

白酒底部信号逐渐增强，大众品率先企稳改善

行业研究 · 行业投资策略

食品饮料

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

S0980523090001

证券分析师：杨苑

021-60933124

yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090003

证券分析师：柴苏苏

021-61761064

chaisusu@guosen.com.cn

S0980524080003

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

S0980525070005

联系人：王新雨

021-60875135

wangxinyu8@guosen.com.cn

核心观点：大众品率先企稳改善，白酒板块底部信号逐渐增强



- **2025年食品饮料行业整体展现出总量趋稳、结构分化的特征。** 2025Q1/Q2/Q3/Q4食品饮料板块收入同比+3%/+2%/-5%/-13%，归母净利润同比+0%/-2%/-15%/-40%。2026Q1板块收入/利润分别同比+3%/2%，25Q1在政策支持以及春节假期加持下，消费需求渐进复苏；Q2白酒、餐饮供应链、啤酒行业受到规范吃喝相关政策的影响，消费场景缺失、需求走弱，饮料以及零食部分细分品类维持高景气，份额提升逻辑在乳品、饮料、啤酒再次得到验证；Q4起进入餐饮链旺季，场景修复叠加格局改善，餐供相关公司量价均有修复。而合并春节角度看，大众品速冻、调味品、乳业等率先修复，饮料、零食细分品类延续景气，白酒下滑幅度加大，板块底部信号逐渐增强。
- **白酒：25年板块加速调整，26Q1降幅环比改善。板块底部信号逐渐增强，下半年有望轻装前行。** 2025年板块收入3618.5亿元/同比-18.2%，归母净利润1263.7亿元/同比-24.2%，为2015年转正以来板块首个年度下滑，且净利率下滑幅度较大，产业政策加速行业调整斜率。节奏上看，25Q4/26Q1收入同比-29.6%/-0.7%，归母净利润同比-46.1%/-1.8%，降幅环比收窄，边际变化有1) 龙头酒企主动调整释压；2) 率先调整或改革破局的公司Q1拐点或显现，基地市场韧性的迎驾收入+9%/老白干酒+4.5%、茅台20改革收入+6%。考虑到主要酒企加速去化经营包袱，519后将迎低基数，且积极提升投资者回报，板块底部信号逐渐增强，下半年有望轻装前行。
- **大众品：2025年细分赛道龙头率先实现经营改善，26年预计大部分细分品类企稳修复。** 1) 率先调整的板块改善明显：乳制品量价基本确认筑底，业绩向好趋势；其次餐供受益于需求回暖及格局回暖，收入/利润大幅提速；2) 细分品类景气延续：无糖茶/功能饮料/量贩零食/魔芋零食/泡卤零食部分细分赛道高景气延续，农夫/东鹏/卫龙/盐津等公司收入增速领先，品类红利及渠道扩张系主要驱动力。
- **投资建议：**白酒行业底部特征渐明，预计报表出清仍需一段时间，估值层面或在下半年提前见底，中期仍是现金流稳健的优质资产。大众品优质龙头释放积极信号，强化市场信心。当前预期改善先行，后续将通过消费信心改善进一步传导至食品饮料行业基本面，建议重视食品饮料板块全年估值及业绩修复机会，积极寻找买点，推荐标的：白酒贵州茅台、今世缘、金徽酒，关注泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒等出清节奏。大众品方面，农夫山泉、伊利股份、新乳业、安井食品、海天味业、巴比食品、卫龙美味、盐津铺子、燕京啤酒等。
- **风险提示：**需求恢复不及预期；国际贸易摩擦致经济环境出现不可控变化；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧；市场资金波动加剧。

01

白酒：板块底部信号逐渐增强，下半年有望轻装前行

白酒板块：25年加速调整，底部信号逐渐增多

- **25年板块加速调整，26Q1降幅环比改善。**2025年SW白酒III营业总收入3618.5亿元/同比-18.2%，归母净利润1263.7亿元/同比-24.2%，为2015年转正以来板块首个年度下滑，且净利率下滑幅度较大，产业政策加速行业调整斜率。节奏上看，25Q4/26Q1收入同比-29.6%/-0.7%，归母净利润同比-46.1%/-1.8%，降幅环比收窄，边际变化有1）龙头酒企主动调整释压(如Q4茅台收入-19%/老窖-62%，Q1汾酒-10%)；2）率先调整或改革破局的公司Q1拐点或显现，基地市场韧性的迎驾收入+9%/老白干酒+4.5%、茅台2C改革收入+6%、五粮液(调整后)/酒鬼酒低基数下利润率修复。
- **板块底部信号逐渐增强，下半年有望轻装前行。**
 - 1) 现金及预收降幅小于收入端，剔除茅五后，Q1板块收入/(收入+ Δ 预收)/销售收现分别-15%/-4%/-7%，渠道库存有所去化、经销商信心确有修复，Q2预计延续去库调整，伴随H2进入低基数稳态、收入情况与真实动销或将更加匹配。
 - 2) 25年/26Q1主要上市公司毛销差分别-0.9/-1.6pcts，一方面产品结构调整进一步贴近消费者真实需求，高端-3.5pcts因茅台飞天、老窖38度国窖更好，区域酒-1.5pcts、有企稳收窄趋势；另一方面酒企销售费投更加精细化但存量背景下仍将积极。今年净利率预计仍有压力但预计筑底，伴随结构调整到位和长期升级趋势，费用效率伴随收入修复提升，明后年板块净利率将迎来提升。
 - 3) 加速去化经营包袱，换取改革空间，以五粮液和古井为典型（25年收入-55%/-20%），五粮液调整收入确认口径(谨慎原则)，古井去化库存(渠道压力)，包袱去化、轻装上阵；预计汾酒年内或也会逐步释放省内和主品高库存压力。
 - 4) 积极提升投资者回报，分红率看26年有承诺的公司茅(75%)五(200亿)泸(80亿)汾(65%)洋(100%)，多数公司25年分红率环比24年提升，预计26年延续稳步提升；五粮液拟开展80-100亿元回购计划。当前股息率茅台汾酒4%+、五粮液老窖5%。
- **投资建议：**年报&一季报边际积极因素增多（头部纾压、清理包袱、部分显现拐点），估值及持仓亦处于双低位，重视底部配置价值。下半年伴随需求温和修复、渠道良性、报表低基数，优质公司有望迎来基本面拐点和估值修复。推荐贵州茅台、今世缘、金徽酒等，关注泸州老窖、山西汾、古井贡酒等调整节奏。

收入、预收及收现：25年收入下滑，26Q1整体收现仍有压力

证券简称	2025A		26Q1		25Q4+26Q1			
	营业总收入 (亿元)	yoy	营业总收入 (亿元)	yoy	营业总收入 (亿元)	yoy	收入+Δ预收 (亿元)	yoy
贵州茅台	1720.54	-1.20%	547.03	6.34%	958.53	-6.45%	911.31	-10.06%
五粮液	405.29	-54.55%	228.38	33.67%	327.29	-14.65%	375.99	-9.27%
泸州老窖	257.31	-17.52%	80.25	-14.19%	106.29	-34.57%	95.84	-42.46%
高端合计	2383.14	-12.10%	855.66	9.87%	1392.11	-11.36%	1383.15	-13.24%
珍酒李渡	36.50	-48.35%	/	/	/	/	/	/
山西汾酒	387.18	7.52%	149.23	-9.68%	207.17	-2.17%	228.40	6.17%
水井坊	30.38	-41.77%	8.16	-14.92%	15.06	-36.95%	13.32	-41.26%
舍得酒业	44.19	-17.51%	14.81	-6.01%	21.99	-11.10%	22.17	-11.53%
酒鬼酒	11.08	-22.17%	3.17	-7.78%	6.65	15.45%	6.90	25.70%
次高端合计	509.33	-7.52%	175.38	-9.61%	250.87	-5.74%	270.79	0.91%
洋河股份	192.11	-33.47%	81.86	-26.03%	93.07	-25.10%	82.98	-42.71%
古井贡酒	188.32	-20.13%	74.46	-18.59%	98.53	-27.84%	108.14	-29.75%
今世缘	101.82	-11.81%	43.23	-15.23%	56.23	-16.12%	66.63	-0.53%
迎驾贡酒	60.19	-18.04%	22.30	8.91%	37.33	-3.74%	37.83	-3.77%
口子窖	39.91	-33.65%	13.75	-24.02%	21.92	-36.70%	20.55	-39.19%
老白干酒	41.21	-23.07%	12.20	4.49%	20.12	-17.48%	20.13	-21.52%
伊力特	17.22	-21.82%	6.06	-23.79%	10.30	-23.43%	10.26	-24.64%
金种子酒	7.22	-21.96%	1.90	-35.74%	2.84	-31.55%	2.42	-47.81%
金徽酒	29.18	-3.40%	10.92	-1.46%	17.05	-5.35%	19.44	1.89%
区域酒合计	648.00	-28.54%	255.76	-18.04%	340.33	-26.22%	348.93	-30.47%
合计	3540.47	-19.25%	1286.80	-0.88%	1983.31	-13.69%	2002.87	-15.29%
SW白酒Ⅲ	3618.50	-18.18%	1326.33	-0.70%	2045.60	-13.22%	2070.06	-14.48%

证券简称	(亿元)					
	2025A	yoy	26Q1	yoy	25Q4+26Q1	yoy
贵州茅台	1839.90	0.74%	563.93	0.44%	1015.91	-6.89%
五粮液	914.00	-10.28%	133.11	-65.18%	281.04	-54.85%
泸州老窖	277.77	-30.62%	88.85	-9.96%	107.49	-50.32%
高端合计	3031.68	-6.59%	785.89	-24.61%	1404.44	-27.22%
珍酒李渡	/	/	/	/	/	/
山西汾酒	354.57	-3.15%	160.22	16.18%	224.04	10.67%
水井坊	32.28	-39.64%	6.01	-17.91%	15.24	-26.64%
舍得酒业	48.20	-16.43%	12.21	-24.75%	23.41	-16.55%
酒鬼酒	11.28	-22.73%	3.15	36.11%	7.84	28.45%
次高端合计	446.32	-9.25%	181.59	10.88%	270.53	5.11%
洋河股份	194.12	-37.00%	62.58	-36.17%	86.31	-47.33%
古井贡酒	202.63	-12.70%	74.63	-9.35%	101.92	-13.17%
今世缘	113.83	-7.26%	47.88	2.37%	74.26	-3.07%
迎驾贡酒	66.38	-15.27%	26.36	19.30%	42.58	-1.03%
口子窖	40.29	-37.50%	8.64	-27.73%	19.11	-44.11%
老白干酒	43.24	-26.23%	14.83	-11.86%	24.23	-13.52%
伊力特	17.39	-22.87%	4.15	-29.36%	11.17	-15.22%
金种子酒	7.34	-14.87%	1.04	-57.96%	2.67	-9.30%
金徽酒	35.02	2.42%	12.72	7.81%	21.83	3.35%
区域酒合计	720.23	-22.54%	252.83	-15.20%	384.09	-23.24%
合计	4198.23	-10.05%	1220.30	-18.88%	2059.05	-23.38%
SW白酒Ⅲ	4287.12	-10.30%	1244.46	-18.64%	2110.55	-23.27%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

毛销差表现及净利润：反映产品结构贴近需求，酒企亦呵护渠道



国信证券
GUOSEN SECURITIES

证券简称	2025A						26Q1						证券简称	2025A		26Q1		25Q4+26Q1	
	毛利率	yoy	销售费率	yoy	毛销差	yoy	毛利率	yoy	销售费率	yoy	毛销差	yoy		归母净利润 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy
贵州茅台	89.48%	-0.74pct	4.22%	0.98pct	85.26%	-1.72pcts	89.76%	-2.21pct	2.94%	0.03pct	86.82%	-2.24pcts	贵州茅台	823.20	-4.5%	272.43	1.5%	449.36	-14.0%
五粮液	77.54%	0.49pct	18.82%	6.83pct	58.72%	-6.35pcts	81.43%	2.36pct	16.07%	7.33pct	65.36%	-4.96pcts	五粮液	89.54	-71.9%	80.63	82.6%	105.42	-7.0%
泸州老窖	86.62%	-0.91pct	12.58%	1.24pct	74.04%	-2.15pcts	85.82%	-0.69pct	8.57%	0.37pct	77.25%	-1.06pcts	泸州老窖	108.31	-19.6%	37.08	-19.3%	37.77	-41.7%
高端合计	87.14%	1.19pct	7.60%	0.9pct	79.53%	0.33pcts	87.17%	-1.32pct	6.97%	2.10pct	80.20%	-3.47pcts	高端合计	1021.05	-22.4%	390.14	8.8%	592.55	-15.4%
珍酒李渡	58.47%	-0.15pct	30.63%	7.83pct	27.85%	-7.98pcts	/	/	/	/	/	/	珍酒李渡	5.38	-59.4%	/	/	/	/
山西汾酒	74.85%	-1.35pct	10.59%	0.25pct	64.26%	-1.60pcts	75.05%	-3.75pct	8.87%	-0.36pct	66.17%	-3.39pcts	山西汾酒	122.46	0.0%	53.83	-19.0%	62.24	-17.5%
水井坊	79.85%	-2.91pct	28.09%	3.02pct	51.76%	-5.93pcts	79.84%	-2.14pct	24.02%	-3.48pct	55.82%	1.34pcts	水井坊	4.06	-69.7%	1.71	-10.1%	2.51	-38.2%
舍得酒业	62.04%	-3.48pct	25.80%	1.97pct	36.24%	-5.45pcts	66.35%	-3.02pct	21.26%	1.9pct	45.09%	-4.92pcts	舍得酒业	2.23	-35.5%	2.32	-33.1%	-0.17	-176.0%
酒鬼酒	64.90%	-6.47pct	32.47%	-10.47pct	32.43%	4.00pcts	67.30%	-3.41pct	24.07%	-3.67pct	43.23%	0.26pcts	酒鬼酒	-0.34	-371.8%	0.33	4.6%	0.09	-173.6%
次高端合计	72.65%	-0.76pct	14.87%	-0.63pct	57.78%	-0.27pcts	74.39%	-3.65pct	10.90%	-0.40pct	63.50%	-3.26pcts	次高端合计	133.79	-12.4%	58.18	-19.4%	64.67	-18.7%
洋河股份	71.60%	-1.55pct	27.10%	7.99pct	44.51%	-9.55pcts	75.42%	-0.18pct	12.51%	0.13pct	62.91%	-0.31pcts	洋河股份	22.06	-66.9%	24.47	-32.7%	6.78	-60.9%
古井贡酒	79.26%	-0.65pct	28.98%	2.76pct	50.27%	-3.41pcts	77.85%	-1.84pct	26.70%	0.09pct	51.15%	-1.93pcts	古井贡酒	35.49	-35.7%	16.07	-31.0%	11.96	-61.4%
今世缘	74.24%	-0.5pct	23.11%	4.57pct	51.13%	-5.07pcts	74.40%	0.77pct	14.76%	1.47pct	59.64%	-0.69pcts	今世缘	26.04	-23.7%	13.85	-15.8%	14.40	-26.9%
迎驾贡酒	72.54%	-1.4pct	11.13%	2.06pct	61.41%	-3.46pcts	75.60%	-0.9pct	9.23%	1.52pct	66.36%	-2.41pcts	迎驾贡酒	19.86	-23.3%	8.35	0.7%	13.09	-7.3%
口子窖	69.11%	-5.48pct	21.06%	5.78pct	48.04%	11.27pcts	67.61%	-8.59pct	14.80%	2.35pct	52.81%	10.94pcts	口子窖	6.73	-59.3%	3.29	-46.2%	2.60	-72.8%
老白干酒	66.01%	0.06pct	27.48%	3.79pct	38.52%	-3.73pcts	64.10%	-4.48pct	21.63%	-5.87pct	42.47%	1.39pcts	老白干酒	4.30	-45.4%	1.65	8.6%	1.95	-49.1%
伊力特	51.09%	-1.19pct	10.71%	-1.21pct	40.38%	0.01pcts	51.53%	2.76pct	6.42%	1.2pct	45.11%	1.56pcts	伊力特	2.16	-24.3%	1.05	-27.3%	1.84	-2.6%
金种子酒	38.97%	4.02pct	29.79%	-2.05pct	9.18%	6.08pcts	51.09%	9.4pct	22.55%	-6.67pct	28.55%	16.07pcts	金种子酒	-1.99	-22.9%	-0.15	-60.8%	-1.13	-42.5%
金徽酒	63.17%	2.25pct	21.60%	1.87pct	41.57%	0.37pcts	62.90%	-3.91pct	15.59%	-1.21pct	47.30%	-2.70pcts	金徽酒	3.54	-8.7%	2.05	-12.5%	2.35	-18.6%
区域酒合计	72.49%	-1.06pct	24.65%	4.60pct	47.84%	-5.62pcts	73.80%	-1.22pct	17.16%	0.30pct	56.64%	-1.47pcts	区域酒合计	118.20	-44.1%	70.61	-26.0%	53.83	-45.3%
合计	82.29%	0.43pct	11.87%	1.32pct	70.42%	-0.89pcts	82.69%	-0.86pct	9.59%	0.80pct	73.10%	-1.63pcts	合计	1273.04	-24.2%	518.93	-1.4%	711.05	-19.1%
SW白酒Ⅲ	81.45%	0.25pct	11.74%	1.34pct	69.71%	-1.09pcts	81.25%	-0.48pct	9.64%	0.78pct	71.62%	-1.27pcts	SW白酒Ⅲ	1263.66	-24.2%	520.19	-1.8%	708.51	-19.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

历史复盘：泸州老窖2014-15年实施产品回购，去化包袱、开启深化改革

- 五粮液基于谨慎性原则，调整2025年部分业务收入确认相关核算，对已收款已发货但未实现终端动销的产品调整收入确认方式，更加贴近市场销售情况。从历史经验看，泸州老窖2014-15年时期调整：
- 2015年3月老窖进行回购产品，调减2014年收入8.1亿元/净利润4.5亿元。公司共回购产品80万件+，预计增加约2400吨存货，回购部分毛利率74.8%，以中高档产品为主。对现金流量表的影响持续2年，预计回购1是退回部分14年经销商打款、2是抵减部分15年经销商货款，15年销售收现同比13年-35%（与收入同比降幅-34%一致）。
- 理清渠道包袱，为15年深化改革打开空间。1) 国窖1573于14年7月调整价格（从年初999元降至560元）；2) 公司通过存货动销奖励、帮助客户转型商务、回购停货措施，理清中高档产品库存较大的问题。2014-15年先后设立特曲、国窖专营公司，沿用经销商持股形式保障渠道利润和推力，公司直控渠道费用投放和业务辅助，经销商信心逐步回归。15年初渠道反馈国窖1573市场动销明显转好。

市场端：2014-15年老窖回购及停货情况

产品	回购数量	吨~
国窖1573类	86627	260
百年精特类	416733	1250
特曲类	269760	809
其他	28172	85
合计	801292	2404

产品	停货情况
国窖1573	2014.9-2015.1: 共停货4月, 2014全年发货仅1,000+吨 25Q1低库存下发货已超过400吨
窖龄酒	2014.10-2015.7: 共停货9个月



资产负债表：2014年库存商品+3.65亿元，库存量+8361吨

(亿元)	2013A	2014A	yoy	2015A	yoy
库存商品	7.62	11.28	48%	9.47	-16%
自制半成品	11.17	13.82	24%	14.88	8%
发出商品	4.47	2.13	-52%	3.11	46%
(吨)	2013A	2014A	yoy	2015A	yoy
销售量	218200	189280	-13.3%	190071	0.4%
生产量	178649	197641	10.6%	191232	-3.2%
库存量	26743	35105	31.3%	36266	3.3%

利润表：2014年冲回毛利6.05亿元

减少14年	亿元	2013A	2014A	yoy	2015A	yoy
营业收入	8.076	104.31	53.53	-48.7%	69.00	28.9%
营业成本	2.033	44.87	28.04	-37.5%	34.92	24.5%
利润总额	6.042	46.8	12.18	-74.0%	19.67	61.5%
所得税费用	1.511					
归母净利润	4.532	34.38	8.8	-74.4%	14.73	67.4%

现金流量表：2014年其他现金支出+4.5亿元/15年销售收现-15亿元

	2013A	2014A	yoy	2015A	yoy
销售收现	96.81	78.11	-19.3%	63.08	-19.2%
购买商品、接受劳务支付的现金	42.66	40.84	-4.3%	42.59	4.3%
付其他与经营活动有关的现金	5.63	10.13	79.9%	7.48	-26.2%
支付税费	36.32	14.86	-59.1%	12.35	-16.9%
经营性现金流量净额	12.27	13.07	6.5%	1.53	-88.3%

02

啤酒：龙头积极求变，成本下行助力经营利润率提升

啤酒板块2025年度业绩总结：需求仍较平淡，龙头积极求变

- 2025年前七大啤酒公司合计实现营业总收入690.5亿元，同比+1.8%，合计实现归母净利润152.9亿元，同比-11.9%，其中百威亚太、华润啤酒利润有较大幅度下滑，其余5家A股啤酒公司利润均为正增长。
- 行业方面，2025年需求景气度并不高，尤其是年中受相关政策影响，餐饮场景受到较大制约，但外部冲击在H2逐渐弱化，行业景气度趋于平稳。供给侧的变化较为明显：1) 应对渠道结构的变化，头部啤酒公司均加大力度发展非现饮渠道，尤其是对O2O渠道兴起趋势的捕捉；2) 应对消费者对于产品多元化体验的要求提升，头部啤酒公司加大产品创新力度，加快布局精酿、生鲜、0糖轻卡、低醇无醇、果味啤酒等细分赛道。

表：前7大啤酒公司2025年营业总收入及归母净利润

公司	2025A			
	营业总收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy
青岛啤酒	324.73	1.0%	45.88	5.6%
重庆啤酒	147.22	0.5%	12.31	10.4%
燕京啤酒	153.33	4.5%	16.79	59.1%
珠江啤酒	58.78	2.6%	9.04	11.5%
惠泉啤酒	6.40	-1.0%	0.80	23.4%
百威亚太	405.14	-7.7%	34.37	-32.6%
华润啤酒	379.85	-1.7%	33.71	-28.9%
合计	690.46	1.8%	152.90	-11.9%

表：主要啤酒公司啤酒业务收入及同比增速

公司	2023A		2024A		2025A	
	啤酒业务收入 (亿元)	yoy	啤酒业务收入 (亿元)	yoy	啤酒业务收入 (亿元)	yoy
青岛啤酒	334.1	5.4%	315.8	-5.5%	318.3	0.8%
重庆啤酒	144.4	5.4%	141.7	-1.9%	143.0	0.9%
燕京啤酒	131.0	7.5%	132.3	1.0%	135.7	2.6%
珠江啤酒	51.5	8.7%	55.1	7.0%	56.9	3.2%
百威亚太	485.6	7.6%	449.0	-7.5%	405.1	-9.8%
百威亚太-中国	390.0	12.8%	339.2	-13.0%	300.7	-11.3%
华润啤酒	368.7	4.5%	364.9	-1.0%	364.9	0.0%

啤酒板块2025年度业绩总结：需求仍较平淡，龙头积极求变

- 个股方面，燕京啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒的啤酒业务收入增长，百威亚太仍在调整期收入下滑接近双位数、其中中国区收入下滑幅度更大，华润啤酒的啤酒业务收入持平，但受白酒业务拖累，整体收入同比小幅下滑。
- 销量角度看，百威亚太继续下滑、丢失份额，其他五家啤酒龙头销量均恢复正增长，行业整体表现优于2024年。吨价方面，除燕京啤酒、珠江啤酒外，其余啤酒公司吨价表现偏弱，虽产品结构有所提升，但因市场偏弱、竞争较为激烈，龙头啤酒加大了费用投放力度。

表：主要啤酒公司啤酒销量及同比增速

公司	2023A		2024A		2025A	
	销量(万千升)	yoy	销量(万千升)	yoy	销量(万千升)	yoy
青岛啤酒	800.7	-0.8%	753.8	-5.9%	764.8	1.5%
重庆啤酒	299.8	4.9%	297.5	-0.8%	299.5	0.7%
燕京啤酒	394.0	4.5%	400.4	1.6%	405.3	1.2%
珠江啤酒	140.3	4.8%	144.0	2.6%	146.2	1.6%
百威亚太	927.7	4.6%	848.1	-8.8%	796.6	-6.0%
百威亚太-中国	745.2	4.3%	657.3	-11.8%	600.8	-8.6%
华润啤酒	1115.1	0.5%	1087.4	-2.5%	1103.0	1.4%

表：主要啤酒公司啤酒吨价及同比增速

公司	2023A		2024A		2025A	
	吨价(元/千升)	yoy	吨价(元/千升)	yoy	吨价(元/千升)	yoy
青岛啤酒	4172.1	6.3%	4189.3	0.4%	4161.8	-0.7%
重庆啤酒	4817.8	0.5%	4763.0	-1.1%	4773.6	0.2%
燕京啤酒	3324.5	2.9%	3304.3	-0.6%	3347.6	1.3%
珠江啤酒	3670.4	4.0%	3828.5	4.3%	3888.6	1.6%
百威亚太	5234.1	6.2%	5294.5	2.0%	5085.0	-0.2%
百威亚太-中国	5233.9	8.1%	5160.6	-1.4%	5005.8	-3.0%
华润啤酒	3306.0	4.0%	3355.3	1.5%	3308.2	-1.4%

啤酒板块2025年度业绩总结：需求仍较平淡，龙头积极求变



■ 利润端，受益于成本红利，绝大多数啤酒公司吨成本下降、毛利率同比有较为显著的提升。费用率方面，华润啤酒公司推进“三精主义”、提升费用投放效率，销售费用率同比下降明显，燕京啤酒受益于内部改革红利持续释放、管理费用率同比下行较为显著，其他啤酒公司的费用率或小幅上升或节降不明显，侧面反映市场需求环境依然偏弱。成本红利对于利润率的支撑效果较强，最终多数啤酒公司归母利润率同比提升。华润啤酒因白酒业务经历市场调整计提白酒商誉减值，导致表观净利率同比下滑较多。最终燕京啤酒以收入增速4.5%、利润增速59.1%领跑啤酒板块。

表：主要啤酒公司毛利率、费用率、归母净利率及同比变化

公司	2025A											
	毛利率	同比变化	销售费用率	同比变化	管理费用率	同比变化	研发费用率	同比变化	财务费用率	同比变化	归母净利率	同比变化
青岛啤酒	41.8%	1.6pp	13.8%	-0.5pp	4.5%	0.1pp	0.4%	0.1pp	-1.2%	0.5pp	14.1%	0.6pp
重庆啤酒	50.9%	2.3pp	18.0%	0.9pp	4.1%	0.5pp	0.1%	0.0pp	-0.1%	0.1pp	8.4%	0.8pp
燕京啤酒	43.6%	2.8pp	11.1%	0.3pp	9.8%	-0.9pp	1.6%	0.0pp	-1.3%	0.0pp	11.0%	3.8pp
珠江啤酒	48.3%	2.0pp	15.1%	0.2pp	7.9%	0.4pp	3.2%	0.1pp	-2.8%	0.1pp	15.4%	1.2pp
惠泉啤酒	34.9%	3.7pp	5.7%	0.8pp	5.9%	-1.1pp	4.1%	0.2pp	-4.8%	0.5pp	12.5%	2.5pp
百威亚太	50.1%	-0.3pp	26.6%	0.6pp	7.9%	0.2pp	-	-	-	-	8.5%	-3.1pp
华润啤酒	43.1%	0.4pp	20.3%	-1.4pp	8.3%	-0.2pp	-	-	-	-	8.9%	-3.4pp

啤酒板块2026Q1业绩综述：需求景气度改善不明显，燕京啤酒继续领跑



■ 2026Q1啤酒板块业绩综述：2026Q1啤酒行业景气度改善并不明显，但Q1淡季对于全年的参考意义不大，我们认为后续啤酒公司的产品创新、营销创新以及与新兴渠道的加速合作是行业景气度回升的内在推动力，餐饮场景复苏则是外部不可控影响，预计餐饮渠道复苏将是温和的。但Q1啤酒行业成本端红利仍在，吨成本和毛利率表现较好。

■ 对比披露一季报的五家A股啤酒龙头公司来看，Q1燕京啤酒继续领跑啤酒板块，其大单品燕京U8维持了强劲的增长势能，在成长性市场持续取得突破。青岛啤酒Q1表现相对其他A股啤酒龙头来说较弱，呈现量减价升的趋势，主因普低档产品销量下滑较多。有新品、新渠道、新市场开拓计划的公司重庆啤酒、珠江啤酒销售费用率小幅提升，燕京啤酒费用率则维持稳中有降的趋势，青岛啤酒推动销售费用效率优化，实现销售费用率同比下降1.0pp。最终燕京啤酒、青岛啤酒、珠江啤酒盈利水平持续提升，重庆啤酒受所得税率提升影响盈利水平同比下降，但还原所得税影响后的内生盈利水平同比持平。

表：2026Q1主要啤酒公司财务表现

公司	2026Q1															
	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	毛利率	同比变化	销售费用率	同比变化	管理费用率	同比变化	研发费用率	同比变化	财务费用率	同比变化	归母净利率	同比变化
青岛啤酒	102.85	-1.5%	18.00	5.2%	42.7%	1.1pp	11.5%	-1.0pp	3.5%	0.3pp	0.2%	0.0pp	-0.7%	0.3pp	17.5%	1.1pp
重庆啤酒	43.50	-0.1%	4.38	-7.4%	49.7%	1.2pp	13.3%	0.6pp	3.5%	0.1pp	0.1%	0.1pp	0.0%	0.0pp	10.1%	-0.8pp
燕京啤酒	40.97	7.1%	2.65	60.2%	46.3%	3.5pp	15.6%	-0.1pp	11.4%	-0.3pp	1.5%	-0.2pp	-0.9%	0.2pp	6.5%	2.1pp
珠江啤酒	12.99	5.9%	1.79	14.1%	49.6%	4.6pp	16.5%	0.7pp	8.8%	1.0pp	2.8%	-0.4pp	-2.7%	0.7pp	13.8%	1.0pp
惠泉啤酒	1.51	6.6%	0.08	30.2%	32.9%	0.8pp	8.1%	1.2pp	5.5%	-0.2pp	4.1%	0.2pp	-0.9%	-0.1pp	5.5%	1.0pp

03

休闲食品：新兴渠道仍有成长红利，燕麦、魔芋赛道景气度相对较高



■ 产品型公司深入理解渠道碎片化、专业化趋势，处于平衡各渠道投入产出比的过程之中。新兴渠道成长红利仍有释放，如量贩零食渠道、以山姆为代表的会员店渠道是产品型公司最重要的收入增量来源之二，其他的海外渠道、电商渠道、KA渠道、传统流通渠道均有增长机会，但高度取决于零食公司对这些渠道的经营策略和渗透率水平，KA渠道、传统流通渠道渗透率较高的公司面临一定程度的大盘下滑压力，部分公司主动收缩抖音为代表的新媒体电商因此电商渠道收入承压。品类角度，燕麦食品、大健康食品、魔芋零食仍有较高景气度，体现在赛道内多家龙头公司在多类渠道中均可实现较快增长。

表：2025年主要产品型公司财务表现

公司	2025A															
	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	毛利率	同比变化	销售费用率	同比变化	管理费用率	同比变化	研发费用率	同比变化	财务费用率	同比变化	归母净利率	同比变化
洽洽食品	65.74	-7.8%	3.18	-62.5%	23.4%	-5.4pp	11.2%	1.2pp	4.8%	0.5pp	1.2%	0.1pp	1.3%	2.3pp	4.8%	-7.1pp
盐津铺子	57.62	8.6%	7.48	16.9%	30.8%	0.1pp	10.5%	-2.0pp	3.3%	-0.8pp	1.3%	-0.2pp	0.4%	0.2pp	13.0%	0.9pp
甘源食品	20.96	-7.1%	2.08	-44.6%	34.8%	-0.7pp	17.7%	5.0pp	4.6%	0.8pp	1.4%	0.0pp	-0.4%	0.1pp	9.9%	-6.7pp
劲仔食品	24.43	1.3%	2.43	-16.7%	29.3%	-1.2pp	13.1%	1.1pp	4.5%	0.7pp	2.1%	0.1pp	-0.2%	0.4pp	9.9%	-2.1pp
西麦食品	22.40	18.1%	1.72	28.9%	42.0%	0.6pp	26.6%	-1.4pp	5.8%	-0.3pp	0.5%	0.1pp	0.1%	0.5pp	7.7%	0.6pp
有友食品	15.89	34.4%	1.86	17.9%	25.7%	-3.2pp	9.0%	-1.7pp	3.6%	-0.7pp	0.3%	-0.1pp	0.0%	0.0pp	11.7%	-1.6pp
卫龙美味	72.24	15.3%	14.25	33.4%	48.0%	-0.1pp	16.2%	-0.2pp	5.8%	-2.0pp	-	-	-	-	19.7%	2.7pp

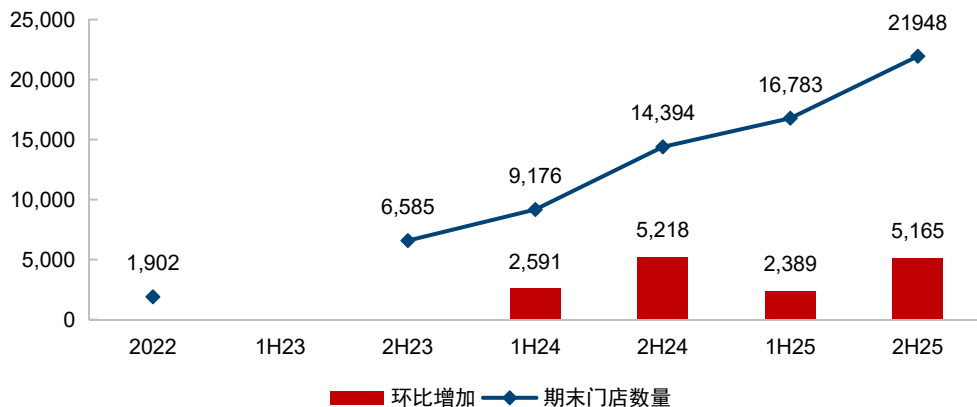


■ 渠道型公司业绩差异持续扩大，头部量贩零食渠道商鸣鸣很忙、万辰集团收入维持高速增长，主要受益于门店进一步加密，头部量贩零食渠道商在收入体量快速扩大的过程中，其在产业链上的议价权也持续提升，报表上体现为毛利率与净利率水平的持续提升，因此头部量贩零食渠道商的利润均实现了三位数的极高增速。相比之下，传统零食专营店模式下的良品铺子仍面临较大幅度下滑和亏损。

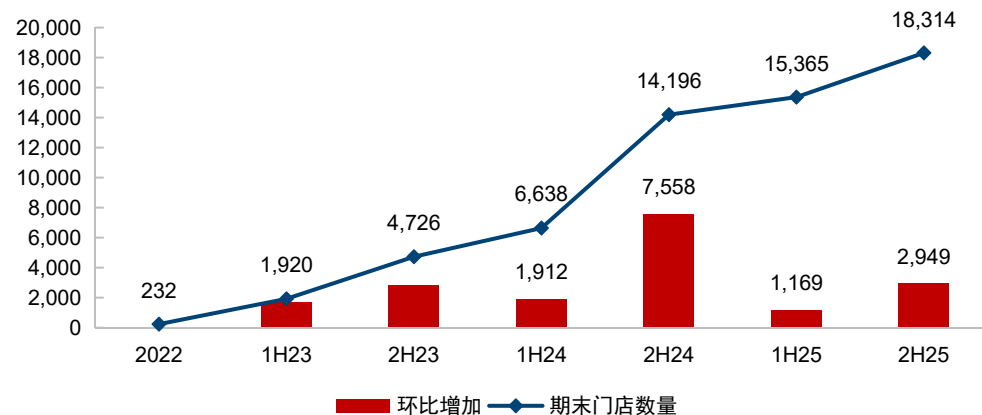
表：2025年主要渠道型公司财务表现

公司	2025A															
	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	毛利率	同比变化	销售费用率	同比变化	管理费用率	同比变化	研发费用率	同比变化	财务费用率	同比变化	归母净利率	同比变化
鸣鸣很忙	661.70	68.2%	23.29	179.4%	9.8%	2.2pp	3.6%	-0.1pp	1.4%	0.4pp	-	-	-	-	3.5%	1.4pp
万辰集团	514.59	59.2%	13.45	358.1%	12.4%	1.6pp	3.0%	-1.4pp	2.9%	-0.1pp	0.1%	0.1pp	0.1%	0.0pp	2.6%	1.7pp
三只松鼠	101.89	-4.1%	1.55	-61.9%	24.4%	0.2pp	19.7%	2.2pp	2.9%	0.9pp	0.3%	0.1pp	0.1%	0.0pp	1.5%	-2.3pp
良品铺子	54.86	-23.4%	-1.48	-220.3%	24.8%	-1.3pp	23.4%	2.4pp	4.0%	-0.7pp	0.3%	0.0pp	0.2%	0.2pp	-2.7%	-2.0pp
来伊份	38.19	13.3%	-1.61	-113.9%	30.5%	-10.5pp	23.1%	-5.2pp	11.1%	-2.3pp	0.2%	-0.1pp	0.6%	0.0pp	-4.2%	-2.0pp

图：鸣鸣很忙门店数量



图：万辰集团门店数量

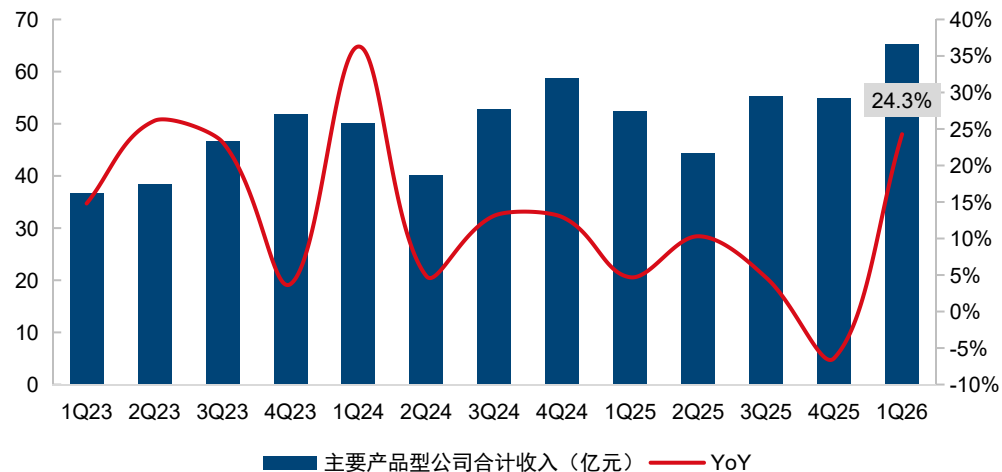


休闲食品板块2026Q1业绩综述：收入增长提速，龙头改革红利释放

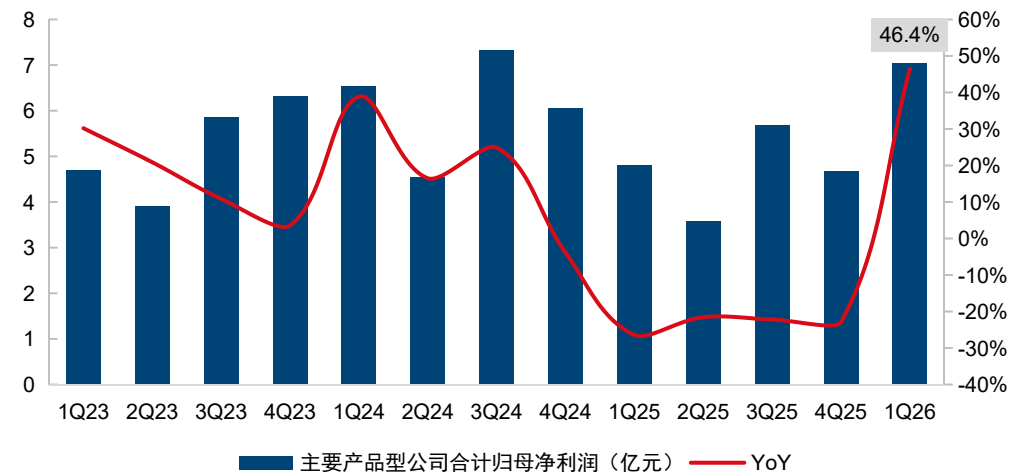
■ 纵向对比来看，主要休闲食品公司26Q1收入增长提速，一方面系受益于春节错期因素，另一方面系部分公司2025年的内部调整开始显效。披露一季报且26Q1经营表现较为突出的公司主要有以下：

- 1) **洽洽食品**：公司在2025年经历显著的成本冲击，2025Q4开始从成本压力中逐渐恢复，得益于积极开拓新兴渠道、推出多类创新产品、春节错期因素，2026Q1取得高速业绩增长，25Q4+26Q1合并收入同比+8.9%。预计公司走出经营低谷，2026年将逐步恢复收入增长动力，利润端因葵花籽原料价格下行而更具增长弹性。目前公司主要增长抓手为新产品的渠道渗透、与新兴渠道的定制化合作加深，目前公司量贩渠道占比在10%左右，仍有较大提升空间。
- 2) **盐津铺子**：25年公司重点推动战略转型升级，从过去渠道驱动型转为品类品牌驱动型，主动进行产品矩阵与电商渠道的调整，调整一直延续到了26Q1，因此呈现出收入端显著降速、但利润率快速提升的财务特征。我们认为公司战略转型过程之中虽有收入端的短期阵痛，但从长期视角看，聚焦核心品类、深度全渠道运营后，公司的价值创造能力有望较之前显著提升，未来品类成长的可预见性有所增强、远期盈利水平也有持续提升的动力。预计2026年收入增速前低后高（等待电商渠道调整完毕）、利润增速持续高于收入增速。2026年核心看战略大单品大魔王带动渠道进一步扩张，以及重点培育的新品类深海零食、蛋制品、豆制品的突破。

图：主要产品型公司合计收入及同比增速



图：主要产品型公司合计归母净利润及同比增速



注：此处主要产品型公司为6家披露一季报的A股休闲食品公司——洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、西麦食品、有友食品

休闲食品板块2025年度业绩总结：新兴渠道仍有成长红利，燕麦、魔芋赛道景气度相对较高



- 3) **劲仔食品**：2025年进行多方面调整：产品结构（鹌鹑蛋下滑，聚焦小鱼、肉干、豆干，新推魔芋）、渠道打法（深化与量贩零食渠道以及调改商超的合作、主动缩减新媒体电商渠道、寻求高端会员店的突破）、销售团队（线下传统渠道与现代渠道的融合），2025年收入增速明显下降，但本轮调整在26Q1已初现成效，公司实现与量贩零食、商超定制化等渠道的合作深入，产品创新迭代能力进一步提升，26Q1收入同比+24.2%，扣非归母净利润同比+23.0%。我们预计2026年是增长动能恢复之年，量贩零食等新渠道有望维持高速增长、传统渠道在新品导入、渠道精细化运作的帮助下有望得到改善。
- 4) **西麦食品**：赛道始终高景气，25H2公司在量贩零食渠道导入更适配的产品、在山姆渠道导入新品，并在25Q4推出药食同源粉类产品后，26Q1增长动力进一步增强。目前公司处于渠道持续扩张、新品类导入市场的成长期，因产品适应健康化消费趋势，公司发展可乘需求扩容之东风，传统燕麦谷物凭借持续产品升级、渠道精细化运作及渠道渗透有望保持较快增长，药食同源粉类系列新品26年明确将进入重点推广阶段，预计进一步贡献增量，故收入端增长动力较足，预计基本面维持较为强劲的状态。同时有机燕麦片、药食同源等新品的附加价值提升，产品结构逐步优化对长期盈利能力有支撑。此外，2026年预计燕麦原料成本仍有下行，短期将增厚公司利润。
- 5) **万辰集团**：25H2开店加速，主要得益于行业龙头竞争趋于理性、两大龙头主动推动门店经营质量提升。26Q1受益于门店运营优化+同期低基数，同店营收同比有较为显著的正增，同时维持着较快开店速度。利润端，两大龙头公司均持续兑现规模效益释放及议价权提升的逻辑，净利率水平持续提升。部分少数股东权益收回对归母净利润有进一步的增厚作用。

表：2026Q1主要休闲食品公司财务表现

公司	2026Q1												2025Q4+2026Q1			
	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	毛利率	同比变化	销售费用率	同比变化	管理费用率	同比变化	归母净利率	同比变化	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy
洽洽食品	22.22	41.5%	1.68	117.8%	25.1%	5.6pp	11.7%	1.1pp	3.7%	-1.0pp	7.6%	2.7pp	42.95	8.9%	3.19	6.1%
盐津铺子	15.83	2.9%	2.31	29.5%	31.8%	3.4pp	11.2%	0.0pp	3.4%	0.0pp	14.6%	3.0pp	29.18	-2.1%	3.75	15.2%
甘源食品	6.18	22.5%	0.66	25.7%	33.9%	-0.4pp	17.3%	-0.1pp	3.5%	-1.3pp	10.7%	0.3pp	11.81	2.2%	1.19	-21.8%
劲仔食品	7.39	24.2%	0.71	5.5%	27.0%	-2.9pp	10.6%	-2.8pp	3.7%	-0.3pp	9.6%	-1.7pp	13.74	11.2%	1.41	-2.1%
西麦食品	8.24	25.6%	1.01	85.9%	44.1%	0.4pp	24.9%	-4.3pp	4.1%	-0.2pp	12.3%	4.0pp	13.68	22.2%	1.41	77.6%
有友食品	5.35	39.6%	0.66	30.7%	24.3%	-2.8pp	6.9%	-2.0pp	2.5%	-0.6pp	12.3%	-0.8pp	8.79	29.5%	0.78	-10.3%
万辰集团	166.34	53.7%	6.30	193.1%	12.9%	1.9pp	2.6%	-0.7pp	2.7%	0.2pp	3.8%	1.8pp	315.31	39.9%	11.19	163.8%
三只松鼠	38.35	3.0%	2.73	14.4%	27.3%	0.6pp	15.9%	-2.8pp	2.2%	0.5pp	7.1%	0.7pp	62.65	-12.7%	2.68	-12.3%

04

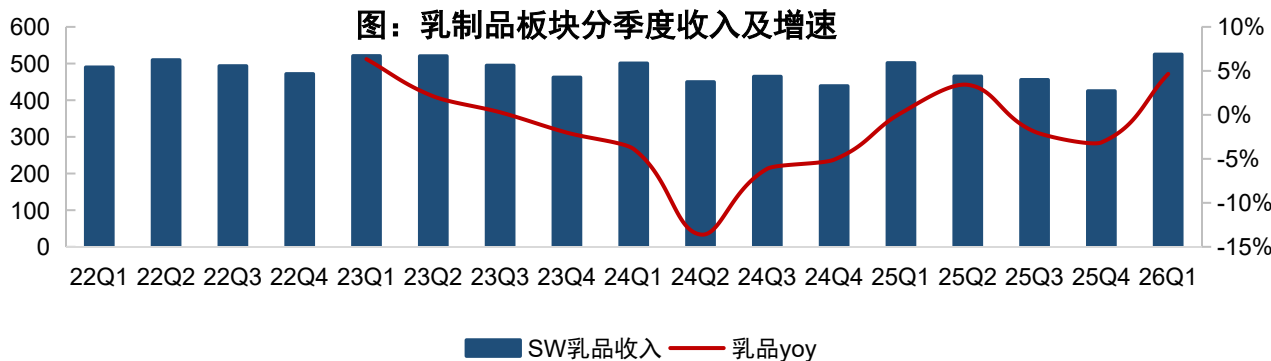
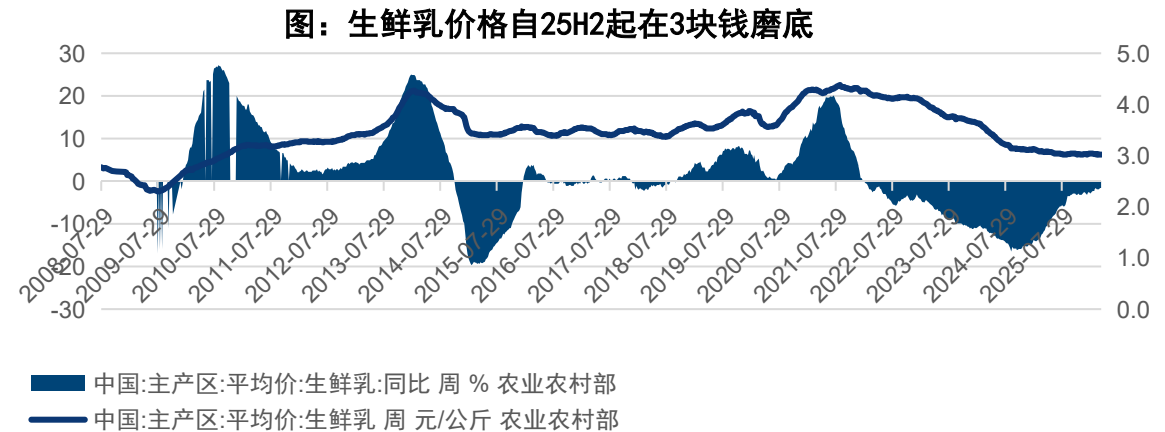
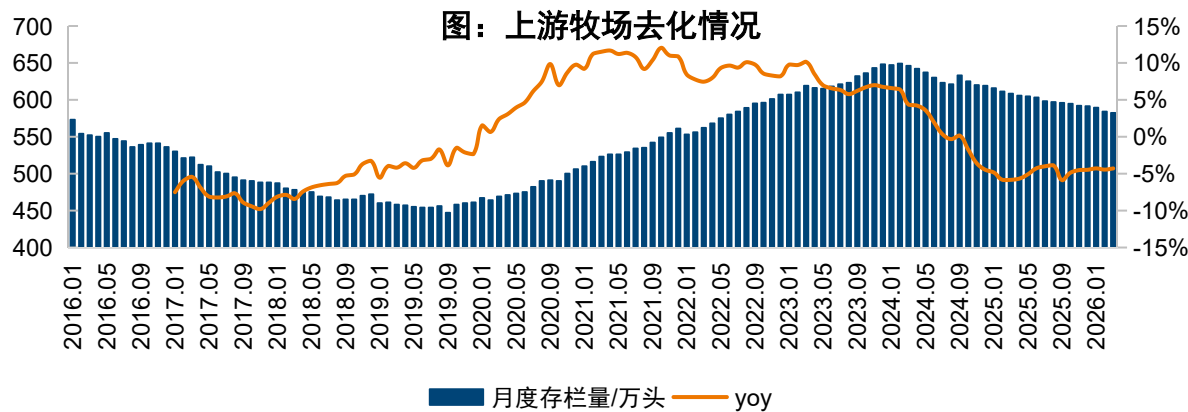
乳制品：价格筑底确认，利润企稳向上

乳制品：上游牧场继续去化，需求迎来见底信号，行业26年或迎奶价拐点



2025Q4/2026Q1乳制品板块收入增速分别-3.1%/4.7%，利润增速大幅扭亏%/-36.4%。合并25Q4及26Q1收入/利润分别+1.0%/14.0%，主要受益于毛销差回升及减值收窄。2025年消费端需求承压影响（主要乳企液奶尤其常温普遍下滑），2026年上游继续去化，行业需求回暖，乳企液奶降幅收窄甚至转正，叠加深加工产能逐步落地，预计2026年或迎来奶价拐点。

- 当前行业亏损2年，产能持续去化。根据农业农村部统计，当前行业成母牛占比56.32%（环比+0.22pcts），短期去化主力为后备牛，4月后奶价淡季成母牛去化亦将提速。奶价回升时点或在26H2，但考虑到需求仍较平淡，预计奶价弹性不会特别大，呈温和复苏趋势。
- 国家统计局口径下，2025年1-12月乳制品产量同比-1.1%，尼尔森口径下行业终端动销同比个位数下滑，但2026年春节散奶价格回升明显，表明行业需求端迎来见底信号。而在原奶价格温和修复假设下，原奶企稳后竞争改善asp见底回升，而随需求温和转好有望带动销量回升，龙头乳企将率先带领行业回正，提升经营质量。



图：伊利蒙牛液奶分季度表现

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
伊利	-2.6%	0.5%	8.5%	-3.4%	-6.8%	-19.6%	-10.3%	-13.1%	-3.1%	-0.8%	-8.8%	-7.0%	2-3%
蒙牛	3.0%	6.0%	3.0%	5.5%	-5.0%	-20.0%	-15.0%	-7.0%	-14.0%	-7.0%	-12.0%	-10.0%	7.5%
新乳业	8.8%	12.7%	7.3%	10.6%	3.7%	-0.9%	-3.8%	-9.9%	0.4%	5.5%	4.4%	11.3%	6.0%
行业	行业预计个位数增长				行业下滑高单，伊蒙去库调整				行业负5-6%，蒙牛自身调整				春节企稳

成本红利收窄，但格局改善需求回暖，推荐伊利股份、新乳业



- 供给持续去化、需求缓慢恢复，原奶周期向上背景下，乳企成本红利收窄，但受益于减值缺口收窄或产品结构升级，伊利、蒙牛、新乳业等头部乳企盈利基本有所提升。推荐竞争优势持续强化的伊利股份、新乳业。
- 伊利股份：估值低位基本面边际改善，分红额努力争取逐年提升。24Q3起公司盈利持续提升，液奶/奶粉/冷饮均实现优于行业增长，竞争壁垒凸显，优于其他液奶、奶粉龙头，经营优势持续强化；26Q1收入及盈利均有较好表现。当前对应26/27年pe14/13X，公司未来三年坚持75%以上分红率，当前位置配置价值凸显。
- 新乳业：稀缺的成长性乳企，盈利提升持续加速。25年低温奶双位数增长，25年底常温奶亦转正，受益于成本红利及结构改善（低温奶占比达60%；山姆、胖东来、盒马等新渠道高增），利润率延续提升。26年景气延续预计中高单收入增长，虽成本红利收窄，但结构升级、降本增效延续，仍然是乳制品板块稀缺的成长性乳企（18x），持续推荐。

图：乳制品各企业分季度财务指标对比

	毛利率					销售费用率yoy					管理费用率yoy					净利率yoy				
	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
伊利	1.88%	0.61%	-1.09%	1.12%	0.71%	-1.53%	-1.10%	-1.00%	-0.41%	-0.20%	-0.70%	-0.14%	0.04%	0.19%	-0.10%	-3.30%	2.00%	-0.29%	13.41%	0.64%
新乳业	0.12%	1.40%	-0.39%	2.32%	0.47%	-0.06%	0.31%	0.14%	0.55%	0.12%	-1.57%	-1.26%	-1.19%	-0.39%	-0.08%	1.68%	1.67%	1.45%	1.55%	1.49%
妙可蓝多	-1.60%	-5.83%	5.73%	0.31%	-1.69%	-5.63%	-5.38%	-1.78%	-1.28%	2.05%	-0.41%	0.10%	0.60%	-0.40%	-0.74%	2.33%	0.14%	2.60%	-5.72%	-2.03%
三元	0.55%	-1.86%	-2.06%	0.41%	-1.31%	0.91%	0.85%	-0.86%	-2.13%	-1.36%	1.05%	0.56%	0.48%	0.78%	-0.55%	1.32%	2.11%	4.83%	-28.40%	0.35%
燕塘	-0.12%	0.20%	-1.40%	-0.38%	1.12%	0.79%	1.43%	0.83%	1.69%	3.28%	1.16%	0.73%	0.65%	0.71%	-0.08%	-1.72%	-2.33%	-1.03%	-3.88%	-2.53%
蒙牛		1.48%		-0.90%			-0.45%		0.90%			0.34%		0.20%		-0.49%		4.10%		
飞鹤		-6.30%		3.60%			-0.33%		10.30%			1.14%		1.30%		-7.65%		-5.40%		

资料来源：Wind，各公司交流，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

03

软饮料：景气相对占优，挤压式扩容延续

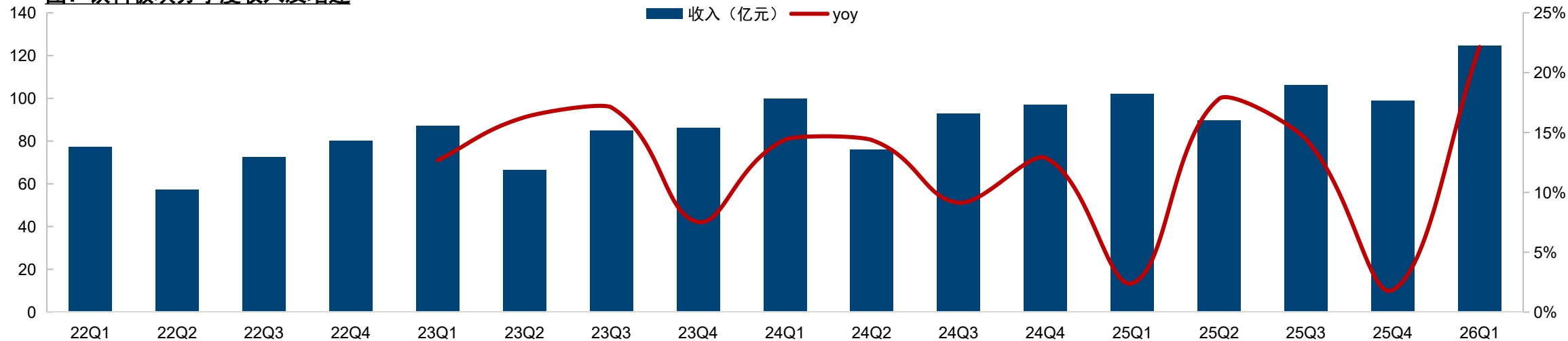
软饮料：板块收入延续双位数增长，品类健康化、性价比依然是大趋势

- 春节错期及费用前置下，2025Q4/2026Q1 饮料板块收入增速分别+1.8%/22.1%，利润增速-25.2%/+30.2%。合并25Q4及26Q1收入/利润分别+12.3%/3.2%
- 25年各厂商阶段性推新品分化明显，26年推新明显减少，龙头重心聚焦优势品类。养生水/NFC HPP/维生素水；大包装冰茶/果之茶/1.5L树叶。旺季检验后,新品进度分化明显,核心还是公司能力（东鹏/统一/农夫表现出色）。
- 健康化、性价比依然是大趋势：品类上①电解质水2023年疫后兴起，24年在外星人、补水带动下30-40%增长，运动场景扩容下仍有高增潜力，农夫今年也推出电解质水新品；②无糖茶2021年起高增，景气延续，农夫绝对领先；③椰子水也有品类红利，if指引未来2-3年15-20%增速。定价上更加高性价比①康师傅强势回归再来一瓶；②农夫一元乐享品类范围扩大；③东鹏部分品类一元乐享变为免费乐享。

图：动饮料19-25E的CAGR在10%+，远超其他软饮料细分赛道

	复合增速（19-25E）
软饮料整体	3.28%
运动饮料	10.06%
瓶装水	3.63%
碳酸饮料	5.57%
果汁	-1.51%
即饮咖啡	3.16%
即饮茶	-2.38%

图：饮料板块分季度收入及增速

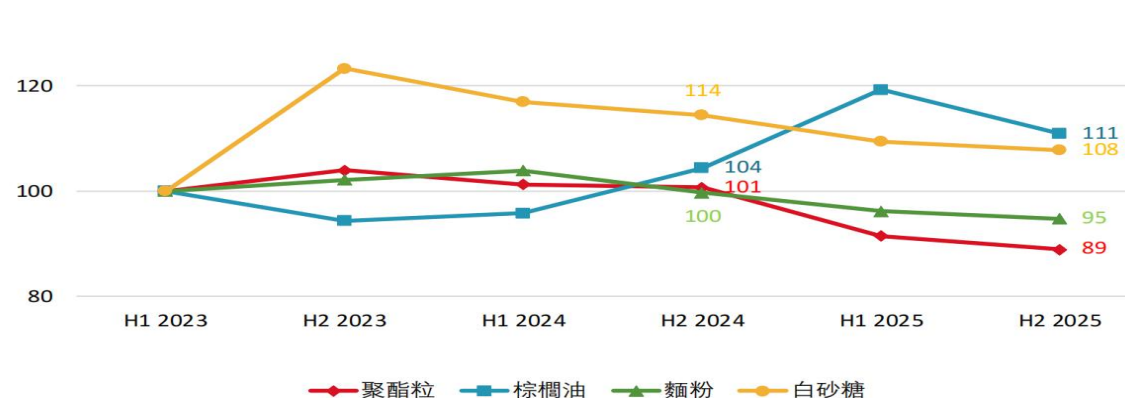


软饮料：景气品类边际降速，锁价对冲成本压力、激烈竞争下龙头表现更好

- 行业竞争加剧，挤压式扩容下 份额往龙头集中。逻辑是龙头这几年基础设施确实做得更好力度也更大（扫码红包、冰柜、产品）。包装水农夫进一步修复，无糖茶份额从70%提升至80%+；东鹏在能量饮料和电解质水份额都在提升。
- 锁价对冲成本扰动，含糖饮料税短期影响不大。2025H2成本红利有所收窄，2026Q1基本延续，3月起大宗影响下pet成本压力较大，但大部分龙头锁价（基本至旺季），全年维度成本有压力但相对可控。此前市场担心的含糖饮料税两会报告并未提及，短期影响预计不大。

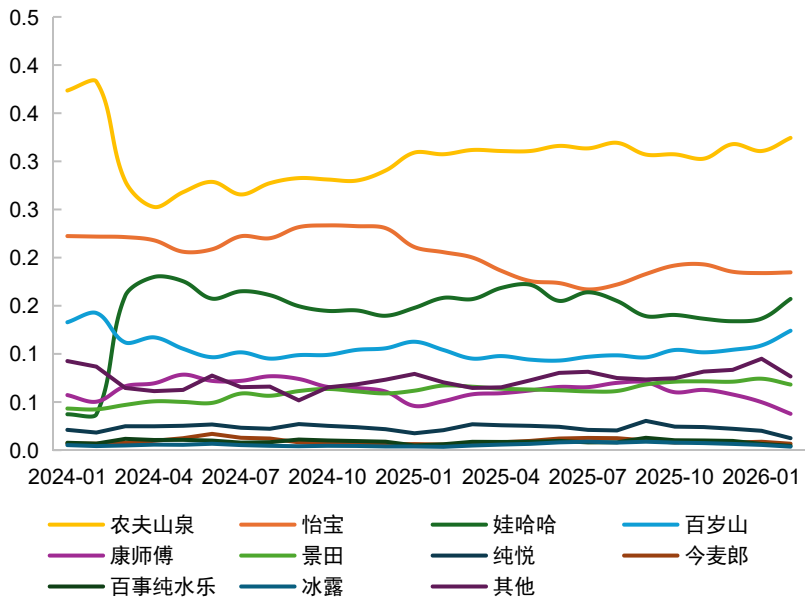
图：PET、白砂糖等软饮主要原材料价格25Q3延续下行

H1 2023=100

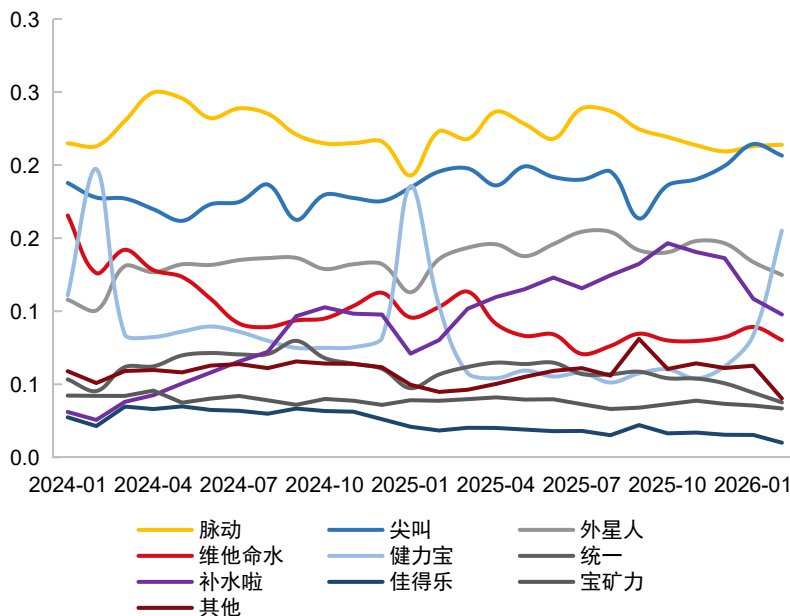


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

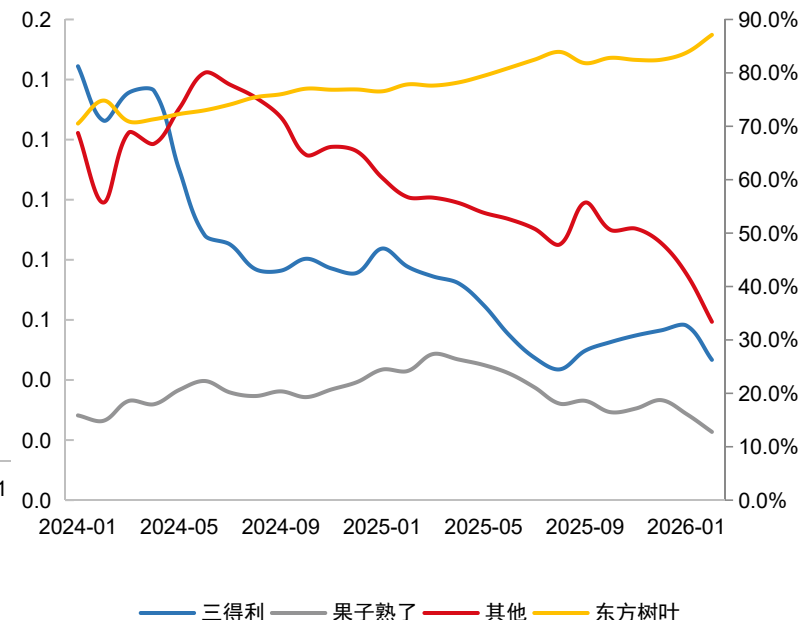
图：包装水份额表现



图：电解质水份额表现



图：无糖茶份额表现



费率主导业绩分化，挤压式扩容背景下，延续推荐东鹏农夫



25H2成本红利有所收窄但依然存在，费率主导下盈利分化，冰柜成为各家必争之地，节奏差异带来盈利季度波动。行业延续24Q2以来的分化趋势。

供应链效率及费率端规模效应主导，龙头盈利能力普遍提升。2025-2026年行业普遍加大费投，东鹏Q2增加冰柜投放叠加新品放量，25Q4/26Q1净利率分别-2.6/+1.1pcts，农夫受益于成本红利及包装水/无糖茶规模效应，最终盈利25H2+2.2pcts。而中小饮料在加大费投下盈利依然承压，养元/露露/李子园/欢乐家/香飘飘25Q4净利率分别-17/-1.9/-4.1/-5.0/-2.6pcts。

成本红利收窄，挤压式扩容背景下，延续推荐今年包装水份额修复、饮料全品项双位数增长的农夫山泉以及特饮稳增、第二曲线接力的东鹏饮料。

图：软饮料细分企业分季度毛利率、费用率及净利率同比情况

	毛利率					销售费用率yoy					管理费用率yoy					净利率yoy				
	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
东鹏饮料	1.70%	-0.35%	-0.60%	-0.09%	2.42%	-0.45%	0.10%	-0.91%	-0.62%	0.51%	-0.48%	-0.22%	-0.07%	-0.03%	0.31%	1.15%	-0.61%	1.83%	-2.64%	1.13%
养元饮品	-0.96%	-2.37%	-2.77%	-8.46%	-1.44%	1.68%	2.59%	-0.23%	0.40%	-2.43%	0.20%	0.12%	-0.07%	0.55%	-0.25%	-3.43%	-7.29%	10.57%	-17.1%	-2.94%
承德露露	4.38%	4.45%	4.05%	3.50%	1.23%	2.13%	3.62%	3.66%	4.14%	0.61%	0.54%	0.42%	0.36%	-0.30%	0.06%	1.43%	-0.34%	-2.02%	-1.91%	0.30%
李子园	4.64%	-1.62%	-2.49%	0.41%	-5.08%	-0.12%	0.25%	0.28%	0.63%	1.16%	0.15%	0.66%	0.57%	0.94%	0.61%	3.64%	-1.12%	-1.45%	-4.07%	-2.93%
欢乐家	-7.32%	-5.14%	-1.93%	-2.97%	1.18%	0.17%	-1.28%	-1.15%	-1.26%	-1.41%	1.56%	1.92%	1.69%	1.40%	1.11%	-7.27%	-5.35%	-3.06%	-5.02%	0.97%
香飘飘	-2.44%	1.31%	-2.37%	-0.78%	9.65%	2.89%	3.60%	2.20%	0.72%	-7.38%	1.80%	0.43%	0.40%	0.41%	-3.26%	-6.72%	-5.23%	-4.99%	-2.58%	13.86%
农夫山泉		1.50%		3.40%			-1.90%		-2.50%			0.20%		0.10%			2.90%		2.20%	

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理（康师傅/统一/农夫为半年度财务数据）

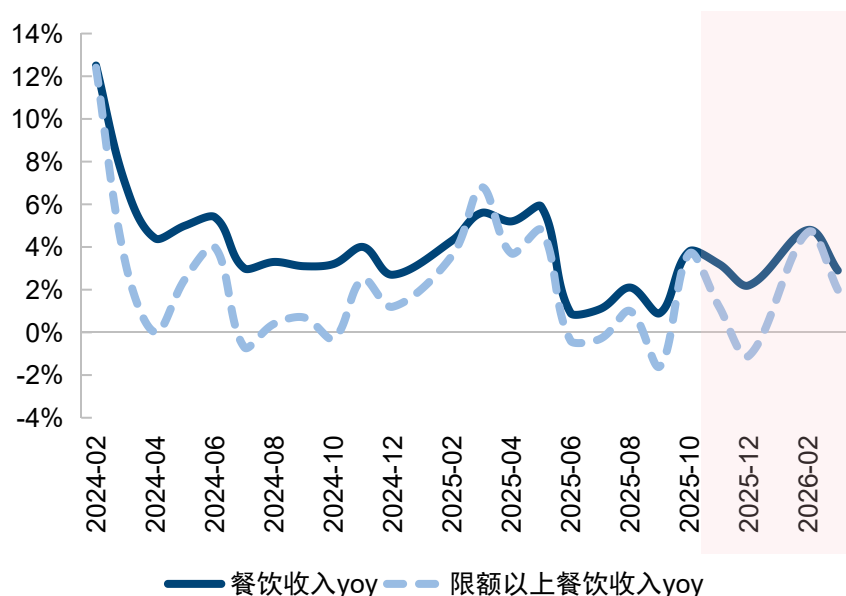
05

餐饮供应链：价格筑底确认，利润企稳向上

收入：增长结构改善，价格筑底确认

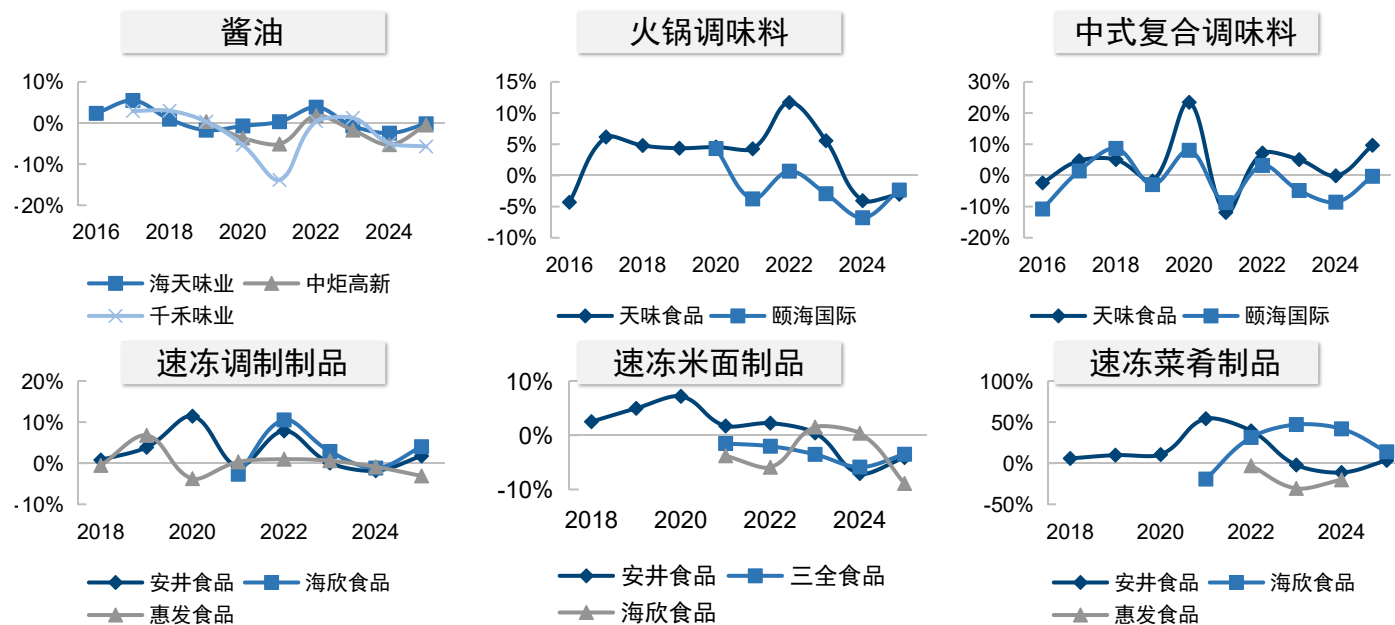
25Q4+26Q1合并收入增速普遍改善，增长结构发生本质变化。前期行业依赖价格战换取规模，当前量增为主要驱动力，价格端不再成为拖累。根据计算，2025年吨价维度酱油品类基本走平，速冻调制食品率先转正，火锅调料降幅显著收窄。安井食品速冻调制食品吨价同比提升1.8%，面米制品吨价降幅收窄至4.1%；海天味业酱油吨价微降0.2%；天味食品：火锅调料吨价降幅收窄至3.0%，渠道库存趋于健康。颐海国际火锅调料吨价降幅收窄至2.3%；三全食品：面米制品吨价降幅收窄至3.5%。

图：2025Q4-2026Q1餐饮行业表现企稳



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2025年各品类吨价下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

份额集中, 需求企稳

- 供给端成本温和背景下中小企业加速退出, 龙头承接出清份额。龙头报表率先改善, 海天份额提升逻辑在报表端持续验证。需求端, 根据社零餐饮收入同比增速回升, 我们判断下游餐饮渠道最悲观阶段过去, 渠道备货意愿恢复, 终端动销不再恶化。

表: 餐饮供应链板块公司旺季收入转正

证券简称	2025A		2025Q4		2026Q1		2025Q4+2026Q1	
	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy
海天味业	288.73	7.3%	72.45	11.4%	90.29	8.6%	162.74	9.8%
中炬高新	42.00	-23.9%	10.43	-33.7%	13.20	19.9%	23.64	-11.6%
恒顺醋业	22.87	4.1%	6.59	-0.9%	6.48	3.6%	13.07	1.3%
千禾味业	25.72	-16.3%	5.85	-25.5%	8.18	-1.6%	14.03	-13.2%
涪陵榨菜	24.32	1.9%	4.33	2.0%	7.54	5.7%	11.87	4.3%
安琪酵母	167.29	10.1%	49.42	15.4%	45.34	19.5%	94.76	17.3%
天味食品	34.49	-0.8%	10.38	-6.7%	11.30	76.2%	21.68	23.6%
宝立食品	29.34	10.7%	8.01	11.1%	7.76	16.0%	15.77	13.4%
日辰股份	4.68	15.7%	1.24	15.7%	1.25	23.7%	2.50	19.6%
安井食品	161.93	7.0%	48.22	19.1%	47.10	30.8%	95.32	24.6%
千味央厨	18.99	1.6%	5.21	3.4%	5.83	23.8%	11.04	13.2%
三全食品	65.41	-1.4%	15.41	2.2%	24.53	10.6%	39.94	7.2%
立高食品	43.54	13.5%	12.09	8.1%	10.48	0.3%	22.57	4.3%
巴比食品	18.59	11.2%	5.03	9.1%	3.80	2.8%	8.83	6.3%
味知香	7.02	4.5%	1.71	6.2%	1.76	1.5%	3.47	3.8%
颐海国际	66.13	1.1%	-	-	-	-	-	-
锅圈	78.10	20.7%	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

毛利：成本环境稳定，价格秩序修复，毛利率呈现企稳改善态势

成本环境稳定，价格秩序修复，毛利率企稳改善态势。成本端大宗原材料价格来看，成本端权重较大的主料价格维持低位或同比下行，构成确定性成本红利；部分辅料价格虽有抬头，但占比较小，对整体成本结构的扰动有限。在成本端压力相对可控、占比较小的包材油脂等辅料涨价对整体成本结构的扰动有限的背景下，前期压制毛利率的价格战因素正在系统性消退。龙头公司凭借产品结构优化、渠道精细化运营与促销策略正常化，毛利率已率先企稳回升；细分品类公司虽修复节奏不一，但普遍未再出现持续性恶化。板块毛利率已确认底部区域，后续随着竞争格局进一步优化与需求端企稳，修复趋势有望延续并逐步从龙头向更多标的扩散。

图：2025年至今以来原材料价格分化

	棕榈油	白鲢鱼	豆粕	猪肉	面粉	豆油	大豆	白糖
2025年1月	32%	8%	-22%	14%	-3%	-2%	-19%	-7%
2025年2月	32%	10%	-8%	7%	-3%	-2%	-17%	-8%
2025年3月	17%	6%	-3%	6%	-2%	-2%	-14%	-7%
2025年4月	10%	1%	-4%	4%	-2%	-2%	-11%	-8%
2025年5月	8%	0%	-5%	2%	-2%	-2%	-11%	-8%
2025年6月	11%	-1%	-9%	-11%	-2%	-1%	-10%	-9%
2025年7月	11%	0%	-8%	-13%	-1%	-1%	-12%	-8%
2025年8月	17%	-1%	-3%	-20%	-1%	-1%	-11%	-8%
2025年9月	14%	-2%	-3%	-22%	-2%	-1%	-8%	-8%
2025年10月	0%	-1%	-3%	-22%	-2%	0%	-2%	-11%
2025年11月	-13%	-1%	-2%	-20%	-1%	-1%	0%	-12%
2025年12月	-15%	0%	1%	-19%	-1%	-1%	1%	-14%
2026年1月	-9%	4%	2%	-16%	-1%	-1%	3%	-14%
2026年2月	-8%	3%	-7%	-14%	-1%	-2%	4%	-15%
2026年3月	-1%	4%	-8%	-16%	-1%	-2%	10%	-13%
2026年4月	6%	3%	-6%	-21%	-1%	-2%	10%	-13%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：成本稳定下，价格企稳带动毛利具备稳定基础，部分龙头出现改善

证券简称	2025A		2025Q4		2026Q1		2025Q4+2026Q1	
	毛利率	yoy	毛利率	yoy	毛利率	yoy	毛利率	yoy
海天味业	40.2%	3.2pcts	41.0%	3.3pcts	42.0%	2.0pcts	41.5%	2.5pcts
中炬高新	39.2%	-0.6pcts	39.1%	-6.8pcts	42.4%	3.7pcts	40.9%	-2.0pcts
恒顺醋业	32.4%	-2.3pcts	20.4%	-10.9pcts	35.8%	0.3pcts	28.0%	-5.3pcts
千禾味业	37.8%	0.6pcts	39.3%	-0.8pcts	40.8%	1.9pcts	40.2%	0.7pcts
涪陵榨菜	51.6%	0.6pcts	41.9%	-1.5pcts	54.9%	-1.1pcts	50.1%	-1.1pcts
安琪酵母	24.7%	1.2pcts	22.7%	-1.4pcts	26.5%	0.5pcts	24.5%	-0.5pcts
天味食品	40.7%	0.9pcts	43.5%	2.7pcts	45.0%	4.3pcts	44.3%	3.5pcts
宝立食品	33.3%	0.5pcts	33.3%	-2.2pcts	33.5%	0.9pcts	33.4%	-0.7pcts
日辰股份	37.7%	-1.0pcts	36.8%	-2.4pcts	35.6%	-3.6pcts	36.2%	-3.0pcts
安井食品	21.6%	-1.7pcts	24.6%	-0.5pcts	25.0%	1.7pcts	24.8%	0.5pcts
千味央厨	22.7%	-0.9pcts	22.7%	0.6pcts	24.7%	0.3pcts	23.8%	0.6pcts
三全食品	24.1%	-0.2pcts	25.0%	3.5pcts	25.5%	0.2pcts	25.3%	1.6pcts
立高食品	29.7%	-1.8pcts	29.2%	-0.6pcts	29.7%	-0.3pcts	29.4%	-0.5pcts
巴比食品	28.5%	1.8pcts	30.0%	2.5pcts	27.9%	2.4pcts	29.1%	2.5pcts
味知香	20.6%	-4.4pcts	18.6%	-5.7pcts	24.6%	1.7pcts	21.6%	-1.9pcts
颐海国际	32.7%	1.5pcts	-	-	-	-	-	-
锅圈	21.6%	-0.3pcts	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

净利：价格竞争趋缓，费用投放效果显现，利润有望向上



收入改善背景下，龙头公司率先释放利润。2025Q4以来随着收入改善，龙头规模效应释放与费用精益管控成效显著，叠加前期渠道调整与费用结构优化的累积效果集中兑现，2025Q3利润端筑底企稳态势明确。竞争格局边际优化在利润表兑现，成本温和背景下，中小企业缺乏以价换量的腾挪空间，加速退出市场，留存企业之间的竞争从份额争夺转向盈利修复。龙头企业凭借规模效应和渠道优势，在收入端承接出清份额的同时，费用端持续提质增效，从而实现2025Q4+2026Q1利润增速持续高于收入增速，净利率逐渐改善。

表：餐饮供应链板块公司旺季利润正增

证券简称	2025A		2025Q4		2026Q1		2025Q4+2026Q1	
	扣非归母净利润	yoy	扣非归母净利润	yoy	扣非归母净利润	yoy	扣非归母净利润	yoy
海天味业	68.45	12.8%	16.90	16.2%	23.47	9.3%	40.37	12.1%
中炬高新	5.36	-20.1%	1.52	28.2%	2.39	32.5%	3.91	30.8%
恒顺醋业	1.22	7.3%	0.03	-61.2%	0.60	25.0%	0.63	12.9%
千禾味业	3.44	-31.5%	0.88	-43.9%	1.44	-9.5%	2.31	-
涪陵榨菜	6.98	-4.7%	0.83	-13.0%	2.63	2.1%	3.45	-2.0%
安琪酵母	13.59	16.2%	3.94	19.2%	3.86	14.5%	7.79	16.8%
天味食品	5.08	-10.2%	1.51	-14.8%	2.34	360.1%	3.85	68.7%
宝立食品	2.53	17.9%	0.72	28.1%	0.64	10.6%	1.35	19.2%
日辰股份	0.84	51.3%	0.20	577.6%	0.18	2.7%	0.38	84.6%
安井食品	12.44	-8.5%	3.77	5.1%	5.25	53.0%	9.02	28.6%
千味央厨	0.62	-24.6%	0.09	511.9%	0.21	1.0%	0.30	34.0%
三全食品	3.74	-9.8%	1.03	0.7%	1.95	18.8%	2.98	11.9%
立高食品	2.95	16.1%	0.52	-16.2%	0.61	-29.6%	1.13	-
巴比食品	2.45	16.7%	0.70	10.3%	0.41	6.4%	1.11	8.8%
味知香	0.55	-32.8%	0.11	-29.6%	0.19	21.6%	0.30	-4.7%
颐海国际	7.05	12.1%	-	-	-	-	-	-
锅圈	4.33	87.8%	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：利润端修复成为普遍现象

证券简称	2025A		2025Q4		2026Q1		2025Q4+2026Q1	
	扣非净利率	yoy	扣非净利率	yoy	扣非净利率	yoy	扣非净利率	yoy
海天味业	23.7%	1.1pcts	23.3%	0.9pcts	26.0%	0.2pcts	24.8%	0.5pcts
中炬高新	12.8%	0.6pcts	14.6%	7.0pcts	18.1%	1.7pcts	16.5%	5.4pcts
恒顺醋业	5.3%	0.2pcts	0.5%	-0.7pcts	9.3%	1.6pcts	4.8%	0.5pcts
千禾味业	13.4%	-3.0pcts	15.0%	-4.9pcts	17.6%	-1.5pcts	16.5%	-3.0pcts
涪陵榨菜	28.7%	-2.0pcts	19.1%	-3.3pcts	34.8%	-1.2pcts	29.1%	-1.9pcts
安琪酵母	8.1%	0.4pcts	8.0%	0.3pcts	8.5%	-0.4pcts	8.2%	0.0pcts
天味食品	14.7%	-1.5pcts	14.6%	-1.4pcts	20.7%	12.8pcts	17.8%	4.7pcts
宝立食品	8.6%	0.5pcts	9.0%	1.2pcts	8.2%	-0.4pcts	8.6%	0.4pcts
日辰股份	17.9%	4.2pcts	15.9%	13.2pcts	14.4%	-2.9pcts	15.1%	5.3pcts
安井食品	7.7%	-1.3pcts	7.8%	-1.0pcts	11.1%	1.6pcts	9.5%	0.3pcts
千味央厨	3.3%	-1.1pcts	1.7%	1.4pcts	3.6%	-0.8pcts	2.7%	0.4pcts
三全食品	5.7%	-0.5pcts	6.7%	-0.1pcts	7.9%	0.5pcts	7.5%	0.3pcts
立高食品	6.8%	0.2pcts	4.3%	-1.3pcts	5.8%	-2.5pcts	5.0%	-1.9pcts
巴比食品	13.2%	0.6pcts	13.9%	0.2pcts	10.9%	0.4pcts	12.6%	0.3pcts
味知香	7.9%	-4.4pcts	6.7%	-3.4pcts	10.7%	1.8pcts	8.7%	-0.8pcts
颐海国际	10.7%	-0.6pcts	-	-	-	-	-	-
锅圈	5.5%	2.0pcts	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：收入端复苏明显，后期利润端修复逻辑明确



收入端复苏明显，后期利润端修复逻辑明确。部分企业一季度收入端已发力，净利率虽仍处于筑底阶段，但随着定制业务放量、新渠道模式趋于成熟，我们认为前期投入的费用有望逐步进入回报期。整体而言，2026年在成本端结构性红利延续、价格体系企稳、费用投放更趋理性的三重支撑下，板块利润具备持续向上修复的基础，全年净利率中枢有望上移。

表：餐饮供应链重点公司盈利预测

	总市值 (亿元)	营业总收入 (亿元)		yoy		归母净利润 (亿元)		yoy		P/E
		2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	
海天味业	2,261	312.1	335.5	8.1%	7.5%	79.0	87.0	12.3%	10.1%	28.6
安琪酵母	326	188.2	210.2	12.5%	11.7%	19.3	22.1	24.8%	14.7%	16.9
涪陵榨菜	145	25.8	27.4	6.2%	6.0%	8.3	8.9	8.2%	6.5%	17.5
天味食品	182	38.6	42.1	11.8%	9.2%	6.8	7.7	18.9%	13.7%	26.9
颐海国际	150	71.0	76.5	7.4%	7.7%	9.9	10.8	16.2%	8.5%	15.1
安井食品	365	185.2	202.7	14.4%	9.4%	18.7	20.7	37.4%	11.0%	19.5
千味央厨	46	21.2	23.5	11.8%	10.9%	0.8	0.9	21.9%	10.6%	58.8
三全食品	126	71.3	76.6	9.0%	7.5%	6.1	6.6	12.8%	8.0%	20.6
立高食品	50	47.2	52.0	8.5%	10.0%	3.2	3.9	6.0%	20.0%	15.6
巴比食品	56	20.4	22.6	9.7%	11.0%	2.9	3.2	7.1%	9.4%	19.0

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

- 需求恢复进程不及预期；
- 国际贸易摩擦导致经济环境出现不可控变化；
- 原材料价格大幅上涨；
- 行业竞争加剧；
- 市场资金波动加剧。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032