

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

食品饮料

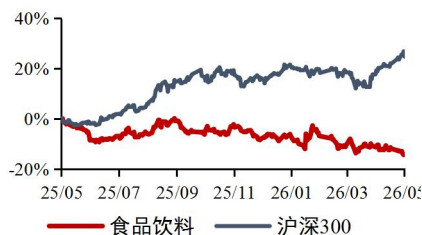
同步大市-A(下调)

筑底渐明，修复启航

2026年5月14日

行业研究/行业年度策略

食品饮料板块近一年市场表现



资料来源：常闻

分析师：

熊鹏

执业登记编码：S0760525080002

邮箱：xiongpeng@sxzq.com

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

投资要点：

➤ **25年食品饮料行业回顾：板块跑输大盘，大众品相对较好。**2025年食品饮料板块下跌3.82%，在申万31个行业中涨幅排名倒数第一，大幅跑输沪深300，机构持仓回落。全年呈现多轮波动，受春节动销、中美关税、节约条例等多重因素影响；其中子板块分化显著：大众食品表现亮眼，零食(+47.6%)、预加工食品(+16.31%)超额收益明显；酒类板块延续下跌，啤酒(-12.89%)、白酒(-9.38%)、调味发酵品(-5.29%)排名垫底；但是估值安全边际较高，食品饮料板块及白酒行业市盈率(TTM)均回落至20X左右，较历史高点(60X)大幅修正，接近绝对估值低点(15X)，回落空间有限。

➤ **26年投资展望：传统大众消费筑底开始修复，白酒预计H2或迎拐点。**2025年已出现消费回暖迹象，消费者信心指数回升，2026年消费预计维持温和复苏，PPI同比有望年底转正，CPI同比逐步向2%靠拢。政策层面强调“恢复和扩大消费”，但居民消费能力与意愿修复尚需时间，行业呈现结构性机会而非全面爆发。**投资主线：**1) 立足业绩抓确定：聚焦功能饮料、低温奶、零食等渗透率低、成长空间大的细分赛道，关注西麦食品、东鹏饮料等企业；2) 底部反转渐布局：受益于顺周期复苏的啤酒、乳制品、调味品、白酒等板块，关注贵州茅台、海天味业；3) 优选龙头重分红：行业龙头凭借品牌与渠道优势逆势抢占份额，低估值+高分红提供安全垫，关注伊利股份等。

➤ **白酒板块：曙光渐现，重视配置时机。**2025年表现：供需矛盾加剧，报表降速，25Q2动销见底，量价双承压；高端酒受政策冲击明显，次高端深度出清，区域酒全面出清，多数酒企放弃全年增长目标。2026年展望：供给端继续出清，需求端政策影响减弱，消费场景稳步修复，预计下半年迎来拐点，分价格带看，高端酒筑底企稳，次高端弱复苏(依赖经济复苏)，区域酒分化加剧。重点关注贵州茅台、五粮液、山西汾酒等。

➤ **调味品板块：需求弱复苏，重视提价拐点。**2025年需求疲软导致业绩承压。近期原油价格超预期上涨，原油价格走高将直接影响运输费用及燃料价格，并间接驱动PET等食品包材生产成本提升，整体冲击对调味品行业整体是短期成本冲击、中期利好龙头、长期格局优化。如果成本上行，龙头有强定价权与提价能力，最终加速小厂出清，集中度提升。建议逢低布局经营周期处于向上趋势中，且有提价预期海天味业。

➤ **乳制品板块：原奶周期反转，低温和深加工奶制品良性增长。**2025年



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

行业需求承压，品类分化明显（低温奶、成人奶粉增长，常温奶需求偏弱）；2026 年原奶周期迎来拐点，价格有望温和上行，叠加政策红利与结构升级，行业从“价格战”转向“价值战”，关注伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多。

➤ **啤酒板块：餐饮修复 + 通胀预期带动吨价上行。**2025 年产量承压，结构升级放缓；站在目前时间节点，行业性升级难度增加，建议关注核心大单品驱动型升级，对应标的为燕京啤酒、珠江啤酒。

➤ **零食板块：渠道红利不减，品类扩张打开空间。**2025 年需求相对景气但增速回落，受益于量贩零食门店下沉、会员商超布局及电商流量红利；2026 年关注潜在爆品与新渠道开发，关注西麦食品、盐津铺子、三只松鼠、有友食品。

**风险提示：**经济增速不及预期、行业竞争加剧、原材料价格上升超预期、食品安全问题。

## 目录

1. 食品饮料行业 25 年回顾及 26 年展望.....	6
1.1 25 年回顾：板块跑输大盘，大众品相对较好.....	6
1.2 26 年展望：传统大众消费筑底开始修复，白酒预计 H2 或迎拐点.....	8
1.3 投资主线展望：业绩至上，股息次之.....	10
1.3.1 投资主线一：立足业绩，抓确定.....	11
1.3.2 投资主线二：底部反转，逐渐布局.....	11
1.3.3 投资主线二：优选龙头，重视分红.....	11
2. 白酒板块：曙光渐现，重视配置时机.....	12
2.1 白酒板块整体表现：供需矛盾加剧，报表降速，释放渠道压力.....	12
2.2 26 年白酒板块展望：供给端继续出清，预计下半年拐点出现.....	14
2.3 分价格带展望：高端酒筑底企稳，次高端弱复苏，区域酒分化加剧.....	15
2.3.1 茅五亮牌，随行就市.....	15
2.3.2 次高端白酒强贝塔属性，高度依赖经济复苏.....	17
2.3.3 筑底复苏下，区域酒企分化加剧.....	18
3. 调味品板块：需求弱复苏，重视提价拐点.....	19
3.1 25 年调味品板块整体表现：需求疲软，业绩承压.....	19
3.2 26 年调味品板块展望：调味品行业传导能力强，关注提价拐点.....	20
4. 乳制品板块：原奶周期反转，低温和深加工奶制品良性增长.....	20
4.1 25 年乳制品板块整体表现：收入表现偏弱，品类需求分化.....	20
4.2 原奶周期反转，关注乳制品产业链.....	21
5. 啤酒板块：餐饮修复+通胀预期，有望带动吨价上行.....	22
5.1 25 年啤酒板块整体表现：销量逐步筑底，结构升级放缓.....	22
5.2 26 年成本预计比较平稳，后续关注大麦价格的上涨.....	24

6.零食板块：渠道红利不减，品类扩张打开成长前景.....	26
6.1 零食需求相对景气，增速有所下降.....	26
6.2 原料价格有所分化，棕榈油成本边际上行.....	27
7.投资建议及风险提示.....	28
7.1 投资建议.....	28
7.2 风险提示.....	29

## 图表目录

图 1： 食品饮料板块 25 年全年涨跌幅（%） .....	6
图 2： 食品饮料子板块 25 年全年涨跌幅（%） .....	7
图 3： 食品饮料板块市盈率 TTM.....	8
图 4： 白酒板块市盈率 TTM.....	8
图 5： 中国消费者信心指数.....	9
图 6： 中国消费意愿.....	9
图 7： 社零总额及餐饮收入增速同比（%） .....	9
图 8： CPI 当月同比增速（%） .....	9
图 9： 制造业 PPI（%） .....	9
图 10： 23Q1-25Q3 白酒板块营业总收入及归母净利润增速（%） .....	12
图 11： 23Q1-25Q3 分价格带酒企营收增速（%） .....	12
图 12： 飞天茅台批价走势（元/瓶） .....	16
图 13： 八代普五、国窖 1573 批价走势（元/瓶） .....	16
图 14： 中国乳制品产量（万吨）及同比增速（%） .....	21
图 15： 伊利液体乳收入（亿元）及增速（%） .....	21



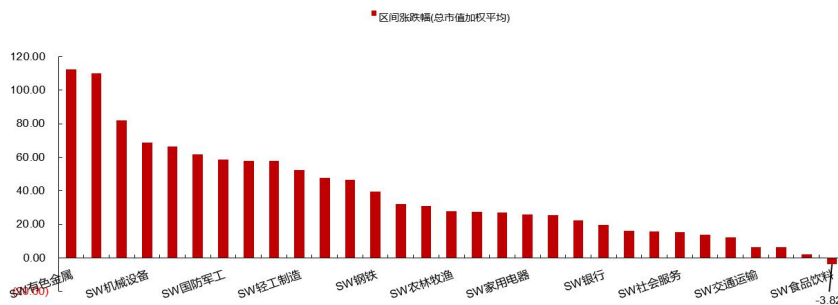
图 16: 中国主产区生鲜乳价格(元/公斤)及同比.....	22
图 17: 中国啤酒当月产量(万千升)及增速(%) .....	22
图 18: 中国啤酒累计产量(万千升)及增速(%) .....	22
图 19: 25 年 1-9 月 A 股啤酒主要上市公司量价增速拆分.....	23
图 20: 中国餐饮业当月收入(亿元)及增速(%) .....	24
图 21: 中国餐饮业累计收入(亿元)及增速(%) .....	24
图 22: 中国进口大麦吨价(美元/吨)及同比增速(%) .....	24
图 23: 中国铝锭价格(元/吨) .....	25
图 24: 玻璃期货价格(元/吨) .....	25
图 25: 25Q1-25Q3 啤酒公司销售费用率同比(%) .....	25
图 26: 25Q1-25Q3 啤酒公司管理费用率同比(%) .....	25
图 27: 零食主要公司单季度营收(亿元) .....	26
图 28: 零食主要公司单季度营收同比增速(%) .....	26
图 29: 棕榈油现货价格(元/吨) .....	27
图 30: 甘源食品归母净利润(亿元)及同比增速(%) .....	27
表 1: 2025 年食品饮料涨幅前十个股收益率.....	7
表 2: 25 年白酒主要上市公司经营情况总结.....	13
表 3: 白酒企业合同负债变动.....	14
表 4: 2025 年前三季度调味品行业公司业绩情况.....	19
表 5: 主要公司盈利及估值情况.....	28

## 1. 食品饮料行业 25 年回顾及 26 年展望

### 1.1 25 年回顾：板块跑输大盘，大众品相对较好

**复盘全年板块表现：跑输大盘，申万行业排名 31。**纵观 2025 年，食品饮料板块下跌 3.82%，在申万 31 个行业中涨幅排名倒数第一，大幅跑输沪深 300，反映市场对板块的悲观情绪。分时段看：25 年初，受春节时间较晚和消费情绪低迷影响，市场对春节旺季白酒的回款及动销均持悲观预期，板块持续下跌；2 月初至三月中旬，春节反馈白酒批价及动销好于预期，加之前期下跌后估值回落，板块迎来小幅反弹；3 月至 4 月初，从第一阶段的试探性加码到 4 月上旬的中美关税全面开战，A 股遭遇暴跌。5 月至 6 月，中共中央、国务院 5 月印发的《党政机关例行节约反对浪费条例》，对餐饮及白酒板块造成一定程度的冲击，随着 10 月底季报利空落地，市场预期略有好转。整体而言，在基本面羸弱与低预期双重打击下，食品饮料板块 25 年收益表现欠佳，机构持仓回落。

图 1：食品饮料板块 25 年全年涨跌幅（%）

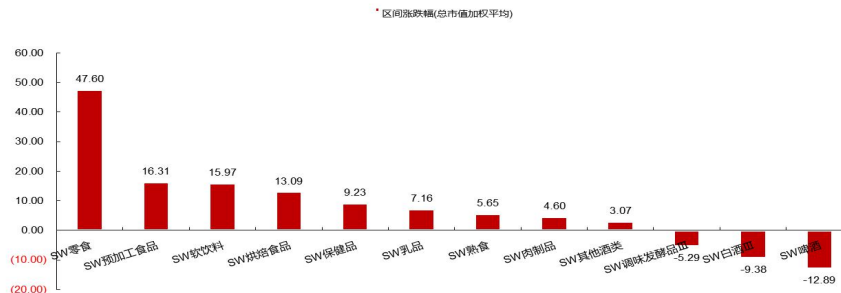


资料来源：wind，山西证券研究所

**预加工食品、零食表现突出，酒类延续下跌。**年初至今食品饮料整体消费环境疲弱，行业继续追求高质价比、情绪性、健康性、功能性消费。白酒行业需求延续弱景气。大众食品表现分化，饮品、休闲零食、预加工食品呈现较好景气度。25 年全年零食(+47.6%)、预加工(+16.31%)超额收益明显，啤酒(-12.89%)、白酒(-9.38%)、调味发酵品(-5.29%)则相对跑输，排名垫底。我们认为细分板块的涨跌与赛道景气度及上市公司的期间业绩表现基本吻合，零食渠道红利延续，新品频出、增速可圈可点，比如受益于魔芋品类的卫龙美味和盐津铺子；高景气

赛道的西麦食品；常温奶需求虽然不太好，但是低温鲜奶、B端奶酪、和成人奶粉等品类需求不断扩张，带动部分特色乳企今年股价表现出色，如妙可蓝多，新乳业；白酒及调味相关餐饮链受渠道高库存及消费力弱拖累，增速放缓、预期下修。

图 2：食品饮料子板块 25 年全年涨跌幅（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

个股收益差异显著。从个股层面看，剔除 ST 标的，2025 年食品饮料板块涨幅前十的标的包括：万辰集团（+151.5%）、安记食品（+149.2%）、巴比食品（+89.4%）、会稽山（+86.0%）、欢乐家（+72.7%）、西麦食品（+71.60%）、海欣食品（+65.2%）、庄园牧场（47.5%）、好想你（45.6%）、贝因美（45.4%），标的集中在大众品食品。而在跌幅榜前十中，白酒企业居多。

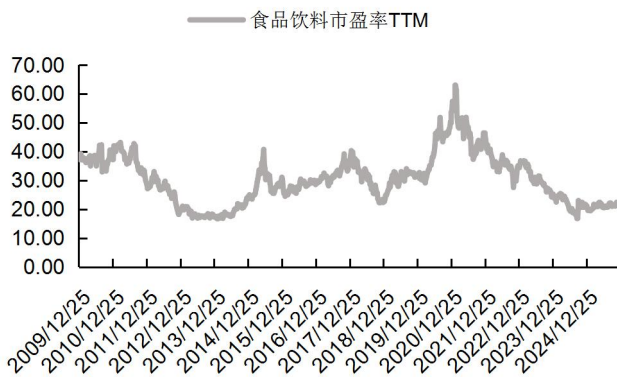
表 1：2025 年食品饮料涨幅前十个股收益率

证券简称	归母净利润 2025Q1-Q3 增长率 (%)	20251.1-12.9 累计涨幅 (%)
万辰集团	917.04	151.5
安记食品	8.95	149.2
巴比食品	3.51	89.4
会稽山	3.23	86.0
欢乐家	-87.43	72.7
西麦食品	21.90	71.6
海欣食品	-17.94	65.2
庄园牧场	59.08	47.5
好想你	92.24	45.6
贝因美	48.07	45.4

资料来源：wind，山西证券研究所

从估值层面看，食品饮料板块调整 5 年了，安全边际较高。截至 2025 年末，食品饮料板块的市盈率（TTM）已回落至 20X 左右，白酒行业市盈率也与之相近，二者较高点的 60X 水平已大幅修正，与 2010 年至今的平均水平 30X 也有一定差距，相较于绝对估值水平的最低点 15X 回落空间有限。

图 3：食品饮料板块市盈率 TTM



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：白酒板块市盈率 TTM



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 1.2 26 年展望：传统大众消费筑底开始修复，白酒预计 H2 或迎拐点

**2025 年消费仍疲软，但我们也看到趋势回暖的迹象。**1) 从消费者信心指数来看，消费者信心指数虽然弱势，但是消费意愿却又明显提振，消费意愿指数从 2023 年 4 月低点 88.20 回升到 2025 年 9 月 98.60，创 2023 年以来新高。2) 从社会消费品零售增速来看，2025 年年初增速环比 2024 年下半年有所修复，但受 6 月以来餐饮消费政策叠加宏观需求走弱，拖累整个社零增速，10 月餐饮收入增速开始上扬；3) 从 CPI 数据来看，2025 年以来 CPI 同比增速在 0%附近徘徊，同样反映需求内生增长动力偏弱。

**预计 2026 年消费维持温和复苏，内生动力和政策支持逐渐显效。**尽管当前 CPI 同比仍处于低位，PPI 也仍在负值区间运行，但在“反内卷”等政策支持下，两者均已呈现触底回升态势。展望 2026 年，按照当前修复趋势，PPI 同比有望在 2026 年年底转正，CPI 同比也有望在 PPI 回升带动下逐步向 2%的水平靠拢。



图 5：中国消费者信心指数



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 6：中国消费意愿



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 7：社零总额及餐饮收入增速同比（%）



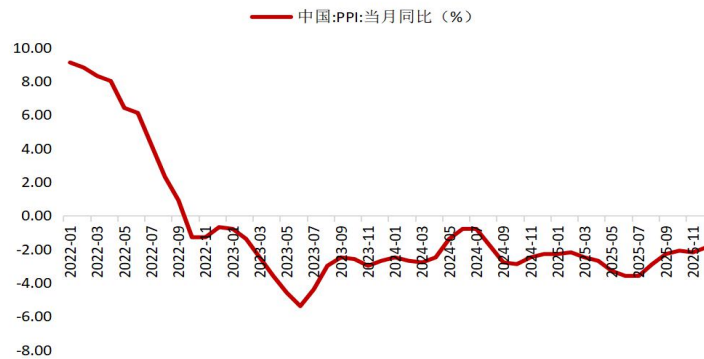
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 8：CPI 当月同比增速（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 9：制造业 PPI（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

**结构性机会仍存，但未必全面爆发。**12月召开的中央经济工作会议把“坚持内需主导、建设强大国内市场”列为2026年八项重点任务之首，《求是》杂志同期刊发《扩大内需是战略之举》，再次强调“把恢复和扩大消费摆在优先位置”。我们认为自上而下的定调尤为关键，政策转向后26年内需有望温和复苏，以时间换空间，静待基本面修复。

从宏观层面看，扩大消费的重要性是无可非议，但是真正决定消费变强的核心在于：居民消费能力与消费意愿能否得到实质性修复。当前更现实的约束仍在：居民资产负债表修复尚需时间，房产财富效应仍处收缩区间；就业与收入预期的改善偏慢；同时财政与金融资源在结构上仍更倾向支持具有供给侧属性、可形成投资与产业链条的领域。

所以，我们认为明年消费领域存在结构性亮点，非全面爆发，需求总量温和复苏的基本假设下，大众品仍将呈现结构性机会，而白酒筑底，曙光渐现。1) 随着宏观政策持续发力、部分产业利润率先修复，比如25H2部分预加工食品品类景气回升，行业竞争边际放缓，相关企业基本面与估值均步入修复阶段。2) 未来我们认为对于新消费领域的投资将从纯粹的短期叙事回归商业模式与盈利壁垒，建议关注功能化、健康化、情绪化趋势。3) 白酒供需矛盾仍存在，禁酒令影响边际减弱，消费场景、需求预计逐步修复，白酒行业春节动销有望展现韧性，2026Q2后低基数下或更加稳健，重视优质公司配置机会。

### 1.3 投资主线展望：业绩至上，股息次之

政策和情绪的博弈较难把握，且从政策落地实行到最终传导到企业经营和报表层面也存在一定时滞，这些因素都加大了投资的不确定性。但在复盘25年行业及个股涨跌的基础上，我们认为不论行业景气度与贝塔如何，公司股价的变动仍主要由利润增速驱动，因此利润高增的

企业往往能获得更高的绝对收益；其次，对于稳健增长型企业，尤其是格局已较为稳定的龙头，慷慨的分红和高股息也有望为其股价保驾护航。此外，也建议把握业绩稳健的高分红公司的配置机会。当下板块估值处于低位、基金配置比例环比下降，共同构筑食品饮料行业的潜在大机会，我们认为三个思路值得重点重视。1) **立足业绩，抓确定性**，部分细分板块的渗透率仍然较低、行业空间持续成长，具备明显的 $\alpha$ 优势，如功能饮料、低温奶、零食、健康属性产品等。3) **底部反转，逐渐布局**，考虑到 CPI 于 10 月同比转正，消费者消费意愿持续提升，2026 年经济表现有望向好，叠加 2025 年低基数，顺周期方向将具有较好的机会，啤酒、乳制品、调味品、白酒等渗透率较高、与经济关联度相对较高的板块将受益于顺周期。3) **优选龙头，重视分红**。此外，在节奏把握上，上半年布局低估值、高分红、经营改善标的；下半年切换至复苏弹性标的。

### 1.3.1 投资主线一：立足业绩，抓确定

虽然受宏观经济压力、需求恢复疲软等诸多因素影响，市场情绪受挫，对于增长的预期有所下移，但食饮领域仍不乏增速亮眼的公司。健康消费+银发经济驱动燕麦市场扩容，建议关注：燕麦主业维持高速增长的前提下，三季度开始新品及大健康产品快速放量，业绩稳健增长的**西麦食品**。量饮料势能不减、新品电解制水贡献增量的东鹏饮料。关注渠道及品类扩张的盐津铺子、卫龙美味，另外微信小店作为后起之秀，有望凭借庞大的用户基础和社交裂变快速崛起，建议关注匹配节假日送礼**麋鹿**礼盒持续放量，积极布局微信小店的三只松鼠。山姆等大型商超拥有众多会员，收入体量大，建议关注在山姆渠道脱骨鸭掌快速放量的有友食品。

### 1.3.2 投资主线二：底部反转，逐渐布局

白酒低预期低估值，出清后弹性大，2026 年上半年磨底，Q3 起随动销与业绩改善，估值与股价有望回升，高端龙头确定性高，次高端优质标的弹性大；关注**贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒**。餐饮链 B 端修复快于 C 端，价格战趋缓，龙头盈利弹性大，建议关注**海天味业、千味央厨、安井食品**；2026H2 原奶周期或迎拐点，液奶企稳，深加工（奶酪、低温奶）增量明显，关注**伊利股份、新乳业、妙可蓝多**。

### 1.3.3 投资主线二：优选龙头，重视分红

行业龙头会凭借其强大的品牌优势及完善的渠道优势逆势抢夺市场份额，整体供给端格局

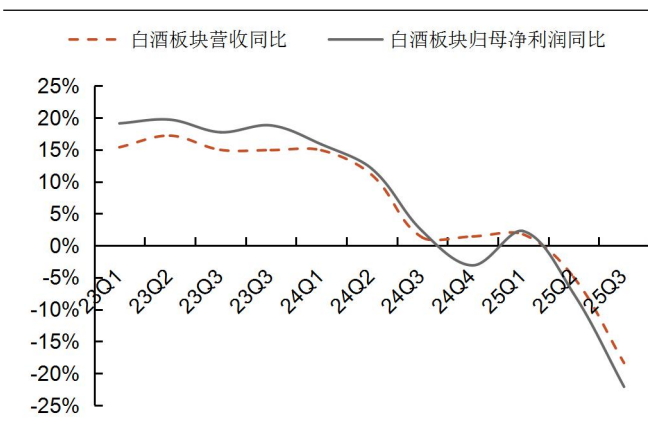
会持续优化，其短期下行风险有限；此外，在经历 25 年板块估值下修之后，若中长期需求改善逐步兑现，龙头股或将率先迎来业绩与估值双击的机会。综合之下，优选行业龙头股，其“进可攻，退可守”的优势亦逐步显现。另一方面，低估值+高分红双重叠加下，也有望为公司提供安全垫与稳健收益。建议关注：聚焦核心产品、积极理顺渠道稳固价盘、稳健增长型优质白酒企业贵州茅台、山西汾酒；周期反转+结构升级+高股息+估值修复四重驱动的伊利股份。

## 2. 白酒板块：曙光渐现，重视配置时机

### 2.1 白酒板块整体表现：供需矛盾加剧，报表降速，释放渠道压力

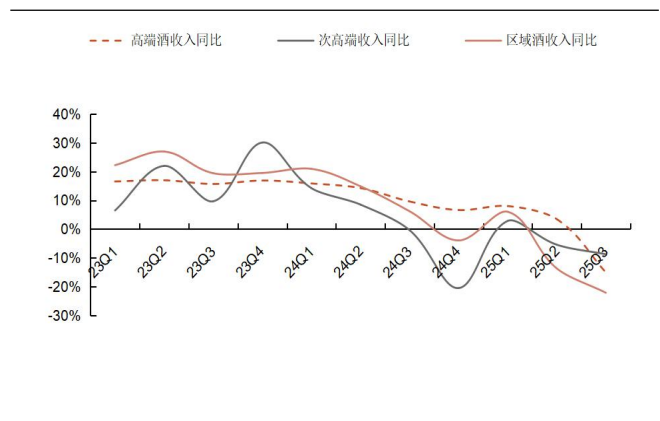
行业层面，25Q2 动销见底，量价双承压，至暗时刻过去。2021 年以来，白酒行业增速超过实体经济需求，2022 年初开始，外部经济环境恶化、疫情在全国范围内多地蔓延等事件冲击下，消费需求面临压力，部分次高端产品及渠道开启调整，高端、大众价位仍保持稳健增长，K 型分化明显；白酒板块收入、利润增速自 24Q2 开始明显降速，各价位需求均下降；2025 年《节约反对浪费条例》进一步削弱消费场景，商务场景受到显著冲击，同时个人餐饮及宴席场景也受到波及，6-8 月份动销进入冰点，动销及渠道基础不够强势的产品，持续面临回款压力，高端、次高端白酒批价普遍下移，仅少数产品如低度国窖、青 20，通过较为精细的控盘分利和库存管控操作使得批价波动相对可控。

图 10：23Q1-25Q3 白酒板块营业总收入及归母净利润增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 11：23Q1-25Q3 分价格带酒企营收增速（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

酒企层面，25Q2 板块业绩增速转负，25Q3 公司报表层面加速出清。复盘白酒上市公司前三季度的经营情况，分价位带来看：1) 高端酒受到政策冲击明显，批价表现承压，茅台酒贡献收入增长，经销贡献主要增量；五粮液主动控量去库，报表出清加速；老窖低度国窖动销较稳，出清节奏相对较慢。2) 次高端酒，深度出清，分化显著。汾酒 Q3 省内不再超额压货，省外扩张大商资源贡献增量，其他二线次高端高端延续承压，舍得/水井坊持续出清筑底，酒鬼营收正增长，基数已下修，筑底显效；3) 区域酒方面，全面出清，亏损扩大。古井、老白干大幅出清，洋河、今世缘业绩延续下滑。目前绝大多酒企已放弃全年收入增长目标，不要求经销商完成目标，以维护渠道秩序稳定、整固长期发展基础。

表 2：25 年白酒主要上市公司经营情况总结

公司	2025 年前三季度营业总收入同比	2025 年前三季度归母净利润同比	25Q3 营业总收入同比	25Q3 归母净利润同比	25 年设定的增长目标
贵州茅台	6.32%	6.25%	0.35%	0.48%	实现营业总收入较上年度增长 9%左右
五粮液	-10.26%	-13.72%	-52.66%	-65.62%	营业总收入与宏观经济指标保持一致
泸州老窖	-4.84%	-7.17%	-9.8%	-13.07%	经营目标为全年营业收入稳中求进
山西汾酒	5.00%	0.48%	4.05%	-1.38%	全年营业收入继续保持稳健增长态势
舍得酒业	-17.0%	-29.43%	-15.88%	-63.18%	未谈及目标
酒鬼酒	-36.21%	-117.36%	0.78%	70.93%	未谈及目标
水井坊	-38.01%	-71.02%	-58.91%	-75.01%	未谈及目标
洋河股份	-34.26%	-53.66%	-29.01%	-158.38%	未谈及目标
古井贡酒	-13.87%	-16.57%	-51.65%	-74.56%	营业总收入较上年度实现稳健增长
今世缘	-10.66%	-17.39%	-26.78%	-48.69%	总营业收入同比增长 5%-12%，净利润增幅略低于收入增幅，
迎驾贡酒	-18.09%	-24.67%	-20.76%	-39.01%	未谈及目标
口子窖	-27.24%	-43.39%	-46.23%	-92.55%	未谈及目标
老白干酒	-18.53%	-28.04%	-47.55%	-68.48%	实现营业收入 54.7 亿元，营业成本控制在 18.26 亿元以内
金种子酒	-22.08%	-0.97%	3.73%	74.72%	未谈及目标
金徽酒	-0.97%	-2.78%	-4.89%	-33.02%	实现营业收入 32.80 亿元、净利润 4.08 亿元
伊力特	-21.46%	-43.05%	-29.44%	-158.52%	争取实现营收 28 亿元，利润总额 4.95 亿元
顺鑫农业	-19.79%	-79.85%	-21.72%	-136.75%	未谈及目标

资料来源：公司 2024 年度、2025 年前九个月业绩公告，Wind，山西证券研究所

合同负债呈现头部强、二三线弱的极端分化，核心是渠道信心分层+龙头控量稳价+区域去库存的结构调整。

具体看从各公司 25 年第三季度合同负债来看：头部领跑，泸州老窖同比增加 11.84 亿元、洋河同比增加 14.58 亿元、五粮液同比增加 21.96 亿元，茅台环比+41%；次高端/区域承压，古井贡酒同比减少 5.92 亿元、舍得酒业同比减少 0.61 亿元，多数二三线酒企合同负债是同比下滑的，渠道打款意愿弱；少数亮点：金种子酒、皇台酒业、金徽酒等区域酒企逆势增长，靠结构优化与渠道精耕。

表 3：白酒企业合同负债变动

公司	合同负债同比变动（亿元）						
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
泸州老窖	6.01	4.08	-3.07	13.05	5.31	11.88	11.84
古井贡酒	15.92	-8.07	-13.80	21.14	-9.43	-7.90	-5.92
酒鬼酒	-2.13	-1.90	-0.44	-0.40	-0.55	-1.22	-0.90
五粮液	13.98	45.08	31.23	48.25	51.19	19.20	21.96
顺鑫农业	-10.99	-13.63	-7.97	-4.40	-4.62	-1.94	-2.18
皇台酒业	0.00	0.02	0.00	0.03	-0.01	-0.01	0.01
洋河股份	4.93	-13.85	-5.50	-7.61	12.09	19.40	14.58
天佑德酒	0.15	0.13	-0.14	-0.16	0.03	-0.11	-0.13
伊力特	0.36	0.06	0.08	-0.18	-0.30	-0.21	-0.07
金种子酒	0.20	-0.29	0.04	0.79	0.38	0.59	0.70
贵州茅台	21.89	26.59	-14.64	-45.33	-7.35	-44.86	-21.82
老白干酒	4.92	-0.09	-2.76	-1.23	-4.87	-5.88	-5.43
舍得酒业	-2.74	-3.47	-1.52	-1.12	-0.29	-0.05	-0.61
水井坊	0.65	-0.15	-0.66	-2.70	-2.15	-0.88	-1.93
山西汾酒	-1.64	-0.21	3.08	16.43	2.29	2.51	3.00
迎驾贡酒	0.10	-0.43	-1.04	-1.56	-0.58	-0.22	0.79
今世缘	-1.55	-5.01	-7.67	-8.08	-4.35	-0.28	-0.24
口子窖	-3.51	-4.10	-0.29	1.62	-1.06	-0.19	-0.16
金徽酒	1.89	0.41	0.44	0.63	-0.48	1.15	1.56

资料来源：wind，山西证券研究所

## 2.2 26 年白酒板块展望：供给端继续出清，预计下半年拐点出现

需求为驱动复苏的核心因素，但拥有核心资源的酒企更能获得超额收益。白酒的核心症结在于“需”而非“供”。由于白酒行业景气度与宏观经济状况紧密相扣（经济恢复程度直接影响商务需求及居民开瓶消费意愿），我们认为未来白酒的荣衰将同步甚至领先于经济周期，而非滞后。

但是本轮周期供需关系发生实质性改变，从需求端来看，人口结构和数量以及产业结构发生了改变，所以从中期看对白酒需求爆发式增长的概率不大；从供给端来看，各家酒企优质产能配备充足，因此获得某个价位或区域的定价权，或是率先培育出新的消费群体、渠道、消费场景的酒企有望获取超额收益。

展望 26 年，我们认为 24H2 以来国家陆续出台各项政策，旨在刺激经济逐步回暖。**微观层面**，25 年酒企财报降速，降低压货为渠道减负。我们判断 26 年各酒企的业绩目标制定也将更为理性，同时伴随渠道库存逐步回归至合理水平，供给端压力有望减轻。需求端我们认为政策影响会持续减弱，消费场景在大幅压制的基础上会迎来稳步修复。**时间节奏上看，基本面拐点最快出现在 26H2**。考虑到宏观经济刺激政策的出台传导到实际消费需求改善需要一定时间，且酒企的渠道梳理与库存去化也非一夕之功，我们判断短期行业基本面仍需时间修复。由于 25 年三季度开始行业降速明显，26 年春节回款难度更大，26H1 预计都将以消化库存为主。Q2 动销有较大概率转正，在低基数的加持下，报表 Q3 有概率转正。

投资建议看：短期看，目前飞天茅台和普五动销增长，供需关系改善，建议分批布局贵州茅台和五粮液；中期看，若政策持续向好、需求改善，市场风险偏好提升，前期承压的次高端或将呈现出更大的业绩和股价弹性。长期看，基本面优质龙头、可逆势提升份额三大香型龙头的贵州茅台、五粮液、山西汾酒作为底仓配置。

## 2.3 分价格带展望：高端酒筑底企稳，次高端弱复苏，区域酒分化加剧

### 2.3.1 茅五亮牌，随行就市

2026 年是中国高端白酒行业深度调整后的关键筑底之年，经历了 2025 年价格体系震荡、库存高企、金融属性退潮的行业阵痛，高端白酒市场正从“泡沫化”向真实消费价值回归，迎来以存量竞争、结构重构、价值重塑为核心的发展新阶段。行业整体将呈现“先抑后扬、筑底企稳”的走势，二季度后伴随渠道库存去化、价格体系修复，市场有望逐步走出调整期，而品牌力、渠道力与创新力兼具的头部企业将成为行业复苏的核心引领者。从行业基本面来看，2026 年高端白酒的核心矛盾仍集中在供需再平衡与渠道生态重构。2025 年行业库存周转天数攀升至历史高位，经销商降价甩货引发的价格踩踏，让茅台、五粮液等核心单品批价一度击穿官方指导价，这一现象本质是过去“提价+囤货”增长模式的失效，也是行业从金融属性向消费属性回归的必然过程。2026 年头部酒企将把“控量稳价、渠道减负”作为核心策略，茅台坚守

1499 元指导价并加速直销渠道布局，五粮液通过阶段性激励降低经销商成本，泸州老窖坚持量价平衡拒绝价格战，多方发力下，高端白酒批价有望在二季度止跌企稳，渠道库存逐步回归健康水平。同时，宏观环境回暖与消费信心修复将为需求端托底，尽管传统政务、商务宴请需求仍存承压，但礼赠市场的理性回归与宴席市场的全面复苏，将成为高端白酒动销的核心支撑。

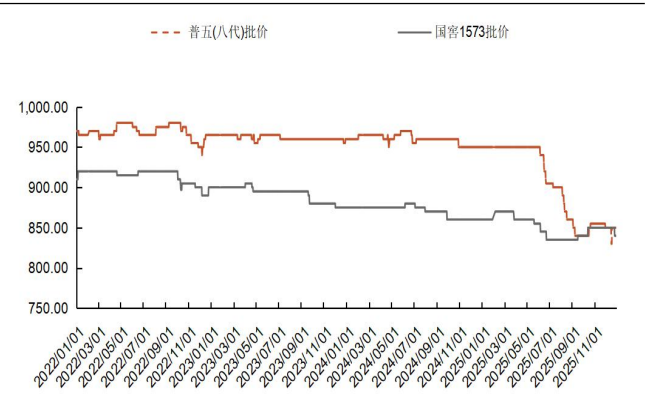
总之，2026 年高端及超高端白酒的主基调是“价盘底部修复+结构重构”：价格中枢相较于高峰期已经明显下移，但品牌高度、渠道控制力与现金流优势仍在，龙头公司通过更精细的投放与渠道管理，有望在需求磨底过程中完成一轮“质量修复”。对于机构投资者而言，在价格回归理性、估值下修后，高端与超高端龙头的配置性价比，随渠道去杠杆和价盘稳定而显著提升。

图 12：飞天茅台批价走势（元/瓶）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 13：八代普五、国窖 1573 批价走势（元/瓶）



资料来源：Wind，山西证券研究所

**贵州茅台：**公司前三季度总营收 1309.04 亿元，增长 6.32%，归母净利润为 646.26 亿元，同比增长 6.25%，其中 25Q3 总营收为 398.10 亿，同比增长 0.35%，归母净利润 192.24 亿元，同比增长 0.48%。业绩总体符合预期，好于真实消费需求。茅台酒贡献收入增长，经销贡献主要增量，系列酒下滑较大。但是《2026 年茅台酒市场化运营方案》落地，聚焦产品金字塔重构、四维渠道协同、价格随行就市、经销商服务化转型，从规模导向转向利润与真实消费导向。2026 年茅台进入总量稳、结构优、渠道提效、价格企稳的高质量增长周期，市场化运营方案全面落地，直营化与数字化驱动盈利韧性增强；春节动销超预期、批价回升、渠道去库完成三重底部确认，全年业绩确定性领先白酒板块，估值具备修复空间。

**五粮液：**公司前三季度营收 609.45 亿元，同比-10.26%；归母净利润 215.11 亿元，同比-13.72%；其中第三季度营收同比-52.66%；归母净利润 20.19 亿元，同比-65.62%；扣非净利

润同比-65.81%，为近年最大单季降，2025 年三季度为五粮液主动去库、价盘筑底、营销换挡的深度调整期。2026 年为五粮液营销守正创新年，公司以“稳价盘、抓动销、优渠道、强单品”为主线，春节动销超预期、批价低位企稳、渠道库存去化至健康区间，叠加高股息兜底与估值历史低位，业绩底与估值底共振。全年呈现“Q1 低基数改善、Q2-Q3 拐点确认、H2 逐季上行”，浓香龙头确定性回升。

**泸州老窖：**公司 25Q1-Q3 收入/利润分别是 231.27/107.62 亿元，同比-4.84%/-7.17%，25Q3 收入/利润 66.74/30.99 亿元，同比-9.80%/-13.07%，下滑幅度好于市场预期。分产品来看，中低端表现好于高端，预计 Q3 国窖下滑 10%+，其中低度酒相较高度下滑幅度小；60 版小幅下滑；300 元以内产品表现好，其中老字号特曲增速相对较快，窖龄降幅有所收窄，头曲个位数增长，新二曲刚铺货增长较快，其他非标产品持续下降。2) 分区域来看，区域上总体承压，华北区域表现相对稳健。白酒当前消费环比改善趋势延续，随着酒企降低经营目标，行业逐步进入去库存阶段，下行拐点大概率已经过去。公司组织、人事、管理、渠道相对稳定，下行期报表有序出清，看好行业恢复期公司业绩弹性。

### 2.3.2 次高端白酒强贝塔属性，高度依赖经济复苏

**次高端短期承压明显，中长期升级趋势未变。**次高端的消费场景主要为商务宴请或偏升级的大众需求，25 年受经济疲软影响，消费力较弱，商务宴请复苏缓慢，大众消费主动降档，次高端白酒整体受到冲击，业绩表现有所分化。**短期看**，次高端酒企主要聚焦库存去化提振批价，理顺渠道以保障企业良性发展；**中长期看**，消费升级大趋势未改，我们判断未来次高端白酒仍有望扩容。

**深耕聚焦核心区域，业绩复苏弹性大。**产业趋势方面，行业下行周期中，酒企面临不小的经营压力，扩张新区域需大量费用资源投放，且短期收益不明朗，我们判断酒企更倾向于收缩战地，聚焦深耕基地市场。**展望 26 年**，我们认为次高端的景气度由经济复苏程度决定。若经济企稳复苏，商务用酒场景恢复，次高端白酒将享受更大的业绩弹性。

**山西汾酒：**公司 25Q1-Q3 收入/利润同比+5.0%/+0.48%，25Q3 收入/利润同比+4.05%/-1.38%，业绩符合预期。分产品来看，前三季度青花 20 和玻汾贡献主要增量。1) 分产品来看，前三季度汾酒/其他酒类分别实现 321.71/6.47 亿元，同比+5.54%/-15.88%。预计前三季度青花系列同比增速为 5%+，青花 20 双位数增长，青花 30 下滑比较多；腰部产品，老白汾相对巴拿马表现较好；玻汾同比增长 10%+，竹叶青等配制酒同比下滑 16%。2) 分区域

看，Q3 省内不再压货，省外增长较快。省内 25Q1-Q3 同比减少 7.52%，Q3 同比减少 35.18%，省内不再压货主动降低压力；省外 25Q1-Q3 同比增加 12.72%，25Q3 同比增加 31.13%。公司产品线丰富，玻汾、腰部产品（老白汾、巴拿马）、青花 20、青花 30 组合产品四轮驱动，根据经济环境变化、公司目标、渠道健康度等，公司主动调控产品系列季度间的节奏。整体看，汾酒具有多个强势大产品，抗风险能力强、渠道利润互为补充，因此，公司通过产品轮动和区域轮动，基本盘稳固逻辑持续演绎。

**舍得酒业：**公司 2025 年前三季度营收 37.02 亿元，同比下降 17.00%；归母净利润 4.72 亿元，同比下降 29.43%；扣非净利润 4.60 亿元，同比下降 29.69%；其中单三季度营收 10.00 亿元，同比下降 15.88%；归母净利润 0.29 亿元，同比下降 63.18%。2025 年三季度舍得主动出清、控量挺价、结构调整、降本增效的深度调整期，单季业绩大幅承压系中高档酒去库、批价偏弱、回款走弱共同导致，属于次高端白酒周期调整下的短期阵痛、主动深蹲。判断 Q3 为阶段性业绩底部，2026 年随价盘企稳与动销回暖，弹性逐步释放。

### 2.3.3 筑底复苏下，区域酒企分化加剧

**2026 年区域白酒行业展望：存量博弈下的本土深耕与破局突围。**历经 2023-2025 年的深度调整，白酒行业库存出清进入尾声，2026 年渠道库存将逐步回归 1-3 个月的合理区间，为行业复苏奠定基础，但区域白酒板块的分化态势将进一步加剧，行业洗牌进入最终阶段。

从需求端看，宏观经济复苏与消费场景修复带动区域白酒核心需求回暖，婚宴、喜宴、本地商务宴请、家庭聚会等本土场景成为需求主力，300 元以下大众价格带消费韧性凸显，成为区域白酒的基本盘。但消费理性化趋势下，消费者对品牌、品质的要求持续提升，无品牌优势、品质短板的中小区域酒企仍将面临需求流失的压力。

从供给端看，头部酒企凭借品牌与渠道优势加速下沉中端市场，直接挤压区域酒企的核心价格带；同时，区域龙头酒企通过产能整合、渠道深耕进一步抢占本地市场份额，腰部及中小区域酒企陷入“头部虹吸+区域内卷”的双重困境，产能闲置、渠道流失、资金链紧张问题凸显，出清速度将持续加快。

从经营数据看，2025 年区域酒企已呈现明显的业绩分化，金徽酒、今世缘等区域龙头凭借精准的本土运营，营收降幅低于行业平均；而伊力特、口子窖等缺乏核心竞争力的企业营收、利润大幅下滑，成为行业调整的“重灾区”。这一趋势将在 2026 年延续，区域酒企的业绩表现将与本土市场掌控能力、渠道管控水平深度绑定。

2026 年复苏中完成格局重构的关键一年，存量博弈成为市场主旋律，本土优势成为核心护城河。行业的分化态势将进一步加剧，区域龙头凭借本土掌控力实现稳健增长，特色酒企依靠差异化创新在细分赛道突围，而缺乏核心竞争力的中小酒企将加速出清。

**古井贡酒：**2025 年前三季度营收 164.25 亿元，同比下降 13.87%；归母净利润 39.60 亿元，同比下降 16.57%；其中单三季度营收 25.45 亿元，同比下降 51.65%；归母净利润 2.99 亿元，同比下降 74.56%；2026 年公司以“稳价盘、去库存、强省内、拓省外、提大众、优费用”为核心主线，春节动销边际改善、古 16/古 20 批价低位企稳、渠道库存持续去化，省内基本盘稳固、大众价位韧性凸显、暖商政策落地见效，叠加估值历史低位，业绩底与估值底逐步共振。

### 3. 调味品板块：需求弱复苏，重视提价拐点

#### 3.1 25 年调味品板块整体表现：需求疲软，业绩承压

2025 年调味品行业整体需求延续弱复苏态势，受宏观经济疲软、餐饮消费恢复不及预期及居民消费力偏弱等因素影响，板块业绩普遍承压。从收入端看，调味品企业营收增速较 25 年进一步放缓，部分企业出现负增长。其中，酱油、醋等基础调味品需求刚性较强，但增速低迷；蚝油、料酒等细分品类受消费场景限制，增长乏力；复合调味品仍为高景气赛道。从企业经营数据来看，25 年前三季度，海天味业、千禾味业、中炬高新、恒顺醋业等龙头企业营收分别同比变动 6.02%、-13.17%、-20.01%、6.30%，归母净利润分别同比变动 10.54%、-26.13%、-34.07%、17.98%。业绩表现分化的核心原因在于：1) 渠道库存压力仍存，24 年行业库存高企的问题尚未完全解决，25 年企业普遍以去库存为核心目标，终端投放较为谨慎；2) 价格竞争加剧，部分企业为抢占市场份额，通过降价、促销等方式拉动动销，导致行业整体盈利能力下滑；3) 消费需求结构变化，居民更倾向于选择高性价比、健康化产品，部分高端产品动销受阻。

表 4：2025 年前三季度调味品行业公司业绩情况

证券简称	营业总收入(亿元)	归母净利润(亿元)	营业总收入同比增长率(%)	归母净利润同比增长率(%)
海天味业	216.28	53.22	6.02	10.54
安琪酵母	117.86	11.16	8.01	17.13
中炬高新	31.56	3.80	-20.01	-34.07
千禾味业	19.87	2.60	-13.17	-26.13
莲花控股	24.91	2.53	28.74	53.09

证券简称	营业总收入(亿元)	归母净利润(亿元)	营业总收入同比增长率(%)	归母净利润同比增长率(%)
涪陵榨菜	19.99	6.73	1.84	0.33
宝立食品	21.33	1.92	10.50	10.59
天味食品	24.11	3.92	1.98	-9.30
恒顺醋业	16.28	1.42	6.30	17.98
仲景食品	8.26	1.54	-1.56	3.18
安记食品	4.67	0.23	3.00	8.95
日辰股份	3.44	0.64	15.69	18.16
朱老六	1.55	0.16	-9.37	-11.83
佳隆股份	1.77	0.11	-4.48	-29.92

资料来源：wind，山西证券研究所

### 3.2 26 年调味品板块展望：调味品行业传导能力强，关注要点

近期原油价格超预期上涨，原油价格走高将直接影响运输费用及燃料价格，并间接驱动 PET 等食品包材生产成本提升。农产品相对价格相对独立，但原油价格上涨推高饲料化肥等价格，若油价持续高位仍将引起价格上涨，部分进口依赖度较高的品种如豆油等或受到更明显影响。价格展望看，后续需关注冲突节奏。若逐步缓和则原材料价格波动可控，若冲突持续时间较长，PET、铝等重点包材，以及大豆、大麦、白砂糖等必要农产品价格也将对应走高。

调味品核心原材料包括大豆、小麦、白砂糖、包装材料等。25 年以来，大豆、小麦等农产品价格逐步回落，叠加全球供应链逐步稳定，基础调味品由于具备一定酿制周期，企业会提前对于原材料进行锁价，故当前原材料成本上涨所带来的影响有望延后至 26H2 或 26 年底。

整体看，美伊冲突对调味行业整体是短期成本冲击、中期利好龙头、长期格局优化。如果成本上行，龙头有强定价权与提价能力，最终加速小厂出清，集中度提升。建议逢低布局经营周期处于向上趋势中，且有提价预期的海天味业。

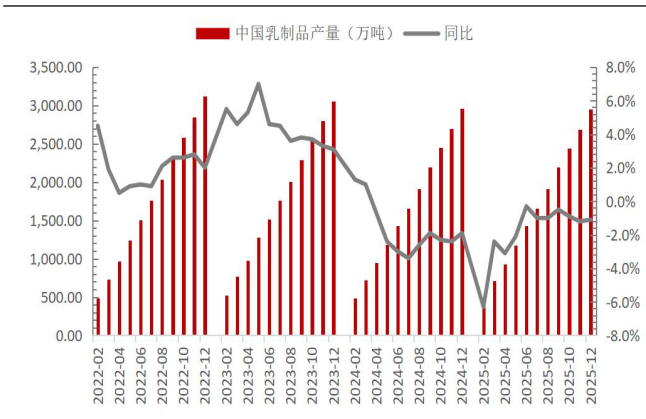
## 4. 乳制品板块：原奶周期反转，低温和深加工奶制品良性增长

### 4.1 25 年乳制品板块整体表现：收入表现偏弱，品类需求分化

收入角度，25 年需求承压，结构分化。总体而言，乳制品属于民生类高频消费品，具备一定刚需属性，但 25 年行业需求在宏微观层面均承压明显。从宏观统计数据看，乳制品行业 25 年 1-12 月产量累计同比下降 1.1%，环比 24 年需求有所转强；微观层面，根据乳企龙头伊利股份披露的季度经营数据，25Q1、25Q2、25Q3 公司液体乳营收分别同比下滑 3.06%、0.84%、

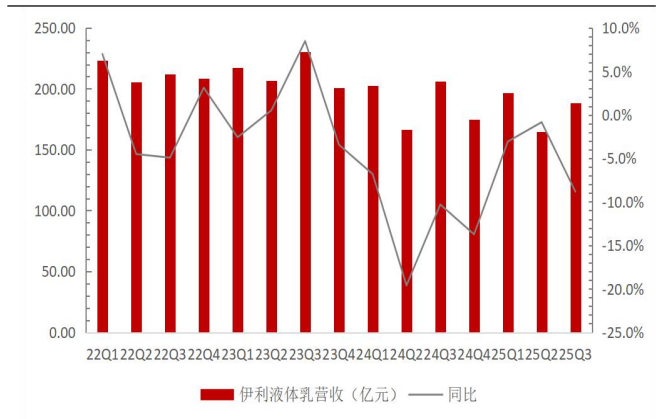
8.83%，行业需求的颓势传到公司经营层面，收入表现相比 24 年，伊利的收入降幅环比有所缩窄，考虑到公司在乳制品行业的龙头地位，我们推测行业需求可能环比有所好转。

图 14：中国乳制品产量（万吨）及同比增速（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 15：伊利液体乳收入（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，公司经营数据公告，山西证券研究所

从品类结构上看，我们判断单价较高、处于消费升级赛道的常温纯奶和常温酸奶需求偏弱，低温巴氏奶在消费者教育普及下预计仍保持了正增长，奶酪零售 C 端（儿童奶酪棒）大幅下滑、餐饮 B 端（马苏里拉）高增、龙头（妙可蓝多）靠 B 端 + 结构升级逆势增长；奶粉稳健增长、结构升级，婴配粉整体受到新生儿数量减少的影响，但飞鹤、伊利金领冠靠渠道与配方稳住份额；成人奶粉和中老年奶粉由于功能化和健康化趋势，实现双位数增长。

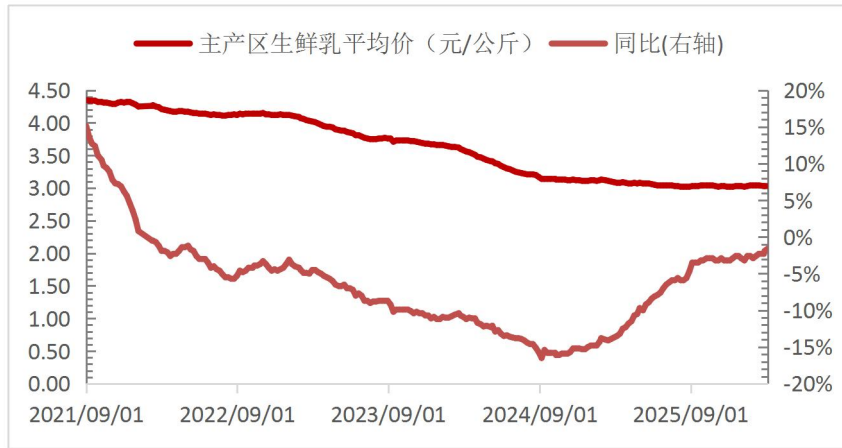
展望 26 年，考虑到产品刚需属性及生育支持政策，在乳企渠道库存调整叠加同期收入低基数背景下，我们预测行业收入有望恢复。此外，受益于品牌、渠道及营销优势，龙头企业有望表现更优。

## 4.2 原奶周期反转，关注乳制品产业链

成本角度，布局 26 年原奶周期反转，25 年乳企成本端仍有望受益。本轮原奶下行周期始于 2021 年 9 月，截至 2025 年底已持续 4 年有余，生鲜乳价格从 4.38 元/公斤跌至 3.03 元/公斤，累计跌幅超 30%，行业进入深度去产能阶段。2026 年初，底部信号已全面显现，反转趋势明确，我国主产区生鲜乳平均价目前看小幅企稳；其次，油价上涨传导乳制品饲料价格上涨压力下，社会牧场有望加速出清，叠加深加工需求释放，奶价迎来反转。展望 26 年，原奶周期大拐点，有望温和上行。此外，油价上行带动物流成本温和提升，但龙头企业通过轻量化包

装、优化物流体系，可部分对冲涨价影响。

图 16：中国主产区生鲜乳价格(元/公斤)及同比



资料来源：农村农业部，山西证券研究所

整体看，2026 年乳制品是“周期底部反转+必选防御+高股息”的黄金赛道，核心逻辑是原奶触底回升、政策红利（欧盟反补贴、新国标）、结构升级三重催化，行业从“价格战”转向“价值战”，估值与业绩有望实现双击。全年看龙头企业稳健可控，上游牧场弹性最大，奶酪细分赛道具备超额收益。建议关注：周期反转+结构升级+高股息+估值修复四重驱动得伊利股份；以及蒙牛乳业弹性+奶粉复苏+港股估值修复，旗下妙可蓝多作为奶酪龙头，充分受益于国产替代与场景拓展，弹性略大于伊利。

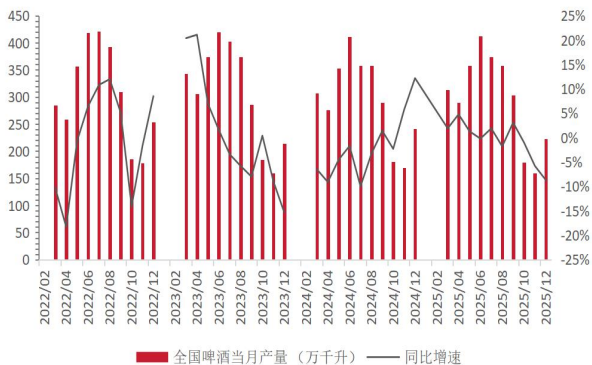
## 5. 啤酒板块：餐饮修复+通胀预期，有望带动吨价上行

### 5.1 25 年啤酒板块整体表现：销量逐步筑底，结构升级放缓

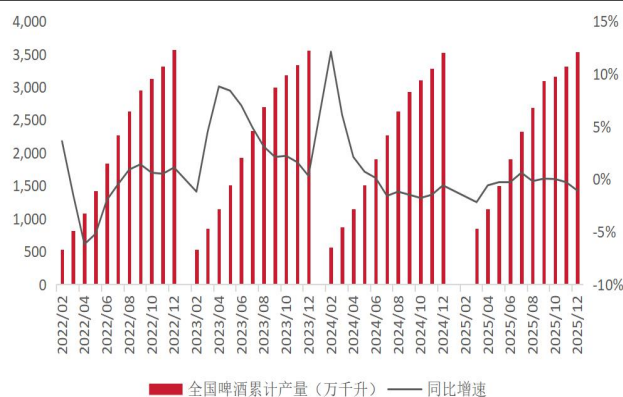
**销量角度：啤酒产销量承压，旺季需求不旺。**根据国家统计局数据，25 年 1-12 月全国啤酒累计产量 3536.00 万千升，同比下降 1.1%，单看二三季度数据，旺季的半年内也仅有 7 和 9 月实现行业产量的微增，啤酒行业量增承压，我们认为主要原因包括：1) 消费需求疲软；2) 旺季多雨天气影响需求；3) 餐饮及夜店等现饮场景客流减少；4) 其他低度酒潜在替代效应。

图 17：中国啤酒当月产量（万千升）及增速（%）

图 18：中国啤酒累计产量（万千升）及增速（%）



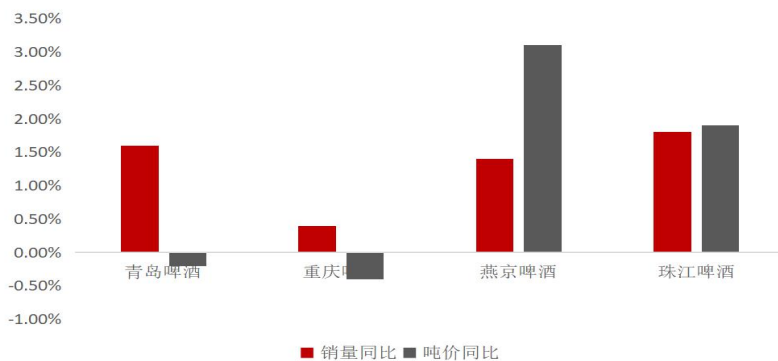
资料来源：国家统计局，山西证券研究所



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

**价格角度：结构升级放缓，区域型玩家相对占优。**根据 A 股主要啤酒公司三季报数据进行量价计算，25 年 1-9 月，青岛啤酒、重庆啤酒吨价分别同比微降 0.2%、0.4%，吨酒价提升幅度较过去几年有所放缓，同时期内燕京啤酒、珠江啤酒吨价分别同比提升 3.0%、1.9%，主要受益于其大单品燕京 U8 放量引领增长。我们认为啤酒行业自 17 年陆续开启消费升级以来，部分头部玩家的产品结构相对完善，短期内进一步升级的空间有限，吨酒价提升幅度不大，未来价增的主要看点在于部分区域型酒企的特定大单品，而非行业普适性机遇。

图 19：25 年 1-9 月 A 股啤酒主要上市公司量价增速拆分

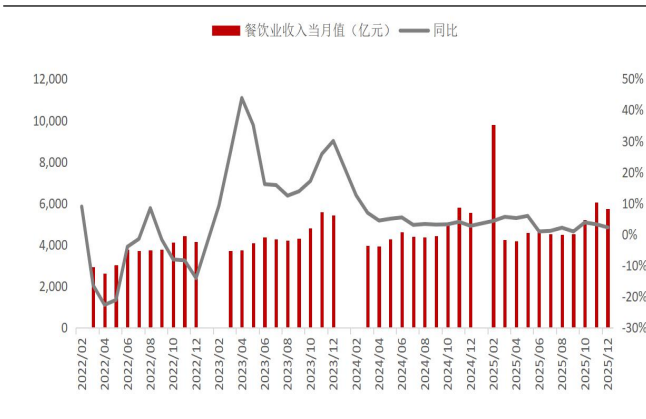


资料来源：公司 2024 年及 2025 年前九个月业绩公告，Wind，山西证券研究所

**25 年餐饮增速环比放缓，现饮场景受损，低基数下期待 26 年有所恢复。**由于啤酒现饮渠道占比约 50%，行业销量与餐饮景气度息息相关。25 年 1-12 月餐饮业收入累计同比增长 3.2%，其中 6-9 月单月的同比增速约 1%-2%，环比 24 年增速水平明显放缓，制约了啤酒的销量增长。

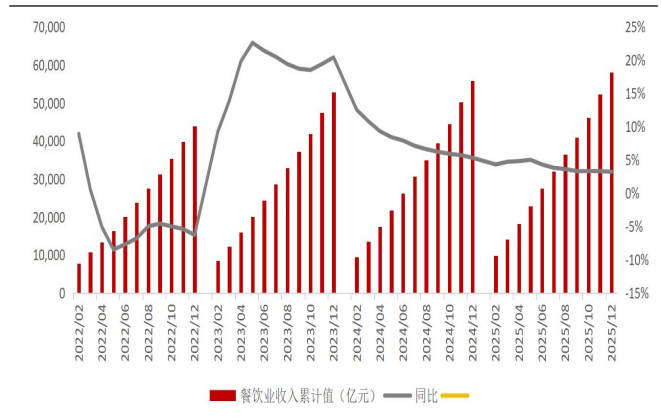
此外，现饮场景下，饮酒价格较非现饮更高，中高档价格更为畅销，若 26 年餐饮业在低基数情况下回暖复苏，则在量价维度对啤酒消费均有拉动。

图 20：中国餐饮业当月收入（亿元）及增速（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 21：中国餐饮业累计收入（亿元）及增速（%）

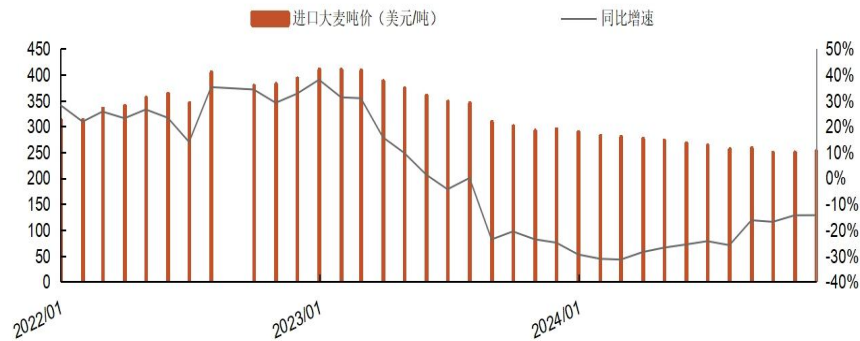


资料来源：国家统计局，山西证券研究所

## 5.2 26 年成本预计比较平稳，后续关注大麦价格的上涨

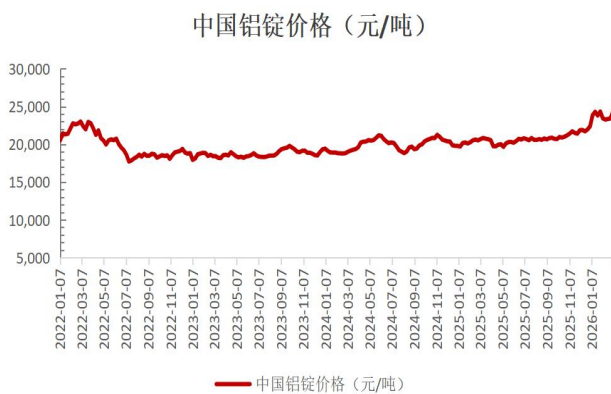
**成本角度：大麦成本红利延续，包材成本预计影响不大。**啤酒的成本主要是玻璃、大麦、铝、瓦楞纸等。考虑到大麦在啤酒的生产成本占比，该部分成本对啤酒公司毛利率的影响不小。根据海关总署数据，受益于澳麦的反倾销税和反补贴税取消，自 23 年 8 月开始，中国进口大麦吨价保持同比双位数以上下滑。此外，由于酒企在采购大麦时存在提前锁价，成本变动体现在报表端有一定滞后，但是，我国大麦进口依赖度较高，后续仍需关注油价上涨传导至大麦的价格上涨。啤酒包材成本中占比较高的是玻璃和铝罐，近期原油价格超预期上涨，原油价格走高将直接影响运输费用及燃料价格，并间接驱动 PET 等食品包材生产成本提升，公司也会通过锁价来熨平成本波动，预计 26 年成本整体平稳。

图 22：中国进口大麦吨价（美元/吨）及同比增速（%）



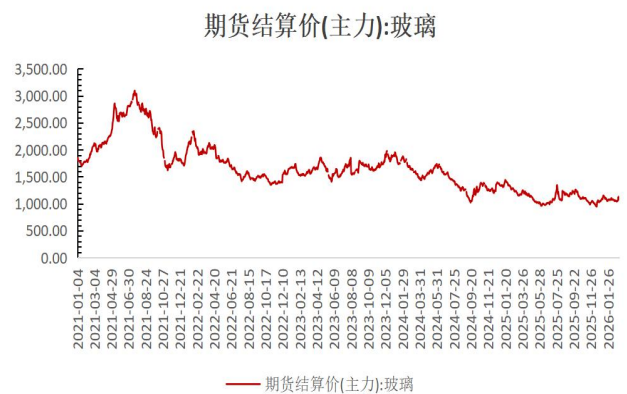
资料来源：海关总署，山西证券研究所

图 23：中国铝锭价格（元/吨）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 24：玻璃期货价格（元/吨）

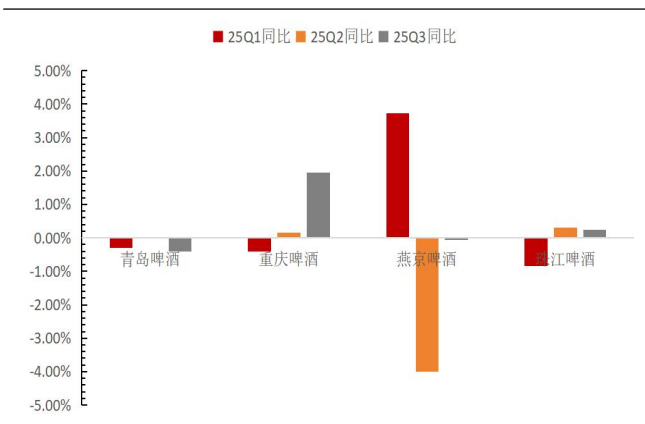


资料来源：wind，山西证券研究所

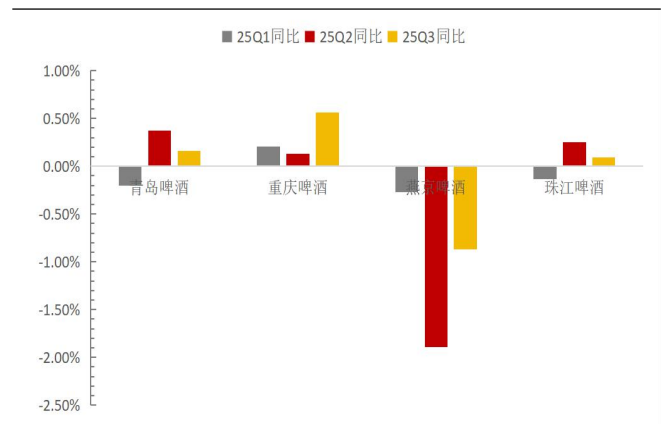
**费用角度：酒企普遍增加费用投放以应对需求压力。**在啤酒行业需求不足及成本压力缓解的背景下，25 年前三季度，除有国企改革的燕京啤酒严格控费外，青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒的整体费用率同比均有所提升，通过增投费用的方式获取需求及市场份额。展望 26 年，我们认为啤酒行业集中度高，格局相对稳定，酒企仍会注重费效比，综合考虑市场需求及内部考核目标对费用进行合理规划、理性布署，费用率大幅提升的可能性不大。

图 25：25Q1-25Q3 啤酒公司销售费用率同比（%）

图 26：25Q1-25Q3 啤酒公司管理费用率同比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

选股角度：以盈利弹性为核心考量因素，优先选择有结构升级和改革预期的公司。啤酒板块的上涨始于 2017 年，当时消费升级背景下行业价增（结构升级+提价）与竞争格局改善（销售费用率下降）构成了股价上涨的核心驱动。站在目前时间节点，如前所述，行业性升级难度增加，建议关注核心大单品驱动型升级，对应标的为燕京啤酒、珠江啤酒。

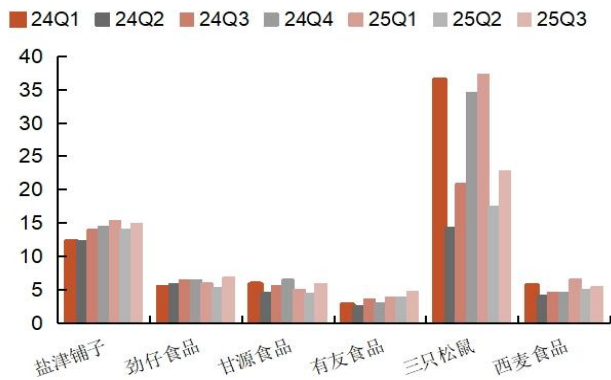
## 6. 零食板块：渠道红利不减，品类扩张打开成长前景

### 6.1 零食需求相对景气，增速有所下降

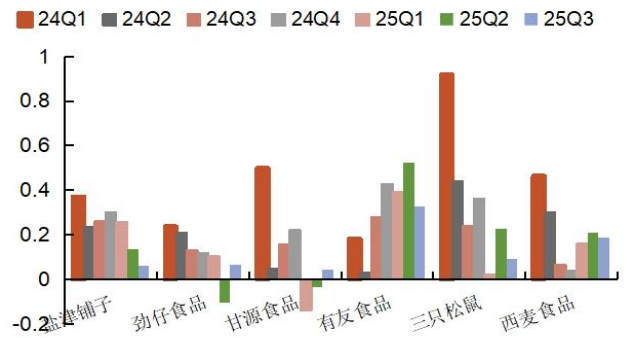
25 年零食相对景气，但增速环比下降。收入端，复盘财报数据，西麦食品、盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、有友食品、三只松鼠 25 年前三季度累计营收增速分别为 18.3%、14.7%、2.05%、-4.5%、40.4%、8.2%，25Q3 单季度营收增速分别为 18.9%、6%、7%、4%、33%、9%，除西麦食品外，其他在去年高基数情景下零食企业普遍环比呈现降速趋势，但在整体食品饮料中仍相对景气。零食企业在外部需求偏弱背景下依然维持正增长，我们认为主要原因有：1) **把握渠道红利**。量贩零食门店迅速铺开，加速低线城市下沉，带动零食在线下流通渠道销量增长。此外，部分公司抓住山姆、开市客等会员商超近几年的布局机会，进驻特定单品并持续放量。2) **打造新品贡献增量**。商家持续进行口感、包装升级，积极推新，以适应多消费场景。如盐津在 24 年后陆续推出的魔芋、鹌鹑蛋，甘源推出新口味翡翠豆，有友食品打造新品脱骨鸭掌等。3) **拥抱电商平台流量机会**。抖音、快手等短视频平台具有高速增长流量效应，强调性价比的拼多多也快速贡献销量。

图 27：零食主要公司单季度营收（亿元）

图 28：零食主要公司单季度营收同比增长 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

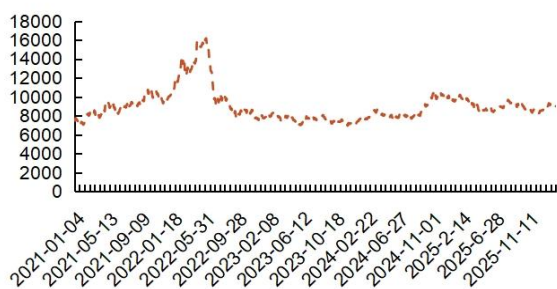


资料来源：Wind，山西证券研究所

## 6.2 原料价格有所分化，棕榈油成本边际上行

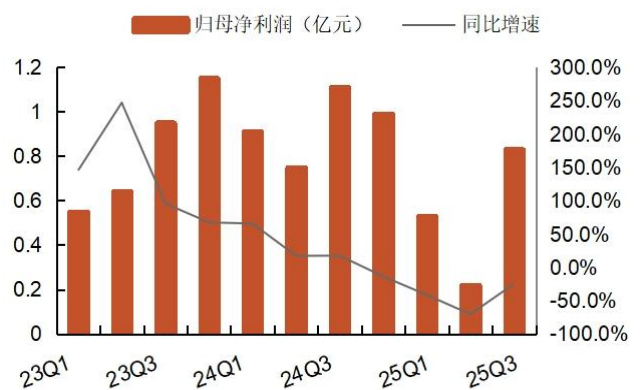
棕榈油价格总体平稳，其他原料成本波动较小。在零食主要成本项中，棕榈油价格近两年维持上涨趋势，对如甘源食品等相关企业利润有一定影响，其他原料价格相对稳定或有所回落，如三只松鼠向上游供应链延伸，打造产研一体，有效压缩坚果原料的采购费用；绝味的鸭副成本下降，对冲了单店下滑的压力，对利润有所提振；有友长期与大型养殖厂商合作，凤爪采购成本基本维持在可控区间内。

图 29：棕榈油现货价格（元/吨）



资料来源：大连期货交易所，山西证券研究所

图 30：甘源食品归母净利润(亿元)及同比增速(%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

选股角度，主要考虑收入增速及估值安全边际。除行业景气度的加持外，我们认为零食板块 26 年的收入增量可聚焦关注潜在爆品贡献及新渠道开发两方面（如进驻山姆等大型商超、把握微信小店的风口机会、布局出海赛道）。基于此，我们首先建议关注西麦食品，公司传统

燕麦持续稳健增长，同时药食同源业务全面推开，26 年有望维持较高收入增速水平，且估值水平较低。此外，关注渠道及品类扩张的盐津铺子、卫龙美味，另外微信小店作为后起之秀，有望凭借庞大的用户基础和社交裂变快速崛起，建议关注匹配节假日送礼属性、坚果礼盒持续放量，积极布局微信小店的三只松鼠。山姆等大型商超拥有众多会员，收入体量大，建议关注在山姆渠道脱骨鸭掌快速放量的有友食品。

## 7.投资建议及风险提示

### 7.1 投资建议

**白酒行业：**建议关注贵州茅台、五粮液、山西汾酒。

**调味品行业：**建议关注海天味业。

**乳制品行业：**建议关注伊利股份、妙可蓝多。

**啤酒行业：**建议关注：燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒。

**零食行业：**建议关注：三只松鼠、西麦食品、盐津铺子。

表 5：主要公司盈利及估值情况

证券简称	股价（元）	每股收益			市盈率 PE		
		25E	26E	27E	25E	26E	27E
贵州茅台	1420	72.43	75.91	80.64	19.61	18.71	17.61
山西汾酒	146.68	9.99	10.55	11.50	14.69	13.90	12.76
五粮液	103.46	6.67	6.82	7.33	15.51	15.17	14.12
燕京啤酒	13.23	0.56	0.67	0.77	23.55	19.78	17.22
重庆啤酒	56.90		2.66	2.78		21.41	20.50
珠江啤酒	9.42		0.48	0.52		19.82	18.26
海天味业	40.34	1.23	1.34	1.47	30.16	27.42	24.89
伊利股份	26.40	1.76	1.90	2.06	14.97	13.86	12.81
妙可蓝多	18.53		0.67	0.91		27.62	20.29
西麦食品	26.52	0.79	1.06	1.33	33.43	24.91	20.01
盐津铺子	60.22	2.95	3.57	4.25	20.38	16.86	14.16
三只松鼠	18.67	0.48	0.92	1.28	38.91	20.30	14.55

资料来源：wind 一致盈利预测，山西证券研究所，截至 2026 年 3 月 30 日

## 7.2 风险提示

- 1、经济增速不及预期：**经济增速回暖不及预期，或将影响消费修复，导致消费品增速低于预期；
- 2、行业竞争加剧：**白酒、啤酒、乳制品等子板块存在行业竞争加剧环境下行业增速不及预期风险；
- 3、原材料价格上升超预期：**食品饮料行业上游原材料及相关包材价格波动会影响生产成本，若原材料及包材价格大幅上涨，各子板块结构升级与产品提价不顺畅，可能导致公司业绩不及预期；
- 4、食品安全问题：**若产品出现品质问题将影响品牌、公司形象及业务经营。

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号  
华润金融大厦 23 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

