5000元
净贡献率EBITDA	8%	-	商品毛利率-可变费用率
月净利润	3.6	万元	年化43万元
盈亏平衡单数	278	单/日	固定费用/毛利率/客单价/营业天数

数据来源：公司财报、品牌公众号、广发证券发展研究中心

注：上述单店模型仅为测算模型，实际情况需结合不同区域和客流情况做针对性分析

图 7：月固定成本 4.5 万元下客流量变化对单月净利润影响



数据来源：广发证券发展研究中心

考虑开店节奏，全年收入增速有上修空间（约+10%）。考虑两家龙头今年以来的开店节奏，预计在年中或者 26Q3 有望对全年门店数上修带动整体收入增速的上修。以鸣鸣很忙为例，我们假设今年单店持平的情况下年初预计今年净增 5000 家，对应 2026 年收入增速+35%，若全年净增门店到 9000 家则单店不变的情况下收入有望从+35%上修至+46%即全年收入超 960 亿元，上修幅度约 9%；单店层面，目前市场预期相对谨慎但今年以来部分渠道反馈在运营提效和品类延展上同店略有提升，因此 26H2 单店端或有提升空间。以万辰集团为例，考虑 26Q1 单店带动收入增速超预期，我们预计今年收入增速+37%即假设净增门店 6000 家且全年单店+5%（隐含 26Q2-4 单店平均下滑 5%），若假设全年净增门店到 9000 家则单店不变的情况下收入有望从+37%上修至+47%即全年收入超 750 亿元，上修幅度约 7%。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：鸣鸣很忙收入敏感性分析

2026E 收入 yoy		2026 年净增门店数				
		5000	6000	7000	8000	9000
2026年单店提升比例	-2.0%	31.9%	34.5%	37.2%	39.9%	42.6%
	-1.0%	33.2%	35.9%	38.6%	41.4%	44.1%
	0.0%	34.5%	37.3%	40.0%	42.8%	45.6%
	1.0%	35.9%	38.7%	41.4%	44.2%	47.0%
	2.0%	37.2%	40.0%	42.8%	45.7%	48.5%
	3.0%	38.6%	41.4%	44.2%	47.1%	49.9%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 4：万辰集团收入敏感性分析

2026E 收入 yoy		2026 年净增门店数				
		5000	6000	7000	8000	9000
2026年单店提升比例	3.0%	31.6%	34.8%	37.9%	41.0%	44.2%
	4.0%	32.9%	36.1%	39.2%	42.4%	45.5%
	5.0%	34.2%	37.4%	40.5%	43.7%	46.9%
	6.0%	35.4%	38.7%	41.9%	45.1%	48.3%
	7.0%	36.7%	39.9%	43.2%	46.5%	49.7%
	8.0%	38.0%	41.2%	44.5%	47.8%	51.1%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）市场对“竞争”过度反应，“价值战”而非“价格战”

市场对“舆论竞争”或过度反应，鸣鸣和万辰均强调共筑健康行业生态。5 月下旬因部分渠道和加盟商反馈头部补贴升级，市场担忧 2024 年“价格战”重现股价调整幅度较大，6 月 2 日鸣鸣很忙和万辰集团均发布声明强调“守初心、反内卷、同发展、共筑健康行业生态”引导行业回归理性竞争。我们对过去三年加盟政策进行梳理，认为目前仅为局部市场、核心点位且有条件的阶梯式补贴，考虑门槛和金额预计对业绩影响微乎其微。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：6 月 2 日鸣鸣很忙发布声明



图 9：6 月 2 日好想来发布声明



数据来源：品牌公众号、广发证券发展研究中心

补贴政策回顾：与 2024 年差异甚大，目前格局稳定仅局部调优。根据各品牌公众号统计，2024 年在“跑马圈地、龙头卡位”的战略定位下两家给的竞争补贴力度较大，比如补贴范围为全国且开店达到一定要求的给予 10-12 万元补贴，尤其对于高竞争门店给予“保底毛利率 15%”及“年租金或转让费 50%”，参考万辰财报 2024 年其销售费用中业务拓展费和业务宣传费合计为 5.1 亿元，占收入比例 1.6%；2025 年双寡头地位逐步清晰，行业回归“政策纠偏、质量成长”阶段，两家补贴政策明显收缩即开店补贴降至最多 3.6 万元且没有额外的高竞补贴，经营重心回归优化同店增长。在补贴降速下两家龙头仍维系较快的开店速度，即 2024-2025 年两家合计净增 1.7 万家和 1.2 万家。2026 年我们认为行业仍处在“格局稳定、局部调优”的发展阶段，目前开店补贴政策延续 2025 年仅局部市场、核心点位推出有条件的阶梯式补贴，考虑加盟商在经历 2024 年行业高速扩张期后目前也趋于理性，多数反馈开店以回收期为考核，弱化高势能和高竞争区域，以稳定现金流为先。

表 5：鸣鸣很忙和万辰集团加盟政策变化

补贴政策	2024年		2025 年		2026 年至今	
分品牌	鸣鸣很忙	万辰集团	鸣鸣很忙	万辰集团	鸣鸣很忙	万辰集团
开店补贴	0加盟费、0管理费、0 培训费、0 服务费、装修费 0 利润 一次性补贴10/10.8/12万元（门店开间面积>150㎡+12m&招牌面积>40㎡&转角店达标）	0加盟费、0服务费、0管理费、0配送费、0 培训费、装修费 0 利润	基本无变化 累计补贴至多3.6万元（门店开间面积>150㎡+12m&招牌面积>30㎡/40㎡&转角店达标、参考门店月度评分、按月返订货余额，最长1年，对门店要求更细致和具体）			
大招牌补贴	门头面积超过20㎡门店，超出部分按300-500元/㎡补贴		基本无变化			
竞争补贴	凡门店遭遇竞品门店恶意打折促销，距离符合高竞争门店标准，公司全力支持门店竞争，补贴毛利率至15%； 凡在竞品高销门店100米范围内开店，经公司审核同意，额外补贴该门店店铺年租金的50%或该门店转让费的50%(经营期间分12个月补贴至门店报货系统，万辰明确最低补贴不低于12万/年)。		全面取消		区域性招商会有“专享补贴”“定点位返利”类活动、部分市场有12-18万元分阶梯式补贴（对点位、月销额、月评分等均有约束，实际符合要求较少），整体补贴幅度和2024年全国范围政策相比明显偏低。	
迁址补贴	新签门店，如有经营不善导致迁址的，完成后一次性补贴10/20万元		符合标准的补贴10万元、落地情况一店一议			

数据来源：公司财报、品牌公众号、广发证券发展研究中心

分区域看：鸣鸣很忙和万辰集团各自利基市场竞争优势突出，仅少数省份难分伯仲；从门店密度看，行业开店空间看到 11 万家，可拓空间广阔。根据高德地图数据统计（存在统计误差仅供参考），截至 5 月末 Top15 品

下载日志已记录，仅供内部参考

牌合计净增门店超 7000 家至 6.6 万家，鸣鸣很忙和万辰集团净增约 3000 家且 CR2 约为 66%，延续双寡头强势格局。分区域看，今年主要扩张市场仍集中在华东、华中、华南和西南人口密度较高且业态渗透率较高市场，其中西南和华东开店速度更胜一筹。结构上看，鸣鸣很忙今年开店较多的省份为广东、浙江、广西、河南和湖北等地，万辰集团今年开店较多的省份为河南、江苏、山东、浙江、河北等地，整体开店区域集中度比鸣鸣很忙略高。从两者竞争格局看，“南鸣鸣北万辰”格局相对清晰，除了两家渗透率均较低的西北、四川、海南和福建等市场外，浙江、江西和重庆等地两家难分伯仲。从全国开店空间看，我们之前在《鸣鸣很忙（01768.HK）-效率为刃，万店织网，快乐速达》中提到行业开店空间看到 11 万家，现有店型下单品牌门店空间接近 4 万家，目前北方市场、河南、云南和海南等地单店覆盖密度远小于全国平均水平，而密度最高的湖南市场今年仍维持净开店的趋势，因此从区域分布上看无需担心行业天花板问题，局部市场竞争目前也仅在小部分市场的核心点位。

图 10：分省份看今年净增门店主要集中在两广、四川、河南和华东等市场，浙江、重庆等地两家开店相对焦灼

区域	省份	常住人口(万人)	26M5-top15家店	增量	覆盖（万人/店）	鸣鸣很忙	增量	市占率	万辰集团	增量	市占率
东北	辽宁	4182	1100	90	3.8	178	19	16%	545	51	50%
	黑龙江	3062	1019	187	3.0	341	93	33%	366	94	36%
	吉林	2339	718	90	3.3	78	16	11%	322	41	45%
华北	河北	7393	2684	423	2.8	845	134	31%	1358	238	51%
	山西	3466	1288	170	2.7	694	144	54%	177	15	14%
	内蒙古	2396	796	105	3.0	154	24	19%	366	61	46%
	北京	2186	244	73	9.0	60	31	25%	132	50	54%
	天津	1364	453	89	3.0	134	44	30%	284	73	63%
华东	山东	10123	3506	320	2.9	710	79	20%	2380	293	68%
	江苏	8526	5366	381	1.6	905	174	17%	3279	395	61%
	浙江	6627	3560	447	1.9	1307	318	37%	1695	274	48%
	安徽	6121	3622	208	1.7	1058	133	29%	2107	182	58%
	福建	4183	2778	361	1.5	695	118	25%	195	12	7%
	上海	2487	468	105	5.3	152	19	32%	230	93	49%
华中	河南	9815	3655	580	2.7	931	182	25%	1851	383	51%
	湖南	6568	5808	192	1.1	2636	115	45%	636	32	11%
	湖北	5838	3434	84	1.7	2154	207	63%	327	62	10%
	江西	4515	3676	310	1.2	2007	140	55%	1130	140	31%
华南	广东	12706	6122	722	2.1	3097	443	51%	736	47	12%
	广西	5027	2412	333	2.1	1212	227	50%	34	-7	1%
	海南	1043	400	62	2.6	131	27	33%	4	4	1%
西南	四川	8368	4406	640	1.9	521	29	12%	551	115	13%
	云南	4673	1683	210	2.8	826	138	49%	157	19	9%
	贵州	3865	1993	254	1.9	983	137	49%	251	35	13%
	重庆	3191	1505	266	2.1	570	85	38%	607	119	40%
西北	陕西	3952	1458	357	2.7	490	119	34%	399	114	27%
	新疆	2598	522	182	5.0	0	0	0%	90	42	17%
	甘肃	2465	827	137	3.0	134	43	16%	193	47	23%
	宁夏	729	227	24	3.2	28	0	12%	75	21	33%
	青海	594	194	27	3.1	3	1	2%	42	6	22%
	西藏	365	240	36	1.5	3	3	1%	13	13	5%
合计		140769	66164	7465	2.1	23037	3242	35%	20532	3064	31%

数据来源：高德地图、wind，广发证券发展研究中心

注 1：筛选规则为高德地图中含“零食”及 Top15 家品牌的门店，其中剩余品牌较难区分是否为“零食量贩连锁品牌”，仅供参考

注 2：Top15 家品牌分别为零食很忙、赵一鸣、好想来、老婆大人、来优品、吖滴吖滴、陆小馋、零食有鸣、糖巢、戴永红、爱零食、零食优选、零食舱、恰货铺子、零食顽家，截至 2026 年 5 月合计门店数为 6.6 万家

注 3：市占率=万辰集团（鸣鸣很忙集团）门店数/总门店数

注 4：门店数据基于高德门店整理，可能存在统计不完整的风险

业绩层面：鸣鸣很忙和万辰集团因规模效应显现，产业链议价权较强，利润率仍有提升空间。根据两家公司财报，2025 年鸣鸣很忙和万辰集团零食量贩业务调整后净利率分别为 4.1%和 4.7%，同比+1.7pct 和+2.8pct，

下载日志已记录，仅供内部参考

2025Q4 鸣鸣很忙调整后净利率为 4.5%，万辰集团 2026Q1 零食量贩业务销售净利率为 5.8%，两家周转效率领先同时盈利能力环比仍在提升。从盈利拆解看，在规模效应、产业链议价权提升、补贴政策减少下毛利率改善较为明显，费用率中员工薪酬、营销推广和仓储服务等占大头。考虑两家发展阶段，我们认为今年局部市场的结构性补贴对业绩影响微乎其微，核心仍在于点位拓展和运营提效等中长期价值竞争上。

图 11：鸣鸣很忙毛利率和费用率变化

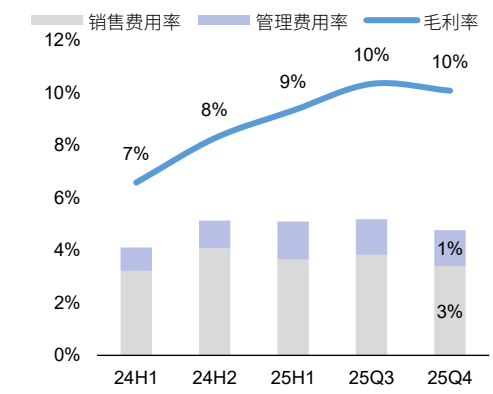
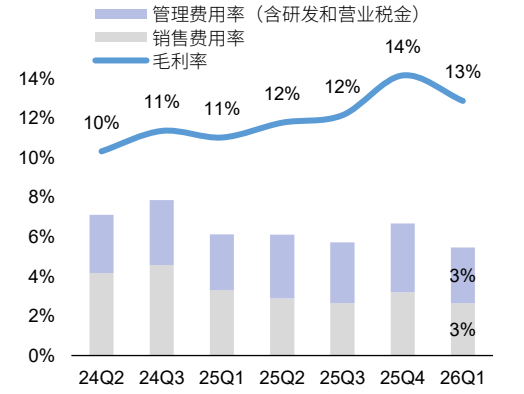


图 12：万辰集团毛利率和费用率变化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 13：鸣鸣很忙和万辰集团销售费用率结构对比

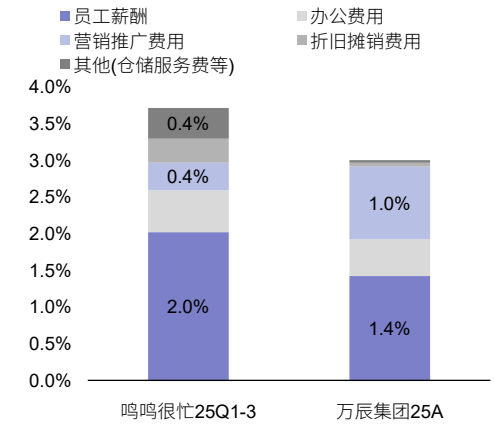
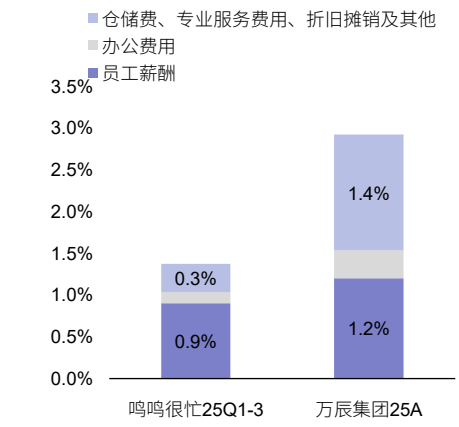


图 14：鸣鸣很忙和万辰集团管理费用率结构对比



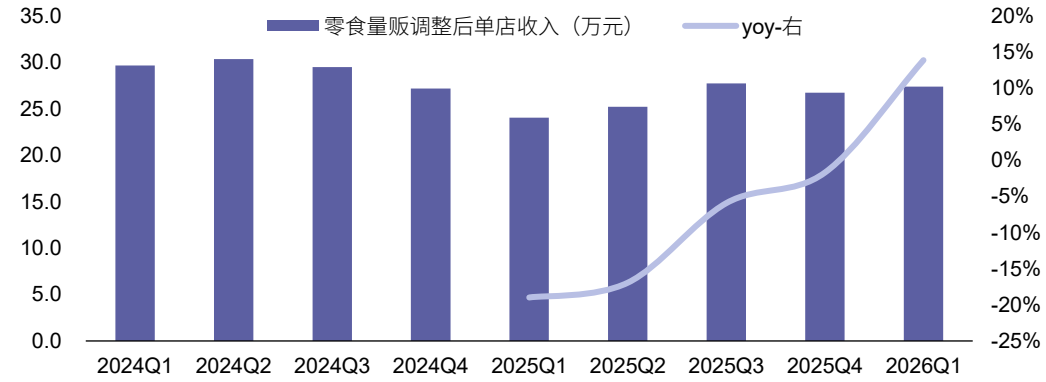
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（三）同店增长、新店型储备、自有品牌等“成长工具箱”丰富

单店层面：2025H2 以来持续改善，后续重点关注多维运营提效下改善的持续性。从单店表现看，万辰集团自 25Q4 环比大幅收敛且 26Q1 单店在春节错期下实现双位数增长，还原季节性波动我们预计目前单店为低个位数增长。背后提升的原因一方面在品类结构、陈列动线、爆品打造和场景化运营上的精细化程度提升，带动客流效率和连带购买改善；另一方面，冻品、热食、潮玩卡牌等延展品类逐步丰富消费场景，使门店从传统零食补给渠道向高频消费入口升级。市场当前对后续同店增长仍存在分歧，担忧行业门店密度提升后单店分流、客流增速放缓以及竞争压制盈利。但我们认为，量贩零食门店仍处于经营模型迭代期，同店增长并非只来自自然客流，而可通过动线优化、品类延伸、会员体系和数字化运营持续提升客单数、连带率与复购率。随着门店运营效率改善和会员数据沉淀反哺选品、促销及开店模型，两家单店表现仍具备进一步优化空间。

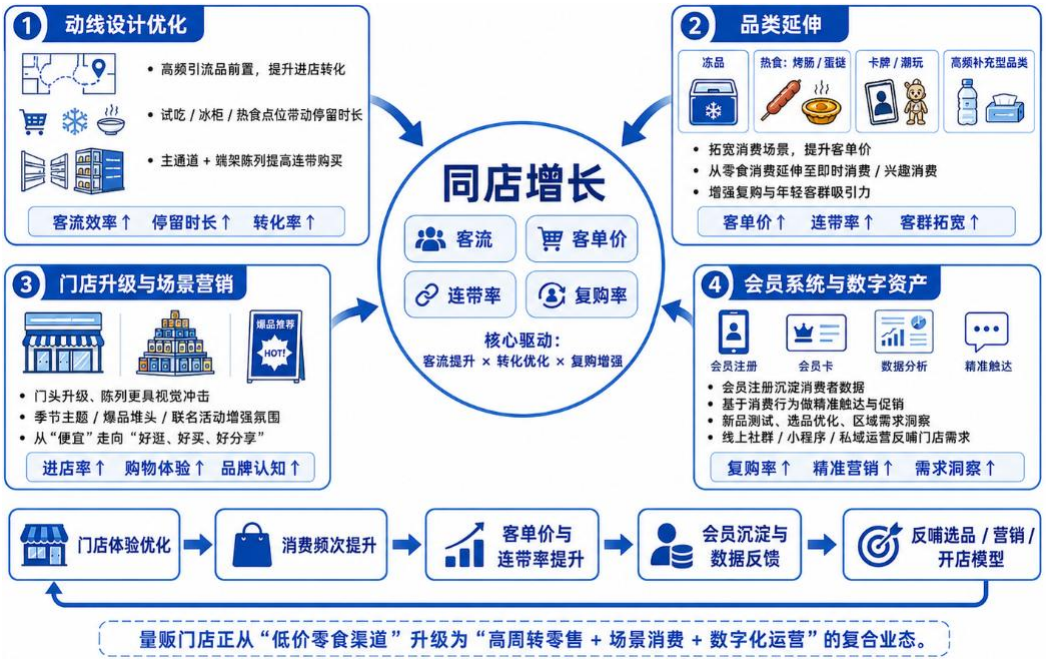
下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：万辰集团单季度单店月均收入变化



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 16：零食量贩门店提升同店增长核心抓手



数据来源：广发证券发展研究中心

新店型层面，除了现有门店跟随场景体验持续升级外，头部品牌积极探索折扣超市、新鲜零食、零食王国、折扣便利店等多种业态。例如，零食有鸣去年底尝试的便利店模型，在零食量贩的低价心智基础上嫁接便利店的即时消费属性，提升门店覆盖密度和消费频次；今年年初，万辰集团在局部市场测试的折扣超市模型，探索从零食向日百、饮料、粮油、冻品等高频刚需品类延伸，参考奥乐齐依托自有品牌以更低加价率和更高周转承接社区型刚需消费；此外，鸣鸣很忙 1 月底探索的新鲜零食品牌“有、推荐”则通过鲜卤、现制饮品、冷冻烘焙、短保烘焙等品类提升即时性和差异化。4 月底鸣鸣很忙在长沙推出的“零食王国”主题店成为地标性建筑，占地

下载日志已记录，仅供内部参考

约 2 万平方米不仅现场斩获吉尼斯“最大零食店”认证，更以 3.5 万 SKU 的海量供给、迪斯尼级沉浸式体验、线下版糖酒会新品发布模式，重新定义零食零售的边界。

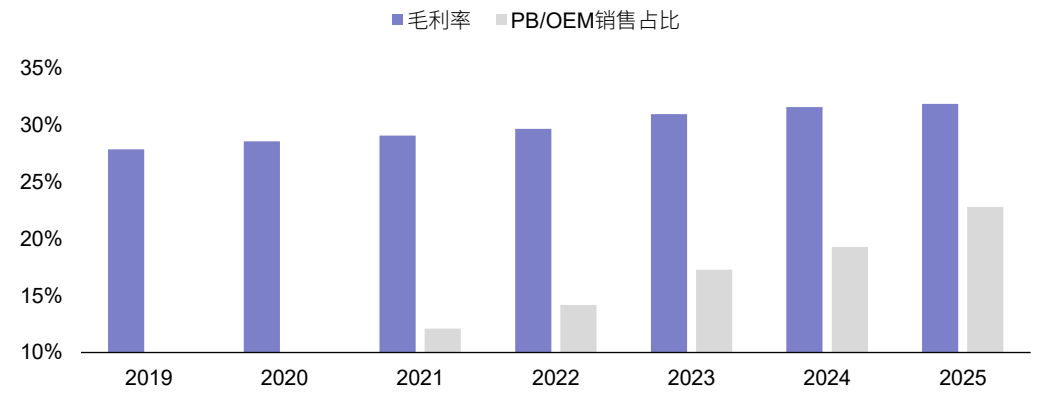
图 17：零食量贩自身店型迭代升级的同时积极探索新业态



数据来源：FBIF 食品饮料创新、零售商业财经、食品商，广发证券发展研究中心

自有品牌方面，参考唐吉诃德有望成为后续盈利提升和差异化共创的重要抓手。自有品牌核心贡献不局限于便宜，而在于通过顾客反馈驱动的爆品开发、OEM 化降本、差异化商品心智和库存周转优化，持续抬升毛利率和经营利润率。2025 年以来鸣鸣很忙和万辰集团都开始尝试自有品牌布局。例如，鸣鸣很忙推出“红标”“金标”系列，分别对应极致性价比和品质升级；万辰推出“好想来超值”、“好想来甄选”等系列，并在天然水、果汁茶、抽纸等品类中打造爆款。参考唐吉诃德自有品牌占比提升带动整体毛利率提升，假设自有品牌毛利率在 15-20%（略高于目前 10%）则其占比提升 10%，对净利率贡献为 1.5-2pct。

图 18：唐吉诃德自有品牌占比提升带动整体毛利率提升



数据来源：PPIH 公司财报，广发证券发展研究中心

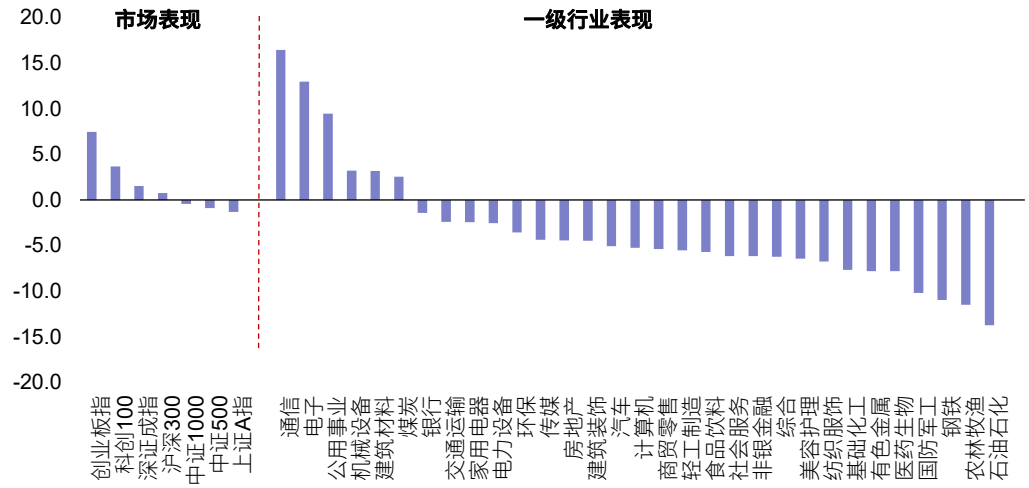
下载日志已记录，仅供内部参考

二、市场回顾：5 月食品饮料板块跑输大盘 4.8pct

（一）行情回顾：5 月食品饮料行业跑输大盘，子板块表现分化

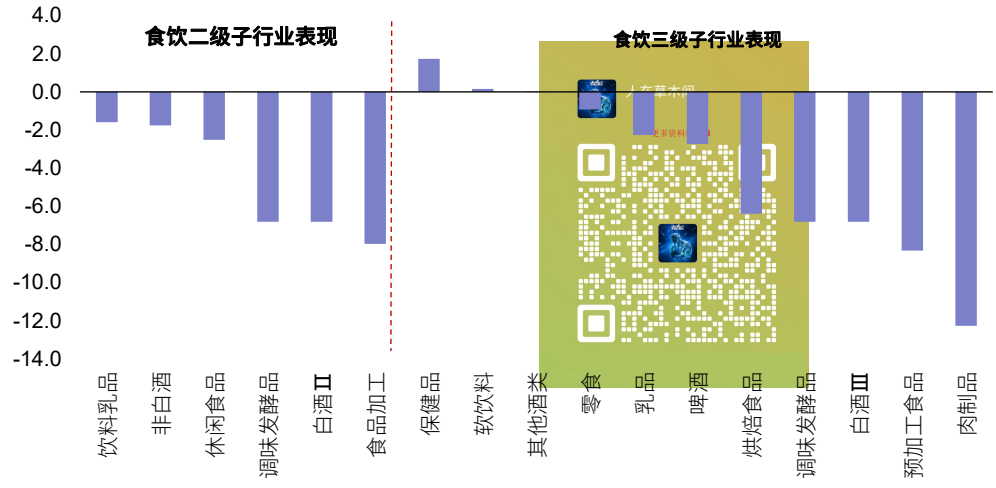
板块整体：2026 年 5 月申万食品饮料板块下跌 5.7%，跑输沪深 300 指数 4.8 个百分点，在 31 个一级行业中排名第 19。分子板块来看：5 月食品饮料子行业呈现普跌趋势，保健品、软饮料和其他酒类相对抗跌，肉制品和预加工食品跌幅居前，三级子行业除保健品、软饮料为正收益外多数子行业均调整。

图 19：5 月食品饮料板块跑输大盘 4.8pct（单位：%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 20：5 月食品饮料行业各子板块行情（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

重点公司：5 月食饮权重股表现分化，养元、今世缘和百润表现较优，多数公司处于普跌，其中白酒调整幅度较多。5 月涨幅居前公司主要在中小标的、养元饮品、今世缘、绝味食品、有友食品等；肉制品、五粮液、千味央厨、千禾味业等公司调整较多。

表 6：5 月食品饮料板块 Top20 权重股股价表现

代码	公司	三级行业	市值（亿元）	区间涨跌幅%
600519.SH	贵州茅台	白酒III	16371	-5.4
000858.SZ	五粮液	白酒III	3238	-14.1
603288.SH	海天味业	调味发酵品III	2090	-7.6
600887.SH	伊利股份	乳品	1708	-1.7
600809.SH	山西汾酒	白酒III	1563	-10.6
000568.SZ	泸州老窖	白酒III	1331	-9.7
605499.SH	东鹏饮料	软饮料	1118	-1.5
000895.SZ	双汇发展	肉制品	867	-9.7
600600.SH	青岛啤酒	啤酒	839	-3.1
002304.SZ	洋河股份	白酒III	687	-7.4
603156.SH	养元饮品	软饮料	528	11.7
000596.SZ	古井贡酒	白酒III	502	-11.5
603369.SH	今世缘	白酒III	374	9.2
000729.SZ	燕京啤酒	啤酒	366	-2.3
603345.SH	安井食品	预加工食品	333	-8.6
600298.SH	安琪酵母	调味发酵品III	319	-2.3
603198.SH	迎驾贡酒	白酒III	300	-1.2
600132.SH	重庆啤酒	啤酒	259	-2.7
002461.SZ	珠江啤酒	啤酒	226	-1.8
002568.SZ	百润股份	其他酒类	210	5.9

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：数据截至 2026/6/1

表 7：5 月食品饮料板块涨跌幅前十公司

5 月食品饮料板块涨幅前十公司					5 月食品饮料板块跌幅（或涨幅靠后）前十公司				
代码	公司	三级行业	市值（亿元）	区间涨跌幅%	代码	公司	三级行业	市值（亿元）	区间涨跌幅%
600381.SH	青海春天	保健品	32	53.2	600696.SH	岩石股份	白酒III	2	-58.0
600530.SH	ST交昂	保健品	50	34.8	002726.SZ	龙大美食	肉制品	19	-38.5
603779.SH	威龙股份	其他酒类	29	32.6	002840.SZ	华统股份	肉制品	71	-30.5
603919.SH	金徽酒	白酒III	97	21.7	600429.SH	三元股份	乳品	75	-18.2
300106.SZ	西部牧业	乳品	29	19.5	001215.SZ	千味央厨	预加工食品	39	-15.0
000716.SZ	黑芝麻	零食	40	18.9	000858.SZ	五粮液	白酒III	3238	-14.1

下载日志已记录，仅供内部参考

603156.SH	养元饮品	软饮料	510	11.7	603027.SH	千禾味业	调味发酵品III	105	-13.8
603369.SH	今世缘	白酒III	323	9.2	605089.SH	味知香	预加工食品	32	-12.9
603697.SH	有友食品	零食	46	8.0	300892.SZ	品渥食品	乳品	25	-12.9
603517.SH	绝味食品	熟食	75	7.6	002582.SZ	好想你	零食	46	-12.9

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：数据截至 2026/6/1

（二）陆港通：5 月南向资金净买入 228 亿港元

南向资金：单 5 月南向资金净流入 228 亿港币，相较于 5 月有改善。5 月南向资金净买入较多个股为阜丰集团、统一、康师傅控股等；净卖出较多个股为锅圈、颐海国际、蒙牛。

图 21：南向资金日度净成交额变化（亿港元）

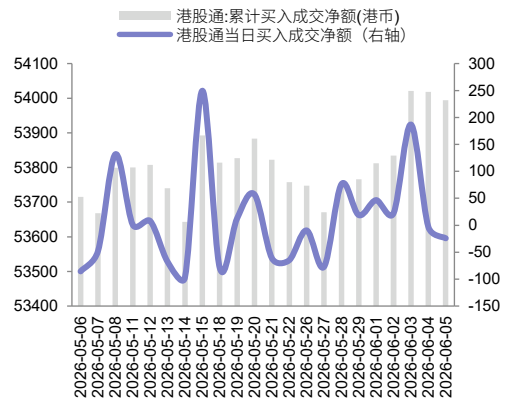
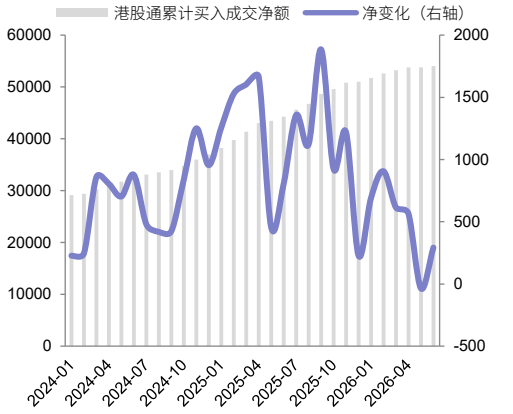


图 22：南向资金月度净成交额变化（亿港元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

表 8：5 月港股食品饮料重点公司南向资金持股变化

代码	公司	三级行业（申万）	市值（亿港元）	南向资金持股占比			
				月末	月初	Δ-%	过去 1 个月
00546.HK	阜丰集团	调味发酵品III	141	10.7	9.8	0.95	2419
00220.HK	统一企业中国	软饮料	320	12.7	11.8	0.86	3975
00322.HK	康师傅控股	软饮料	614	7.3	6.6	0.74	4380
00168.HK	青岛啤酒股份	啤酒	809	49.2	48.5	0.69	481
01610.HK	中粮家佳康	肉制品	50	38.1	37.5	0.61	2548
01112.HK	H&H国际控股	保健品	73	14.2	13.6	0.61	367
00506.HK	中国食品	软饮料	95	4.4	4.0	0.37	943
06186.HK	中国飞鹤	乳品	287	16.1	15.9	0.18	1795
00288.HK	万洲国际	肉制品	1135	5.9	5.9	0.03	1360
00345.HK	VITASOY INT'L	乳品	59	3.3	3.3	0.02	23
01432.HK	中国圣牧	乳品	28	0.7	0.7	0.00	-3

下载日志已记录，仅供内部参考

01475.HK	日清食品	烘焙食品	67	0.0	0.0	0.00	-1
00291.HK	华润啤酒	啤酒	769	7.7	7.8	-0.01	54
01115.HK	西藏水资源	软饮料	24	1.2	1.2	-0.01	-30
01717.HK	澳优	乳品	24	0.6	0.6	-0.01	-15
01458.HK	周黑鸭	熟食	28	7.6	7.6	-0.05	-128
09985.HK	卫龙美味	零食	194	5.8	5.9	-0.05	-281
06979.HK	珍酒李渡	白酒III	260	8.8	8.8	-0.08	-256
09633.HK	农夫山泉	软饮料	4982	2.9	3.0	-0.11	-557
00142.HK	第一太平	烘焙食品	223	2.7	2.8	-0.12	-467
01876.HK	百威亚太	啤酒	931	1.2	1.4	-0.14	-1881
00151.HK	中国旺旺	乳品	489	1.5	1.7	-0.23	-2823
01117.HK	现代牧业	乳品	89	17.8	18.3	-0.49	-3292
09858.HK	优然牧业	乳品	147	27.8	28.8	-1.07	-4277
01579.HK	颐海国际	调味发酵品III	145	19.2	20.3	-1.07	-1117
02319.HK	蒙牛乳业	乳品	630	14.8	16.1	-1.35	-5543
02517.HK	锅圈	预加工食品	57	12.5	15.9	-3.41	-8997

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：数据截至 2026/6/1

（三）板块估值：食品饮料绝对/相对估值处于 2010 年以来低位

食品饮料板块相对和绝对估值均处于历史低位。截止 6 月 15 日，申万食品饮料板块 PE（ttm）估值为 20X，处于 2010 年以来 16%分位；PB（lf）估值为 3.2X，处于 2010 年以来 9%分位，均低于历史估值中枢。从相对估值来看，截止 6 月 15 日，申万食品饮料板块 PE/PB 估值相对沪深 300 分别为 1.4/2.1，当前 PE/PB 相对估值分别位于 2010 年以来 1%/9%分位数。

图 23：食饮 PE 估值位于 2010 年以来 16%分位数

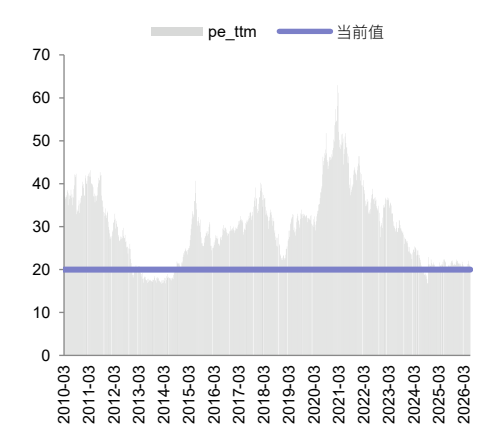
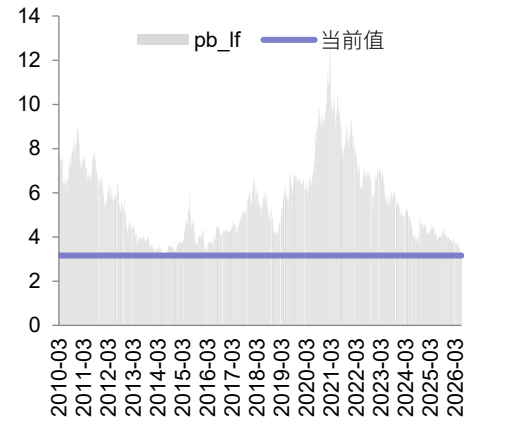


图 24：食饮 PB 估值位于 2010 年以来 9%分位数



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 25：食品饮料行业相对沪深 300 PE 估值

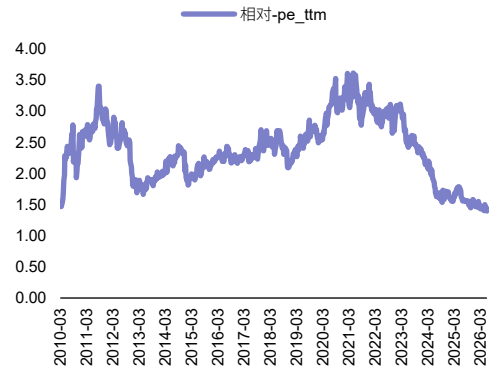
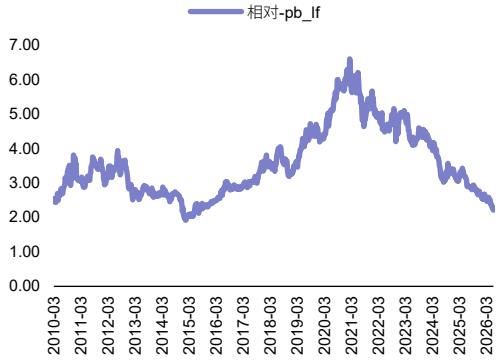


图 26：食品饮料行业相对沪深 300 PB 估值



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

三、基本面跟踪：5 月景气度边际转淡

5 月社零同比-0.6%，较 4 月环比-0.8pct。根据国家统计局，2026 年 5 月社零整体同比-0.6%，增速较 2026 年 4 月环比下降了 0.8pct。其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 1.1%。必选消费品中，粮油食品/饮料零售额 2026 年 5 月同比+1.9%（增速环比-2.2pct）/+6.1%（增速环比+2.5pct），烟酒零售额 2026 年 5 月同比+4.8%（增速环比-6.9pct）。2026Q2 消费者信心指数边际回落。

图 27：2026 年 5 月社零整体同比-0.6%

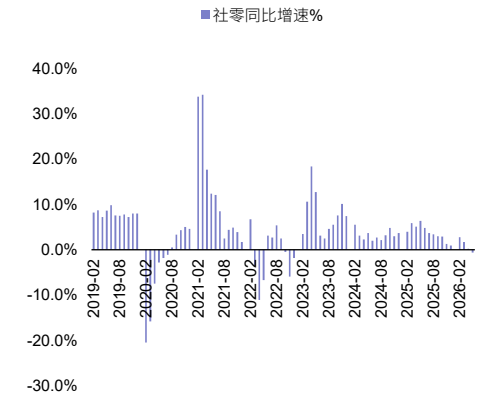


图 28：2026 年 5 月城镇及乡村社零环比略降



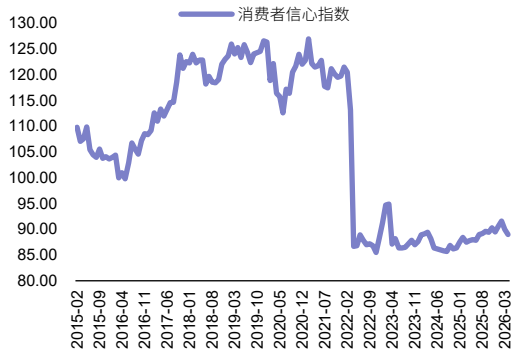
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 29：2026 年 5 月烟酒社零分项环比放缓



图 30：2026Q2 消费者信心指数略有回落

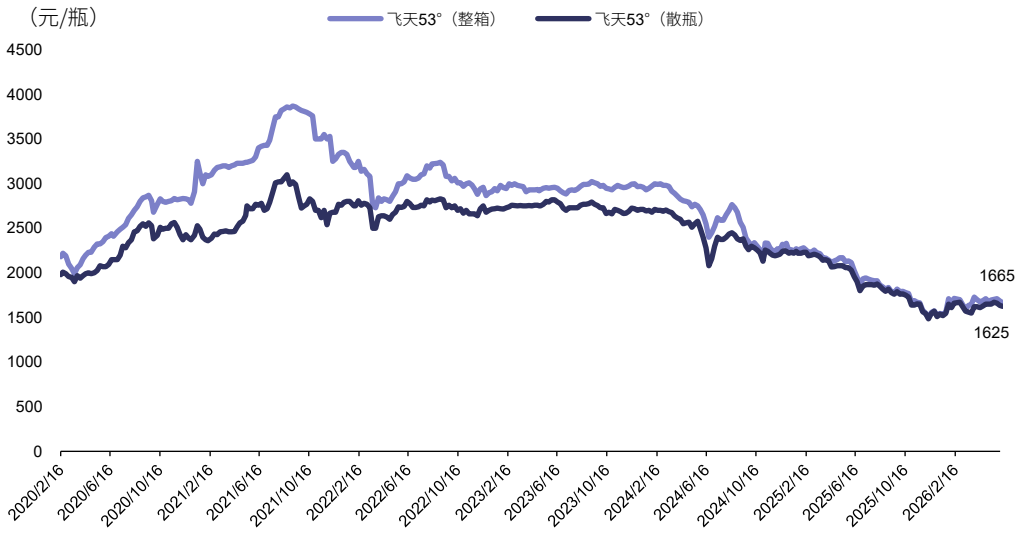


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

（一）白酒：需求分化，茅台批价有所波动

白酒：根据今日酒价公众号，春节旺季后，4 月散飞批价底部有所上涨，受 3 月 30 日茅台提价影响，5 月初当前茅台批价回升，目前处于平台震荡，普五/国窖 1573 当前批价分别为 760、840 元/瓶，五粮液批价环比小幅下降。从调整周期看，本轮飞天茅台价格调整已逼近 2011-2015 年，即最大跌幅 56%，本轮调整期飞天茅台批价的调整幅度已达 50%左右（其中散瓶约为 48%，整箱约为 56%），整体来看 2025 年对白酒而言是十年一遇的“出清年”，未来三年若人均收入保持 3-4%的年复合增速，茅台酒销量维持稳定，在供需关系的决定下，飞天茅台批价上涨，白酒行业新周期开启或有其必然性。

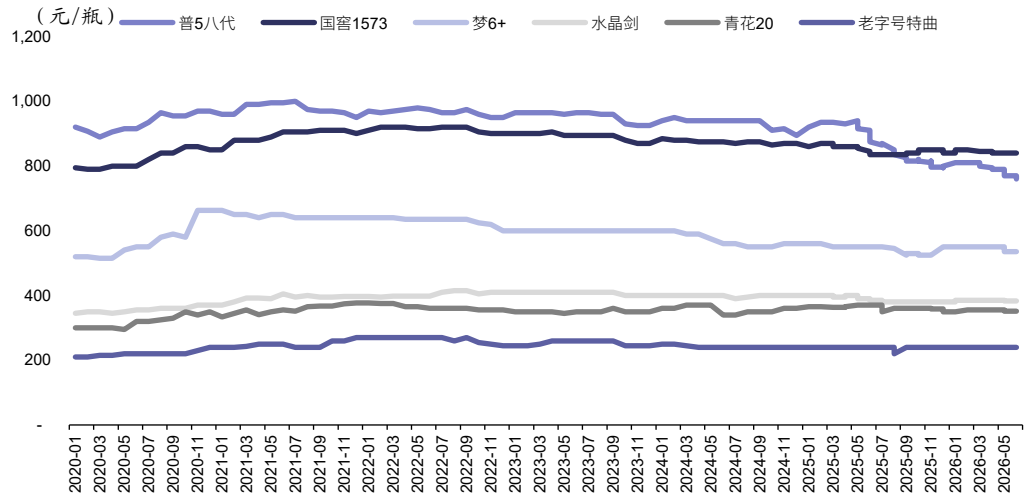
图 31：白酒批价跟踪：飞天提价后批价同步上涨（单位：元/瓶）



数据来源：今日酒价，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 32：白酒批价跟踪：5 月高端白酒价格保持平稳（单位：元/瓶）



数据来源：今日酒价，广发证券发展研究中心

（二）大众品：5 月需求边际转淡，零食连锁景气度相对较优

（1）啤酒：5 月边际走弱，燕京领先行业。啤酒销量受部分地区多雨天气影响销量表现较弱，燕京销量逆势增长，6 月是旺季动销的核心观察窗口期。

（2）乳品：： 5 月常温动销平淡，低温持续推新。头部品牌 5 月常温液奶需求相对平淡 5 月为新乳业低温重要推新月，预计新品有较好贡献；妙可表现较优。

（3）饮料：关注头部品牌。4 月饮料行业产量同比有所下滑，2 年 CAGR 视角下持续正增长；年内景气度相对波折，但是趋势持续延续正增长；结构上东鹏饮料、农夫或相对于行业增速仍较快。

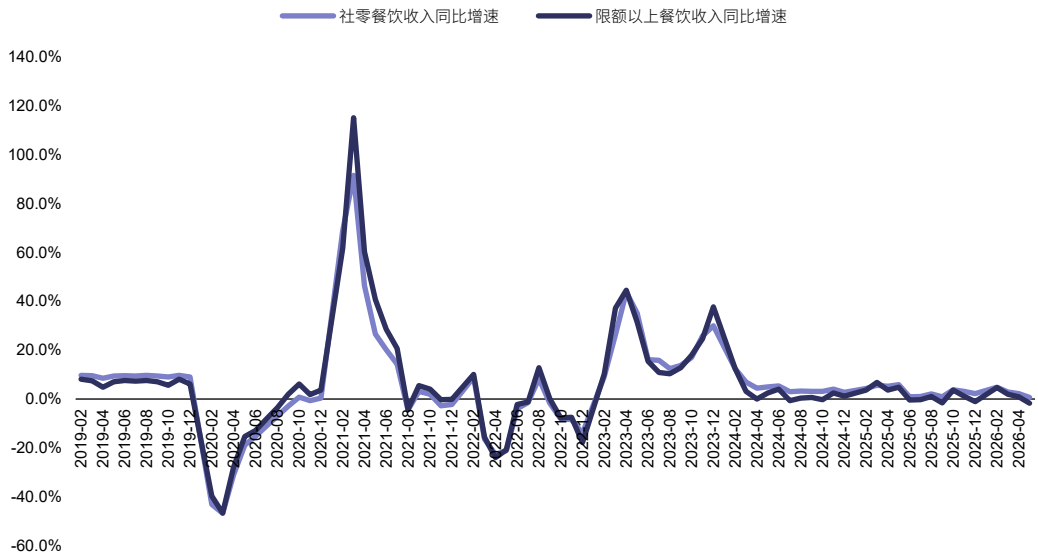
（4）餐饮供应链&调味品：淡季正常回落，龙头相对占优。5 月餐饮市场呈现“假期冲高、节后回落、行业加速分化”的特点，受天气转热及淡季需求减少等多方面因素影响，淡季整体环比 4 月增速略有放缓。

（5）零食&连锁：零食方差较大，量贩开店提速。零食公司方差较大，量贩单店正增同时 5 月开店环比提速，补贴舆论引发竞争担忧，产品型公司如西麦、有友、劲仔等增速居前，渠道逻辑为先。

（6）保健品：5 月假跨境持续出清，行业处于乱象整治阶段，未来有望朝着规范化方向发展，中长期利好头部企业，重点关注如百龙创园等海外细分品类需求。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 33：2026 年 5 月社零餐饮分项环比降速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

（三）原材料成本跟踪：包材、油脂、牛肉、坚果成本承压

5 月部分包材、农产品、油脂等价格持续上行。（1）包材：根据 Wind，5 月玻璃价格同比下滑，但铝材/瓦楞纸价格同比上行。（2）农产品：5 月主要农产品价格表现分化，根据 Wind，5 月大豆/豆粕/白砂糖价格同比+4.3%/-4.6%/-12.5%。（3）油脂面粉：5 月多项油脂原材料延续上行趋势，菜籽油/大豆油/棕榈油同比+6.2%/+7.4%/ +10.6%；（4）肉禽奶：根据 Wind，5 月猪肉/白羽鸡均价同比-28.5%/+1.6%。奶类方面，生鲜乳价格下降幅度明显收敛。

图 34：食品饮料行业成本跟踪 1：5 月部分包材价格同比走高

	包材			上游农产品			
月度	玻璃	铝	瓦楞纸	豆粕	大豆	白砂糖	进口大麦
2025-01	-32.2%	4.0%	2.6%	-15.6%	-14.4%	-8.3%	-9.7%
2025-02	-32.2%	7.8%	-0.8%	6.5%	-10.1%	-7.7%	-10.4%
2025-03	-31.0%	6.9%	-6.5%	-0.8%	-8.8%	-7.2%	-10.6%
2025-04	-23.1%	-2.0%	-7.1%	2.5%	-7.2%	-6.8%	-6.9%
2025-05	-23.6%	-3.4%	-5.2%	-11.2%	-6.7%	-5.9%	-4.3%
2025-06	-27.3%	-0.5%	-2.7%	-12.0%	-3.5%	-7.1%	-1.3%
2025-07	-20.1%	4.9%	-4.2%	-7.2%	-2.4%	-6.6%	4.0%
2025-08	-14.0%	7.0%	-1.4%	2.3%	0.3%	-7.9%	4.2%
2025-09	-2.1%	5.3%	5.5%	-2.7%	-0.4%	——	3.6%
2025-10	-1.7%	1.4%	11.8%	-1.5%	3.9%	-11.7%	3.2%
2025-11	-17.9%	3.2%	14.4%	0.6%	7.7%	-8.9%	1.1%
2025-12	-18.2%	8.7%	7.6%	6.8%	9.3%	-11.3%	-0.6%
2026-01	-17.9%	18.9%	-4.7%	3.8%	6.7%	-10.9%	-1.3%
2026-02	-16.7%	12.6%	-3.1%	-13.3%	7.2%	-11.9%	3.4%
2026-03	-10.2%	16.2%	8.0%	-4.3%	8.6%	-11.0%	4.9%
2026-04	-11.5%	20.8%	11.8%	-11.7%	6.2%	-13.6%	2.7%
2026-05	-11.4%	19.1%	14.1%	-4.6%	4.3%	-12.5%	未更新

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 35：食品饮料行业成本跟踪 2：菜籽油、大豆油、棕榈油等价格同比上涨

	油脂面粉类			肉禽类				零食坚果类			
月度	菜籽油	大豆油	棕榈油	猪肉	白羽鸡	牛肉	生鲜乳	葵花籽	去壳夏威夷果	去壳腰果	未去壳开心果
2025-01	8.7%	-0.3%	33.9%	13.4%	-6.0%	9.9%	-14.6%	-1.7%	21.5%	7.8%	75.8%
2025-02	12.0%	8.6%	34.4%	1.1%	-24.7%	11.6%	-14.0%	-5.5%	74.7%	-3.5%	133.2%
2025-03	10.4%	4.2%	18.4%	3.2%	-7.3%	6.6%	-12.9%	-0.8%	——	30.6%	4.3%
2025-04	14.5%	3.4%	11.5%	1.2%	-5.4%	6.9%	-11.1%	-1.7%	7.9%	20.6%	-41.6%
2025-05	8.7%	1.0%	8.8%	-0.6%	-4.1%	9.0%	-9.3%	-4.0%	-15.7%	27.9%	-42.6%
2025-06	13.4%	2.5%	10.8%	-16.3%	-0.1%	8.7%	-7.7%	-0.8%	12.3%	17.3%	-65.9%
2025-07	13.2%	6.3%	11.7%	-16.9%	-12.0%	12.1%	-6.2%	-5.0%	15.1%	23.0%	-63.1%
2025-08	21.4%	12.8%	18.5%	-25.0%	-6.0%	14.9%	-5.6%	-2.9%	3.8%	13.5%	95.4%
2025-09	12.7%	6.0%	13.1%	-26.3%	-3.2%	18.4%	-3.4%	1.5%	13.2%	-0.5%	4.1%
2025-10	6.7%	0.6%	-0.2%	-27.2%	-6.8%	17.2%	-3.0%	-7.6%	2.7%	4.6%	-20.1%
2025-11	8.2%	0.0%	-14.0%	-24.8%	-6.9%	16.0%	-3.1%	-0.9%	6.1%	1.8%	60.7%
2025-12	9.7%	3.6%	-14.9%	-23.3%	-1.5%	13.7%	-2.8%	-0.3%	27.6%	6.5%	41.2%
2026-01	14.4%	5.2%	-9.9%	-19.9%	3.1%	9.8%	-2.8%	1.6%	0.7%	6.0%	21.7%
2026-02	12.5%	0.5%	-10.4%	-17.1%	23.9%	5.3%	-2.3%	10.5%	-47.3%	16.7%	97.7%
2026-03	12.6%	4.9%	-0.6%	-21.4%	1.2%	10.5%	-1.9%	5.1%	-2.8%	-16.1%	77.1%
2026-04	6.7%	7.2%	5.2%	-28.4%	-0.3%	18.2%	-1.8%	10.4%	-5.3%	-5.3%	118.7%
2026-05	6.2%	7.4%	10.6%	-28.5%	1.6%	未更新	未更新	18.3%	未更新	未更新	未更新

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

四、投资建议

（1）白酒：板块历经四年调整期，2026 年有望迎来新一轮发展周期，核心推荐：泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、贵州茅台、今世缘、古井贡酒。

（2）大众品：2025 年部分子赛道已率先企稳，展望 2026 年行业吨价有望温和上涨，看好新品、新渠道带来的个股机会。核心推荐：安井食品、天味食品、燕京啤酒、东鹏饮料、安琪酵母、新乳业、鸣鸣很忙、盐津铺子、万辰集团、西麦食品。

五、风险提示

（一）宏观环境不及预期风险

如果宏观经济复苏不及预期，消费者消费能力将短期承压。另外，高端商务宴请等消费场景也将受到压制，从而影响对高端白酒需求。

（二）消费力恢复不及预期风险

由于行业中部分产品具备可选消费的属性，居民消费能力对需求有显著影响。若 CPI 下行或持续低位，行业持续沉迷于价格战，进而影响公司收入和利润增长预期。

（三）食品安全风险

行业历史上出现过食品安全事件影响公司发展的情况，存在一定的食品安全风险。食品安全对食品饮料公司业绩和估值影响较大。

（四）行业竞争加剧及单店不及预期风险

考虑零食量贩目前处于双寡头格局，若某方或者二三线品牌出现激进扩张或使行业出现竞争加剧或者价格战风险，非理性开店下有望导致单店下降超预期以至于行业出现闭店潮等风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发食品饮料研究小组

符　蓉　：首席分析师，金融学硕士，8 年证券与基金投研经验。

郝宇新　：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴思颖　：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

胡　慧　：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

廖承帅　：资深分析师，工程学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

殷卓龙　：资深分析师，管理学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

周　源　：资深分析师，理学硕士，2025 年加入广发证券发展研究中心。

谌保罗　：高级分析师，金融学硕士，2025 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



符蓉

SAC 执证号：S0260523120002
SFC CE No. BWC944
furong@gf.com.cn



胡慧

SAC 执证号：S0260524020002
huhui@gf.com.cn

请注意，胡慧并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

权益披露

(1)广发证券（香港）在过去12个月内与安井食品(02648)公司有投资银行业务关系。
(2)广发证券（香港）在过去12个月内与海天味业(03288)公司有投资银行业务关系。
(3)广发证券（香港）在过去12个月内与安井食品(603345)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。