

2026年下半年食品饮料行业投资策略报告

——内需叙事强化，价值重估起点

行业研究 · 行业专题

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

核心结论：内需叙事强化，价值重估起点

- **我们判断食品饮料行业正处于宏观与微观因素共振的战略转折点。**2026年3月PPI结束连续41个月负增长并实现转正，我们判断这或预示着企业盈利修复的起点；居民资产负债表在房地产调整趋缓、股市财富效应持续积累的共同作用下实现边际改善；人民币汇率升值预期则吸引海外资金回流中国核心资产。三者协同发力，有望打破2022年以来“收入预期弱化—消费谨慎—储蓄倾向提升”的负向循环，推动居民边际消费倾向回升，内需叙事有望逐步强化。
- **供需改善，竞争趋缓，市场演绎份额逻辑。**2017-2022年资本开支高峰带来的产能过剩已进入出清尾声，多数子板块供需关系缓和、竞争格局改善，大众品价格触底企稳，其中餐饮供应链（速冻、调味品）、啤酒、乳业等板块龙头正通过结构升级、渠道优化、费用管控实现“价—利—估值”同步修复。受益于渠道变革、原材料成本红利，2023-2025年尾部品牌出现脉冲式发展红利，挑战行业价格体系，但随着税务规范要求提高、渠道步入稳态、原料价格上涨等变化出现，我们认为份额将加速向头部集中。部分龙头2025年度已出现表观吨价回正，如海天味业、安井食品、重庆啤酒等，伊利股份2026年春节液态奶价格同比转为正增。*PS：供需两端改善吨价逻辑不同，供给端多表现为“竞争趋缓-货折减少-吨价提升”，幅度有限。需求端多表现为“消费升级-结构优化&直接提价-吨价提升”，持续性更强。*我们认为目前正处于供给逻辑演绎阶段，时间或持续1至2年，并逐步过渡到需求驱动阶段。
- **历史复盘显示，过去二十余年食品饮料板块相对大盘的显著超额时期，均与PPI转正及消费升级周期高度重合。**2009-2012年在“四万亿”政策刺激下，PPI于2009年7月触底回正，带动企业盈利修复与就业改善，叠加基建拉动商务消费场景扩张，白酒板块量价齐升，调味品、乳制品龙头率先实现戴维斯双击，板块跑赢大盘超40个百分点。2015-2021年（尤其是2016-2021年主升浪），PPI于2016年下半年转正后持续上行，货币政策与地产政策双宽松驱动流动性充裕与财富效应回暖，高端白酒（茅台、五粮液）批价快速上涨并外溢至次高端，调味品、啤酒、速冻、功能饮料等子赛道百花齐放，山西汾酒、安井食品、重庆啤酒等公司区间涨幅分别达1406%、943%、671%，板块相对沪深300超额收益超过450%。
- **投资建议：**我们维持食品饮料行业“优于大市”评级，重点推荐受益于内需修复、具备 α 属性的优质龙头，比如贵州茅台、海天味业、安井食品、农夫山泉、伊利股份等。我们预计未来一年行业超额或将出现在A股估值切换期间和消费旺季，比如6月中旬至8月中旬、10月中旬到12月中旬、春节等。
- **风险提示：**需求恢复进程不及预期、原材料价格超预期上涨、行业竞争加剧、食品安全风险等。

01

宏观与微观因素共振：内需叙事或将逐步强化

政策导向

2025年12月中央经济工作会议明确“坚持内需主导”，将扩大内需作为“十五五”开局的战略支点。

宏观信号

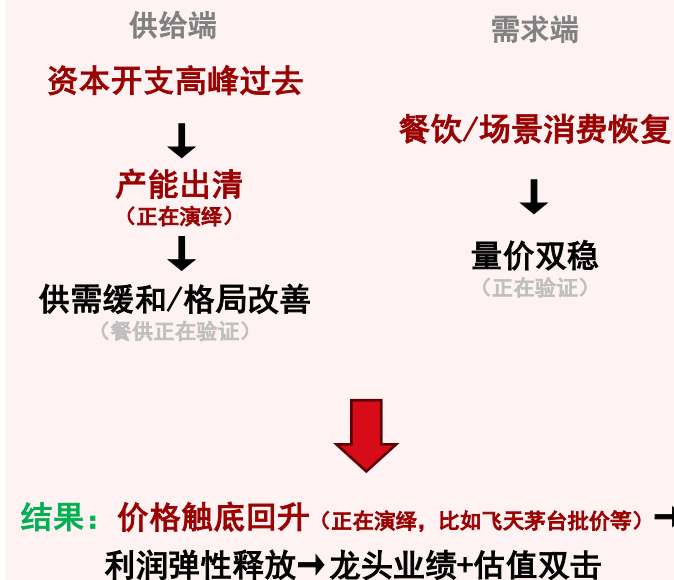
- **PPI转正** (2026年3月) → 企业利润修复 → 就业/收入预期改善
- **财富效应边际改善** (地产调整趋缓 + 住房贷款缩量 + 股市上涨) → 资产负债表修复
- **人民币升值预期** → 外资回流核心资产 + 进口成本下降

居民部门

居民边际消费
倾向回升

储蓄意愿下降

传导至食品饮料

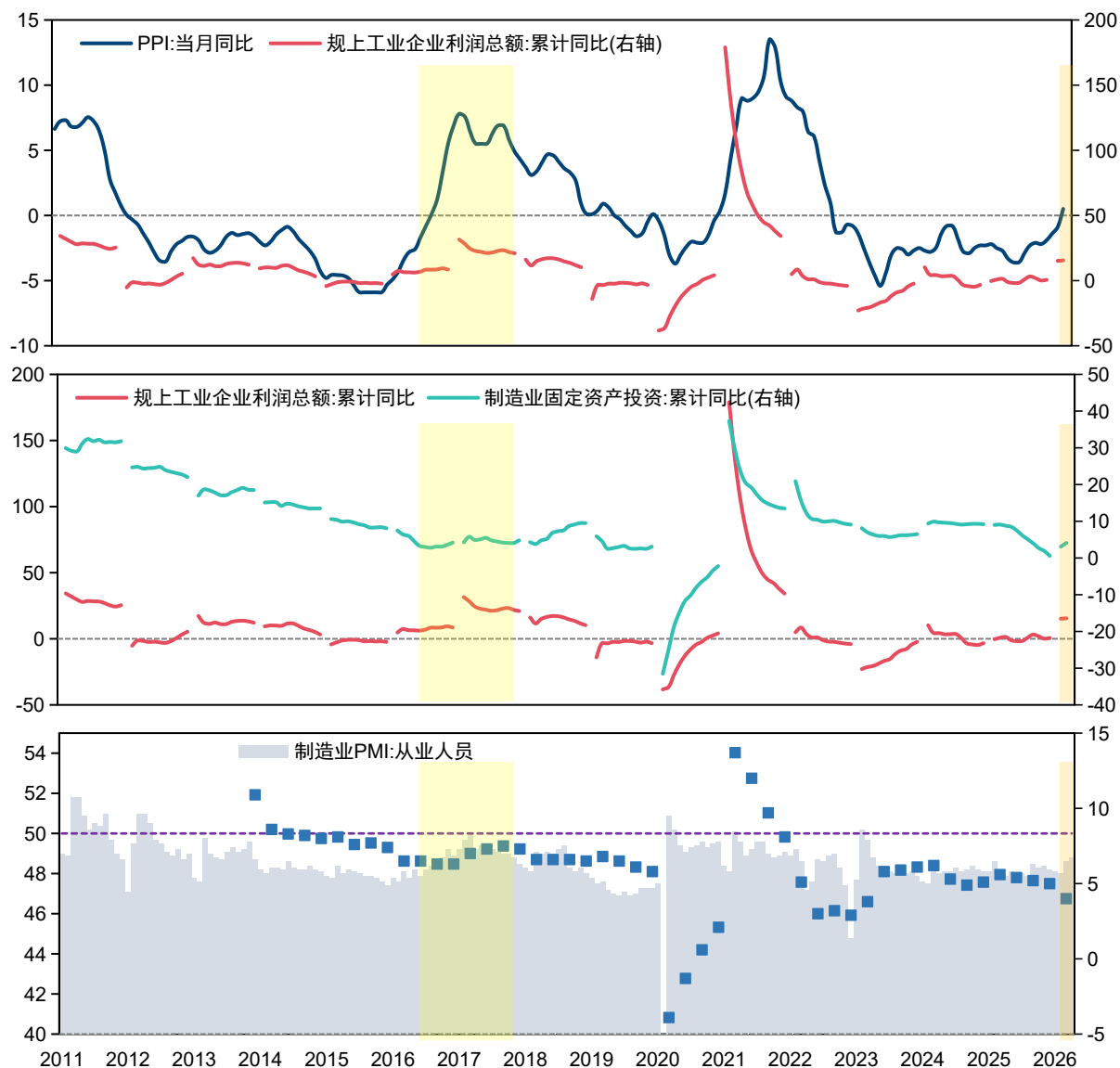


备注：红色字体属于已被验证的环节

1、政策导向内需消费，PPI转正是打破负向循环的关键起点

- 从宏观经济学角度，居民消费支出受多因素共同影响，主要包括：1) 当期收入与未来收入预期；2) 财富效应；3) 边际消费倾向。
- 2022年以来房地产行业进入深度调整期，打破了过去居民部门对“房价持续上涨”的财富幻觉，财富效应衰减明显，另一方面，PPI长期负增长导致企业盈利受损，进而传导至薪资增长放缓、就业预期弱化及未来收入预期弱化。由此导致居民部门的消费行为更为谨慎，边际消费倾向降低，储蓄意愿提升。
- 2016-2017年展现了PPI传导至居民收入预期改善的逻辑演绎：PPI触底反弹-工业企业利润修复-企业恢复资本开支与扩张意愿-就业市场企稳改善-居民当期收入及未来收入预期改善-消费支出回升。2017年之后我国也迎来了“消费升级”时期。
- **2026年3月，PPI结束了连续41个月的负增转正(+0.5%)，系极具标志性的信号。**虽然PPI转正传到至居民收入预期改善存在时滞，但这标志着负向循环开始被打破。

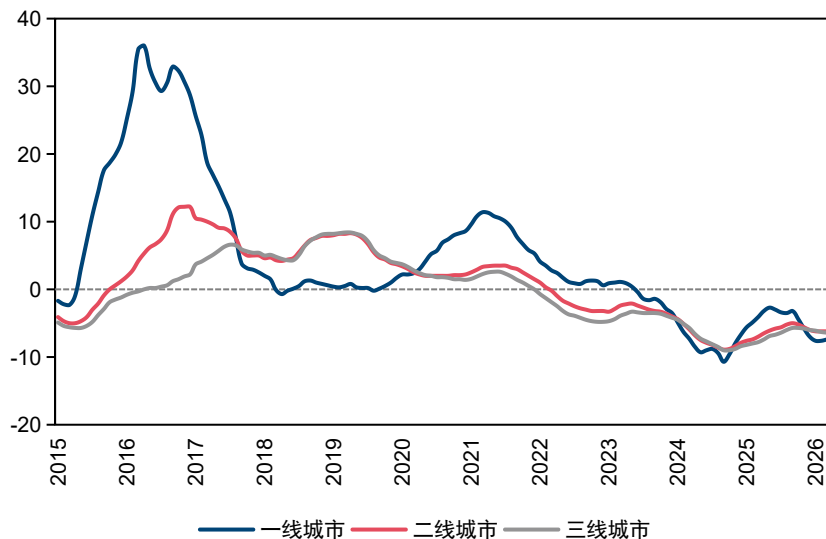
图：2016-2017年PPI触底反弹后的宏观传导



2、财富效应边际改善与资产负债表修复之路

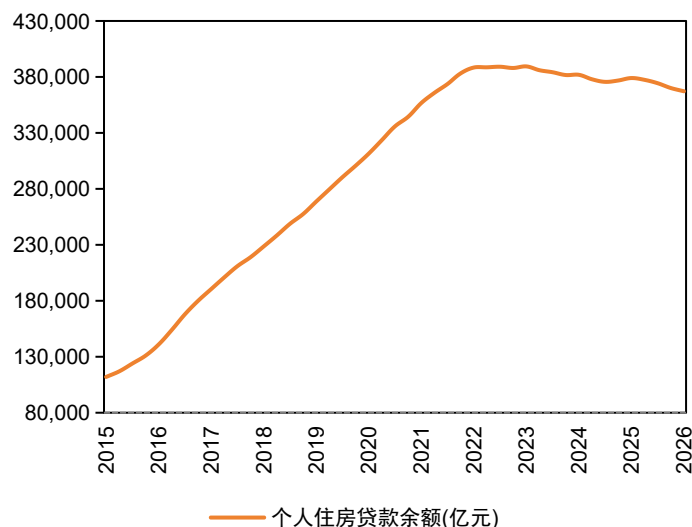
- 据中国社科院国家资产负债表研究中心，2022年居民部门资产中：非金融资产占总资产比重为50.9%，其中住房47.4%，汽车2.9%，金融资产占比49.2%，其中存款比重23.1%（含公积金存款和理财，较2019年提高3.6个百分点），股票及股权9.6%（包含个人持有的上市公司股票及最终属于居民部门的企业部门权益，较2019年降低20个百分点）。
- 站在目前时点，房地产市场调整最为剧烈的时间已经过去，2026年以来商品住宅销售价格降幅有所收窄，预计后续对居民资产负债表的负向作用将逐渐衰减。从居民资产负债表视角看，近年来，随着居民新购房交易量萎缩、存量住房贷款的常规性摊销（机械性缩表）、以及部分居民选择提前还贷，居民部门住房贷款余额自2022年持续下滑，负债端的压力逐渐释放。
- 股票市场方面，2024年9月24日后主要股指呈持续走强趋势，意味着权益资产的财富效应正逐渐积累，同样有助于居民资产负债表的修复以及消费信心的改善。

图：二手住宅价格指数同比增速（%）



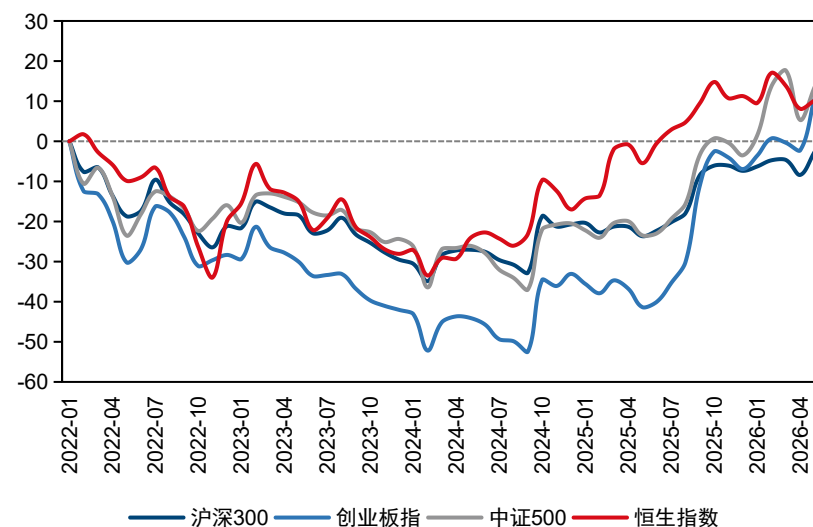
资料来源：iFinD，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图：居民部分住房贷款余额



资料来源：iFinD，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图：主要股指累计收益率（%）



资料来源：iFinD，国家统计局，国信证券经济研究所整理

3、人民币汇率升值预期有助于资金回流中国核心资产

■ 从历史复盘来看，USD/CNY汇率与沪深300指数PE存在负相关性，意味着人民币升值期往往伴随着大盘股估值上行。一方面，人民币升值预期降低持有人民币核心资产的外汇风险补偿要求，从而压缩其ERP、提升估值中枢；另一方面，大盘蓝筹多为内需导向型，部分原材料或设备依赖于进口，人民币升值有助于降低原材料或设备进口成本，有助于增厚盈利。

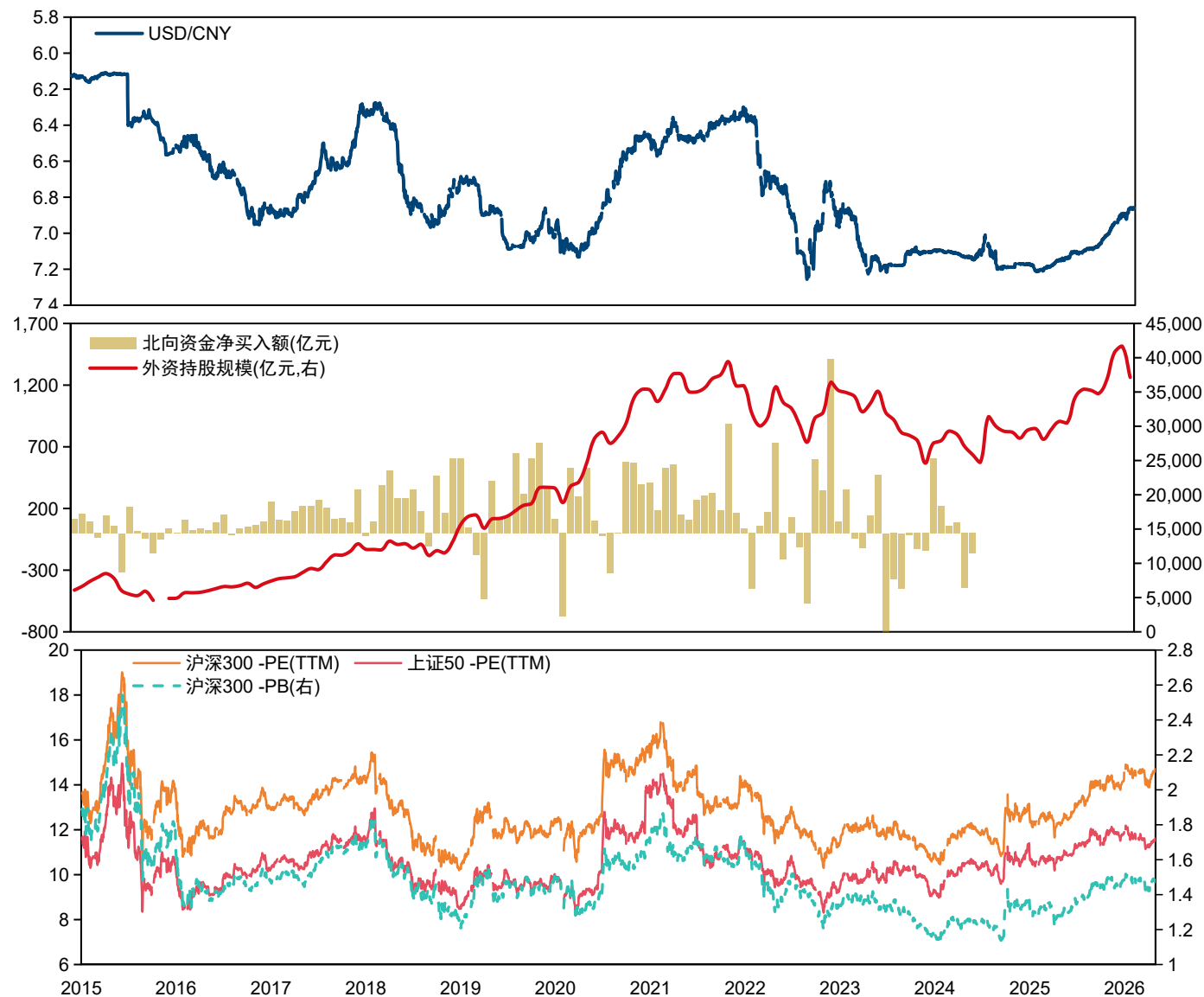
■ 随着美元指数走弱以及国内经济复苏预期升温，**2025年以来人民币汇率走出升值趋势**，有助于后续外资回流中国核心资产。

表：人民币兑美元汇率变化周期及核心驱动因素

汇率周期类型	起始	结束	汇率变化	核心驱动因素
贬值期	2015-08	2016-12	6.4→6.9	811汇改后资本外流
升值期	2017-01	2018-03	6.9→6.3	美元走弱+资本管制收紧
贬值期	2018-04	2018-10	6.3→6.9	中美贸易摩擦
升值期	2018-11	2019-02	6.9→6.7	贸易摩擦阶段性缓和
贬值期	2019-03	2019-08	6.7→7.1	贸易摩擦升级，人民币破7
升值期	2020-06	2022-02	7.1→6.3	出口强劲，经常项目顺差扩大
贬值期	2022-03	2022-10	6.4→7.2	美联储加息周期
升值期	2022-11	2023-01	7.2→6.7	疫情防控全面放松
贬值期	2023-02	2023-09	6.7→7.2	国内利率持续走低，中美利差倒挂加深
升值期	2025-04	至今	7.2→6.9	美元指数走弱+国内经济复苏预期

资料来源：iFinD，中国人民银行，中国外汇交易中心，国信证券经济研究所整理

图：USD/CNY汇率、外资资本流动、沪深300指数估值



资料来源：iFinD，中国人民银行，中国外汇交易中心，国信证券经济研究所整理

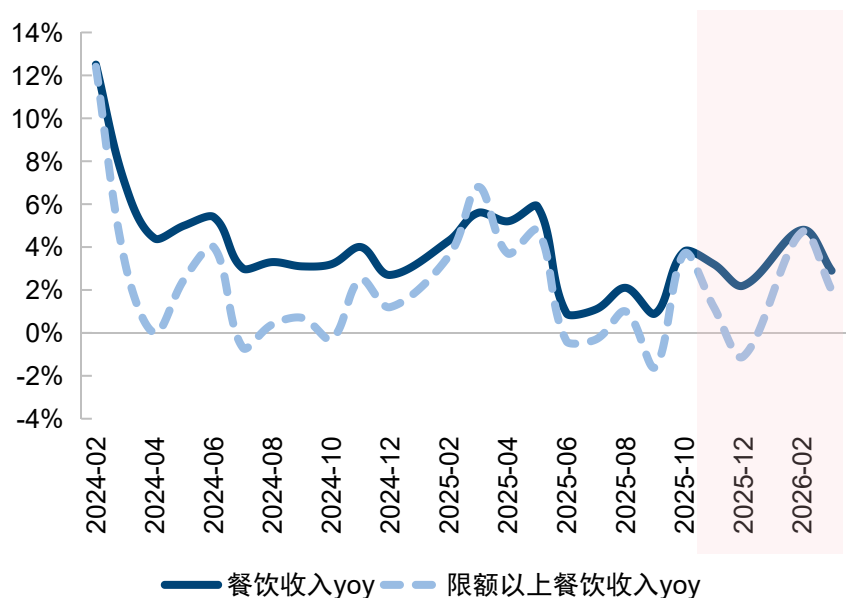
4、行业：供需关系缓和、竞争格局改善反映于大多数子版块

供给改善，需求企稳，竞争格局有所改善，大部分大众品价格当前已经触底。

■ 2017-2022年是食品饮料（尤其大众品）资本开支快速扩张时期，以大众品板块为例，此阶段资本开支cagr14%（速冻2018-2022年cagr31%），考虑两年建设周期，2020-2025年为产能投放大年。

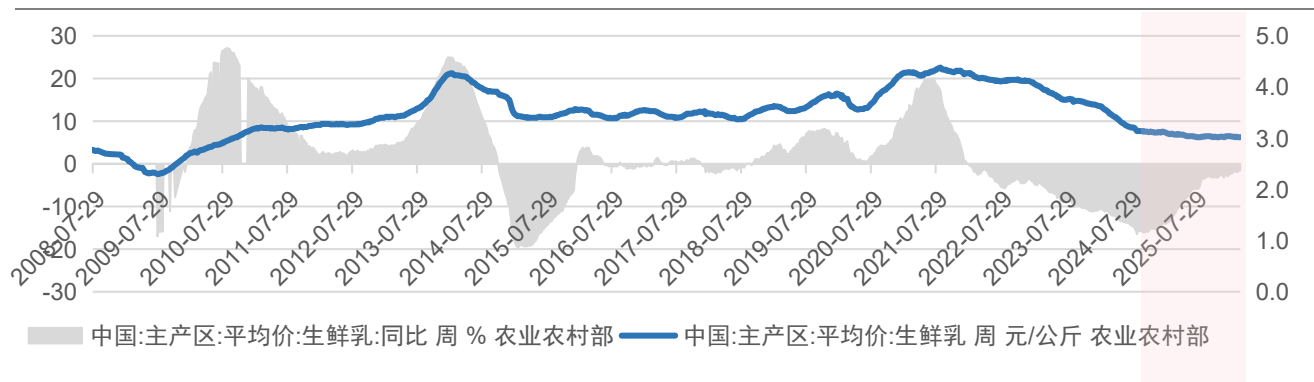
■ 2025年餐饮链、乳制品等品类供需关系缓和，竞争改善，价格企稳回升。以乳制品、速冻、调味品、啤酒板块为代表，随着资本开支减少、小企业转代工、龙头收促，价格或已阶段性触底。

图：2025Q4-2026Q1餐饮行业表现企稳



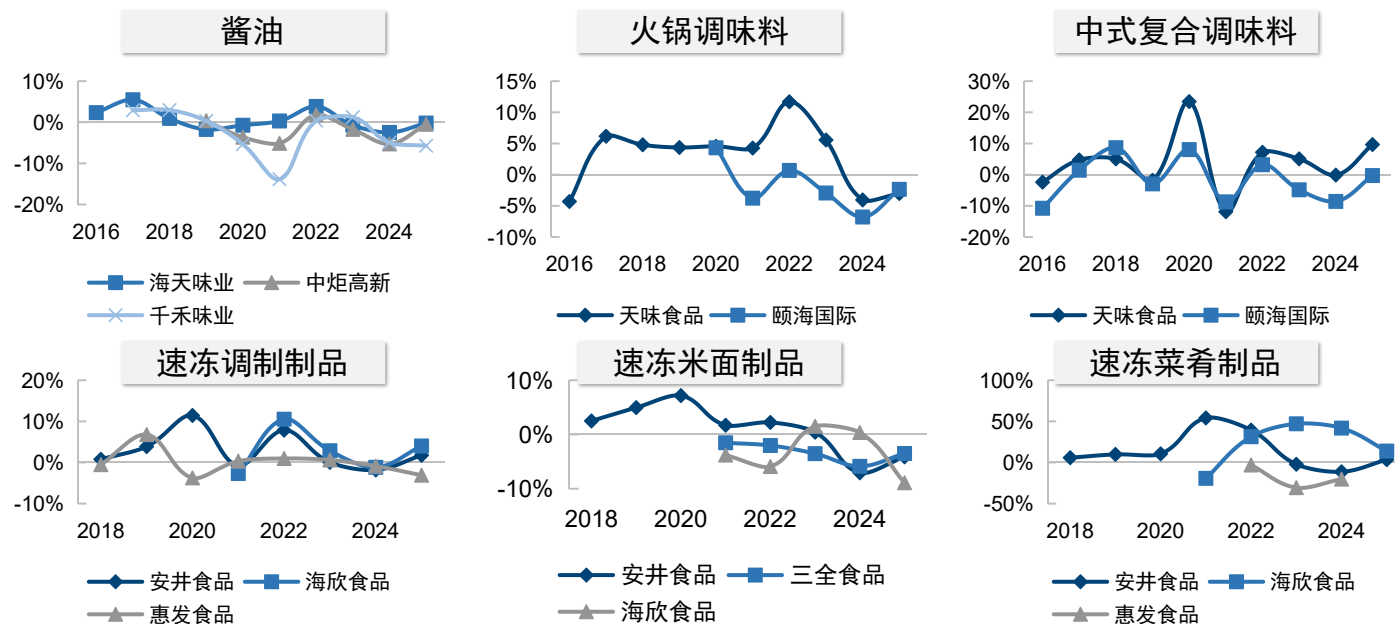
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：生鲜乳价格自25H2起在3块钱磨底



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2025年餐饮供应链各品类吨价下降，但降幅收窄企稳



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

5、龙头企业引领，价格触底回升，有望推动价格、利润、估值同步提升

- **餐饮供应链：“价”逻辑已经开始演绎，有望推动价、利、估值同步提升，同时有望跟随服务消费受益。速冻：供给端触底改善，等待需求回暖。速冻行业竞争 2025 年或已阶段触底——资本开支减少、小企业转代工、龙头价格战收敛，企业目前已经在通过收促、结构升级等动作提升价、利。调味品：25年价、利触底，预计 2025 年海天味业均价同比或有望达到持平略正，颐海国际出厂价或在提升。**
- **啤酒：结构升级，啤酒企业利润为先，PPI 企稳上行有望推动格局进一步改善。**
- **乳业产业链：肉牛周期+原奶周期，乳业产业链确定性强。上游牧场：肉牛“价”逻辑已经开始演绎，预计 2026 年肉牛价格持续上涨，推动利润端改善；原奶“价”有望在 2026H2 开始体现。中游乳企：“价”逻辑有望在 2026H2体现，预计主要源于散奶价格赶超合同价格，行业周期向上。**

表：大众品龙头公司2024年asp普遍承压，2025年逐渐企稳修复

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1最新
餐供	安井食品	1.4%	4.4%	11.0%	5.4%	13.7%	1.3%	-4.5%	1.6%	延续正增
	海天味业	0.9%	-1.7%	-0.7%	0.3%	3.8%	-0.7%	-2.5%	-0.2%	持平略增
乳业	伊利股份	5.90%	4.20%	-0.20%	4.50%	1.30%	-1.40%	-4.80%	-3.40%	同比转正
	新乳业	2.40%	5.40%	-4.80%	-0.40%	1.50%	1.70%	-3.80%	0.25%	延续转正
啤酒	华润啤酒	12.3%	2.8%	-2.4%	6.6%	5.3%	4.0%	1.5%	-1.4%	仍承压
	青岛啤酒	0.2%	5.0%	1.9%	7.0%	4.9%	6.3%	0.4%	-0.7%	+1.1%（结构优化）
	燕京啤酒	9.0%	2.9%	1.2%	8.4%	4.6%	2.9%	-0.6%	1.3%	+2.4%（结构优化）
	嘉士伯中国	6.6%	10.2%	3.5%	5.0%	4.2%	0.6%	-1.2%	0.2%	预计持平
	百威中国	5.6%	6.4%	-1.1%	7.9%	-1.2%	8.1%	-1.4%	-3.0%	预计延续下滑
	珠江啤酒	4.2%	3.2%	5.2%	-0.7%	5.2%	3.8%	4.3%	1.6%	延续正增

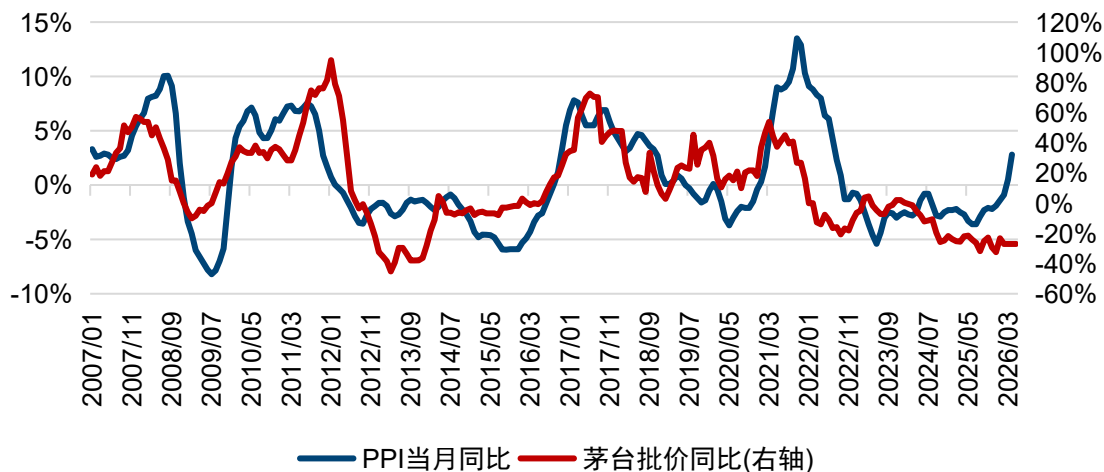
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

6、白酒价格仍在调整，伴随龙头调整结构和释放包袱，板块吨价有望加速探底

■ 茅台批价同比变化与PPI当月同比拟合度较高，如我们在《宏观经济指标如何指引白酒行业投资？》报告中阐述，白酒行业是经济活跃度的重要指标，PPI回升→商务需求增加→白酒景气度提升；当前PPI伴随输入型通胀同比回正，若顺利传导至工业利润/CPI端，白酒消费低基数下也有望温和修复。

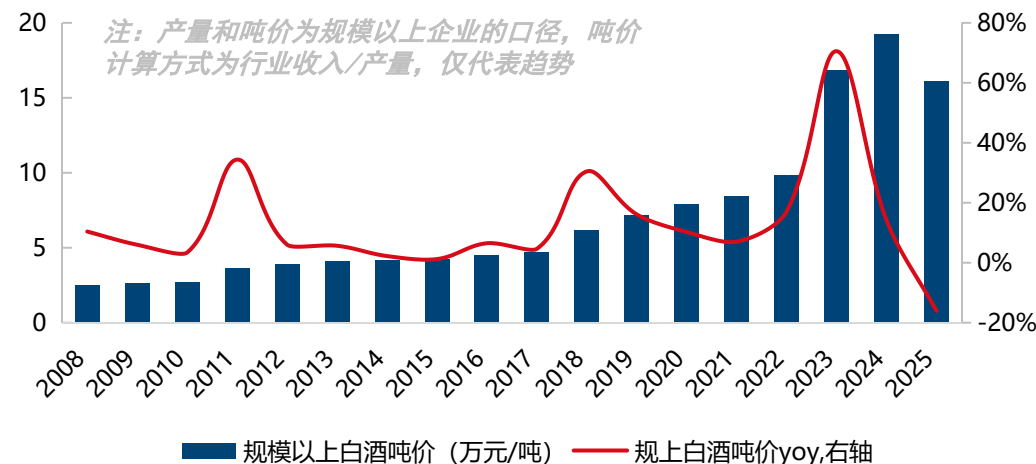
■ 复盘历史看，白酒行业及上市公司吨价在2010-12年、2016-22年提升较快，大体上与PPI同比峰值阶段吻合。本轮周期吨价提升(23-24年)更多是集中度提升和龙头公司结构仍略有向上驱动，伴随2025年供给端更加贴近真实消费需求结构，吨价同比下降双位数。我们预计26年白酒行业仍是调整结构和释放包袱的阶段，若26H2经济指标修复较好，价格周期也有望走稳。

图：茅台批价同比和PPI拟合



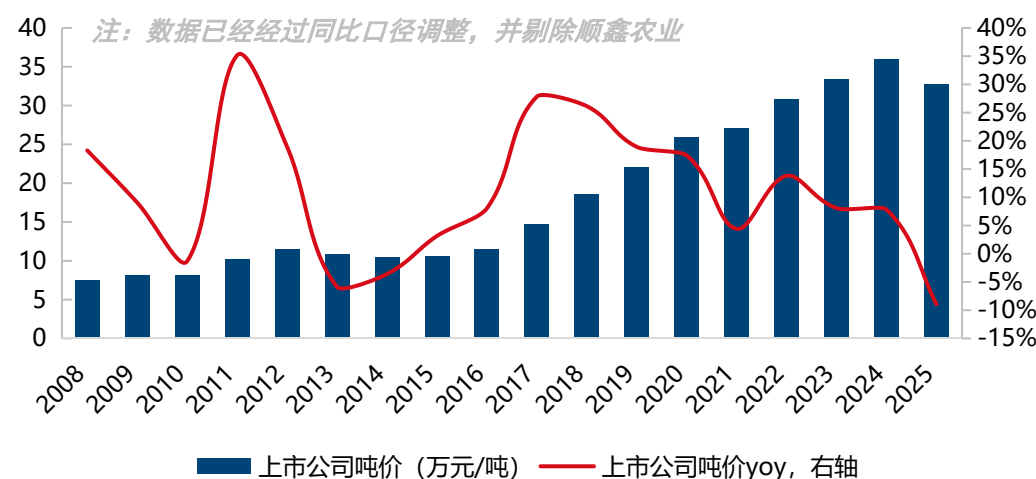
资料来源：Wind、公司公告、国家统计局，国信证券经济研究所整理

图：白酒行业规模以上吨价及同比增速



资料来源：Wind、公司公告、国家统计局，国信证券经济研究所整理

图：白酒上市公司吨价及同比增速



资料来源：Wind、公司公告、国家统计局，国信证券经济研究所整理

7、各板块景气度、供需、格局、催化

板块	细分赛道	行业景气情况	供需状态	竞争格局	成本端	近期催化
白酒		弱景气，但基本面/估值/持仓均低位	供给 ：中小酒企加速出清，优质产能集中头部公司，高端产能仍然稀缺； 需求 ：短期25Q2政策后需求触底，当前逐步进入低基数期；需求量长期下降	集中度进一步集中，头部名酒互相内卷	整体受影响不大，部分中低价位酒企受粮食成本提升影响	5、6月份进入去年政策影响下的动销低基数期，预计同比增长；Q3进入报表低基数期
啤酒		景气较弱 ，消费意愿偏弱	供给 ：行业产能主要集中在龙头公司，产能充足，2023-2024年间精酿啤酒新趋势兴起，小型特色啤酒厂商有扩产动作，但体量占比很低，行业整体供给变动不大 需求 ：需求平淡、销量规模波动不大	整体平稳，2025年龙头份额略有修复	整体成本平稳，其中铝罐和运输成本小幅上行，但可通过提效措施进行对冲	5月进入啤酒旺季+去年同期事件冲击导致的低基数
黄酒		景气适中，有份额替代和升级的逻辑	供给 ：总量过剩，低端产能去化 需求 ：经历多年下滑后企稳改善，高端黄酒需求增加；核心矛盾是区域需求→全国需求	集中度持续提升，CR2逐步提升	整体成本平稳，糯米、大米等基础口粮供应较为充足	旺季动销改善 高端化、年轻化新品规模起量后费效比提升
休闲食品		延续结构性景气， 魔芋品类有显著高景气	供给 ：产能过剩 需求 ：休闲食品整体需求平稳，结构性变化较大，健康类零食需求增长，替代部分传统零食	市场份额分散	品种分散，魔芋原料价格下降、燕麦原料价格下降、部分进口坚果成本上涨	产品型公司新品铺市进度快、量贩零食龙头开店速度超预期
乳品	液态奶	相对弱景气但边际改善	供给 ：散奶价格回升后部分小产能出清 需求 ：经历2年左右下滑后企稳改善	龙头份额有所修复	生鲜乳价企稳（成本红利收窄）	上游去化超预期、奶价回升、盈利提升超预期
	奶粉	景气较弱	供给 ：产能充足； 需求 ：相对承压	母婴体系定制化+线上份额分散化	生鲜乳价企稳（成本红利收窄）	生育政策等刺激
饮料	包装水	相对景气	供给 ：产能充足； 需求 ：预计中单位数增长	龙头份额修复	包材有一定压力	旺季动销提速
	无糖茶	高景气	供给 ：产能充足； 需求 ：依然双位数增长	龙一绝对领先且份额提升	包材有一定压力	旺季动销提速
	功能饮料	景气适中	供给 ：产能充足； 需求 ：高增阶段过去	格局改善	包材有一定压力	旺季动销提速
餐饮供应链	基础调味品	景气适中	供给 ：产能充足，行业整体较为稳定 需求 ：C端具有韧性，B端需求缓慢修复	龙头份额趋于集中，格局改善	包材有一定压力	餐饮修复，竞争格局改善
	复合调味品	景气回升	供给 ：产能充足，行业整体较为稳定 需求 ：B端需求缓慢修复，C端新渠道萌生需求	渠道客户分散	包材、香辛料、油脂等有一定压力，其余持平	餐饮修复、新品新渠道增长贡献、竞争格局改善
	速冻、预制菜	景气回升	供给 ：上一轮产能积累仍然较为冗余，部分低效产能开始有所出清 需求 ：B端需求缓慢修复，C端新品类萌生需求	行业价格端改善，格局有望走向改善	包材、牛肉、油脂等有一定压力，猪肉等有红利，其余持平	餐饮修复、新品新渠道增长贡献、竞争格局改善

02

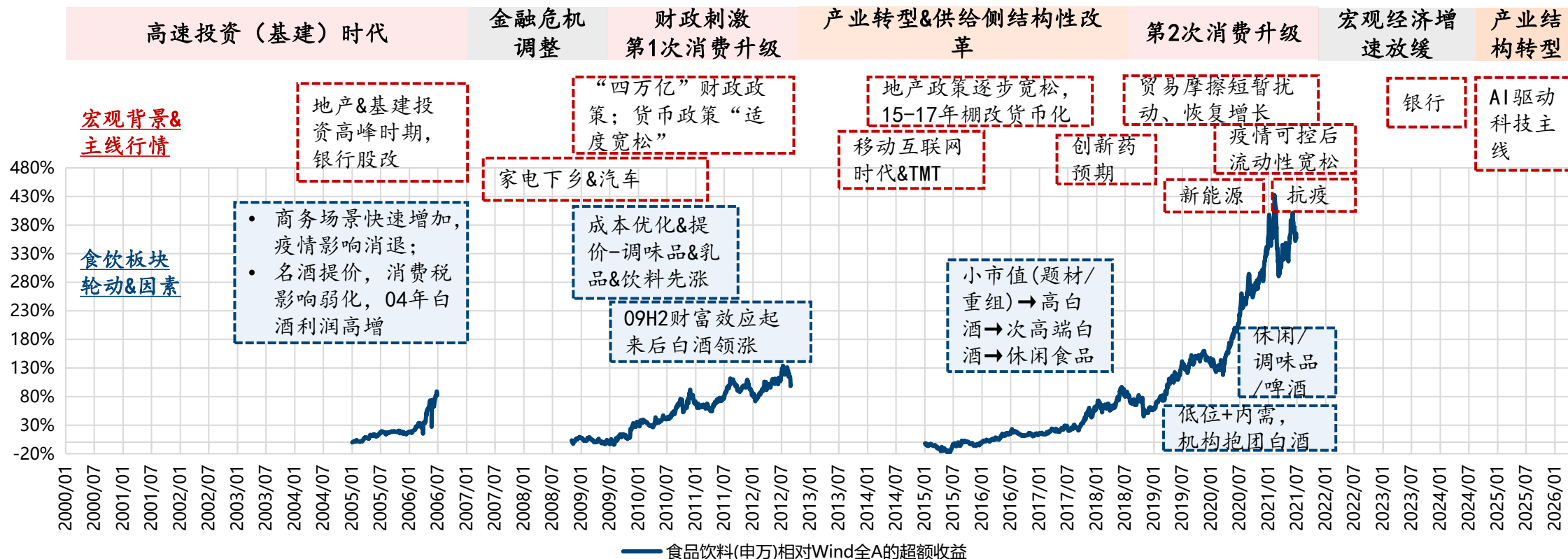
复盘历史：过去二十余年食品饮料板块相对大盘的显著超额时期，均与PPI转正及消费升级周期高度重合

1、三轮主要超额行情复盘：PPI转正时点、消费升级启动、龙头份额集中加速

2000年来食品饮料板块主要有3次相对大盘的明显超额阶段，分别在：

- 2005.01-2006.07：大基建投资阶段，食饮板块主要构成以白酒为主，名酒提价对冲消费税影响，利润高速增长；
- 2009.01-2012.07：政策刺激下第一次消费升级，板块顺周期受益，大众品提价/成本下行释放利润，白酒跟随牛市加速期(财富效应)大涨；
- 2015.01-2021.07（阶段超额最大，450%+）：供给侧结构性改革到第二次消费升级，1) 茅台价格快速上涨、高端白酒需求外溢次高端；2) 食饮基本面韧性较好(业绩防御性)，部分子品类景气度走强；3) 流动性宽松，市场交易需求复苏，前期低估值下机构抱团白酒。

图表：2000年来食品饮料三轮主要超额行情复盘

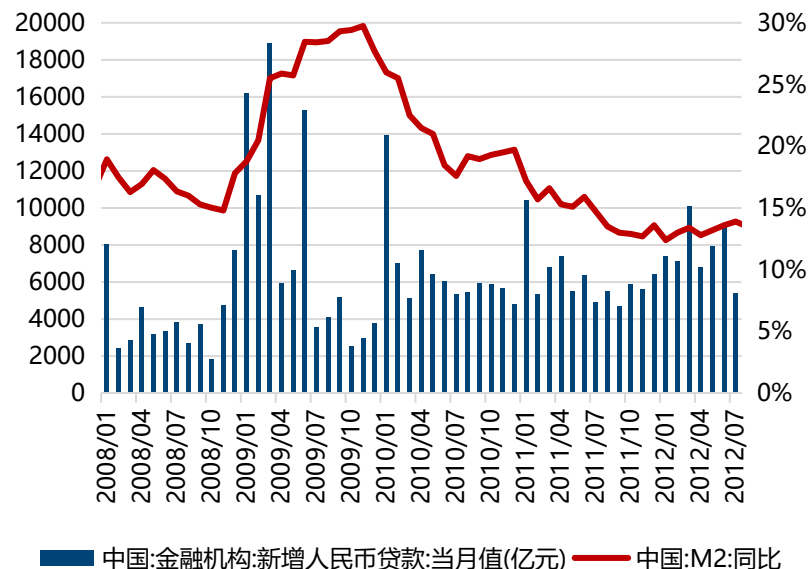


2.1、2009-12年上涨：政策刺激下，消费需求复苏，白酒受益于基建投资

■ **经济背景：**次贷危机扰动下，出口大幅下滑，GDP增速放缓；国家在2008年11月出台2年“四万亿”政策刺激内需，同时货币政策由“从紧”转向适度宽松。2008Q4开始M2及人民币贷款快速增长，CPI/PPI在2008年通胀的高基数下到2009年7月触底回升。

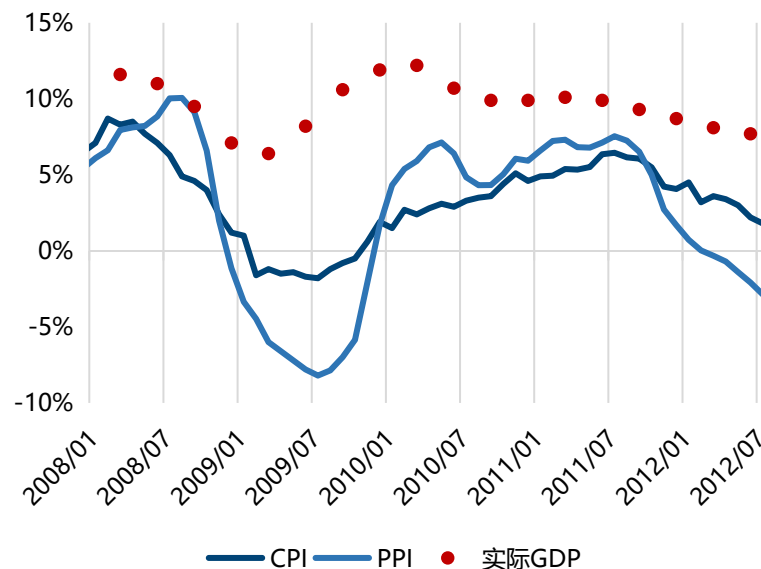
■ **食饮子板块表现：** 调味品、乳品饮料先涨（其中调味品涨幅最大），白酒和基建地产挂钩后持续跑赢。 1) 大众品率先上涨主因2007-2008H1通胀较热、上游成本涨价较快，部分龙头受益于份额优势得以将成本压力通过产品提价的方式传导，同时伴随内需复苏，低位的赛道龙头实现戴维斯双击（但由于彼时大众品上市公司数量较少且市值权重小，食饮板块股价反映不明显）。2) 基建快速增长带来商务、政务场景的增加，白酒企业进入量价齐升、预收款大幅增加（核心商业模式）的阶段，同时飞天茅台诞生资产属性、批价快速上涨，带动白酒板块估值抬升；并且在2009H2-2011H2基建对宏观经济的促进仍有余温，白酒基本面持续强劲，带动食品饮料整体相对大盘的超额。

图表：2009年M2及人民币贷款增长较快



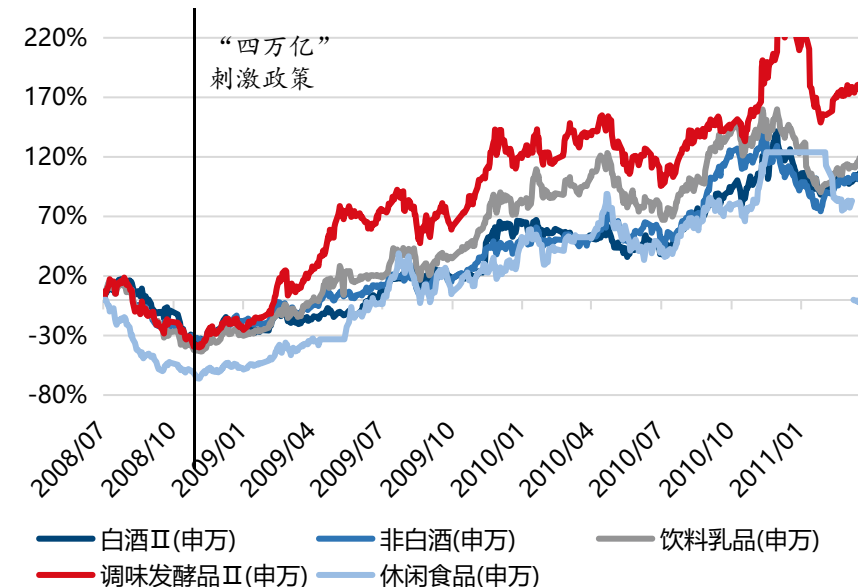
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图表：PPI/CPI在2009.07筑底



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图表：2008-11年食饮子板块涨幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；总市值采用前复权

2.1、2009-12年上涨：徽酒&次高端白酒，乳品/调味品龙头-伊利/安琪

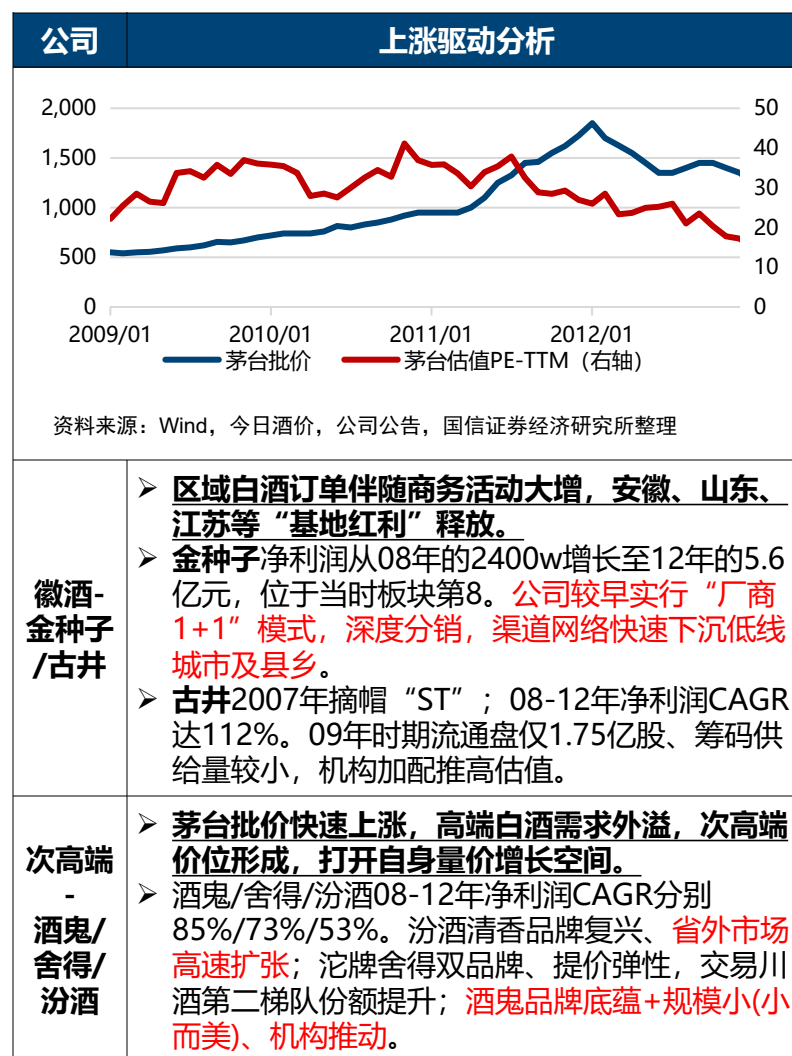
■ 复盘期间大涨个股，共性是净利润快速增长的戴维斯双击。大众品典型是**困境反转的伊利**（毛销差率先回正）、**安琪**（成本压力提价后净利润释放）。**白酒板块整体受益于基建投资下的量价齐升，次高端价位从此形成，徽酒区位红利+管理优势、金种子领涨。**

图表：区间涨跌幅较大的标的

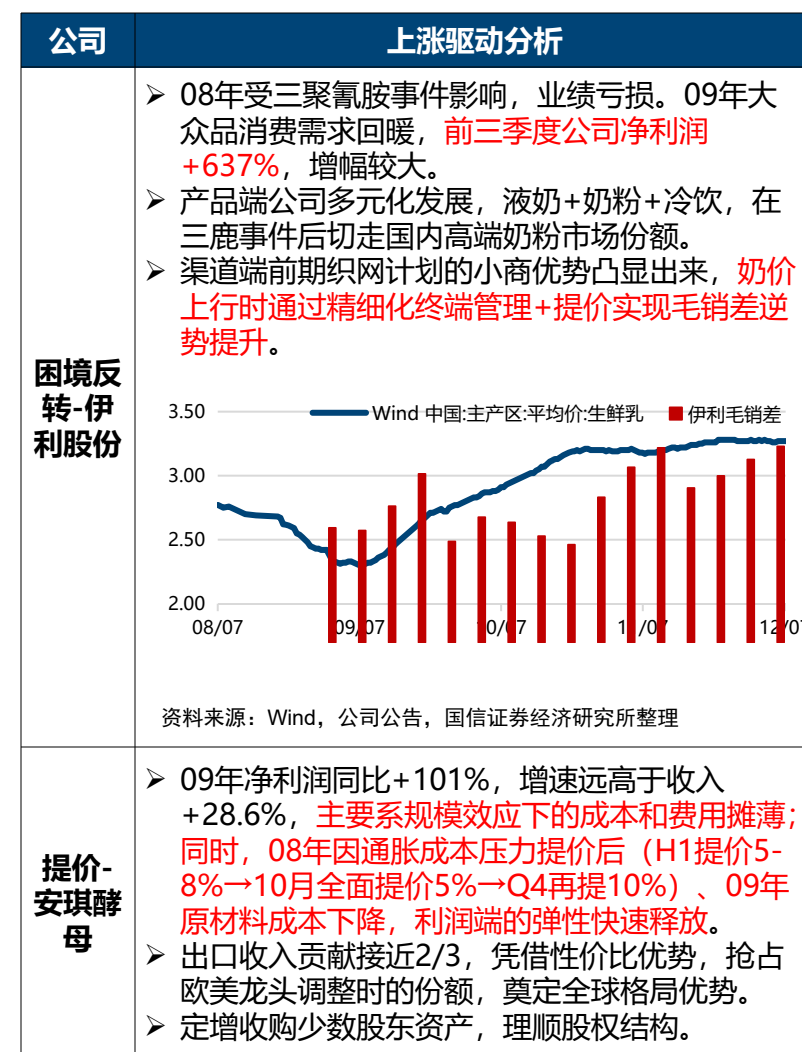
证券简称	所属申万二级行业	涨跌幅 (2008.11-2012.7)	2008-2012年净利润CAGR
金种子酒	白酒II	1236%	125%
酒鬼酒	白酒II	1136%	86%
古井贡酒	白酒II	1121%	116%
舍得酒业	白酒II	595%	73%
山西汾酒	白酒II	577%	53%
伊利股份	饮料乳品	452%	59%
维维股份	饮料乳品	421%	11%
老白干酒	白酒II	418%	38%
黑芝麻	休闲食品	378%	70%
洋河股份	白酒II	294%	70%
天润乳业	饮料乳品	286%	117%
古越龙山	非白酒	237%	18%
伊力特	白酒II	227%	18%
水井坊	白酒II	221%	2%
张裕B	非白酒	213%	17%
安琪酵母	调味发酵品II	208%	24%
贵州茅台	白酒II	207%	37%
五粮液	白酒II	196%	53%
承德露露	饮料乳品	179%	19%
西王食品	食品加工	173%	282%
光明肉业	食品加工	173%	131%
恒顺醋业	调味发酵品II	171%	-7%
光明乳业	饮料乳品	164%	58%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图表：超额上涨个股分析（白酒）



图表：超额上涨个股分析（大众品）

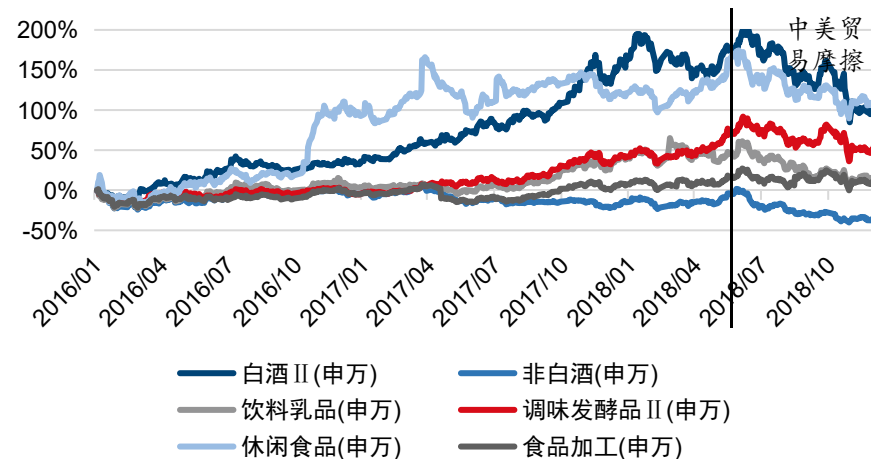


2.2、2016-21年上涨：流动性宽松驱动消费升级，子赛道百花齐放

■ **第一阶段(2015-18年)**：经济背景看，我国经济换挡，PPI增速持续为负值、直到2016H2才回正；货币政策和地产政策逐步宽松，国内流动性先于价格指标好转，市场风格偏好产业转型方向；2016H2后房价开启上涨、财富效应逐步放大。**食饮子板块表现看，前期资金集中于题材或资产重组预期的中小市值(乳品&调味&食品加工等)→2016年白酒基本面的强劲复苏和消费升级、开启戴维斯双击→2017-18年伴随线上渠道改革，休闲食品录得独立行情。**

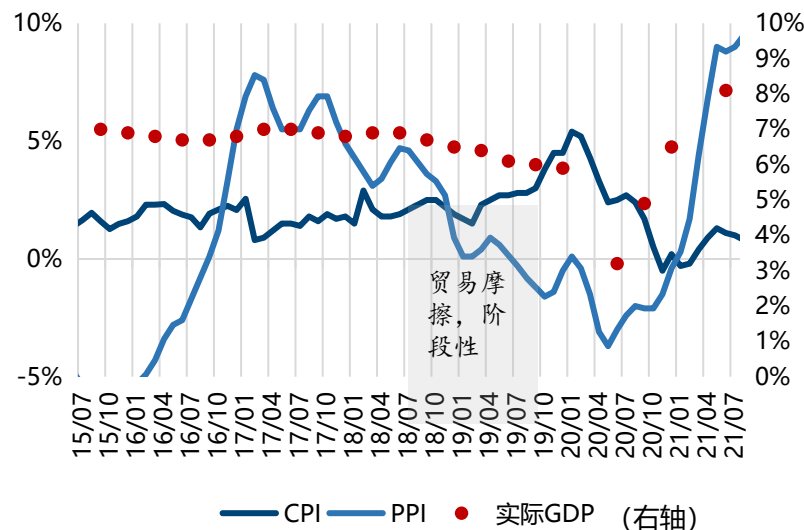
■ **第二阶段(2019-21年，也是食品饮料大牛市)**：经济背景看，贸易战下国内实施积极的财政和货币政策，2019年初商务活跃度逐步提升；2020H2伴随疫情得到控制、消费预期转好，流动性宽松(M2增速超过10%)，2021年起PPI亦录得显著增长。**食饮子板块表现看，由于业绩确定性和景气度高，白酒在20年初获资金抱团，超额上涨最多；其他投资逻辑有吨价提升(调味品、啤酒、零食)、新品类驱动(乳品、饮料、速冻)等。**

图表：2016-21年食饮子板块涨幅



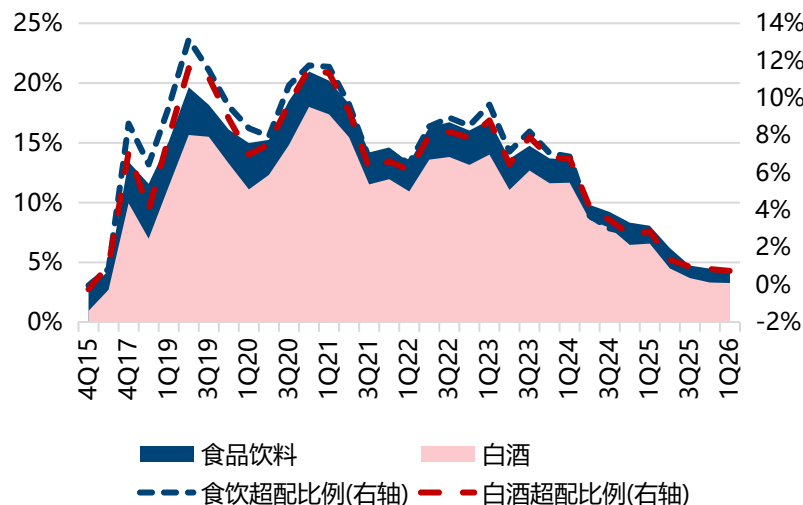
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；总市值采用前复权，两阶段以18-19年阶段调整作为划分线

图表：16H2PPI回正，20H2经济回归较快增速

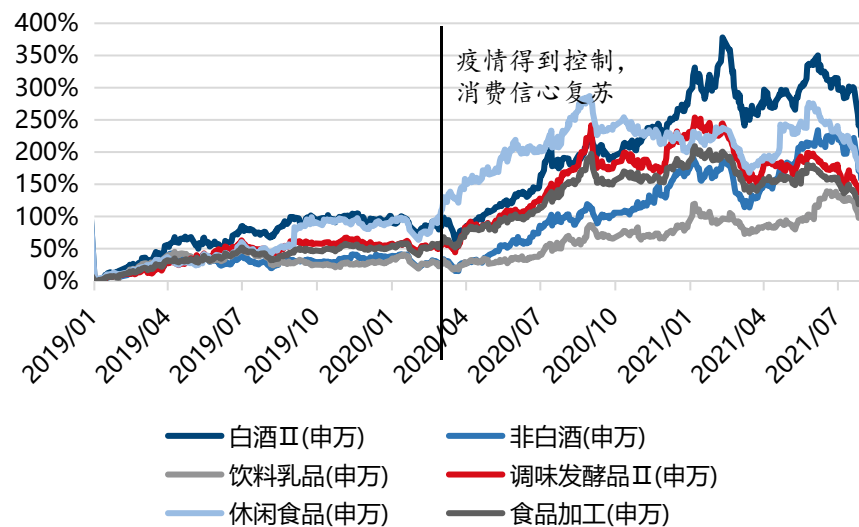


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图表：2019-21年食饮板块机构重仓比例处于高位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2.2、2016-21年上涨：高端&次高端白酒，大众品格局改善，新品类获青睐

■ 复盘期间大涨个股，业绩高增主因景气度，个股管理的改善锦上添花。白酒的涨幅从高端轮动到次高端，次高端（汾酒/舍得/酒鬼/老窖）区域扩张+吨价提升净利润增速更快，资金用PEG定价。大众品从基本面韧性（海天、洽洽提价）轮动到之后的细分品类高景气（东鹏、安井、农夫等）。

图表：区间涨跌幅较大的标的

证券简称	所属申万二级行业	涨跌幅 (2015.07-2021.7)	15.07 -	19.01 -	15-18年 净利润 CAGR	18-21年 净利润 CAGR
山西汾酒	白酒II	1406%	30%	1063%	41.2%	53.6%
安井食品	食品加工	943%	134%	346%	28.2%	36.2%
酒鬼酒	白酒II	847%	-22%	1116%	36.0%	58.9%
千禾味业	调味发酵品II	780%	136%	273%	53.4%	-2.7%
水井坊	白酒II	734%	146%	239%	87.5%	27.4%
贵州茅台	白酒II	695%	170%	195%	31.4%	14.2%
五粮液	白酒II	672%	71%	352%	29.4%	20.4%
重庆啤酒	非白酒	671%	47%	423%	-0.7→4	42.4%
舍得酒业	白酒II	603%	-12%	700%	263.3%	53.9%
海天味业	调味发酵品II	505%	127%	167%	20.3%	15.2%
泸州老窖	白酒II	496%	37%	334%	33.3%	31.7%
ST绝味	休闲食品	333%	46%	197%	28.9%	15.3%
盐津铺子	休闲食品	326%	65%	158%	2.5%	28.8%
古井贡酒	白酒II	323%	19%	255%	33.3%	10.7%
金徽酒	白酒II	303%	-1%	308%	16.0%	7.9%
安琪酵母	调味发酵品II	257%	87%	91%	45.2%	15.2%
妙可蓝多	饮料乳品	235%	-43%	486%	/	143.9%
桃李面包	休闲食品	201%	137%	27%	22.8%	5.9%
今世缘	白酒II	197%	1%	193%	18.9%	20.8%
东鹏饮料	饮料乳品	193%	0%	193%	/	76.8%
涪陵榨菜	调味发酵品II	189%	102%	43%	61.4%	3.9%
洋河股份	白酒II	169%	46%	84%	14.8%	-2.6%
洽洽食品	休闲食品	162%	25%	109%	5.9%	29.0%

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图表：超额上涨个股分析

子赛道	公司简称	上涨驱动分析
白酒	山西汾酒	净利润CAGR接近50%，基地型次高端突围。1) 极致品价比驱动全国扩张，玻汾作为省外市场破冰利器，青花20占位400元、引领结构升级；2) 华润战投入股、战略协同。
	酒鬼酒	净利润CAGR接近50%，次高端中产品升级最顺利。1) 内参跻身千元价位、收入占比超过20%；2) 调整阶段中省内市场推动精耕、下沉，市占率提升；3) 中粮入主后重塑治理结构。
	舍得酒业	净利润CAGR达136%，是当时白酒典型的困境反转标的。1) 治理改善，民营企业天洋入主，后违占资金后复星成为实控人，由于基本面突出、较快摘帽ST；2) 重视激励，18年推出股权激励+回购，激励范围覆盖较大；3) 小商拓展+异业开拓，全国化和渠道下沉较快。
	高端白酒	茅台16年起批价快速上涨，PE突破60x；21年起推动非标结构升级，净利润快速增长；五粮液普五批价跟随上涨，销量同步提升；19年八代五粮液顺利换代+提价；老窖15年深度调整，国窖清理渠道后快速放量，专营公司+全控价运作保证利润。
调味品	千禾味业	零添加酱油受益于健康概念。
	海天味业	绝对市值优势，提价顺利传导，21年对多品类提价3-7%，后续其他食品公司跟进。
啤酒	重庆啤酒	啤酒的超额从20H2开始，主要是结构升级驱动，重啤是升级的典型，18-21年净利润CAGR超过40%。完成重大资产重组后，乌苏渠道拓展至一线城市及其他高地城市，销售增速很快、带动公司整体量价跃升。
速冻	安井食品	净利润CAGR超过30%，行业景气+管理稀缺性。1) 居家场景红利，速冻&预制菜需求高增；2) 格局优化，市场份额向具有规模效应&管理壁垒的行业龙头集中；3) 公司产能扩建+成本优化，从“餐饮流通为主”到“BC兼顾”，驱动基本面增长。
零食	洽洽食品	完成转型后再度进入快速增长阶段。1) 坚果成为第二增长曲线；2) 21年瓜子、坚果类提价。
饮料	东鹏饮料	蓝海赛道+个股优势。1) 能量饮料赛道的行业扩容空间大（中国功能饮料市场年CARR超过10%）；2) “性价比+下沉渠道+品牌高速进化”在低线城市占据领先地位，上市后IPO资金用于新产能建设，市场预期其将快速拉开与红牛的份额竞争差距。
	农夫山泉	2020年上市后最大涨幅218%，1) 基本盘包装水受益于健康概念，国内市占率20%+为第一；2) 无糖茶成为二增曲线的预期；3) PET成本红利和市场费投收缩，利润率弹性释放。

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

03

重点个股复盘：2019年以来，健康化（低度酒、无糖茶、魔芋零食等）成为行业新的增长点

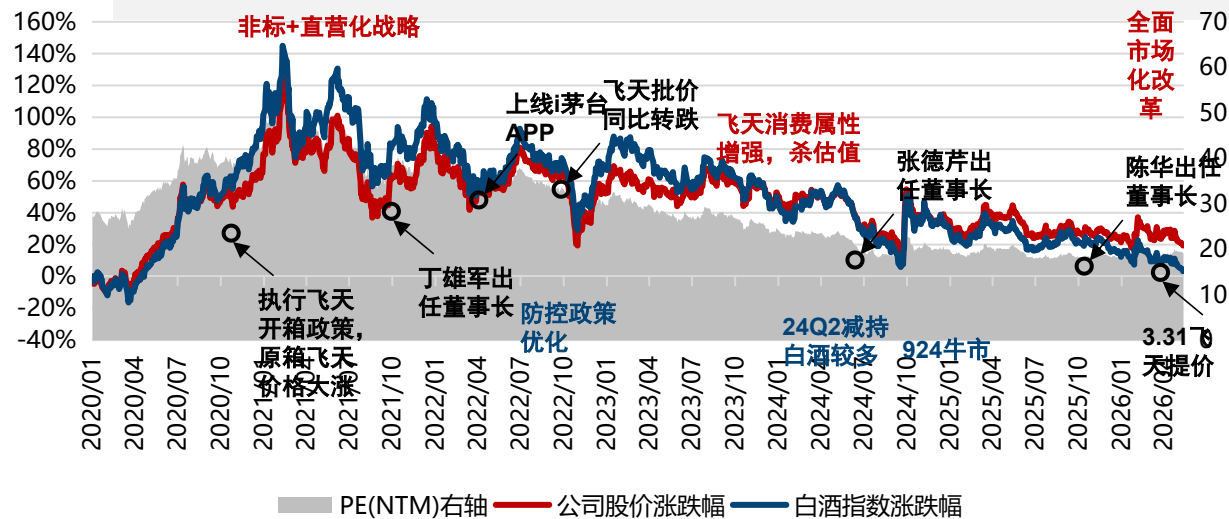
1、贵州茅台：经营逐步改善，市场化改革打开增长空间

- 2021-24年，增渠道、扩品类，业绩保持较快增长。飞天批价快速上涨阶段，公司加强精品等非标类产品运作，经销商计划外打款提升吨价，推出多规格飞天、系列酒大单品茅台1935等贡献业绩增量。22年上线“i茅台”，提升直销比例。
- 2025-26年，调整产品结构、理顺渠道，开启全面市场化改革。25Q2以来非标酒需求受损较多、倒挂较重，经销商渠道利润下降，公司在25Q4释放经营压力。26年以来公司产品、渠道、价格模式市场化改革，产品结构符合真实消费需求，以“i茅台”为窗口、激活飞天的长尾需求，非标降价、给经销商减负。
- 茅台率先开启白酒行业DTC改革，打开长期发展空间。当前飞天逐步确立1600元左右的批价底部，预计长期中以消费属性为主，价格符合居民收入水平、渠道更健康。在消费者基础持续扩张后，非标顺势承载外溢的升级需求，仍有吨价持续提升的能力。

图表：公司主要经营指标变化

600519.SH	2019年	2025年	CAGR	备注	
收入 (亿元)	888.5	1,720.5	11.6%		
> 高端	758.0	1465.0	11.6%	2021年来非标酒快速增长，25年伴随需求下降开始调整，26年改革预计飞天占比提升	
> 系列酒	95.4	222.7	15.2%	双线并行发展，22年推出茅台1935、降价后快速放量	
> 其他	35.1	32.8	-1.1%		
归母净利润 (亿元)	412.1	823.2	12.2%	21-24年净利率提升较快主因结构提升，25年调整、符合真实需求结构	
收盘价 (元)	1,183.0	1,377.2	2.6%	估值下修主导股价下跌	
PE	36.1	20.9	-8.7%	批价同比转负，估值下修较多	
经营数据		2019年	2025年	增减	备注
经销商数量 (家)	2482	2479	-3		茅台酒经销商减少，系列酒经销商增加
单个经销商体量 (万元)	3580	6940	3361		
库存	1M	1M-			略有增加
批价-飞天茅台 (元)	2300	1675	-625		金融属性去化、消费属性增强
财务数据		2019年	2025年	增减	备注
毛利率	91.3%	91.2%	-0.1%		先升后降，整体保持平稳
税金及附加占比	14.3%	15.9%	1.6%		
销售费用率	3.7%	4.2%	0.5%		税金率增加较多；系列酒近两年增加渠道投入；管理上效率提升
管理费用率	6.9%	4.8%	-2.1%		
所得税/收入	16.7%	17.1%	0.4%		
净利率	46.4%	47.8%	1%		
ROE	33.1%	34.5%	1%		分红+回购等，ROE稳步提升
现金分红率	51.9%	79.0%	27%		股息率接近4%

图表：



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

2、泸州老窖：38度国窖占比提升，组织管理禀赋仍然突出，6%股息率支撑估值

■ 产品上，多价格带大单品布局，38度国窖复合增速最快。38度国窖品价比突出，渠道有顺价、利润较厚，过去几年在华北、环太湖等低度主流消费区的轻商务场景快速放量，截止26Q1收入占比和高度国窖相当。52度国窖价格领先战略，中腰部产品也因地制宜布局低度。

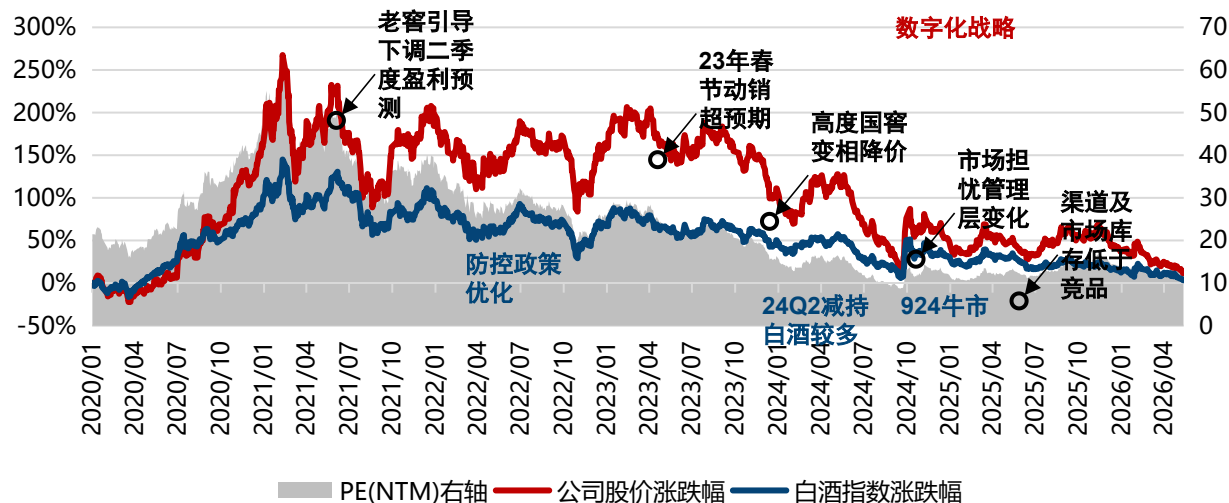
■ 渠道管理上，公司较早开启数字化改革，1) 对经销商采取开瓶导向的配额模式，奖励和兑付及时；2) 对消费者用红包提升开瓶率，当前整体开瓶率超过50%。在行业调整期，公司费用投入更加聚焦优势市场，整体费效比提升明显。

■ 公司组织管理上的alpha仍然突出，核心管理层战略眼光长远，伴随商务需求温和复苏，国窖销量有望顺周期恢复。关注38度国窖和其他低度产品全国化布局，决定增长空间和弹性。

图表：公司主要经营指标变化

000568.SZ	2019年	2025年	CAGR	备注	
收入 (亿元)	158.2	257.3	8.4%		
> 高度国窖	55.9	98.3	9.9%	高度提价&市占率提升	
> 低度国窖	30.1	76.6	16.9%	低度快速增长，形成华北+环太湖区域600元商务场景	
> 其他	72.2	82.4	2.2%		
归母净利润 (亿元)	46.4	108.3	15.2%		
收盘价 (元)	86.7	116.2	5.0%		
PE	27.4	15.8	-8.7%	估值下修主导股价下跌	
经营数据		2019年	2025年	增减	备注
经销商数量 (家)		2464	1788	-676	优化经销商结构，增加直控的终端店
单个经销商体量 (万元)		642	1439	797	经销商单个容量提升
库存		1-2M	3-4M	2-3M	20-22年加库存，23-24年去化库存，25年略有增加
批价-高度国窖 (元)		778	840	62	以价为先，整体控制优于竞品
财务数据		2019年	2025年	增减	备注
毛利率		80.6%	86.6%	6.0%	国窖系列占比提升&成本占比高的头二曲换代升级
税金及附加占比		12.5%	15.3%	2.8%	
销售费用率		26.5%	12.6%	-13.9%	渠道收缩费用，行业收缩期进一步聚焦优势市场和单品；
管理费用率		5.2%	3.7%	-1.5%	数字化系统赋能管理，费效比提升，开瓶率超过50%
所得税/收入		9.2%	14.7%	5.5%	
净利率		29.3%	42.1%	13%	
ROE		25.5%	22.3%	-3%	
现金分红率		50.2%	78.5%	28%	分红率稳步提升，当前股息率接近6%

图表：公司股价涨跌及预测PE



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

3、海天味业：改革成效兑现，龙头重启扩张新局

积极反思变革，2024年开始效果集中兑现。2020-2022年原材料成本飙升侵蚀毛利，疫情反复压制餐饮渠道需求，社区团购等新渠道分流传统经销体系，叠加2022年舆情事件发酵，由此公司核心品类同比下滑，渠道库存积压至历史高位，公司陷入增长困局。2023年海天正式启动全方位变革。

- **管理端**，2024年9月完成核心高管权责调整，程雪接任董事长，管江华出任总裁，核心团队更加年轻化、专业化，贴近一线趋势。管理层认知从过去相对封闭的思维方式转向开放包容，同年发布新一期持股计划，覆盖近800名中层及业务骨干，有效激发团队积极性，2024年回收入、利润双增通道。
- **渠道端**，下放费用权责、落实区域独立核算；优化经销商队伍，主动清退低效、窜货及理念不合的尾部经销商，资源向核心大商集中，头部经销商获得更高费用与人员配置；经销商信心修复，新品接受度提升。
- **产品端**，转为针对性费用支持和自主选品，重建经销商推新意愿。产品矩阵上，零添加、有机系列锚定高价格带，金标生抽、味极鲜做放量基础，料酒、醋及凉拌汁等细分品类加速培育。非主力产品占比明显抬升，2019-2025年其他产品收入CAGR约23%，占主营业务收入比例由7%提升至17%。成本端，大豆及PET价格回落叠加供应链提效，酱油单位成本及毛利率已恢复至接近2019年水平；各品类单价企稳，吨价止跌回升，公司走出经营低谷。

图：海天味业股价回调至2019年水平



表：海天味业改革成效兑现，经营状态回升

603288.SH	2019年	2025年	CAGR	备注
收入 (亿元)	198	289	6.5%	
酱油	116	149	4.3%	
蚝油	35	49	5.7%	量、价均有压力，24年后量增带动恢复增长
调味酱	23	29	4.1%	
其他主营	14	47	23.0%	醋、料酒等增长强劲
归母净利润 (亿元)	54	70	4.7%	
股价	47.8	36.4	-4.5%	估值收缩
P/E	55	27	-11.2%	
经营数据	2019年	2025年	增减	备注
经销商数量	5806	6702	896	先扩充后优化
单经销商体量 (万元)	341	431	4.0%	重视大商
非传统渠道收入占比	2.2%	6.0%	3.8%	线上渠道
财务数据	2019年	2025年	增减	备注
毛利率	45.4%	40.2%	-5.2%	先下降后回升，成本红利叠加供应链提效
税金及附加占比	1.0%	0.9%	-0.2%	
销售费用率	10.9%	6.7%	-4.2%	优化销售体系，提高回报率
管理费用率	1.5%	2.4%	1.0%	增强激励，股份支付增加
所得税/收入	5.2%	5.4%	0.2%	
净利率	27.0%	24.4%	-3%	
ROE	35.2%	19.5%	-16%	
现金分红率	54.5%	113.0%	58%	分红率提升，当前股息率接近4%

资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

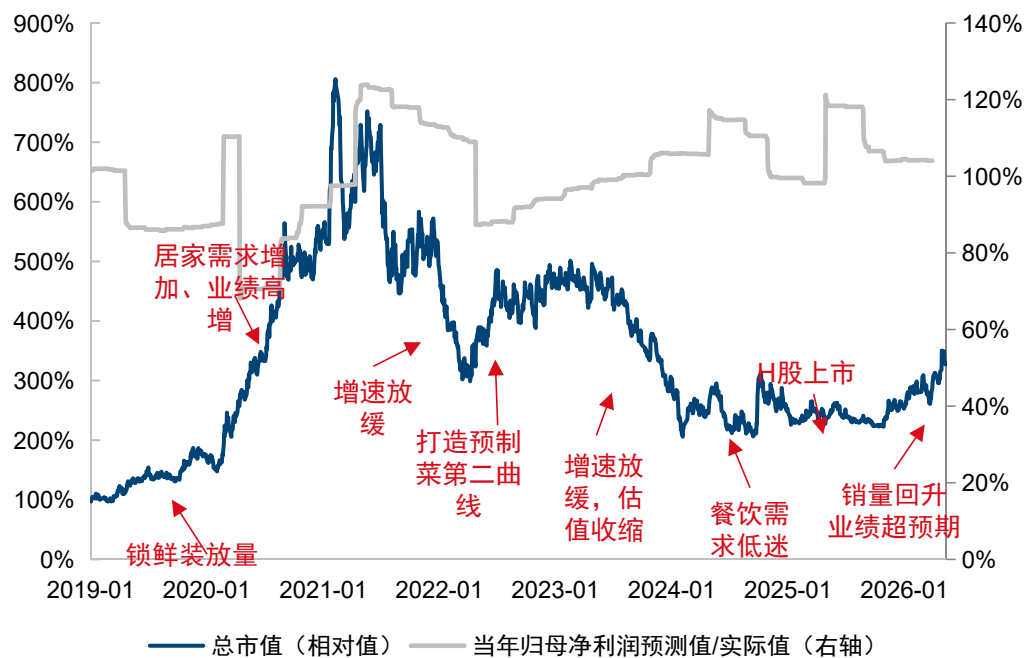
资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

4、安井食品：渠道结构BC兼顾，规模效应释放

均衡渠道、品类发展，规模效应逐渐释放。安井食品凭借“销地产”布局与产业链纵向整合，2019-2025年规模效应持续释放，成本优势与经营效率双提升，品类、渠道结构均衡，经营具有韧性。

- **渠道端**，深化“BC兼顾、全渠发力”策略，坚持重视大商策略；非经销商渠道，特通直营/新零售及电商渠道2025年同比增长19%/32%。
- **产品端**，产品矩阵上，锁鲜装系列锚定中高端C端市场，2019年推出1.0版本后2025年迭代至6.0版本，带动速冻调制食品持续高增及盈利能力改善；速冻菜肴制品加速培育，小酥肉、虾滑等大单品持续放量，2019年-2025年占比由7%大幅提升至27%。
- **积极拓展**：通过系列并购加速品类扩张与渠道下沉。2018年首次参股新宏业19%股权，开启水产预制菜布局；2021年6月收购新宏业71%股权，控股比例达90%，整合“洪湖诱惑”品牌切入小龙虾C端市场；2022年完成新柳伍食品70%股权收购，强化B端小龙虾及水产加工能力；2025年进一步以4.45亿元收购鼎味泰70%股权，补充冷冻烘焙产品线及渠道。

图：安井食品业绩回升带来股价回暖



资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

表：安井食品规模效应明显

603345.SH	2019年	2025年	CAGR	备注
收入	53	162	20.6%	
速冻调制食品	25	61	15.7%	主力火锅料抢占份额，打造菜肴第二曲线
速冻面米制品	10	19	11.0%	
速冻菜肴制品	4	44	49.6%	
归母净利润	4	14	24.0%	盈利能力改善
股价	53.2	79.3	6.9%	估值收缩
P/E	42	19	-12.7%	
经营数据	2019年	2025年	增减	备注
经销商数量	682	2,290	1608	先扩充后优化
单个经销商体量（万元）	664	564	-2.7%	重视大商
非传统渠道收入占比	14.0%	20.1%	6.1%	商超、特通、新零售等
财务数据	2019年	2025年	增减	备注
毛利率	25.8%	21.6%	-4.2%	并购子公司扰动
税金及附加占比	0.7%	0.8%	0.1%	
销售费用率	12.3%	6.0%	-6.3%	规模效应增强
管理费用率	2.9%	2.6%	-0.3%	
所得税/收入	2.1%	2.9%	0.8%	
净利率	7.1%	8.4%	1%	
ROE	15.6%	9.6%	-6%	
现金分红率	30.0%	70.0%	40%	分红率提升，当前股息率接近3%

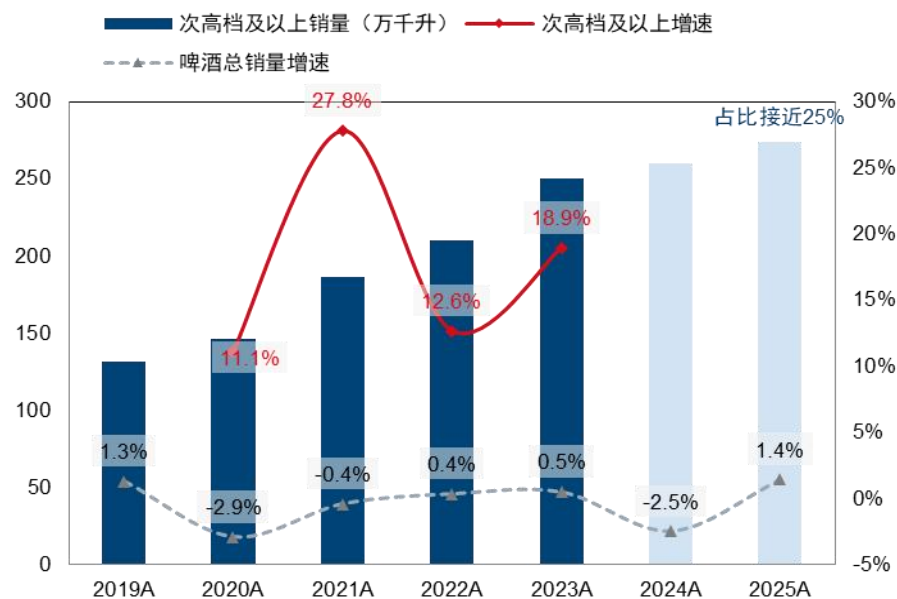
资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

5、华润啤酒：深入推进啤酒高端化战略，初探白酒业务遭遇挫折

■ 2019年公司进入“3+3+3”战略第二阶段，以高端化、提质增效为核心，虽期间仍有外部环境因素的阶段性扰动，但啤酒业务整体呈现量稳价升趋势。

- 2019年正式收购喜力在华业务，大力推动次高档及以上产品销量增长，促进吨价提升。
- 发力新兴渠道、加快产品创新，以抵御需求疲弱压力，期间啤酒总销量相对平稳。
- 2017-2019年公司曾深入推进关厂及组织再造工作，2019年后维持降本增效的运营方向，费用管控力度增大，管理费用率持续走低。
- 面对啤酒行业高度成熟、存量竞争的压力，公司2022年开始尝试布局白酒业务作为第二增长曲线，但由于此后外部环境冲击，白酒业务暂未取得较好进展，2025年白酒业务计提商誉减值近29亿。

图：公司次高档及以上产品销量增速持续快于整体



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：华润啤酒主要经营指标变化

华润啤酒	2019A	2025A	CAGR	备注
营业收入 (百万元)	33,190	37,985	2.3%	
-啤酒业务	33,190	36,489	1.6%	
-白酒业务		1,496	NA	2023年并表金沙
毛利 (百万元)	12,226	16,360	5.0%	
-啤酒业务	12,226	15,498	4.0%	
-白酒业务		862	NA	
归母净利润 (百万元)	1,312.0	3,371.0	17.0%	盈利能力持续提升
经调归母净利润 (百万元)	1,312.0	5,297.3	26.2%	还原25年商誉减值等非经损益
啤酒量价	2019A	2025A	CAGR	备注
啤酒销量 (万千升)	1143.4	1103.0	-0.6%	
其中：次高端及以上产品	131.4		约13%	高端化成效显著
销量占比 (%)	11.5%	接近25%		
啤酒吨价 (元/千升)	2,902.7	3,308.2	2.2%	
财务比率	2019A	2025A	增减	备注
毛利率	36.8%	43.1%	6.2%	
销售费用率	17.9%	20.3%	2.5%	白酒业务销售费用提升
管理费用率	15.2%	8.3%	-6.9%	持续降本增效
归母净利率	4.0%	8.9%	4.9%	
经调归母净利率	4.0%	13.9%	10.0%	还原2025年商誉减值等非经损益

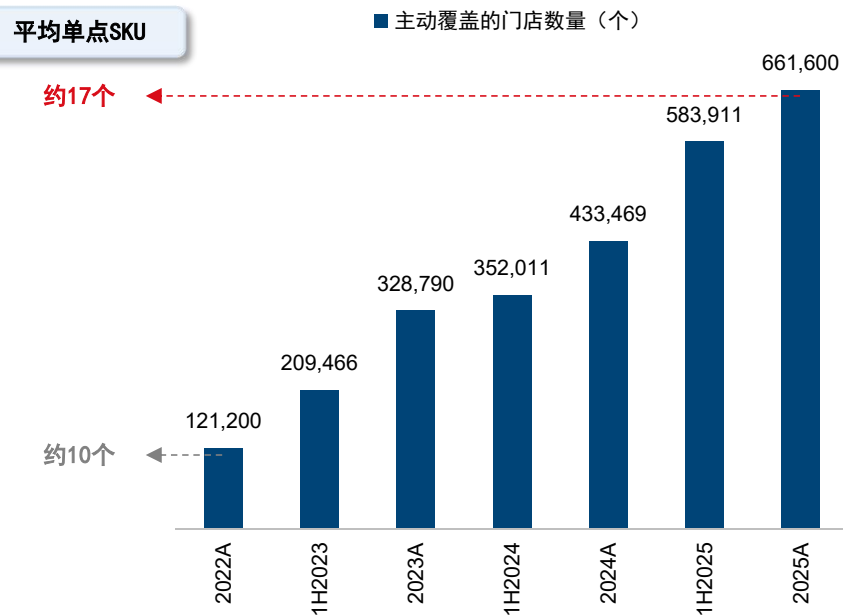
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

6、卫龙美味：从“辣条大单品公司”到“多品类大单品平台”

■ 2019-2025年公司逐步转向多品类大单品平台，坚持品类品牌模式，强化品类运营。

- 1、增长引擎切换：经过几年时间的培育，2019年蔬菜制品（魔芋为核心）开始起量，此后公司不断加大资源投入，蔬菜制品体量超越辣条并仍处于较强增长趋势之中。第二增长曲线正式成型，产品创新能力同步强化。
- 2、渠道管理模式的探索与升级：2019年开始加快推动渠道改革，从早期省代模式，再到辅销助销模式，持续提升终端掌控力。2023开始全面拥抱量贩零食等新兴渠道。
- 3、供应链及组织提效：2025年在魔芋赛道竞争有所加剧、原材料成本大幅上升背景下，公司主动向内挖潜，提升生产自动化水平及供应链效率，加强费用控制，毛利率仅从48.1%微降至48.0%，而净利率却从17.0%提升至19.8%。

图：公司主动覆盖的门店数量及单点SKU持续增多



表：卫龙美味主要经营指标变化

卫龙美味	2019A	2025A	CAGR	备注
总收入 (百万元)	3,384.8	7,223.8	13.5%	
- 调味面制品	2,475	2,554	0.5%	
- 蔬菜制品	665	4,506	37.6%	魔芋品类进入快速成长期
- 豆制品及其他	245	164	-6.5%	缩减非优势品类
毛利 (百万元)	2,130.5	3,757.4	9.9%	
- 调味面制品	920.0	1244.6	5.2%	
- 蔬菜制品	247.6	2159.0	43.5%	魔芋品类盈利贡献显著
- 豆制品及其他	86.7	62.8	-5.2%	
收入占比	2019A	2025A	增减	备注
调味面制品	73.1%	35.3%	-37.8%	蔬菜制品（魔芋为主）成为第一大品类，增长引擎切换
蔬菜制品	19.6%	62.4%	42.7%	
豆制品及其他	7.2%	2.3%	-5.0%	
财务比率	2019A	2025A	增减	备注
毛利率	37.1%	48.0%	10.9%	产品结构优化
销售费用率	8.3%	16.2%	7.9%	强化品牌营销，巩固品类品牌优势
管理费用率	4.1%	5.8%	1.7%	渠道管理模式升级，加强终端管控
归母净利润率	19.4%	19.7%	0.3%	维持在零食行业较高水平

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

7、伊利股份：战略转型，多元发展，经营质量持续提升

■ 2019-2025年至今公司锚定净利率提升，战略转型，多元发展。

- **液奶**：已有金典、安慕希、基础白奶三个百亿级别单品，持续巩固市场。
- **奶粉**：战略性控股澳优及深耕母乳研究、稳固婴配粉行业领先地位；同时发力成人营养板块（功能乳品和中老年健康），成人粉维持双位数增长。
- **奶酪及其他深加工品项**：积极布局2B乳品赛道，力争未来5年达到国内百亿收入，此后公司亦将积极开拓国际市场，力争10年达到海外百亿收入。

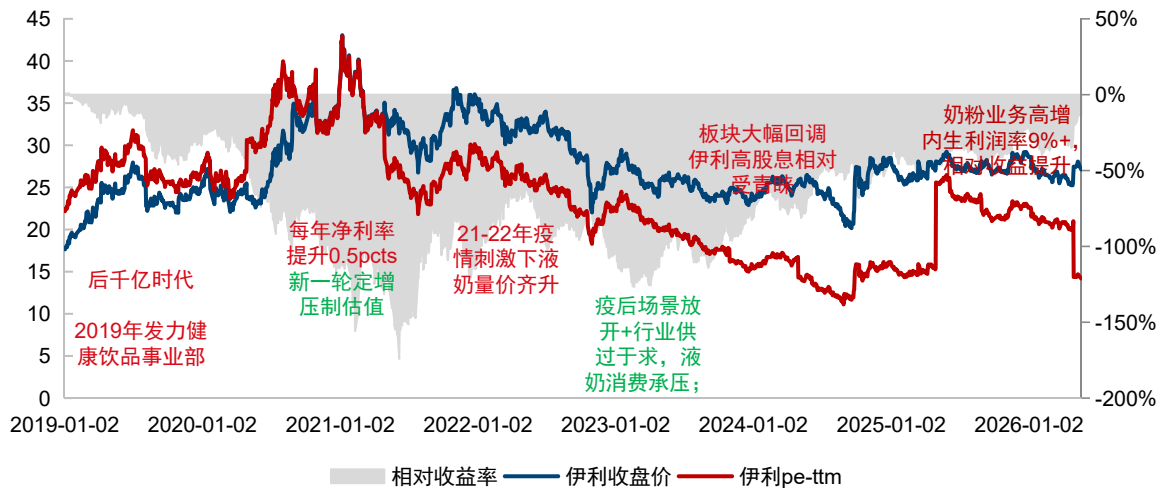
■ 新的五年战略规划阶段，公司定调利润率再上一个台阶，持续提升经营质量，并指引2025-2027年分红率75%以上，积极重视投资者回报。

表：近两年公司毛利率、净利率维持在较高水平

	2019	2025	cagr	备注
合计收入	902	1159	4.3%	奶粉及冷饮带动大盘中单增长
液奶	738	704	-0.8%	液奶大盘承压
奶粉及奶制品	101	328	21.8%	奶粉内生外延增长均强劲
冷饮	56	98	9.7%	双位数增速，稳居第一
其他业务	1	15	70.6%	液奶深加工业务
合计归母净利润	69.3	116	8.9%	注重经营质量，盈利提升
财务指标	2019	2025	cagr	备注
毛利率	37.35%	34.58%	-2.77%	消费力承压，液奶竞争加剧
销售费用率	28.73%	22.89%	-5.84%	广告费率降低，费效比提升
管理费用率	4.75%	4.05%	-0.70%	管理精细化，提升效率
净利率	7.69%	9.98%	2.29%	奶粉等占比提升+降费

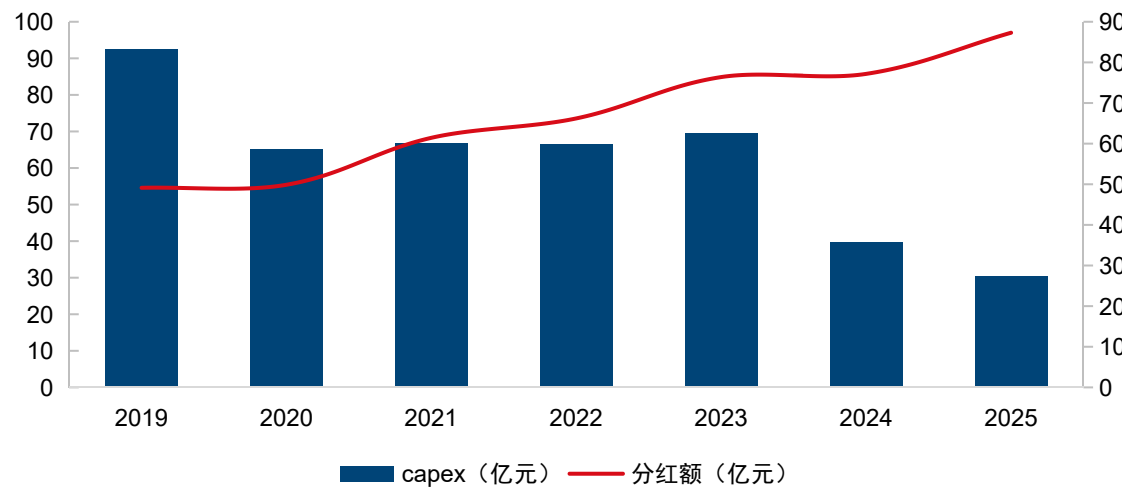
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：伊利股价复盘——从成长定价到股息率定价，安全边际凸显



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司capex逐年降低，分红率逐年提升（右轴）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

8、农夫山泉：经营势能强劲，无糖茶带动高增，稀缺的饮料平台型企业

■ 2019-2025年公司饮料持续高增，成长为稀缺的平台型饮料。

- 1、水优势地位夯实，持续拉开身位：2014-2019年公司引领行业从一元水到二元水升级，同时打开家庭、餐饮、会务等中大包装消费场景，持续培育消费者。
- 2、饮料全品类开花，东方树叶绝对领先：公司坚守长期主义的产品型公司，历史上多次创新培育新品类，无糖茶、NFC、炭仵等。如前瞻性布局东方树叶，在无糖茶做到品类即品牌，从2019年不足10亿成长为2025年突破160亿，绝对垄断消费者心智。

■ 公司持续夯实基础设施建设，渠道下沉、冰冻化陈列、扫码红包推动数字化建设。行业挤压式扩容背景下，公司渠道管理、产品运营思路应时而进，通过扫码红包&中大包装，加投冰柜、渠道精细化等持续提升经营效率和运营质量。

图：农夫山泉股价复盘：上市至今市场给予高估值溢价



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：2019年至今公司饮料收入cagr31%，盈利能力持续提升

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	cagr
整体收入	229	297	332	427	429	526	18.1%
yoy	-4.80%	29.80%	11.90%	28.40%	0.50%	22.50%	
包装饮用水	140	171	183	203	160	187	6.0%
YoY	-2.70%	22.10%	7.10%	11.00%	-21.30%	17.30%	
分部业绩率	36.20%	38.50%	35.30%	36.30%	31.20%	37.40%	0.2%
饮料合计	89	126	150	224	269	338	30.6%
YoY	-7.90%	41.80%	18.50%	49.60%	20.30%	25.60%	
茶饮料	31	46	69	127	167	216	47.4%
YoY	-1.60%	48.30%	50.80%	83.30%	32.30%	29.00%	
分部业绩率	42.50%	40.00%	39.90%	44.40%	45.20%	62.00%	3.9%
东方树叶	10	15	32	82	119	161	74.3%
YoY	39.90%	52.80%	113.70%	155.80%	45.00%	35.00%	
茶π	23	30	37	44	48	54	18.6%
YoY	-5.30%	30%	23.30%	20.50%	8.90%	12.00%	
功能饮料	28	37	38	49	49	58	15.7%
YoY	-26.10%	32.40%	3.90%	27.70%	0.60%	16.80%	
分部业绩率	38.60%	43.20%	40.00%	42.20%	42.20%	54.70%	3.2%
果汁饮料	20	26	29	35	41	52	21.1%
YoY	-14.40%	32.20%	10.20%	22.70%	15.60%	26.70%	
分部业绩率	20.00%	19.30%	20.10%	26.80%	24.90%	43.50%	4.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

	2019	2025	cagr	备注
合计收入	240	526	13.9%	饮料业务带动
包装水	143	187	4.5%	24年舆情拖累，仍在修复
饮料	97	338	23.2%	茶饮高增带动
茶饮	31	216	37.9%	茶派10%左右/树叶70% cagr
功能饮料	38	58	7.3%	尖叫、维水稳健增长
果汁饮料	23	52	14.4%	Nfc、水溶c100健康化升级
合计归母净利润	49	159	21.4%	规模效应+结构升级，盈利提升
财务指标	2019	2025	cagr	备注
毛利率	55.4%	60.5%	5.1%	高盈利的茶饮等占比提升
销售费用率	24.2%	18.7%	-5.6%	规模效应提升
管理费用率	5.8%	4.7%	-1.1%	管理精细化，提升效率
净利率	20.6%	30.2%	9.6%	盈利领先板块，竞争优势外显

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测及估值

板块	公司	营业总收入（亿元）		yoy		归母净利润（亿元）		yoy		2026E P/E	总市值（亿元）
		2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E		
白酒	贵州茅台	1,785	1,882	3.7%	5.5%	840	895	2.0%	6.6%	20.0	16,832
	五粮液	736	773	81.5%	5.1%	243	263	171.9%	8.0%	14.2	3,460
	山西汾酒	370	383	-4.4%	3.5%	112	117	-8.4%	4.6%	14.6	1,632
	泸州老窖	226	235	-12.2%	4.1%	91	95	-16.2%	5.2%	15.0	1,364
	洋河股份	180	192	-6.1%	6.3%	31	35	40.3%	12.8%	22.9	708
	今世缘	102	106	0.1%	4.3%	26	28	1.4%	5.3%	13.3	350
	古井贡酒	180	187	-4.6%	4.3%	35	38	-0.7%	6.9%	14.9	525
	迎驾贡酒	64	70	6.4%	9.8%	20	23	1.6%	12.7%	14.0	283
	口子窖	51	54	27.2%	5.9%	13	14	95.3%	7.1%	10.6	139
	金徽酒	30	32	3.0%	7.0%	4	4	0.7%	8.1%	26.5	94
啤酒	青岛啤酒	329	333	1.3%	1.4%	48	50	4.5%	3.8%	17.7	848
	重庆啤酒	150	153	1.8%	2.0%	13	13	3.5%	4.2%	20.0	255
	华润啤酒	391	399	2.9%	2.0%	59	62	75.6%	4.6%	13.0	768
	燕京啤酒	161	168	4.9%	4.7%	20	23	21.1%	14.2%	17.5	355
	珠江啤酒	60	62	2.9%	2.7%	10	10	7.9%	6.9%	22.3	217
软饮料	东鹏饮料	255	307	22.3%	20.1%	55	67	23.7%	22.3%	20.4	1,115
	伊利股份	1,225	1,254	5.7%	2.4%	124	131	7.1%	6.1%	14.2	1,765
乳制品	新乳业	119	126	6.1%	5.5%	9	10	16.8%	15.1%	18.4	157
	海天味业	312	335	8.1%	7.5%	79	87	12.3%	10.1%	27.9	2,208
调味品	安琪酵母	188	210	12.5%	11.7%	19	22	24.8%	14.7%	16.5	319
	涪陵榨菜	26	27	6.2%	6.0%	8	9	8.2%	6.5%	17.0	141
	天味食品	39	42	11.8%	9.2%	7	8	18.8%	13.7%	25.5	173
	颐海国际	71	76	7.4%	7.7%	10	11	16.2%	8.6%	15.0	149
	安井食品	185	203	14.4%	9.4%	19	21	37.4%	11.0%	18.4	343
速冻	千味央厨	21	24	11.8%	10.9%	1	1	22.7%	10.3%	55.3	43
	三全食品	71	77	9.0%	7.5%	6	7	12.9%	8.0%	20.1	124
	立高食品	49	54	13.2%	9.3%	4	4	27.3%	14.2%	12.6	49
	巴比食品	20	23	9.7%	11.0%	3	3	6.9%	9.6%	19.1	56
	洽洽食品	74	80	12.7%	8.0%	7	8	111.0%	16.2%	16.4	110
休闲	盐津铺子	65	75	12.6%	15.4%	9	11	19.9%	21.7%	17.0	152
	万辰集团	687	823	33.5%	19.7%	26	33	92.3%	26.1%	17.0	441
	劲仔食品	29	34	19.0%	16.1%	3	3	17.0%	16.9%	17.4	49
	卫龙美味	84	96	16.4%	13.6%	17	19	16.7%	14.9%	11.6	193

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；
- 食品安全风险；
- 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