

# 渠道变革与产品创新共生，体系重构进行时

——2026年中期食品饮料（大众品）行业投资策略

行业评级：看好  
2026年7月27日

|        |                               |        |                         |        |                       |        |                        |       |         |
|--------|-------------------------------|--------|-------------------------|--------|-----------------------|--------|------------------------|-------|---------|
| 分析师：   |                               | 分析师：   |                         | 分析师：   |                       | 分析师：   |                        | 研究助理： |         |
| 姓名     | 张潇倩                           | 姓名     | 孙天一                     | 姓名     | 杜宛泽                   | 姓名     | 何宇航                    | 姓名    | 隋牧含、杨美云 |
| 邮箱     | zhangxiaoqian01@stocke.com.cn | 邮箱     | suntianyi@stocke.com.cn | 邮箱     | duwanze@stocke.com.cn | 邮箱     | heyuhang@stocke.com.cn |       |         |
| 执业证书编号 | S1230526010001                | 执业证书编号 | S1230521070002          | 执业证书编号 | S1230521070001        | 执业证书编号 | S1230526050002         |       |         |

## 摘要

### 一、渠道：渠道变化积极，体系重构进行时

从渠道变化剧烈程度排序看：零食/连锁>保健品>啤酒/餐供>软饮料≈乳制品。第一档：零食/连锁——渠道体系重构级变化。1) 零食：渠道体系持续迭代，量贩重塑行业格局；2) 连锁零售：精选型+硬折扣双轮驱动。第二档：保健品——线上渠道占比已超六成，监管趋严利好头部集中度提升。线上渠道降低了品牌进入门槛，为新锐品牌弯道超车创造机遇。第三档：啤酒/餐供。1) 啤酒：非现饮渠道占比提升+即时零售。渠道重心加速向“非现饮”转移，2025年非即饮渠道占比提升至37.52%；即时零售成为增长引擎。2) 餐供：速冻/调味品—B端贡献增量。第四档：软饮料——渠道偏传统，变化以“精耕”为主。软饮料渠道变化的核心特征是“线下为王+从粗放铺货到精耕细作”，渠道结构本身未发生颠覆性变化。第四档：乳制品——渠道偏传统，新兴渠道是边际增量。乳制品渠道变化的核心特征是“传统渠道为绝对主体+新兴渠道带来边际增量”，整体渠道结构变化较小。

### 二、产品：产品不断出新，高端化持续推进

当前行业面临消费结构分化与供给端同质化红海的双重压力，传统口感竞争策略已现边际效用递减，消费者对健康及个性化诉求愈发强烈，健康化+高端化+功能化仍是产品结构性突围的核心破局路径。零食：零食消费正从单一的“解馋充饥”功能满足，转向“情绪价值+感官体验+健康诉求”多维驱动的新格局。软饮料：饮料产品创新呈现健康+功能+体验的复合多维升级趋势，饮品创新不再局限于“好喝”，而是围绕更完整的消费场景与生活方式展开。啤酒：高端化进程进入下半场，精酿啤酒有望成为新增长极。保健品：（1）功效驱动：改善贫血、睡眠管理类保健食品快速崛起；口服美容、骨骼健康、增强免疫力类市场规模快速扩张，其中骨骼健康品类在高基数基础上具备较大增长潜力；（2）成分驱动：近期热门营养成分包括AKK、麦角硫因、姜黄等。乳品：针对人群营养赋能，功能化属性持续强化。

### 三、成本端：部分成本有所波动，啤酒成本优势显现，原奶供需格局优化

综合来看，因为大众品成本来源较多，主要分为原材料成本和包材，部分成本有所波动，整体相对可控；其中啤酒和乳制品成本优势显现，有望带来利润弹性。啤酒：主要原材料均在低位，利润弹性有望持续释放。软饮料：成本端短期承压，短期成本扰动不改板块配置价值。乳品：供需格局优化，上游原奶有望走向供需平衡。调味品：大豆价格趋于平稳，PET高位回落，成本压力整体可控。

### 投资建议：

大众品近年来迎来了较为明显的渠道变革/品类趋势变化，我们持续重点关注能灵活顺应趋势变化的公司。

板块处于估值底部，建议重点关注：① 竞争格局改善的乳制品：新乳业/蒙牛乳业/伊利股份/妙可蓝多等；② 强α 个股：燕京啤酒/东鹏饮料/百润股份/海天味业/安琪酵母/颐海国际/中炬高新/西麦食品/安井食品/巴比食品等。

风险提示：经济复苏不及预期、产业政策风险、终端需求恢复不及预期、消费升级不及预期、市场需求变化风险、行业竞争加剧、食品安全风险等。

# 目录

C O N T E N T S

01

渠道：渠道变化积极，体系重构进行时

02

产品：产品不断出新，高端化持续推进

03

成本端：部分成本有所波动，啤酒  
成本优势显现，原奶供需格局优化

04

投资建议

05

风险提示

# 01

**渠道：变化积极，体系重构进行时**

大众品渠道近年来变革明显，零售连锁业态变革影响尤为明显

第一档：零食/连锁

1) 零食/连锁：零售行业迎变革，高势能渠道驱动增长；

第二档：保健品

线上渠道占比已超六成，监管趋严利好头部集中度提升

第三档：啤酒/餐供

1) 啤酒：非现饮渠道占比提升+即时零售  
2) 餐供（速冻/调味品）：连锁化+标准化驱动，BC双轮驱动

第四档：软饮料~乳制品

渠道偏传统，变化以“精耕”细分赛道为主

表：渠道变化剧烈程度排序

| 赛道   | 渠道变化剧烈程度 | 核心变化特征                    | 新渠道占比/增速              | 传统渠道受冲击程度      |
|------|----------|---------------------------|-----------------------|----------------|
| 零食   | ★★★★★    | 量贩重塑格局，会员店/即时零售崛起，渠道链条扁平化 | 量贩专卖店占比快速提升；传统商超被量贩超越 | 商超/杂货店份额持续下滑   |
| 连锁零售 | ★★★★★    | 精选型（胖东来模式）+硬折扣双轮，经销商体系变革  | 量贩零食万店奔腾；山姆GMV突破千亿    | 传统大卖场进场费模式失效   |
| 保健品  | ★★★★☆    | 电商渠道主导，线上化重塑品牌竞争格局        | 电商占比提升                | 直销和药店渠道占比下降    |
| 啤酒   | ★★★☆☆    | 非现饮占比提升，即时零售高增但更多是存量争夺    | 即时零售快速增长              | 现饮渠道占比下降       |
| 餐供   | ★★★☆☆    | 连锁化+标准化驱动，BC双轮驱动          | 连锁餐饮带来增量；餐饮连锁化率提升     | BC双轮驱动         |
| 软饮料  | ★★☆☆☆    | 线下为王不变，冰柜精耕+大包装拓场景+数字化    | 零食店/会员店占比较低；线下占比为主    | 传统格局稳定，头部网点壁垒强 |
| 乳制品  | ★★☆☆☆    | 新兴渠道带来边际增量                | 新兴渠道带来边际增量            | 传统渠道格局稳定       |

核心变化：近年来零售行业正经历一场深度变革

传统商超模式积极调改，加速向仓储会员店、折扣店、即时零售等新形态转型。随着消费者对“高性价比”、“多快好省”等需求持续升级，零食零售行业呈现出“冰火两重天”的格局

传统大卖场日渐衰落

因同质化严重、履约效率低下而日渐衰落，当前该渠道正通过调改、探索店中店等方式探索新增长路径。

高势能渠道发展迅速

仓储会员店（如山姆）以高品质独家商品和沉浸式购物体验见长，自有品牌销售占比超过30%，成为行业标杆；折扣店模式（如奥乐齐）采用硬折扣策略，主打极致低价，精准吸引价格敏感型消费者；零食量贩店则通过“硬折扣”模式，满足顾客“高性价比”/“体验消费”/“即时消费”等需求，实现高速增长。

表：零食量贩门店开店情况梳理

|       | 202601 | 202602 | 202603 | 202604 | 202605 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 赵一鸣零食 | 9476   | 12643  | 12799  | 12956  | 13034  |
| 零食有鸣  | 2681   | 3508   | 3565   | 3610   | 3614   |
| 老婆大人  | 1126   | 1166   | 1182   | 1183   | 1183   |
| 吖嘀吖嘀  | 457    | 509    | 536    | 583    | 764    |
| 戴永红   | 586    | 596    | 601    | 598    | 675    |
| 来优品   | 843    | 888    | 917    | 949    | 975    |

图：西麦产品布局山姆



1/7

极速达 WILLIAMS TOWN 有机高蛋白燕麦片 2.1kg(60x35g) 三重有机认证：通过700+农残检测 ¥49.9 ¥0.84/包

图：溜溜梅产品布局山姆



1/6

极速达 Member's Mark 智利无核西梅干 860g 配料表只有西梅：富含膳食纤维 ¥59.9

图：有友在山姆推出脱骨鸭掌



1/10

极速达 有友 脱骨鸭掌（山椒味）600g 传承25年泡制工艺：乳酸菌发酵小米辣 ¥69.9

图：卫龙产品布局零食量贩渠道





对零食品牌公司：线下传统渠道仍是企业营收的基本盘，而高势能渠道则成为结构性增长的关键驱动力

对传统渠道进行调改升级

以盐津铺子为例，其在定量流通渠道主动调整产品与运营策略，以更好适应当前消费者的需求

加大布局高速扩张的高势能渠道

以有友食品为例，其成功切入山姆会员店体系，打造出“脱骨鸭掌”等爆款单品；溜溜梅2025年超市及会员制商店收入占比23.5%（收入同比+50.8%）。此外，盐津铺子、西麦食品、洽洽食品等企业亦在零食量贩渠道实现高速增长——西麦食品2025年零食量贩渠道营收同比增长约50%。

潜在风险

高势能渠道因主打高性价比，随着规模扩大&议价能力提升，或对下游品牌公司利润率造成潜在压力，下游品牌公司需在提升高势能渠道收入占比保证收入规模的同时，通过产品结构调整&成本端控制&规模效应&渠道结构调整等方式保证盈利端稳定性。

表：零食企业渠道情况梳理

| 公司   | 渠道                     | 25年收入 (亿元)                                  | YOY                        | 占比                                 | YOY (pct)                               | 26Q1收入 (亿元)                           | YOY      |
|------|------------------------|---------------------------------------------|----------------------------|------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------------------|----------|
| 盐津铺子 | 海外、高势能会员店、定量流通、零食量贩    | 零食量贩同比+30%以上；传统经销商散称渠道同比-20%                |                            |                                    |                                         | 线上渠道同比-50%，线下渠道同比+20%                 |          |
| 有友食品 | 线上、高势能会员店、零食量贩、传统经销    | 线下收入14.8亿元，线上收入0.96亿元                       |                            | 线上占比6%，线下占比94%                     |                                         | 线上占比6% (同比-0.5pct)，线下占比94%(同比+0.5pct) |          |
| 劲仔食品 | 线上、直销商超系统、零食量贩、传统经销，海外 | 线下收入20.98亿元，线上收入3.45亿元                      | 线上同比+3.80%，<br>线下同比-11.77% | 线上占比14.11%，线下占比85.89%              |                                         | 7.39                                  | + 24.16% |
| 洽洽食品 | 量贩零食、会员店、特通渠道、线上、海外等   | 经销和其他渠道45.7亿元，占比69.53%，直营渠道20.03亿元，占比30.47% |                            |                                    |                                         | 22.22                                 | +41.6%   |
| 西麦食品 | 即时零售，传统经销，山姆，零食量贩      | 22.4 亿元                                     | +18.11%                    | 零食量贩同比增长约 50%                      |                                         | 8.24                                  | +25.65%  |
| 卫龙美味 | 传统经销，线上                | 线下收入64.77亿元，线上收入7.47亿元                      |                            | 线上占比10.3%，线下占比89.7%                |                                         | /                                     |          |
| 甘源食品 | 传统经销，零食量贩、高端会员店，海外     | 经销收入15.85亿元，电商收入3.25亿元，直营及其他模式收入1.63亿元      |                            | 经销占比76.46%，电商占比15.68%，直营及其他占比7.86% | 经销同比-17.74%，电商同比+35.77%，直营及其他同比+101.94% | 6.18                                  | +22.51%  |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 1.3 第二档：保健品—线上渠道占比已超六成，监管趋严利好头部集中度提升

### 保健品线上化趋势明显，线上占比现已超六成

根据欧睿数据，2025年线上渠道占比已提升至约64%（第一大渠道），线下药店因“高成本+医保红利消失+客群老龄化萎缩+货架品类受限+价格透明冲击毛利”等问题而持续收缩，线上渠道存在“低成本仓储直采+全域内容种草+全国年轻增量客群+平台补贴低价+全品类细分供给+政策放开”等优势，跨境电商推动新成分、新剂型快速推广，持续收割行业增量。

### 线上平台格局：抖音、京东份额持续提升

2025年12月3日，京东健康营养保健增长大会上正式宣布启动S100项目，汇聚营养保健行业头部优质品牌，从货品、营销、体验、机制四大维度，助力品牌在2026年实现增长新突破。同时，京东健康还宣布了2026年资源投入计划：营销投入将翻倍至16亿元。

### 线上渠道表现直接影响龙头公司的增长质量和竞争格局

H&H国际控股旗下Swisse中国跨境电商收入占比从2024年的78%升至2025年的82%，抖音渠道收入25年增长71%；汤臣倍健线上收入占比则提升至2025年的54%。

### 26年《直播电商监督管理办法》的发布进一步规范直播营销，利好头部品牌集中度提升

2016年，原国家食品药品监督管理总局（CFDA）发布《保健食品注册与备案管理办法》，建立注册与备案双轨管理制度，提高产品准入门槛。2026年，国家市场监管总局会同国家网信办发布《直播电商监督管理办法》，进一步规范直播营销，严打虚假宣传和夸大功效。行业监管持续趋严，有望加速中小企业出清，提升头部企业市场份额。

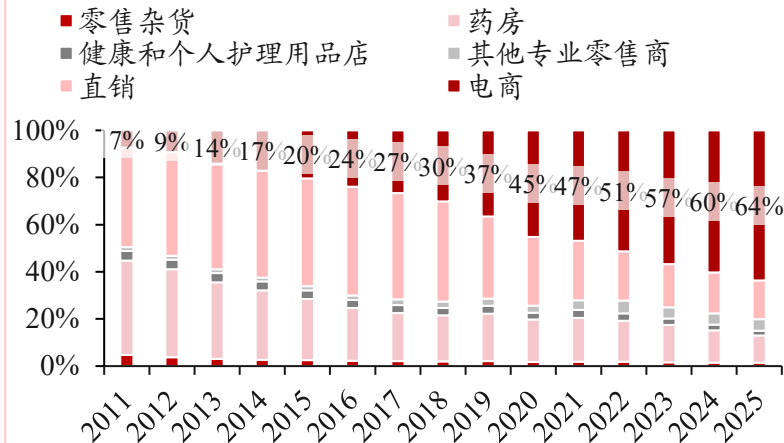
表：部分保健品公司线上线下渠道收入、同比变化及占比

| 公司                 | 渠道       | 25年收入<br>(亿元) | YOY    | 占比    | 26Q1收入<br>(亿元) | YOY    |
|--------------------|----------|---------------|--------|-------|----------------|--------|
| 汤臣倍健               | 线上       | 33.7          | 0.3%   | 54%   | 8.5            | +11.0% |
|                    | 线下       | 28.2          | -17.4% | 46%   | 10.1           | +2.2%  |
| H&H国际控股<br>中国ANC业务 | 跨境电子商务渠道 | 40.3          | 18.9%  | 82.0% | 11.2           | +37.3% |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

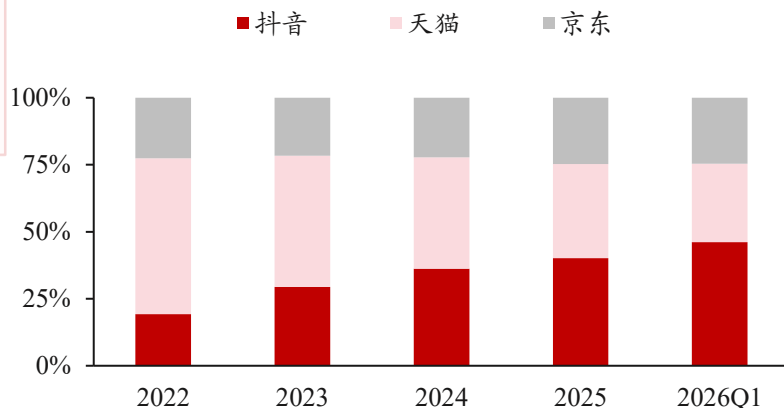
备注：H&H国际控股的收入占比为中国ANC业务中跨境电子商务渠道的收入占比

图：中国营养健康食品市场分渠道销售结构



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图：久谦口径一天猫京东抖音：西式保健销售额占比



资料来源：久谦，浙商证券研究所



价升为主，高端化趋势延续

国家统计局数据显示，2025年中国啤酒行业规模以上企业啤酒产量3536万千升，同比下降1.1%；销售收入同比增长0.2%，利润同比增长12.1%；吨价同比增长1.31%，价格驱动收入增长，高端化趋势延续。8—10元次高档快速扩容成为新主流、精酿啤酒以超20%增速打开‘二次高端化’空间、折扣店等新兴渠道崛起配合数字化运营效率提升，行业从单纯涨价转向结构性价值竞争。

非即饮渠道占比提升，新渠道增长更显著

根据25&26Q1上市啤酒企业的渠道数据显示，电商等新渠道快速增长，其中：燕京啤酒25年电商渠道占比同比+0.63pct，珠江啤酒同比+4.21pct；青岛啤酒25年非即饮渠道占比同比+0.9pct。酒企通过线上线下融合推广，持续深耕线上渠道，积极拓展新零售与即时零售业务。

图：啤酒企业渠道情况梳理

| 公司   | 渠道   | 25年收入 (亿元) | YOY     | 占比     | YOY (pct) | 26Q1收入 (亿元)                                                                         | YOY    | 占比     | YOY (pct) |
|------|------|------------|---------|--------|-----------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|-----------|
| 青岛啤酒 | 即饮   | 130.87     | -1.16%  | 40.3%  | -0.9      | 公司围绕“新产品、新渠道、新人群、新场景、新需求”开辟增长新空间，通过线上线下融合推广，持续深耕线上渠道，积极拓展新零售与即时零售业务，线上产品销量继续保持快速增长。 |        |        |           |
|      | 非即饮  | 193.87     | 2.59%   | 59.7%  | 0.9       |                                                                                     |        |        |           |
| 重庆啤酒 | 批发代理 | 142.63     | 0.89%   | 96.88% | 0.35      | 43.50                                                                               | -0.12% | 97.48% | 0.17      |
| 燕京啤酒 | 传统渠道 | 127.29     | 1.92%   | 94.4%  | -0.58     | 公司持续强化渠道精耕与品牌建设，不断提升市场覆盖与品牌影响力，推进精细化运营管理                                            |        |        |           |
|      | KA渠道 | 4.93       | 1.28%   | 3.68%  | -0.05     |                                                                                     |        |        |           |
|      | 电商渠道 | 3.47       | 35.83%  | 1.93%  | 0.63      |                                                                                     |        |        |           |
| 惠泉啤酒 | 批发代理 | 6.20       | -1.57%  | 99.92% | 0.11      | 1.47                                                                                | 6.32%  | 97.75% | -0.26     |
| 珠江啤酒 | 普通   | 50.35      | -2.32%  | 88.55% | -4.99     | /                                                                                   |        |        |           |
|      | 商超   | 2.67       | 35.06%  | 4.70%  | 1.11      |                                                                                     |        |        |           |
|      | 夜场   | 0.72       | -18.44% | 1.26%  | -0.33     |                                                                                     |        |        |           |
|      | 电商   | 3.12       | 342.33% | 5.49%  | 4.21      |                                                                                     |        |        |           |



## 1.4 第三档：啤酒—非现饮渠道占比提升，即时零售快速发展

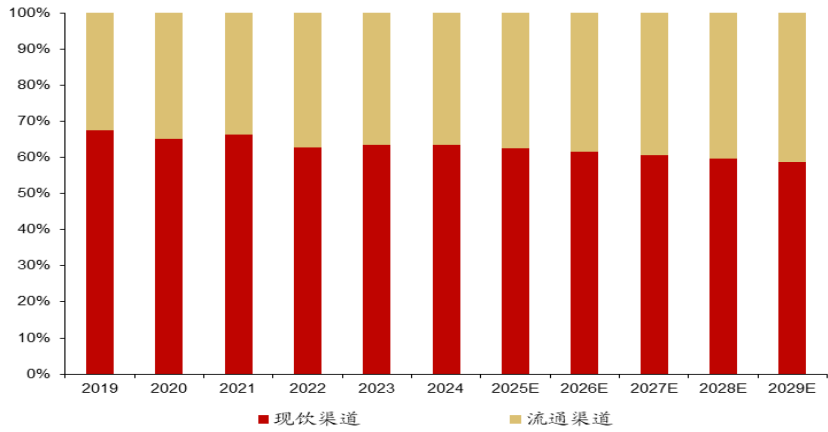
### “非现饮”渠道占比持续提升，即时零售成为增长引擎。

此前啤酒行业以即饮渠道（餐饮、夜场、酒吧）为主，但近年来在线下餐饮阶段性走弱背景下，非现饮渠道（商超、便利店、电商、即时零售等）快速崛起，2025年非即饮渠道占比已提升至37.52%，青岛啤酒25年非即饮占比增长至60%。即时零售方面，2025年中国酒类即时零售市场规模强势突破500亿元，预计未来几年将以超高复合增速持续扩容，有望快速突破千亿大关。啤酒企业纷纷与歪马送酒、京东小时购、饿了么超市等即时零售平台深化合作；啤酒企业还为平台定制专属SKU，如小罐装、联名款、限定风味产品，精准匹配即时消费场景需求。

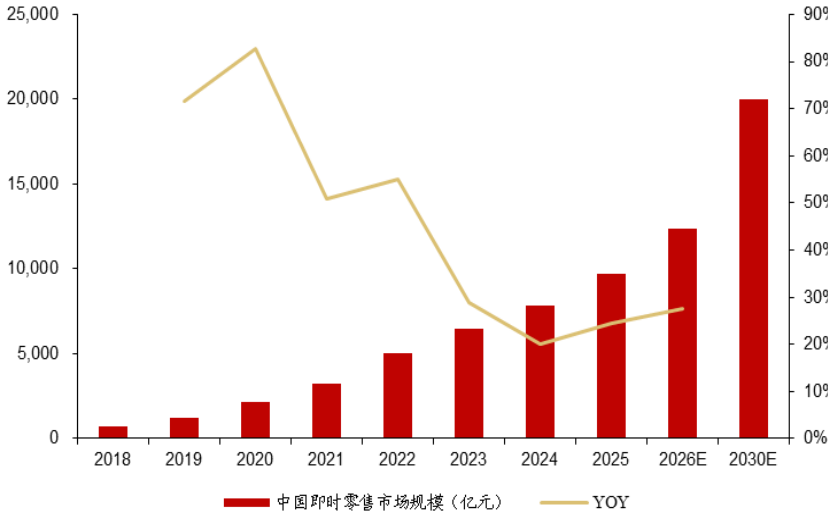
图：啤酒企业即时零售布局

|    | 企业   | 布局                                                                                                      |
|----|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 平台 | 美团闪购 | 未来三年将助力5个连锁品牌即时零售增量超10亿元、30个连锁品牌增量破亿元；自营酒水品牌歪马送酒截至2026年5月，全国在营前置仓已超2500家，覆盖24省200余城，累计服务用户超3000万。       |
|    | 淘宝闪购 | 淘宝闪购升级为集团一级战略，2026年投入50亿元抢占市场，酒水成为核心攻坚品类。                                                               |
|    | 京东超市 | 京东超市过去三年酒类销售额增长200亿元，京东自营同比增速超35%。                                                                      |
|    | 1919 | 1919已布局3000家门店，通过将实体门店网络升级为数字化履约基础设施，构建了“3公里内30分钟达”的履约能力。                                               |
| 酒企 | 青岛啤酒 | 2020年青岛啤酒正式组建即时零售专项团队，青岛啤酒与美团、饿了么、抖音等平台合作，打造“线上下单、30分钟送达”的鲜活链路。                                         |
|    | 重庆啤酒 | 重点布局现饮与O2O渠道，在夜场落地“璀璨法式蓝夜”等主题活动，通过美团等平台推动经销商商品上翻，优化核心客户精细化管理，同时升级天猫、京东运营策略，用AI工具打造3D场景化展示，提升高端产品转化效率。   |
|    | 燕京啤酒 | 燕京啤酒布局“燕京酒號”小酒馆，打造社区便利场景，覆盖居民区1公里生活圈；与京东、顺丰达成战略合作业务积极开拓小时达、半日达等配送服务，入局近场电商，与歪马送酒、京东酒世界展开深度合作，仓储覆盖16个城市。 |
|    | 华润啤酒 | 华润啤酒已与阿里巴巴、美团闪购、京东、饿了么、歪马送酒等平台达成战略合作；推出与歪马送酒联合打造的定制产品“雪花全麦白啤”。                                          |

图：非现饮渠道占比提升



图：即时零售市场规模



资料来源：金星啤酒招股说明书，零售乾坤等公众号，浙商证券研究所



## 1.4 第三档：速冻/调味品—B端贡献增量



### 核心变化：连锁化率提升重塑行业格局

根据安井食品招股书，2024年中国餐饮业连锁餐厅比例已达22%，连锁门店对食材“标准化、定制化、高稳定性”的需求日益刚性，成为驱动调味品与速冻食品行业增长的核心动力。

### 01 行业趋势：B端餐饮需求带来增量

#### 调味品赛道

根据海天味业招股书，24年中国调味品B端市场规模达3106亿元，预计2029年市场规模达4294亿元，24-29E CAGR达**6.7%**。

#### 速冻食品蓝海

根据艾媒咨询，2025年全国餐饮市场规模5.9万亿元，同比上升6.4%。餐饮业日益增长的标准化需求，正在重塑市场格局，为速冻食品行业创造了新一轮的战略机遇期。

### 02 财报实证（2025年）：B端大客户贡献增量

#### 千味央厨

25年加大对大客户的服务力度、直营收入同比增长**+11.08%**，收入占比近50%。截至25年底，公司大客户（合并关联方后）数量为188家（同比+15家）。

#### 宝立食品

25年营收整体增长：**+11%**  
百胜等连锁大客户贡献部分增量。

我们认为，随着餐饮连锁化率持续提升，连锁餐饮企业对产品标准化、供应稳定性及定制化服务的要求不断提高，具备较强定制研发能力、快速供应链响应能力及优质大客户服务能力的速冻与调味品企业，有望持续提升客户黏性、拓展市场份额，并构筑长期竞争壁垒。

### 1.5 第四档：软饮料—以传统经销渠道为主，布局餐饮、新零售等渠道

传统流通渠道、现代渠道以及特通渠道等共同构成了软饮料的渠道结构。根据舟谱数据显示，传统渠道的重要性持续提升，份额从2022年的74.1%提升至2025年的81%。当前，渠道竞争的焦点已从单纯的铺市率转向终端精细化运营，具体体现在冰柜投放、陈列管理、数字化防窜货及价格体系维护等方面。

在传统渠道仍为主战场背景下，尼尔森IQ数据显示，2025年夏季冰品酒饮在即时零售渠道的增速高达全渠道的3.5倍；抖音平台市场份额从2023年的4%跃升至2024年的17%，成为茶类、果味饮料等品类的重要增长引擎。

表：软饮料板块企业渠道情况梳理

| 公司   | 渠道                                              | 25年收入 (亿元) | YOY   | 占比   | YOY (pct) | 26Q1收入 (亿元)                 | YOY  | 占比   | YOY (pct) |
|------|-------------------------------------------------|------------|-------|------|-----------|-----------------------------|------|------|-----------|
| 东鹏饮料 | 经销                                              | 179        | 31%   | 86%  | -0.3pct   | 51                          | 18%  | 86%  | -2.2pct   |
|      | 重客                                              | 24         | 36%   | 11%  | 0.3pct    | 6                           | 31%  | 10%  | 0.7pct    |
|      | 线上                                              | 6          | 40%   | 2.3% | 0.2pct    | 2                           | 106% | 3.6% | 1.5pct    |
| 香飘飘  | 经销                                              | 25         | -15%  | 87%  | -4.1pct   | 7                           | 46%  | 82%  | -2.5pct   |
|      | 电商                                              | 2          | 8.2%  | 7%   | 1.2pct    | 0.8                         | 24%  | 9%   | -2.1pct   |
|      | 出口                                              | 0.34       | 78%   | 1%   | 0.6pct    | 0.07                        | 29%  | 1%   | -0.1pct   |
|      | 直营                                              | 1.33       | 72%   | 5%   | 2.2pct    | 0.67                        | 282% | 8%   | 4.7pct    |
| 百润股份 | 线下                                              | 26         | -5.5% | 90%  | -1.5pct   | 主要依托广泛的经销商群体将产品延伸至线下零售系统和终端 |      |      |           |
|      | 数字零售                                            | 3          | 12.7% | 10%  | 1.5pct    |                             |      |      |           |
| 统一   | 积极深耕会员店、量贩店等新兴业态，丰富健康化、场景化、个性化的产品矩阵，饮料重视餐饮渠道拓展。 |            |       |      |           |                             |      |      |           |
| 康师傅  | 加速布局即时零售等高增长渠道，面制品中小规格产品深耕零食渠道，25年贡献双位数增长       |            |       |      |           |                             |      |      |           |
| 农夫山泉 | 以传统经销渠道为主                                       |            |       |      |           |                             |      |      |           |



## 1.6 第四档：乳制品—新兴渠道带来边际增量

### 乳企登陆山姆会员店、零食量贩等新兴渠道

于**山姆**渠道，蒙牛上架"冠益乳早8吨吨桶"、“小鲜语蜜瓜奶”、“冠益乳发酵乳”；伊利"生牛乳绿豆雪糕"上市5个月即登顶山姆冰品销量榜首，新乳业表现同样亮眼，旗下朝日唯品推出"焦糖烧生牛乳布丁"、“白玉红豆抹茶布丁”；**于零食量贩渠道**，乳企则更多上架小规格包装、性价比产品，一方面与传统渠道进行区隔，另一方面更符合渠道产品特性，如认养一头牛与三丽鸥合作，针对零食量贩渠道上架125ml的迷你装纯牛奶；蒙牛上架200ml纯牛奶，旺旺AD钙奶上架盒装125ml规格。

**我们认为，具备强产品创新力与差异化品类储备的企业，有望在新兴渠道红利中持续兑现结构性 $\alpha$ 。**

图：蒙牛于山姆上架小鲜语蜜瓜奶、每日鲜语4.0 A2 $\beta$ -酪蛋白鲜牛奶、冠益乳早8吨吨桶、冠益乳发酵乳



图：认养一头牛于零食量贩店上架迷你装纯牛奶，蒙牛上架200ml纯牛奶



图：新乳业-朝日唯品于山姆上架的两款布丁



# 02

**产品：不断出新，高端化持续推进**



## 2.1 产品端：健康化+高端化+功能化仍是产品结构性突围的核心破局路径

**当前行业面临消费结构分化与供给端同质化红海的双重压力，传统口感竞争策略已现边际效用递减，消费者对健康及个性化诉求愈发强烈，健康化+高端化+功能化仍是产品结构性突围的核心破局路径。**

- **零食：**零食消费正从单一的“解馋充饥”功能满足，转向“情绪价值+感官体验+健康诉求”多维驱动的新格局。据《2026中国零食消费新趋势》白皮书数据，味道与口感仍为消费者选购零食的首要决策因素，印证“好吃”是零食品类的立身之本。与此同时，健康属性已跃升至第四大考量维度，占比达36.73%；其中67.04%的消费者明确表示愿意为带有健康标签的零食支付溢价，健康已从附加项逐步升级为影响购买决策的关键变量。
- **软饮料：**饮料产品创新呈现健康+功能+体验的复合多维升级趋势，饮品创新不再局限于“好喝”，而是围绕更完整的消费场景与生活方式展开。其中，电解质饮料行业增速较快，“马上赢”监测数据显示，2025年电解质饮料销售额同比增长32.7%，市场规模接近200亿元，预计2026年仍有望保持较高增速。
- **啤酒：**高端化进程进入下半场，精酿啤酒有望成为新增长极。啤酒主流价格带已经上移至6-8元，次档+高档占比从19年18%提升至23年34%，预计28年达到47%，展望未来五年，啤酒市场的价格带有望持续上行。精酿啤酒快速增长，但渗透率和人均仍有较大提升空间，预计精酿啤酒有望成为行业新增长极。
- **保健品：**（1）**功效驱动：**改善贫血、睡眠管理类保健食品快速崛起；口服美容、骨骼健康、增强免疫力类市场规模快速扩张，其中骨骼健康品类在高基数基础上具备较大增长潜力；（2）**成分驱动：**近期热门营养成分包括AKK、麦角硫因、姜黄等。
- **乳品：**针对人群营养赋能，功能化属性持续强化。随着消费者健康化需求提升，公司精准针对人群推出功能化产品，如蒙牛三只小牛面向中老年及运动人群维护骨、关节、肌肉的需求推出“骨利安牛奶”，针对3岁以上儿童研发HMO 宝护牛乳，甄选亲和好吸收的A2基因型奶源，并特别添加专利母乳低聚糖（HMO）；蒙牛不断壮大旗下运动品牌迈胜产品矩阵、同时也相继推出分离乳清蛋白水、M-PLUS每日蛋白15g原生高蛋白牛乳等产品，针对运动场景和健身食谱场景持续发力。

## 2.2 产品端：零食健康化品类红利兑现，软饮料“电解质+”成创新主轴

### 零食：健康化品类红利兑现，魔芋与坚果炒货领跑

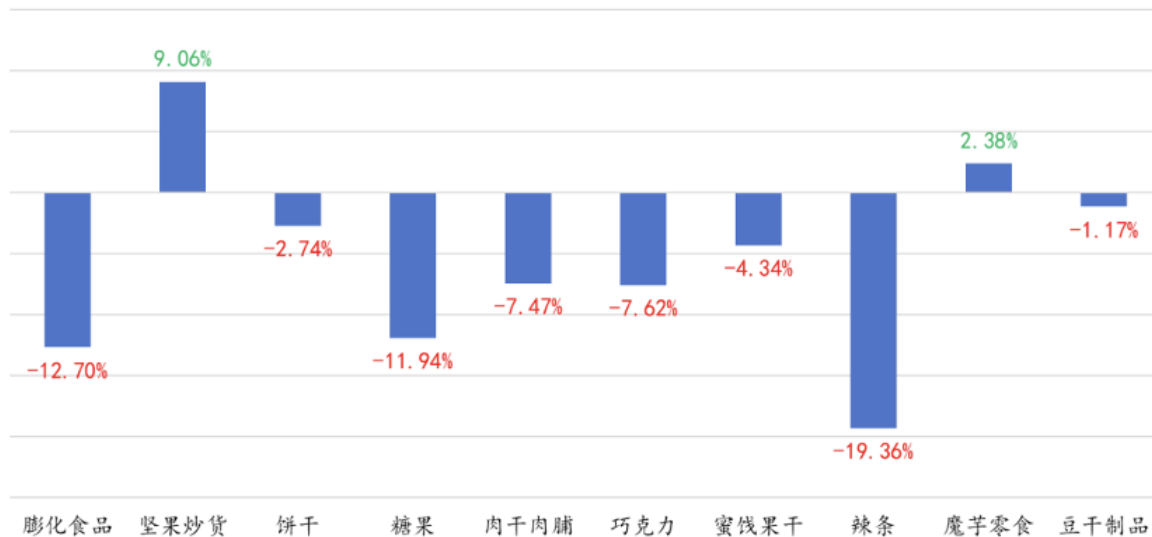
2026Q1坚果炒货销售额同比增长9.06%，魔芋零食增长2.38%，在休闲零食整体增速放缓的背景下表现突出。①坚果炒货天然卡位消费者对优质脂肪、植物蛋白的认知红利，洽洽、三只松鼠等头部品牌通过礼盒装与每日坚果等精细化产品持续推动品类升级。②魔芋零食仍处于高速成长期，2024年行业规模增速超20%，在健康化、功能化零食趋势的推动下，魔芋零食行业有望维持双位数高速增长——我们预计卫龙魔芋制品25年年销售额超40亿元，占公司营收过半；盐津铺子魔芋制品2025年营收实现翻倍增长，旗下“大魔王”麻酱素毛肚动销良好。

### 软饮料：功能化向精细化演进，“电解质+”成创新主轴

行业在满足于基础补水功能的前提下，品牌通过添加特定营养成分构建更专业、更全面的补水方案，推动电解质水向功能复合化升级。同时，即饮果汁赛道受益于冷藏即饮果汁“更新鲜、品质更好”的心智渗透，以及气泡果汁等新形态产品的陆续推出，呈现较快增长。功能饮料作为近两年热点类目持续升温，其中电解质水因农夫山泉等头部品牌加码入局，竞争烈度显著提升，有望成为今年最受关注的细分战场之一。包装规格的演变亦成为不可忽视的核心变量——大包装（如1L装、家庭装）正加速渗透市场，契合居家、运动后及家庭分享等多元消费场景，强化了用户粘性与复购频次。

2026Q1，休闲零食类目内  
部分类目销售额同比增速

数据来源：马上赢  
MSY150均衡模型

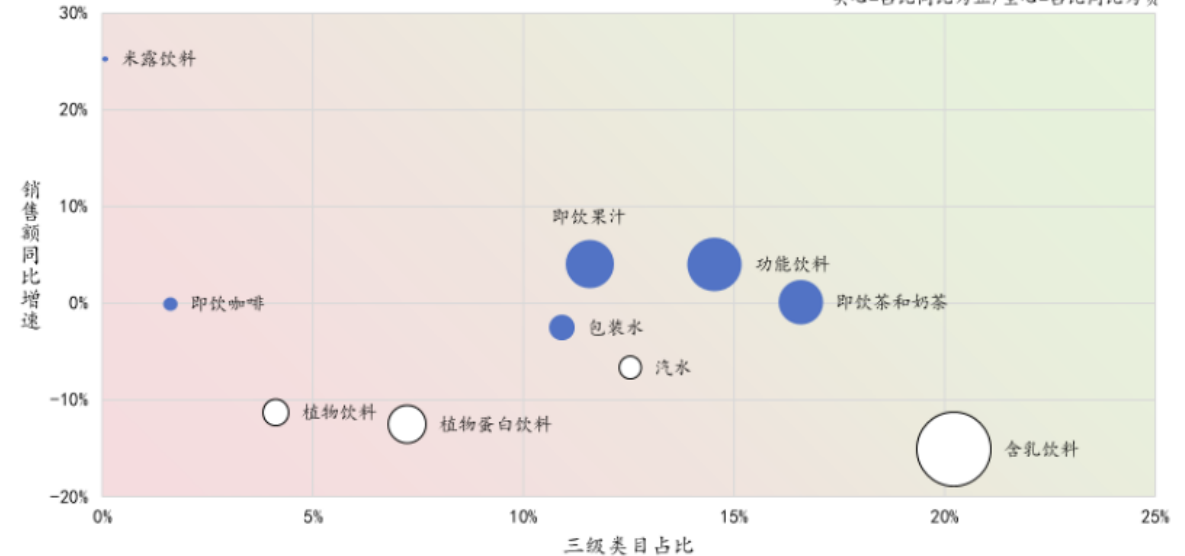


资料来源：马上赢，公司公告，浙商证券研究所

MAT202602，饮料类目各三级类目  
占比、销售额同比增速及占比同比变化

数据来源：马上赢，MSY150均衡模型

○ 气泡大小=占比同比变化  
实心=占比同比为正/空心=占比同比为负





## 2.3 产品端：啤酒高端化进程进入下半场，精酿啤酒有望成为新增长极

### 高端化进程进入下半场，精酿啤酒有望成为新增长极

①价位带变迁：啤酒主流价格带已经上移至6-8元，次档+高档占比从19年18%提升至23年34%，预计28年达到47%，展望未来五年，啤酒市场的价格带格局将发生显著变化，8-10元价格带的中档酒将逐步取代现有的6元价格带，这一高端化发展趋势具有较高的确定性。预计6元价格带的市场规模有望从当前的600万吨左右拓展至约850万吨，而10元及以上价格带的销量也将从600万吨上下扩容至800万吨。②精酿啤酒：市场规模由2019年125亿元增至2024年632亿元，CAGR达38.4%；预计至2029年将进一步扩大至1821亿元，2024年至2029年CAGR为23.6%。目前集中度和渗透率都较低，仍有较大发展空间，主要啤酒企业均推出相应产品占领市场。

### 燕京U8销量增长显著，26年有望突破百万千升

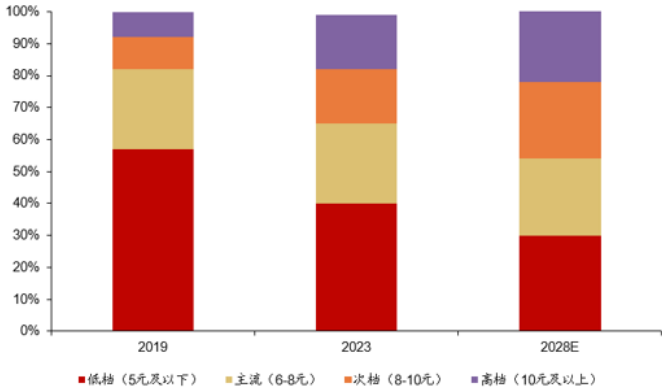
高端化背景下，燕京U8实现快速增长，销量从22年39万千升增至2025年90万千升，燕京U8成功主要得益于精准定位（锚定8-10元主流消费价格空白带，切入“轻饮、聚会、年轻化”的消费场景）+技术创新+营销革命（代言人战略破圈&数字化渠道深耕），我们认为增势有望延续，26年有望破百万千升。

图：2025年主要啤酒企业量价情况

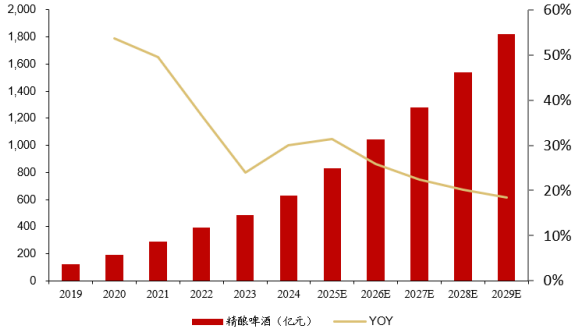
| 公司   | 品类    | 收入 (亿元) | yoy     | 销量 (万千升) | Yoy    | 均价 (元/吨) | Yoy    |
|------|-------|---------|---------|----------|--------|----------|--------|
| 青岛啤酒 | 青岛品牌  | 223.82  | 1.35%   | 449      | 3.54%  | 4,985    | -2.12% |
|      | 其他品牌  | 94.48   | -0.50%  | 315      | -1.36% | 2,999    | 0.87%  |
|      | 合计    | 318.30  | 0.79%   | 765      | 1.46%  | 4,161    | -0.66% |
| 重庆啤酒 | 高档    | 87.80   | 2.19%   | 150.43   | 3.23%  | 5,837    | -1.01% |
|      | 主流    | 51.89   | -1.03%  | 137.86   | -1.95% | 3,764    | 0.94%  |
|      | 经济    | 3.29    | -1.80%  | 11.23    | 0.53%  | 2,927    | -2.32% |
|      | 合计    | 142.98  | 0.90%   | 299.52   | 0.68%  | 4,774    | 0.22%  |
| 燕京啤酒 | 中高档产品 | 92.63   | 4.48%   | /        | /      | /        | /      |
|      | 普通产品  | 43.05   | -1.37%  | /        | /      | /        | /      |
|      | 合计    | 135.68  | 2.55%   | 405.30   | 1.21%  | 3,348    | 1.32%  |
| 珠江啤酒 | 高档    | 43.33   | 10.98%  | /        | /      | /        | /      |
|      | 中档    | 9.51    | -23.28% | /        | /      | /        | /      |
|      | 大众化   | 4.03    | 9.51%   | /        | /      | /        | /      |
|      | 合计    | 56.87   | 3.18%   | 146.24   | 1.58%  | 3,889    | 1.58%  |
| 惠泉啤酒 | 中高档酒  | 4.00    | 0.53%   | 12.07    | 0.20%  | 3,313    | 0.33%  |
|      | 普通酒   | 2.21    | -5.46%  | 10.10    | -6.63% | 2,185    | 1.25%  |
|      | 合计    | 6.21    | -1.68%  | 22.17    | -3.03% | 2,799    | 1.39%  |
| 华润啤酒 | 次高及以上 | /       | /       | 25%占比    | 中高个位数  | /        | /      |
|      | 普高档   | /       | /       | 约75%占比   | 约10%   | /        | /      |
|      | 合计    | 364.89  | 0.01%   | 1,103.00 | 1.40%  | 3,308    | -1.41% |
| 百威亚太 | 中国    | /       | -11.30% | /        | -8.60% | /        | -3.00% |
|      | 合计    | 57.64   | -6.10%  | 796.58   | -6%    | 724      | -0.2%  |

资料来源：公司公告，勤策消费研究院公众号等，金星啤酒招股说明书，浙商证券研究所

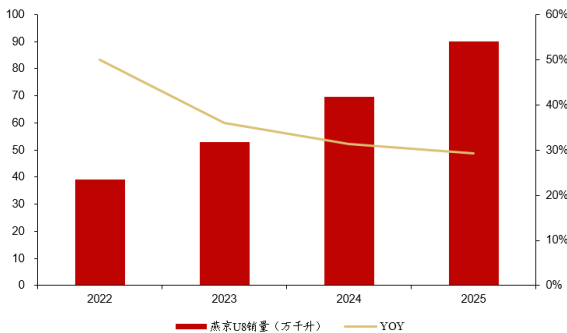
图：价格带显著上移



图：我国精酿啤酒快速增长



图：燕京U8销量快速增长





## 2.4 产品端：高端化/健康化/功能化产品及涉及个股情况

| 板块  | 相关产品25&26Q1收入及占比                                                                                                                                                                                                                                                                         | 核心变化特征                        | 有关重点个股未来展望                                                                            |
|-----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 零食  | 西麦食品：25年有机燕麦销售额近1.5亿元，同比增长约150%。<br>五谷磨房：25年中式调理与功能改善产品/中式食养早餐/健康食养礼同比分别为+34.2%/+22.6%/+11.1%。<br>卫龙美味：25年魔芋制品预计营收40亿+<br>盐津铺子：25年公司魔芋零食实现17.37亿元，同比+107.23%                                                                                                                             | 消费者健康化需求提升，产品端健康化趋势显现         | 顺应健康化消费趋势，西麦食品燕麦片、五谷磨房食养粉、卫龙魔芋爽、盐津铺子大魔王等产品持续放量。                                       |
| 保健品 | 汤臣倍健：25年多维双层片等新品销售占比近20%，自主研发的第一个非处方药(OTC)产品健力多硫酸氨糖、特殊医学用途全营养配方粉“每益乐”上市。<br>仙乐健康：25年片剂、软糖剂型表现较优，收入3.8/10.7亿元，同比+15.7%/+7.0%；截至25年底，公司已为客户成功推出逾640种软糖剂型SKU，160个片剂产品SKU。                                                                                                                   | 消费者健康化意识提升，产品围绕热门成分、功效、剂型裂变创新 | 龙头保健品C端公司精准把握消费趋势，B端公司研发能力领先，提供多种剂型和成分解决方案，灵活顺应消费者需求的快速变化，推新能力强。                      |
| 乳品  | 蒙牛乳业：针对运动场景和健身食谱场景持续发力，推出分离乳清蛋白水、M-PLUS每日蛋白15g原生高蛋白牛乳，并不断壮大旗下运动品牌迈胜产品矩阵。<br>新乳业：功能性酸奶“活润”系列匹配质价比、代餐、0蔗糖的消费热点；“初心”酸奶则坚持只添加自然成分，不额外添加香精、色素，主打真实自然的风味与健康营养。<br>妙可蓝多：25年奶酪收入同比+22.8%，26Q1奶酪收入同比+30.4%，积极布局并储备液体奶酪、适配中老年等特定人群的补钙类等创新奶酪产品；面向儿童推出捷捷高液体奶酪钙等液体形态产品市场表现良好，未来将针对性开发面向中老年人群的补钙类奶酪产品。 | 针对人群营养赋能，功能化属性持续强化            | 健康消费升级驱动乳制品加速走向功能化。大众需求从基础补钙补蛋白，转向肠道调理、骨骼养护、控糖控卡等精准诉求。乳企纷纷推出益生菌、A2、氨糖等细分产品，按老少群体分层布局。 |
| 啤酒  | 25年：青岛啤酒销量+1.46%，吨价-0.66%；重庆啤酒高档销量+3.23%；燕京啤酒中高档收入+4.48%；珠江啤酒高档收入+10.98%；华润啤酒次高及以上销量中高个位数增长。                                                                                                                                                                                             | 行业吨价提升显著，盈利能力趋势向上             | 各大啤酒公司大单品效应显著，如重庆啤酒乌苏、燕京啤酒U8、青岛啤酒经典/纯生/白啤、华润啤酒喜力/勇闯天涯，部分单品已经成为百万吨级别单品。                |
| 软饮料 | 东鹏饮料：25年补水啦实现收入32.74亿元，同比+118.99%，26Q1电解质饮料收入6.5亿元                                                                                                                                                                                                                                       | 布局功能化新产品                      | 东鹏饮料、农夫山泉等均布局电解质饮料。                                                                   |

# 03

**成本端：部分成本有所波动，啤酒  
成本优势显现，原奶供需格局优化**



## 3.1 成本结构及走势

### 啤酒：主要原材料均在低位，利润弹性有望持续释放。

**成本拆分：**啤酒企业营业成本中原材料和包材占大头，分别占营业成本比重约30-35%；人工成本约占5-10%；制造费用约占10-15%；其他成本占比约10%左右。

- 大麦：我国大麦主要靠进口，2023年进口大麦高位持续下降，目前基本稳定在250美元/吨；
- 大米：我国大米价格基本稳定在6.5-6.6元/公斤；
- 瓦楞纸：瓦楞纸价格基本稳健；
- 玻璃：处于下行区间；
- 铝锭：价格有所上升，但涨幅整体温和，26年前5个月涨幅约10%。

综上，我们认为目前啤酒行业原材料整体处于大麦低位与包材分化，综合成本有望继续维持较低水平，利润弹性有望持续释放。

### 软饮料：成本端短期承压，短期成本扰动不改板块配置价值。

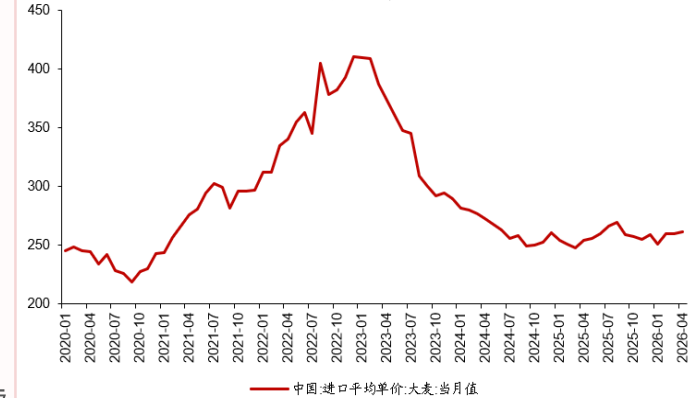
**成本拆分：**PET作为软饮料核心包装原料，以农夫山泉为例，PET原材料占农夫山泉的成本在30%左右，PET价格短期涨幅较大将直接影响其毛利率水平。

- 原料价格走势：26年上半年原油价格上涨带动上游PTA、MEG等聚酯原料价格持续上涨，成本压力沿产业链向下传导，导致PET瓶片厂加工费被严重挤压，被动跟涨保利润；
- 影响：3月进入软饮料传统采购旺季，下游饮料厂为应对夏季消费高峰备货，刚需支撑叠加买涨情绪，放大了价格涨幅。但从基本面来看，头部企业具备较强的原料锁价能力和库存缓冲空间，我们预计26年上半年能够在一定程度上对冲短期成本上涨压力。中长期来看，若供应紧张局势改善，PET价格高位回落，板块成本压力将逐步缓解。当前陆续进入软饮料企业销售旺季，整体动销积极，回调后板块估值性价比逐步显现。

### 调味品：大豆价格趋于平稳，PET高位回落，成本压力整体可控。

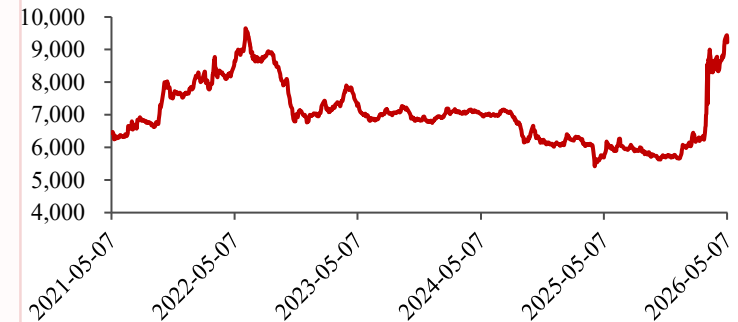
- **成本拆分：**根据中炬高新债券募集说明书，13年主要原材料占比约55%，其中大豆占比约27%。25年以来国内大豆价格整体呈上行趋势。其中，3月之前中国大豆现货价基本保持平稳，3月受基层余粮减少、现货供应阶段性偏紧等因素影响，大豆价格同比环比提升中高个位数；后随着供需关系逐步改善，价格运行趋于平稳。
- PET是核心包材之一，其价格变化对成本端具有一定影响。如上文所述，PET前期受中东地缘冲突影响，原油价格上涨，成本端强力推涨瓶片价格；随着局势逐步缓和，价格自高位回落。

图：进口大麦价位维持在稳定低位（美元/吨）



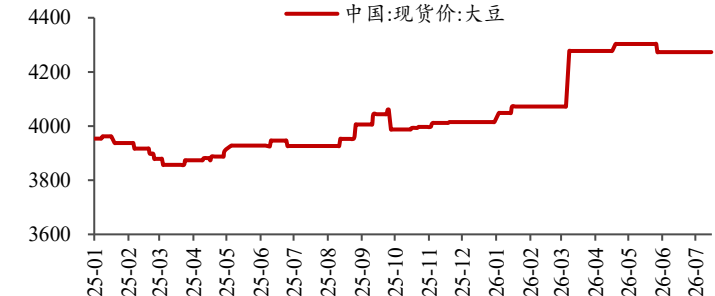
图：PET价格走势

中国:华东市场:市场价(主流价):聚酯瓶片



图：大豆价格走势

中国:现货价:大豆



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 3.2 乳制品：供需格局优化，上游原奶有望走向供需平衡

### 奶价：

根据国家统计局，截至26年6月25日，生鲜乳价格为3.03元/公斤，主产区奶价稳定在每公斤3块出头的水平已接近2-3个季度；根据荷斯坦，国内散奶价格与主产区奶价的价差持续收窄。

### 我们认为：

预计26年乳制品大盘降幅收窄，龙头乳企液奶收入有望转正。26年至今渠道健康度显著改善、价盘有恢复迹象，板块企稳向好趋势确立。当前行业奶价处于低位，预计随着供需格局优化，26H2奶价有望企稳回升，叠加乳制品深加工业务产能或释放，助力原奶周期走向供需平衡。

图：中国主产区生鲜乳平均价（元/公斤） 图：26年5&6月第一周华东、华中地区散奶价格



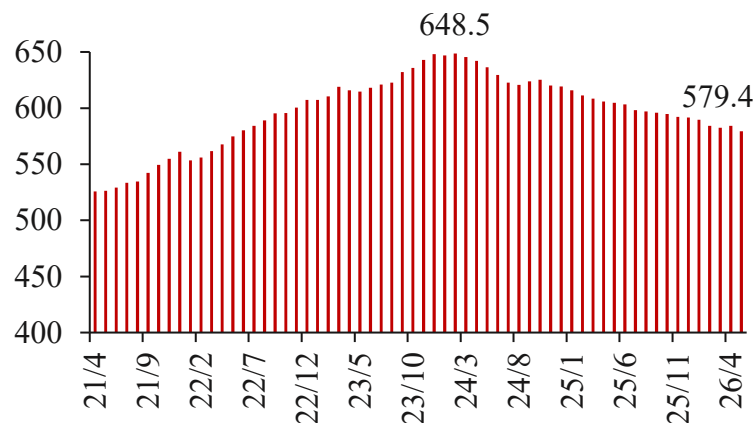
资料来源：农业农村部，浙商证券研究所

| 序号 | 地区    | 6月第一周      | 5月第一周    | 环比变化  |
|----|-------|------------|----------|-------|
| 1  | 山东·淄博 | 3          | 2.65-2.7 | ↑大幅上涨 |
| 2  | 安徽·阜阳 | 3.2        |          | 保持高位  |
| 3  | 安徽·滁州 | 本月不限量，没有外售 | 2.8      | 货源不外流 |
| 4  | 浙江·金华 | 2.8-2.9    | 2.3      | ↑大幅上涨 |
| 5  | 江苏·淮安 | 2.85-2.9   | 2.7      | ↑小幅上涨 |
| 6  | 河南·洛阳 | 3.1        | 2.8      | ↑小幅上涨 |

资料来源：荷斯坦，浙商证券研究所

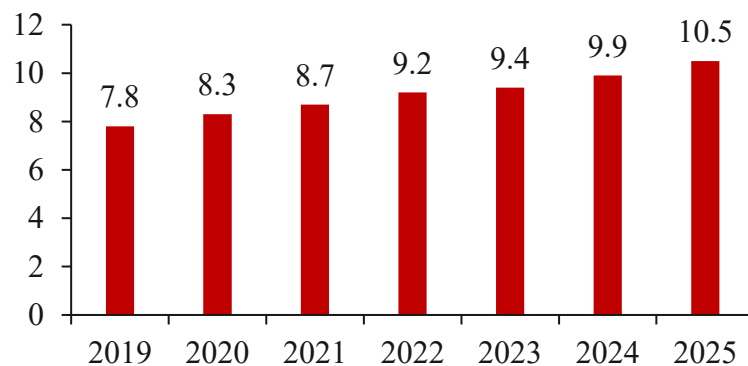
图：中国奶牛存栏量

■ 奶牛存栏量（万头）



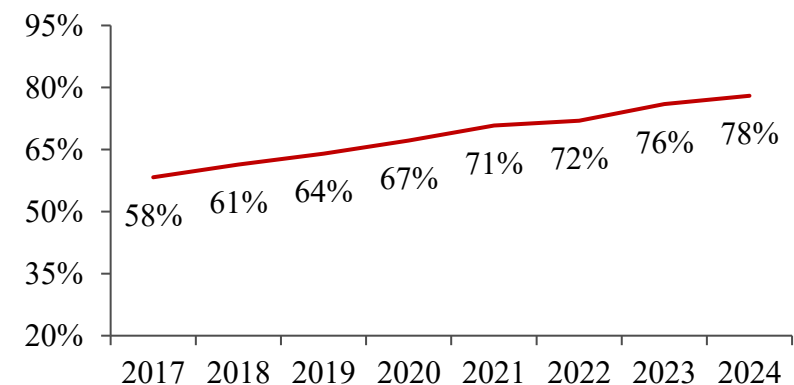
图：中国成母牛平均单产持续提升

■ 成母牛平均单产（吨）



图：存栏百头以上的规模养殖比例持续提升

—— 存栏百头以上的规模养殖比例



# 04

## 投资建议



图表：盈利预测一览表（WIND一致预期）

## 投资建议：

大众品近年来迎来了较为明显的渠道变革/品类趋势变化，我们持续重点关注能灵活顺应趋势变化的公司。

板块处于估值底部，建议重点关注：① 竞争格局改善的乳制品：新乳业/蒙牛乳业/伊利股份/妙可蓝多等；② 强 $\alpha$ 个股：燕京啤酒/东鹏饮料/百润股份/海天味业/安琪酵母/颐海国际/中炬高新/西麦食品/安井食品/巴比食品等。

|     | 日期<br>证券代码 | 2026/7/27<br>证券简称 | 收盘价<br>(元) | 总市值<br>(亿元) | 市盈率<br>(TTM) | 收入增速   |        |        | 利润增速    |         |        | PB     |        |        |
|-----|------------|-------------------|------------|-------------|--------------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
|     |            |                   |            |             |              | 2026E  | 2027E  | 2028E  | 2026E   | 2027E   | 2028E  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
| 啤酒  | 600600.SH  | 青岛啤酒              | 53.08      | 635.77      | 15.48        | 1.86%  | 2.10%  | 2.39%  | 5.97%   | 4.85%   | 5.02%  | 13.08  | 12.47  | 11.87  |
|     | 600132.SH  | 重庆啤酒              | 43.68      | 211.40      | 17.68        | 1.51%  | 2.04%  | 2.04%  | 2.99%   | 4.58%   | 4.72%  | 16.68  | 15.95  | 15.23  |
|     | 000729.SZ  | 燕京啤酒              | 12.40      | 349.50      | 19.65        | 5.63%  | 4.83%  | 4.34%  | 22.19%  | 16.30%  | 12.46% | 17.03  | 14.65  | 13.02  |
|     | 002461.SZ  | 珠江啤酒              | 8.43       | 186.58      | 20.15        | 3.40%  | 3.20%  | 2.80%  | 10.05%  | 8.08%   | 4.95%  | 18.76  | 17.36  | 16.54  |
|     | 600573.SH  | 惠泉啤酒              | 9.32       | 23.30       | 28.45        | 3.70%  | 4.37%  | /      | 20.01%  | 11.46%  | /      | 24.27  | 21.78  | /      |
|     | 0291.HK    | 华润啤酒              | 23.06      | 748.11      | 20.04        | 3.51%  | 2.19%  | 2.08%  | 77.40%  | 3.87%   | 4.24%  | 12.51  | 12.04  | 11.55  |
|     | 1876.HK    | 百威亚太              | 6.59       | 872.74      | 23.15        | 2.38%  | 2.67%  | 2.02%  | 21.25%  | 9.20%   | 4.96%  | 147.20 | 134.80 | 128.43 |
| 软饮料 | 600189.SH  | 泉阳泉               | 6.95       | 49.71       | 248.38       | 21.72% | 21.55% | 20.58% | 294.88% | 115.32% | 56.47% | 83.48  | 38.77  | 24.78  |
|     | 603711.SH  | 香飘飘               | 10.15      | 41.91       | 20.21        | 11.71% | 8.32%  | 7.74%  | 128.33% | 10.39%  | 18.23% | 19.27  | 17.46  | 14.77  |
|     | 605499.SH  | 东鹏饮料              | 128.38     | 923.25      | 20.09        | 21.71% | 18.44% | 16.53% | 24.20%  | 18.96%  | 17.34% | 16.84  | 14.15  | 12.06  |
|     | 300997.SZ  | 欢乐家               | 14.31      | 62.24       | 132.20       | -2.49% | 8.00%  | 5.95%  | 1.87%   | 22.22%  | 16.36% | 138.32 | 113.17 | 97.26  |
|     | 9633.HK    | 农夫山泉              | 40.34      | 4536.82     | 25.83        | 15.41% | 13.38% | 11.61% | 13.55%  | 14.01%  | 13.28% | 25.18  | 22.09  | 19.50  |
|     | 002568.SZ  | 百润股份              | 17.70      | 184.37      | 27.42        | 11.66% | 10.50% | 10.13% | 17.15%  | 14.08%  | 13.65% | 24.69  | 21.64  | 19.04  |
|     | 6603.HK    | IFBH              | 6.32       | 16.85       | 9.51         | 19.21% | 17.32% | 15.11% | 34.41%  | 20.70%  | 22.74% | 55.07  | 45.63  | 37.17  |
| 零食  | 002557.SZ  | 洽洽食品              | 19.01      | 96.16       | 23.49        | 13.18% | 8.64%  | 7.61%  | 102.32% | 18.00%  | 14.72% | 14.93  | 12.65  | 11.03  |
|     | 300783.SZ  | 三只松鼠              | 16.32      | 65.56       | 34.56        | 7.76%  | 11.69% | 11.24% | 99.97%  | 14.70%  | 15.20% | 21.10  | 18.40  | 15.97  |
|     | 002991.SZ  | 甘源食品              | 39.72      | 37.03       | 16.68        | 18.39% | 11.98% | 9.20%  | 41.44%  | 20.45%  | 14.45% | 12.56  | 10.43  | 9.11   |
|     | 603697.SH  | 有友食品              | 9.19       | 39.30       | 19.55        | 21.45% | 15.87% | 13.83% | 32.04%  | 18.98%  | 11.03% | 16.04  | 13.48  | 12.14  |
|     | 002847.SZ  | 盐津铺子              | 46.35      | 125.23      | 15.64        | 14.72% | 15.01% | 13.81% | 19.21%  | 21.43%  | 18.34% | 14.04  | 11.56  | 9.77   |
|     | 003000.SZ  | 劲仔食品              | 10.07      | 45.41       | 18.42        | 20.39% | 18.08% | 14.94% | 20.16%  | 21.94%  | 18.56% | 15.57  | 12.77  | 10.77  |
|     | 002956.SZ  | 西麦食品              | 15.96      | 49.88       | 22.83        | 21.48% | 18.15% | 16.35% | 56.30%  | 25.41%  | 18.39% | 18.59  | 14.82  | 12.52  |
|     | 300972.SZ  | 万辰集团              | 192.56     | 379.99      | 21.60        | 36.02% | 21.36% | 12.74% | 83.04%  | 31.40%  | 17.96% | 15.44  | 11.75  | 9.96   |
|     | 1768.HK    | 鸣鸣很忙              | 343.40     | 748.06      | 29.01        | 35.50% | 17.77% | 12.31% | 56.11%  | 28.32%  | 20.44% | 20.57  | 16.03  | 13.31  |
|     | 9985.HK    | 卫龙美味              | 7.88       | 191.57      | 12.14        | 15.41% | 13.29% | 11.30% | 15.63%  | 16.63%  | 13.42% | 11.62  | 9.97   | 8.79   |
| 餐供  | 603317.SH  | 天味食品              | 13.58      | 144.23      | 19.36        | 19.79% | 11.88% | 9.96%  | 27.11%  | 14.32%  | 11.17% | 19.92  | 17.42  | 15.67  |
|     | 600305.SH  | 恒顺醋业              | 6.65       | 73.46       | 47.77        | 7.00%  | 7.01%  | 6.68%  | 17.31%  | 10.98%  | 9.63%  | 43.60  | 39.28  | 35.83  |
|     | 603170.SH  | 宝立食品              | 11.69      | 46.76       | 17.32        | 13.39% | 11.84% | 10.74% | 17.31%  | 14.66%  | 14.34% | 15.18  | 13.24  | 11.58  |
|     | 603755.SH  | 日辰股份              | 20.51      | 20.23       | 23.87        | 13.60% | 12.97% | 11.65% | 12.81%  | 12.63%  | 10.28% | 21.29  | 18.90  | 17.14  |
|     | 002507.SZ  | 涪陵榨菜              | 11.42      | 131.78      | 17.15        | 5.79%  | 5.42%  | 4.88%  | 6.07%   | 5.77%   | 5.18%  | 16.18  | 15.29  | 14.54  |
| 乳制品 | 300973.SZ  | 立高食品              | 22.93      | 38.83       | 13.85        | 8.95%  | 10.85% | 9.60%  | 6.77%   | 19.59%  | 15.84% | 11.94  | 9.98   | 8.62   |
|     | 600887.SH  | 伊利股份              | 26.06      | 1648.39     | 13.64        | 4.87%  | 4.87%  | 4.81%  | 6.44%   | 8.14%   | 7.81%  | 13.39  | 12.38  | 11.49  |
|     | 002946.SZ  | 新乳业               | 15.32      | 131.86      | 16.81        | 6.52%  | 6.39%  | 6.44%  | 21.49%  | 17.33%  | 15.05% | 14.84  | 12.65  | 11.00  |
|     | 600882.SH  | 妙可蓝多              | 21.32      | 108.40      | 79.26        | 19.07% | 17.43% | 15.66% | 185.20% | 38.16%  | 26.15% | 32.08  | 23.22  | 18.40  |
|     | 6186.HK    | 中国飞鹤              | 3.22       | 291.97      | 13.60        | 2.55%  | 2.96%  | 3.47%  | 20.91%  | 7.47%   | 7.61%  | 12.45  | 11.59  | 10.77  |
|     | 605337.SH  | 李子园               | 8.52       | 33.24       | 18.10        | 9.77%  | 8.60%  | 7.54%  | 1.64%   | 9.15%   | 8.38%  | 16.66  | 15.26  | 14.08  |
| 调味品 | 603288.SH  | 海天味业              | 36.02      | 2083.33     | 28.95        | 8.30%  | 7.92%  | 7.68%  | 11.82%  | 10.80%  | 9.68%  | 26.47  | 23.89  | 21.78  |
|     | 600872.SH  | 中炬高新              | 18.60      | 144.02      | 23.28        | 18.23% | 9.46%  | 8.59%  | 30.11%  | 13.97%  | 13.51% | 20.61  | 18.08  | 15.93  |
|     | 603027.SH  | 千禾味业              | 7.16       | 95.28       | 28.43        | 12.12% | 9.72%  | 9.58%  | 41.07%  | 14.66%  | 12.39% | 19.43  | 16.95  | 15.08  |
|     | 600298.SH  | 安琪酵母              | 38.58      | 334.82      | 20.92        | 13.09% | 11.38% | 10.91% | 19.05%  | 14.67%  | 13.72% | 18.21  | 15.88  | 13.96  |
| 速冻  | 603345.SH  | 安井食品              | 85.48      | 276.15      | 18.65        | 14.30% | 10.48% | 9.48%  | 33.37%  | 13.62%  | 11.27% | 15.23  | 13.41  | 12.05  |
|     | 001215.SZ  | 千味央厨              | 30.97      | 30.09       | 46.49        | 11.79% | 10.97% | 9.92%  | 36.86%  | 19.10%  | 16.32% | 34.59  | 29.04  | 24.97  |
| 保健品 | 605338.SH  | 巴比食品              | 18.00      | 43.12       | 15.23        | 10.84% | 15.86% | 14.69% | 11.43%  | 17.67%  | 15.57% | 14.17  | 12.05  | 10.42  |
|     | 300146.SZ  | 汤臣倍健              | 9.98       | 168.83      | 23.15        | 15.03% | 15.19% | 15.08% | 0.88%   | 6.34%   | 8.82%  | 21.40  | 20.12  | 18.49  |
|     | 300791.SZ  | 仙乐健康              | 16.03      | 49.48       | 42.01        | 8.52%  | 11.32% | 10.65% | 150.05% | 29.53%  | 21.94% | 14.49  | 11.19  | 9.18   |

# 05

## 风险提示



### 1、经济复苏不及预期

大众品消费容易受到经济波动影响，给行业发展带来较大不确定性。若26年经济继续维持较弱复苏态势，终端消费能力和消费意愿均会受到不同程度影响，从而影响终端动销进而影响企业营收和利润。

### 2、产业政策风险

大众品行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润产生影响。公司将密切关注行业变化，在生产经营过程中，主动适应行业发展新趋势，根据政策变化及时对生产及营销策略进行调整和完善，实现公司良性可持续发展。

### 3、终端需求恢复不及预期

若中短期内居民收入增速恢复不及预期，可能终端消费力和消费意愿增长不及预期，从而影响企业终端动销。

### 4、消费升级不及预期

随着近几年消费不断升级，品牌集中度、产品集中度越来越高。若消费升级不及预期，则企业高端化升级趋势将受阻，从而影响企业品牌力提升。

### 5、市场需求变化风险

当前居民的消费观念和消费行为发生了较大变化，健康理念升级、品牌消费凸显、线上消费升温、品质需求升维等逐渐成为消费新风尚，对消费需求与消费量可能产生一定影响。

### 6、行业竞争加剧

大众品行业开始进入品牌影响力、产品质量、营销水平、创新能力的全面竞争时代，当前行业马太效应愈发明显，市场份额持续向头部企业、头部企业集中，行业逐步进入加速竞争阶段。若行业内整合进一步加速，竞争持续加剧，则酒企将会继续加大品牌宣传及促销力度以提升市场份额，从而影响企业利润；同时亦会对品牌或资金实力欠佳企业不利。

### 7、食品安全风险

大众品产品主要供消费者直接饮用，产品的质量安全、卫生状况关系到消费者的生命健康。如果国家相关法律、法规以及行业规定的要求发生变化，企业在原材料采购、生产、包装等环节的质量控制措施须相应地进行改变，否则将对企业生产经营带来影响，进而影响企业未来发展。

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

# 行业评级与免责声明

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 联系方式

### 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>