仅供内部参考，请勿外传

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

食品饮料 2026 年 09 月 07 日

食品饮料行业深度研究报告

存量时代的韩国答卷
——韩国消费调研观察启示录

推荐（维持）

- **引言：存量时代的韩国答卷。**韩国消费市场是中国的一面“时间差镜子”，增长中枢下滑、线上渗透率全球领先、自有品牌（后文简称为 PB）扩张重构利润分配，这些中国市场正在逼近的命题，韩国已经跑完前半程。继日本、东南亚系列调研后，26 年 7 月我们赴韩国，进行多家公司及渠道实地调研。本篇深度，重点探究以下核心问题：低增长时代的消费如何分化、渠道权力如何重构利润分配、制造商如何穿越周期，并镜鉴中国消费行业发展。
- **低增长与通胀并存：韩国消费市场的两极与新生。**韩国消费的底色是总量压力，食品物价连续五年跑赢整体 CPI，一日三餐的刚性支出对购买力的挤压无法用缩减消费来消化。但压力的作用并不均匀，工资性收入的差距近十年并未走阔，真正的分层来自资产端，流动性宽松周期的资产重估让持有者与无产者的消费能力持续拉开，消费由此走向 K 型分化，奢侈品与大创连续五年同步扩张，中端品牌则在两端挤压中收缩。总量与分化之外，孕育两条结构性线索，一是单人家庭占比近四成重塑小包装、即时性、近场化需求；二是慢老化趋势下高蛋白、无糖、无醇跑出三条渗透曲线，零糖碳酸市场 5 年扩大近 8 倍，存量市场的机会孕育结构性机会。
- **渠道进化论：电商高渗透下的重构，变革催生 PB 繁荣。**需求见顶后，渠道成为利润分配的主战场。2012 年修订的《流通产业发展法》以义务休业绑定大卖场，把周末与凌晨消费让渡给线上，Coupang 的火箭配送进一步推升线上渗透率达近 6 成。而线下四个业态走出四个方向：大卖场卖时间而非卖商品，百货受益高端分化，SSM 夹心防守仅 GS The Fresh 以加盟制成为例外，便利店门店见顶后则以平价堂食化、生鲜专门店化、即时零售补位三大举措突围。而渠道变革也催生了 PB 繁荣，且 PB 占比高低由议价权与机会成本的权衡决定，平台型流量变现回报更高而克制（Coupang 占比 5%），卖场型无法二次变现而全价格带进取、把 No Brand 做成独立业态（E-Mart 占比 7-8%），加盟型费用性收益有限而把 PB 做成提升店效与盈利的系统性工具（GS25 占比近 30%）。
- **制造企业穿越周期的解法：对内以品类聚焦重做存量，对外以本地化布局海外市场。**内需见顶叠加渠道挤压，全品类铺货的旧打法失效，韩国头部制造商的应对收敛为两条路径：一是对内以品类聚焦重做存量，零糖化是最清晰的主线，且费用与资源向少数战略单品集中；二是对外以产能布局海外市场，出海从内需放缓下的被动选择演变为高质量增长的主动反转，三养海外营收占比由 16 年的 26%升至 25 年的 80%，重资产本地化成为重要支撑。同时，共同的启发是战略犹豫的代价大于路径选择的代价。
- **资本定价：折价并非错杀，修复系于 ROE。**韩国股市长期深度折价，约七成上市公司破净。折价背后是基本面与治理的双重约束，企业 ROE 十年均值仅约 7%，财阀体系下中小股东回报长期让位于集团利益，便宜是结构性定价，而非阶段性错杀。折价体系内部，估值分化仍按资本回报定价，三养以 37.4%的 ROE 对应 7.6 倍 P/B，回报低迷的公司全部跌破净资产，分红、重组等改善动作则直接触发重估，修复最终系于 ROE 改善与股东回报兑现。
- **镜鉴与边界：韩国经验对中国的启示。**韩国经验的价值在时间差而非标准答案，同向的是趋势，不同的是前提。中国 65 岁以上人口占比约当韩国 15 年前，老龄化、健康化、线上见顶与折扣化都沿着韩国验证过的方向展开；但生鲜加盟与便利店食堂化依赖的人口密度、冷链基础与流通规制三重前提在中国并不成立，业态不可照搬，逻辑可以借鉴。落到企业层面，可循的指引是卡位长线趋势、做强商品力、前置海外产能。
- **投资建议：关注景气卡位、直面渠道与下注出海三条主线。**一是需求端，健康化与性价比的渗透曲线已被韩国验证，中国的窗口更短，优先选择已完成卡位的龙头与食品功能化产业链，重点推荐功能性升级最好载体的乳业龙头**伊利**、**蒙牛**，无糖茶龙头**农夫**、能量饮料龙头**东鹏**、受益 HMR 与简餐化趋势的**安井**，健康食品产业链建议关注**西麦**、**仙乐**；二是渠道端，权力重构不可逆，折扣链主与强商品力制造商共同受益，重点折扣链主重点推荐**很忙**、关注**万辰**，商品力推荐**盐津**，关注**卫龙**；三是出海端，产能本地化是出海高质量增长的核心，海外高增拉动及酵母蛋白放量的**安琪**，关注**海天**、**洽洽**出海产能前置布局。
- **风险提示：**宏观需求不及预期、健康化新品及海外拓展不及预期，韩国市场数据口径与调研信息存在偏差的风险。

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com

执业编号：S0360520070001

证券分析师：范子盼

邮箱：fanzipan@hcyjs.com

执业编号：S0360520090001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	125	0.02
总市值(亿元)	37,635.95	2.89
流通市值(亿元)	36,670.85	3.66

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	1.1%	-12.2%	-17.0%
相对表现	2.7%	-10.5%	-22.6%



相关研究报告

《乳制品行业深度报告：原奶周期：拐点、传导与弹性》

2026-08-24

《食品饮料行业周报（20260817-20260823）：高蛋白产业升级，关注两条替代路径》

2026-08-23

《时变境迁，中国酒类迎来多元化时代——酒类多元化系列研究一》

2026-08-20

仅供内部参考，请勿外传

投资主题

报告亮点

1）亮点一：从渠道议价权与 NB 机会成本双重视角拆解 PB，区别于市场简单的韩国零售景气叙事。本报告自建 PB 分析框架，将 Coupang、E-Mart、GS25 三种渠道形态纳入统一分析，解释 5%、7-8%、30%的 PB 占比梯度何以形成，提出机会成本是程度之差而非有无之别，揭示平台型克制、卖场型进取、加盟型极致三条路径背后的利润分配机制，而非仅复述各家公司 PB 的品类与规模。

2）亮点二：基于一手实地调研拆解渠道经营细节，从"需求分层、业态分化到单店模型"全链路论证线下突围。系统梳理便利店综合毛利率背后的费用性收益结构、生鲜专门店业态的销售放大与损耗改善、GS The Fresh 以加盟制跑赢直营同行的单店模型、E-Mart 大卖场综合业态化与 No Brand 独立业态化等经营细节，将各环节纳入统一分析框架，还原线下渠道突围的核心机制，而非仅复述线上渗透率等公开数据。

3）亮点三：镜鉴落地由同向到边界再到指引，层层递进打开对中国市场的参考空间。本报告近期看需求与渠道的同向展开，老龄化、健康化、线上见顶与折扣化均沿韩国验证过的轨迹推进；中期看密度、冷链、流通规制三重前提划清生鲜加盟与便利店食堂化不可照搬的边界；远期落到卡位长线趋势、做强商品力、前置海外产能三条投资主线，产业链各环节标的价值凸显，中国食饮企业有望在存量竞争中重估成长空间。

投资逻辑

关注景气卡位、直面渠道与下注出海三条主线。一是需求端，健康化与性价比的渗透曲线已被韩国验证，中国的窗口更短，优先选择已完成卡位的龙头与食品功能化产业链，重点推荐功能性升级最好载体的乳业龙头伊利、蒙牛，无糖茶龙头农夫、能量饮料龙头东鹏、受益 HMR 与简餐化趋势的安井，健康食品产业链建议关注西麦、仙乐；二是渠道端，权力重构不可逆，折扣链主与强商品力制造商共同受益，重点折扣链主重点推荐很忙、关注万辰，商品力推荐盐津，关注卫龙；三是出海端，产能本地化是出海高质量增长的核心，海外高增拉动及酵母蛋白放量的安琪，关注海天、洽洽出海产能前置布局。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

引言 7
一、 低增长与通胀并存：韩国消费市场的两极与新生 7
（一） 宏观背景：低增长与通胀并存，消费 K 型分化 7
（二） 需求新生：慢老化下的三条渗透曲线 9
二、 渠道进化论：电商高渗透下的线下分化与突围 11
（一） 线上重构：制度让渡与履约革命造就超高渗透率 11
（二） 线下突围：大卖场改造、SSM 防守与便利店突围 15
1、 大卖场：综合业态化，卖时间而非卖商品 15
2、 SSM：夹心层被动防守，GS The Fresh 凭加盟跑出唯一例外 16
3、 便利店：总量见顶单店提质，食堂化、生鲜化与即时零售的突围 17
三、 利润再分配：渠道变革催生的 PB 繁荣 21
（一） Coupang：流量变现优先，PB 克制在标品 21
（二） E-Mart：全价格带进取，PB 独立业态化 23
（三） GS25：PB 矩阵完善，加盟体系的利润引擎 25
四、 穿越周期的解法：头部制造企业的战略抉择 29
（一） 路径一：以品类聚焦重做存量 29
（二） 路径二：以产能布局海外市场 31
五、 资本定价：折价并非错杀，修复系于 ROE 35
六、 镜鉴与边界：韩国经验对中国的启示 38
（一） 轨迹可循：需求与渠道，韩国已跑完前半程 38
1、 需求端：老龄化、K 型分化与健康化的同轨展开，中国斜率更快 38
2、 渠道端：线上见顶、折扣集中与 PB 结构机会 39
（二） 前提有别：生鲜加盟与食堂化为何不可照搬 40
（三） 取镜为用：企业层面的三条可操作指引 41
七、 投资建议：景气卡位、直面渠道与下注出海 43
八、 风险提示 44

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1 韩国经济增长中枢降至 1%左右，食品与外食价格连续五年跑赢 CPI 7
图表 2 韩国可支配收入基尼系数呈现下滑趋势 8
图表 3 2025 年韩国净资产基尼系数为 12 年以来最高 8
图表 4 23 年以来三大奢侈品牌及大创营收维持高增 8
图表 5 韩国化妆品平价与高端市场同步增长 8
图表 6 2025 年韩国单人家庭占比升至 36.6% 9
图表 7 零糖饮料占碳酸饮料销售额比重升至 54.5% 10
图表 8 韩国零糖饮料市场五年扩张近 8 倍 10
图表 9 韩国蛋白食品市场五年增至约 5.5 倍 10
图表 10 韩国无/低醇啤酒市场稳步扩容 10
图表 11 韩国线上购物额持续创新高 12
图表 12 韩国线上渗透率各口径均继续爬升 12
图表 13 强制休业制度叠加火箭配送，韩国零售加速向线上分流 12
图表 14 韩国主要流通企业线上销售占比升至 59%，大卖场份额降至 9.8% 13
图表 15 Coupang 营收持续高增 14
图表 16 Coupang 净利润于 2023 年扭亏 14
图表 17 Coupang 百座物流设施覆盖 88%以上人口，黎明配送构筑履约壁垒 14
图表 18 Coupang 自营零售为基础，第三方业务高增 15
图表 19 Coupang 产品商务利润率升至 8.4% 15
图表 20 韩国百货保持韧性/便利店停滞/大卖场承压 15
图表 21 2020 年以来百货与无店铺零售扩张 15
图表 22 韩国大卖场转向体验化与专业化，以场景重构到店价值 16
图表 23 GS The Fresh 逆势扩张至 585 家 17
图表 24 GS The Fresh 门店图示意 17
图表 25 韩国便利店门店数 2025 年首次出现净减少 18
图表 26 便利店行业见顶后分化，双强逆势扩张 18
图表 27 韩国外食物价五年上涨 21%，显著跑赢 CPI 18
图表 28 便利店便当与简餐销售保持双位数增长 18
图表 29 韩国 HMR 市场由高速扩容转入稳健增长，2026 年预计达 7.1 万亿韩元 19
图表 30 2026 年 GS25 生鲜特化店计划突破 1100 家 20
图表 31 GS25 生鲜特化店规模领先，CU 快速追赶 20
图表 32 GS25 构建“便利店—生鲜特化店—GS The Fresh”三层近场零售业态 20
图表 33 GS25 的 PB 销售占比接近 30%，显著高于 E-Mart 与 Coupang 21

仅供内部参考，请勿外传

图表 34 Coupang PB 营收保持双位数增长 22
图表 35 Coupang PB 盈利与产品商务利润率走势分化 22
图表 36 Coupang 以五大 PB 品牌覆盖食品、生活、家电与服饰品类 22
图表 37 Peacock 高端定位：名厨联名与门店厨房制度 24
图表 38 Peacock 与 No Brand 食品毛利率提升 5pcts 24
图表 39 E-Mart 以 Peacock、No Brand 和 5K Price 覆盖高、中、低价格带 24
图表 40 No Brand 门店 2025 年为 263 家 25
图表 41 公司目标 26 年将 No Brand 导入 4000 家店 25
图表 42 2025 年 GS25 PB 占比达到 29.7% 26
图表 43 BREADIQUE 面包销售印证鲜食差异化成效 26
图表 44 GS25 六大 PB 覆盖引流、复购、出口与鲜食差异化 26
图表 45 议价权与机会成本决定 PB 路径 28
图表 46 乐天七星零糖系列销售额四年增至 3.4 倍，市场份额接近五成 29
图表 47 韩国啤酒市场 OB 与海特真露合计份额达 98% 30
图表 48 韩国烧酒市场真露一家独大，份额达到 65% 30
图表 49 海特真露广告宣传费率降至 6.75%，费用投放趋于收敛 30
图表 50 食品线上渗透率 4 年翻倍，酒类销售仍空白 31
图表 51 韩国大卖场 PB 在冷冻加工食品中渗透最深 31
图表 52 三养海外营收占比快速提升，25 年末已约 80% 32
图表 53 韩国农食品出口高增，拉面为重要驱动 32
图表 54 方便面产品表面印有 Kpop 偶像形象 32
图表 55 韩剧《暴君的厨师》大量展示韩式传统料理 32
图表 56 韩国头部食饮企业加码海外产能，属地化布局进入兑现期 33
图表 57 韩国头部食饮企业战略趋同：品类聚焦、渠道适配、海外产能前置 34
图表 58 韩国消费流通板块 ROE 显著低于日美，净利率与营收增速亦偏弱 35
图表 59 韩国代表消费公司营业利润率显著分化 36
图表 60 韩国消费公司估值与资本回报整体落后日美 36
图表 61 韩国消费流通代表公司 P/B 估值普遍低于 1 倍，三养食品高达 7.62 倍 36
图表 62 KOSPI 近 52 周上涨 116.3%背景下，韩国消费流通公司普遍跑输指数 37
图表 63 韩国消费流通公司股息率中位数升至 2.82%，派息率中位数 48%高于日本 37
图表 64 2025 年中国 GDP 增速/CPI 为 5%/持平 38
图表 65 韩国 65 岁以上人口占比较中国高 5.3pcts 38
图表 66 中国零食量贩快速扩张至近 6 万家 39
图表 67 2024 年中国无糖饮料市场达到 570.5 亿元 39
图表 68 中国线上渗透率见顶回落，韩国持续爬升并于 2025 年反超 39

仅供内部参考，请勿外传

图表 69 中韩 PB 渗透率均显著低于全球平均水平 40
图表 70 韩国头部零售商 PB 销售额占比远超全国整体水平 40
图表 71 韩国人口密度约为中国的 3.5 倍，首都圈与核心城市人口更加集中 41
图表 72 中国冷链总量持续扩张但人均与流通效率偏低，韩国冷库高度集中于首都圈 41
图表 73 中韩消费趋势同向但阶段错位：韩国结构升级领先，中国渠道变革更快 42

仅供内部参考，请勿外传

引言

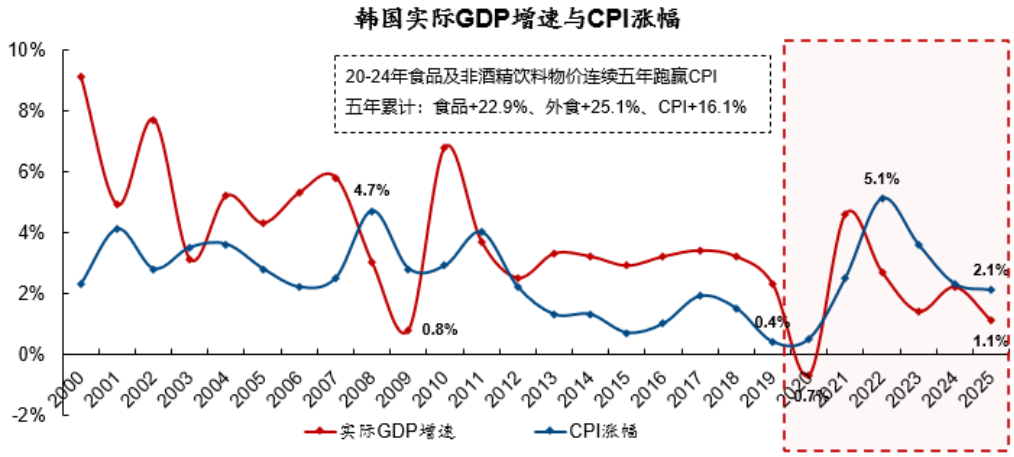
继 2023 年日本调研后，2026 年 7 月我们赴韩国实地调研韩国消费，与海特真露、乐天、E-mart 及 GS 等上市公司与产业渠道进行深入交流。韩国消费市场正在经历增长中枢下移、消费观念变迁与渠道权力重构的三重叠加，其演变轨迹在诸多维度上领先中国市场，是观察消费行业走向的优质样本。本报告尝试回答三个问题：韩国消费正在经历怎样的结构变化，渠道商与制造商分别如何应对，以及韩国经验对中国市场的镜鉴与边界。

一、低增长与通胀并存：韩国消费市场的两极与新生

（一）宏观背景：低增长与通胀并存，消费 K 型分化

增长中枢降至 1%时代、食品物价连续五年跑赢 CPI，韩国消费者的购买力正被刚性食品支出持续侵蚀。拉长周期看，韩国实际 GDP 增速中枢由 00 年代的 4-5%逐级下移，21-25 年年均约 2.4%，25 年为 1.1%。物价层面，本轮上行的结构特征比总量更值得关注，食品及非酒精饮料物价 20-25 年连续五年跑赢整体 CPI，食品、外食价格五年累计分别上涨 22.9%、25.1%，均高于同期整体 CPI 的 16.2%。食品支出难以压缩，其价格相对其他品类的持续上行，意味着居民预算中可用于可选消费的部分被动收缩，食品消费内部亦向极致性价比集中，中低收入与固定收入家庭受此影响更为明显。

图表 1　韩国经济增长中枢降至 1%左右，食品与外食价格连续五年跑赢 CPI



资料来源：韩国银行，统计厅，华创证券

而总量压力的作用并不均匀，收入分化收敛的表象下，资产分化正加剧高物价时代的消费 K 型分化。

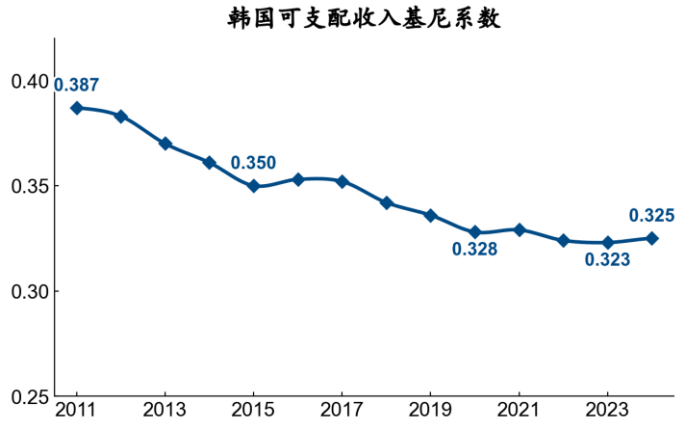
- **从消费能力看，工资性分化近十年不升反降，真正的分层来自资产端，并构成消费 K 型分化的底层支撑。**统计厅《家庭金融福利调查》显示，韩国可支配收入基尼系数由 2011 年的 0.387 小幅震荡回落至 2024 年的 0.325，收入五分位倍率亦由 8.25 倍收窄至 5.78 倍，工资性收入的分配差距整体趋于收敛。与之相对，资产端分化持续抬升，净资产基尼系数自 2017 年的 0.584 连续八年提升，2025 年达 0.625，为统计以来最高；前 10%家庭净资产占有率亦由 2017 年低点的 41.8%升至 2025 年的 46.1%。20-21 年流动性宽松推动房产与权益资产重估，此后首都圈房价再度上行，持有资产的家庭充分享受增值红利，无资产家庭则直面高物价与实际购买力的此消彼长，两

仅供内部参考，请勿外传

端消费能力由此拉开。

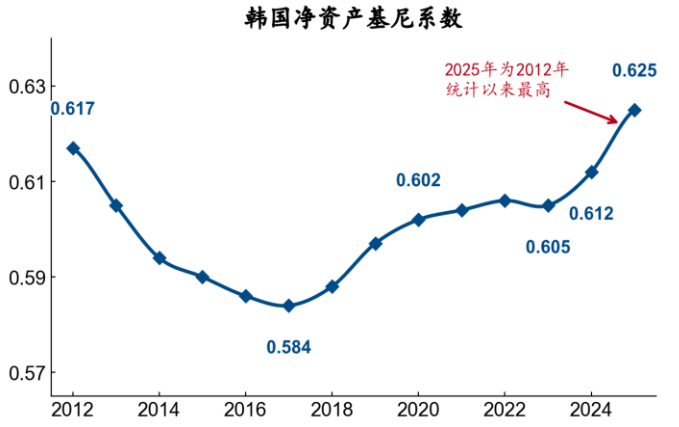
- **资产分化映射到消费端，高端与性价比同步扩张、中端承压，K 型分化在企业与品类层面同步显形。** 两端代表企业增速持续跑赢行业，高端侧，三大奢侈品牌韩国法人合计营收 2025 年达 4.99 万亿韩元，2021 年以来连续五年正增长；性价比侧，大创（Daiso）2025 年营收 4.54 万亿韩元，连续五年保持双位数增长，一贵一廉同步放量。同时，化妆品行业的格局变迁则提供了更微观的印证，韩国化妆品市场 2022-2025 年年均下降 3.8%，而 Daiso 美妆品类 2023-2025 年分别增长 85%、144%、70%，三大百货奢侈化妆品 2024 年增速亦达 16%-24%；定位中端的路店品牌则持续收缩，谜尚门店数由 2019 年的 407 家降至 2024 年的 269 家。渠道专供与便利店亦纷纷推出低价美妆线，进一步强化性价比一极的供给。

图表 2 韩国可支配收入基尼系数呈现下滑趋势



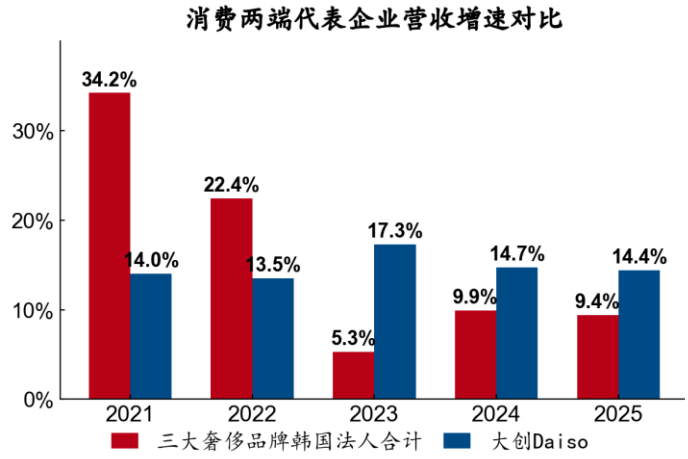
资料来源：统计厅，华创证券

图表 3 2025 年韩国净资产基尼系数为 12 年以来最高



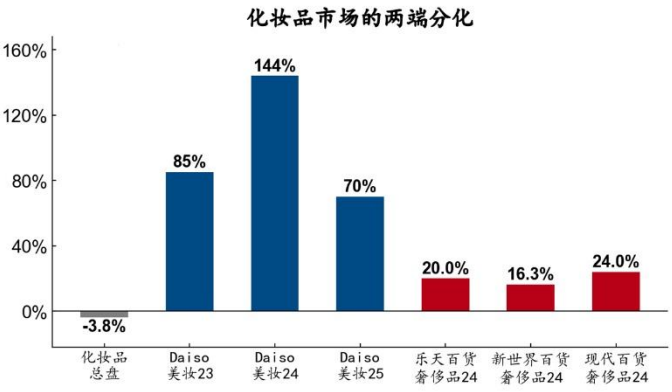
资料来源：统计厅，华创证券

图表 4 23 年以来三大奢侈品牌及大创营收维持高增



资料来源：各公司审计报告，EBN，bizhankook，thebell，华创证券 注：三大奢侈品牌为爱马仕、LV 和香奈儿。

图表 5 韩国化妆品平价与高端市场同步增长

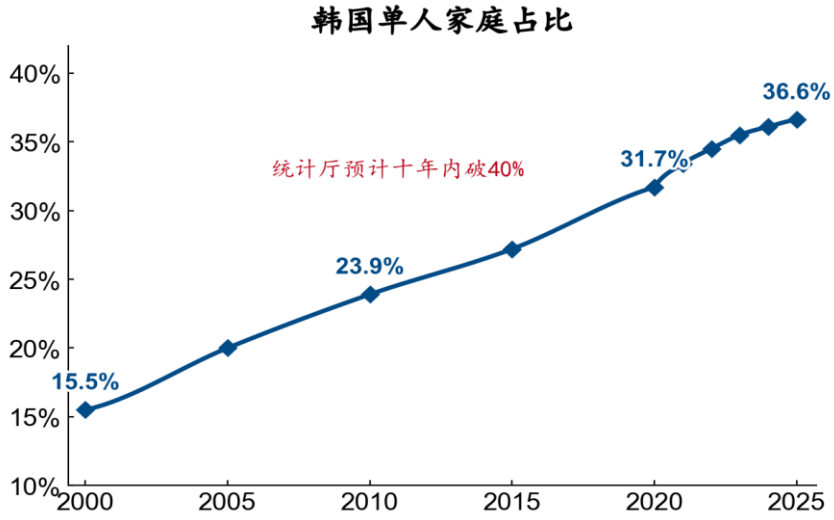


资料来源：各公司审计报告，EBN《"小奢侈"热潮兴起……经济低迷中高端化妆品仍受欢迎》，bizhankook《"5000 韩元性价比最高"——Daiso 美妆连父母辈也开始购买》，华创证券 注：化妆品零售总盘为 2022—2025 年复合年均增速；大创（Daiso）美妆销售额增速为 2023/2024/2025 各年同比；三大百货奢侈化妆品增速为 2024 年单年同比。

仅供内部参考，请勿外传

与此同时，单人家庭占比提升至近 40%，亦使得食品饮料消费向小包装、及时性、近场化变迁。统计厅数据显示，韩国单人家庭占比由 2000 年的 15.5%持续升至 2025 年的 36.6%，已成为占比最高的家庭类型，且统计厅预计十年内将突破 40%。家庭规模的持续收缩直接改写了食品饮料的购买单位与购买场景，家庭装的大包装采购让位于一人份小包装，家庭烹饪让位于即食即烹的便捷方案，周末集中大采购让位于步行可达的高频少量购买，一人户的消费半径与决策链条由此重塑。

图表 6　2025 年韩国单人家庭占比升至 36.6%



资料来源：统计厅《人口住宅总调查》，行政安全部《居民登记人口统计》，华创证券

（二）需求新生：慢老化下的三条渗透曲线

在“慢老化”趋势下，食品饮料消费跑出无糖、高蛋白、无醇三条渗透曲线。“慢老化”（Slow Aging）是近年韩国消费市场最具共识的生活方式转向，其核心不在于延长寿命，而在于从中青年阶段起主动延缓身体老化进程，健康管理由病后补救前置为日常预防，由专门场景融入一日三餐。落地到食品饮料，消费者不再只问好不好吃、便不便宜，还要求减了什么、加了什么，减糖、减醇与蛋白质强化由此从小众功能诉求演变为大众品类的默认升级方向。

- **高蛋白接棒成为增速最快的功能赛道，蛋白强化从健身补剂下沉为大众食品。**韩国蛋白食品市场规模由 2018 年的 813 亿韩元增至 2024 年的 5000 亿韩元，2018-2023 年年均增长 40.8%，预计 2026 年进一步增至 8000 亿韩元。供给端蛋白棒、蛋白奶昔、高蛋白酸奶等形态持续丰富；需求端则由健身人群外扩至控糖、控体重的普通消费者，品类的日常化程度仍在加深。

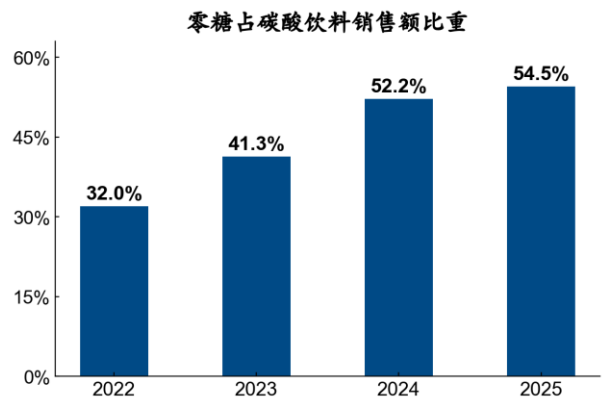
- **无糖化最先完成从功能小众到品类主流的跨越，零糖已占据碳酸饮料的半壁江山。**韩国零糖饮料市场规模由 2016 年的 903 亿韩元增至 2023 年的 12800 亿韩元，其中 2021 年后爆发式放量，2021-2023 年年均增长 141.8%；零糖占碳酸饮料销售额的比重由 2022 年的 32.0%升至 2025 年的 54.5%，三年间从三分天下过渡到过半份额。无糖也不再局限于零度可乐一支单品，而是向茶饮、咖啡乃至烧酒全面外溢的配方革命，为后文乐天七星零糖烧酒等制造商动作提供了市场需求背景。

- **酒类无醇化起步最晚但方向明确，低度替代正在改写酒类品类的增长结构。**韩国无/低醇啤酒市场规模由 2021 年的 415 亿韩元增至 2024 年的 704 亿韩元，Euromonitor

仅供内部参考，请勿外传

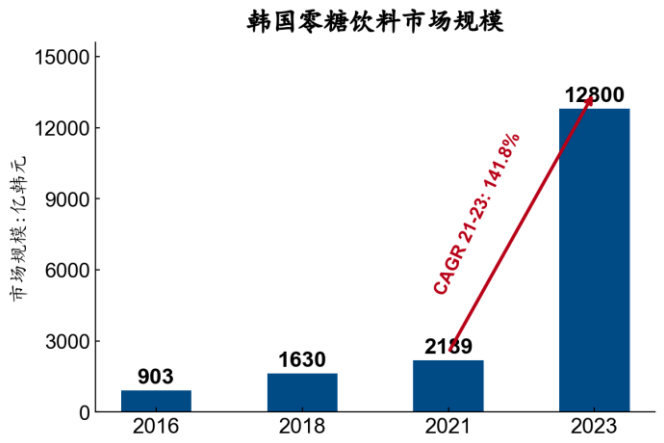
预计 2027 年接近 1000 亿韩元（经 Newspim 2025 年 9 月报道转引），2021-2027 年年均增长 15.0%。传统啤酒存量波动之下，无醇品类持续双位数扩容，海特真露等酒企相继布局无醇产品线，“减害而非戒断”的消费心理为品类提供了稳定的需求基础。

图表 7 零糖饮料占碳酸饮料销售额比重升至 54.5%



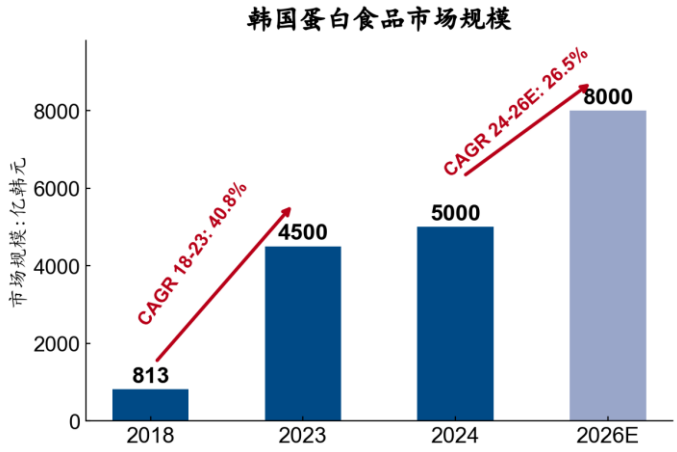
资料来源：Newspim《제로 탄산 경쟁 격화...롯데칠성 '펩시 제로슈거 피치'로 라인업 확대》，华创证券

图表 8 韩国零糖饮料市场五年扩张近 8 倍



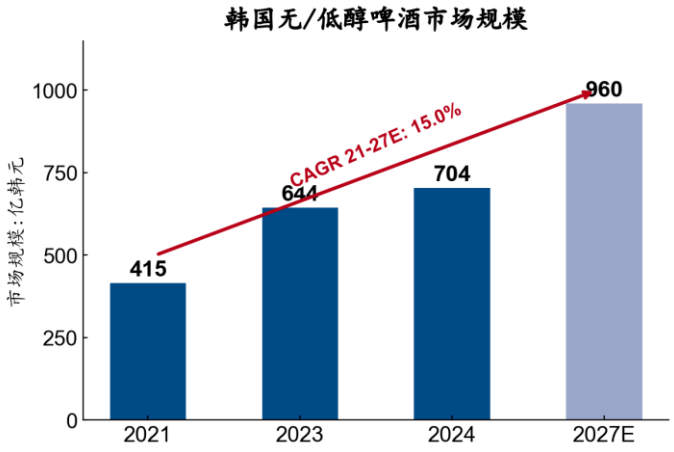
资料来源：Euromonitor，转引自韩国公平贸易委员会、庆北国立大学报《제로슈거, 제대로 알고 먹자!》，华创证券

图表 9 韩国蛋白食品市场五年增至约 5.5 倍



资料来源：aT（韩国农水产食品流通公社），转引自 Bizwatch《커지는 단백질 음료 시장...편의점도 도전장》、FoodToday《음료부터 빵까지...저속노화 열풍에 단백질 식품 시장규모 5000 억 돌파》华创证券

图表 10 韩国无/低醇啤酒市场稳步扩容



资料来源：Euromonitor，转引自 Newspim《'논 알코올' 수요 급성장...국내 주류 시장 판도 변화하나》、韩国经济新闻《국내 논알코올 맥주시장 1 위 오른 반전 정체 [권 기자의 장바구니]》，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

二、渠道进化论：电商高渗透下的线下分化与突围

（一）线上重构：制度让渡与履约革命造就超高渗透率

高密度人口与基建基础、流通制度助推及 Coupang 的履约革命层层叠加，造就韩国全球最高的线上渗透率之一，主要流通企业线上销售占比已接近六成。韩国线上购物交易额由 2017 年的 94 万亿韩元增至 2025 年的 272 万亿韩元，产业部 26 家主要流通企业口径的线上占比由 2021 年的 52.1%升至 2025 年的 59.0%，2023 年起已稳定过半；即便按统计厅含服务消费的全口径计，线上占比亦达 41.5%。

- **一是高密度人口与基建基础：**韩国约一半人口集中于国土面积仅约一成的首都圈，高层公寓式居住形态进一步压缩配送半径，单均履约成本显著低于地广人稀市场，电商经济模型天然成立；数字基建同步领先，韩国为全球最早商用 5G 的市场，智能手机普及率超 95%，2025 年国民网络购物率达 77.6%，已处于较高水平，移动购物占线上交易约八成，线上消费的用户基础与使用习惯均已高度成熟。
- **二是系列制度助推：**为回应中小商户与传统市场的保护诉求，韩国 2011 年 12 月立法、2012 年起施行《流通产业发展法》义务休业制度，要求大卖场及企业型超市每月两个周日强制休业并限制凌晨营业，2013 年修订进一步收紧并将 SSM 纳入；制度历经 2013、2015、2018 年三次合宪审查而长期化，被让渡的周末与凌晨消费时段主要由不受同等限制的线上承接。2022 年底《大中小流通相生发展协议》签署后闸门开始松动，休业日与凌晨时段的线上配送获准、休业日指定权下放地方，2024 年废除休业日须为公休日的原则，2025 年国会将营业限制日落条款延至 2029 年，制度约束正在松绑但尚未拆除。
- **三是 Coupang 履约革命：**Coupang 于 2014 年推出火箭配送，以自营仓储物流实现次日达、凌晨达，此后向当日达与生鲜配送延展，将电商从计划性购物的补充渠道重塑为日用品的主力渠道；配送时效的行业标准由此被系统性抬升，Coupang 活跃用户规模已超过 2000 万，占全国人口约四成，履约能力本身构成最深的竞争壁垒，其收入结构与盈利拐点后文单独展开。
- **四是疫情完成启蒙：**非接触消费推动生鲜、食品等低渗透品类加速线上化，2020-2021 年线上购物交易额连续两年增长 15%以上，食品类成为增长最快的品类之一，疫情期间养成的生鲜线上购买习惯在疫后并未回吐，线上渗透率的抬升由此从耐用品延伸至高频刚需品类。

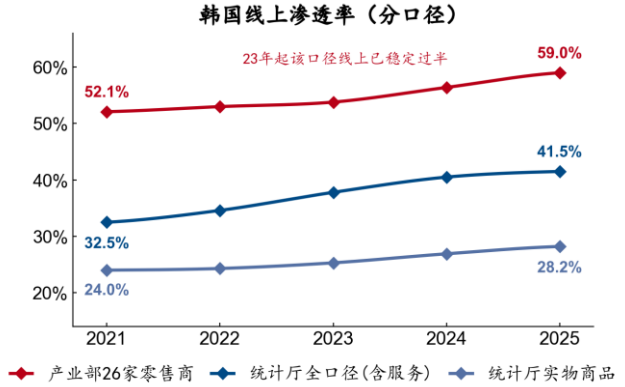
仅供内部参考，请勿外传

图表 11 韩国线上购物额持续创新高



资料来源：统计厅（国家数据处），产业通商资源部，华创证券

图表 12 韩国线上渗透率各口径均继续爬升



资料来源：统计厅（国家数据处），产业通商资源部，华创证券

注：三个渗透率口径分母不同（全口径含汽车燃料及线上服务；26 家口径仅含主要流通企业）

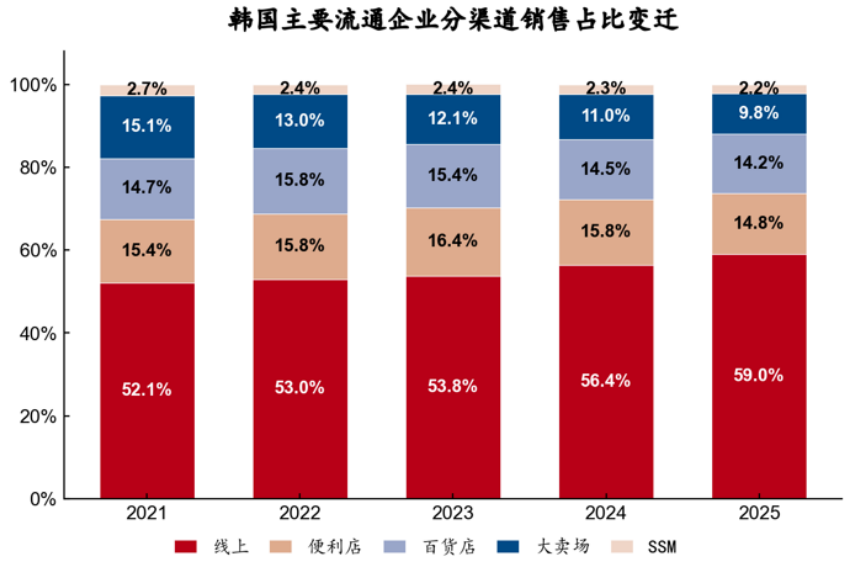
图表 13 强制休业制度叠加火箭配送，韩国零售加速向线上分流

时间	制度/事件	核心内容	对渠道格局的影响
2011.12立法，2012年施行	《流通产业发展法》义务休业制度	大卖场及企业型超市（SSM）每月第2、4周周日强制休业，营业时间限制在0-8时之外	周末与凌晨时段让渡给线上与便利店
2013.1修订	义务休业强化	营业限制扩至0-10时，明文化每月2天休业，SSM正式纳入	大卖场增速由双位数降至个位数，转入十年停滞
2014年	Coupang火箭配送上线	自营仓储物流实现次日达、凌晨达，后扩展至生鲜与当日达	电商时效标准抬升，日用品购买加速向线上迁移
2020-2021年	疫情催化	疫情催化非接触消费需求放量，线上购物交易额连续两年增长15%以上	生鲜、食品等低渗透品类完成线上化启蒙
2022.8-2022.12	规制松绑启动	规制审判会议列为首选议题；相生协议允许大卖场休业日与凌晨时段线上配送	线下的制度套利窗口开始收窄
2023.2-2024.4	地方层面松动	部分自治体休业日由公休日改为平日；首尔市废除公休日义务休业条例	大卖场周末经营部分恢复
2025.11	日落条款延期	国会将营业限制日落条款延至2029年11月	制度闸门松动但未拆除，线上线下进入再平衡

资料来源：韩国法制处·韩国法学研究院（KLRI，法令全文《流通产业发展法》，2012 年立法），Korea JoongAng Daily《Why Korean large marts are closed two Sundays a month》，亚洲经济《大型超市法案修订》，韩联社《정부, 대형마트 의무휴업 공휴일 원칙 폐지...규제 완화 추진》，朝鲜日报（英文版）《...营业限制日落条款延至 2029 年》；KBC 光州《规制审判制度首案》，东亚日报《相生协议与规制改革》，The Korea Herald《Coupang launches dawn delivery...》，Rest of World《The cost of convenience》，统计厅 KOSIS《线上购物动向调查》，产业通商资源部《主要流通企业销售动向》，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

图表 14 韩国主要流通企业线上销售占比升至 59%，大卖场份额降至 9.8%



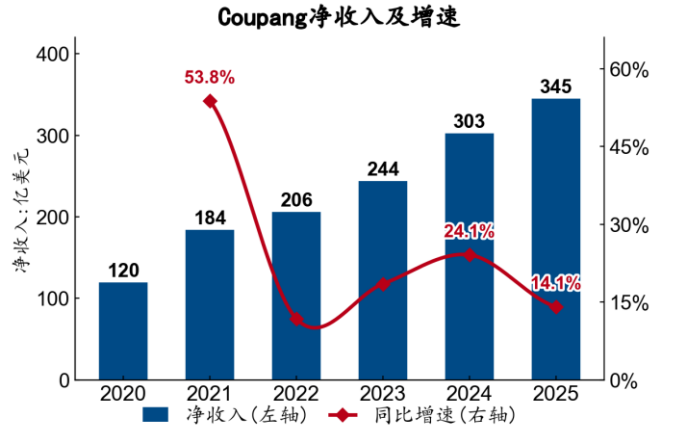
资料来源：韩国产业通商资料部，华创证券

而电商巨头 Coupang 的成功的背后，是把履约确定性这一变量做到极致，以十年重资产投入换来利润兑现。公司 2010 年由金范锡（Bom Kim）创立，早期为团购模式的社交电商，14 年转向自营电商并上线火箭配送，自此走上与 Naver 等轻资产平台截然不同的重资产路径，21 年 3 月登陆纽交所，募资 46 亿美元，为 14 年阿里巴巴之后亚洲企业在美最大 IPO。当前 Coupang 已是韩国零售市场无可争议的第一渠道，25 年总净收入 345 亿美元、约合 49 万亿韩元，超过 E-mart 成为韩国营收规模最大的零售企业， 24 年其线上零售额为 555 亿美元，约为第二名 Naver（290 亿美元）的两倍。用户侧，25Q4 活跃客户达 2460 万、同比增长 8%，接近韩国总人口的一半，单客季度净收入 301 美元。利润侧，营业利润自 23 年转正后连续三年为正，25 年为 4.7 亿美元，重资产模式已跨过盈亏平衡点。

- **履约基建是 Coupang 最深的护城河，十年超 6 万亿韩元的重资产投入构建了同业难以复制的配送网络。**2014 年推出火箭配送以来，公司累计投入 6.2 万亿韩元，在全国 30 多个城市建成 100 个以上物流基础设施，合计面积超 470 万平方米，七成以上韩国人住在履约中心 10 公里半径内，午夜前下单可实现免费次日达，WOW 会员另享早 7 点前送达的黎明配送。横向对比来看，CJ 大韩通运物流设施约 240 个、韩进约 200 个、乐天全球物流约 181 个，而 E-mart 仅 5 个，零售同业在履约端与 Coupang 不在同一量级。同时，公司投入仍在加码，24 年 3 月公司宣布追加投资 3 万亿韩元，在金川、堤川、釜山、利川、天安、大田、光州、蔚山等 8 个以上地区新建履约中心，目标 27 年火箭配送覆盖约 230 个市郡区（占全国 88%以上）、对应约 5000 万人口，实现“全民次日达”。壁垒的直接后果是对品牌的渠道压制，以 CJ 即食米饭 Hetbahn 为例，CJ 曾因 Coupang 压价引发其他渠道抗议而一度断供，最终仍因业绩压力恢复合作。

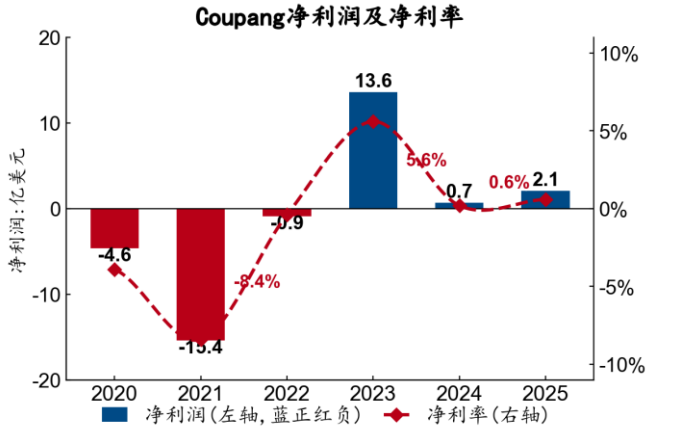
仅供内部参考，请勿外传

图表 15 Coupang 营收持续高增



资料来源：公司公告（10-K），Coupang 2025Q4 业绩新闻稿，华创证券

图表 16 Coupang 净利润于 2023 年扭亏



资料来源：公司公告（10-K），Coupang 2025Q4 业绩新闻稿，华创证券

图表 17 Coupang 百座物流设施覆盖 88%以上人口，黎明配送构筑履约壁垒

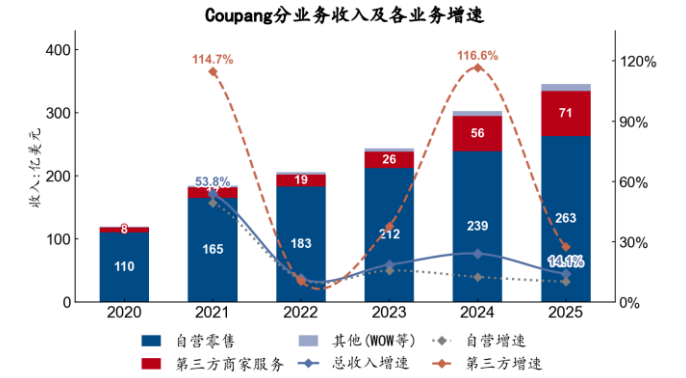
维度	内容
物流设施数量	全国 30 多个城市建成 100 个以上物流基础设施，合计面积超 470 万平方米
累计投入	2014 年火箭配送上线以来累计投资 6.2 万亿韩元；24 年 3 月宣布追加投资 3 万亿韩元
新建规划	在金川、堤川、釜山、利川、天安、大田、光州、蔚山等 8 个以上地区新建履约中心
覆盖密度	七成以上韩国人住在履约中心约 10 公里半径内
配送时效	午夜前下单可实现免费次日达；WOW 会员另享早 7 点前送达的黎明配送
覆盖目标	27 年目标火箭配送覆盖约 230 个市郡区（占全国88%以上）、约 5000 万人口；当前为 182 个市郡区（约 70%）
同业对比	CJ 大韩通运约 240 个、韩进约 200 个、乐天全球物流约 181 个、E-mart 约 5 个、乐天玛特约 2 个

资料来源:Coupang 公司官网新闻稿《쿠팡, 3 년간 물류 인프라 확충에 3 조원 이상 대규모 신규 투자...2027 년까지 '전국민 100% 무료 로켓배송' 추진》，Coupang IPO 招股书，Coupang 影响力报告（2025），Coupang10-K 年报，womaneconomy《배송은 빨라졌지만 안전은 제자리?…쿠팡 화재가 드러낸 '초대형 물류센터'의 숙제》，iscpec《Coupang 成韩国物流仓储业新霸主，仓库数量及面积均居首》，韩国经济日报《Coupang to invest $4.7 billion in supply chains in Korea over 12 years》，Pulse《Coupang aims for nationwide 'rocket' delivery by 2027》，渠道调研，华创证券

- **Coupang 的商业本质是自营引流、第三方变现，利润改善的引擎已从零售价差切换为向制造商收费。**分业务看，2025 年自营零售收入 263 亿美元、占总净收入的 76%，是流量基本盘；第三方商家服务（平台佣金、广告及配送费）收入由 2020 年的 7.9 亿美元增至 2025 年的 71.1 亿美元，占比由 6.6%升至 20.6%，为增长最快的业务线。盈利结构随之切换，产品商务分部调整后 EBITDA 利润率由 2022 年的 3.0%逐年抬升至 2025 年的 8.4%，先以自营火箭配送建立流量与履约壁垒，再以佣金、广告、上架促销的名义反向向制造商收费变现，这一路径与淘宝、亚马逊的成熟样本一致。此外，Coupang 正以发展中业务复制第二增长曲线，含 Coupang Eats、Coupang Play、台湾市场及 Farfetch 的发展中业务分部调整后 EBITDA 仍在亏损。

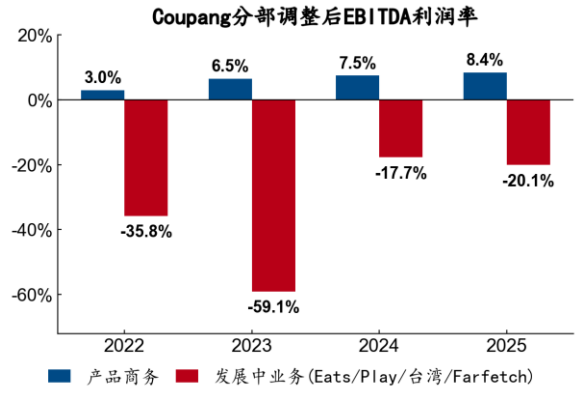
仅供内部参考，请勿外传

图表 18 Coupang 自营零售为基础，第三方业务高增



资料来源：公司公告（10-K），华创证券

图表 19 Coupang 产品商务利润率升至 8.4%

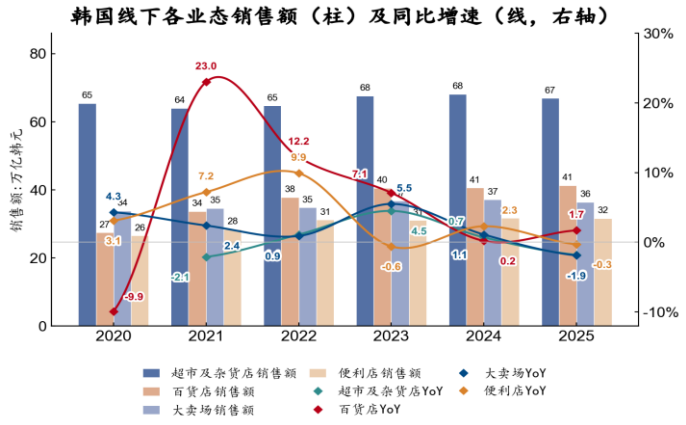


资料来源：公司公告（10-K），2025Q4 业绩新闻稿，华创证券

（二）线下突围：大卖场改造、SSM 防守与便利店突围

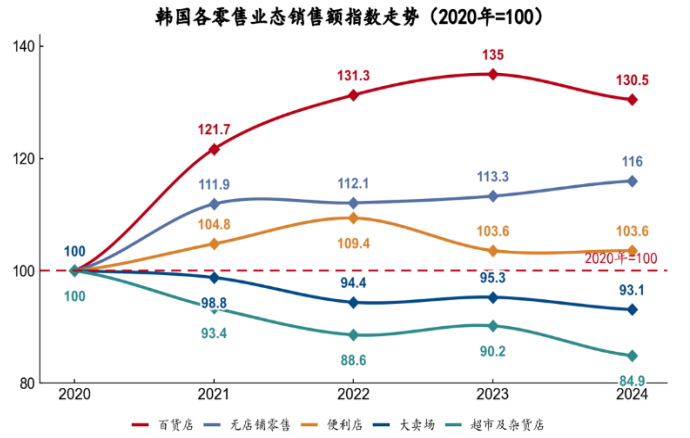
需求分层、制度约束与线上替代三重力量叠加下，高物价周期中四个业态走出四个方向。统计厅不变价口径下，20-24 年百货店销售额指数升至 130.5、便利店升至 103.6，大卖场降至 93.1、超市及杂货店降至 84.9，25 年各业态名义增速集体回落至零增长附近，分化转入存量竞争。而分化的原因在于，一是需求分层，K 型分化下奢侈品消费向百货集中，21 年、22 年百货销售额分别增长 23.0%、12.2%，单人家庭化则把日常补给推向近场，便利店 21-22 年保持 5%以上增速；二是制度约束，大卖场被义务休业绑住周末与凌晨时段，名义销售额五年仅增 7.7%，扣除物价后不及 20 年；三是线上替代，标品与计划性采购被次日达截流，缺乏差异化的传统社区超市受冲击最直接，25 年名义销售额转为下降 1.9%。相应地，当前大卖场以体验化与仓储化重做家庭集中采购，SSM 在夹缝中探索生鲜近场化，便利店则以简餐与生鲜专门店把“近”的优势做到极致。

图表 20 韩国百货保持韧性/便利店停滞/大卖场承压



资料来源：KOSIS 统计厅《服务业动向调查》，华创证券

图表 21 2020 年以来百货与无店铺零售扩张



资料来源：KOSIS 统计厅《服务业动向调查》，华创证券

1、大卖场：综合业态化，卖时间而非卖商品

大卖场的突围方向是综合业态化，以体验与仓储场景重建线下相对线上的差异化价值，E-mart 母公司新世界集团的改造是代表性样本。三大卖场门店持续收缩，乐天玛特由 2019 年 125 家降至 2024 年 111 家，Homeplus 由 2019 年 140 家降至 2024 年三季度末 129

仅供内部参考，请勿外传

家，E-mart（含 Traders）由 2020 年峰值 160 家降至 2024 年 154 家，乐天玛特与 Homeplus 以关店收缩为主，主动改造的只有 E-mart；其转型的直接背景是 21 年耗资 3.44 万亿韩元收购 eBay Korea80%股份、线上对抗 Coupang 失败，经营重心被迫回归线下，把场景价值做到极致。

- **体验化（Starfield）：用停留时长与租户收益对冲商品零售的流失。**16 年首个 Starfield 大型复合购物中心落地京畿道河南市，年客流约 2600 万人次、超过东京迪士尼，此后复制至 5 家；24 年起该模型向存量大卖场输出，推出 Starfield Market 改造，压缩自营面积、引入餐饮与生活方式租户，已改造的一山店客流与销售分别增长 61.3%、74.0%，3-5 小时长时滞留顾客增长 306%，公司计划 26 年再改造 7 家。
- **仓储化（Traders）：对标 Costco，承接家庭集中囤货需求，是经济下行期业绩最稳的业态。**25 年 23 家门店销售额 3.85 万亿韩元、同比增长 8.5%，营业利润增长 39.9%，店均销售额约为 E-mart 大卖场的近两倍，当年新开的麻谷、九月两店首年即实现盈利。

图表 22　韩国大卖场转向体验化与专业化，以场景重构到店价值

门店	Starfield大型复合购物中心（2016年河南首店）	Starfield Market（2024年竹田首店）	Traders仓储会员店（2010年首店）
图示			
现状	河南、高阳、安城、水原、清罗共5家	竹田、一山、东滩、庆山4家已改造，26年计划再改造月溪等共7家	25年24家（25年新开麻谷、九月店）
成效	河南店年化客流约2600万人次，超东京迪士尼（约1600万）	一山店客流+61.3%、销售+74.0%；3-5小时长时滞留顾客+306%，租户销售+381%	25年销售额3.85万亿韩元（+8.5%）、营业利润1293亿韩元（+39.9%）、客数+3%，新店当年盈利；24年店均1613亿韩元 vs E-mart大卖场890亿韩元
商品结构	服饰、美妆、餐饮、家居、亲子及娱乐等品牌租户，各品牌独立选品，无统一自营货盘	E-Mart自营生鲜、食品、HMR及日用品为核心货盘，叠加餐饮、家居和生活方式租户	大包装/多件装食品、生鲜、日化及家居商品，精选SKU，强化T-Standard PB及独家商品
消费特点	低频、跨区域、目的性消费，以周末家庭一日休闲为主	中高频、社区及区域消费，以日常采购带动餐饮、休息和顺带购物	低频、高客单、集中囤货，核心吸引力是低单位价格和大包装

资料来源：InTheNews《스타필드 하남, 오픈 140 일 만에 방문객 1000 만명 돌파》，NewsSpace《"이마트의 공간혁신 통했다"…스타필드 마켓, 고객·매출·체류시간 급증 '성공안착'》，Emart 公司公告，渠道调研，华创证券

2、SSM：夹心层被动防守，GS The Fresh 凭加盟跑出唯一例外

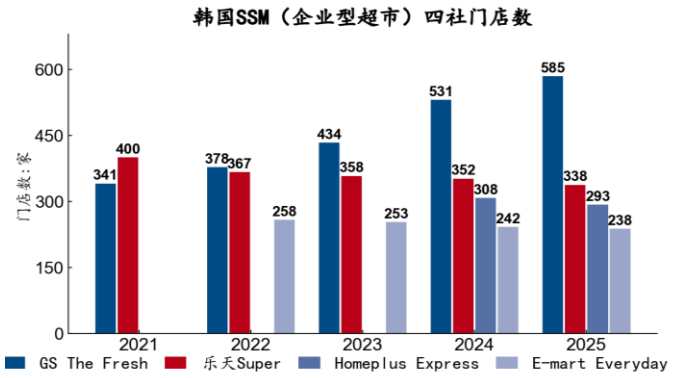
SSM 是四个业态中最尴尬的夹心层，向上被大卖场的体验化与仓储化分流，向下被便利店的生鲜化贴身挤压，行业整体被动防守，GS The Fresh 是唯一的例外。SSM 指四大流通集团各自旗下的企业型超市，单店面积多在数百坪，定位大卖场与便利店之间的日常买菜场景。产业部口径下， SSM 销售额 23-24 年连续两年增长近 4%，25 年增速回落至 0.3%，高物价下"少量、近场"的买菜习惯带来的修复未能延续。格局上四社分化极为鲜明，GS The Fresh 门店数由 21 年的 341 家增至 25 年末的 585 家，销售额由 22 年的 1.32 万亿韩元增至 24 年的 1.61 万亿韩元；同期乐天 Super 由 400 家降至 338 家，E-mart Everyday 由 258 家降至 238 家，Homeplus Express 则因母公司 25 年 3 月进入企业回生程序而由 308 家降至 293 家。

GS The Fresh 的核心是把 GS25 的加盟体系平移到超市业态，以轻资产模式化解生鲜近场化的盈利难题。一是存量转化而非从零开店，直营店逐步转加盟、新增门店全部加盟化（24 年新增的 62 家均为加盟店），25 年末加盟店 476 家、占比 81%，与 E-mart Everyday

仅供内部参考，请勿外传

不足 10%的加盟率形成鲜明对比；二是承接个体超市的换牌需求，传统社区超市在连锁挤压下愿意加盟以获取采购价与差异化商品，构成现成的加盟池，这与前文超市及杂货店业态的持续收缩互为印证；三是以即时零售反哺单店，其 Quick Commerce 销售占比 25Q4 达 8.9%、26Q1 升至 9.7%，门店越密配送圈越广、单店销售越厚，加盟主能赚到钱，体系才能持续滚大，公司规划 26 年 600 家、27 年 1000 家。不过从行业整体看，生鲜近场化的红利更多正被便利店而非 SSM 承接，这一点在便利店的进化中体现得更为清楚。

图表 23　GS The Fresh 逆势扩张至 585 家



资料来源：Edaily《성장하는 SSM, 멈춰선 법》，newdaily《'D-1' 홈플러스 익스프레스 매각...희생 가를 분수령》，韩国经济新闻《SSM 줄어드는데 홀로 50 개 더 출점한 GS 더프레시 "1 위 굳힌다"》，华创证券

注：均为年末门店数口径；Everyday 自 2024 年才有公开可比数据，故留缺口；乐天 Super2024 年末另有 363 家口径（investing.com）

图表 24　GS The Fresh 门店图示意



资料来源：Chosunbiz《GS THE FRESH 成立 50 周年，开出第 500 家门店》，华创证券

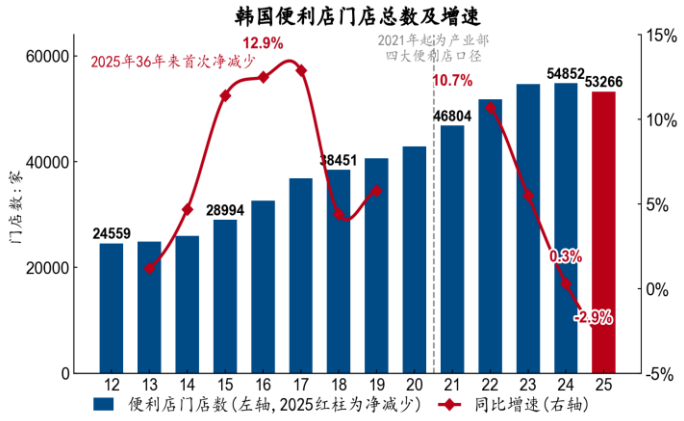
3、便利店：总量见顶单店提质，食堂化、生鲜化与即时零售的突围

便利店的门店数量已经见顶，25 年出现 36 年来首次净减少，行业增长引擎从外延扩张切换为单店提质。韩国便利店经历了两轮扩张，15 年前后以每年 12%以上的速度开店，门店总数由 12 年的 24559 家增至 19 年的约 4 万家；20 年后增速换挡，产业部四大便利店口径下门店数由 21 年的 46804 家增至 24 年的 54852 家后，25 年净减少约 1600 家至 53266 家、同比下降 2.9%。门店见顶的本质是供给过饱和，当前韩国每万人口拥有便利店超过 10 家，单店客流被持续摊薄，叠加最低时薪连年上涨挤压加盟商利润，开新店的经济账已难以成立。

总量见顶并未带来格局固化，门店资源反而进一步向具备供应链与商品力的双寡头集中。出清之所以发生在腰部，是因为便利店的竞争已从铺位之争转为商品与体系之争，头部两家依托 PB 商品、鲜食供应链与成熟的加盟运营体系，能持续吸引加盟主换牌投靠，而腰部品牌在商品差异化与单店盈利上逐渐掉队，存量市场里弱者的铺位与加盟主自然流向强者。在此背景下，CU 与 GS25 门店数 21-25 年分别由 15855 家、15499 家增至 18711 家、18005 家，合计已占四大口径门店总数的约七成；7-11 在 22 年并表 Ministop 冲高至 14265 家后连续两年收缩，25 年降至 11040 家；Emart24 则在 23 年冲至 6611 家后快速出清，25 年降至 5510 家。门店数量见顶之后，如何做厚单店成为行业共同命题。

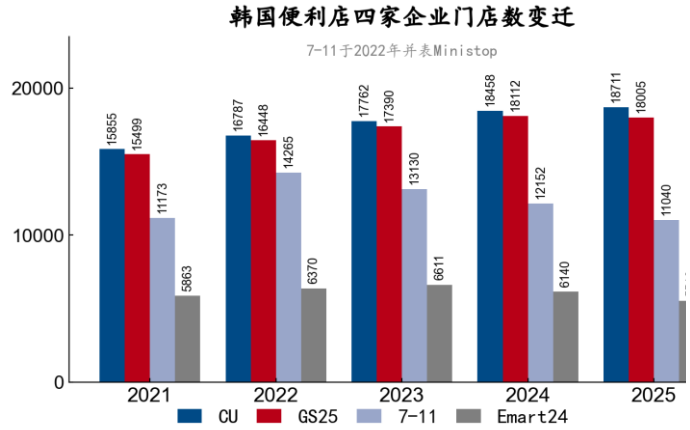
仅供内部参考，请勿外传

图表 25 韩国便利店门店数 2025 年首次出现净减少



资料来源：韩国便利店产业协会，转引自 BGF Retail 证券申报书，韩国经济新闻《1 년 만에 1600 곳 사라졌다…편의점, 36 년 만에 감소》，华创证券

图表 26 便利店行业见顶后分化，双强逆势扩张

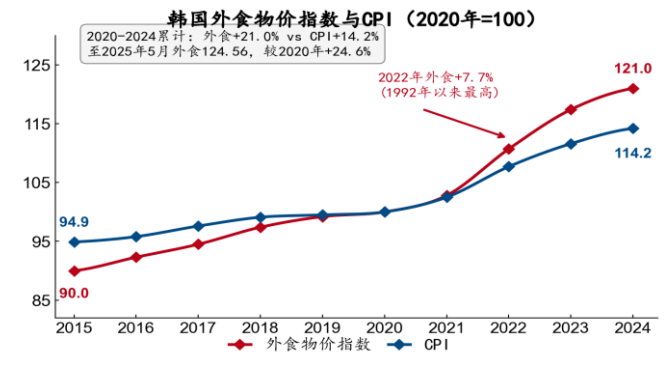


资料来源：Emart24 证券申报书，ZDNet Korea《편의점 성장 멈추자 전략도 갈렸다…확산형 vs 랜드마크》，NewsMoney《적자의 구조화…세븐일레븐·이마트24 의 딜레마》，4th.kr《"취향 판다..성장 멈춘 편의점, 캐릭터·PB 로 팬덤 전쟁》华创证券

在此背景下，便利店多采取平价堂食化、生鲜专门店化、即时零售补位三大策略：

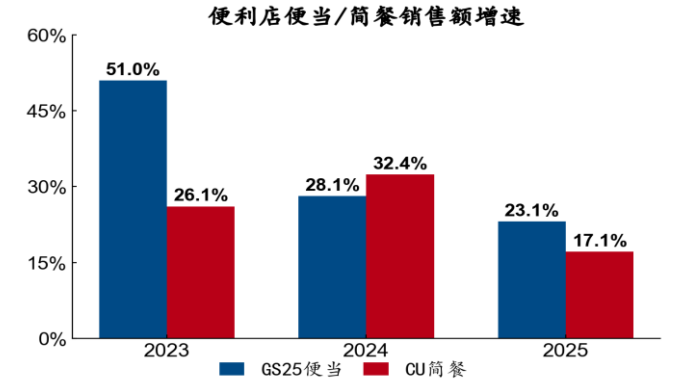
- **策略一：平价食堂化。外食通胀把高频正餐需求挤进便利店，便当简餐成为单店做厚的第一抓手。** 外食价格 2020-2025M5 累计上涨约 25%、明显跑赢同期整体 CPI，普通餐厅单顿午餐已达 1.2-1.4 万韩元，便利店 6000 韩元左右的便当顺势承接上班族与学生的高频正餐，GS25 便当销售额 23-25 年分别增长 51.0%、28.1%、23.1%，CU 简餐销售额分别增长 26.1%、32.4%、17.1%。便当放量并非孤立现象，而是 HMR 长周期扩张在便利店场景的投影，韩国 HMR 市场规模由 11 年的约 0.8 万亿韩元增至 25 年的约 6.8 万亿韩元，正餐解决方案外移正是单人家庭趋势在餐桌上的直接兑现，一人户食品消费中便利店购买占比达 6.4%、为多人户的近 5 倍。

图表 27 韩国外食物价五年上涨 21%，显著跑赢 CPI



资料来源：统计厅 KOSIS，韩国外食新闻《외식물가 5 년새 25% 상승… 정부 범부처 대응책 준비》，先驱经济《직장인 밥값 최후 보루 '이 곳' 마저…작년 7% '껑충' 역대 최고치》，联合新闻《외식 부담에 더 찾지만…구내식당 식사비 상승폭도 '역대 최대'》，华创证券

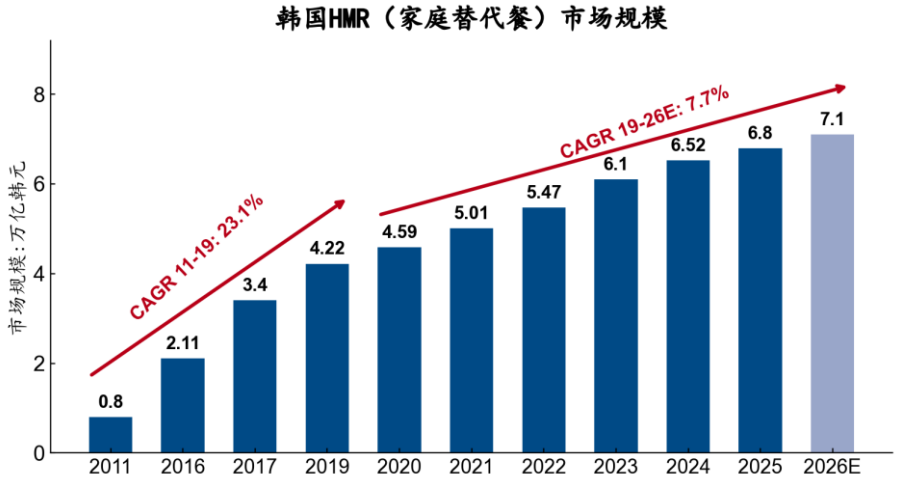
图表 28 便利店便当与简餐销售保持双位数增长



资料来源：GS Retail ，BGF Retail 公司发布，韩国外食新闻《외식물가 5 년새 25% 상승… 정부 범부처 대응책 준비》，渠道调研，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

图表 29 韩国 HMR 市场由高速扩容转入稳健增长，2026 年预计达 7.1 万亿韩元



资料来源：韩国农村经济研究院（KREI）《食品消费性向对 HMR 及食生活满足的影响》，aT 韩国农水产食品流通公社序列，转引自 KRX 投资说明书，BandiNews《[K 콘텐츠 잡학사전] 한상차림, 혼자도 귀하게 먹은 혼웰식으로 진화》（2026-05-11，NewsTap《외식 부담 커지자 프리미엄 HMR 성장..."전문점 맛 집에서 즐긴다"》，韩国食品药品新闻 kfmn《"규제·기술·양극화"...2026 식품외식산업, '구조 재편 원년' 진입》，华创证券

注：2026E 为 KREI 展望（约 7.1 万亿韩元）；食品外食业界乐观口径约 7.5 万亿韩元（kfmn），本图取 KREI 口径

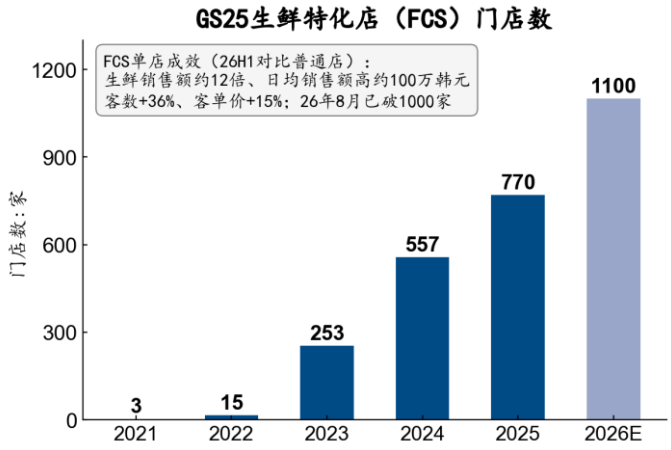
- **策略二：生鲜专门店化。便利店以“按顿购买”的小容量生鲜切入社区买菜场景，已成为行业共识。**消费端在小容量买菜，大卖场腌肉以 800g 约 2 万韩元的大包装为主，便利店将同类商品拆为 200g 一餐份、仅售 4000 余韩元，对 1-2 人户而言总支出与食材浪费同步下降，单价虽高于大卖场，“按顿购买”反而更省。而供给端底气来自两方面，一是盈利结构有缓冲，渠道调研口径下便利店综合毛利率约 40%（含奖励、佣金与物流代办费），显著高于小型超市的 25%左右，为低毛利、高损耗的生鲜留出了消化空间；二是供应链与运营体系直接压低损耗，如 GS25 设有约 30 个便利店专用物流中心，并以报废补偿、延长新鲜度申报期限等方式支持加盟店，总部另设专门团队负责生鲜运营，损耗率由此由 12-13%降至 7-8%。

  在此背景下，GS25 的 FCS 自 21 年 3 家试点起步，26 年 8 月初已达 1000 家、年末目标 1100 家，26H1 其生鲜销售额约为普通店的 12 倍、日均销售额较普通店高约 100 万韩元，24 年业态层面已转盈；CU 与 7-11 同向跟进，CU 买菜特化店计划 26 年扩至约 500 家、其小包装生鲜销售额连续三年保持 20%左右增长，7-11 亦计划年内将生鲜强化店扩至 200 家以上。

- **策略三：即时零售补位。门店密度本身成为履约资产，把“近”从地理概念变成时效概念。** GS25 即时零售销售额 24 年、25 年分别增长 75.4%、64.3%，线上销售占比已近 10%，自有 App“邻里 GS”截至 26 年 5 月月活约 431 万，其不单独设店，而是把线上订单导向附近的 GS25、FCS 与 GS The Fresh 门店履约，实现到店到家一体化，约 3 万韩元的最低消费门槛天然适配应急与补充性购买。该业务当前毛利率偏低、处于减亏阶段，但其战略意义在于为加盟主增厚单店销售的同时，把便利店网络变成近场零售对抗线上当日达的最后一公里防线。

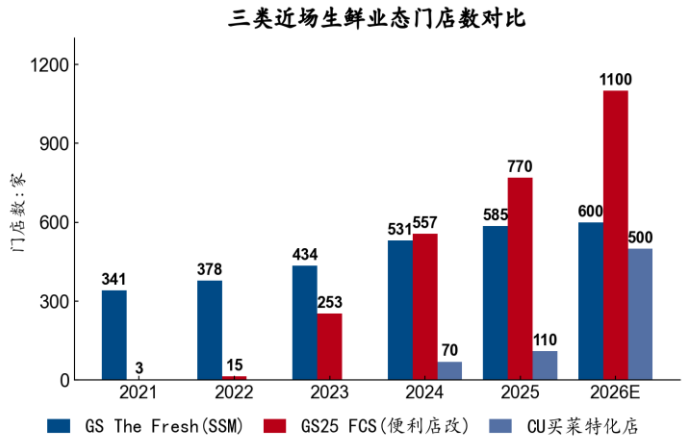
仅供内部参考，请勿外传

图表 30 2026 年 GS25 生鲜特化店计划突破 1100 家



资料来源：民主新闻《마트 대신 편의점"...GS25, FCS 로 장보기 수요 잡았다》，渠道调研，华创证券

图表 31 GS25 生鲜特化店规模领先，CU 快速追赶



资料来源：inews24《GS 더프레시, SSM '독주 체제' 굳힌다》，韩国经济新闻《"마트보다 비싸지만..." 돈 아끼려는 '1 인 가구' 몰려든 곳 [트렌드+]》，bizwatch《CU·GS25, 수익성 '쑥'...'기존점·외국인' 덕에 웃었다》，先驱经济《편의점의 '신선'한 도전... 마트·슈퍼 넘본다 [푸드 360]》，华创证券

图表 32 GS25 构建“便利店—生鲜特化店—GS The Fresh”三层近场零售业态

维度	普通GS25	GS25生鲜强化店（FCS）	GS The Fresh	“邻里GS”O4O平台
图示				
定位	高频、即时、近场便利消费	将便利店扩展为“家门口的小型生鲜超市”	承接品类更全、客单更高的家庭采购	把线上需求导向附近门店，实现到店、到家一体化
规模与覆盖	约1.8万家，形成全国高密度网络	2025年末约770家；截至2026年8月3日已达1,000家	截至2026年5月约590家以上，构成GS Retail生鲜供应链和社区采购的重要载体	截至2026年5月MAU约431万，覆盖GS25和GS The Fresh等门店网络
典型门店 / 投入模型	约25坪；初始投资约5,500万韩元；日销约170万韩元；回本约1-2年	约40-50坪；初始投资至少约7,500万韩元；日销约260万韩元；回本通常至少2年	面积明显大于便利店；近年侧重门店小型化、加盟化扩张	不单独设店，依托附近GS25、FCS和GS The Fresh承担库存与最后一公里履约
商品与运营重点	PB、便当、饭团、饮料、零食等高周转商品；狭义生鲜占比约1%-3%	果蔬、鸡蛋、肉类、水产、冷冻食品、调味品和小包装家庭采购商品；生鲜销售占比约20%；相关SKU约2,000种	完整生鲜品类叠加加工食品和日用品；向FCS输出采购、产地网络、品控和商品运营经验	预约购、超低价自提、产地直采、库存查询、即时配送、Wine25+等；统一沉淀会员和消费数据
选址与扩张逻辑	住宅、办公、学校、交通节点等高频流量点位，综合评估客流、租金、竞争和预期销售额	覆盖方圆150米内30多岁至50多岁的女性顾客，并优先选择周边生鲜竞争较少的区域	住宅社区和人口密集区域，重点覆盖家庭采购半径，并逐步提高加盟店比例	以用户位置、附近门店库存和配送半径进行订单匹配；门店网络越密，履约效率越高
经营效果	成熟业态，主要任务由净开店转向单店质量、PB和即食商品升级	日销较普通店高约100万韩元，客流高36%、客单价高15%，生鲜销售约为普通店12倍；损耗率由12%-13%降至7%-8%、2024年整体转盈	为FCS提供生鲜采购与供应链能力，同时本身承接更完整购物篮；加盟化有助于降低总部固定资产和门店运营负担	线上销售占比接近10%、2024/2025年销售额分别增长75.4%/64.3%

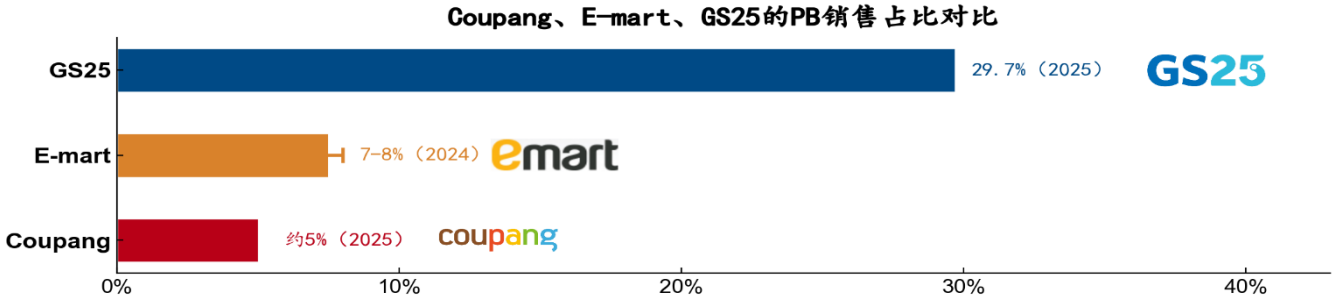
资料来源：GS Retail《即时零售/O4O 增速与"邻里 GS"App 月活》，民主新闻《"마트 대신 편의점"...GS25, FCS 로 장보기 수요 잡았다》，iNews24《GS 더프레시, SSM '독주 체제' 굳힌다》，Digital Today《'성장 둔화' 편의점 업계, PB 강화로 돌파구 찾는다》(2026-03-11)，先驱经济《편의점의 '신선'한 도전... 마트·슈퍼 넘본다 [푸드 360]》，Bizwatch《CU·GS25, 수익성 '쑥'...'기존점·외국인' 덕에 웃었다》，渠道调研，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

三、利润再分配：渠道变革催生的 PB 繁荣

从渠道策略来看，线上靠履约确定性、线下靠体验与近场确定性留住客流，而商品端的最终抓手都指向自有品牌 PB。 线上的 Coupang 以佣金、广告与配送费反向向制造商收费，线下的 E-mart 以 No Brand、Peacock 重构毛利结构，GS25 以 YOUUS 与 FCS 生鲜 PB 做出差异化，渠道权力正向拥有流量入口与近场入口的一方集中。PB 在韩国并非新事物，但 22 年以来的高通胀把它从补充品类推上经营主线。因此，我们聚焦 Coupang、E-mart、GS25 三个样本，分别对应平台型、卖场型、加盟型三种渠道形态，三者 PB 销售占比约为 5%、7-8%、29.7%。我们认为，PB 占比高低背后是渠道权力结构与 NB 货币化机会成本的差异，而非简单的经营能力差异，也是本章逐层展开的主线。

图表 33 GS25 的 PB 销售占比接近 30%，显著高于 E-Mart 与 Coupang



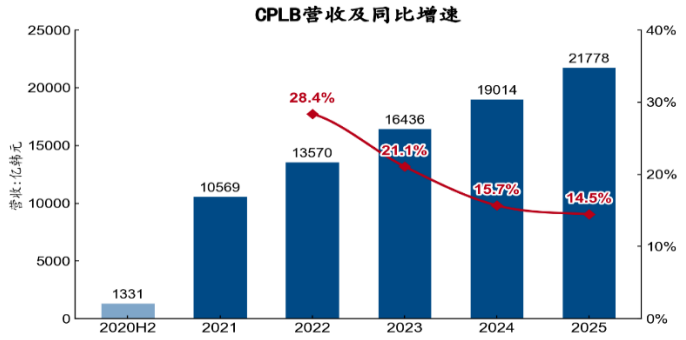
资料来源：联合通讯社《의류 만들고 해외 가고...유통업계 PB 상품 '춘추전국시대'》，Newsis《"핫한 신상품 사러 일부러 찾아가죠"...편의점 'PB 경쟁' 후끈》，thebell《'쿠팡 PB' 씨피엘비, 규모의경제 '부채비율 5000%→2000%' 녹》《편의점 매출 40% 책임...효자된 PB》，Coupang10-K 公告，华创证券

（一）Coupang：流量变现优先，PB 克制在标品

Coupang 做 PB 的机会成本最高，货架资源投向广告与佣金的变现效率高于自有品牌，CPLB 的克制推进或是主动选择。 公司营收由自营零售、第三方商家服务（佣金、广告与配送费）与其他收入组成，其中，第三方商家服务是增长最快的利润引擎，非自营收入占比已由 20 年的 8%升至 25 年的 24%，货架资源投向流量变现的回报确定性更高。Coupang 旗下 PB 是 20 年 7 月设立的 CPLB，供应端为 630 家委托制造商 OEM，其中约九成为中小厂商，以大单锁量直采换取低价；CPLB 营收由 20 年下半年的 1331 亿韩元增至 25 年的 21778 亿韩元，营业利润率 22 年站上 5%，23 年见顶 7.0%后小幅回落，25 年为 6.4%，规模突破 2 万亿韩元后利润率进入平台期，占自营零售收入的比重始终只有约 5%。

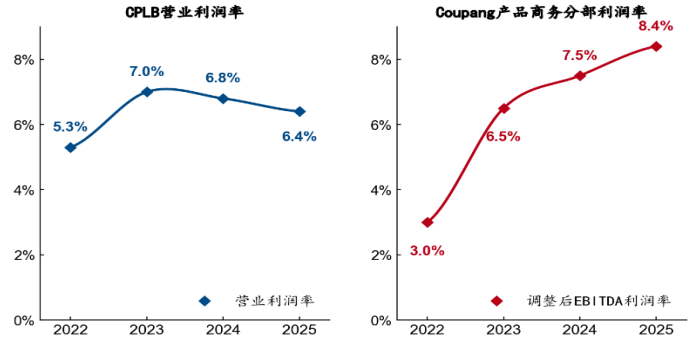
仅供内部参考，请勿外传

图表 34 Coupang PB 营收保持双位数增长



资料来源：韩国经济《가성비 넘어 데이터로 승부...PB 3.0 시대》，中央日报《[비즈스토리] 곰곰·탐사·코멧...'쿠팡 PB'만나 중소 제조사도 동반성장 [출처:중앙일보]》,NewsTopKorea《쿠팡, PB 사업 매출 2 兆 눈앞》，thebel《'쿠팡 PB' 씨피엘비, 규모의경제 '부채비율 5000%→2000%' 녹》，华创证券

图表 35 Coupang PB 盈利与产品商务利润率走势分化



资料来源：thebell《쿠팡 PB 자회사' 씨피엘비, 금융자산 활용법 '눈길'》，韩国经济《가성비 넘어 데이터로 승부...PB 3.0 시대》，公司公告（10-K），华创证券

CPLB 的品牌矩阵高度集中于搜索比价型标品，矩阵的背后或更多是物流与流量逻辑，而非商品逻辑。旗下约 30 个自有品牌中，탐사（17 年，饮用水及宠物、生活日用品）从饮用水切入、定价较 NB 显著更低，곰곰（20 年，大米、调味品等食品全品类）承担复购锁定，코멧（19 年，生活、文具等长尾日百）承接长尾搜索流量，홈플닛（21 年，空气炸锅等生活家电）抬高客单价，베이스알파（21 年，基础内衣与服饰）向服饰品类渗透，价格带全部锚定中低至低价。这些品类的共性是规格统一、可比价、复购高频、品牌忠诚度弱，是平台用搜索数据选品阻力最小的地带，且各自在物流与流量上分工明确，

탐사的重货场景同时承担着提高火箭配送装载率、摊薄单位履约成本的功能。

同样值得注意的是，CPLB 并未布局生鲜与即食，与 E-Mart 的 Peacock、GS25 的鲜食便当形成镜像对比，生鲜与即食恰恰是搜索数据无法给出确定性答案、且履约损耗最高的品类，回避布局生鲜与将生鲜占比克制在约 5%，是同一个选择的正反面。

图表 36 Coupang 以五大 PB 品牌覆盖食品、生活、家电与服饰品类

品牌	탐사	곰곰	코멧	홈플닛	베이스알파
上市年份	2017	2020	2019	2021	2021
图示					
主要品类	宠物、生活、饮用水	食品全品类	生活、文具、家居产品	生活家电	基础内衣、服饰
价格带与定位	较NB显著低价	中低	低价	中低	低价
战略角色	"搬水"重货场景，火箭配送装载率与会员锁定工具	食品复购锁定	长尾日百填充	高客单延伸	服饰渗透

资料来源：NewsTopKorea《쿠팡, PB 사업 매출 2 兆 눈앞》, The Bell《'쿠팡 PB' 씨피엘비, 규모의경제 '부채비율 5000%→200%' 뚝》，Coupang 公司官网，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

此外，平台型渠道做 PB 的天花板不只来自商业权衡，也来自规则约束。 24 年 6 月，公平交易委员会认定 Coupang 及 CPLB 操纵搜索排名算法，将 64250 种 PB 及直采商品固定置顶曝光，并动员 2297 名员工伪装成普通消费者撰写 7 万余条好评，构成以欺骗方式引诱顾客，最终被罚款 1628 亿韩元、为韩国流通企业历来最大规模。监管划出的边界或意味着，Coupang 的 PB 扩张或只可维持缓慢抬升的节奏。

（二）E-Mart：全价格带进取，PB 独立业态化

E-Mart 是三种路径中最进取的一家，其 PB 矩阵的逻辑是全价格带的需求分层，而非单品突破。 24 年 PB 销售约 2.32 万亿韩元，约占 Emart 销售的 8%，Peacock、No Brand、5K Price 分别承接"吃好、买省、应急"三种需求，价格带从高端到均一价逐级铺开。具体看：

- **Peacock 向上承接 HMR 升级需求，是 E-Mart PB 中唯一承担品类定价权角色的品牌。** 定位高质中价的"周末大餐"，其品质心智不是低价堆出来的，而是名店名厨联名与专职厨师制度撑起来的。公司总部设有专职厨师团队（含朝鲜酒店出身厨师），22 年起以“Peacock 是厨师做的”为主题把开发厨师实名挂牌到门店；联名端，15 年与弘大“3 代草马”联名的草马炸酱面累计售出超 100 万个、长期居品牌单品销售第一，此后金猪食堂（米其林指南入选餐厅）联名火腿、顺熙家绿豆饼、原州真味炸鸡等地方名店联名持续扩容，24 年再与日料名厨郑浩英推出联名商品。这一打法对标 Trader Joe's，靠产品开发与企划能力做差异化，而非 Costco 式的极限低价。

- **No Brand 向下建立国民价格心智，是 E-Mart PB 的基本盘。** 15 年上市，以去除品牌溢价与包装冗余的极简定价对 NB 保持 30-40%的价差，首年销售 234 亿韩元、次年即达 1900 亿韩元，24 年已增至约 1.39 万亿韩元，品类从零食日百扩至食品全品类。与 Peacock 最大的不同在于，No Brand 走出了专门店与便利店输出的品牌业态化路径，门店与出口的布局在下一部分展开。

- **5K Price 在通胀期补上最底部的均一价入口，直接对标大创。** 25 年 8 月上市，5000 韩元以下均一价、七个月内推出批 353 个单品，价格较一般品牌商品最高低约便宜 70%，用零食、日百等高频小单品接住价格带最底部的流量入口。

相应地，三线分层与差异化的 PB 打法，也带来了 E-mart 毛利率的逆势扩张。根据渠道调研，Peacock 毛利率由 30%以上升至 35%，No Brand 食品由 20%升至 25-30%、非食品约 30%，与 E-mart 整体食品（30-35%）、非食品（约 40%）的毛利率大体相当，远高于 Costco 自有品牌毛利率的 11-14%左右。换言之，No Brand 终端售价比同类 NB 低 30-40%，毛利率却能维持在场内平均水平，价差来自代工直采与规格设计而非让利，其定位并非引流品，而是毛利率扩张工具。更进一步的，通胀期甚至实现受益，NB 因成本上升涨价时，Emart 接受代工厂提价的同时对 PB 终端小幅跟涨，绝对价差使消费者对小幅提价不敏感，PB 毛利率由此顺势扩张，这也是 24 年 Peacock 对 300 余个核心单品降价（平均约 10%、最高 40%）的底气。

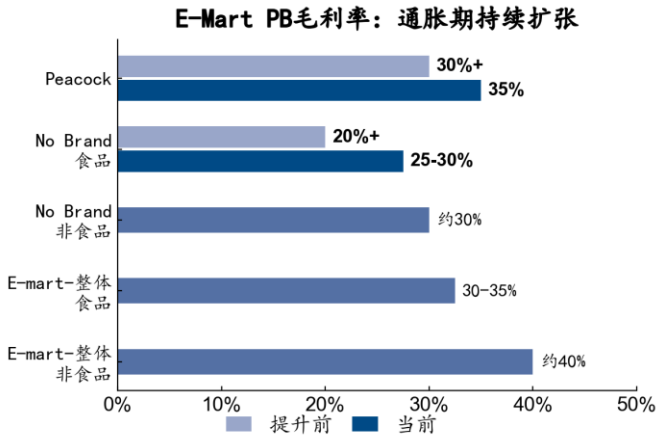
仅供内部参考，请勿外传

图表 37 Peacock 高端定位：名厨联名与门店厨房制度



资料来源：SSG blog，에너지경제신문《정호영 셰프 카덴우동, 이마트 밀키트로 맛본다》，ChosunBiz《이마트, 라인프렌즈와 협업한 '피코크 BT21' 분식 7 종 출시》，ASIAA《이마트,'피코크 셰프 캠페인'으로 상품 개발 '장인정신' 나타내》，华创证券

图表 38 Peacock 与 No Brand 食品毛利率提升 5pcts



资料来源：渠道调研，华创证券 注："提升前"约为 2020—2022 年通胀初期水平；"当前"为 2026 年调研时点水平。

图表 39 E-Mart 以 Peacock、No Brand 和 5K Price 覆盖高、中、低价格带

品牌	Peacock	No Brand	5K Price
图示			
上市时间	2013	2015	2025
价格带与定位	高质中价，"周末大餐"，名店大厨联名	超低价国民品牌，对NB价差30-40%	5000韩元以下均一价，353个单品
战略角色	HMR升级承接者，品类定价权	价格心智底座，PB品牌业态化（专门店+Emart24输出）	通胀期底部流量入口

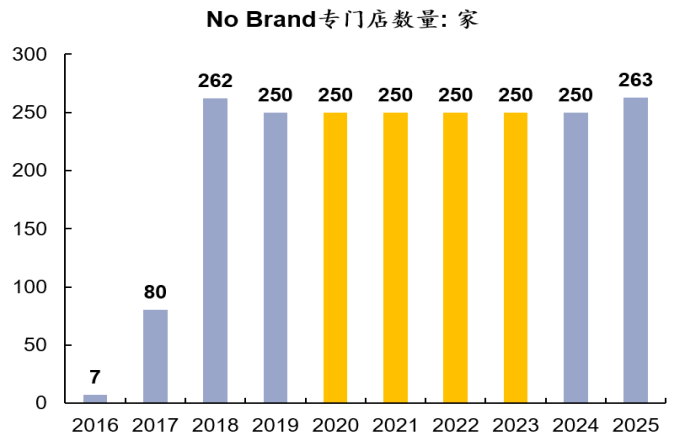
资料来源：韩国日报，PointDaily，大韩经济新闻，韩联社《服装也做、海外也去……流通业 PB 商品进入"春秋战国时代"》，IntheNEWS，联合新闻，The Economist Korea，华创证券韩国日报《이마트, PB 피코크 가격 내리고 전진 배치…노브랜드처럼 '박리다매' 전략으로 승부수》，PointDaily《브랜드 위 브랜드…론칭 10 년만에 60 배 폭풍성장 이마트 PB '노브랜드'》，大韩经济新闻《노브랜드보다 싸고 다이소엔 없는 식품까지…이마트 '5K 프라이스' 출격》，韩联社《의류 만들고 해외 가고…유통업계 PB 상품 '춘추전국시대'》，IntheNEWS《이마트, 피코크·노브랜드·5K 프라이스 총출동…PL 할인전》，The Economist Korea《5K 프라이스 키우는 이마트…가전제품도 판다》，华创证券

此外，No Brand 的特殊性在于它不止是一个货架品牌，也是韩国 PB 中唯一做成独立业态的品牌。 专门店 16 年 9 月首店落地，18 年开放加盟后快速冲至 262 家，但此后近六年维持在 250 家上下，单一业态的扩张天花板清晰可见，直到 25 年才重启扩张至 263 家（直营 172 家、加盟 91 家）。真正的第二曲线是向便利店输出，25 年 1 月 Emart24 的 No Brand 导入店为 1000 家，年末已达 2500 家，26 年目标 4000 家，导入店日均销售额较未导入店高约 38%。对 No Brand 而言，Emart24 的数千家门店是现成的近场货架，对 Emart24

仅供内部参考，请勿外传

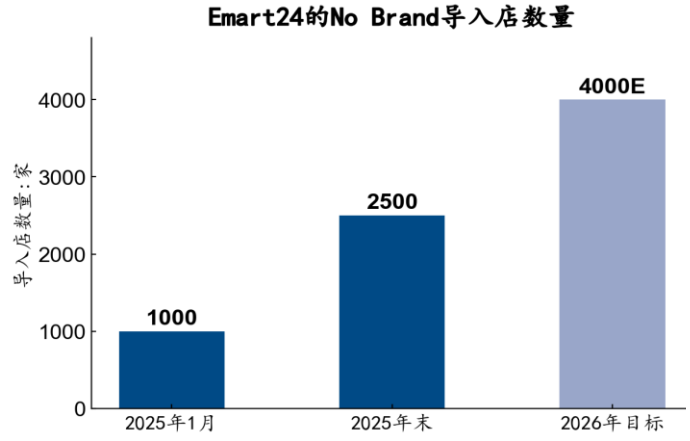
而言，No Brand 专区是差异化商品供给，PB 由此从"卖场里的品牌"变成"可复用的渠道资产"。出口则是另一套逻辑，目前贡献尚小，主要面向东南亚市场，现阶段更多是品牌心智的先行输出，而非收入支柱。

图表 40　No Brand 门店 2025 年为 263 家



资料来源：联合通讯社《이마트 점포수 사상 첫 감소...노브랜드 전문점은 급증세》，Newspim《다이소·노브랜드, 점포 효율화 속도...수익성 강화에 집중》，韩经 Business《글로벌 유통 트렌드를 선도하는 이마트 [베스트 애널리스트 추천 종목]》，Investing.com《이마트,'1 조 브랜드' 노브랜드 더 키우는 이유》，Money Today Broadcasting《신규 점주 모집 나선 노브랜드, 이마트 가맹브랜드 중 매출 규모 최대》，NewsTop《이마트, 가맹점 앞세워 '노브랜드' 더 키운다》，渠道调研，华创证券
注：2108 年加盟化快速扩张；2020-2023 年公司口径维持 250 家左右（黄色）

图表 41　公司目标 26 年将 No Brand 导入 4000 家店



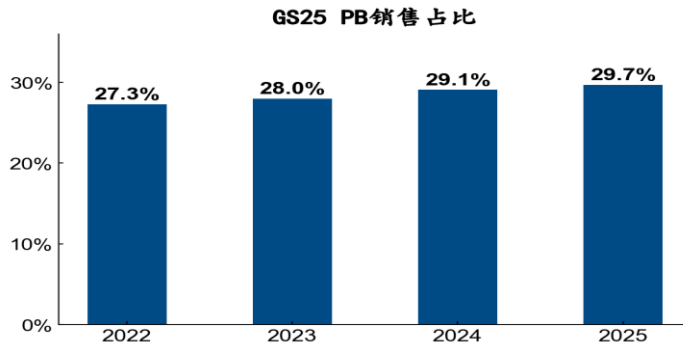
资料来源：首尔经济 TV《'노브랜드 탑재' 이마트 24, 1,000 곳 돌파...차별화 속도》，NewsMoney《[MONEY 리포트 : 편의점③] 적자의 구조화...세븐일레븐·이마트 24 의 딜레마》，Point Daily《브랜드 위 브랜드... 론칭 10 년만에 60 배 폭풍성장 이마트 PB '노브랜드'》，华创证券

（三）GS25：PB 矩阵完善，加盟体系的利润引擎

GS25 的 PB 占比已接近 30%，为韩国零售体系内最高水平，高占比的底气或主要来自加盟体系下 PB 替代的低机会成本。 公司披露口径下 24 年 PB 销售占比 29.7%，渠道调研剔除烟草的口径约 20%出头，无论何种口径均为韩国主要零售商中最高。与平台型渠道不同，便利店的机会成本相对较低， PB 毛利高于 NB 综合收益，多数品类的替代仍增厚体系毛利；同时 PB 利差在总部与加盟商之间分成，直接绑定单店盈利，这是占比能够一路做到约 30%的重要原因。

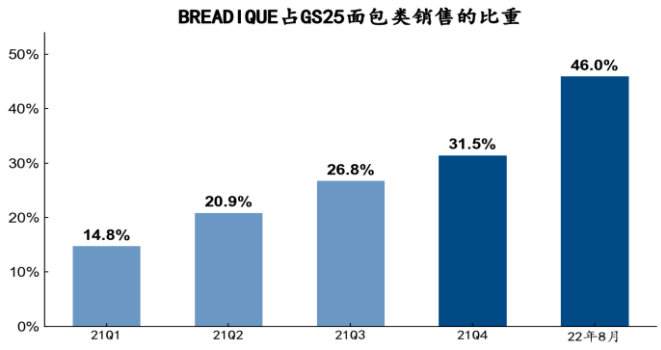
仅供内部参考，请勿外传

图表 42 2025 年 GS25 PB 占比达到 29.7%



资料来源：联合通讯社《의류 만들고 해외 가고...유통업계 PB 상품 '춘추전국시대'》，Newsis《"핫한 신상품 사러 일부러 찾아가죠"...편의점 'PB 경쟁' 후끈》，thebell《편의점 매출 40% 책임...효자된 PB》华创证券

图表 43 BREADIQUE 面包销售印证鲜食差异化成效



资料来源：safetimes《GS25 '브레디크' 출시 1 주년 빵 매출 31.5% 차지》，헤럴드경제《'생크림 1000 번 친' GS25 크림빵, 한달만에 30 만개 판매》，EBN《'빵 맛집' 된 편의점, 파리바게뜨·뚜레쥬르 위협》，한스경제《식사부터 디저트까지…베이커리로 변신한 편의점》，华创证券

GS25 的品牌矩阵同样按价格带分层，六条线覆盖了从咖啡到生鲜的全部高频场景，也是提升店效与盈利的系统性举措。15 年上市的 Cafe25 以低价现磨咖啡切入“每日一杯”的到店场景；Hyejaroun 的金惠子便当 10 年首发、23 年重启后扩充均一价甜品，购买客单价较普通商品高 26.3%、复购率 38.6%，是便利店最成熟的单品线；16 年上市的 YOUUS 是中价综合 PB，800 余个单品覆盖零食、日百与冷冻食品，同时承担出口职能，已销往 33 个国家；24 年上市的 Real Price 定价为 NB 的 7-8 折，守住价格带最底部；BREADIQUE 与신선특별시（新鲜特别市）分别覆盖中价烘焙与生鲜，后者与 FCS 生鲜店型配套。其中烘焙放量最具代表性，BREADIQUE 自 21 年上市，占 GS25 面包类销售的比重由 21Q1 的 14.8%逐季抬升，22 年 8 月比重已达 46%，单一 PB 品牌一年半内吃下品类近半销售。

因此我们认为，到店频次、集客客单、差异化、价格防线、鲜食五个维度都有对应的 PB 品牌承接，PB 在 GS25 已是一套提高单店与盈利的系统性举措。

图表 44 GS25 六大 PB 覆盖引流、复购、出口与鲜食差异化

品牌	카페25	헤자로운	YOUUS	리얼프라이스	브레디크	신선특별시
图示						
上市时间	2015	2010首发 2023重启	2016	2024	2021	2021
价格带与定位	低价现磨咖啡，替代咖啡店"每日一杯"	"国民妈妈"信任状的便当与均一价甜品	中价综合PB，800余个单品，爆款制造机	超低价，NB的7-8折	中价精品烘焙	生鲜
战略角色	到店频次引擎	集客+提客单（购买客单高26.3%，复购率38.6%）	差异化主阵地，出口先锋（33个国家）	物价防线（2025年销售增125.1%）	以高品质烘焙强化鲜食差异化	FCS生鲜店型配套

资料来源：联合新闻《의류 만들고 해외 가고...유통업계 PB 상품 '춘추전국시대'》，周刊韩国《GS25, 국물 없는 '오모리김치즈볶음면' 출시》，PointDaily《[우리회사 PB 상품] GS25, '김혜자 도시락' 국민 도시락으로...》，Social Value《편의점 업계, 고물가 속 'PB 전쟁' 불 붙었다...》，先驱经济《GS 리테일, 1000 만불 수출탑 수상..."글로벌 브랜드로 비상"》，能源经济新闻《편의점 자체 브랜드, 해외서도 각광... 中企 판로 개척 효과까지》，ZDNet Korea《편의점 성장 멈추자 전략도 갈렸다...확산형 vs 랜드마크》，渠道调研，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

GS25 的 PB 占比已至较高水平，提升速率或明显放缓，新品牌线、新店型与出口为后续增量创造的三大抓手。

- **当前 PB 占比已至较高水平，占比与毛利率的提升速率或明显放缓。**30%以上的理想水平在韩国头部企业均未达到，背后是三重约束。一是费用性收益的此消彼长，制造商品牌除供货外还向渠道支付广告费、奖励、佣金及物流代办费，便利店约 40%的综合毛利率本就包含这部分收益，PB 则没有制造商提供的这些安排，PB 占比提高也会替代费用性收益；二是一次性红利已经兑现，19 年便利店与超市事业部采购体系整合曾带动便利店毛利率一次性改善约 0.5pct，此后年度改善通常只有 0.1-0.3pct（渠道调研反馈），过去 PB 开发以毛利率高于制造商品牌 5pct 以上为前提，这一条件正越来越难成立；三是制度边界，与中小供应商协商成本、联合开发商品受公平交易相关法律约束，品类扩展与议价空间受限。

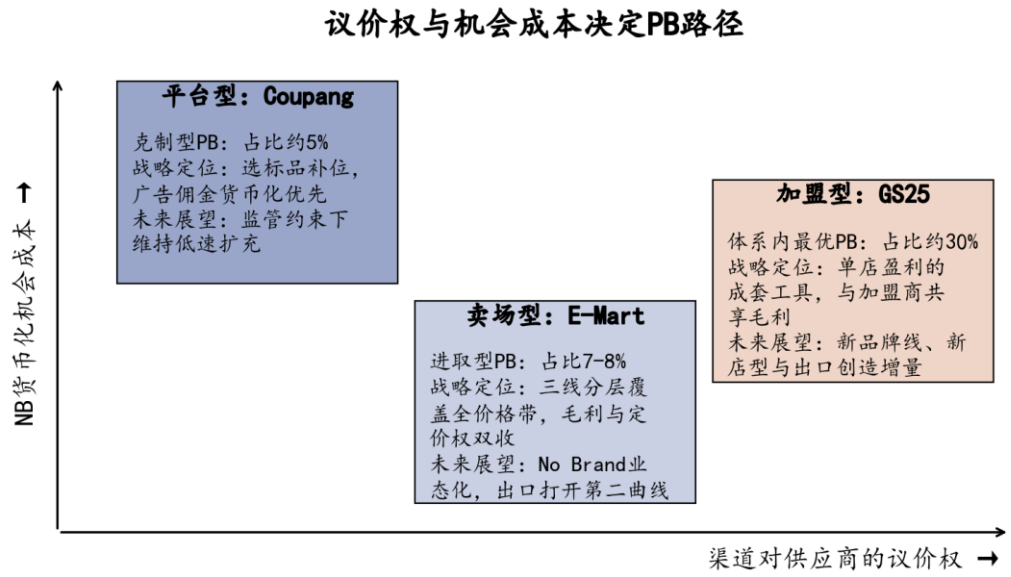
- **PB 占比接近 30%后，零售商的增量不必然来自继续扩大纯 PB，也可能来自“品牌方+零售商”的渠道定制。**品牌方提供品牌认知、配方研发和生产能力，零售商提供即时消费数据、规格与价格设计、门店网络和内容运营，双方围绕限定 SKU、联名或专供版本共同开发，以更快的上新和更强的到店速度获取增量。2025 年 12 月，CU 与 CJ 第一制糖围绕 Bibigo 开发 7 款即食产品，将 Bibigo 饺子嵌入紫菜包饭、饭团、汉堡和便当等场景；此前双方还以 Bibigo、Hetbahn、Baeksul、Matbam 等品牌开发 4 款冷藏面包，约 6 个月售出 30 万件。由此看，30%的 PB 占比只限制了“纯自有”这条路的边界，而非增量的边界——品牌资产与研发由品牌方承担，定价权与渠道运营由零售商掌握，商品的掌控力便不再以占比数字为唯一度量，增量可转而由渠道定制与内容传播承接。

- **新品牌线、新店型与出口构成 PB 继续创造增量的三大抓手。**一是新品牌线层面，BREADIQUE 验证了新品类的放量能力，类似的品牌孵化仍可复制到咖啡、美妆等品类；二是新店型层面，FCS 生鲜专门店将 PB 从标品延伸至生鲜、鲜食等高壁垒品类，26H1 生鲜专门店生鲜销售额约为普通店的 12 倍，业态层面已于 24 年转盈；三是出口层面，PB 商品随 K-food 热潮出海，GS25 出口品项由 17 年的 40 余种增至目前的约 600 种，24 年出口额约 900 万美元，25 年目标 1300 万美元，日本唐吉诃德超过 250 家门店已设 YOUUS 专用货架，绝对体量尚小，但验证了商品力外溢的空间。

我们认为，三条 PB 路径的占比差异，是渠道议价权与机会成本权衡的结果，而非经营能力的高下。 议价权决定渠道能不能做 PB，机会成本决定值不值得做，两个变量的组合划出三条路径各自的边界。平台型渠道对供应商的议价能力最强，流量向广告与佣金变现的回报高于自营 PB，Coupang 的 CPLB 由此克制在约 5%，只做标品补位；卖场型渠道的流量无法向供应商二次变现，PB 是重构毛利结构的主要手段，E-Mart 以三线分层覆盖全价格带，占比做到 7-8%并向独立业态延伸；加盟型渠道虽同样收取 NB 厂商的费用性收益，但规模有限，PB 利差是单店盈利与加盟商绑定的核心工具，GS25 占比做到约 30%。而从品类上看，PB 替代最深的往往是商品差异化最弱、品牌溢价最薄的品类，渠道货架的重新分配也将沿着这一线索向制造商端传导。

仅供内部参考，请勿外传

图表 45 议价权与机会成本决定 PB 路径



资料来源：华创证券绘制

仅供内部参考，请勿外传

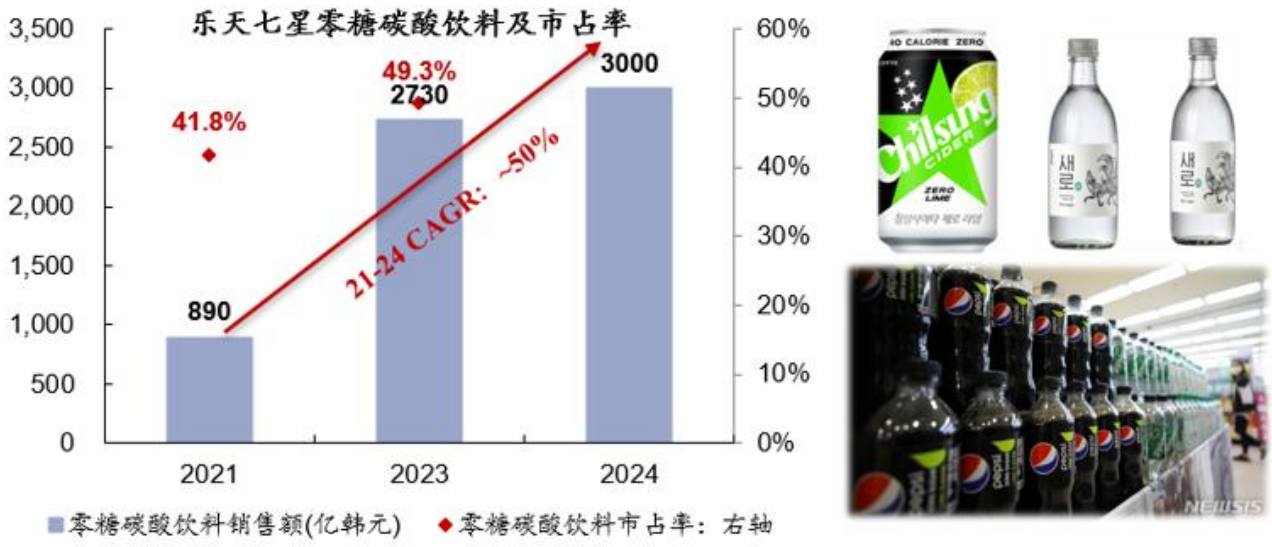
四、穿越周期的解法：头部制造企业的战略抉择

内需增长中枢下移叠加渠道权力重构，韩国头部食饮制造商的应对收敛为两条路径：一是以品类聚焦重做存量、二是以产能布局海外市场。 正如前文所述，需求与渠道变迁在制造商端，制造商的利润池被从需求与渠道两侧同时挤压。在此背景下，依赖全品类铺货与费用投放的旧打法难以维系，头部企业的动作由此收敛，对内把资源集中到顺应长期趋势的品类与大单品上，对外把产能建到目标市场本地。

（一）路径一：以品类聚焦重做存量

重做存量的第一类动作是顺应健康化趋势，典型如用零糖把存量品类重新做一遍。 慢老化趋势下控糖、控卡成为跨越年龄层的长期需求，零糖由此从细分卖点升级为品类重做工具。韩国零糖碳酸市场由 18 年的 1630 亿韩元增至 23 年的 1.28 万亿韩元，五年扩大近八倍，25 年行业仍维持双位数增长，零糖产品占主要饮料企业营收的比重已升至约两成。乐天七星是这轮趋势最大的受益者，零糖碳酸市占率约 50%，碳酸饮料营收中零糖占比由 21 年的 12%升至 25 年的 43%；酒类同样被重做，乐天七星零糖烧酒"新"上市不到三年累计销售突破 7 亿瓶，真露亦推出零糖版本跟进，零糖产品线对存量品类的替代仍在途中。

图表 46　乐天七星零糖系列销售额四年增至 3.4 倍，市场份额接近五成

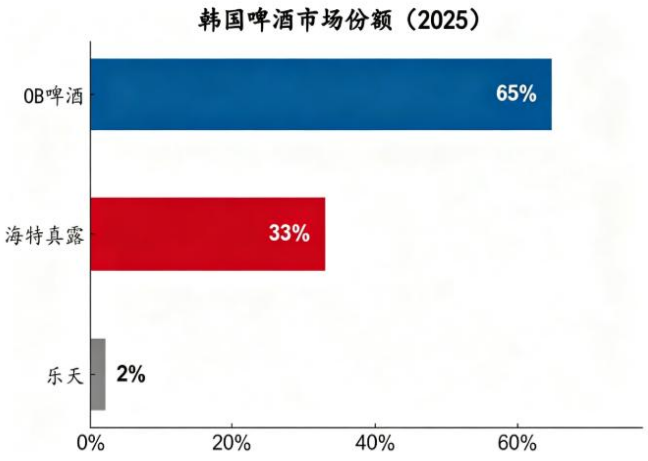


资料来源：乐天七星饮料《롯데칠성, 국내 종합음료기업 최초 연매출 3 조원 돌파 성장 요인은 제로, 새로, 해외로 !》, The Connect Money《코카콜라 vs 펩시, '제로' 가 바꾼 한국 콜라 지형...LG 생활건강 · 롯데칠성 주가에 던지는 시그널출처: 더커넥트머니》华创证券；产品系列图依次为七星苹果酒 ZERO 青柠版（右上）、百事零糖青柠货架（左下）、零糖烧酒"新"（右下）

第二类动作是放大既有优势，把费用与资源集中到少数战略单品上。 韩国酒类与零食格局高度固化，25 年烧酒市场真露、乐天七星份额分别为 65%与 20%，啤酒市场则由 OB 与海特双寡头长期分据，固化格局下全品类铺货的边际收益递减，费用投放的效率取决于单品势能。海特真露的广告宣传费持续向 Terra 与真露两大单品集中，乐天制果出海同样以 Pepero 等少数大单品打头，大单品既是国内存量的守成工具，也是海外市场的先锋。

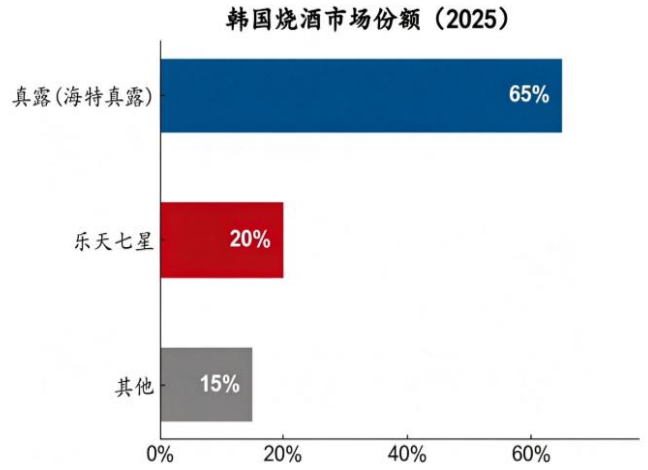
仅供内部参考，请勿外传

图表 47 韩国啤酒市场 OB 与海特真露合计份额达 98%



资料来源：韩联社《소주 시장 점유율"》，BusinessPost《신한투자 "하이트진로 해외 성장 중요，국내에서는 영업환경 전반적 침체"》，渠道调研，华创证券

图表 48 韩国烧酒市场真露一家独大，份额达到 65%



资料来源：韩联社《소주 시장 점유율》，BusinessPost《신한투자 "하이트진로 해외 성장 중요，국내에서는 영업환경 전반적 침체"》，渠道调研，华创证券

图表 49 海特真露广告宣传费率降至 6.75%，费用投放趋于收敛

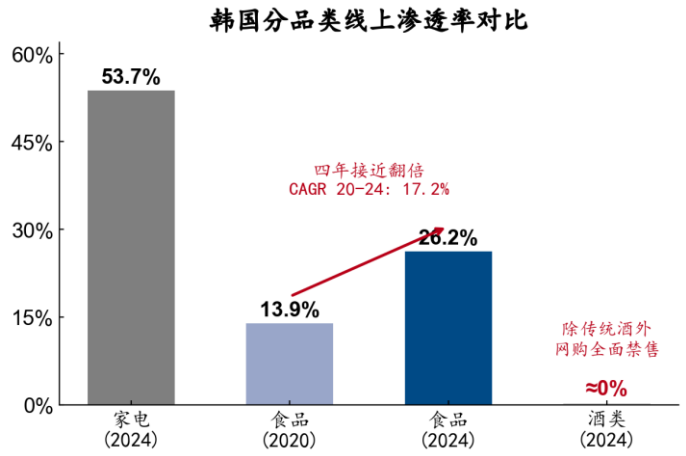


资料来源：海特真露事业报告书，华创证券

第三类动作是应对渠道变化，食品直面压价与 PB 替代的双重挤压，酒类则因流通规制获得天然隔离。 渠道变革决定了制造商能留下多少利润，而冲击并非均质。食品端，新鲜与加工食品线上渗透率由 20 年的 13.9%升至 24 年的 26.2%，大卖场 PB 在零食、速食等品类的占比持续抬升，制造商被迫在为渠道代工 PB、联合开发与强化品牌溢价之间做选择；酒类端，线上直销受流通规制限制、PB 开发门槛高，渠道重构对酒企利润池的侵蚀相对有限，这也是酒类企业能够把资源集中于大单品与出海的结构性前提。

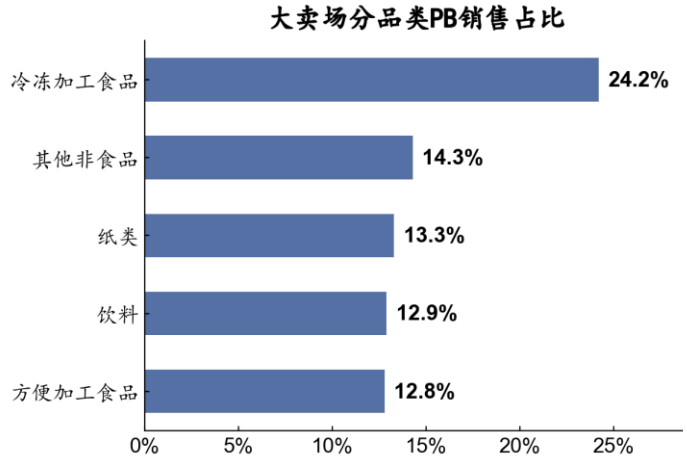
仅供内部参考，请勿外传

图表 50 食品线上渗透率 4 年翻倍，酒类销售仍空白



资料来源：统计厅，转引自韩国经济《식품 구입비 26%는 온라인서 사용》，中央日报《온라인 주류 판매 공방…“한국만 규제”“미성년자 접근”[출처:중앙일보]》，KREI《2025 年加工食品消费者态度调查深度分析报告》，《NIQ 韩国流通市场分析报告》，华创证券

图表 51 韩国大卖场 PB 在冷冻加工食品中渗透最深



资料来源：《NIQ 韩国流通市场分析报告》，华创证券 注：统计区间 2022Q4—2023Q3

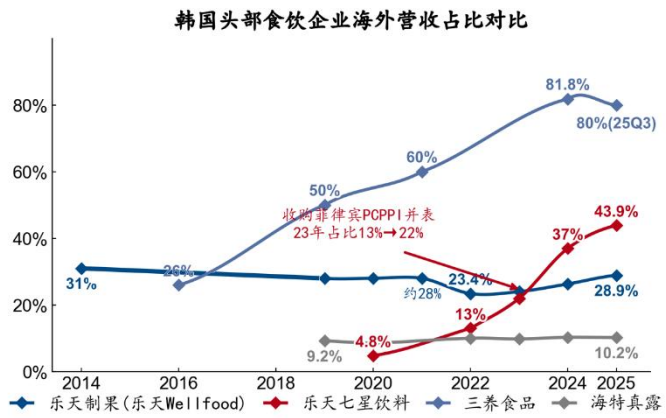
（二）路径二：以产能布局海外市场

韩国食饮企业的出海大多起步于内需放缓下的被动选择，过去五年已从补充项演变为营收结构的主动反转。国内量增空间收窄，出海由此从“多卖一笔”的增量选项变成营收结构的必答题。三养是最极端的样本，海外营收占比由 16 年的 26%升至 25 年的约 80%，同期营收由 3593 亿韩元增至 23518 亿韩元，火鸡面借助社交网络内容传播完成全球化；乐天制果与乐天七星的海外营收占比同样趋势性抬升，其中乐天七星 23 年并表菲律宾百事装瓶商（PCPPI）后海外占比大幅跳升，并购成为出海路径上的关键一跃。

企业层面的结构反转背后有行业顺风，K-content 带货下农食品出口连续十年增长，21 年后增长中枢明显抬升。韩国农食品出口额由 15 年的 61 亿美元增至 25 年的 104 亿美元，15 至 20 年年均增速约 4%，21 年跳增 13.1%后中枢明显上移，21 至 25 年 CAGR 约 5%；拉面是最锋利的单品，出口额持续高增并成为农食品出口增量的主要贡献。韩剧、K-pop 等内容输出为食品出海完成了消费者教育，制造商面对的是已被预热的海外市场，这与上一代食品企业出海的冷启动环境有本质不同。

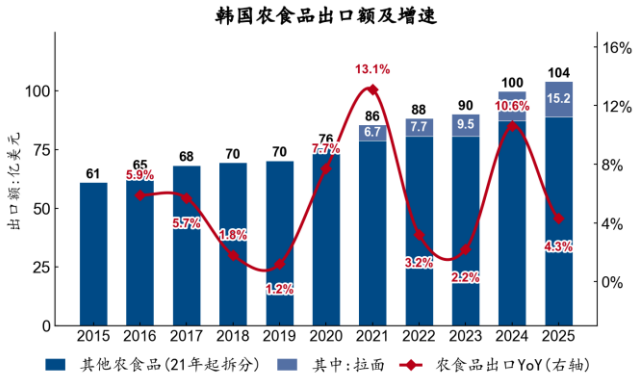
仅供内部参考，请勿外传

图表 52 三养海外营收占比快速提升，25 年末已约 80%



资料来源：KIS 信用评级报告：乐天制果，Thinkfood《롯데제과, 해외사업 비중·규모 대폭 확대》，foodtoday《롯데웰푸드, 해외 키웠지만...갈길 먼 '매출 비중 35%'》，thebell《'쿠팡 PB' 씨피엘비, 규모의경제 '부채비율 5000%→2000%'》，newsway《롯데칠성음료, 해외 비중 46%의 숙제...필리핀은 흑자, 이익률은 아직》，海特真露事业报告书，三养食品事业报告书，华创证券

图表 53 韩国农食品出口高增，拉面为重要驱动



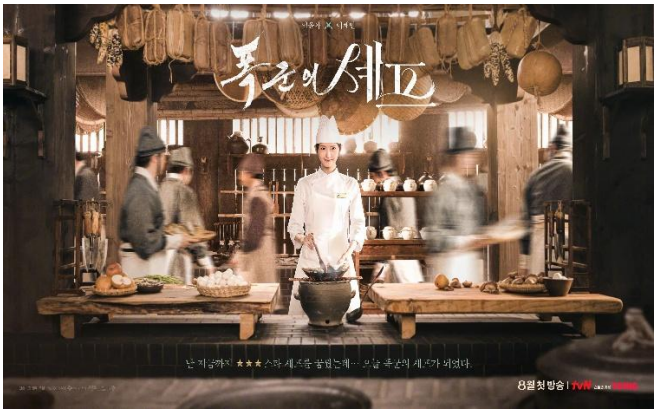
资料来源：农林畜产食品部，转引自韩民族日报《'매운맛'K-푸드 수출 첫 100 억달러 돌파...라면 22%》，韩国海关，华创证券

图表 54 方便面产品表面印有 Kpop 偶像形象



资料来源：AJU 视界《韩国内容文化为美食出海添翼 炒热全球餐桌》，华创证券

图表 55 韩剧《暴君的厨师》大量展示韩式传统料理



资料来源：CJNewstown《CJ ENM's Youthful August Content Picks》，华创证券

出海 2.0 阶段的标志是资本开支前置，头部企业纷纷把产能建到目标市场本地，用固定资产锁定长期份额。 三养 22 年投产密阳 1 厂、25 年 5 月投产密阳 2 厂，新增产能专供出口；乐天制果 2024 年 1 月宣布投资 330 亿韩元，在印度 Haryana 厂建设 Pepero 首个海外自动化产线(2025 年下半年投产，Pepero 海外销售额 2024 年达 70.1 亿韩元/+30%)；同年起加码印度冰淇淋产能，Pune 新厂（Havmor）2025 年 2 月竣工，印度成为其海外产能的支点；海特真露越南新厂预计 26 年下半年竣工。产能前置意味着出海从贸易逻辑变为经营逻辑，资本支出与折旧压力前置、回报后置。

仅供内部参考，请勿外传

图表 56 韩国头部食饮企业加码海外产能，属地化布局进入兑现期

公司	海外产能布局	资本开支与财务代价	产能相关目标
乐天制果	印度 Pune 新厂 24 年 2 月投产（9 条线，规划 28 年 16 条）、哈里亚纳 Pepero 自动化产线；另有中国、哈萨克、比利时、美国基地	哈里亚纳产线投资 330 亿韩元；并购与扩产依赖经营现金流，分拆后净借款一度升至 19 年末的 6735 亿韩元，此后逐年修复	28 年海外占比 35%以上，Pune 厂扩至 16 条线
乐天七星	菲律宾 PCPPI（23 年取得经营权，12 个工厂）、巴基斯坦 1474 亿韩元、缅甸 688 亿韩元（24 年营收）	以经营权收购为主的轻资产扩张，收购对价未单独披露；韩投预计 26 年海外子公司营业利润 956 亿韩元、同比改善 39%	28 年海外占比 45%
海特真露	越南工厂（24 年开工，26 年下半年竣工，80-90%产量供出口）；美国、日本、菲律宾法人	24 年 CAPEX 3000 亿韩元；借款由 22 年 10146 亿升至 24 年 10921 亿，25 年压降至 9394 亿，26 年目标 8500 亿韩元	30 年海外烧酒营收 5000 亿韩元、销量 5 亿瓶
三养食品	密阳 1 厂（22 年）、2 厂（25 年 5 月），均专供出口；日本（19 年）、美国与中国（21 年）销售法人	密阳两厂集中投放，金额未单独披露	巩固拉面出口第一阵营（25 年 9.7 亿美元出口塔）

资料来源： BusinessKorea《Lotte Wellfood Expands Global Footprint with New Factory in Pune, India》, The Korea Times《Lotte accelerates confectionery biz in India》, The Guru《롯데웰푸드, 빼빼로 인도서 생산한다...330 억 투자》, Yonhap《Lotte Wellfood completes construction of 1st overseas Pepero production line in India》, The Asia Business Daily《Lotte Faces Renewed Liquidity Concerns... "Revalued Assets 183 Trillion"》, CHOSUNBIZ《Korea food firms expand overseas sales, five set to exceed 4 trillion won》, Korea JoongAng Daily《Lotte Chilsung acquires Pepsi Philippines, eyes expansion in the region》, The Asia Business Daily《Lotte Chilsung Acquires Management Rights of Philippine Pepsi... "Leap to Global Beverage Company"》, CHOSUNBIZ《Korea Investment predicts Lotte Chilsung profitability to rise as overseas units recover》, Yonhap Infomax《Domestic Slowdown and One-Off Costs Weigh on Lotte Chilsung—Q4 Operating Profit Expected to Drop 30%》, bizhankook《Lotte Chilsung Issues 250 Billion Won in Corporate Bonds for "Debt Repayment"... Concerns Over Domestic Slump》, KED Global《HiteJinro signs land agreement for Vietnam soju plant》, Korea JoongAng Daily《New Vietnam Hitejinro plant will pump out 5 million crates of soju a year》, The Bell《[하이트진로 글로벌 점프업] 베트남 생산기지 깃발, 소주 수출 허브로》, Vietnam.vn《HiteJinro begins construction of a soju factory in Thai Binh, marking a strategic global move》, Korea IT Times《Hite Jinro sets up a corporation in the Philippines》, TopDaily《Settling in the Philippine market... "Popularization of Jinro" becomes a reality》, BusinessKorea《Hite Jinro Targets Global Soju Sales Growth》, ChosunBiz《"'매운맛의 바이블' 되겠다"... 삼양식품 밀양 제2 공장 완공》, Chosun Ilbo《삼양식품, 3 년 만에 또 새 공장 "불닭" 생산 연간 28 억개로 늘려》, CHOSUNBIZ《Samyang Foods wins $900 million export tower and Kim Jung-soo earns Silver Order》, Korea IT Times《Samyang Foods Becomes First Korean Food Company to Win USD 900 Million Export Tower》，华创证券

我们认为，乐天、海特真露与三养的路径差异，本质上是对“国内存量如何守、海外增量如何取”的三种回答，路径没有优劣之分，行动本身比选择更重要。乐天系以数据与并购驱动，在趋势品类与海外产能上同时下注，约 50%的零糖碳酸市占率与 PCPPI 并表分别在存量与增量两端兑现；海特真露以防守姿态守国内存量、以重资产押注海外产能，越南新厂是烧酒品类首次本地化生产的尝试；三养则以单品的全球内容化跳过了渠道与产能的漫长铺垫，用一款火鸡面走完了多数企业十余年的出海路程。三条路径的共同点不在选对了方向，而在窗口期关闭前完成了资源重配，零糖市占、海外产能这类窗口本身正在收窄，晚行动的企业面对的是更高的进入成本。对于同样站在内需拐点上的中国食饮企业，韩国样本已提前给出了一部分答案。

仅供内部参考，请勿外传

图表 57 韩国头部食饮企业战略趋同：品类聚焦、渠道适配、海外产能前置

公司	品类策略		渠道应对	出海布局	
	重点品类	代表单品进展		布局与占比	目标与打法
乐天制果	巧克力棒等糖果主业，培育健康功能食品（Wellfood）	Pepero出口870亿韩元（25年），海外超内需	加大Traders等性价比渠道供货	海外占比28.9%（25年），印度、中国、哈萨克、比利时等	并购先行加属地工厂，28年占比目标35%，Pepero成为全球万亿韩元品牌
乐天七星	零糖碳酸、零糖烧酒	零糖系列营收超3000亿韩元（24年），"新"累计8亿瓶（25年末）	拓展自动贩卖机等特渠，供货性价比渠道	海外占比43.9%（25年）、46%（26Q1），菲律宾、巴基斯坦、缅甸、美国等	PCPPI经营权收购加果味烧酒出口30余国，28年占比目标45%
海特真露	烧酒（真露）、啤酒（Terra）大单品	真露累计19亿瓶（24年），Terra六年52亿瓶（25年）	批发商体系与网购禁令构成渠道护城河	海外占比约一成（24年10.3%），出口86国，日本、美国、越南、菲律宾为主	果味烧酒先行加越南属地化生产，30年海外烧酒5000亿目标
三养食品	拉面（火鸡面辣味极致化）	营收23518亿韩元（25年），较16年增长5.5倍，累计海外销量超100亿包	以出口为主，受国内渠道扰动小	海外占比80%（25年），100余国，中国、美国、日本前三大	社媒内容营销加密阳出口专厂，25年获9亿美元“出口塔”奖

资料来源：乐天七星事业报告书，Insight Korea《박윤기 롯데칠성 대표 '슈거제로' 정책, 펩시 '제로슈거' 신화 만들다》，BigData News《"초당 13 병 팔렸다"...하이트진로, '진로' 제로슈거 부문 1 위》，NewsiAn《하이트진로 6 주년 '테라' 새단장..."맥주시장 뒤흔들 것"》，青年日报《하이트진로, '테라 라이트' 신규 용량 제품 출시...라이트 맥주 시장 확대》，Social Value《해외서 성장동력 찾은 하이트진로...'K-소주' 글로벌 공략 속도》，MoneyToday《"천연 라임향 더했다"...롯데칠성음료, '칠성사이다 제로 라임' 출시》，华创证券

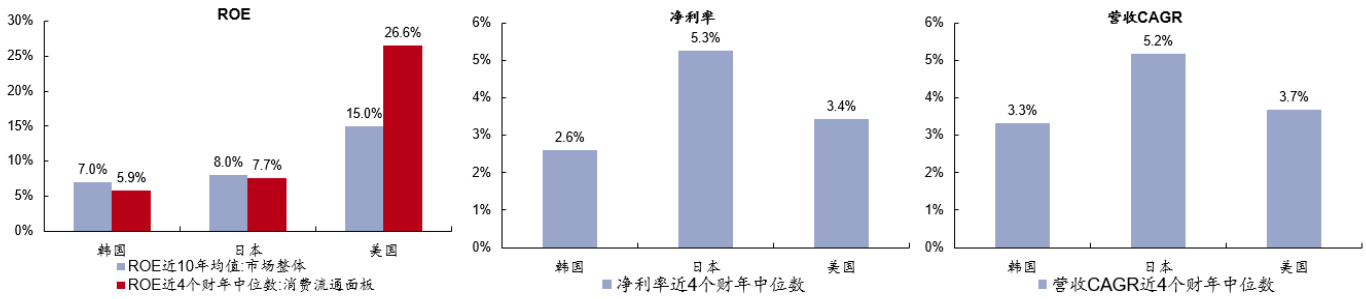
仅供内部参考，请勿外传

五、资本定价：折价并非错杀，修复系于 ROE

韩国消费流通的便宜是结构性的，低估值对应的是长期偏低的资本回报，而非市场的阶段性错杀。KOSPI 整体 P/B 过去十年均值约 0.99 倍，明显低于发达市场的 2.65 倍与新兴市场的 1.61 倍，目前仍有约七成上市公司处于破净状态，forward PE 约 7 倍，较亚洲新兴市场折价 30%以上。折价成因指向基本面与治理两端，韩国企业 ROE 十年均值仅约 7%，派息率十年均值 31.3%，财阀体系下中小股东回报长期让位于集团利益。24 年起韩国监管层推出企业价值提升计划（Value-up），以 P/B 低于 1 倍为触发线督促公司改善分红与资本效率，26 年 10 月起还将对 P/B 低于 0.3 倍的公司挂低估值标签，折价问题正在被政策显性化。

落到消费流通板块，低估值与低回报严格对应，折价的大头来自 ROE 而非盈利倍数。三国 29 家消费流通公司对比，韩国 P/B 中位数 0.77 倍，仅为日本的一半、美国的零头，二者分别为 1.48 倍、8.70 倍，对应的近 5 年 ROE 中位数为 5.9%，同样低于日本的 7.7%与美国的 26.6%。即便按 PE 口径，韩国样本 forward PE 中位数约 8.8 倍，亦仅为日美可比公司的一半左右，折价结论稳健。由 P/B 约等于 PE 乘 ROE 可知，PE 折价温和而 P/B 折价极端，便宜的根源在资本回报。

图表 58　韩国消费流通板块 ROE 显著低于日美，净利率与营收增速亦偏弱

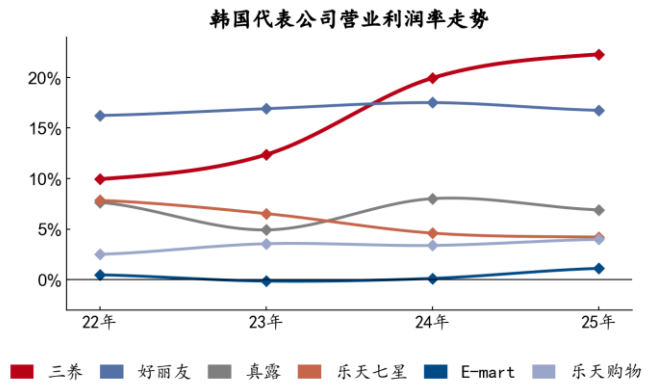


资料来源：AMRO《Narrowing the Korea Discount: Stock Market Reform via Corporate Value-up》，AM-One/FactSet《Latest focus points of Japanese equities》，Advisor Perspectives《"Political Clarity" is Pushing Japan Higher》，Yahoo Finance，华创证券 注：韩国样本为 FY2022—FY2025；日本和美国部分公司因财年披露不同，为 FY2023—FY2026。

基本面的分化直接映射为估值分层，韩国公司的估值同样遵循资本回报定价逻辑。韩国样本的盈利短板在效率而非单一利润率，近 5 年净利率中位数为 2.6%，与美国样本的 3.4%相近，但缺乏美国公司周转与回购对 ROE 的放大，ROE 中位数 5.9%与美国的 26.6%由此拉开数量级差距。分公司看，营业利润率长期在 0~8%区间徘徊的公司估值全部跌破净资产，而三养凭出海将营业利润率由 22 年的 10.0%抬升至 25 年的 22.3%，ROE 37.4%对应 7.62 倍 P/B，好丽友以稳定的双位数利润率获得 1.39 倍 PB，高回报公司在韩国市场同样获得估值溢价。

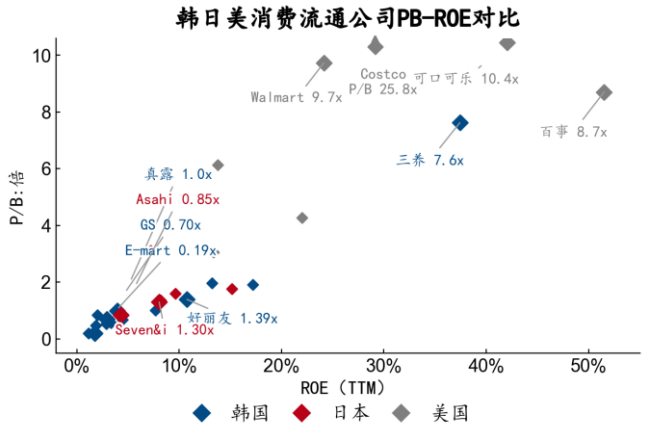
仅供内部参考，请勿外传

图表 59 韩国代表消费公司营业利润率显著分化



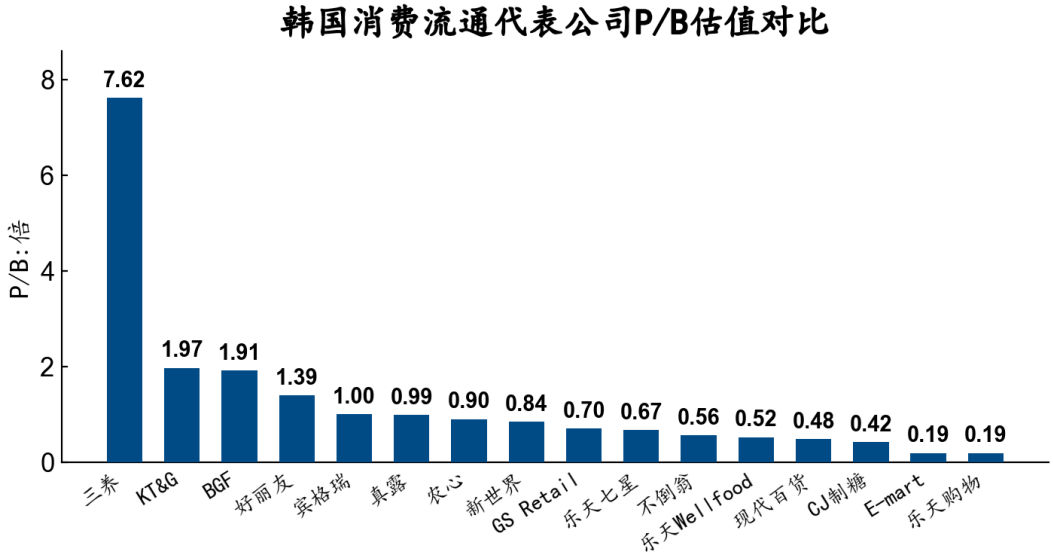
资料来源：公司公告，华创证券

图表 60 韩国消费公司估值与资本回报整体落后日美



资料来源：Yahoo，华创证券 注：数据截至 2026 年 8 月 17 日。

图表 61 韩国消费流通代表公司 P/B 估值普遍低于 1 倍，三养食品高达 7.62 倍

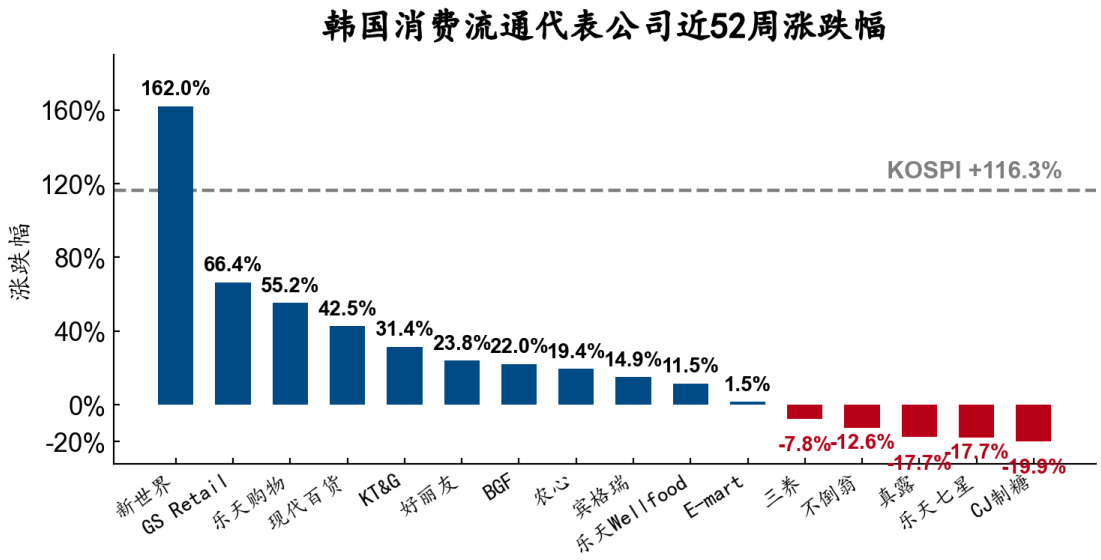


资料来源 Yahoo，Seoul Economic Daily《Low-PBR 'Bottom 20%' Threshold Set at 0.3, Pressuring 170 Listed Firms》华创证券注：数据截至 2026 年 8 月 17 日。

26 年的指数牛市进一步印证这一逻辑，消费流通的上涨是水位抬升而非主线行情，相对收益仍由个股催化决定。KOSPI 近一年上涨 116.3%，主要由半导体驱动，三星电子与 SK 海力士两家贡献了 25 年 KOSPI 市值增量的约一半，同期消费流通公司 52 周涨跌幅中位数仅约 17%，跑输指数接近 100pct。板块内部剧烈分化，涨幅靠前的新世界、GS Retail、乐天购物分别上涨 162.0%、66.4%、55.2%，多有重组、资产重估或股东回报改善催化，股东回报数据亦印证改善方向，韩国样本股息率已由近 5 年均值的约 2.0%升至当前的 2.8%，派息率中位数 48%反超日本样本；无催化的内需制造商则集体下跌，真露、乐天七星均跌 17.7%，CJ 第一制糖跌 19.9%。牛市没有改变消费股的折价定价，只是放大了有催化与无催化的分化，低 P/B 叠加改善中的分红提供了估值底，弹性仍取决于 ROE 与重组动作。

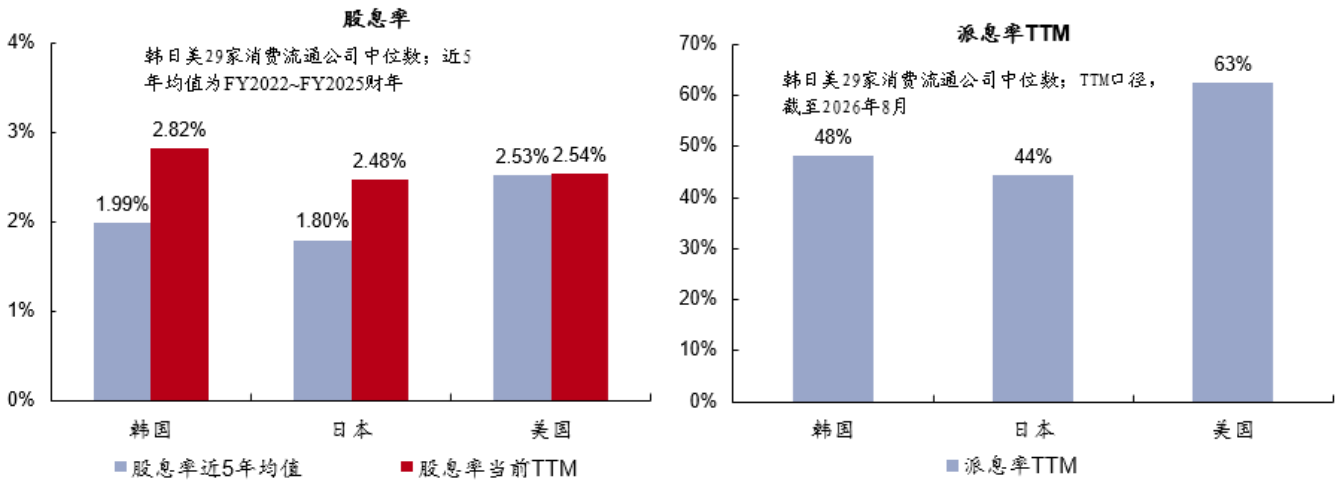
仅供内部参考，请勿外传

图表 62 KOSPI 近 52 周上涨 116.3%背景下，韩国消费流通公司普遍跑输指数



资料来源：Yahoo，华创证券注：数据截至 2026 年 8 月 17 日。

图表 63 韩国消费流通公司股息率中位数升至 2.82%，派息率中位数 48%高于日本



资料来源：Yahoo Finance，华创证券注：数据截至 2026 年 8 月 17 日。

仅供内部参考，请勿外传

六、镜鉴与边界：韩国经验对中国的启示

我们认为，韩国经验对中国的价值在于时间差而非标准答案，需求端的老龄化与健康化、渠道端的线上见顶与折扣化趋势同向可循，而生鲜加盟、PB 路径等具体打法受制于前提差异，不可照搬。 宏观底色上两国互为镜像，韩国在 1%增长与食品通胀的组合中走向性价比化，中国在增速换档与低通胀的组合中走向同一个终点，通胀路径不同，居民消费向性价比集中的方向一致，我们基于不同的宏观及产业基础，辨析韩国经验对中国的启示。

（一）轨迹可循：需求与渠道，韩国已跑完前半程

1、需求端：老龄化、K 型分化与健康化的同轨展开，中国斜率更快

需求端的三条主线，老龄化、K 型分化与健康化，在韩国已经完成验证，在中国正以更快的斜率展开。 韩国 65 岁以上人口占比由 00 年的 7.3%升至 25 年的 21.2%，用 25 年走完从老龄化社会到超高龄社会的全程，中国 25 年为 15.9%，约当韩国 2020 年前后的水平，韩国经验显示跨过 14%的深度老龄化门槛后，单人家庭扩张、小包装化、健康诉求抬升等结构性变化加速兑现，中国已于 21 年跨过该门槛。K 型分化与性价比消费同样同向展开，韩国大创与高端百货一升一降的分化在中国有更激进的版本，零食量贩双强门店合计由 22 年末的约 2000 家增至 26 年 9 月的 5.3 万家，折扣业态对传统商超的替代速度快于韩国当年，胖东来调改本质上是同一趋势的另一种形态。

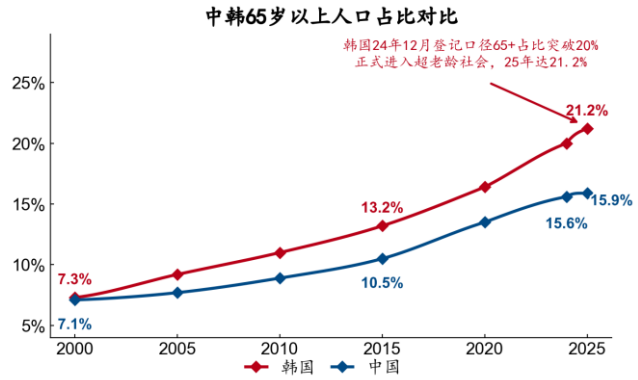
健康化的渗透曲线两国几乎重合，韩国零糖碳酸的五年八倍，在中国的对应物是无糖茶。 中国无糖饮料市场规模由 15 年的 23 亿元增至 24 年的 571 亿元，年均增长 43%，东方树叶以约 75%的市占率完成品类教育，农夫山泉茶饮料营收由 20 年的 31 亿元增至 24 年的 168 亿元。需要提示的是，25 年无糖茶增速逐步放缓，品类从渗透率驱动逐步转向存量竞争，这一阶段切换与韩国零糖化的节奏相似。

图表 64　2025 年中国 GDP 增速/CPI 为 5%/持平



资料来源：Wind，华创证券

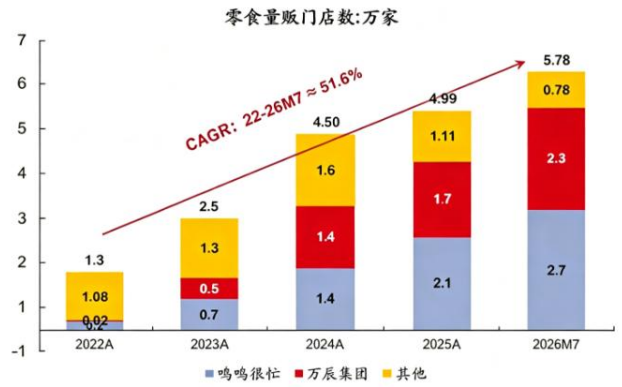
图表 65　韩国 65 岁以上人口占比较中国高 5.3pcts



资料来源：韩国行政安全部《2025 年居民登记人口统计分析》，国家统计局，华创证券

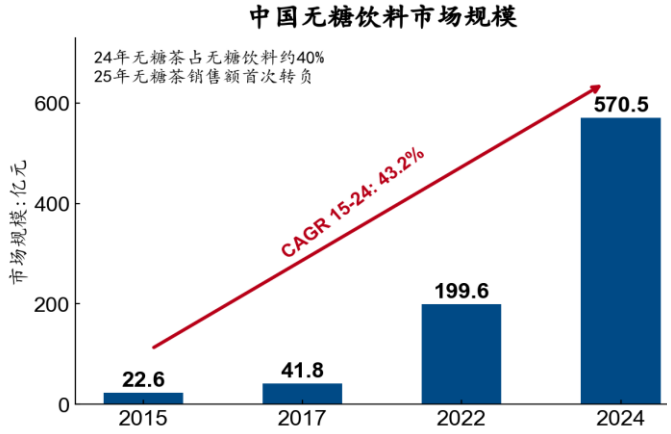
仅供内部参考，请勿外传

图表 66 中国零食量贩快速扩张至近 6 万家



资料来源：各品牌抖音官号，高德地图，华创证券

图表 67 2024 年中国无糖饮料市场达到 570.5 亿元



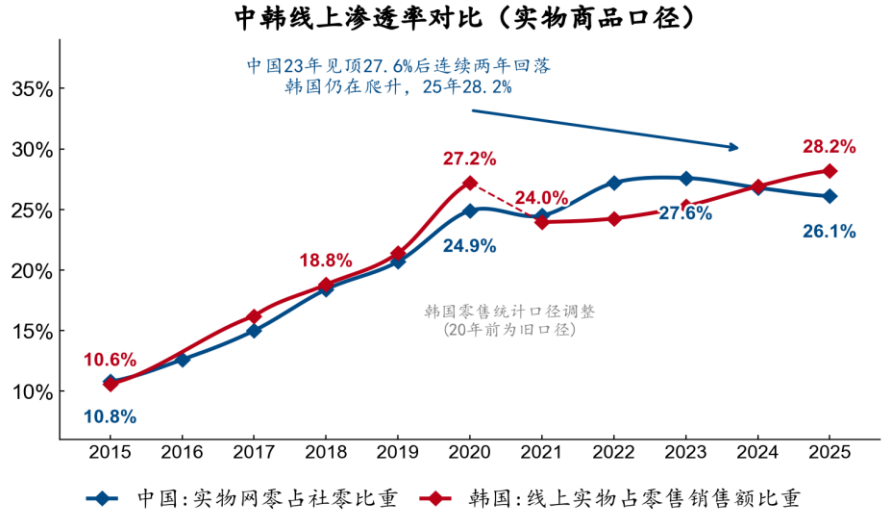
资料来源：欧睿国际，农夫山泉年报，华创证券

2、渠道端：线上见顶、折扣集中与 PB 结构机会

渠道端的映射同样清晰，线上见顶、折扣集中与 PB 扩张三个方向中韩同向，只是节奏各异。中国实物商品网上零售额占比于 23 年触及 27.6%后连续两年回落至 25 年的 26.1%，韩国新口径下仍在爬升、25 年为 28.2%，两国 15 年同处约 11%的起点，中国先一步见顶意味着线上挤出线下的叙事已提前结束，渠道竞争的重心重新回到线下效率，韩国当下的线上增速放缓正是中国的前车之鉴。

PB 同处个位数的早期阶段，韩国的启示不在总量而在结构。 NIQ 口径下中国大陆整体 PB 渗透率约 6%、商超口径 9.2%，韩国整体约 4%，两国同处早期，但韩国 PB 向头部零售商高度集中，即食汤锅类 PB 销售占比在便利店达 82.2%、在大卖场达 69.1%，PB 渗透最深的恰恰是鲜食与冷冻加工等渠道权力最强的品类。中国缺少同等渠道权力的零售商，PB 的爆发点更可能出现在具备强供应链的折扣业态与仓储会员店，而非全行业的均匀渗透，No Brand 在韩国以单品牌 1.3 万亿韩元营收验证了 PB 独立成军的可行性，这一形态在中国尚未出现对应物。

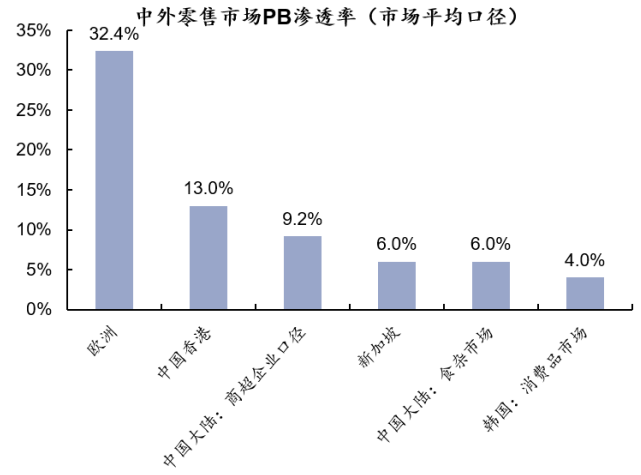
图表 68 中国线上渗透率见顶回落，韩国持续爬升并于 2025 年反超



资料来源：国家统计局社会消费品零售总额公报，统计厅 KOSIS 线上购物动向，华创证券

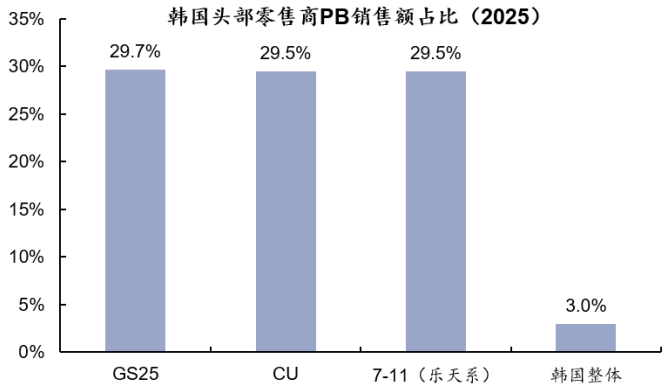
仅供内部参考，请勿外传

图表 69 中韩 PB 渗透率均显著低于全球平均水平



资料来源：Emart，NIQ《2025 PB 报告》，大韩商工会议所，CCFA 自有品牌发展报告，华创证券

图表 70 韩国头部零售商 PB 销售额占比远超全国整体水平



资料来源：联合通讯社《의류 만들고 해외 가고...유통업계 PB 상품 '춘추전국시대'》，NIQ《Consumer Outlook Guide to 2026》，华创证券

（二）前提有别：生鲜加盟与食堂化为何不可照搬

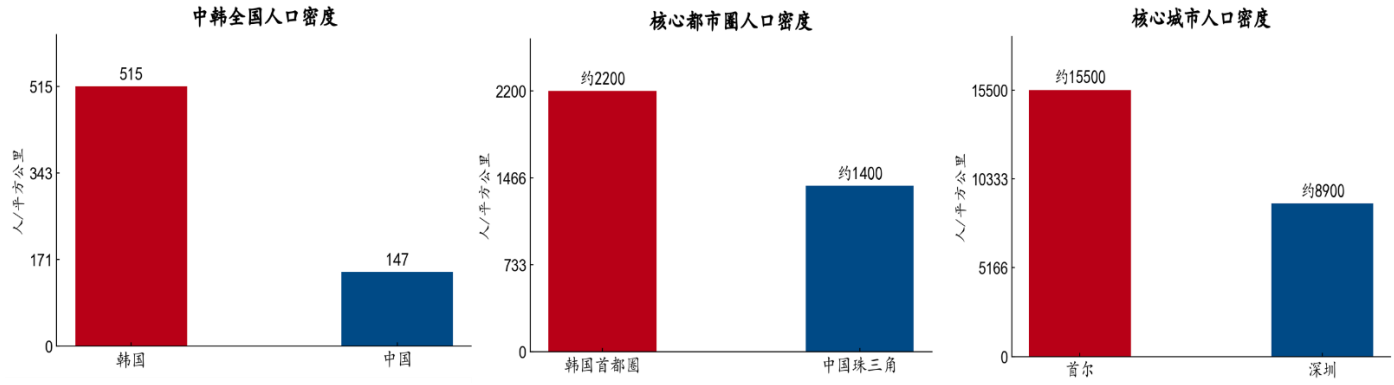
韩国经验中不能照搬的部分，集中在生鲜加盟与便利店食堂化两条主线上，前提是国土密度、流通规制与冷链基础设施的三重差异。

- **一是密度差异。**GS The Fresh 以 81%的加盟占比跑赢直营为主的同行，常被引为中国生鲜加盟的范本，但其前提是韩国的人口密度，韩国全国人口密度约为中国的 3.5 倍，首都圈聚集全国约一半人口，配送半径短、履约成本低，加盟模式下的损耗管控才得以成立；中国国土广阔、人口与经济活动的集中度更低，生鲜损耗率天然更高，直营对全链路的掌控力仍是多数市场的必选项。
- **二是冷链基础设施的差距。**韩国冷链占食品物流收入的比重约 59%，冷库存量面积约 75%集中于首都圈，高密度冷链网络支撑起便利店与 SSM 的生鲜扩张；中国冷库总容量虽大，人均容量与生鲜冷链流通率仍有差距，果蔬冷链流通率明显低于日韩水平，损耗与周转的约束直接抬高加盟生鲜的运营门槛。
- **三是流通规制差异。**韩国《流通产业发展法》以义务休业绑定大卖场，客观上把生鲜与日常消费让渡给便利店与 SSM，中国没有对应的制度安排，大卖场与线上即时零售对近场生鲜的分流能力更强，便利店食堂化面对的竞争格局与韩国不同。

因此，生鲜加盟与便利店食堂化在韩国是盈利模型，在中国现阶段更接近试错成本。韩国便利店约 40%的综合毛利率与生鲜专门店 12 倍于普通店的生鲜销售，建立在密度与冷链的前提之上，前提不备而照搬业态，损耗与费用会先吃掉模式红利；对中国的借鉴应停留在逻辑层面，近场化、简餐化的需求趋势成立，但承载业态需要按中国的密度与冷链条件重新设计。

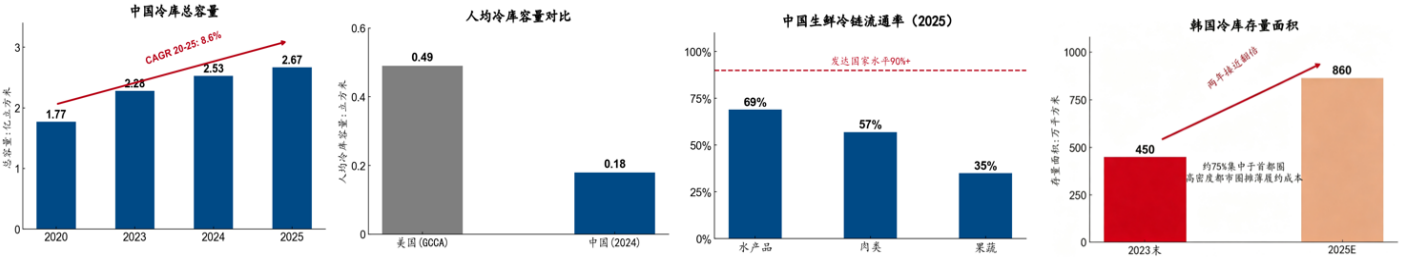
仅供内部参考，请勿外传

图表 71 韩国人口密度约为中国的 3.5 倍，首都圈与核心城市人口更加集中



资料来源：行政安全部居民登记统计，统计厅，国家统计局，各市统计公报，华创证券 注：数据时点均为 2025 年末。

图表 72 中国冷链总量持续扩张但人均与流通效率偏低，韩国冷库高度集中于首都圈



资料来源：《2025 中国冷链物流发展报告》，Savills 韩国冷链物流报告，Mordor Intelligence《韩国食品物流市场报告》，GCCA 全球冷库容量报告，华创证券

（三）取镜为用：企业层面的三条可操作指引

落到企业层面，韩国经验给出三条可操作指引，需求端重仓长线趋势与大单品，渠道端以商品力直面权力重构，出海端以重资产属地化追求高质量增长。具体看：

- **需求端：把资源集中到一至两个顺应长线趋势的大单品上，而非分散铺陈。** 健康化与性价比化的趋势卡位窗口正在收窄，乐天七星从零糖碳酸到零糖烧酒的品类复制、三养以火鸡面单点突破全球市场的路径，指向同一个动作，在趋势确认之后重仓投入而非均匀用力。25 年中国无糖茶增速首次转负已提示，趋势从渗透率驱动切换到存量竞争的速度比预期更快，留给后来者的窗口以年计。

- **渠道端：接受渠道权力重构的不可逆，把相对可控的商品力做到极致。** 乐天制果的教训显示，被动接受性价比渠道压价将直接侵蚀利润，韩国企业的应对是主动调整渠道供货结构、以大单品维持议价能力，并为强渠道定制差异化商品。第三章的分品类数据提供了同一把标尺，PB 替代最深的即食与冷冻加工品类，恰恰是商品差异化最弱的品类，这一对应关系对中国制造商同样成立，商品力不足的企业将先成为 PB 的代工池，再成为 PB 的替代对象。

- **出海端：以重资产属地化实现海外市场高质量增长，而非停留在贸易式出海。** 属地

仅供内部参考，请勿外传

化产能的价值在于，食品饮料多为重货低值品类，本地生产才能保住价格竞争力，贴近市场的产能同时支撑口味与规格的本地化适配，海外业务由此从订单逻辑转为经营逻辑，营收占比的抬升才具备持续性，三养密阳工厂、乐天制果印度工厂、海特真露越南工厂都是这一选择的样本。中国食饮企业的出海仍处早期，海天味业、洽洽食品海外营收占比均不足一成，蜜雪冰城以 4467 家海外门店领先，早期阶段恰好是产能布局成本最低的窗口，出海目标市场一旦确认，产能前置的节奏可以比韩国企业当年更坚决。

图表 73 中韩消费趋势同向但阶段错位：韩国结构升级领先，中国渠道变革更快

维度	韩国（2025 年）	中国（2025 年）	镜鉴含义
宏观环境	GDP 实际增长 1.0%，低速成熟态；CPI 全年约 2.1%，温和通胀	GDP 实际增长 5.0%，仍处中高速；CPI 全年持平（≈0%），核心 CPI 仅 0.7%，通缩压力明显	中国折扣化/价格战与通缩压力相互强化，韩国经验表明低速期消费结构性升级（健康、便捷）仍可跑出
人口结构	65 岁以上占比 21.2%，超高龄社会	65 岁以上占比 15.9%，深度老龄化，约当韩国 15 年前	结构性变化（单人家庭、健康化）只是时间问题
渠道格局	线上渗透率 28.2%仍在爬升，便利店与大卖场分化	线上渗透率 26.1%已见顶回落，零食量贩 3.2 万家激进替代	中国提前走完线上化，线下折扣化更暴力
PB 渗透	整体约 4%，向头部集中（CU 29.5%、GS25 约 20%），No Brand 单品牌 1.3 万亿韩元	整体约 6%、商超 9.2%，缺乏强渠道载体	PB 机会在结构不在总量，爆发点在强供应链折扣业态
出海阶段	头部企业海外占比普遍 30%上下，三养 80%，重资产属地化	海天、洽洽等占比不足一成，蜜雪 4467 家海外门店领先	参照韩国 10 至 15 年前

资料来源：韩国行政安全部《居民登记人口统计》、中国国家统计局，韩国统计厅《线上购物动向》，NIQ《2025 PB 报告》，中国连锁经营协会《中国自有品牌发展报告》，2025 中国冷链物流发展报告》，科创板日报《蜜雪集团 2025 年日收入近亿元 35 岁清华学霸成为新 CEO》，华创证券

韩国市场的低估值是系统性的国别属性，与中国不可直接对标，可供参照的是其内部估值分化的原因。 一是折价的来源不可迁移，KOSPI 整体 P/B 十年均值约 0.99 倍、约七成公司破净，背后是财阀治理与股东回报长期不足的市场层面因素，属于韩国独有的制度性折价，简单横向比较 P/B 绝对水平没有意义；二是折价体系内部，估值分化仍严格按资本回报定价，且看得见的改善动作能直接触发重估，ROE 37.4%的三养、17.2%的 BGF 分别获得 7.62 倍、1.91 倍 P/B，回报低迷的公司全部跌破净资产，26 年新世界、GS Retail 凭重组与股东回报改善分别上涨 53.0%、26.6%；三是映照中国，能持续获得估值溢价的主要为两类公司，以品牌力或出海支撑高 ROE 的公司，以及有分红、重组等明确改善动作的企业。

仅供内部参考，请勿外传

七、投资建议：景气卡位、直面渠道与下注出海

韩国经验落到中国食饮的投资层面，可循需求、渠道与出海三条主线展开。

- **需求端，健康化与性价比化的渗透曲线已被韩国验证，中国的窗口更短，优先选择完成卡位的龙头与健康食品产业链。**重点推荐功能性升级最好载体的乳业龙头**伊利**、**蒙牛**，无糖茶龙头**农夫**、能量饮料龙头**东鹏**、受益 HMR 与简餐化趋势的**安井**，健康食品产业链建议关注**西麦**、**仙乐**。
- **渠道端，权力重构不可逆，折扣链主与强商品力制造商共同受益。**折扣链主重点推荐**很忙**、关注**万辰**，商品力推荐**盐津**，关注**卫龙**。
- **出海端，产能本地化是出海高质量增长的核心。**重点推荐海外高增拉动及酵母蛋白放量的**安琪**，关注**海天**、**洽洽**出海产能前置布局。

仅供内部参考，请勿外传

八、风险提示

1、宏观需求不及预期。若宏观经济增长、居民收入及消费信心恢复弱于预期，食品饮料及零售消费需求可能承压，进而影响相关企业的收入增长与盈利修复。

2、健康化新品及海外拓展不及预期。无糖、高蛋白等健康化品类是当前食饮企业卡位的主要方向，若消费者偏好变化、品类竞争加剧或新品迭代节奏放缓，相关公司健康化产品的增长可能不及预期；海外市场拓展受当地政策环境、汇率波动、产能建设及渠道开拓进度影响，若海外产能投产或市场拓展不及预期，相关公司的业绩兑现可能低于预期。

3、韩国市场数据口径与调研信息存在偏差的风险。本报告部分韩国市场数据来自不同统计机构、企业披露及实地调研，各来源在统计范围、样本、时间区间及计算口径上可能存在差异，相关结论可能因数据修订或样本偏差而发生变化。

仅供内部参考，请勿外传

食品饮料组团队介绍

研究所所长助理、消费研究中心大组长、食品饮料首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，10 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020 年加入华创证券。2021-2024 年连续四届获新财富最佳分析师评选第一名，并多次获新浪金麒麟、水晶球、上证报和 21 世纪金牌分析师等最佳分析师评选第一名，2025 年获新财富最佳分析师评选第二名。

——酒类研究小组（白酒、啤酒、黄酒、红酒、新酒饮、酒类流通行业）

酒类研究小组组长、高级分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所，5 年消费行业研究经验。

助理研究员：王培培

南开大学金融学硕士，2024 年加入华创证券研究所。

助理分析师：张慧

悉尼大学商学学士，蒙纳士大学银行与金融硕士。2019 年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（软饮料、乳肉制品、休闲零食、功能食品、食品配料等）

大众品研究组组长、资深分析师：范子盼

中国人民大学硕士，7 年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020 年加入华创证券研究所。

分析师：张恒玮

澳大利亚国立大学硕士，4 年食品饮料研究经验，曾任职于开源证券，2026 年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链及消费策略研究小组（调味品、预制食品、餐饮连锁；大消费策略研究）

分析师：廖承帅

同济大学硕士，4 年食品饮料新财富团队成员，曾任职于广发证券，2026 年加入华创证券研究所。

分析师：黄欣培

英国杜伦大学硕士，4 年食品饮料研究经验，曾任职于西部证券、德邦证券、财通证券，2026 年加入华创证券研究所。

助理研究员：施博阳

波士顿大学硕士，2025 年加入华创证券研究所。海外消费品与 AI 投研技术支持。

仅供内部参考，请勿外传

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522