2026 年 11 月 02 日

行业及产业

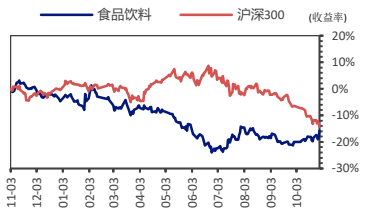
食品饮料

茅台三季度重回增长，市场化改革成效显现

——食品饮料行业跟踪报告

强于大市

一年内行业指数与沪深 300 指数对比走势：



资料来源：聚源数据，爱建证券研究所

相关研究

《食品饮料行业跟踪报告：三季度白酒去库延续，收入降幅有望收窄》2026-10-27

《食品饮料行业跟踪报告：秋糖招商平淡，跨品类拓展更看品牌与配方》2026-10-19

《食品饮料行业跟踪报告：白酒双节动销整体平淡，去库持续推进》2026-10-12

《食品饮料行业跟踪报告：白酒中秋动销较为平淡》2026-09-28

《食品饮料行业跟踪报告：黄酒渠道拓展提速，产品结构持续升级》2026-09-21

证券分析师

范林泉

S0820525020001

021-32229888-25516

fanlinquan@ajzq.com

联系人

朱振浩

S0820125020001

021-32229888-25515

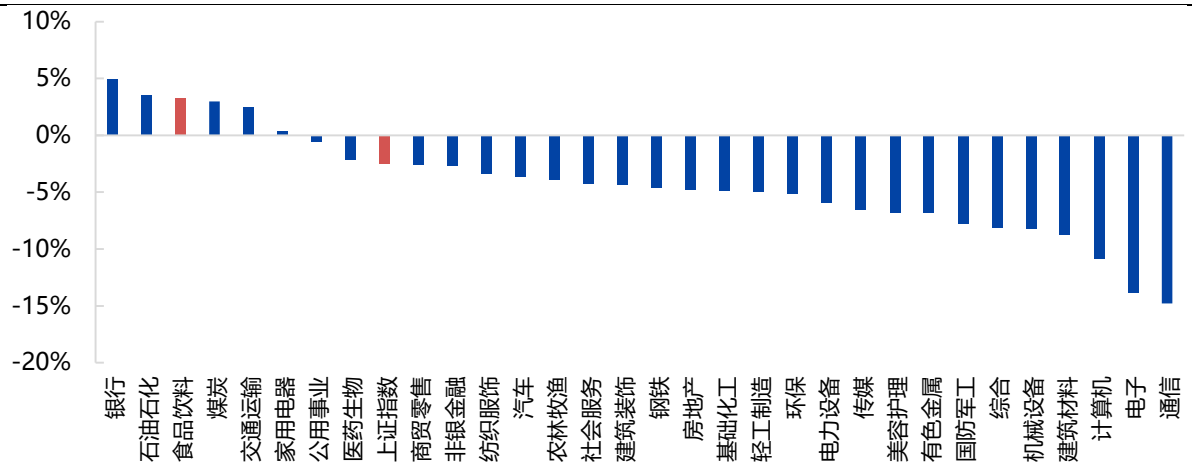
zhuzhenhao@ajzq.com

投资要点：

- **周度跟踪**：本周（10.26-11.01）食品饮料行业+3.29%，表现优于上证指数（-2.48%），在 31 个申万行业中排名第 3。食品饮料子板块中，涨跌幅由高到低分别为：烘焙食品（+6.68%），乳品（+5.62%），白酒（+4.59%），零食（+3.08%），保健品（-0.32%），肉制品（-0.99%），调味发酵品（-1.16%），预加工食品（-1.56%），软饮料（-1.69%），啤酒（-2.52%），其他酒类（-5.88%）。食品饮料行业个股中，涨幅前五个股分别为：青岛食品（+61.07%）、阳光乳业（+31.18%）、皇台酒业（+16.71%）、元祖股份（+14.05%）、巴比食品（+12.86%）；跌幅前五个股分别为味知香（-21.81%）、莲花控股（-15.46%）、会稽山（-13.16%）、均瑶健康（-12.54%）、安记食品（-12.24%）。
- **贵州茅台：26Q3 重回增长，市场化改革成效显现。**公司 26Q1-3 实现营业收入 1332.84 亿元，同比增长 1.82%，归母净利润 644.67 亿元，同比下降 0.25%，其中 26Q3 营业收入 410.06 亿元，同比增长 3.00%，归母净利润 199.51 亿元，同比增长 3.78%。分产品看，26Q3 茅台酒收入 352.01 亿元，同比增长 0.79%，增量来自飞天提价与放量，非标产品调整形成拖累；系列酒收入 50.34 亿元，同比增长 22.14%，主要系茅台 1935 带动。分渠道看，26Q3 直销收入 218.12 亿元，同比增长 40.31%，批发代理收入 184.24 亿元，同比下降 21.60%，公司收回部分经销配额并调整高附加值产品投放，飞天货源更多转由 i 茅台面向消费者销售。26Q3 毛利率 89.83%，同比下降 1.62pct，高附加值产品占比下降、系列酒占比上升拉低了吨价；销售费用率 3.96%，同比提升 0.90pct，主要系市场投入加大；税金及附加率 14.86%，同比下降 1.98pct，与缴纳节奏有关；归母净利率 48.65%，同比提升 0.36pct，提升主要来自税金率下降。渠道持续向直销切换、飞天提价效应仍在释放，叠加 25Q4 低基数，公司 26Q4 收入增长有望延续。
- **五粮液：26Q3 库存去化延续，报表加速出清。**公司 26Q1-3 实现营业收入 328.58 亿元，同比增长 7.25%，归母净利润 97.11 亿元，同比增长 49.98%，其中 26Q3 营业收入 44.42 亿元，同比下降 37.68%，归母净利润 9.58 亿元，同比下降 48.25%。26Q3 营收下滑主要因市场需求偏弱、产品销量减少，同时公司控制发货、消化渠道库存。26Q1-3 毛利率 79.89%，同比提升 4.17pct，得益于五粮液主品牌收入占比提升，系列酒则在中低价位竞争中承压。费用方面，26Q1-3 销售费用率同比提升 8.28pct 至 23.73%，源于市场投入与渠道返利增加；税金及附加占收入比重同比下降 14.97pct 至 14.79%，上年同期追溯调整后已缴税金未冲回，抬高了比较基数。26Q1-3 归母净利率 29.55%，同比提升 8.42pct，利润增长主要受益于上年同期利润基数较低及元春旺季动销较好；26Q3 归母净利率 21.56%，同比下降 4.40pct，主要系收入大幅下滑而管理费用等相对刚性，销售费用又随返利与市场投入增加而上升。期末其他流动负债较年初减少 32.62 亿元，主要为 2025 年报表追溯调整后计入的监管商品款项，余额下降对应历史库存继续消化。去库仍需时间，随着历史包袱逐步出清，批价趋稳后渠道信心有望逐步恢复。
- **投资建议：**

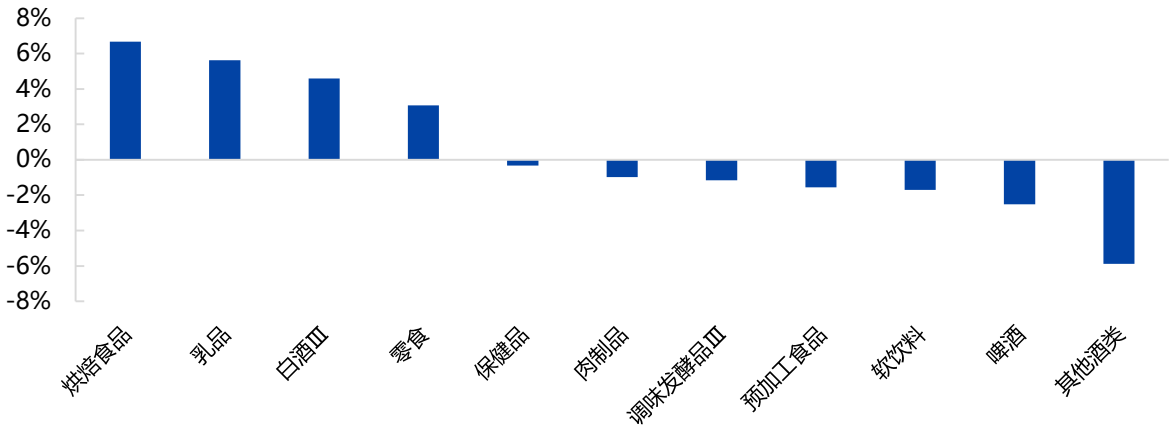
  白酒：科技股持续大幅调整促使市场更多关注价值洼地板块，加上行业目前处于估值低位，头部酒企带动提高分红比例，股息率具备一定配置吸引力。从短期看，行业低基数效应将更为显著，更多酒企动销和报表同比有望改善；从长期看，行业控量稳价推动批价回升，出清逐渐见底，首选业绩确定性强的优质头部公司，建议关注市场化改革成效显现的**贵州茅台。**
- **风险提示：**渠道与价格改革推进不及预期；渠道去库进度不及预期；消费复苏不及预期。

图表 1：本周上证指数-2.48%，食品饮料行业+3.29%



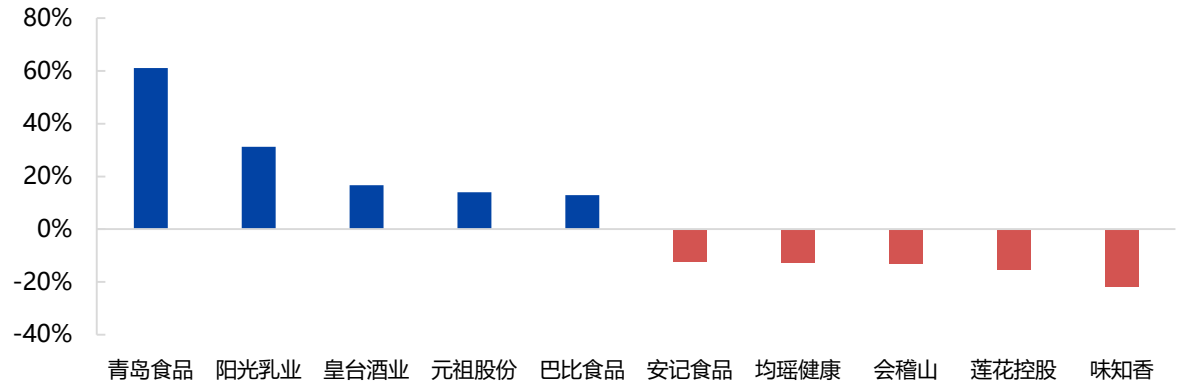
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 2：本周烘焙食品领涨，其他酒类领跌



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 3：本周食品饮料行业涨幅前五、跌幅前五公司



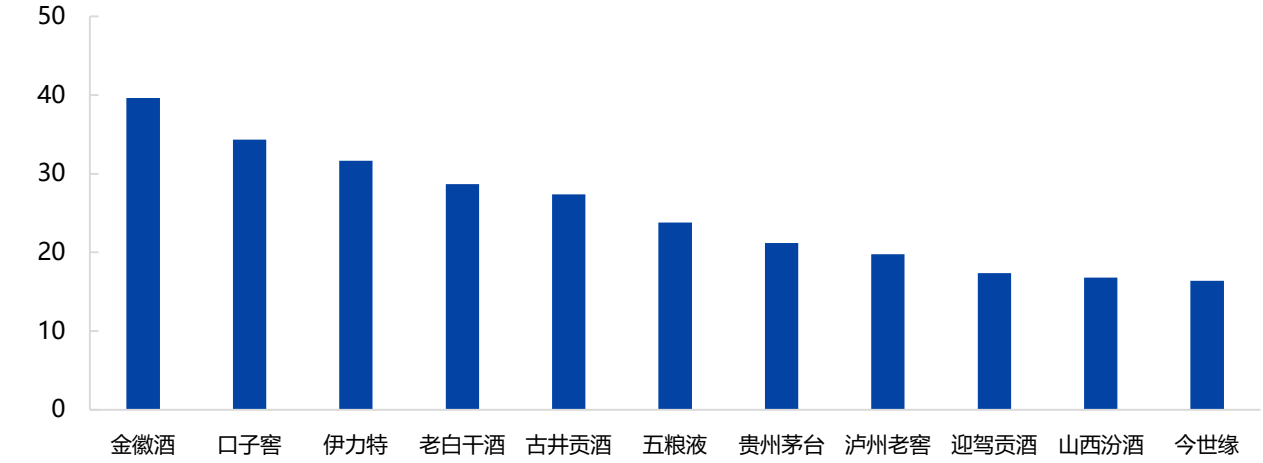
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 4：食品饮料行业估值位于近 15 年 24%分位数（PE-TTM）



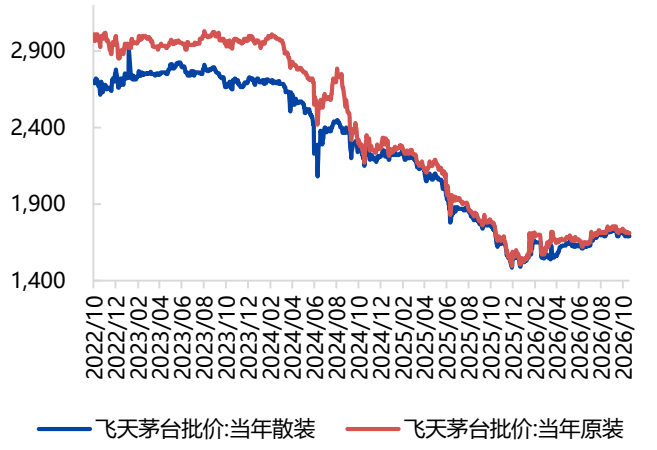
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 5：主要白酒企业 PE-TTM 估值



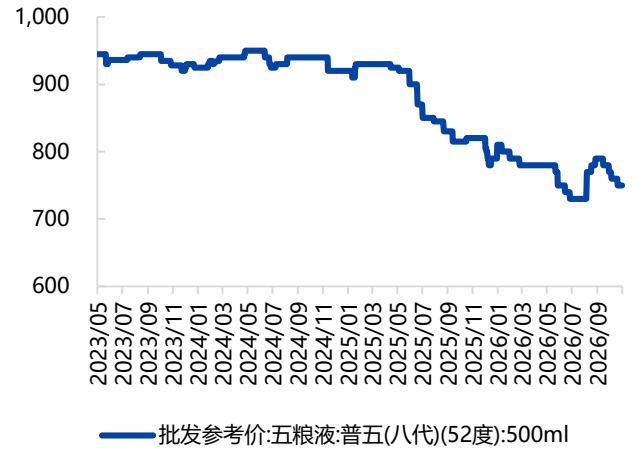
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 6：飞天茅台批价走势（元/瓶）



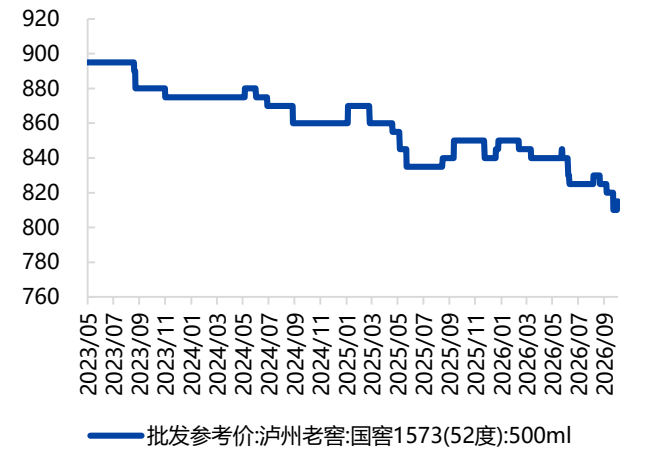
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 7：普五（八代）批价走势（元/瓶）



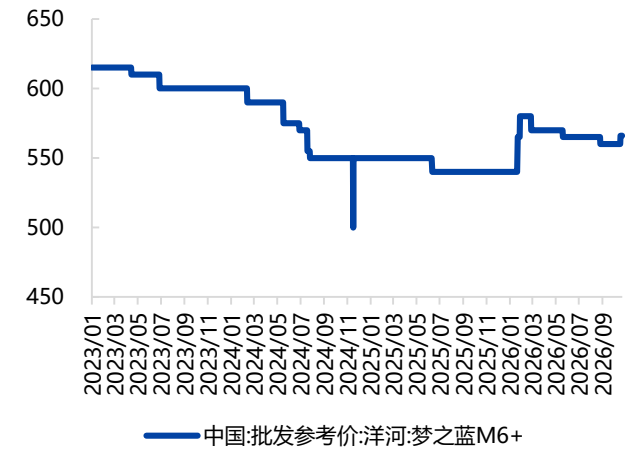
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 8：国窖 1573 批价走势（元/瓶）



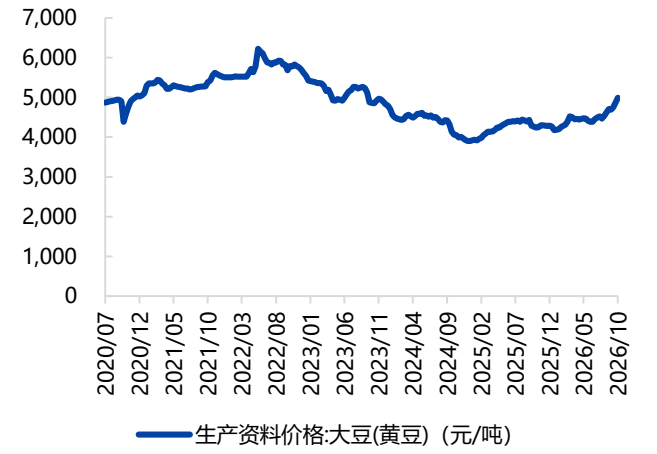
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 9：洋河 M6+批价走势（元/瓶）



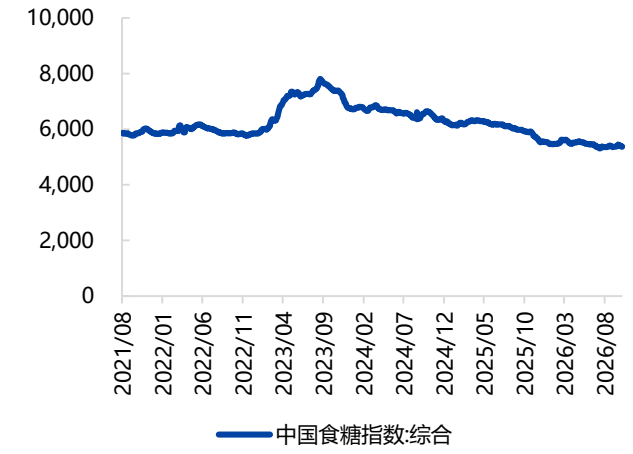
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 10：生产资料价格:大豆（黄豆）（元/吨）



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 11：中国食糖指数:综合



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

爱建证券
AIJIAN SECURITIES

爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号
电话：021-32229888　　传真：021-68728700　　服务热线：956021
邮政编码：200124　　邮箱：ajzq@ajzq.com　　网址：http://www.ajzq.com

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级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 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050. BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归属爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。