

强于大市

食品饮料行业 2026 年度策略

底部蓄力，强分化中寻找确定性投资机会

公司名称	股票代码	股价	评级
山西汾酒	600809.SH	人民币 169.66	增持
巴比食品	605338.SH	人民币 29.28	买入
五粮液	000858.SZ	人民币 106.04	增持
西麦食品	002956.SZ	人民币 28.46	买入
伊利股份	600887.SH	人民币 26.87	买入

资料来源：同花顺，中银证券

以 2026 年 2 月 11 日当地货币收市价为标准

在经济结构转型的大背景下，部分传统消费行业面临短期阵痛。2026 年，市场对内需提振政策预期增强，低基数下，板块估值及业绩有望迎来修复，逐渐走出困境，演绎出下行、触底、恢复的节奏。当前，食品饮料板块景气偏弱，但行业自身呈现出几点变化，其中不乏结构性投资机会。2026 年把握两条投资主线，一是寻找结构性投资机会，围绕新渠道、新品类、新趋势寻找增量机会。二是重视红利资产，在总量下行的环境下，龙头企业强者恒强。从周期维度来看，食品饮料板块估值已回落至历史底部区间，建议积极把握左侧布局窗口期。

支撑评级的要点

- 受经济结构转型及内需疲软影响，食品饮料板块连续 4 年收益为负。2026 年，市场对内需提振政策预期较强，低基数下，板块估值及业绩有望迎来修复。（1）回顾 2025 年食品饮料板块表现，板块涨跌幅垫底，也是唯二下跌的行业之一。22 至 25 年，食品饮料板块连续 4 年负收益。在经济结构转型的大背景下，部分传统消费行业面临短期阵痛，使得个股估值及业绩受到影响，从而影响整体股价表现，机构仓位逼近历史低点。（2）近两年，居民的消费习惯及需求结构伴随外部环境发生变化，国内经济呈现出“高储蓄、弱消费”的特征，市场对提振内需的政策预期较强。消费将伴随宏观经济的恢复逐渐走出困境，演绎出下行、触底、恢复的节奏。（3）短期来看，2026 年行业面临全面低基数，在政策利好的背景下，叠加机构有重新配置需求，板块有望迎来估值及业绩的修复或反转。因此，我们对 2026 年的消费行业并不悲观。
- 当前，食品饮料板块景气偏弱，但行业自身呈现出几点变化，其中不乏结构性投资机会。从周期及总量两个维度来看，消费行业虽然短期承压，但行业自身演绎出几点变化：（1）龙头企业强者恒强，市场份额持续提升。在竞争格局稳定且现金流充裕的背景下，龙头企业提升分红率，彰显出一定的经营韧性及红利资产属性。建议重视周期反转且成长确定性较强的龙头企业。（2）近两年，消费品行业“买方特征”明显，部分消费行业不再享受量价齐升的红利，因此倒逼企业在渠道端、生产端进行效率革命，品牌企业在行业变革中业绩分化明显。消费者主权时代下倒逼传统零售业态改革，渠道新业态的迭代使得品牌之间业绩分化，推动企业进入全面改革时代。品牌集中、场景降级特点显著，兼顾供应链的极致效率及成熟可复制的单店模型的连锁品牌享受改革红利。（3）贵州茅台 2026 年执行新的营销策略，强化飞天的消费属性，全面拥抱消费者，重塑渠道生态。i 茅台上货架飞天及其他茅台酒产品均为市场化定价而非零售指导价，根据市场需求量灵活调节供给。我们判断，飞天的批价的波动会对行业其他品牌名酒价格形成压制，2026 年行业全面进入调整深水区。但是从份额维度及企业自身的竞争优势来看，高端白酒依然具有较高的投资确定性。
- 从周期维度来看，食品饮料板块估值回落至历史底部区间，部分子行业迎来左侧布局的窗口期。2026 年，板块投资把握两条主线：第一，把握结构性投资机会，围绕新渠道及新品类寻找增量。第二，重视红利资产，关注周期触底向上且企业自身经营改善、业绩稳健的龙头个股。第一，从人口总量变化来看，消费行业总量红利渐褪，但是人口结构、家庭结构的变化催生了“银发经济”、“单身经济”，在居民减少大额资产支出后，悦己类的日常消费需求增加，催生了不同子行业结构性投资机会，主要体现在以下几个方面：（1）渠道变革红利仍在持续，积极拥抱新零售业态的企业可承接新渠道流量实现销售增长。（2）产品方面，关注大健康类、悦己消费相关品类，如药食同源、健康零食、奶茶、手办、保健品相关企业。（3）产品兼具性价比，可享受下沉市场人口红利及拓店红利的连锁类品牌企业。综上，建议关注巴比食品、锅圈、西麦食品、古茗、盐津铺子、卫龙美味及万辰集团等。第二，在弱景气且总量减少的背景下，行业竞争加剧，具备强品牌、强现金流的龙头企业市占率持续提升，业绩表现彰显韧性。部分子行业龙头企业承诺未来三年分红比例，彰显出一定的红利资产属性。建议积极把握左侧布局窗口期，关注贵州茅台、安琪酵母、安井食品、伊利股份、新乳业、海天味业、农夫山泉。

相关研究报告

- 《食品饮料行业点评》20251113
- 《食品饮料行业点评》20251030

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

评级面临的主要风险

- 宏观经济波动。需求恢复速度进一步放缓，白酒批价超预期下跌，原料价格波动。

目录

一、经济结构转型背景下，传统消费行业面临短期阵痛，2026年内需提振政策值得期待	7
1.1 当前国内高储蓄、弱消费特征明显，内需提振政策预期较强	7
1.2 人口结构变化使得行业总量红利不在，但不同阶段消费需求仍催生结构性投资机会	10
1.3 消费者需求端的变化倒逼渠道变革，渠道新业态的迭代使得企业业绩分化	11
二、不同子行业周期拐点来看，消费有望演绎下行、触底、恢复的投资节奏	13
2.1 白酒：2H25 报表端加速出清，底部特征显现，行业拐点仍需等待需求侧转暖	13
2.2 乳制品：2026 年原奶价格有望企稳，功能营养及深加工产品有望带来行业新的增长引擎	17
2.3 啤酒：消费场景修复有望带动板块景气回升，关注原材料价格上扬对成本端的影响	20
2.4 调味品：关注细分赛道新品表现及龙头出海机会	22
三、零售连锁业态品牌集中、场景降级特点显著，拓店及坪效增收兼顾	26
3.1 量贩业态	26
3.2 餐饮连锁及餐供业态	28
四、投资建议：把握左侧布局窗口，结构性机会与红利资产兼顾	30
风险提示	32
山西汾酒	33
巴比食品	37
五粮液	41
西麦食品	44
伊利股份	48

图表目录

图表 1. 消费、投资、净出口对 GDP 增长的拉动及贡献	7
图表 2. 我国生产结构由工业向服务业逐渐转型	7
图表 3. 最终消费支出占 GDP 的比重	7
图表 4. 我国平均消费倾向	7
图表 5. 居民存贷款差额持续增加	8
图表 6. 消费者信心指数	8
图表 7. CPI 及 PPI 同比增速	8
图表 8. 消费、储蓄和投资意愿	8
图表 9. 社会消费品零售总额累计同比	9
图表 10. 2025 年分行业社零累计增速表现（单位：%）	9
图表 11. 居民消费支出及政府财政能力下降明显	9
图表 12. 居民各类收入名义增速变化	9
图表 13. 全国居民可支配收入五等份增速变化	10
图表 14. 城乡居民恩格尔系数表现	10
图表 15. 中国劳动力人口和老年人口变化预测	10
图表 16. 2004 年至 2024 年我国婚姻登记服务统计	10
图表 17. 2019-2029E 中国营养健康食品市场规模	11
图表 18. 2019-2024 年营养功能食品细分领域市场规模 CAGR	11
图表 19. 量贩模式与传统模式的差异	11
图表 20. 新零售通过缩短“人货场”的路径实现更高坪效	11
图表 21. 国内即时零售市场发展历程	12
图表 22. 休闲食品行业部分公司 2024、1-3Q25 营收及归母净利增速情况	12
图表 23. 申万白酒指数同比涨幅及行业所处周期阶段	13
图表 24. 地产相关行业占 GDP 比重及茅台批价变化	13
图表 25. 2025 年 1-6 月白酒经销商的消费场景变化情况	13
图表 26. 飞天茅台出厂价及批价价差缩小	14
图表 27. 高度国窖 1573 及第八代五粮液批价	14
图表 28. 上市酒企单季度营收增速	15
图表 29. 上市酒企单季度利润增速	15
图表 30. 部分上市酒企 2025 年前三季度业绩概览	15
图表 31. 白酒板块基金重仓持股占比	16
图表 32. 白酒行业市盈率相对沪深 300 倍数	16
图表 33. 上市酒企股息率	16
图表 34. 2026 年部分白酒企业经销商大会要点	17
图表 35. 我国奶牛养殖周期的特征	18
图表 36. 乳制品产量及同比增速（15-25.10）	18

图表 37. 进口大包粉数量及单价.....	18
图表 38. 龙头牧场销售净利率（2022-1H25）.....	18
图表 39. 2H25 牛肉价格呈现上行趋势.....	18
图表 40. 下游乳制品企业 1-3Q25 业绩概览.....	19
图表 41. 1H25 蒙牛乳业不同产品营收及同比增速.....	19
图表 42. 1Q24-3Q25 伊利分季度不同类产品营收增速.....	19
图表 43. 乳深加工产品分类.....	20
图表 44. 乳深加工的业务价值.....	20
图表 45. 啤酒累计产量、同比增速.....	20
图表 46. 社零及餐饮消费总额当月同比.....	20
图表 47. 部分啤酒企业 1-3Q25 销量及吨价增速表现.....	20
图表 48. 1-3Q25 啤酒龙头企业营收及同比增速.....	21
图表 49. 1-3Q25 啤酒龙头企业归母净利及同比增速.....	21
图表 50. 啤酒龙头企业吨成本分季度同比增速.....	21
图表 51. 啤酒龙头企业毛利率分季度同比变动.....	21
图表 52. 铝锭、玻璃价格变动（截至 2026 年 1 月 20 日）.....	22
图表 53. 瓦楞纸价格变动（截至 2025 年 11 月 30 日）.....	22
图表 54. 进口大麦价格变动（截至 2025 年 10 月）.....	22
图表 55. 餐饮及限额以上餐饮零售额当月同比.....	23
图表 56. 不同类调味品销售额同比增速（1Q25-3Q25）.....	23
图表 57. 莲花控股及太太乐松茸相关单品.....	23
图表 58. 调味品上市公司 1-3Q25 业绩概览.....	24
图表 59. 我国调味料及食材相关企业海外业务拓展情况.....	25
图表 60. 1Q24-3Q25 海天营收及归母净利.....	25
图表 61. 1Q24-3Q25 安琪酵母营收及归母净利.....	25
图表 62. 高性价比是现代消费者普遍认同的价值取向.....	26
图表 63. 不同级别城市人口占比及人均 GDP 情况.....	26
图表 64. 休闲食品饮料产品 GMV 及同比增速（下沉市场增速快于高线市场）..	26
图表 65. 不同类型连锁商超门店分布差异显著.....	27
图表 66. 休闲食品不同渠道销售表现.....	27
图表 67. 2023 至 1H25, 万辰集团及鸣鸣很忙单店营收.....	27
图表 68. 万辰集团及鸣鸣很忙净利率持续提升.....	27
图表 69. 2021-2025 全国餐饮连锁化率.....	28
图表 70. 2022 至 2024 年消费者在不同类型餐饮人均消费.....	28
图表 71. 2024 年 TOP5 连锁商超营收及同比增速.....	28
图表 72. 安井及立高在山姆渠道的新品图片.....	28
图表 73. 2025 年 A 股不同板块相对涨幅.....	31
图表 74. 2025 年食品饮料子板块相对涨幅.....	31
图表 75. 食品饮料板块估值（PE-TTM）回落至历史相对底部位置.....	31

股价表现.....	33
投资摘要.....	33
图表 76. 山西汾酒主营业务拆分及盈利预测.....	34
图表 77. 山西汾酒可比公司相对估值表.....	35
利润表(人民币 百万).....	36
现金流量表(人民币 百万).....	36
财务指标.....	36
资产负债表(人民币 百万).....	36
股价表现.....	37
投资摘要.....	37
图表 78. 巴比食品主营业务拆分及盈利预测.....	38
图表 79. 巴比食品可比公司相对估值表.....	39
利润表(人民币 百万).....	40
现金流量表(人民币 百万).....	40
财务指标.....	40
资产负债表(人民币 百万).....	40
股价表现.....	41
投资摘要.....	41
图表 80. 五粮液主营业务拆分及盈利预测.....	42
图表 81. 五粮液可比公司相对估值表.....	42
利润表(人民币 百万).....	43
现金流量表(人民币 百万).....	43
财务指标.....	43
资产负债表(人民币 百万).....	43
股价表现.....	44
投资摘要.....	44
图表 82. 西麦食品主营业务拆分及盈利预测.....	45
图表 83. 西麦食品可比公司相对估值表.....	46
利润表(人民币 百万).....	47
现金流量表(人民币 百万).....	47
财务指标.....	47
资产负债表(人民币 百万).....	47
股价表现.....	48
投资摘要.....	48
图表 84. 伊利股份主营业务拆分及盈利预测.....	49
图表 85. 伊利股份可比公司相对估值表.....	50
利润表(人民币 百万).....	51
现金流量表(人民币 百万).....	51
财务指标.....	51

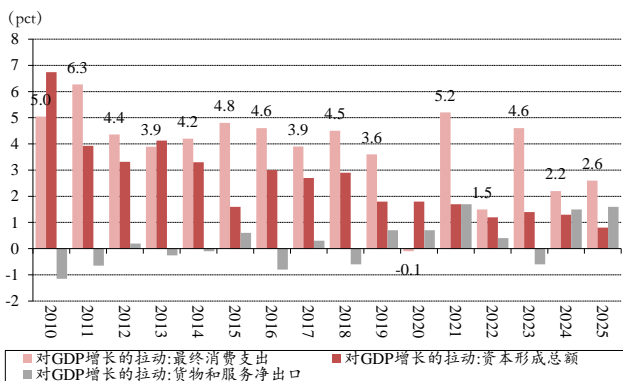
一、经济结构转型背景下，传统消费行业面临短期阵痛，2026年内需提振政策值得期待

1.1 当前国内高储蓄、弱消费特征明显，内需提振政策预期较强

国内经济增长动能发生变化，消费对经济增长的贡献进一步增强。2025年，我国GDP累计同比增速为5.0%。从不同产业占比来看，2025年我国净出口对GDP增长率的贡献高达1.6pct，而内需（固定资产投资+最终消费支出）只有3.4pct，其中固定资产投资仍处于近十年新低，但内需增速受政策刺激呈短暂上行趋势。我们判断2026年内需尤其是消费对GDP贡献率上升的重要性或将持续。分产业来看，我国经济增长正逐渐由投资主导向消费驱动的需求结构转型。从三次产业对GDP同比贡献率来看，2025年第三产业贡献率为61.4%，第一产业和第二产业贡献率分别为5.8%、32.8%。

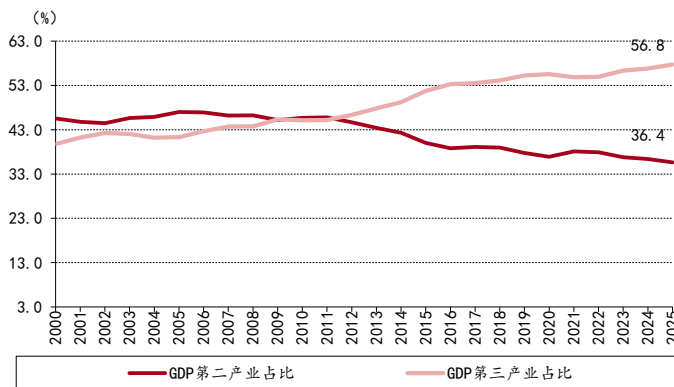
国家政策进一步强化提振内需，扩大消费占比，内需改善预期明确。《2025年政府工作报告》在扩内需及促消费方面做了重点部署，强调以消费提振畅通经济循环，要进一步优化财政支出结构，加大对教育、医疗、住房等领域支持力度。10月28日，新华社授权发布《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》，提高居民消费率被列为“十五五”规划目标之一。相比欧美及日本等国家，我国消费率目前仍处于相对较低水平，因此消费对我国经济增长的贡献仍有较大提升空间。提高居民消费率受到中央政府的重视，提振消费将成为未来政策重点，继2025年3月印发《提振消费专项行动方案》后，未来有望有更多政策出台。当前需求不足、最终消费偏弱是我国经济运行面临的突出矛盾，国家政策进一步强化提振内需及扩大消费占比，内需改善预期明确。

图表 1. 消费、投资、净出口对 GDP 增长的拉动及贡献



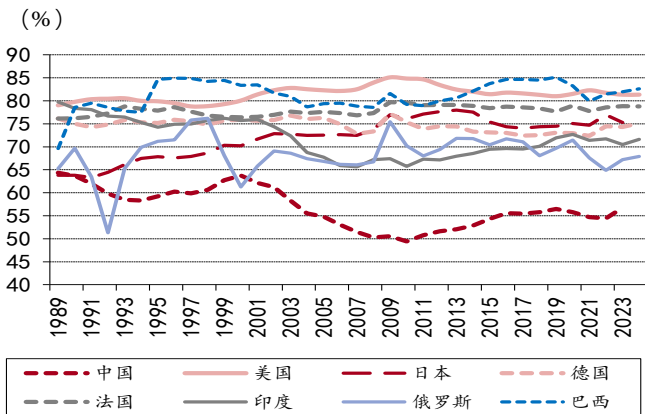
资料来源：同花顺，中银证券

图表 2. 我国生产结构由工业向服务业逐渐转型



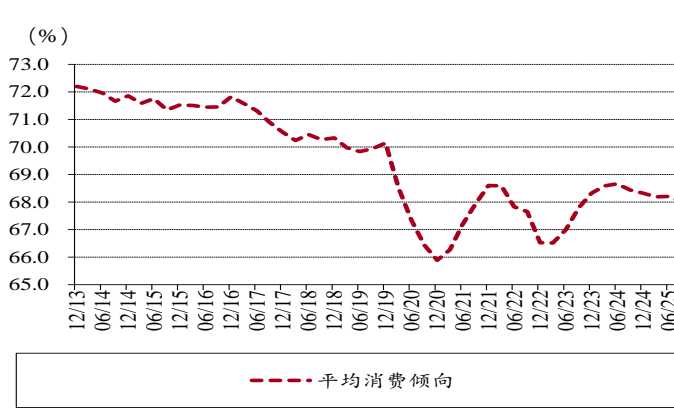
资料来源：同花顺，中银证券

图表 3. 最终消费支出占 GDP 的比重



资料来源：同花顺，中银证券

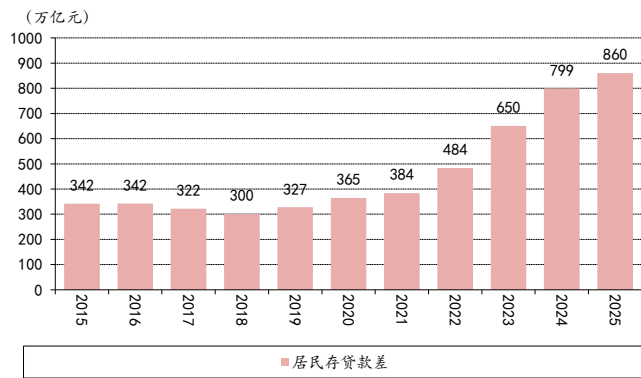
图表 4. 我国平均消费倾向



资料来源：同花顺，中银证券

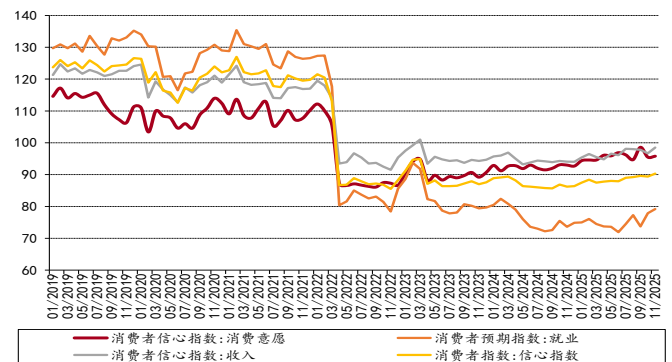
近两年，我国总体呈现出“高储蓄、弱消费”特征，宏观数据在基数效应下有所修复，但内部行业有所分化。(1)CPI: 2025年3月以来核心CPI持续回暖，9月核心CPI时隔一年半后再次回到1.0%，12月核心CPI同比增速与10月、11月持平，均为+1.2%。拆分具体结构来看，10月以来，食品对CPI的拖累有所收窄，服务价格环比出现季节性回落。PPI同比降幅持续收窄。综上，核心CPI及CPI中消费品价格回升，CPI与PPI同比增速改善，可反映内需持续修复，但整体仍然偏弱。(2)社零: 2025年消费品零售总额累计同比增长3.7%，商品消费累计同比增速依然好于餐饮消费。从当月数据来看，社零同比增速连续七个月回落，12月社零同比增长0.9%，较11月下降0.4pct。(3)居民存贷款: 近两年，居民存贷款差额提升显著，在外部不确定环境下，居民防御性储蓄意愿增强。根据中国人民银行《2025年第三季度城镇储户问卷调查报告》，2025年第三季度，18.7%的居民认为收入减少。倾向于“更多消费”的居民占19.2%，比上季低4.1个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占62.3%，比上季低1.5个百分点；“倾向于更多储蓄”的比例长期维持在60%以上。

图表 5. 居民存贷款差额持续增加



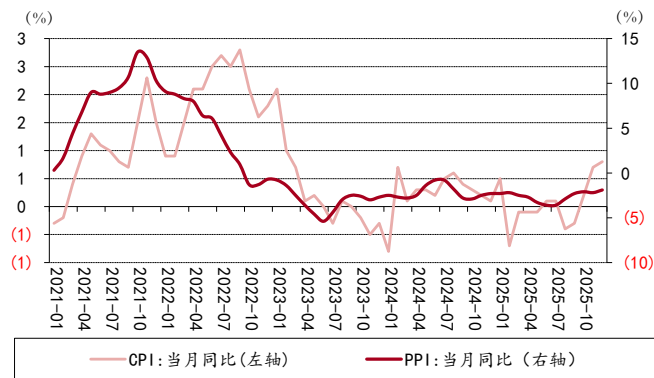
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 6. 消费者信心指数



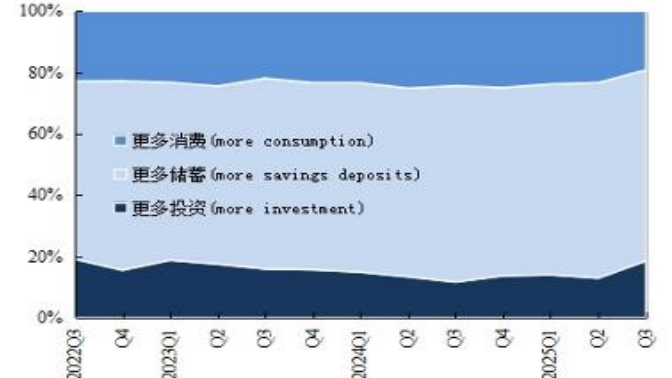
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 7. CPI 及 PPI 同比增速



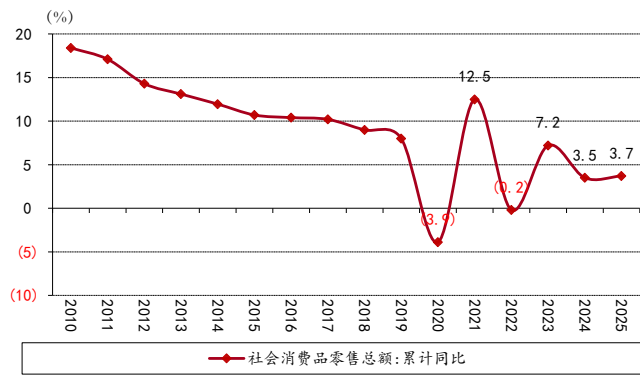
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 8. 消费、储蓄和投资意愿



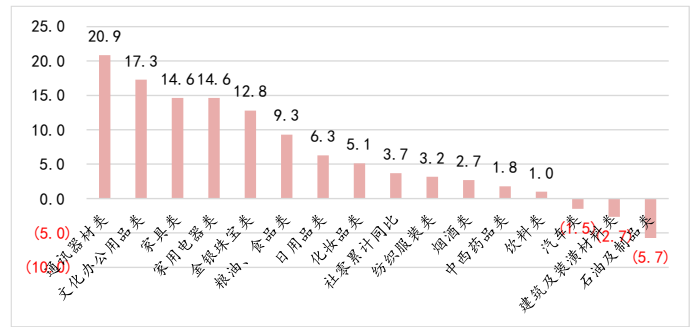
资料来源: 中国人民银行《2025年第三季度城镇储户问卷调查报告》, 中银证券

图表 9. 社会消费品零售总额累计同比



资料来源: 同花顺, 中银证券

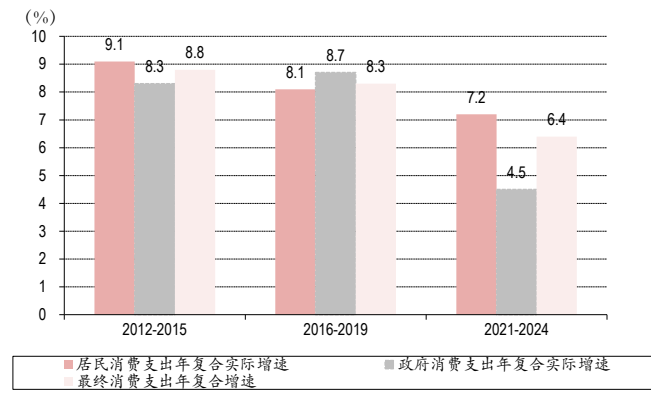
图表 10. 2025 年分行业社零累计增速表现 (单位: %)



资料来源: 同花顺, 中银证券

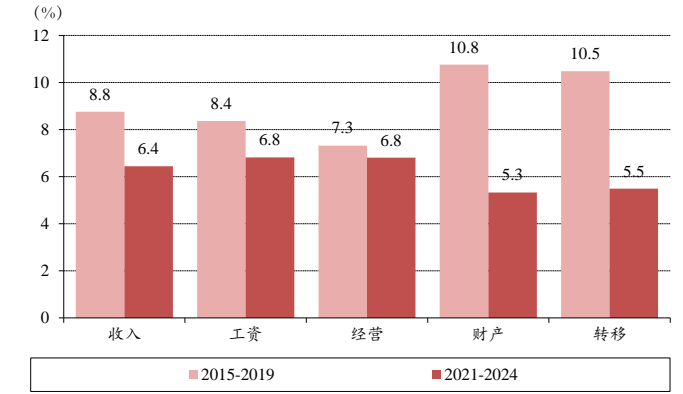
从居民端来看, 影响消费的两大核心因素分别是: 消费能力、消费意愿。受经济结构转型、社会保障体系等多重因素影响, 居民防御性储蓄偏好上升, 消费意愿及消费能力受到制约。消费意愿与居民对未来收入的预期有关, 消费能力主要取决于居民的可支配收入。参考《中国经济观察报告》(北京大学国家发展研究院)的部分观点, 我国经济从“高速扩张”转向“高质量发展”阶段, 经济放缓及结构性分配不均等因素强化了居民对未来收入的悲观预期, 从而影响了家庭的消费与储蓄行为。根据国家统计局数据, 城乡居民恩格尔系数自 2000 年以来长期下降, 2019 年起, 逐渐受疫影响呈现反弹的趋势。2025 年, 我国城镇居民、农村居民的恩格尔系数分别为 28.3、31.8。反映出生活必需品占居民总消费支出的比重提升, 而非必须消费受到压缩, 说明消费存在降级。从不同收入群体的表现来看, 20% 高收入组可支配收入复合增收放缓迹象明显, 中等低收入家庭同样受到收入减少与债务负担的双重压力。在此背景下, 居民生活必需品支出占比上升。综上, 受经济结构转型、社会保障体系等多重因素影响, 居民防御性储蓄偏好上升, 消费意愿及消费能力受到制约。

图表 11. 居民消费支出及政府财政能力下降明显



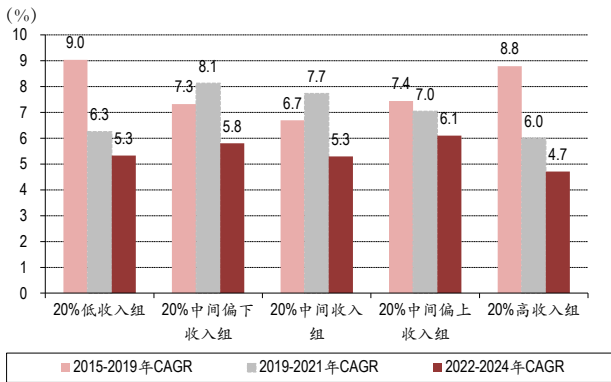
资料来源: 同花顺, 中银宏观, 中银证券

图表 12. 居民各类收入名义增速变化



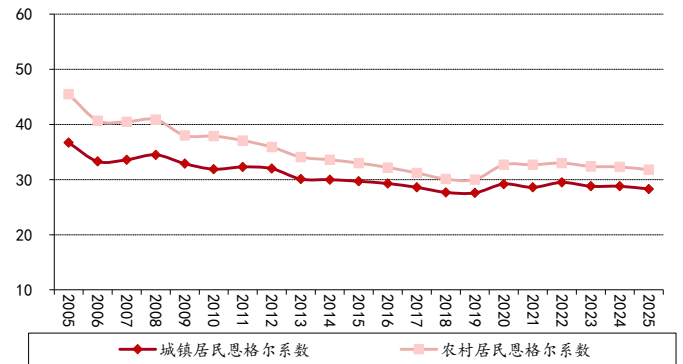
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 13. 全国居民可支配收入五等份增速变化



资料来源：同花顺，中银证券

图表 14. 城乡居民恩格尔系数表现



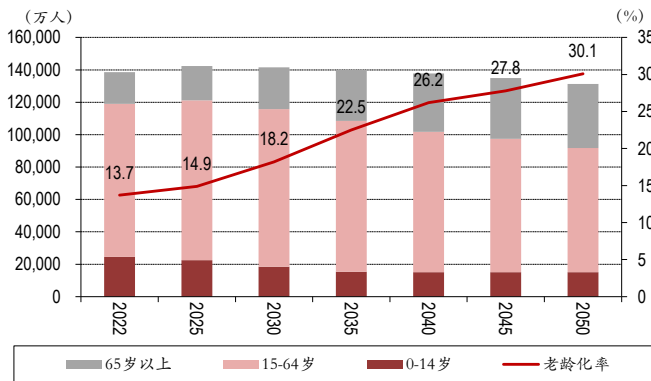
资料来源：同花顺，中银证券

1.2 人口结构变化使得行业总量红利不在，但不同阶段消费需求仍催生结构性投资机会

从人口总量、人口结构变化来看，消费行业总量红利不在，但不同阶段的消费需求仍可催生结构性投资机会。人口是消费需求的根基，人口总量的提升可带来规模效应。但当下我国人口呈现出老龄化、少子化特征。根据国家统计局数据，2024年全球总和生育率为2.25，而我国总和生育率仅为1.01。2025年我国出生人口数量创1949年以来新低。从人口结构来看，2024年，我国65岁以上人口占比为14.67%，全球65岁以上人口占比为10.20%。2024年我国结婚率仅为4.3%，创历史新低。在此背景下，国家全面放开三孩生育，建立积极的财政补贴制度，通过育儿补贴制度的完善来缓解家庭养育负担，刺激生育意愿。

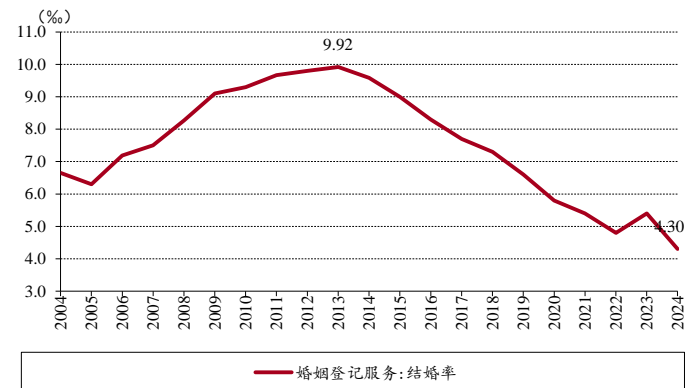
人口结构、家庭结构的变化催生了“银发经济”、“单身经济”，从而带动了相关产业的发展。近两年，在居民大额资产支出减少后，悦己类的日常消费需求增加。我们认为，未婚人群更倾向于满足个人需求的消费（如娱乐、旅行、宠物、健康等），而非家庭相关的开支（如育儿、教育、住房等），因此悦己消费成为单身经济的重要符号之一。消费品逐渐从功能性主导向提供快乐、美丽等附加值过渡。盲盒、高端护肤品、饰品、手办、宠物等悦己类产品已开始享受情绪价值带来的溢价。参考《第五消费时代》观点，在日本过去30年间，不论两人以上家庭还是单身家庭，整体消费支出都呈现出持续下降的趋势，日本社会深陷少子化、老龄化、单身化三重困境，但是在低迷的消费环境中，与健康、美容相关的支出却在大幅增加，也揭示了日本社会结构的转型及消费趋势的变化。在单身家庭数量持续攀升及社会加速迈入超老龄化阶段的背景下，人们更加重视健康和美容。相比日本，中国经济同样受人口结构变化影响，与此同时，地域发展不平衡及贫富差距较大加剧了消费市场的复杂性和多样性。从不同行业规模增速来看，情绪消费、保健品、休闲零食等行业近两年均呈现出稳健的增长趋势，相比之下传统消费存量竞争特征明显，消费行业内部业绩分化显著。

图表 15. 中国劳动力人口和老年人口变化预测



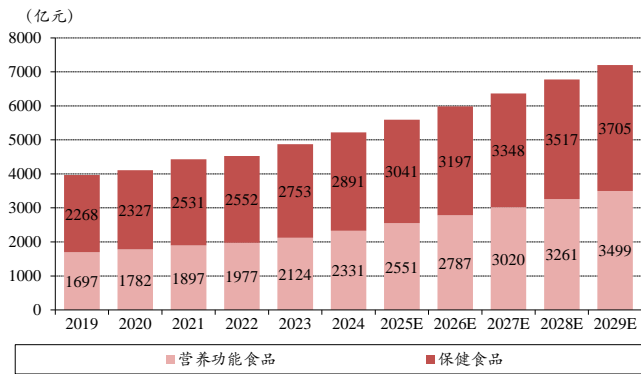
资料来源：联合国《世界人口展望》(2022)，中银证券

图表 16. 2004年至2024年我国婚姻登记服务统计



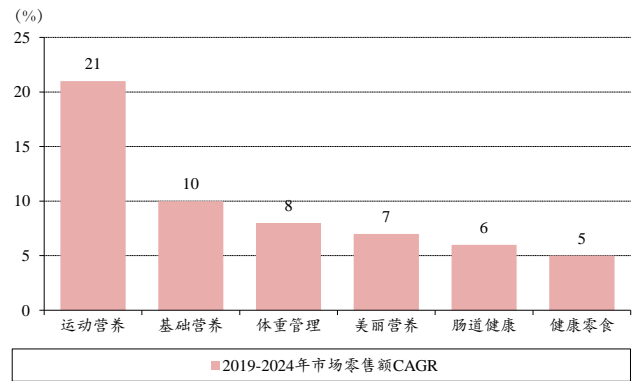
资料来源：同花顺，民政部，中银证券

图表 17. 2019-2029E 中国营养健康食品市场规模



资料来源：灼识咨询，中银证券

图表 18. 2019-2024 年营养功能食品细分领域市场规模 CAGR



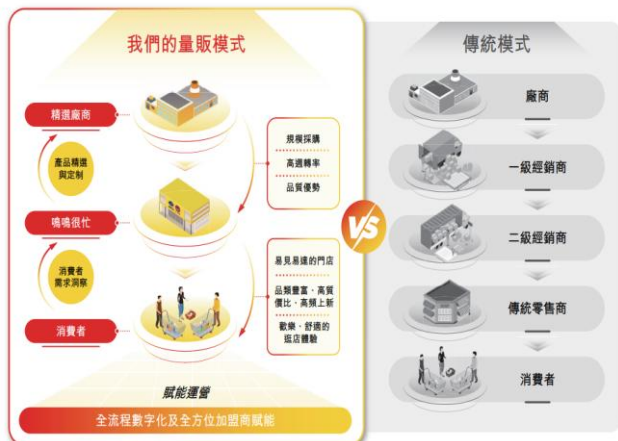
资料来源：灼识咨询，中银证券

1.3 消费者需求端的变化倒逼渠道变革，渠道新业态的迭代使得企业业绩分化

需求结构的变化逐渐影响到生产端的盈利模式，当消费者对于性价比或者物美价廉的商品需求更为明显，同时追求较好的购物体验时，催生了不同的消费业态。零食量贩店、即时零售、仓储会员店、内容电商等新业态的快速崛起最为直接的反馈了当下的需求结构，这些新的商业模式在消费分级的趋势下为消费者提供了更好的购物体验。以奶茶连锁品牌蜜雪及古茗为例，两者均通过对供应链的建设及运营效率的提升，压缩中间成本，将终端售价做到了极致性价比。此外，根据歪马送酒官方平台信息及微酒新闻，2025年，歪马送酒平台服务覆盖全国200+城市，全年售出超4.7亿瓶正品好酒，即时零售渠道也逐渐从无序向头部集中过渡。我们认为，新业态的迭代主要有两方面原因：

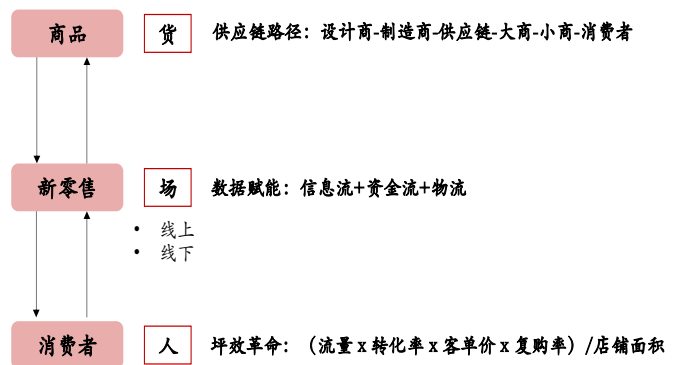
- 需求结构变化影响到生产端的盈利模式，消费者主权时代下倒逼传统零售业态改革。**受外部环境的影响，消费市场逐步从供给驱动进入了需求导向的时代，消费者对性价比及质价比商品的追求反向推动产业链各环节效率提升。零售的本质是链接消费者和商品的场所，而新零售则是在传统零售的基础上进行的一场效率革新。从Costco、ALDI（奥乐齐）的发展路径来看，我们认为国内仓储会员店、折扣店、量贩店等运营模式的相同点是尽可能减少中间环节，借助大数据赋能及供应链优势，追求门店的极致坪效，同时缩短从“货”到“人”的路径，通过对供应链条的精简在保证产品质量的基础上降低售价，满足消费者对性价比的追求。
- 传播媒介发生变化，企业获客成本增加推动品牌营销模式发生变化，消费者进入所见即所得，决策即购买的新品牌时代。**随着移动互联网的高度普及以及手机的广泛应用，消费者获取信息的方式由此前较为单一的中心媒介如电视广告、高空广告等逐渐走向了碎片化的流量时代。因媒介的传播方式发生变化，使得消费者对品牌认知及决策链路发生变化。根据《新品牌的未来》（翁怡诺著）观点，消费者的信息获得与产品购买决策逐渐一体化，推动我们进入了所见即所得、决策即购买的新品牌时代。

图表 19. 量贩模式与传统模式的差异



资料来源：同花顺，鸣鸣很忙招股书，中银证券

图表 20. 新零售通过缩短“人货场”的路径实现更高坪效



资料来源：《新零售》（刘润著），中银证券

图表 21. 国内即时零售市场发展历程



资料来源：新经销微信公众号，中银证券

当传统渠道流量下滑后，品牌方积极寻求新的增量渠道。积极拥抱渠道变化的企业近两年报表业绩呈现出较快增长。(1) 消费品企业：我们认为拥有供应链、品牌优势的龙头企业在面对行业变化时，若能及时调整战略、快速反映，则可享受渠道红利带来的业绩增长。从前三季度业绩及分渠道表现来看，有友、西麦、盐津、立高、安井等品牌业绩均实现较快增长。从渠道结构来看，新零售、电商等渠道增速普遍快于传统流通渠道。以安井为例，3Q25 公司经销商/特通直营/商超/新零售及电商渠道营收分别为 29.6 亿元 (-0.6%) / 3.2 亿元 (+68.1%) / 2.2 亿元 (+28.1%) / 2.7 亿元 (+38.1%)。

(2) 餐饮企业：消费者对于短视频和直播的青睐使得餐饮行业的营销方式也发生了变革。根据红餐网数据，2025 年短视频和达人探店是消费者最感兴趣的餐饮营销方式，短视频可更加直接的呈现出餐饮门店的“烟火气”及菜品卖相。餐饮品牌也通过多种方式如场景设计、现场表演互动等为消费者提供情绪价值及社交体验。

图表 22. 休闲食品行业部分公司 2024、1-3Q25 营收及归母净利增速情况

公司名称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
	2024	YOY(%)	1-3Q25	YOY(%)	2024	YOY(%)	1-3Q25	YOY(%)
万辰集团	323.3	247.9	365.6	77.4	2.9	454.0	8.5	917.0
有友食品	11.8	22.4	12.4	40.4	1.6	35.4	1.7	43.3
盐津铺子	53.0	28.9	44.3	14.7	6.4	26.5	6.0	22.6
西麦食品	19.0	20.2	17.0	18.3	1.3	15.4	1.3	21.9
立高食品	38.4	9.6	31.4	15.7	2.7	266.9	2.5	22.0
安井食品	151.3	7.7	113.7	2.7	14.8	0.5	9.5	(9.3)
来伊份	33.7	(15.3)	28.5	13.1	(0.8)	(231.9)	(1.3)	(194.1)
三只松鼠	106.2	49.3	77.6	8.2	4.1	85.5	1.6	(52.9)
劲仔食品	24.1	16.8	18.1	2.1	2.9	39.0	1.7	(19.5)
黑芝麻	24.6	(7.9)	14.7	(7.5)	0.8	80.5	0.1	(83.7)
洽洽食品	71.3	4.8	45.0	(5.4)	8.5	5.8	1.7	(73.2)
甘源食品	22.6	22.2	15.3	(4.5)	3.8	14.3	1.6	(43.7)

资料来源：iFind，中银证券

二、不同子行业周期拐点来看，消费有望演绎下行、触底、恢复的投资节奏

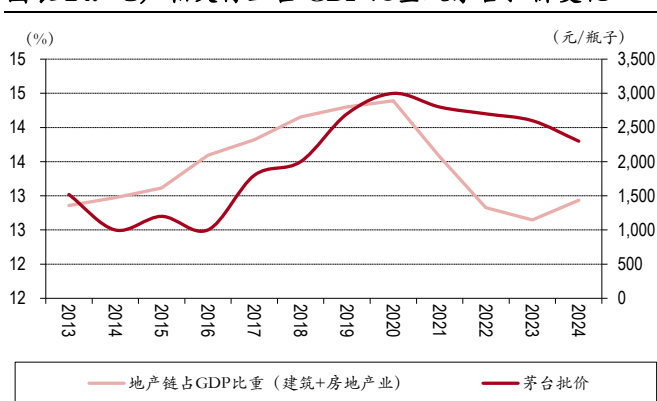
2.1 白酒：2H25 报表端加速出清，底部特征显现，行业拐点仍需等待需求侧转暖

本轮白酒行业下行期已有 4 年时间，经济驱动因素变化及“禁酒令”等政策拉长行业调整周期，白酒行业内部消费结构也有所变化。2004 年至今，白酒行业共经历了三轮完整的牛市，四轮调整。2022 年开始行业进入第四轮调整期。回顾行业发展，2022 年以前，行业具备较强的周期属性，1-3 年为一个调整期。2022 年至今，受疫情影响，国内宏观经济、产业结构、消费者意识形态均发生变化，因此本轮调整时间相较此前拉长（下行期已有 4 年时间），呈现出弱周期的特点。2022 年至今，受疫情及国内通缩的经济环境影响，消费者在可选消费品的支出方面更加理性，白酒行业进入调整期，且调整期较此前几轮周期相比拉长。由于经济增长的驱动因素发生了变化，地产相关行业占 GDP 比重持续降低，从而使得白酒行业的消费结构发生裂变，以政商务为核心消费场景的需求减少，大众消费及宴席消费接棒成为主力。2025 年 5 月 18 日，中共中央、国务院印发了修订后的《党政机关厉行节约反对浪费条例》将禁酒范围从高档酒水扩展至所有含酒精饮料，标志着酒类产业进入新一轮政策调整期。“禁酒令”对本就处于去库周期的白酒行业造成了较大冲击。

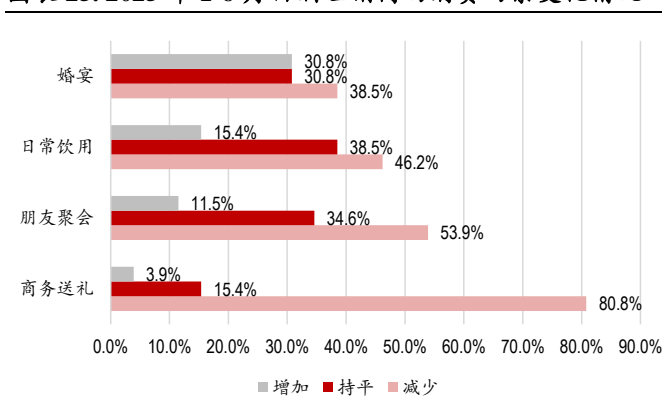
图表 23. 申万白酒指数同比涨幅及行业所处周期阶段



图表 24. 地产相关行业占 GDP 比重及茅台批价变化



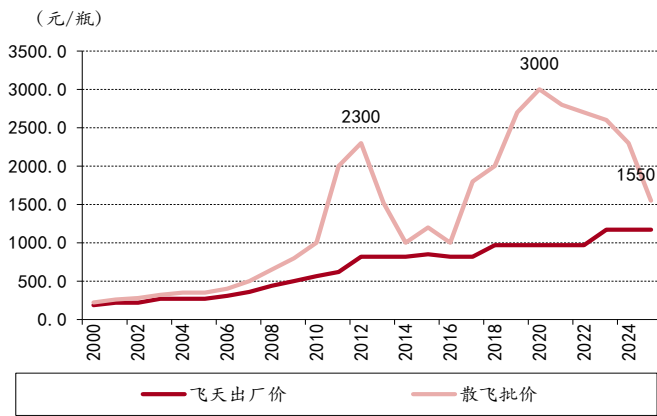
图表 25. 2025 年 1-6 月白酒经销商的消费场景变化情况



行业底部特征显现，但基本面拐点仍需等待需求侧转暖。白酒上市公司对地方利税贡献明显，因地方政府较高的考核目标，白酒企业自 2016 年以来持续追求的双位数增长目标使得行业库存不断累积，导致供需失配。从白酒供需传导路径来看，白酒渠道链条较长，商业模式以分销为主，从经销商到分销商、团购商，再到终端商。报表端的营收需要在渠道库存良性的基础上以发货确认为准，因此终端需求改善反馈到报表端，一方面需经历行业自身的库存周期的调整，另一方面离不开宏观经济及政策的支持。参考上一轮行业底部特征：（1）茅台批价接近出厂价，经销商渠道利润缩减；（2）五粮液、国窖 1573 分别在行业调整期下调出厂价；（3）众多酒厂不再压货，酒企业绩普遍大幅下滑。本轮周期，我们认为行业底部特征（价格底、业绩底、持仓底）显现，当前处于不断寻底的阶段。

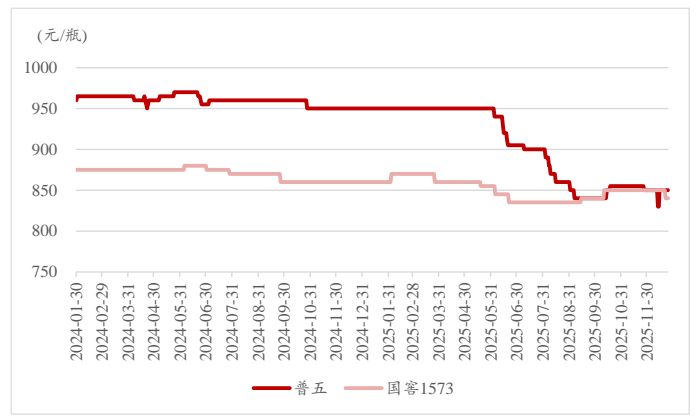
- 价格表现：飞天仍是行业价格的矛，茅台新渠道政策强化飞天消费属性，关注 2026 年飞天批价对其他品牌白酒的价格压制。**根据酒业家新闻，2025 年，400-800 元价格带白酒销量预计下探超 60%，部分产品价格下探至近 5 年最低点。从头部品牌批价表现来看，飞天批价作为行业价格的矛，年内波动较大，由年初的 2200 元左右最低跌至 1500 元附近，五粮液批价由年初的 930 元跌至年末的 800 元左右。虽然飞天批价与出厂价之间仍有利润价差，但折算到经销商的综合成本来看，渠道护城河厚度减少，经销商普遍信心不足。根据微酒新闻，近日茅台召开市场工作会议，强调 2026 年渠道供需适配，对非标产品减量，取消一些硬性产品的分销指标，保证渠道商利润。此外，公司 2026 年将在 i 茅台官方渠道上架 53%vol 500ml 飞天贵州茅台酒等多款茅台酒产品，迈开向市场化转型的第一步，飞天的消费属性被强化，i 茅台 500ml 飞天的投放对传统经销渠道的客户有一定的分流，若 2026 年飞天投放量没有明显减少，我们判断 1499 元飞天批价或将成为短期的价格天花板。

图表 26. 飞天茅台出厂价及批价价差缩小



资料来源：同花顺，中银证券

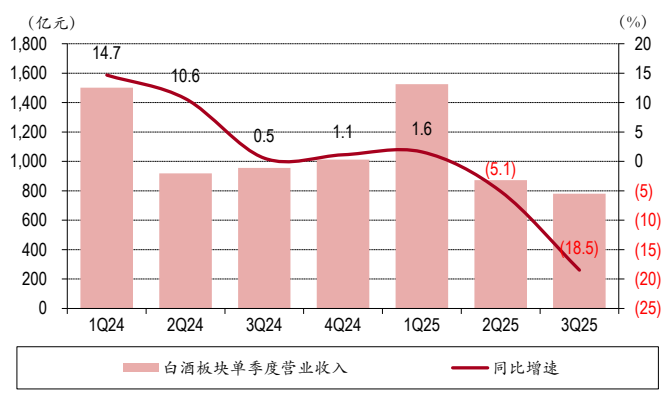
图表 27. 高度国窖 1573 及第八代五粮液批价



资料来源：同花顺，中银证券

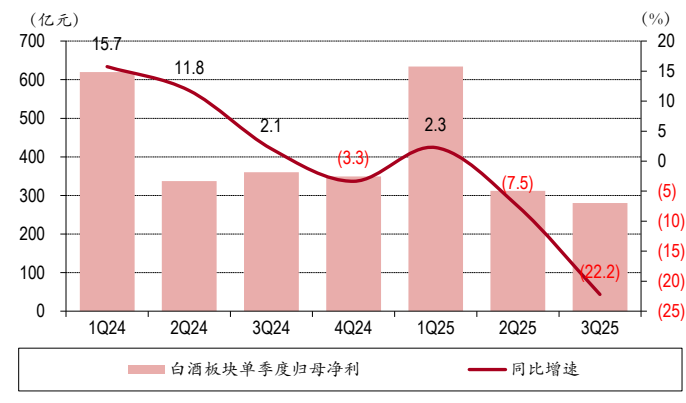
- 业绩表现：**从上市酒企业绩表现来看，上市酒企业绩增长动能放缓。板块业绩于 3Q24 明显放缓，随后逐季降速并进入负值区间。3Q25 白酒板块营收、归母净利润增速分别为-18.5%、-22.2%，剔除茅台，白酒板块营收、归母净利润增速分别为-31.5%、-48.0%。3 季度 20 家上市公司中，营收、归母净利润增速为正的分别是 4 家、3 家。部分头部酒企如五粮液、古井贡酒等 3 季报业绩下滑幅度超过 60%。短期来看，1Q26 有春节旺季提振，考虑到 2025 年内名酒批价呈现出跌幅大且急跌的特点，在名酒批价跌出性价比后，名酒春节动销或将超预期。但考虑到当前市场环境及悲观情绪，我们判断经销商回款仍偏谨慎。拉长周期来看，当前需求侧及政策监管方面仍未见明显改善及松绑，因此我们判断 2026 年报表端仍将持续出清，行业有望在 2026 年触底。

图表 28. 上市酒企单季度营收增速



资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 29. 上市酒企单季度利润增速



资料来源: 同花顺, 中银证券

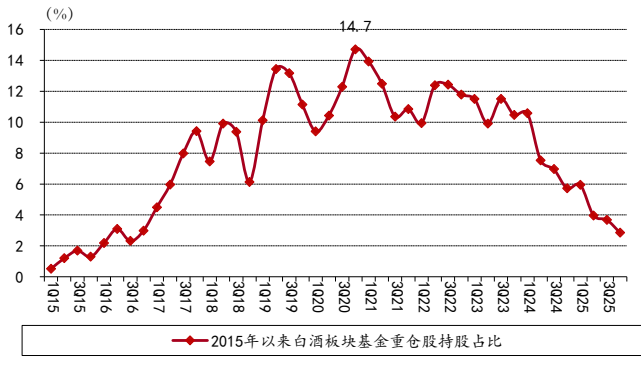
图表 30. 部分上市酒企 2025 年前三季度业绩概览

企业名称	营业收入				归母净利润			
	1-3Q25 营收 (亿元)	Yoy (%)	1-3Q25 归母净利 (亿元)	Yoy (%)	3Q25 营收 (亿元)	Yoy (%)	3Q25 归母净利 (亿元)	Yoy (%)
高端酒								
贵州茅台	1284.5	6.4	646.3	6.2	390.6	0.6	192.2	0.5
五粮液	609.5	(10.3)	215.1	(13.7)	81.7	(52.7)	20.2	(65.6)
泸州老窖	231.3	(4.8)	107.6	(7.2)	66.7	(9.8)	31.0	(13.1)
合计	2125.3	(0.2)	969.0	(0.5)	539.1	(15.1)	243.4	(14.8)
全国化次高端白酒								
山西汾酒	329.2	5.0	114.0	0.5	89.6	4.1	29.0	(1.4)
舍得酒业	37.0	(17.0)	4.7	(29.4)	10.0	(15.9)	0.3	(63.2)
酒鬼酒	7.6	(36.2)	(0.1)	(117.4)	2.0	0.8	(0.2)	(70.9)
水井坊	23.5	(38.0)	3.3	(71.0)	8.5	(58.9)	2.2	(75.0)
合计	397.3	(2.6)	121.9	(7.6)	110.1	(8.8)	31.3	(18.4)
区域白酒								
洋河股份	180.9	(34.3)	39.8	(53.7)	32.9	(29.0)	(3.7)	(158.4)
古井贡酒	164.2	(13.9)	39.6	(16.6)	25.4	(51.6)	3.0	(74.6)
今世缘	88.8	(10.7)	25.5	(17.4)	19.3	(26.8)	3.2	(48.7)
顺鑫农业	58.7	(19.8)	0.8	(79.8)	12.8	(21.7)	(1.0)	136.7
迎驾贡酒	45.2	(18.1)	15.1	(24.7)	13.6	(21.6)	3.8	(39.3)
口子窖	31.7	(27.2)	7.4	(43.4)	6.4	(46.2)	0.3	(92.5)
老白干酒	33.3	(18.5)	4.0	(28.0)	8.5	(47.5)	0.8	(68.5)
金徽酒	23.1	(1.0)	3.2	(2.8)	5.5	(4.9)	0.3	(33.0)
伊力特	13.0	(21.5)	1.4	(43.1)	2.3	(29.4)	(0.3)	(158.5)
天佑德酒	8.8	(10.8)	0.2	(62.0)	2.1	(9.3)	(0.3)	33.7
金种子酒	6.3	(22.1)	(1.0)	1.0	1.4	3.7	(0.3)	(74.4)
合计	654.0	(21.8)	136.0	(35.9)	130.2	(34.8)	5.8	(83.7)

资料来源: iFind, 中银证券

- **持仓表现:** 从主动权益基金持仓口径分析, 白酒板块持仓比例持续下降, 4Q25 持仓 2.86%, 环比下降 0.83pct, 其中茅台持仓 1.34%, 环比下降 0.14pct。23 年至今, 白酒基金持仓逐季降低, 连续 9 个季度下跌, 当前持仓已接近 2016 年初的水平。

图表 31. 白酒板块基金重仓持股占比



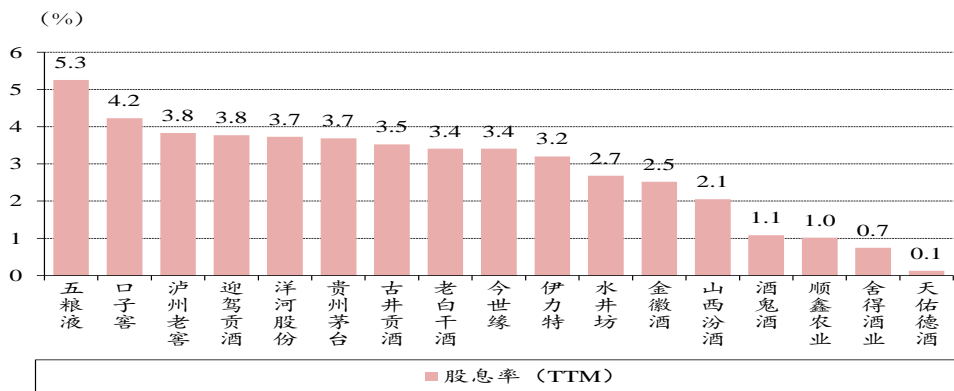
资料来源：同花顺，中银证券

图表 32. 白酒行业市盈率相对沪深 300 倍数



资料来源：同花顺，中银证券

图表 33. 上市酒企股息率



资料来源：同花顺，中银证券

注：截至日期为 2025 年 12 月 24 日

面对行业困境，龙头酒企率先向市场化全面转型，2026 年行业库存周期有望进入尾部。但是在茅台新的量价政策下，飞天消费品属性被强化，建议关注飞天批价变化对行业的持续影响。禁酒令自 2Q25 执行以来对行业产生较大影响，人民日报等权威媒体发文“禁止违规吃喝，不是吃喝都违规”的文章，分析师认为“禁酒令”在执行层面矫枉过正，政策持续纠偏，消费场景有望逐渐回归正常。从供给侧来看，面对传统消费场景受限、消费人群迭代、经济结构换挡等复杂的外部环境，头部酒企不断提升自身精细化组织管理能力，在客群转换、渠道政策优化、产品推新等方面持续推进改革。近日，头部酒企召开经销商大会，从会议内容来看，厂家重视渠道生态，通过调节供给及优化渠道政策来平衡经销商利益。我们认为，近两年头部酒企在自身管理能力及数字化建设方面进展显著，对渠道的管控能力也在增强，具备有效调节渠道库存的能力。随着库存周期进入尾部，叠加消费环境及需求转暖，2026 年行业有望走出下行、触底再恢复的路径。

价格是白酒的生命线，在行业景气偏弱的背景下，我们判断龙头白酒将率先走出调整。从过往春节销售情况来看，名酒动销在春节档期受送礼、亲朋聚饮等场景催化，均有较好的表现。2025 年白酒批价持续下探，且跌幅较大，但考虑到名酒较强的品牌效应，我们认为在性价比驱动下，春节名酒动销有望反馈积极，催化板块交易机会。拉长维度来看，我们认为价格表现对行业景气度及渠道信心起着关键作用，建议关注茅台新的量价策略下，行业价格体系的重塑。

图表 34. 2026 年部分白酒企业经销商大会要点

企业名称	2026 年产品及渠道改革政策
贵州茅台	<p>2026 年市场营销工作的首要任务为坚持以消费者为中心，全面推进茅台酒营销市场化转型。</p> <p>(1) 产品方面：根据市场实际供需，动态平衡产品投放，做好随行就市和量价平衡。产品结构系列化，形成飞天、精品、生肖、陈年&文化酒的产品矩阵。回归贵州茅台酒的“金字塔”型产品体系结构，夯实以 500ml 飞天贵州茅台酒为主力的“塔基”产品，做强精品、生肖等“塔腰”产品，把精品打造为又一大单品。激发生肖酒的民间消费收藏需求。以市场需求为驱动，陈年、文化类等“塔尖”类产品适度收缩，强化高端产品价值。茅台酱香酒集中资源打造核心产品，巩固茅台 1935 酒、茅台王子酒全国性大单品地位，力争形成“双百亿”产品格局，推动贵州大曲等区域产品向全国性大单品迈进；形成“2+N”的“价值创造”产品体系。承诺茅台 1935 不增量，将费用更多向消费端倾斜。</p> <p>(2) 渠道方面：茅台酒将推进“价格市场化改革”，核心是“随行就市”和“促进量价平衡”；渠道投放动态调控，构建“自售+经销+代售+寄售”的多元销售模式，不再采用“分销方式”向下游批发非标产品；科学测算市场容量和渠道容量，切实为渠道“减负”；推动构建线上线下融合、传统现代互补的渠道网络；更加聚焦家庭消费、友情消费、商务消费，变“坐商”为“行商”，积极主动寻找和拓展新客群，发现新消费场景。简化线上渠道操作流程，科学布局“三店一馆”（旗舰店、形象店、专卖店、文化体验馆）；抵制炒作行为，通过合理利润分配和长期价值共创实现渠道健康发展的良性循环。</p> <p>五粮液以“稳中求进、提质增效”为核心指引，正式明确 2026 年定位为“营销守正创新年”。</p> <p>(1) 产品方面：坚持以第八代五粮液为核心，定位为基本盘，加大量价关系平衡；经典系列、五粮液·紫气东来，定位超高端主力产品，加力加劲开展市场培育；1618 五粮液、39 度五粮液，定位为新的增长点，着力打造成为两个百亿级大单品；29°五粮液·一见倾心，定位为重点培育产品，加大市场推广和拓展。</p> <p>(2) 渠道方面：更大力度推动核心产品量价平衡，多措并举稳定产品价格；实施更加适应市场的灵活激励政策，全面优化过程激励兑付，助力商家高质量销售，千方百计确保广大经销商通过自身市场经营获得合理的市场回报，在商家盈利上更进一步。计划新增专卖店 100 家、优化一批低质量专卖店，总量保持在 1700 家左右；新增集合店 300 家、文化体验馆 10 家。</p>
五粮液	<p>2026 年是汾酒复兴纲领第二阶段的起步之年，也是汾酒经营模式的转变之年。将聚焦“真情共鸣，彼此成就，与消费者共创未来”一条主线，从“渠道思维”转向“用户思维”，引领行业营销模式变革，通过传统营销主导的全国化 2.0 及悦己消费主导的年轻化 1.0、国际化 1.0 两条战线，巩固、拓展传统营销阵地，同时大力布局悦己消费第二增长曲线。</p> <p>(1) 产品方面：青花 26 及以上高端产品要实现价值引领；百亿大单品青花 20 继续巩固提升；老白汾酒作为重要增长极要尽快起势；玻汾作为实现全国市场覆盖和满足悦己消费需求的关键产品，要保证价格刚性。竹叶青酒将以悦己消费为战略突破方向，加快新产品开发，有序投入市场。</p> <p>(2) 渠道方面：战略聚焦市场 12 大重点市场、5 大机遇市场、10 大低度青花 30 潜力市场，汇聚公司资源聚焦潜力客户，匹配专项费用支持；另外包括有效终端数量扩容和核心终端开瓶工作及核心市场深耕、潜力市场放量、机会市场辐射等。</p>
山西汾酒	

资料来源：微酒，酒业家，名酒研究所，中银证券

2.2 乳制品：2026 年原奶价格有望企稳，功能营养及深加工产品有望带来行业新的增长引擎

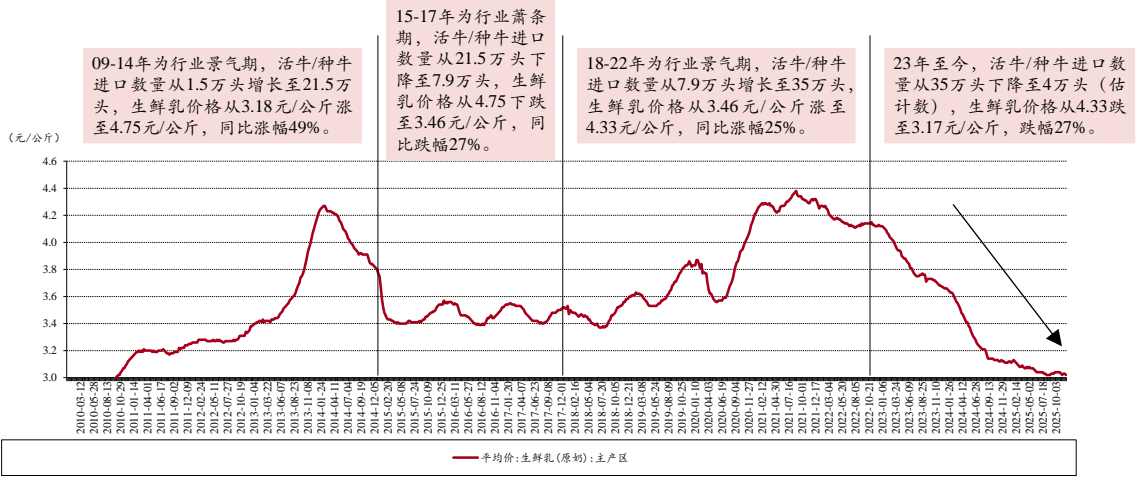
生鲜乳价格降至年内低点，2H25 降幅环比收窄明显，2026 年奶价有望触底回升。2025 年 1-11 月，我国主产区生鲜乳平均价为 3.06 元/公斤，同比下降 8.0%，其中 2H25（25.6-11 月）生鲜乳平均价格降幅为 -4.6%，降幅环比 1H25（-11.7%）明显收窄。根据中国奶业协会及农业农村部数据，规模牛场的奶牛存栏仍在持续下降，2025 年估计仍会下降 20 万头左右，去产能持续进行。相比前两轮周期，本轮原奶周期调整时间更长，奶价降幅更大，从行业上下游分析：

(1) **上游端来看**，18-22 年行业景气期，大型牧场扩建增持，2022 年生鲜乳产量达到 3118 万吨高点，但是疫情以来，乳制品需求持续疲软，供给扩张叠加需求疲软导致奶价持续下跌。1H25 上游牧场在经营压力下陆续出清，但头部牧场较小牧场相比出清难度较大，行业产能去化时间较长。2H25 肉牛价格呈现小幅上行趋势，助力产能去化。

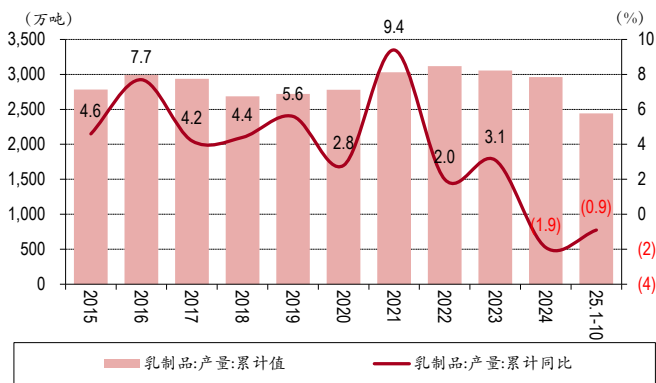
(2) **下游端来看**，乳制品企业受喷粉亏损及资金占压严重而承压，行业供需错配，液奶表现低迷。此外，近两年中小企业及白牌产品依靠成本红利及渠道背书，通过价格战与头部品牌抢夺市场份额。考虑头部企业全链条品质较难被超越，且原奶价格将重回上升轨道，因此行业会重新回归品牌及品质的有序竞争。根据伊利股份投资者公开日信息，2026 年伊利的液奶有望率先于行业实现增长，基本盘稳中向好。

结合行业自身调整周期及经济周期判断，我们认为本轮奶牛调整周期拐点有望在 2026 年显现，原奶价格企稳后，上下游企业将迎来盈利改善。

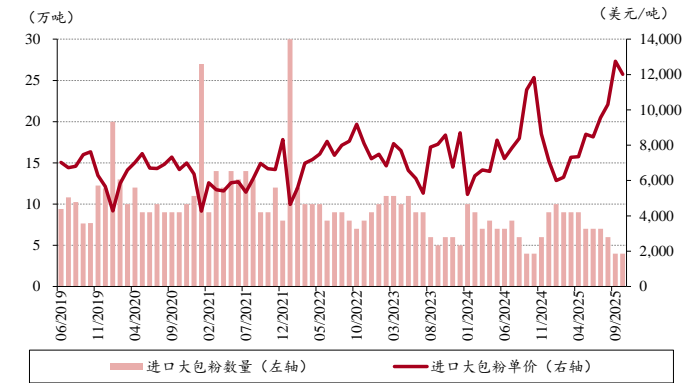
图表 35. 我国奶牛养殖周期的特征



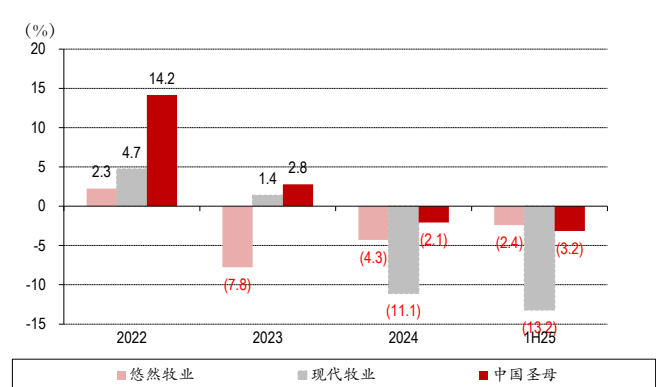
图表 36. 乳制品产量及同比增速（15-25.10）



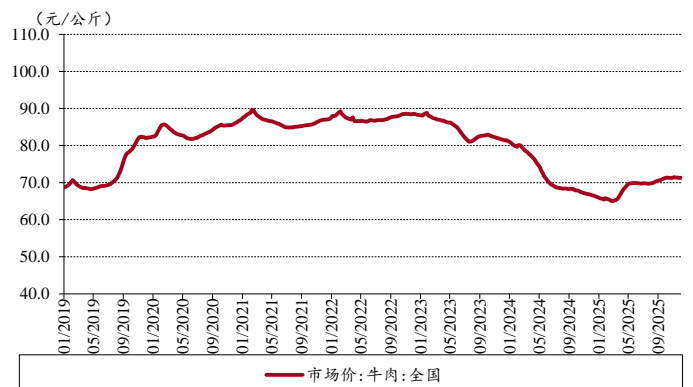
图表 37. 进口大包粉数量及单价



图表 38. 龙头牧场销售净利率（2022-1H25）



图表 39. 2H25 牛肉价格呈现上行趋势



图表 40. 下游乳制品企业 1-3Q25 业绩概览

公司名称	营业收入				归母净利润			
	1-3Q25(亿元)	YOY(%)	3Q25(亿元)	YOY(%)	1-3Q25(亿元)	YOY(%)	3Q25(亿元)	YOY(%)
伊利股份	903.4	1.8	285.6	(1.6)	104.3	(4.1)	32.3	(3.3)
光明乳业	182.3	(1.0)	57.6	1.0	0.9	(25.0)	(1.3)	20.7
新乳业	84.3	3.5	29.1	4.4	6.2	31.5	2.3	27.7
三元股份	48.7	(10.1)	15.4	(0.8)	2.4	124.8	0.5	334.8
妙可蓝多	39.6	10.1	13.9	14.2	1.8	106.9	0.4	214.7
天润乳业	20.7	(3.8)	6.8	(4.8)	(0.1)	(147.7)	0.1	(77.6)
贝因美	20.3	(2.6)	6.8	1.2	1.1	48.1	0.3	59.2
阳光乳业	3.6	(7.6)	1.2	(8.8)	0.9	2.2	0.3	(8.8)
蒙牛乳业	415.7	(6.9)	-	-	20.5	(16.4)	-	-
中国飞鹤	91.5	(9.4)	-	-	10.0	(46.7)	-	-

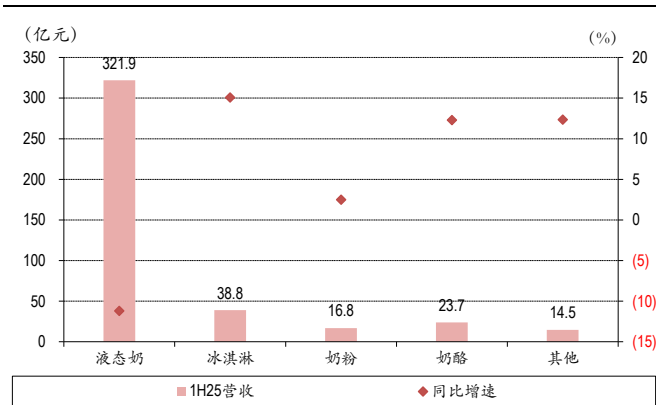
资料来源: iFind, 中银证券

注: 蒙牛乳业和中国飞鹤均为港股公司, 表内数据为 1H25 营收及归母净利润及同比增速

坚持培育品类多元化发展, “十五五”期间, 功能营养及深加工产品有望带来新的市场机遇, 龙头乳企通过产品结构提升, 净利率有望再上一个台阶。从龙头乳企不同产品表现来看, 2025 年液奶收入仍有承压, 但降幅收窄, 奶粉及其他产品均延续增长。根据伊利投资者公开日信息, “十四五”期间面临消费者需求及渠道变革等问题, 公司聚焦维稳全产业链与盈利能力的提升, 预计 2025 年可顺利完成 9% 的净利率目标。从企业未来五年规划来看, 公司将从底部蓄势到聚力成长, 规划净利率再上一个台阶。产品方面, 通过深加工业务产品来促进国际市场的开发, 同时顺应大健康的消费趋势, 大力发展功能营养品业务, 在做好主业升级的同时, 进行横向拓展。未来业务组合最终形成乳制品+功能营养品的格局, 建立起全球化的运营体系。

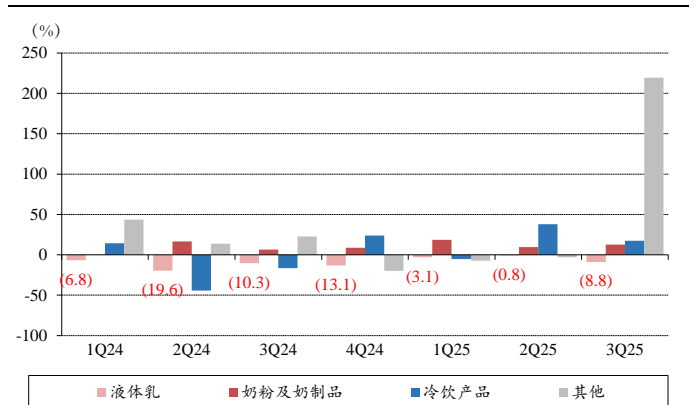
2025 年 12 月 22 日, 商务部公布了对欧盟进口乳制品反补贴调查的初步裁定, 推升欧盟对华出口成本。我们认为, 该反补贴政策利好乳制品深加工国产替代, 对于头部乳企, 产品结构多元化符合当下大健康的消费趋势, 同时助力盈利能力提升。建议关注伊利、蒙牛等国产龙头乳制品企业。

图表 41. 1H25 蒙牛乳业不同产品营收及同比增速



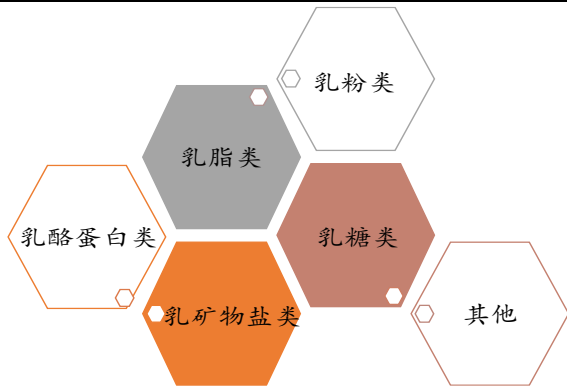
资料来源: iFind, 中银证券

图表 42. 1Q24-3Q25 伊利分季度不同类产品营收增速



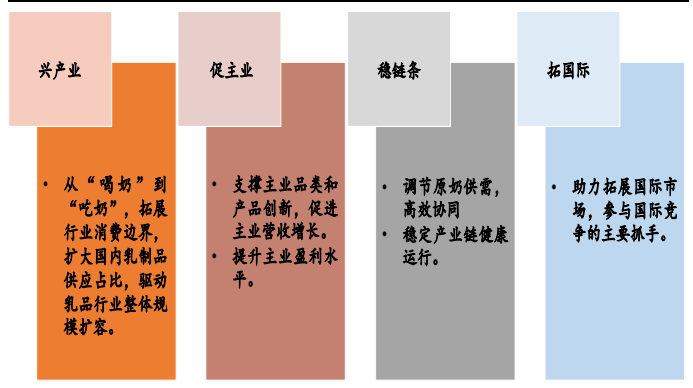
资料来源: iFind, 中银证券

图表 43. 乳深加工产品分类



资料来源：伊利投资者交流日现场图片，中银证券

图表 44. 乳深加工的业务价值

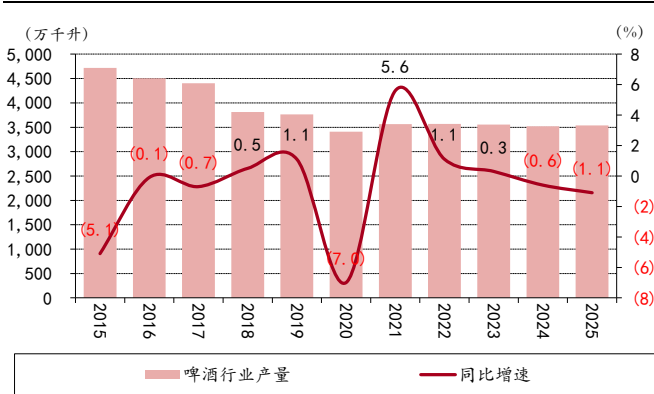


资料来源：伊利投资者交流日现场图片，中银证券

2.3 啤酒：消费场景修复有望带动板块景气回升，关注原材料价格上扬对成本端的影响

1-3Q25 啤酒行业量价承压，行业整体景气偏弱。2025 年 1-10 月，社会零售消费品总额累计同比增长 3.7%，同比增速依然好于餐饮消费，餐饮及限额以上餐饮 11、12 月持续走低，但整体表现仍偏弱。2025 年消费场景受限，啤酒行业量、价承压。1-3Q25 啤酒板块营收、归母净利增速分别 2.0%、11.8%，其中 3Q25 营收、归母净利增速分别为 0.6%、11.3%，增速环比走弱。2025 年，啤酒累计产量 3536.00 万千升，同比-1.1%。分不同企业来看，1Q25 至 3Q25，龙头啤酒企业销量及吨价表现边际减弱。1-3Q25 青啤/燕京/珠啤/重庆销量增速分别为+1.6%/+1.4%/+1.8%/+0.4%，吨价增速分别为-0.2%/+3.1%/+1.9%/-0.4%。3Q25 青啤/燕京/珠啤/重庆销量增速分别为+0.3%/+0.1%/-2.9%/-0.7%，吨价增速分别为-0.5%/+1.4%/+1.6%/+1.1%，其中燕京、珠啤吨价表现好于其他啤酒企业。

图表 45. 啤酒累计产量、同比增速



资料来源：iFind，中银证券

图表 46. 社零及餐饮消费总额当月同比



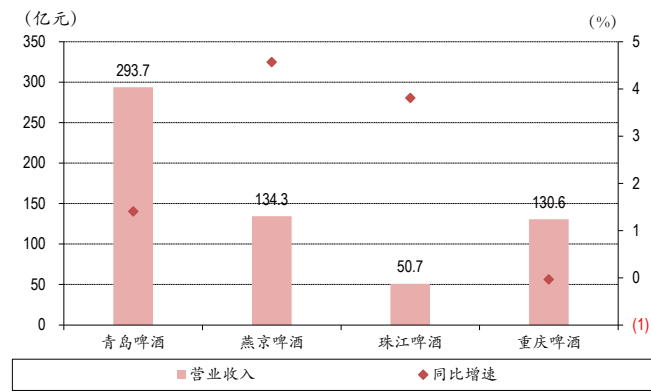
资料来源：iFind，中银证券

图表 47. 部分啤酒企业 1-3Q25 销量及吨价增速表现

公司名称	销量增速 (%)					吨价增速 (%)				
	1Q25	2Q25	3Q25	1H25	1-3Q25	1Q25	2Q25	3Q25	1H25	1-3Q25
青岛啤酒	3.5	1.0	0.3	2.2	1.6	(0.6)	0.3	(0.5)	(0.1)	(0.2)
燕京啤酒	3.1	1.3	0.1	2.0	1.4	3.5	4.8	1.4	4.3	3.1
珠江啤酒	11.7	1.1	(2.9)	5.1	1.8	(0.9)	3.8	1.6	1.9	1.9
重庆啤酒	1.9	2.3	(0.7)	1.0	0.4	1.8	(4.0)	1.1	(1.2)	(0.4)

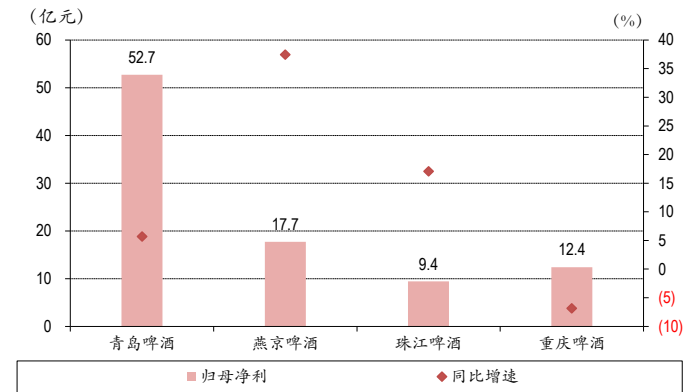
资料来源：iFind，中银证券

图表 48. 1-3Q25 啤酒龙头企业营收及同比增速



资料来源: iFind, 中银证券

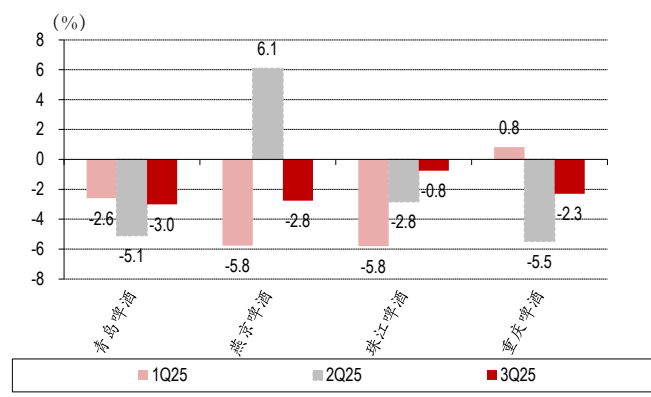
图表 49. 1-3Q25 啤酒龙头企业归母净利润及同比增速



资料来源: iFind, 中银证券

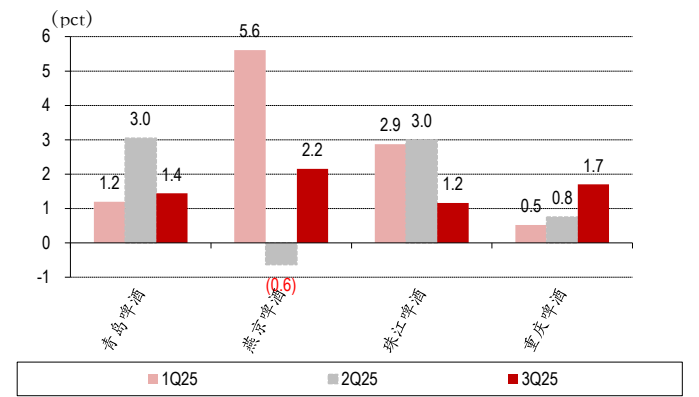
1-3Q25 吨成本下降带动板块毛利率抬升。2026 年关注原材料价格上扬, 但考虑到企业会提前采购锁价, 因此 2026 年成本端将保持平稳, 但成本红利减弱。 (1) 得益于成本红利延续, 1-3Q25 板块毛利率为 46.3%, 同比提升 1.8pct, 毛销差持续改善。从不同企业表现来看, 1-3Q25 青岛/燕京/珠江/重庆吨成本增速同比分别为 -3.2%/-0.8%/-2.5%/-2.3%, 毛利率同比分别为 +1.9pct/+2.1pct/+2.2pct/+1.0pct。 (2) 从原材料成本来看, 根据公司投资者交流, 青岛啤酒公告公司于 2024 年 4 季度对 2025 年主要原材料的采购已基本锁定, 因此 2025 年公司仍可享受成本下行的红利。2025 年下半年, 铝锭、瓦楞纸等原材料价格呈现上扬趋势, 3Q25 及 25 年 11 月, 铝锭价格同比分别增长 5.9%、3.1%, 瓦楞纸价格同比分别增长 1.3%、16.9%。进口大麦 3Q25 价格同比增长 4.1%。2H25 虽然原材料价格呈现上扬趋势, 考虑到啤酒企业对原材料采购会提前锁定, 因此 2026 年成本端或将保持平稳, 但成本红利减弱。

图表 50. 啤酒龙头企业吨成本分季度同比增速



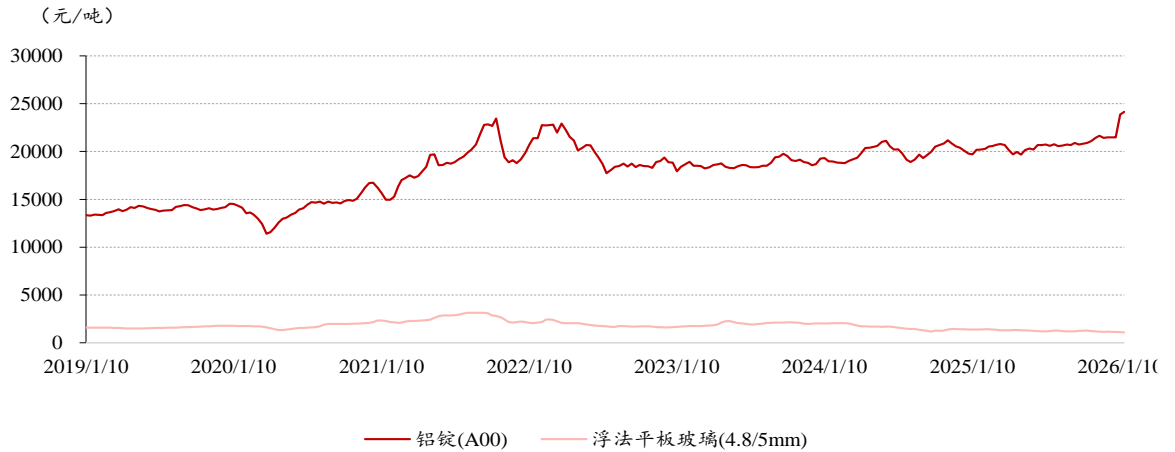
资料来源: iFind, 中银证券

图表 51. 啤酒龙头企业毛利率分季度同比变动



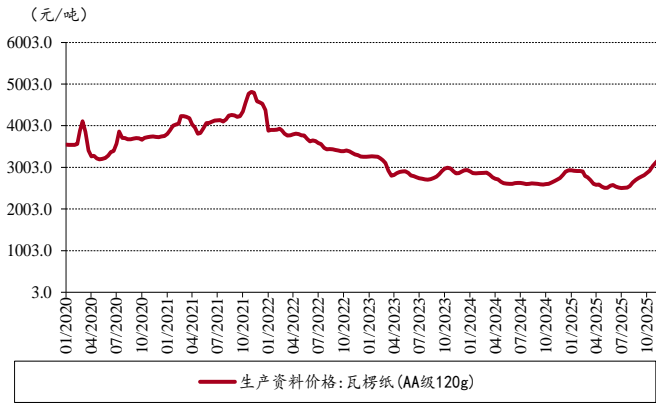
资料来源: iFind, 中银证券

图表 52. 铝锭、玻璃价格变动（截至 2026 年 1 月 20 日）



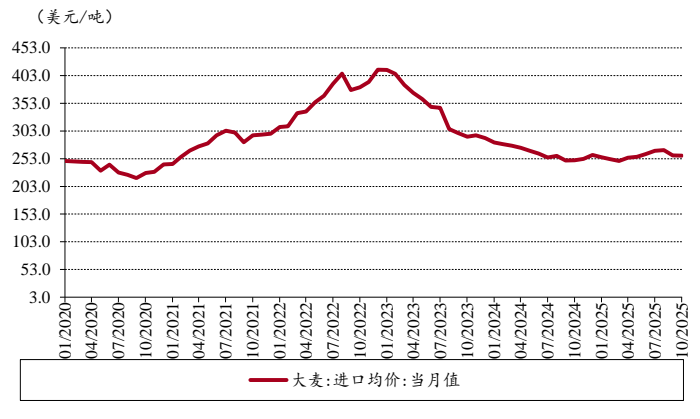
资料来源: iFind, 中银证券

图表 53. 瓦楞纸价格变动（截至 2025 年 11 月 30 日）



资料来源: iFind, 中银证券

图表 54. 进口大麦价格变动（截至 2025 年 10 月）



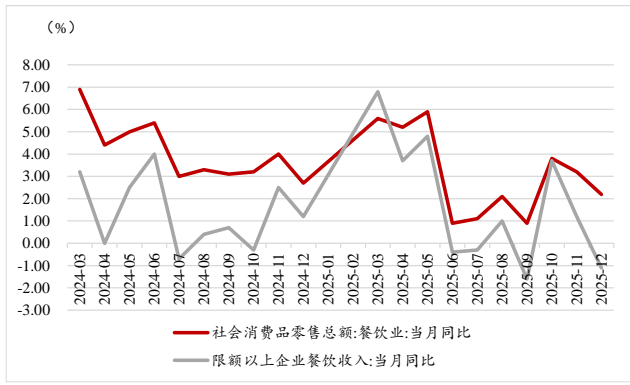
资料来源: iFind, 中银证券

啤酒龙头延续产品结构升级，低基数及场景修复有望提振终端动销回暖。从不同酒企经营节奏来看，青岛啤酒新兴渠道布局领先行业，带动中高端品类增长，1-3Q25 青啤总销量/中高端以上产品销量增速分别为+1.6%、+5.6%。新董事长上任以来围绕消费者需求推动全渠道布局，对弱势区域进行主动变革，通过持续的产品推新扩容推动销售增长。公司动态股息率为 3.5%，估值分位数处于历史较低位置。燕京啤酒持续加大中高档产品布局，在需求疲软的背景下，大单品 U8 延续较好的增长趋势，产品结构持续优化。3Q25 公司吨成本同比-2.8%至 2125 元/吨，带动毛利率同比增长 2.2pct 至 50.2%。“十四五”期间，公司提出“二次创业”，企业内部组织管理能力得到显著提升，改革红利持续兑现。我们认为未来公司将延续大单品、全国化逻辑，同时推动新品布局，打造新的增长极。近日，公司公告前三季度利润分配方案，拟共分配现金股利 2.81 亿元，累计分红率有望提升。2025 年啤酒消费场景受损，展望 2026 年，我们认为啤酒板块可享受行业 β 修复带来的景气提升，且行业所处的大众价格带仍存在产品结构升级机会，建议关注青岛啤酒，建议关注燕京啤酒。

2.4 调味品：关注细分赛道新品表现及龙头出海机会

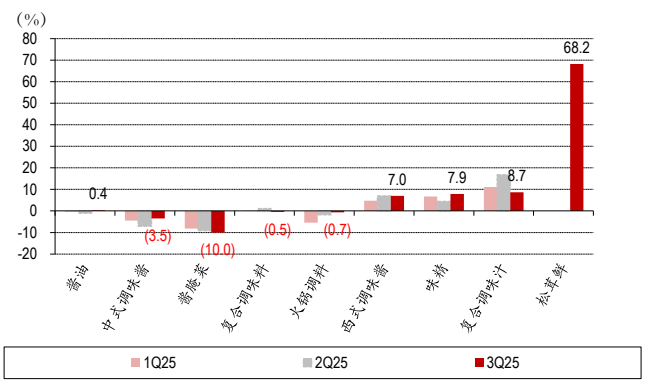
基础调味料表现平稳，健康品类提速。需求偏弱环境下，龙头公司市场份额持续提升。2025 年，餐饮及限额以上餐饮累计同比分别为 3.2%、2.0%，限额以上餐饮表现弱于大众餐饮。餐饮疲软拖累整体调味品表现，根据马上赢数据，3Q25 酱油、复合调味料和火锅调料销售额同比基本持平，中式调味酱同比小幅下滑，松茸鲜销售额同比增速+68.2%，领跑其它类目。根据艾媒咨询及新调味数据，2023-2025 年中国松茸调味料市场规模复合年均增长率达 134.6%，预计 2025 年市场规模达 15.47 亿元。调味品大类基本延续“基础类目趋稳，健康品类提速、传统细分承压”的格局。从基础调味品及复合调味品 Top5 集团市场份额变动来看，海天、颐海、天味 2025 年前三季度市场份额持续提升，龙头马太效应明显。

图表 55. 餐饮及限额以上餐饮零售额当月同比



资料来源: iFind, 中银证券

图表 56. 不同类调味品销售额同比增速 (1Q25-3Q25)



资料来源: 马上赢, 中银证券

图表 57. 莲花控股及太太乐松茸相关单品



资料来源: 莲花控股官网, 新调味, 中银证券

餐饮较弱的背景下市场竞争加剧, 1-3Q25 企业费投同比增加, 但龙头业绩表现稳健。复合调味品与餐饮口味及风向变化关联度高, 25 年复合调味料及火锅底料等产品出新节奏放缓, 消费赛道进一步细分, 关注渠道结构变化带来的新增量。受益大豆、包材等原材料成本同比回落, 1-3Q25 调味品板块毛利率同比提升 2.2pct。在行业贝塔较弱的背景下, 品牌竞争加剧, 企业费用投放普遍增加, 1-3Q25 调味品板块销售费用率同比提升 1.0pct, 净利率同比基本持平。基础调味品竞争格局稳定, 龙头业绩彰显韧性, 2026 年在 CPI 温和改善的背景下, 我们判断龙头企业仍可切割竞品份额, 市场渗透率持续提升。复合调味品方面, 关注新品驱动及企业自身渠道结构调整。建议关注海天味业、安琪酵母、颐海国际。

- **基础调味品:** (1) 1-3Q25 海天、中炬、千禾营收增速分别为+6.0%、-20.0%、-13.2%, 归母净利增速分别为+10.5%、-34.1%、-26.1%。龙头海天自 2024 年理顺渠道及内部机制后, 率先走出调整, 业绩表现优于其他两家基础调味品企业。受餐饮阶段性扰动, 3Q25 公司业绩增速放缓, 但公司依托较强的管理能力, 新品及新渠道仍持续贡献增量, 业绩表现优于其他调味品企业。近日, 海天发布未来三年 (2025-2027 年) 股东回报规划, 25 至 27 年度, 公司每年现金分红总额占当年归母净利的比例不低于 80%。此外, 公司公告 2025 年回报股东特别分红权益分派实施公告, A/H 股东每 10 股派发现金红利 3.0 元 (含税), 彰显公司注重股东回报。(2) 中炬高新近两年处于持续的内部调整中, 2025 年新董事长上任后, 渠道军心得以稳定, 公司积极消化此前积压的库存, 目前酱油、蚝油产品的销售表现优于鸡精及食用油。(3) 1-3Q25 千禾味业业绩承压, 主要与去年同期高基数及舆情事件影响有关, 3Q25 公司线下渠道转正, 同比+3.7%, 我们判断, 目前渠道仍处于持续恢复中。2026 年在低基数下, 公司经营有望修复。

➤ **复合调味品：**（1）复合调味品的渠道销售主要来自餐饮、家庭和食品工业三个方面，受益于连锁化率的提升、调味品品类多元化以及渠道拓展等因素驱动，复合调味品市场规模增速快于基础调味品。根据天味食品招股书及弗若斯特沙利文的数据，2024 年复合调味品市场规模占整体调味品市场的 25.4%，预计 2024 至 2029 年，复合调味品的 CAGR 为 9.9%，增速快于基础调味品。鸡精仍为复调最大的单一品类，在健康化诉求下，近两年不断延伸出新的品类。（2）从不同企业表现来看，复调企业传统渠道表现承压。3 季度，天味受益食萃、加点滋味并表贡献，线上渠道实现较高增长。此外，公司于 25 年 9 月并表一品味享，切入即食酱赛道，我们预计贡献额外增量。从内生表现来看，火锅料及菜谱式调料收入仍有承压。颐海国际积极调整渠道策略，在流通渠道承压的背景下，布局“两直”业务（直接与 KA 商超对接产品、直接配送），未来随着“两直”业务规模效应显现，渠道利润率将得到显著优化。公司海外业务持续推进，产能利用率持续提升。

图表 58. 调味品上市公司 1-3Q25 业绩概览

企业名称	1-3Q25 营业收入 (亿元)	同比增速 (%)	1-3Q25 归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	3Q25 营收 (亿元)	同比增速 (%)	3Q25 归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)
基础调味品								
海天味业	216.3	6.0	53.2	10.5	64.0	2.5	14.1	3.4
中炬高新	31.6	(20.0)	3.8	(34.1)	10.2	(22.8)	1.2	(45.7)
千禾味业	19.9	(13.2)	2.6	(26.1)	6.7	(4.3)	0.9	(14.6)
恒顺醋业	16.3	6.3	1.4	18.0	5.0	(4.6)	0.3	17.7
复合调味品								
天味食品	24.1	2.0	3.9	(9.3)	10.2	13.8	2.0	8.9
日辰股份	3.4	15.7	0.6	18.2	1.4	27.7	0.3	13.1
宝立食品	21.3	10.5	1.9	10.6	7.5	14.6	0.8	15.7
莲花控股	24.9	28.7	2.5	53.1	8.7	22.0	0.9	42.2
颐海国际	29.3	0.0	3.1	0.4				
其他								
安琪酵母	117.9	8.0	11.2	17.1	38.9	4.0	3.2	21.0
涪陵榨菜	20.0	1.8	6.7	0.3	6.9	4.5	2.3	4.3

资料来源：iFind，中银证券

注：颐海国际为港股公司，表内为 1H25 业绩

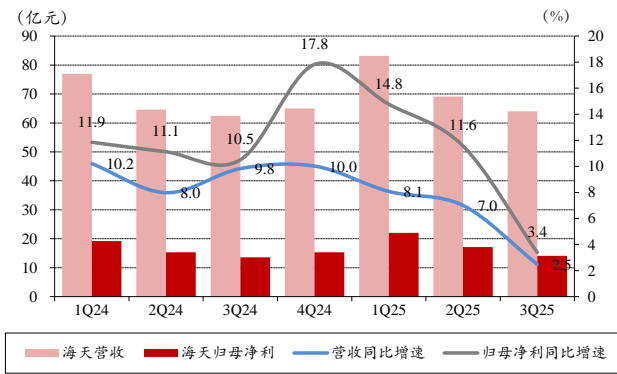
海外市场布局有望打开新的增量空间，调味品龙头纷纷布局海外市场。（1）根据天味招股书及弗若斯特沙利文数据，2024 年中国调味品行业的市场规模为 4981 亿元，其中单一调味品（酱油、醋等）市场规模为 3716 亿元，2020 至 2024 年单一调味品年复合增速仅为 1.4%，行业存量竞争特点显著。随着国内市场竞争加剧，中国连锁餐饮品牌加速布局海外市场，在海外扩张的同时，上游供应链企业也在协同推进全球化布局。调味品企业与餐饮行业关联性较高，在国内市场空间有限的背景下，中国调味品企业纷纷布局海外市场，打开新的增量空间。（2）2025 年 6 月，海天 H 股在香港联交所成功发行，天味食品于 2025 年 10 月向香港联交所提交境外上市申请。两家企业均有规划扩大海外市场业务版图。从两家公司的收入结构来看，均呈现出品类多元化的特点。参考龟甲万的发展路径，我们认为产品结构多元化及海外业务占比逐年提升为龟甲万带来了估值溢价。国内调味品市场竞争格局稳定，但行业集中度相对分散。龙头企业在品牌沉淀、生产能力方面优势显著，在国内市场渗透率不断提升的同时，海外市场布局成为调味品龙头中长期战略的重要部分。建议关注海天味业、安琪酵母等细分领域龙头企业在主业经营持续修复的背景下，中长期海外市场带来的增量空间。

图表 59. 我国调味料及食材相关企业海外业务拓展情况

企业名称	海外业务拓展情况
颐海国际	马来西亚工厂和泰国一期工厂分别于 2020 年、2023 年投产，泰国二期工厂于 2025 年投产，泰国工厂产能持续爬升。
李锦记	产品销往全球 100 余个国家及地区，并在美国洛杉矶和马来西亚吉隆坡设有生产基地。
安琪酵母	产品已出口到全球 170 多个国家和地区，并在埃及、俄罗斯等国建有生产基地。
思念食品	在美国建有生产工厂，日均最高产量达 100 吨，涵盖水饺、馄饨、包子、烧麦等产品。此外，部分产品进驻 Costco、Vons、FreshGoGo 等商超和电商平台。
天味食品	公司计划扩大在海外市场的业务版图，计划在海外核心市场建立沉浸式品牌体验中心，将产品销往海外。
海天味业	海天 H 股于 2025 年 6 月计划在东南亚及欧洲等地区拓展海外市场。

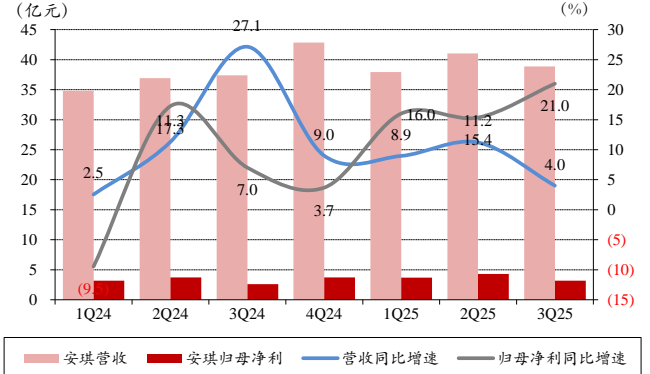
资料来源：红餐大数据，各公司公告，中银证券

图表 60. 1Q24-3Q25 海天营收及归母净利



资料来源：iFind，中银证券

图表 61. 1Q24-3Q25 安琪酵母营收及归母净利



资料来源：iFind，中银证券

三、零售连锁业态品牌集中、场景降级特点显著，拓店及坪效增收兼顾

3.1 量贩业态

量贩零食店依靠下沉市场的人口红利及高效的单店模型，近两年行业规模持续增长。（1）按不同城市级别来看，下沉市场表现出较强的消费潜力。根据国家统计局数据及我们测算，三、四线及以下城市人口占比为 63.8%，占全国 GDP 的 53.3%。我们认为下沉市场仍存在人口结构红利，行业的渗透率仍有提升空间。以休闲食品行业为例，相比其他快消品，休闲食品发展阶段更为靠后，因此下沉市场仍存在大量的消费升级机会，推动行业规模保持高个位数的增长速度。根据鸣鸣很忙招股书，2024 年，我国休闲食品饮料行业市场规模为 3.74 万亿，2019 至 2024 年行业规模 CAGR 为 5.5%，其中高线市场、下沉市场 CAGR 分别为 4.0%、6.5%，下沉市场增速快于高线市场，行业仍处于增量业态。（2）从量贩零食自身运营模式来看，量贩模式不涉及出租货架、盈利损耗，并且渠道环节精简，从而实现更高效率，并持续迭代其他渠道的市场份额。零食量贩渠道满足了消费者对于优质、平价、多样性的零食需求，近两年得以快速发展。根据弗若斯特沙利文报告，鸣鸣很忙的单店 SKU 数量是同等规模商超中休闲食品饮料产品平均 SKU 数量的 2 倍。截至 3 季度末，头部企业鸣鸣很忙及万辰集团门店数量合计超过 30000 家。

图表 62. 高性价比是现代消费者普遍认同的价值取向

消费关注重点	所有受访者	重视精神	比较重视精神	比较重视物质	重视物质
便宜，性价比高	67.1%	58.4%	65.9%	72.8%	65.2%
结实耐用	54.9%	47.4%	61.1%	58.7%	42.7%
让生活更舒适	41.2%	38.3%	47.8%	44.8%	26.4%
间接，基本款设计	37.8%	33.1%	42.8%	40.2%	28.2%
能够长久拥有并爱惜使用	36.9%	28.6%	46.0%	35.5%	27.0%

资料来源：Culture Studies(文化研究所)，“第五消费时代调查”（2024），中银证券

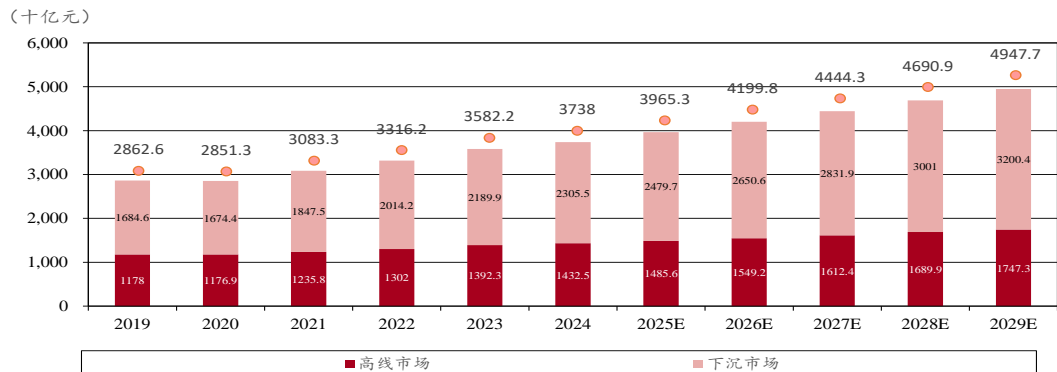
图表 63. 不同级别城市人口占比及人均 GDP 情况

城市级别	人口 (万人)	占比	GDP (亿元)	占比	人均 GDP (元/人)	人均 GDP/全国平均数
一线城市	8324	5.9%	170928	11.9%	205343	2.1
新一线城市	19548	13.9%	260665	18.1%	133345	1.4
二线城市	23057	16.4%	240360	16.7%	104245	1.1
三、四线城市及以下	89899	63.8%	767131	53.3%	85333	0.9
全国总计	140828	-	1439084	-	95749	-

资料来源：同花顺，国家统计局，第一财经，中银证券

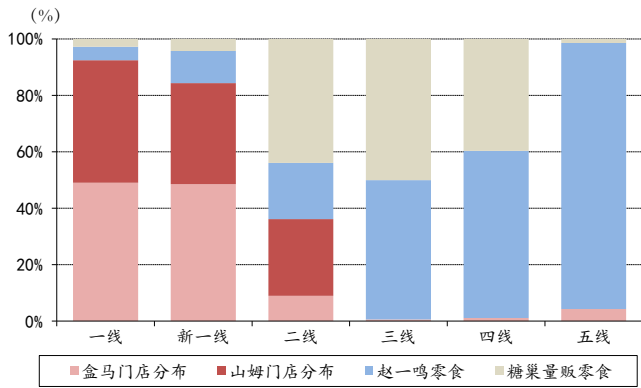
注：GDP 及人均 GDP 为 2023 年数据，城市级别分类根据第一财经发布的《2025 新一线城市魅力排行榜》

图表 64. 休闲食品饮料产品 GMV 及同比增速（下沉市场增速快于高线市场）



资料来源：鸣鸣很忙招股书，中银证券

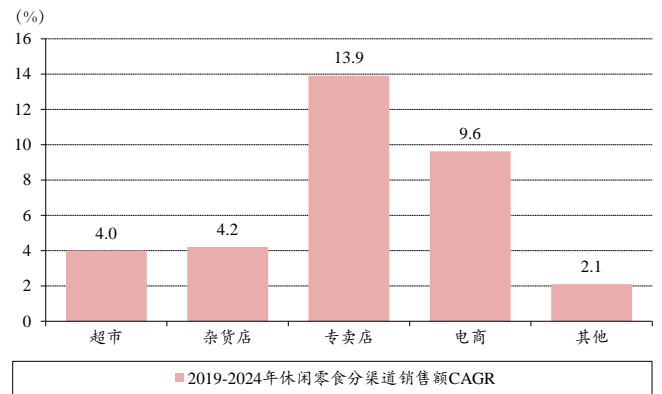
图表 65. 不同类型连锁商超门店分布差异显著



资料来源：窄门餐眼，中银证券

注：门店数量更新至2026年1月，其中山姆会员店更新至2025年7月

图表 66. 休闲食品不同渠道销售表现



资料来源：鸣鸣很忙招股书，中银证券

零食量贩业态从粗放式增长转向精细化运营，龙头企业依托下沉市场基本盘积极探索新店型，优化单店模型。根据鸣鸣很忙招股书及欧睿数据，量贩零食门店数量从2022年的1.3万家有望扩张至2025年的4.5万家，复合增速约为51.3%，零食量贩门店密度及渗透率不断提升，龙头单店平均收入增速放缓，经销商投资回报周期拉长，拓店红利进入后半程。量贩零食连锁业态将供应链效率提升所释放的利润空间转化为加盟店的盈利能力和消费者的高性价比，虽然门店商品SKU丰富（零食单品类SKU数量2000+），但休闲零食单品类对于门店店效提升的边际效应在递减，龙头企业在原有供应链的基础上尝试从零食单一品类拓展至多品类，部分门店增加百货日化、低温产品，通过品类多元化提升门店客流量及复购率。我们认为，从品类的复购周期及门店的运营能力方面考虑，零食量贩门店模型的迭代转型对企业的运营管理能力及加盟门槛提出了更高的要求。

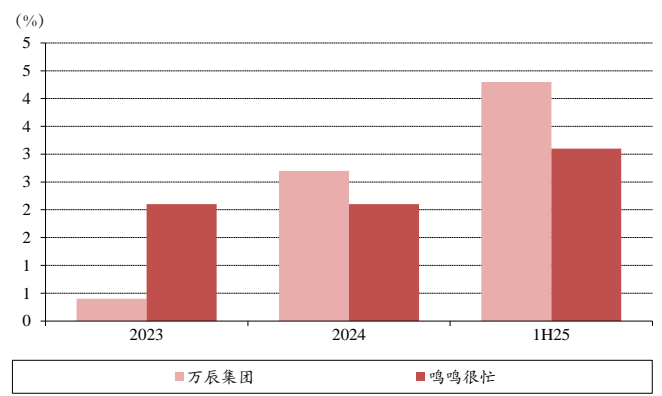
零食量贩行业两强格局确立，规模效应下，龙头企业盈利能力持续提升。2025年10月28日，鸣鸣很忙向港交所更新了招股书，从收入规模及门店数量来看，零食量贩行业两强格局确立。规模效应及品牌效应强化下，龙头企业对上游的议价能力增强，通过自有品牌占比提升及对细分品类供应链的优化，提升盈利能力。我们认为，零食量贩行业高速扩容期已过，行业竞争格局基本确立，新店型及单店模型优化有望带来的盈利提升的布局机会。建议关注万辰集团、鸣鸣很忙。

图表 67. 2023 至 1H25，万辰集团及鸣鸣很忙单店营收



资料来源：同花顺，中银证券

图表 68. 万辰集团及鸣鸣很忙净利率持续提升

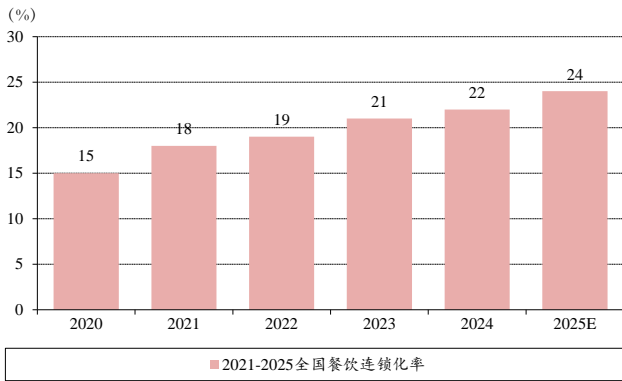


资料来源：同花顺，中银证券

3.2 餐饮连锁及餐供业态

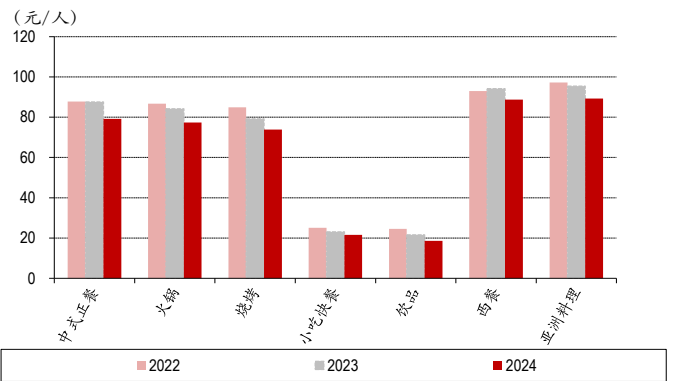
受益于餐饮连锁品牌在供应链建设、消费场景多元化及新品研发等方面的不断打磨，单店模型持续优化，叠加连锁业态的可复制性，头部品牌持续享受拓店红利。根据红餐大数据，近两年餐饮行业呈现出人均消费降低、餐饮连锁化率提升、门店回归“现炒现做”、“烟火气”趋浓等趋势。2024年全国餐饮人均消费降至39.8元，同比下降6.6%，高客单价的商务宴请需求减少，但日常饱腹场景更趋稳定。我国餐饮连锁化率从2020年的15%预计提升至2025年的24%，餐饮连锁品牌满足了消费者对于餐饮性价比及产品品质需求的同时兼顾。2025年，受“预制菜事件”影响，餐饮市场回归“现炒现做”的趋势也愈加明显，诸多品牌通过明档厨房、明火现炒、现切现做等方式强调食材的新鲜与烹饪的现场感，以增强消费体验。头部品牌在消费场景、消费渠道、供应链建设方面持续创新，积极拓展品牌发展边界。

图表 69. 2021-2025 全国餐饮连锁化率



资料来源：红餐产业研究院，中银证券

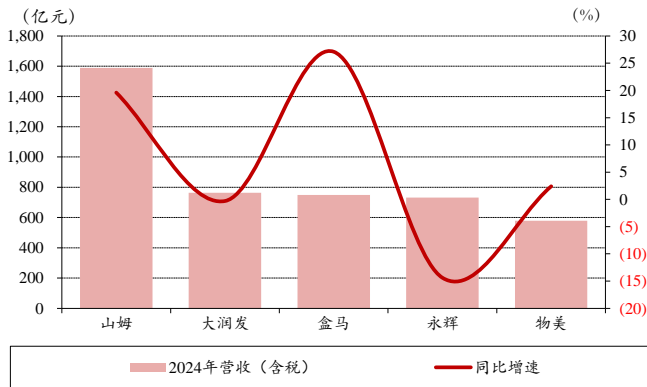
图表 70. 2022 至 2024 年消费者在不同类型餐饮人均消费



资料来源：红餐产业研究院，中银证券

除了夯实门店基本盘以外，社餐品牌及餐饮供应链相关企业积极拓展新型渠道，加强与团餐、新零售渠道合作，寻找增量。(1) 团餐渠道近两年呈现稳健发展的态势，根据红餐大数据，20至24年行业规模复合增长率为8.3%，一方面得益于相对庞大、稳定的消费人群，另一方面国家政策监管趋严，对团餐企业的运营管理能力提出更高的要求，而头部餐饮品牌凭借供应链优势及对产品品质的严格把控，竞争优势明显。例如海底捞、巴比、紫燕百味鸡等均发展了团餐业务。(2) 根据中国连锁协会，2024年含税营收排名前五的商超分别为山姆、大润发、盒马生鲜、永辉和物美，其中山姆、盒马营收为双位数增长。我们判断，2025年山姆、盒马将在2024年高基数的基础上延续较快增长。2025年，在大众消费需求疲软的背景下，餐供企业积极拥抱新型渠道，寻找新的增长点。

图表 71. 2024 年 TOP5 连锁商超营收及同比增速



资料来源：中国连锁经营协会，中银证券

注：图中为具体超市品牌，对应公司按顺序分别为沃尔玛（中国）投资有限公司，康成投资（中国）有限公司，盒马（中国）有限公司，永辉超市股份有限公司，物美科技集团有限公司。

图表 72. 安井及立高在山姆渠道的新品图片



资料来源：山姆APP，中银证券

个股层面来看，建议关注单店模型优化且仍可享受下沉市场拓店红利的锅圈、巴比食品，及自身经营修复，新品及新渠道共振的安井食品。

- **巴比**：公司为国内包点行业的龙头，在 8-12 元价格带的餐饮消费上兼具品质及性价比，公司凭借上市公司的品牌效应及资金优势，近两年通过持续的外延并购来完善自身的业务布局。2025 年以来，公司同店经营逐步改善。3 季度，公司积极探索小笼包堂食新模式门店，计划“以点带面”策略，加速新模式门店扩张。目前，公司新店型反馈积极，现制小笼包等产品符合消费者对于堂食店“烟火气”的需求，2026 年新店型将在下沉市场全面铺开，有望形成公司新的增长曲线。此外，公司在团餐渠道精准发力，1-3Q25 公司团餐渠道营收 3.1 亿元，同比+16.3%，我们预计未来团餐渠道收入有望稳步增长。
- **锅圈**：公司切入“在家吃饭”的细分场景，疫情期间实现较快的拓店速度。2024 年外出就餐场景恢复，公司开店节奏放缓，公司主动调整单店模型，在菜单组合及产品品类上进行更迭，开拓乡镇店型，不断向下沉市场去扎根。2025 年公司规划 1000 家门店的开店计划，从前三季度已公告的开店数量来看，我们预计 4 季度开店数量或将超年初规划预期。近两年，公司持续优化供应链管理，采用“单品单厂”模式，自建 7 家工厂覆盖调味料、丸滑、水产等品类，我们预计未来随着自产比例不断提升，公司净利率仍有提升空间。
- **安井食品**：从 3 季报来看，安井食品经营改善，公司顺应行业环境变化，积极拥抱新渠道及商超定制化，3 季度营收同比+6.6%。公司作为速冻行业龙头，具有成熟的产品创新、市场推广和标准化、规模化的成功经验。2025 年 7 月，公司并表鼎味泰，鼎味泰在鳕鱼糜制品、关东煮细分品类及冷冻烘焙等领域可与公司进行较好协同。渠道方面，公司顺应市场环境变化，以定制化产品为切入点，加强与头部商超及新零售渠道合作。3Q25 经销商/特通直营/商超/新零售及电商渠道营收分别为 29.6 亿元(-0.6%)/3.2 亿元(+68.1%)/2.2 亿元(+28.1%)/2.7 亿元(+38.1%)。公司经销商渠道表现稳健，特通直营、新零售及电商、商超渠道均实现较快增长。短期来看，在经历前期内部调整及业绩阵痛后，公司业绩有所修复，4 季度为冻品旺季，在新渠道及新产品共振下，经营改善趋势有望逐渐显现。

四、投资建议：把握左侧布局窗口，结构性机会与红利资产兼顾

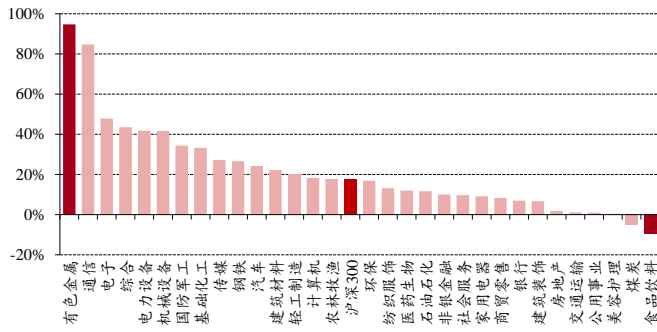
受经济结构转型及内需疲软影响，食品饮料板块连续4年收益为负。2026年，市场对内需提振政策预期较强，低基数下，板块估值及业绩有望迎来修复。（1）回顾2025年食品饮料板块表现，板块涨跌幅垫底，也是唯二下跌的行业之一。22至25年，食品饮料板块连续4年负收益。在经济结构转型的大背景下，部分传统消费行业面临短期阵痛，使得个股估值及业绩受到影响，从而影响整体股价表现，机构仓位逼近历史低点。（2）近两年，居民的消费习惯及需求结构伴随外部环境发生变化，国内经济呈现出“高储蓄、弱消费”的特征，市场对提振内需的政策预期较强。消费将伴随宏观经济的恢复逐渐走出困境，演绎出下行、触底、恢复的节奏。（3）短期来看，2026年行业面临全面低基数，在政策利好的背景下，叠加机构有重新配置需求，板块有望迎来估值及业绩的修复或反转。因此，我们对2026年的消费行业不悲观。

当前，食品饮料板块景气偏弱，但行业自身呈现出几点变化，其中不乏结构性投资机会。从周期及总量两个维度来看，消费行业虽然短期承压，但行业自身演绎出几点变化：（1）龙头企业强者恒强，市场份额持续提升。在竞争格局稳定且现金流充裕的背景下，龙头企业提升分红率，彰显出一定的经营韧性及红利资产属性。建议重视周期反转且成长确定性较强的龙头企业。（2）近两年，消费品行业“买方特征”明显，部分消费行业不再享受量价齐升的红利，因此倒逼企业在渠道端、生产端进行效率革命，品牌企业在行业变革中业绩分化明显。消费者主权时代下倒逼传统零售业态改革，渠道新业态的迭代使得品牌之间业绩分化，推动企业进入全面改革时代。品牌集中、场景降级特点显著，兼顾供应链的极致效率及成熟可复制的单店模型的连锁品牌享受改革红利。（4）贵州茅台2026年执行新的营销策略，强化飞天的消费属性，全面拥抱消费者，重塑渠道生态。i茅台上架飞天及其他茅台酒产品均为市场化定价而非零售指导价，根据市场需求量灵活调节供给。我们判断，飞天的批价的波动会对行业其他品牌名酒价格形成压制，2026年行业全面进入调整深水区。但是从份额维度及企业自身的竞争优势来看，高端白酒依然具有较高的投资确定性。

综上，从总量及周期两个维度来看，我们认为2026年食品饮料板块有估值修复和业绩反转的机会。复盘2025年，食品饮料行业涨跌幅垫底，也是唯二下跌的行业之一。机构持仓创新低。在配置需求推动下，关注行业左侧布局窗口，坚定加仓周期反转的优质公司。2026年食品饮料板块投资把握两条主线：第一，把握结构性投资机会，围绕新渠道及新品类寻找增量机会。第二，重视红利资产，关注周期触底向上且企业自身经营改善、业绩稳健的龙头个股。

- 从人口总量变化来看，消费行业总量红利渐褪，但是人口结构、家庭结构的变化催生了“银发经济”、“单身经济”，在居民减少大额资产支出后，悦己类的日常消费需求增加，使得不同子行业出现结构性投资机会。（1）渠道变革红利仍在持续，积极拥抱新零售业态的企业可承接渠道流量实现销售增长。（2）产品方面，关注大健康类、悦己消费相关品类，如药食同源、健康零食、奶茶、手办、保健品相关企业。（3）产品兼具性价比，可享受下沉市场人口红利及拓店红利的连锁类品牌企业。
- 传统消费行业受成本及渠道影响，具有一定的周期属性。（1）从不同子行业自身的调整来看，我们认为2026年大众品优先于白酒率先走出调整。2026年，白酒上市公司业绩普遍下修，静态市盈率被动抬升。此外，飞天批价受2026年新执行的渠道政策影响较大，龙头企业全面的营销转型带动行业逻辑重塑，行业进入调整深水区。（2）大众品方面，在行业弱景气的背景下，龙头企业防御属性凸显且盈利能力稳步提升，业绩表现优于行业整体。以伊利、海天为代表的龙头企业，在现金流持续改善，承诺未来三年分别不低于75%、80%的分红率。中长期来看，海外市场布局为消费品龙头企业打开估值空间，品牌溢价将有所体现。
- 建议关注巴比食品、锅圈、西麦食品、古茗、盐津铺子、卫龙美味及万辰集团等。此外，在弱景气且总量减少的背景下，行业竞争加剧，具备强品牌、强现金流的龙头企业市占率持续提升，业绩表现彰显韧性。此外，部分子行业龙头企业承诺未来三年分红比例，彰显出一定的红利资产属性。建议积极把握左侧布局窗口期，关注安琪酵母、安井食品、伊利股份、新乳业、海天味业、农夫山泉、贵州茅台。

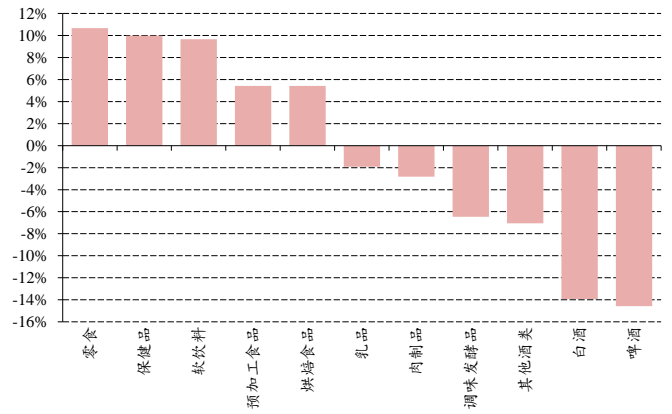
图表 73. 2025 年 A 股不同板块相对涨幅



资料来源：同花顺，中银证券

注：股价涨幅区间为 2025 年 1 月 1 日至 12 月 31 日

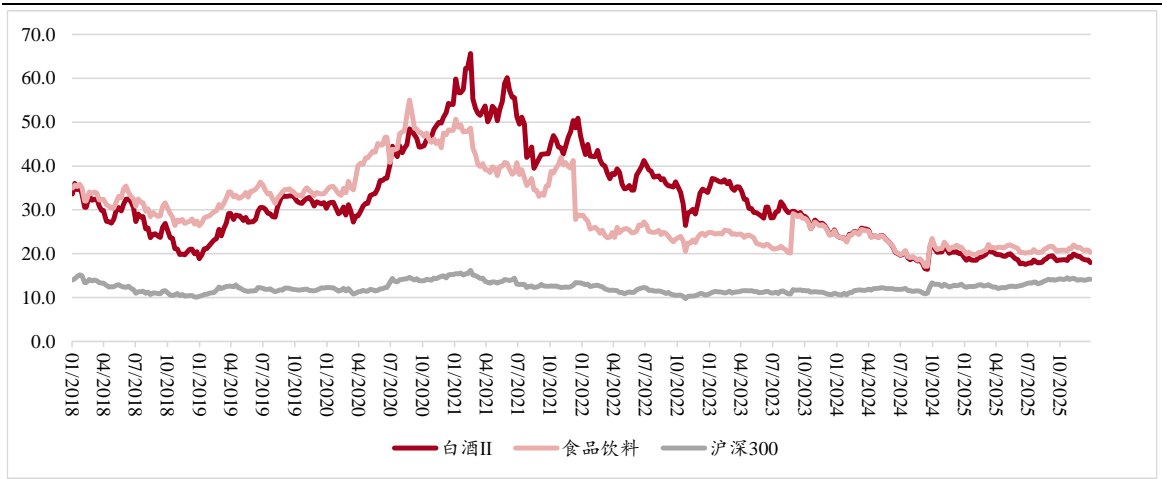
图表 74. 2025 年食品饮料子板块相对涨幅



资料来源：同花顺，中银证券

注：股价涨幅区间为 2025 年 1 月 1 日至 12 月 31 日

图表 75. 食品饮料板块估值 (PE-TTM) 回落至历史相对底部位置



资料来源：同花顺，中银证券

风险提示

- 1) **宏观经济波动**: 国内宏观经济疲软, 整体消费需求低于预期, 食品饮料企业业绩增速承压。
- 2) **渠道库存偏高**: 部分食品饮料子板块处于去库存周期内, 渠道库存去化速度快慢可能对企业营收、利润造成影响。
- 3) **原料价格波动**: 包材、农产品价格如果大幅上涨, 若无法顺利通过提价等方式传导至下游, 食品饮料企业的盈利空间可能会被挤压。
- 4) **食品安全事件**。

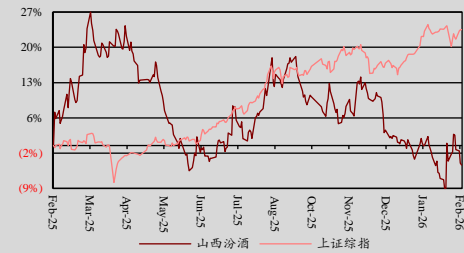
600809.SH

增持

市场价格:人民币 169.66

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4.1)	(3.9)	(15.0)	(3.1)
相对上证综指	(6.8)	(4.2)	(18.2)	(27.6)

发行股数(百万)	1,219.96
流通股(百万)	1,219.96
总市值(人民币 百万)	206,979.13
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,091.04
主要股东	
山西杏花村汾酒集团有限责任公司	56.65 (%)

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以2026年2月11日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒II

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

山西汾酒

多价格带产品布局夯实基本盘, 26年公司迈入营销改革转型年

公司为山西省内龙头白酒, 近两年全国化布局进展顺利。3季度公司整体业绩表现相对稳健, 好于行业平均。2025至2030年, 为汾酒复兴纲领的第二个阶段, 公司主动调整营销模式, 迈入“十五五”发展新阶段。考虑到白酒行业当前仍受终端需求及库存消化周期影响, 结合公司报表业绩判断, 我们给予**增持**评级。

支撑评级的要点

■ 3季度公司回款节奏表现稳健, 省外市场实现较快增长, 整体业绩表现优于行业平均水平。3Q25公司实现营收89.6亿元, 同比+4.1%, 增速快于行业平均增速。(1)分产品来看, 3Q25汾酒系列产品实现营收87.8亿元, 同比+5.0%, 其他酒类营收1.6亿元, 同比-28.6%。根据酒业家新闻及我们判断, 2025年公司坚持以青花30及其组合、青花20、玻汾、老白汾四个系列产品为核心, 其中玻汾增量、老白汾上量、青花20放量, 青花26及以上增量的产品策略。我们判断, 3季度公司延续全年产品策略, 全国化大单品青花20、玻汾增速相对较快, 省内产品巴拿马、老白汾受渠道调整, 3季度环比降速。(2)分市场来看, 3Q25公司省内、省外市场营收增速分别为-35.2%、+31.1%, 其中省外市场营收占比为74.6%, 同比提升15.4pct。从经销商数量来看, 截至3季度末公司经销商数量合计4359家, 其中年初以来省内、省外经销商分别增加78家(汾酒经销商增加22家)、506家(汾酒经销商增加223家)。我们判断, 大本营省内市场为公司基本盘, 受“禁酒令”政策及行业环境影响, 公司2季度以来主动调整省内渠道, 对价盘把控、渠道结构严格调控, 以维持渠道整体的健康度。近两年, 随着汾酒品牌力的不断提升, 省外市场仍处于拓展阶段, 招商贡献较多增量。目前, 公司执行全国化2.0战略, 完善县级空白市场招商, 激发长江以南机会型市场潜能, 省外市场营收实现较快增长。(3)3Q25公司直销、团购、电商合计实现营收6.9亿元, 同比+124.9%, 新渠道表现亮眼。

■ 行业下行周期, 公司主动调整营销模式, 迈入“十五五”发展新阶段。2025至2030年, 为汾酒复兴纲领的第二个阶段, 是汾酒复兴的成果巩固期和要素调整期。根据酒业家及汾酒经销商大会信息, 公司定义2026年为汾酒的经营模式转变之年, 公司整体战略是从“渠道思维”转向“用户思维”, 稳定价值体系, 促进三大品牌合力发展。(1)产品策略方面, 青花26及以上高端产品实现价值引领; 百亿大单品青花20继续巩固提升; 老白汾酒作为重要增长极尽快起势; 玻汾作为实现全国市场覆盖和满足悦己消费需求的关键产品, 保证价格刚性。竹叶青酒将以悦己消费为战略突破方向, 加快新产品开发, 有序投入市场。(2)渠道策略方面, 战略聚焦12大重点市场、5大机遇市场、10大低度青花30潜力市场, 一地一策实现突破, 并逐步实现全国2800多个县级市市场的全覆盖, 全面完善全国化的基础设施建设。

估值

■ 面对行业调整周期, 公司多价格带产品体系优势显现, 对省内基本盘把控能力较强, 省外京津冀、长三角、珠三角等地区布局持续优化。中长期来看, 公司营收增长具备韧性。考虑到行业当前仍处于磨底期, 4季度酒企报表或将持续出清, 结合公司报表业绩判断, 我们预计25至27年公司归母净利润分别为118.0、124.5、135.4亿元, 同比增速分别为-3.6%、+5.5%、+8.8%, 当前市值对应PE分别为17.5X、16.6X、15.3X, 给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

■ 宏观经济波动影响需求。渠道库存积压, 茅台批价大幅下跌影响次高端价格带。

投资摘要

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	31,928	36,011	36,028	37,263	39,599
增长率(%)	21.8	12.8	0.0	3.4	6.3
EBITDA(人民币 百万)	14,306	16,778	16,231	16,739	17,833
归母净利润(人民币 百万)	10,438	12,243	11,799	12,450	13,542
增长率(%)	28.9	17.3	(3.6)	5.5	8.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	8.56	10.04	9.67	10.21	11.10
市盈率(倍)	19.8	16.9	17.5	16.6	15.3
市净率(倍)	7.4	6.0	5.1	4.5	4.0
EV/EBITDA(倍)	19.4	13.0	11.8	11.1	10.2
每股股息(人民币)	4.4	3.6	4.7	5.6	6.7
股息率(%)	1.9	2.0	2.8	3.3	4.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

盈利预测及投资建议

汾酒是国内清香型白酒的龙头，得益于公司的改革成效，“十四五”期间公司营收及利润规模实现较快增长，跃居行业第三。复盘汾酒的复兴路径，“十三五”期间，公司理顺内部机制，确立未来发展方向。“十四五”期间，公司提出 123 纲领，复兴路径明确。2022-2024 年期间，公司改革红利持续释放，青花品牌获得快速增长，现阶段玻汾和青花 20 分别在 50 元、500 元价格带成长为全国化大单品。从渠道结构来看，山西市场步入稳定期，环山西市场精耕细作，全国化深度推进。公司的收入和利润规模持续向头部企业靠拢，2024 年跃居至行业第三。

拆分主营业务来看，公司产品主要分为汾酒系列、系列酒、配制酒，其中汾酒系列为公司核心产品，包括青花系列、巴拿马&老白汾、玻汾。考虑到白酒政商务用酒场景受政策及外部环境影响较大，因此我们判断中低档价位的巴拿马&老白汾、玻汾营收表现好于次高端价格带及以上的青花系列（青花 26 及以上定位高端白酒）。随着渠道库存的持续出清，公司有望跟随行业周期在 2026 年年底走出调整。我们预计 25 至 27 年，汾酒系列营收增速分别为+0%、+4%、7%。公司系列酒主要是以杏花村为代表的低档白酒，主要销售渠道为省内。我们预计 25 至 27 年，系列酒营收增速分别为-5%、+0%、+0%。配制酒是以竹叶青为代表的养生酒，公司定位竹叶青以悦己消费为战略突破方向，未来将加快新产品开发，有序投入市场。我们预计 25 至 27 年，配制酒产品营收增速分别为+3.0%、-2.0%、+3.0%。综上，2025 至 2027 年，我们预计公司整体营收分别为 360.3、372.6、396.0 亿元，同比增速分别为+0.0%、+3.4%、+6.3%。

图表 76. 山西汾酒主营业务拆分及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	31,928	36,011	36,028	37,263	39,599
YOY	21.8%	12.8%	0.0%	3.4%	6.3%
毛利率	75.3%	76.2%	75.6%	75.7%	75.9%
其中：					
汾酒系列					
收入（百万元）	29224	33164	33184	34448	36734
YOY	23.4%	13.5%	0.1%	3.8%	6.6%
毛利率	77.7%	77.2%	76.5%	76.5%	76.8%
系列酒					
收入（百万元）	1,114	1,169	1,111	1,111	1,111
YOY	26.5%	5.0%	-5.0%	0.0%	0.0%
毛利率	56.0%	56.0%	56.0%	56.0%	56.2%
配制酒					
收入（百万元）	1,401	1,544	1,590	1,558	1,605
YOY	12.3%	10.2%	3.0%	-2.0%	3.0%
毛利率	69.0%	69.0%	68.7%	68.7%	68.7%

资料来源：同花顺，中银证券

汾酒为国内白酒龙头企业，我们选取龙头企业贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒作为可比公司。自“汾享礼遇”政策实施以来，公司费用投放效率逐步提升，费用率方面表现平稳。考虑到外部行业环境承压，公司中低端产品占比有所提升，对毛利率有一定影响，因此我们预计 25 至 27 年，公司毛利率分别 75.6%、75.7%、75.9%，公司归母净利分别为 118.0、124.5、135.4 亿元，同比增速分别为-3.6%、+5.5%、+8.8%，当前市值对应 PE 分别为 17.5X、16.6X、15.3X，给予**增持**评级。

图表 77. 山西汾酒可比公司相对估值表

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
贵州茅台	18,838	90,549	94,925	101,345	20.8	19.8	18.6
五粮液	4,116	21,425	21,081	22,647	19.2	19.5	18.2
古井贡酒	628	4,761	5,082	5,695	13.2	12.3	11.0
泸州老窖	1,736	12,059	12,562	13,636	14.4	13.8	12.7
山西汾酒	2,070	11,799	12,450	13,542	17.5	16.6	15.3

资料来源：同花顺，中银证券

注：数据截至 2026 年 2 月 11 日，古井贡酒、泸州老窖盈利预测来自同花顺一致预测。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	31,928	36,011	36,028	37,263	39,599
营业收入	31,928	36,011	36,028	37,263	39,599
营业成本	7,884	8,570	8,783	9,074	9,527
营业税金及附加	5,832	5,933	6,377	6,521	6,910
销售费用	3,217	3,726	3,711	3,838	3,960
管理费用	1,202	1,447	1,448	1,453	1,544
研发费用	88	148	79	82	87
财务费用	(8)	(10)	(57)	(111)	(148)
其他收益	15	11	12	12	10
资产减值损失	0	(2)	0	0	0
信用减值损失	(3)	9	(3)	(3)	(3)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	499	324	200	200	200
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	14,224	16,539	15,897	16,614	17,925
营业外收入	5	4	5	5	5
营业外支出	24	14	8	5	3
利润总额	14,205	16,529	15,894	16,614	17,928
所得税	3,747	4,276	4,085	4,154	4,374
净利润	10,459	12,253	11,809	12,461	13,553
少数股东损益	20	10	10	10	11
归母净利润	10,438	12,243	11,799	12,450	13,542
EBITDA	14,306	16,778	16,231	16,739	17,833
EPS(最新股本摊薄, 元)	8.56	10.04	9.67	10.21	11.10

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	34,608	44,034	47,657	56,229	59,635
货币资金	3,775	6,285	13,680	19,899	24,677
应收账款	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
存货	11,573	13,270	12,103	13,104	12,301
预付账款	114	99	194	108	209
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	19,147	24,380	21,680	23,118	22,447
非流动资产	9,488	9,461	10,004	9,228	9,302
长期投资	106	103	103	103	103
固定资产	1,926	2,855	2,658	2,462	2,265
无形资产	1,247	1,226	1,192	1,159	1,125
其他长期资产	6,209	5,278	6,051	5,505	5,810
资产合计	44,096	53,495	57,661	65,457	68,937
流动负债	15,147	17,963	16,227	18,424	16,572
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,279	3,846	2,009	3,536	1,651
其他流动负债	12,868	14,117	14,218	14,887	14,921
非流动负债	674	328	156	156	156
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	674	328	156	156	156
负债合计	15,821	18,291	16,383	18,580	16,728
股本	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
少数股东权益	438	451	460	471	482
归属母公司股东权益	27,837	34,754	40,818	46,407	51,727
负债和股东权益合计	44,096	53,495	57,661	65,457	68,937

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	10,459	12,253	11,809	12,461	13,553
折旧摊销	604	584	604	448	265
营运资金变动	(13,877)	(2,574)	1,198	187	(727)
其他	10,040	1,909	(380)	(250)	(378)
经营活动现金流	7,225	12,172	13,231	12,846	12,713
资本支出	(485)	(638)	(230)	(130)	(110)
投资变动	995	54	50	50	50
其他	(10,730)	(3,345)	200	200	200
投资活动现金流	(10,220)	(3,929)	20	120	140
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(5,302)	(5,411)	(5,735)	(6,861)	(8,222)
其他	871	(323)	(121)	114	146
筹资活动现金流	(4,432)	(5,734)	(5,856)	(6,747)	(8,076)
净现金流	(7,427)	2,510	7,395	6,219	4,778

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	21.8	12.8	0.0	3.4	6.3
营业利润增长率(%)	30.8	16.3	(3.9)	4.5	7.9
归属于母公司净利润增长率(%)	28.9	17.3	(3.6)	5.5	8.8
息税前利润增长率(%)	30.6	18.2	(3.5)	4.3	7.8
息税折旧前利润增长率(%)	33.6	17.3	(3.3)	3.1	6.5
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	28.9	17.3	(3.6)	5.5	8.8
获利能力					
息税前利润率(%)	42.9	45.0	43.4	43.7	44.4
营业利润率(%)	44.5	45.9	44.1	44.6	45.3
毛利率(%)	75.3	76.2	75.6	75.6	75.9
归母净利润率(%)	32.7	34.0	32.7	33.4	34.2
ROE(%)	37.5	35.2	28.9	26.8	26.2
ROIC(%)	41.6	42.4	36.4	31.2	24.9
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
净负债权益比	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.5)
流动比率	2.3	2.5	2.9	3.1	3.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	82,505.9	235,067.5	235,067.5	235,067.5	235,067.5
应付账款周转率	14.0	11.8	12.3	13.4	15.3
费用率					
销售费用率(%)	10.1	10.3	10.3	10.3	10.0
管理费用率(%)	3.8	4.0	4.0	3.9	3.9
研发费用率(%)	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2
财务费用率(%)	0.0	0.0	(0.2)	(0.3)	(0.4)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	8.6	10.0	9.7	10.2	11.1
每股经营现金流(最新摊薄)	5.9	10.0	10.8	10.5	10.4
每股净资产(最新摊薄)	22.8	28.5	33.5	38.0	42.4
每股股息	4.4	3.6	4.7	5.6	6.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	19.8	16.9	17.5	16.6	15.3
P/B(最新摊薄)	7.4	6.0	5.1	4.5	4.0
EV/EBITDA	19.4	13.0	11.8	11.1	10.2
价格/现金流(倍)	28.6	17.0	15.6	16.1	16.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

605338.SH

买入

市场价格:人民币 29.28

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(5.9)	(9.1)	(8.7)	62.7
相对上证综指	(8.6)	(9.3)	(12.0)	38.1

发行股数(百万)	239.57
流通股(百万)	239.57
总市值(人民币 百万)	7,014.51
3个月日均交易额(人民币 百万)	122.76
主要股东	
刘会平	42.24 (%)

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以2026年2月11日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 食品加工

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

巴比食品

新店型进展顺利, 公司迈入新的发展周期

巴比食品是国内中式面点的领军企业, 为头部包点连锁品牌。公司业务主要分为加盟业务及团餐业务。25年2季度以来, 公司传统店型单店营收同比转正, 新店型市场反馈积极。2026年, 公司规划新店型以点带面, 全国层面铺市, 公司迈入经营新周期, 给予“买入”评级。

支撑评级的要点

■ 巴比是国内中式面点的领先品牌, 供应链布局完善。“冷冻面团/面皮”技术为公司核心壁垒。(1)巴比食品由刘会平先生创立于2003年, 于2020年10月在上交所上市。公司主要从事中式面点速冻食品的研发、生产及销售, 公司坚持加盟门店及团餐业务双轮驱动。公司在全国有6家工厂, 全国化产能布局基本完成, 冷链配送半径不断扩大。1-3Q25公司营收13.6亿元, 同比+12.1%, 其中特许加盟、团餐业务占比分别为74.7%、22.6%。归母净利润2.0亿元, 同比+3.5%。公司对门店运营及店型持续优化, 截至2025年3季度末, 公司门店数量合计5934家, 销售区域主要集中在华东。(2)公司重视工艺改革, 冷冻面皮的技数壁垒可节省门店经营者在发面、揉面和擀皮等环节的时间, 提高门店效率及产品标准化、品质的稳定性。

■ 传统加盟店型单店恢复, 新店型开店反馈积极。(1)传统店型方面, 疫情对公司线下门店业态冲击较大, 2023年以来, 公司单店收入表现一直较为疲软, 闭店率高。得益于公司对门店运营持续优化, 2Q25单店收入同比转正, 我们预计2H25单店仍将维持低个位数增长。公司账面现金流充裕, 2024年以来加快并购其他包点品牌, 如“青露”, 同时成功与浙江知名包点连锁品牌“慢乡人”达成战略合作投资合作, 一方面是筹备巴比新的加盟商接管原有位置的门店, 另一方面是接入巴比的供应链。(2)新店型方面, 4Q25公司向市场导入新店型, 新店型在日均销售额、多项成本率、投资回收期等指标显著优于传统店型, 市场反馈积极。相比传统店型的外带模式, 新店型为堂食模式, 用餐场景延长至午晚餐, SKU精简, 菜单分时, 主打手工小笼包, 满足消费者对于餐饮门店“烟火气”的需求。根据公司投资者交流, 2025年底堂食店的核心旗舰店陆续开业, 随着加盟商群体之间的口碑传播, 2026年将点带面, 全面开花。我们认为, 小笼包店型稀缺, 随着已开门店的单店表现, 2026年公司战略重点将转向新店型拓店, 公司也将迈入经营新周期。

■ 团餐业务近几年持续实现较快增长, 为公司第二增长曲线。团餐业务为公司打造的第二业务增长曲线, 21至24年, 公司团餐业务复合增速为21.0%, 1-3Q25收入增速为16.3%。近两年, 公司在与盒马、小象超市、便利店等新零售渠道的合作带动了公司团餐业务的高速增长, 考虑到不同客户群体的毛利贡献, 我们判断目前传统团餐客户的营收占比高于新零售渠道客户。根据公司公告, 国内团餐市场集中度低, 团餐行业客群及需求规模相对稳定, 市场韧性强于餐饮市场整体表现。我们认为, 凭借巴比连锁品牌及产品质量、服务体验等优势, 公司在团餐市场的占有率仍有较大提升。

估值

■ 巴比食品为国内包点龙头, 随着公司对加盟门店的持续打磨, 2025年传统店型同店转正, 新店型拓店带来增量空间, 推动公司迈入新的经营周期。我们预计25至27年, 公司EPS分别为1.14、1.36、1.59元/股, 同比增速分别为-1.3%、+19.2%、+16.9%, 当前市值对应PE分别为25.7X、21.6X、18.5X, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

■ 新店型闭店率超预期, 原材料价格波动, 传统店型单店恢复不及预期, 食品安全问题。

投资摘要

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	1,630	1,671	1,859	2,162	2,482
增长率(%)	6.9	2.5	11.2	16.3	14.8
EBITDA(人民币 百万)	263	296	402	512	607
归母净利润(人民币 百万)	214	277	273	325	380
增长率(%)	(3.9)	29.4	(1.3)	19.2	16.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.89	1.15	1.14	1.36	1.59
市盈率(倍)	32.8	25.4	25.7	21.6	18.5
市净率(倍)	3.2	3.1	3.0	2.9	2.7
EV/EBITDA(倍)	16.5	11.6	16.3	13.5	11.5
每股股息(人民币)	0.3	0.5	0.8	0.9	1.1
股息率(%)	1.4	3.0	2.7	3.2	3.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

盈利预测及投资建议

巴比食品是国内包点龙头，截至 25 年 3 季度末，公司加盟门店数量为 5934 家。受行业自身属性及疫情对线下门店业态冲击，近两年公司传统店型闭店率较高。公司持续对单店模型进行优化，2Q25 公司同店营收转正。与此同时，公司推出新店型-小笼包堂食店，从产品品类及用餐场景两方面进行延展，目前市场反馈积极。

拆分主营业务来看，公司业务主要分为特许加盟、直营门店、团餐业务，我们预计 2025 年占营收的比重分别为 74.2%、1.2%、23.2%。特许加盟业务中，考虑到 2026 年新店型将在全国化层面招商，老店型也会有一定比例进行平移。结合门店净增数量及单店店效，我们预计 25 至 27 年加盟门店营收分别为 13.8、16.2、18.9 亿元，同比增速分别为+10.7%、+17.6%、+16.4%；直营门店营收 0.22 亿元、0.28 亿元、0.32 亿元，同比增速分别为+5.0%、+25.0%、+15.0%。团餐业务方面，团餐市场容量大且增长稳定，过去几年，公司团餐业务一直保持比较高的增速，但是考虑到 2026 年公司的战略重心将转向新店型，在资源投放上会有一定倾斜，因此我们判断 25 至 27 年，公司团餐业务收入分别为 4.3、4.9、5.3 亿元，同比增速分别为+14.0%、+12.0%、+10.0%。综上，2025 至 2027 年，我们预计公司整体营收分别为 18.6、21.6、24.8 亿元，同比增速分别为+11.2%、+16.3%、+14.8%。

图表 78. 巴比食品主营业务拆分及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,630	1,671	1,859	2,162	2,482
YOY	6.9%	2.5%	11.2%	16.3%	14.8%
毛利率	32.4%	28.2%	28.1%	30.2%	31.1%
其中：					
特许加盟商营收					
收入（百万元）	1,252	1,246	1,379	1,623	1,888
YOY	9.9%	-0.4%	10.7%	17.6%	16.4%
毛利率	27.0%	28.3%	29.0%	32.0%	33.0%
直营门店营收					
收入（百万元）	27	21	22	28	32
YOY	-16.6%	-22.8%	5.0%	25.0%	15.0%
毛利率	59.9%	54.7%	57.8%	57.5%	57.5%
团餐营收					
收入（百万元）	330	380	433	485	534
YOY	-0.6%	15.3%	14.0%	12.0%	10.0%
毛利率	20.8%	19.5%	20.8%	20.5%	21.0%

资料来源：同花顺，中银证券

巴比为餐饮连锁供应链企业，我们选取餐饮连锁品牌绝味、煌上煌，餐供及速冻公司安井、千味央厨等作为可比公司，公司估值略高于安井及绝味，低于煌上煌及千味央厨，考虑到不同企业所处的经营发展周期不同且业务上略有差异，同时结合我们对巴比未来的盈利预测判断，我们认为公司当前估值处于合理位置。利润端来看，随着公司传统店型的同店恢复，叠加新店型有序扩张，推动公司产能利用率提升，规模效应下，叠加公司对费用投放的精细化运营，公司毛利率及净利率将持续改善，我们预计 25 至 27 年公司毛利率分别为 28.1%、30.2%、31.1%。公司归母净利分别为 2.7、3.3、3.8 亿元，同比增速分别为-1.3%、+19.2%、+16.9%，当前市值对应 PE 分别为 25.7X、21.6X、18.5X，给予买入评级。

图表 79. 巴比食品可比公司相对估值表

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
ST 绝味	76.6	3.5	4.8	5.7	21.9	16.0	13.4
安井食品	292.1	14.2	15.7	17.1	20.6	18.6	17.1
煌上煌	64.7	0.9	1.3	1.6	71.9	49.8	40.4
千味央厨	41.3	0.8	0.9	1.1	53.5	44.0	37.8
巴比食品	70.1	2.7	3.3	3.8	25.7	21.6	18.5

资料来源：同花顺，中银证券

注：数据截至 2026 年 2 月 11 日，ST 绝味、煌上煌、千味央厨盈利预测来自同花顺一致预期

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,630	1,671	1,859	2,162	2,482
营业收入	1,630	1,671	1,859	2,162	2,482
营业成本	1,201	1,225	1,337	1,509	1,710
营业税金及附加	12	13	11	16	17
销售费用	92	72	84	91	107
管理费用	119	124	103	130	154
研发费用	12	12	13	15	17
财务费用	(37)	(31)	3	15	18
其他收益	3	4	4	4	4
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	(1)	(1)	(1)	(1)
资产处置收益	(1)	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	14	91	0	0	0
投资收益	4	3	3	3	3
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	252	353	315	393	465
营业外收入	35	17	35	35	35
营业外支出	5	3	1	1	1
利润总额	282	366	350	428	500
所得税	67	86	73	98	115
净利润	215	280	276	329	385
少数股东损益	2	3	3	4	5
归母净利润	214	277	273	325	380
EBITDA	263	296	402	512	607
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.89	1.15	1.14	1.36	1.59

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,278	1,267	1,760	1,556	1,828
货币资金	1,100	894	1,022	476	546
应收账款	89	100	105	123	139
应收票据	0	0	0	0	0
存货	70	69	83	101	89
预付账款	5	9	6	11	8
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	15	196	543	845	1,046
非流动资产	1,503	1,586	1,764	1,922	2,006
长期投资	302	188	188	188	188
固定资产	494	477	431	384	338
无形资产	124	130	306	462	598
其他长期资产	583	791	839	888	882
资产合计	2,781	2,853	3,523	3,478	3,834
流动负债	442	461	1,047	902	1,133
短期借款	0	0	500	302	472
应付账款	148	184	202	242	224
其他流动负债	294	277	344	358	437
非流动负债	129	111	122	117	119
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	129	111	122	117	119
负债合计	570	572	1,169	1,019	1,252
股本	250	248	242	242	242
少数股东权益	8	16	19	23	28
归属母公司股东权益	2,202	2,265	2,335	2,436	2,554
负债和股东权益合计	2,781	2,853	3,523	3,478	3,834

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	215	280	276	329	385
折旧摊销	68	71	91	111	131
营运资金变动	10	(3)	71	11	58
其他	(49)	(131)	31	(4)	22
经营活动现金流	244	217	470	448	597
资本支出	(166)	(202)	(289)	(260)	(220)
投资变动	239	33	(350)	(300)	(200)
其他	42	16	3	3	3
投资活动现金流	115	(153)	(636)	(557)	(417)
银行借款	(45)	0	500	(198)	171
股权融资	(122)	(306)	(203)	(224)	(262)
其他	56	36	(3)	(15)	(18)
筹资活动现金流	(111)	(270)	294	(438)	(110)
净现金流	249	(206)	128	(547)	70

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

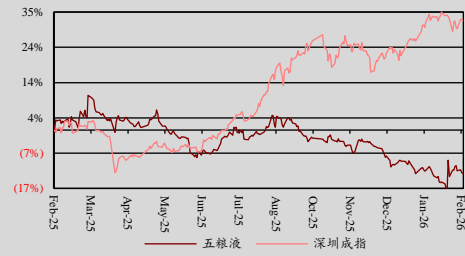
年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	6.9	2.5	11.2	16.3	14.8
营业利润增长率(%)	(9.8)	39.8	(10.6)	24.7	18.4
归属于母公司净利润增长率(%)	(3.9)	29.4	(1.3)	19.2	16.9
息税前利润增长率(%)	(5.3)	15.6	38.4	28.9	18.7
息税折旧前利润增长率(%)	0.5	12.7	35.9	27.3	18.5
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(3.9)	29.4	(1.3)	19.2	16.9
获利能力					
息税前利润率(%)	11.9	13.4	16.7	18.5	19.2
营业利润率(%)	15.5	21.1	17.0	18.2	18.7
毛利率(%)	26.3	26.7	28.1	30.2	31.1
归母净利润率(%)	13.1	16.5	14.7	15.0	15.3
ROE(%)	9.7	12.2	11.7	13.4	14.9
ROIC(%)	6.6	7.3	8.4	10.9	11.8
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.5)	(0.4)	(0.2)	0.0	0.0
流动比率	2.9	2.7	1.7	1.7	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	18.4	17.8	18.2	18.9	18.9
应付账款周转率	9.3	10.1	9.6	9.7	10.7
费用率					
销售费用率(%)	5.6	4.3	4.5	4.2	4.3
管理费用率(%)	7.3	7.4	5.5	6.0	6.2
研发费用率(%)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
财务费用率(%)	(2.3)	(1.9)	0.2	0.7	0.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.9	1.2	1.1	1.4	1.6
每股经营现金流(最新摊薄)	1.0	0.9	2.0	1.9	2.5
每股净资产(最新摊薄)	9.2	9.5	9.7	10.2	10.7
每股股息	0.3	0.5	0.8	0.9	1.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	32.8	25.4	25.7	21.6	18.5
P/B(最新摊薄)	3.2	3.1	3.0	2.9	2.7
EV/EBITDA	16.5	11.6	16.3	13.5	11.5
价格/现金流(倍)	28.7	32.3	14.9	15.7	11.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

000858.SZ
增持

市场价格:人民币 106.04

板块评级:强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.7)	(1.0)	(12.2)	(16.0)
相对深圳成指	(4.1)	(1.3)	(18.8)	(50.1)

发行股数 (百万)	3,881.61
流通股 (百万)	3,881.44
总市值 (人民币 百万)	411,605.71
3个月日均交易额 (人民币 百万)	2,293.82
主要股东	
宜宾发展控股集团有限公司	34.43 (%)

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2026年2月11日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒II

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

五粮液

3Q25 报表大幅出清, 守正创新, 积极推动营销改革

公司在 12.18 经销商大会上定位 2026 年为“营销守正创新年”, 强调保障经销商合理利润, 积极推动产品、渠道、营销等改革。面对行业下行周期, 公司经营务实, 3Q25 报表业绩大幅下滑。我们判断 4 季度业绩仍将持续出清, 释放渠道压力。从春节历史表现来看, 结合当前高端白酒价格性价比优势, 我们判断 26 年春节动销有望好于市场悲观预期, 给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **3Q25 公司报表业绩大幅出清, 释放风险。**1-3Q25 公司营收、归母净利润分别为 609.5 亿元、215.1 亿元, 同比分别-10.3%、-13.7%, 其中 3Q25 营收 81.7 亿元, 同比-52.7%, 归母净利润 20.2 亿元, 同比-65.6%。公司报表大幅出清, 出清力度超出市场预期。截至 3 季度末, 公司合同负债 92.7 亿元, 环比减少 8.1 亿元, 去年同期环比减少 10.9 亿元。销售收现 71.4 亿元, 同比-74.7%。3 季度公司收入大幅下滑, 一方面与公司主动调整、减量稳价政策有关, 另一方面, 受政策趋严影响, 政商务需求走弱, 核心单品第八代普五销量受影响较大。我们判断, 主打宴席场景的 1618 及系列酒产品表现相对优于普五。参考同花顺批价数据, 第八代普五 (52 度) 批价由年初的 930 元左右下跌至 4Q25 的 810 元左右。在此背景下, 公司为稳定市场秩序, 出台系列措施管控低价货源, 恢复渠道信心。
- **公司 12.18 大会定义 2026 年为“营销守正创新年”, 强调保障经销商合理利润, 积极推动营销改革。**近日, 公司召开 12.18 年度经销商大会, 会上表达了在新的行业周期下, 厂商一体协同作战的“共识”达成, 2026 年将在营销、产品、渠道上共同发力。(1) 产品改革方面, 坚持以八代五粮液为核心, 通过渠道精细化运作维护量价关系平衡; 经典五粮液+紫气东来产品定位超高端, 29 度一见倾心产品继续强化新人群、新场景的培育。1618、39 度五粮液定位为两个百亿级大单品, 其中 1618 定位千元价位带第一宴席品牌, 打造 10-20 个根据地市场, 继续提升宴席场景份额。(2) 渠道改革方面, 公司提出要尊重市场规律、平衡产品量价关系, 维护厂商共同利益。通过经销商反向激励、终端包量激励等系列政策, 调整优化传统渠道。同时大力培养新兴渠道, 积极拥抱电商渠道。(3) 营销方面, 五粮液通过“一瓶一码”实现渠道刺激与消费激励的双向打通, 以数字化手段围绕营销、产品与场景展开精准营销。(4) 12.18 大会回顾了 2025 年公司在产品及渠道工作上的成果及努力, 2026 年, 面对行业困境及茅台新渠道政策下带来高端酒的批价压力, 公司经营理性务实, 3 季度报表出清力度超出市场预期。从过往春节历史表现来看, 结合当下高端白酒价格性价比凸显, 我们判断 26 年春节动销表现有望好于市场普遍悲观预期。

估值

- 白酒行业当前仍处于调整周期, 面对行业困境公司积极改革, 稳定渠道生态。我们预计公司 25 至 27 年归母净利润分别为 214.3、210.8、226.5 亿元, 同比增速分别为-32.7%、-1.6%、+7.4%, 当前市值对应 PE 分别为 19.2X、19.5X、18.2X, 给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济及需求复苏不及预期, 市场竞争加剧, 改革效果不及预期, 食品安全风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	83,272	89,175	70,054	66,879	70,643
增长率(%)	12.6	7.1	(21.4)	(4.5)	5.6
EBITDA(人民币 百万)	40,123	42,240	30,826	30,401	32,185
归母净利润(人民币 百万)	30,211	31,853	21,425	21,081	22,647
增长率(%)	13.2	5.4	(32.7)	(1.6)	7.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	7.78	8.21	5.52	5.43	5.83
市盈率(倍)	13.6	12.9	19.2	19.5	18.2
市净率(倍)	3.2	3.1	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA(倍)	10.6	9.8	8.8	8.6	7.9
每股股息 (人民币)	4.7	3.2	3.2	3.8	4.6
股息率(%)	3.3	2.3	3.0	3.6	4.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

盈利预测及投资建议

白酒行业目前仍处于调整期，面对行业困境，公司主动调整营销策略，经营务实。拆分主营业务来看，公司产品主要分为五粮液酒和其他酒，我们预计 2025 年营收占比分别为 74.1%、17.9%。五粮液就包括第八代普五（高度、低度）、1618、总经销五粮液产品。其他酒包括五粮春、五粮醇及其他系列酒。根据公司前三季度业绩表现及经销商大会披露的公司未来产品规划，我们预计 25 至 27 年五粮液酒营收分别为 519.4 亿元、495.5 亿元、530.4 亿元，同比增速分别为-23.5%、-4.6%、+5.6%；其他酒 25 至 27 年营收分别为 125.5、120.4、123.2 亿元，同比增速分别为-17.7%、-4.1%、+2.3%。综上，2025 至 2027 年，我们预计公司整体营收分别为 700.5、668.8、706.4 亿元，同比增速分别为-21.4%、-4.5%、+5.6%。

图表 80. 五粮液主营业务拆分及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	83272	89175	70054	66879	70643
YOY	12.6%	7.1%	-21.4%	-4.5%	5.6%
毛利率	75.8%	77.1%	74.5%	74.0%	74.9%
其中：					
五粮液酒营收					
收入（百万元）	62804	67875	51939	49552	53035
YOY	13.5%	8.1%	-23.5%	-4.6%	5.6%
毛利率	86.6%	87.0%	85.8%	85.5%	85.8%
其他酒营收					
收入（百万元）	13643	15252	12551	12041	12322
YOY	11.6%	11.8%	-17.7%	-4.1%	2.3%
毛利率	60%	61%	58%	57%	57%

资料来源：同花顺，中银证券

五粮液为千元价格带龙头酒企，我们选取龙头企业贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖，及区域龙头酒企古井贡酒作为可比公司。考虑到政商务消费场景仍未完全恢复，公司高端白酒销量受到一定影响，叠加公司渠道补贴政策的投放，我们预计 25 至 27 年，公司毛利率分别 74.5%、74.0%、74.9%，归母净利润分别为 214.3、210.8、226.5 亿元，同比增速分别为-32.7%、-1.6%、+7.4%，当前市值对应 PE 分别为 19.2X、19.5X、18.2X，给予**增持**评级。

图表 81. 五粮液可比公司相对估值表

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润（百万元）			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
贵州茅台	18838	90,549	94,925	101,345	20.8	19.8	18.6
五粮液	4116	21,425	21,081	22,647	19.2	19.5	18.2
古井贡酒	628	4,761	5,082	5,695	13.2	12.3	11.0
泸州老窖	1736	12,059	12,562	13,636	14.4	13.8	12.7
山西汾酒	2070	11,799	12,450	13,542	17.5	16.6	15.3

资料来源：同花顺，中银证券

注：数据截至 2026 年 2 月 11 日，古井贡酒、泸州老窖盈利预测来自同花顺一致预测。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	83,272	89,175	70,054	66,879	70,643
营业收入	83,272	89,175	70,054	66,879	70,643
营业成本	20,157	20,461	17,877	17,385	17,746
营业税金及附加	12,532	13,041	10,158	9,363	9,890
销售费用	7,796	10,692	9,107	8,026	8,477
管理费用	3,319	3,555	3,152	2,876	3,108
研发费用	322	405	315	268	247
财务费用	(2,473)	(2,834)	0	0	0
其他收益	331	274	200	200	200
资产减值损失	(4)	2	0	0	0
信用减值损失	(1)	(1)	(3)	(3)	(3)
资产处置收益	1	(3)	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	58	75	95	95	95
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	42,004	44,200	29,739	29,258	31,470
营业外收入	45	40	40	45	45
营业外支出	136	77	90	90	90
利润总额	41,913	44,163	29,689	29,213	31,425
所得税	10,392	10,970	7,363	7,245	7,825
净利润	31,521	33,193	22,326	21,968	23,600
少数股东损益	1,310	1,340	901	887	953
归母净利润	30,211	31,853	21,425	21,081	22,647
EBITDA	40,123	42,240	30,826	30,401	32,185
EPS(最新股本摊薄, 元)	7.78	8.21	5.52	5.43	5.83

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	147,182	165,783	157,809	181,763	172,507
货币资金	115,456	127,399	139,865	149,391	157,861
应收账款	43	37	79	30	49
应收票据	0	10	106	5	81
存货	17,388	18,234	10,568	16,474	9,158
预付账款	169	145	126	137	132
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	14,126	19,958	7,064	15,725	5,225
非流动资产	18,251	22,469	21,215	20,359	19,669
长期投资	2,022	2,083	2,083	2,083	2,083
固定资产	5,190	7,265	6,701	6,138	5,575
无形资产	2,057	2,671	2,524	2,377	2,230
其他长期资产	8,982	10,450	9,907	9,761	9,781
资产合计	165,433	188,252	179,025	202,122	192,176
流动负债	32,683	51,027	31,854	47,706	31,892
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	8,864	9,077	6,814	8,639	7,135
其他流动负债	23,819	41,950	25,039	39,067	24,757
非流动负债	400	831	751	789	770
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	400	831	751	789	770
负债合计	33,084	51,857	32,604	48,495	32,662
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
少数股东权益	2,791	3,110	4,011	4,898	5,851
归属母公司股东权益	129,558	133,285	142,409	148,729	153,663
负债和股东权益合计	165,433	188,252	179,025	202,122	192,176

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	31,521	33,193	22,326	21,968	23,600
折旧摊销	982	1,219	1,385	1,441	1,013
营运资金变动	10,767	11,291	1,464	1,327	1,961
其他	(1,527)	(11,764)	5,150	(2,721)	1,214
经营活动现金流	41,742	33,940	30,325	22,014	27,788
资本支出	(2,957)	(2,666)	(455)	(423)	(403)
投资变动	(34)	(61)	0	0	0
其他	59	85	98	98	98
投资活动现金流	(2,932)	(2,642)	(358)	(326)	(306)
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(18,498)	(33,127)	(12,301)	(14,761)	(17,713)
其他	2,198	13,505	(5,201)	2,598	(1,299)
筹资活动现金流	(16,300)	(19,622)	(17,501)	(12,163)	(19,012)
净现金流	22,510	11,675	12,466	9,526	8,470

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	12.6	7.1	(21.4)	(4.5)	5.6
营业利润增长率(%)	13.0	5.2	(32.7)	(1.6)	7.6
归属于母公司净利润增长率(%)	13.2	5.4	(32.7)	(1.6)	7.4
息税前利润增长率(%)	12.3	4.8	(28.2)	(1.6)	7.6
息税折旧前利润增长率(%)	12.0	5.3	(27.0)	(1.4)	5.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	13.2	5.4	(32.7)	(1.6)	7.4
获利能力					
息税前利润率(%)	47.0	46.0	42.0	43.3	44.1
营业利润率(%)	50.4	49.6	42.5	43.7	44.5
毛利率(%)	75.8	77.1	74.5	74.0	74.9
归母净利润率(%)	36.3	35.7	30.6	31.5	32.1
ROE(%)	23.3	23.9	15.0	14.2	14.7
ROIC(%)	28.0	25.0	20.6	17.3	21.0
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(0.9)	(0.9)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
流动比率	4.5	3.2	5.0	3.8	5.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	2,126.1	2,229.5	1,200.0	1,225.6	1,800.0
应付账款周转率	10.3	9.9	8.8	8.7	9.0
费用率					
销售费用率(%)	9.4	12.0	13.0	12.0	12.0
管理费用率(%)	4.0	4.0	4.5	4.3	4.4
研发费用率(%)	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
财务费用率(%)	(3.0)	(3.2)	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	7.8	8.2	5.5	5.4	5.8
每股经营现金流(最新摊薄)	10.8	8.7	7.8	5.7	7.2
每股净资产(最新摊薄)	33.4	34.3	36.7	38.3	39.6
每股股息	4.7	3.2	3.2	3.8	4.6
估值比率					
P/E(最新摊薄)	13.6	12.9	19.2	19.5	18.2
P/B(最新摊薄)	3.2	3.1	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	10.6	9.8	8.8	8.6	7.9
价格/现金流(倍)	9.9	12.1	13.6	18.7	14.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

002956.SZ
买入

市场价格:人民币 28.46

板块评级:强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	6.7	3.6	18.8	68.4
相对深圳成指	4.3	3.3	12.2	34.3

发行股数 (百万)	223.25
流通股 (百万)	223.22
总市值 (人民币 百万)	6,353.61
3个月日均交易额 (人民币 百万)	83.42
主要股东	
桂林西麦阳光投资有限公司	21.17 (%)

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以2026年2月11日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 休闲食品

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

西麦食品

国内燕麦龙头, 大健康赛道下产品及渠道多元化布局, 多点开花

西麦食品为国内燕麦行业龙头, 公司在原材料及产能布局方面优势明显。随着原材料成本进入下行通道及产品结构升级, 推动公司盈利能力提升。公司顺应市场变化, 在大健康产品推新及渠道方面积极布局, 近两年业绩表现优异, 给予买入评级。

支撑评级的要点

■ **国内燕麦龙头, 全产业链优势明显。**西麦食品成立于2001年, 于2019年在深交所上市, 通过对市场的持续深耕, 现已跻身中国燕麦谷物市场第一的领先地位, 且领先优势进一步扩大, “好燕麦, 吃西麦”的理念深入消费者心智。公司全产业链的优势明显, (1) 原材料端来看, 根据公司招股书, 公司原材料90%来自澳大利亚进口谷物, 考虑到公司销售规模及国内市场份额, 同时参考招股书公告的进口燕麦粒及同期国产燕麦粒的采购均价, 我们判断公司对上游燕麦原材料有着一定的议价能力, 价格优势明显。(2) 生产端来看, 公司在全国拥有四大研发生产基地, 分别是广西贺州、河北定兴、张北、江苏宿迁, 设计产能13.1万吨, 1H25公司实际产能为4.3万吨。随着生产能力及研发能力的不断提升, 保障了公司产品品质的稳定及多产品矩阵的储备能力。

■ **成本红利释放及产品结构升级, 带动盈利能力提升。**(1) 从公司业绩表现来看, 近两年, 公司营收规模稳步提升, 19至24年营收复合增速为14.3%。利润端, 受燕麦原材料涨价及固定资产折旧影响, 2021至2024年, 公司归母净利润持续下行。从进口燕麦单价来看, 在经历了上一轮原材料价格上行期后, 2025年进口燕麦单价回落, 25年1-11月同比下降11.6%。成本红利释放带动公司盈利能力提升, 1-3Q25公司毛利率及归母净利润率分别为43.6%、7.8%, 其中3Q25归母净利润率为9.3%, 盈利能力同比改善。我们判断, 随着燕麦成本进入下行期, 以及固定资产折旧减少, 费效比提升, 归母净利润率有望重新进入上行通道。(2) 公司产品主要分为纯燕麦、复合燕麦、冷食燕麦及其他粉剂类业务, 1H25营收占比分别为36.6%、48.4%、7.5%、7.5%。从不同业务增速来看, 复合燕麦片19至24年复合增速为20.2%, 实现较快增长, 产品结构持续升级。复合燕麦片细分产品包含牛奶燕麦、中老年燕麦、谷物粉等等, 顺应了不同消费群体的健康需求, 同时在消费场景上做了延展。根据公司投资者交流, 4Q25公司推出轻滋补粉类产品, 新品有望在渠道复用、品牌赋能及药食同源大健康赛道上共同发力, 贡献增量。

■ **顺应行业变化, 公司在持续巩固KA、AB类超市优势的同时, 积极向多元化渠道迈进。**西麦营销模式分为直营和经销, 2024年直营及经销渠道占比分别为43.7%、53.5%。根据FBIF新闻, 公司成立初期以商超导购的销售形式为主, 凭借对终端的强掌控和渠道精细化运营, 西麦品牌逐渐占领消费者心智。近两年, 因外部行业环境的变化, 传统商超渠道客流量大幅下滑, 但新零售、零食量贩、直播带货等渠道快速崛起。公司顺应消费趋势, 积极布局创新渠道。根据公司年报, 2024年零食渠道销售同比增长近50%, 新零售渠道GMV销售规模超亿元, 同比增长35%, 抖音平台GMV销售额从2022年的1.71亿元增长至2024年的4.68亿元。公司线上及线下渠道同时发力, 多点开花。

估值

■ 我们预计公司25至27年归母净利分别为1.7、2.2、2.7亿元, 同比增速分别为+30.3%、+27.5%、+23.5%, 当前市值对应PE分别为36.6X、28.7X、23.3X, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

■ 原材料价格波动, 费用投放效果不及预期, 食品安全风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	1,578	1,896	2,293	2,739	3,176
增长率(%)	18.9	20.2	20.9	19.5	15.9
EBITDA(人民币 百万)	126	156	218	278	342
归母净利润(人民币 百万)	115	133	174	221	273
增长率(%)	6.1	15.4	30.3	27.5	23.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.52	0.60	0.78	0.99	1.22
市盈率(倍)	55.0	47.7	36.6	28.7	23.3
市净率(倍)	4.4	4.2	4.1	3.9	3.6
EV/EBITDA(倍)	17.5	18.6	24.6	18.8	14.7
每股股息(人民币)	0.3	0.4	0.5	0.7	0.8
股息率(%)	2.2	2.5	1.9	2.3	2.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

盈利预测及投资建议

西麦食品是国内燕麦龙头，全产业链优势明显。经过持续几十年深耕国内市场，“好燕麦，吃西麦”的理念深入消费者心智。公司主营业务主要包括纯燕麦片、复合燕麦片、冷食燕麦片、其他（粉剂）类产品。根据我们测算，2025 年营收占比分别为 35.2%、45.4%、6.9%、9.8%。纯燕麦为公司的基本盘，随着消费者需求多元化，消费场景多元化，复合燕麦类产品近两年实现较快增长。冷食燕麦经历过去两年高速增长后，近两年营收表现回归平稳。相比海外市场，冷食燕麦市占率仍有较大提升空间。其他类产品中包含粉剂类及其他大健康赛道产品。其中，药食同源谷物粉类产品已于 4Q25 上市，市场反馈积极，有望贡献 2026 年营收增量。我们预计 25 至 27 年，纯燕麦片营收分别为 8.1、7.4、7.5 亿元，同比增速分别为 14.3%、-7.9%、+0.6%，复合燕麦片营收分别为 10.4、12.4、14.2 亿元，同比增速分别为+22.2%、+18.9%、+14.4%，冷食燕麦营收分别为 1.6、1.6、1.6 亿元，营收增速分别为+5.8%、+0.8%、+1.2%，其他类产品营收分别为 2.2、5.3、7.7 亿元，同比增速分别为+64.2%、+135.2%、+45.7%。

图表 82. 西麦食品主营业务拆分及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,578	1,896	2,293	2,739	3,176
YOY	18.9%	20.2%	20.9%	19.5%	15.9%
毛利率	44.5%	41.3%	43.5%	44.3%	44.8%
其中：					
纯燕麦片					
收入（百万元）	644	706	807	743	747
YOY	4.0%	9.6%	14.3%	-7.9%	0.6%
毛利率	45.2%	42.0%	39.1%	35.8%	33.0%
复合燕麦片					
收入（百万元）	661	851	1040	1237	1416
YOY	33.8%	28.8%	22.2%	18.9%	14.4%
毛利率	49.2%	49.2%	49.5%	49.9%	50.1%
冷食燕麦片					
收入（百万元）	120	149	157	159	161
YOY	22.0%	24.1%	5.8%	0.8%	1.2%
毛利率	47.5%	36.9%	39.1%	39.0%	38.5%
其他（粉剂类）					
收入（百万元）	110	136	224	526	766
YOY	17.8%	23.9%	64.2%	135.2%	45.7%
毛利率			45.0%	50.0%	52.0%

资料来源：同花顺，中银证券

西麦为国内麦片行业龙头，我们选取经营业态及渠道布局相似的企业三只松鼠、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、洽洽食品作为可比公司。西麦估值略高于可比公司，燕麦隶属大健康领域的细分赛道，随着消费者健康意识的觉醒，行业规模逐渐扩大，公司作为燕麦行业龙头，市占率享受行业红利进一步提升，未来业绩确定性较高。从进口澳麦单价来看，在经历了上一轮原材料价格上涨期后，2025 年进口澳麦单价回落，25 年 1-11 月同比下降 11.6%。成本红利释放带动公司盈利能力提升，1-3Q25 公司毛利率及归母净利率分别为 43.6%、7.8%，其中 3Q25 归母净利率为 9.3%，盈利能力同比改善。我们判断，随着燕麦成本进入下行期，以及固定资产折旧减少，费效比提升，归母净利率有望重新进入上行通道。我们预计 25 至 27 年公司毛利率分别为 43.5%、44.3%、44.8%，归母净利率分别为 1.7、2.2、2.7 亿元，同比增速分别为+30.3%、+27.5%、+23.5%，当前市值对应 PE 分别为 36.6X、28.7X、23.3X，给予买入评级。

图表 83. 西麦食品可比公司相对估值表

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
三只松鼠	93.7	2.5	4.0	5.4	37.0	23.2	17.5
盐津铺子	185.7	8.1	9.9	11.8	22.9	18.8	15.7
劲仔食品	51.6	2.5	3.1	3.6	20.9	16.9	14.3
甘源食品	55.0	2.5	3.4	4.0	22.0	16.1	13.6
洽洽食品	119.4	3.9	6.9	8.2	30.5	17.4	14.6
西麦食品	63.5	1.7	2.2	2.7	36.6	28.7	23.3

资料来源：同花顺，中银证券

注：数据截至 2026 年 2 月 11 日，三只松鼠、盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、洽洽食品盈利预测来自同花顺一致预期

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,578	1,896	2,293	2,739	3,176
营业收入	1,578	1,896	2,293	2,739	3,176
营业成本	875	1,112	1,295	1,525	1,753
营业税金及附加	14	17	20	24	28
销售费用	497	530	653	781	896
管理费用	93	115	140	164	191
研发费用	7	9	11	13	14
财务费用	(12)	(7)	(5)	(7)	(11)
其他收益	19	25	23	18	15
资产减值损失	(1)	0	0	(1)	(1)
信用减值损失	(1)	(1)	0	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	11	6	0	0	0
投资收益	4	6	6	5	3
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	136	157	206	262	322
营业外收入	0	2	1	1	0
营业外支出	1	2	2	1	1
利润总额	135	157	205	261	321
所得税	20	24	32	40	48
净利润	115	133	174	221	273
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	115	133	174	221	273
EBITDA	126	156	218	278	342
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.52	0.60	0.78	0.99	1.22

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,408	1,238	1,315	1,521	1,761
货币资金	526	269	360	533	763
应收账款	68	103	104	143	141
应收票据	2	8	4	8	6
存货	246	281	317	361	399
预付账款	57	62	75	78	88
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	508	516	457	397	365
非流动资产	603	953	919	874	825
长期投资	51	194	194	194	194
固定资产	368	514	481	447	413
无形资产	42	40	38	37	35
其他长期资产	142	205	205	196	184
资产合计	2,010	2,191	2,235	2,395	2,586
流动负债	540	635	634	717	810
短期借款	75	129	0	0	0
应付账款	178	254	250	327	306
其他流动负债	287	252	384	391	504
非流动负债	11	24	17	17	17
长期借款	0	6	0	0	0
其他长期负债	11	18	17	17	17
负债合计	551	659	650	735	827
股本	223	223	223	223	223
少数股东权益	0	17	17	17	17
归属母公司股东权益	1,459	1,515	1,567	1,643	1,742
负债和股东权益合计	2,010	2,191	2,235	2,395	2,586

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	115	133	174	221	273
折旧摊销	35	44	45	47	48
营运资金变动	1	(59)	85	5	51
其他	(31)	52	(4)	(16)	(11)
经营活动现金流	120	170	300	257	360
资本支出	(128)	(222)	(14)	0	1
投资变动	264	(112)	50	50	30
其他	(38)	(42)	6	5	3
投资活动现金流	98	(376)	41	55	33
银行借款	(53)	60	(135)	0	0
股权融资	(88)	(110)	(121)	(145)	(175)
其他	12	13	6	8	10
筹资活动现金流	(129)	(37)	(250)	(138)	(164)
净现金流	89	(244)	91	174	229

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	18.9	20.2	20.9	19.5	15.9
营业利润增长率(%)	10.2	15.8	31.0	26.9	23.2
归属于母公司净利润增长率(%)	6.1	15.4	30.3	27.5	23.5
息税前利润增长率(%)	17.2	24.1	54.0	34.4	27.0
息税折旧前利润增长率(%)	15.2	24.1	39.6	27.9	22.7
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	6.1	15.4	30.3	27.5	23.5
获利能力					
息税前利润率(%)	5.7	5.9	7.5	8.5	9.3
营业利润率(%)	8.6	8.3	9.0	9.6	10.2
毛利率(%)	44.5	41.3	43.5	44.3	44.8
归母净利润率(%)	7.3	7.0	7.6	8.1	8.6
ROE(%)	7.9	8.8	11.1	13.5	15.7
ROIC(%)	16.8	13.3	24.6	36.4	56.7
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.4)
流动比率	2.6	1.9	2.1	2.1	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.2	1.3
应收账款周转率	21.8	22.3	22.2	22.2	22.4
应付账款周转率	8.9	8.8	9.1	9.5	10.0
费用率					
销售费用率(%)	31.5	27.9	28.5	28.5	28.2
管理费用率(%)	5.9	6.1	6.1	6.0	6.0
研发费用率(%)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
财务费用率(%)	(0.8)	(0.4)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.5	0.6	0.8	1.0	1.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.5	0.8	1.3	1.2	1.6
每股净资产(最新摊薄)	6.5	6.8	7.0	7.4	7.8
每股股息	0.3	0.4	0.5	0.7	0.8
估值比率					
P/E(最新摊薄)	55.0	47.7	36.6	28.7	23.3
P/B(最新摊薄)	4.4	4.2	4.1	3.9	3.6
EV/EBITDA	17.5	18.6	24.6	18.8	14.7
价格/现金流(倍)	53.0	37.4	21.2	24.7	17.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

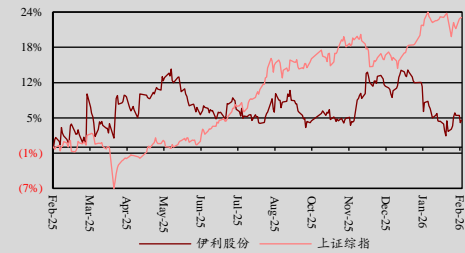
600887.SH

买入

市场价格:人民币 26.87

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.1)	(2.9)	(5.2)	(0.3)
相对上证综指	(8.8)	(3.2)	(8.4)	(24.8)

发行股数 (百万)	6,325.36
流通股 (百万)	6,293.93
总市值 (人民币 百万)	169,962.44
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,452.79
主要股东	
呼和浩特投资有限责任公司	8.51 (%)

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以2026年2月11日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 饮料乳品

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

伊利股份

“十五五”迈入发展新周期，龙头价值凸显

受原奶周期及经济周期的双重影响，近两年行业整体需求疲软，但龙头企业率先恢复，业绩彰显韧性。近日，公司在投资者交流日上明确“十五五”战略方向，同时公布 2025-2027 年股东回报规划。在高分红的背景下，叠加公司业绩企稳向上，“十五五”期间净利率有望再上一个台阶，红利资产属性凸显。我们给予“买入”评级。

支撑评级的要点

- 受原奶周期及经济周期双重影响，行业需求疲软，但龙头业绩彰显韧性。1-3Q25 伊利股份实现营收、归母净利分别为 903.4 亿元、104.3 亿元，同比增速分别为+1.8%、-4.1%，其中 3Q25 营收 285.6 亿元，同比-1.6%，归母净利 32.3 亿元，同比-3.3%。分产品来看，需求疲软背景下液奶压力仍存，其他类产品维持双位数增长。3Q25 液奶、奶粉、冷饮及其他业务营收增速分别为-8.8%、+12.6%、+17.4%、+219.4%。3Q25 公司毛利率为 33.8%，同比-1.1pct，我们判断毛利率变动与液奶内部产品结构变化有关。3Q25 公司净利率为 11.2%，同比-0.3pct，公司当前库存健康，随着上游存栏持续去化，减值压力减弱，全年净利率有望达到 9%，整体盈利能力维持稳健。
- “十五五”聚力成长，公司明确发展路径，保证基石业务稳健增长的同时，坚持多元化、国际化业务拓展，双轮驱动。2025 年 11 月 8 日，公司举办伊利投资者活动日，会上明确了“十五五”公司的战略发展方向。（1）产品方面，在夯实液奶基本盘的同时，积极布局乳制品功能营养、乳深加工产品，持续优化产品结构，提升产品的盈利能力。短期来看，液奶转向高质量发展，重视产品创新，2026 年公司液奶有望率先于行业实现增长。中长期来看，公司规划未来业务组合最终形成乳制品+功能营养品的格局，建立起全球化的运营体系。伊利凭借在研发、奶源、渠道方面的持续积累，可积极把握新战略周期的机会。（2）市场竞争方面，受益原奶成本红利及渠道变革，近两年渠道贴牌产品实现较快发展。随着原奶价格企稳，此前单纯依靠价格竞争的小品牌会被压缩，市场有望回归有序竞争，拥有全链条品质保证的龙头乳企，竞争优势凸显。

估值

- 公司发布未来三年股东回报规划，25 至 27 年每年度现金分红总额占当年归母净利润的比例不低于 75%，且每股派发现金红利金额不低于 2024 年度的 1.22 元（含税）。此外，公司在投资者交流日上表态未来五年在实现 9% 的净利润目标的基础上再上一个台阶。公司发展路径明晰，随着液奶需求逐渐恢复，叠加高分红兑现，公司业绩确定性较高。我们预计 25 至 27 年公司归母净利润分别为 110.3、116.5、124.1 亿元，同比增速分别为 +30.5%、+5.7%、+6.5%，当前市值对应 PE 分别为 15.4X、14.6X、13.7X，给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 需求复苏不及预期，原奶价格持续回落，行业竞争加剧，食品安全风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	125,758	115,393	117,520	121,268	125,982
增长率(%)	2.5	(8.2)	1.8	3.2	3.9
EBITDA(人民币 百万)	14,406	10,425	17,306	17,979	18,792
归母净利润(人民币 百万)	10,429	8,453	11,027	11,652	12,413
增长率(%)	10.6	(18.9)	30.5	5.7	6.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.65	1.34	1.74	1.84	1.96
市盈率(倍)	16.3	20.1	15.4	14.6	13.7
市净率(倍)	3.2	3.2	3.1	3.1	3.0
EV/EBITDA(倍)	12.8	20.8	10.6	10.1	9.1
每股股息 (人民币)	1.2	1.2	1.6	1.7	1.8
股息率(%)	4.5	4.0	6.0	6.3	6.7

资料来源:公司公告, 中银证券预测

盈利预测及投资建议

伊利为国内乳制品龙头企业，近两年受外部环境影响，基本盘液奶业务表现疲软。2025 年以来，公司持续优化渠道库存，并取得一定成效。液奶以外其他业务表现优异，印证了伊利强大的品牌力、产品力及渠道力。根据我们测算，2025 年，液体乳、奶粉及奶制品、冷饮业务营收占比分别为 62.4%、28.3%、8.3%。根据公司投资者交流，2026 年公司液奶有望率先于行业实现增长。中长期来看，公司规划未来业务组合最终形成乳制品+功能营养品的格局，建立起全球化的运营体系。根据公司投资者交流，当前液奶需求仍未完全恢复，公司坚持轻库存渠道管理策略，参考公司前三季度业绩，同时考虑到春节错期因素，我们预计 2025 年液奶表现为小幅下滑，2026 年随着经销商库存进一步下降，及终端需求恢复，26 年全年来看液奶有望转正。公司积极布局乳深加工业务，未来随着产能逐渐爬坡，叠加公司较强的品牌力，以及在品牌深耕、产品创新、渠道建设方面的坚守，我们判断高附加值产品会有较好的表现。因此我们预计 25 至 27 年，公司液体乳营收分别为 733.6、737.2、750.4 亿元，同比增速分别为-2.2%、+0.5%、+1.8%，奶粉及奶制品 25 至 27 年营收分别为 332.4、355.6、380.9 亿元，同比增速分别为+12.0%、+7.0%、+7.1%，冷饮业务 25 至 27 年营收分别为 97.7、106.0、111.9 亿元，同比增速分别为+12.0%、+8.5%、+5.5%。综上，公司 25 至 27 年营收分别为 1175.2、1212.7、1259.8 亿元，同比增速分别为+1.8%、+3.2%、+3.9%。

图表 84. 伊利股份主营业务拆分及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	125,758	115,393	117,520	121,268	125,982
YOY	2.5%	-8.2%	1.8%	3.2%	3.9%
毛利率	32.6%	33.9%	34.2%	34.4%	34.7%
其中：					
液体乳					
收入（百万元）	85,540	75,003	73,362	73,717	75,044
YOY	0.7%	-12.3%	-2.2%	0.5%	1.8%
毛利率	30.4%	31.0%	30.8%	31.0%	31.2%
奶粉及奶制品					
收入（百万元）	27,598	29,675	33,236	35,563	38,088
YOY	5.1%	7.5%	12.0%	7.0%	7.1%
毛利率	38.1%	41.0%	41.0%	40.8%	41.0%
冷饮					
收入（百万元）	10,688	8,721	9,768	10,602	11,187
YOY	11.7%	-18.4%	12.0%	8.5%	5.5%
毛利率	38.5%	37.4%	37.5%	37.5%	37.8%
其他					
收入（百万元）	634	722	1,155	1,386	1,663
YOY	60.7%	13.7%	60.0%	20.0%	20.0%
毛利率	18.3%	23.6%	24.0%	25.0%	26.0%

资料来源：同花顺，中银证券

我们选取与公司业务相似的乳制品企业新乳业、妙可蓝多、光明乳业、三元股份、天润乳业等作为可比公司，伊利股份估值优势显著，25 至 27 年市盈率均低于其他乳制品企业。乳制品行业竞争格局稳定，随着国内人口结构变化及消费需求多元化，产品结构提升仍有空间，未来龙头企业将有此前的基础产品逐渐向乳深加工类产品过度。从原奶价格来看，奶价短期仍维持低位震荡，公司毛利率仍有望受益成本红利。随着奶牛存栏量的下降，2026 年行业供需有望渐趋平衡，原奶价格将进入新一轮周期。公司将通过产品结构提升，优化费用投放、供应链效率提升等方式实现净利率进一步提升。我们预计 25 至 27 年公司毛利率分别为 34.2%、34.4%、34.7%，公司归母净利润分别为 110.3、116.5、124.1 亿元，同比增速分别为+30.5%、+5.7%、+6.5%，当前市值对应 PE 分别为 15.4X、14.6X、13.7X，给予买入评级。

图表 85. 伊利股份可比公司相对估值表

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
新乳业	164.1	7.1	8.4	9.7	23.2	19.5	16.8
妙可蓝多	116.9	2.3	3.4	4.5	50.7	34.6	25.9
光明乳业	110.6	4.9	5.4	6.0	22.7	20.5	18.4
三元股份	81.1	1.3	1.7	1.9	63.1	48.4	42.0
天润乳业	31.8	0.3	1.5	2.0	95.3	20.8	16.0
伊利股份	1699.6	110.3	116.5	124.1	15.4	14.6	13.7

资料来源：同花顺，中银证券

注：数据截至 2026 年 2 月 11 日，新乳业、妙可蓝多、光明乳业、三元股份、天润乳业盈利预测来自同花顺一致预期

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	126,179	115,780	117,906	121,654	126,368
营业收入	125,758	115,393	117,520	121,268	125,982
营业成本	84,789	76,299	77,358	79,583	82,291
营业税金及附加	733	733	705	776	819
销售费用	22,572	21,982	21,212	21,828	22,803
管理费用	5,154	4,465	4,431	4,608	4,850
研发费用	850	870	764	849	882
财务费用	(153)	(592)	1,026	776	626
其他收益	1,098	1,016	1,000	800	700
资产减值损失	(1,526)	(4,676)	0	0	0
信用减值损失	(160)	(555)	(255)	(155)	(55)
资产处置收益	(21)	(15)	(15)	(15)	(15)
公允价值变动收益	278	(28)	0	0	0
投资收益	(31)	2,417	200	200	230
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	11,873	10,182	13,340	14,063	14,957
营业外收入	230	78	70	70	70
营业外支出	382	133	150	120	100
利润总额	11,721	10,127	13,260	14,013	14,927
所得税	1,437	1,663	2,095	2,214	2,358
净利润	10,284	8,464	11,165	11,799	12,569
少数股东损益	(144)	11	138	146	156
归母净利润	10,429	8,453	11,027	11,652	12,413
EBITDA	14,406	10,425	17,306	17,979	18,792
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.65	1.34	1.74	1.84	1.96

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	69,355	66,619	58,754	63,374	66,747
货币资金	43,372	25,404	23,504	26,679	30,236
应收账款	3,085	2,878	3,193	2,870	2,239
应收票据	220	251	229	266	248
存货	12,512	10,745	12,892	10,540	12,775
预付账款	1,480	1,176	1,517	1,254	1,611
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	8,687	26,165	17,418	21,765	19,637
非流动资产	82,265	87,099	78,128	76,697	71,327
长期投资	8,442	8,236	8,236	8,236	8,236
固定资产	35,242	34,619	30,563	26,507	22,452
无形资产	4,729	4,780	4,691	4,583	4,454
其他长期资产	33,851	39,464	34,637	37,371	36,185
资产合计	151,620	153,718	136,882	140,070	138,074
流动负债	76,860	89,925	73,768	77,395	73,469
短期借款	39,755	36,355	27,391	28,766	23,010
应付账款	13,799	12,313	13,903	13,067	17,106
其他流动负债	23,306	41,257	32,474	35,562	33,353
非流动负债	17,440	6,786	5,153	3,622	4,388
长期借款	11,705	4,687	0	0	0
其他长期负债	5,735	2,099	5,153	3,622	4,388
负债合计	94,300	96,710	78,921	81,017	77,857
股本	6,366	6,366	6,326	6,326	6,326
少数股东权益	3,781	3,828	3,966	4,112	4,268
归属母公司股东权益	53,539	53,180	53,995	54,941	55,949
负债和股东权益合计	151,620	153,718	136,882	140,070	138,074

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	10,284	8,464	11,165	11,799	12,569
折旧摊销	4,431	4,612	4,510	4,511	4,510
营运资金变动	1,815	1,140	(1,328)	828	1,974
其他	1,760	7,524	9,353	(3,668)	2,541
经营活动现金流	18,290	21,740	23,700	13,469	21,593
资本支出	(6,956)	(3,978)	(500)	(700)	(400)
投资变动	828	235	0	0	0
其他	(9,917)	(28,966)	186	285	235
投资活动现金流	(16,044)	(32,709)	(314)	(415)	(165)
银行借款	15,363	(10,419)	(13,650)	1,375	(5,756)
股权融资	(9,659)	(927)	(10,212)	(10,706)	(11,405)
其他	1,555	4,068	(1,423)	(548)	(711)
筹资活动现金流	7,258	(7,278)	(25,286)	(9,879)	(17,872)
净现金流	9,504	(18,248)	(1,900)	3,175	3,557

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	2.5	(8.2)	1.8	3.2	3.9
营业利润增长率(%)	9.3	(14.2)	31.0	5.4	6.4
归属于母公司净利润增长率(%)	10.6	(18.9)	30.5	5.7	6.5
息税前利润增长率(%)	12.9	(41.7)	120.1	5.3	6.0
息税折旧前利润增长率(%)	11.7	(27.6)	66.0	3.9	4.5
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	10.6	(18.9)	30.5	5.7	6.5
获利能力					
息税前利润率(%)	7.9	5.0	10.9	11.1	11.3
营业利润率(%)	9.4	8.8	11.3	11.6	11.8
毛利率(%)	32.6	33.9	34.2	34.4	34.7
归母净利润率(%)	8.3	7.3	9.4	9.6	9.8
ROE(%)	19.5	15.9	20.4	21.2	22.2
ROIC(%)	7.6	4.5	11.4	11.7	13.0
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	0.2	0.4	0.2	0.2	0.0
流动比率	0.9	0.7	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	40.7	38.7	38.7	40.0	49.3
应付账款周转率	8.5	8.8	9.0	9.0	8.4
费用率					
销售费用率(%)	17.9	19.0	18.1	18.0	18.1
管理费用率(%)	4.1	3.9	3.8	3.8	3.9
研发费用率(%)	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
财务费用率(%)	(0.1)	(0.5)	0.9	0.6	0.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.6	1.3	1.7	1.8	2.0
每股经营现金流(最新摊薄)	2.9	3.4	3.7	2.1	3.4
每股净资产(最新摊薄)	8.5	8.4	8.5	8.7	8.8
每股股息	1.2	1.2	1.6	1.7	1.8
估值比率					
P/E(最新摊薄)	16.3	20.1	15.4	14.6	13.7
P/B(最新摊薄)	3.2	3.2	3.1	3.1	3.0
EV/EBITDA	12.8	20.8	10.6	10.1	9.1
价格/现金流(倍)	9.3	7.8	7.2	12.6	7.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371