2026年食品饮料行业投资策略报告

——内需新叙事酝酿，份额重构与量价修复

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：王新雨
021-60875135
wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980526070003

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

核心结论：内需新叙事酝酿，份额重构与量价修复

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **复盘2026年：板块跑赢沪深300，但经营仍受需求、成本与竞争多重考验。**截至2026年11月2日，食品饮料板块下跌9.14%，跑赢沪深300指数4.10个百分点，下半年在风格切换、流动性改善及盈利预期回暖带动下超额收益转正。基本面角度，2026Q3规上食品饮料行业收入、利润总额同比分别下降2.8%、10.2%，行业经历了需求、成本与竞争的多重考验。
- **长期内需叙事：政策重心由短期刺激转向长期制度建设。**以扩大内需为战略基点，通过医疗、教育、就业及“一老一小”等方向加强“投资于人”，推动收入、社会保障与消费形成良性循环，为2027年下半年政策发力创造空间。当前出生率进入政策呵护区间、有望企稳，居民财富效应仍待修复，消费信心的改善仍需政策支持。
- **展望2027年：从等“出清”到等“催化”，行业价格秩序有望回归。**预计2027年上半年需求或惯性承压，成本压力集中显现；下半年是政策传导和需求方向验证的关键窗口。供给侧，2026年9月末食品制造业亏损面达到29.2%，2026Q3产能利用率回升至约70%，库存与产能出清、龙头主动优化供给为后续修复奠定基础。价格端，飞天茅台批价同比于2026年10月29日时隔28个月转正，白酒及大众品龙头吨价有望逐步企稳。
- **投资策略：围绕优质白马、红利资产与政策修复三条主线展开。**一是把握优质白马配置窗口，优选供给纪律强、现金流和品牌力扎实的公司，现阶段收益更多来自低预期下的估值修复；二是关注长期指标企稳后伊利股份、贵州茅台等龙头的红利属性，重视自由现金流、分红与回购的可持续性；三是把握扩内需政策落地带来的估值修复，优先关注供给改善、政策敏感度较高且业绩有望转正的白酒、乳品。
- **交易节奏：上半年精选白酒与乳品，下半年验证需求方向。**近期至2027年上半年，兼顾政策敏感度和低波红利属性，精选白酒与乳品龙头，并跟踪春节动销表现，另可关注春节前零食的交易机会。下半年根据消费信心、终端动销及量价指标的验证情况，逐步关注餐饮供应链和具备渗透率逻辑的成长标的。行业超额收益或主要出现在估值切换及消费旺季，重点关注春节、3-4月份报表季和7-8月份等窗口。
- **板块推荐顺序：**白酒（贵州茅台、古井贡酒、泸州老窖等）＞乳品（伊利股份）＞餐饮供应链（安琪酵母）＞量贩零食、零食、饮料（农夫山泉）、啤酒。
- **风险提示：**需求恢复及扩内需政策落地不及预期；服务消费与餐饮复苏偏慢；人口结构与消费习惯变化快于预期；原材料、包材、能源及运输成本大幅上涨；行业价格竞争加剧、供给出清慢于预期；食品安全、国际贸易摩擦、市场资金波动及部分公司股东减持等。

01 回顾2026年：历经需求、成本、竞争多重挑战，跑赢沪深300

复盘2026年行情：跑赢沪深300，但行业受到成本、需求和竞争的多重考验

国信证券 GUOSEN SECURITIES

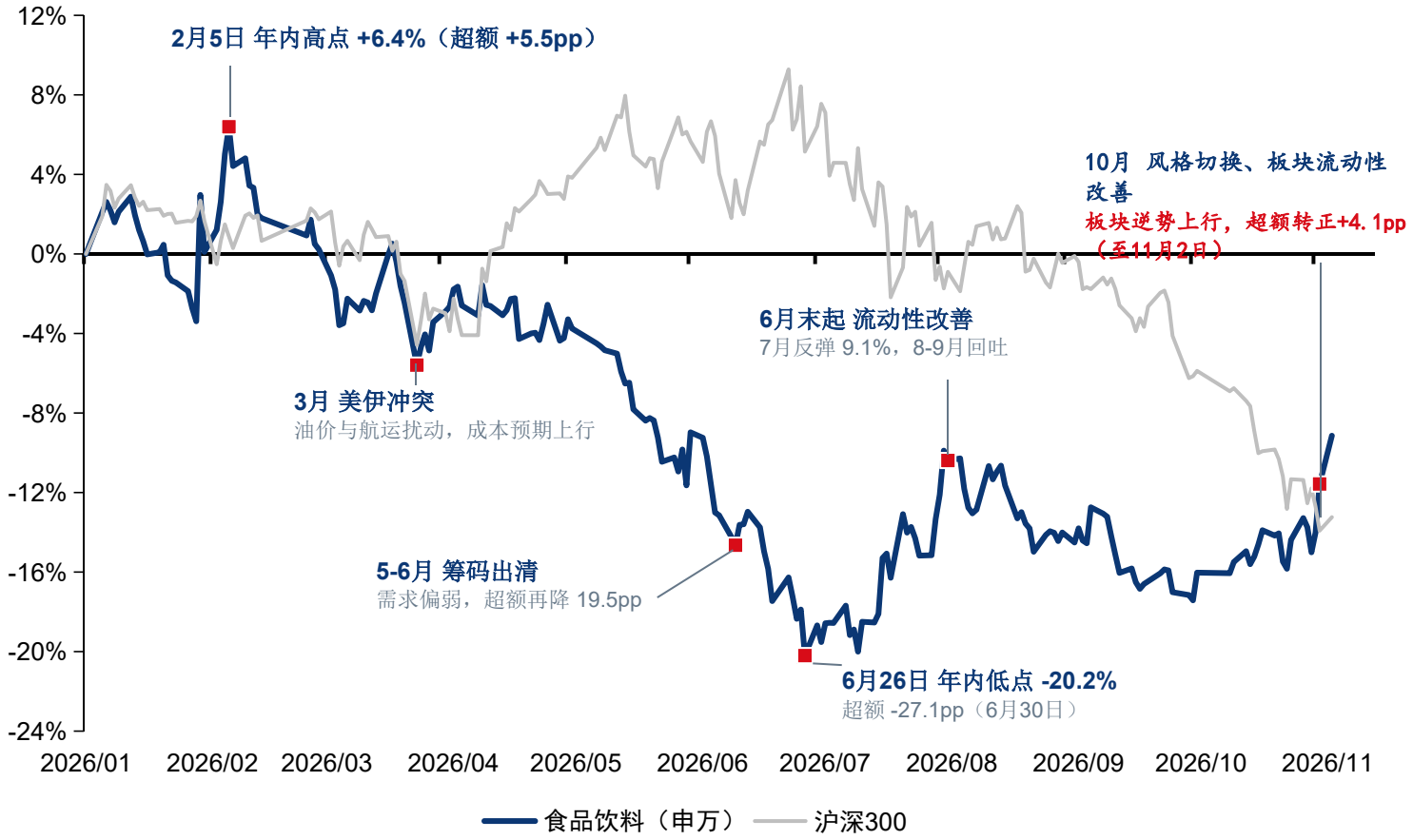
行情回顾：年初至今（截至2026年11月2日）食品饮料板块下跌9.14%，跑赢沪深300指数4.10个百分点。上半年跑输大盘主因需求偏弱、成本承压、5-6月筹码出清；下半年开始跑赢大盘，主因市场风格切换带来板块流动性改善、盈利预期回暖。

表：食品饮料板块区间涨跌幅

指数/板块		2021年2月至今	年初至今	PE-TTM
沪深300		-30.83	-13.24	13.5
食品饮料		-55.84	-9.14	22.9
酒类	白酒Ⅲ(申万)	-59.08	-8.99	22.9
	啤酒(申万)	-43.87	-14.40	17.2
	其他酒类(申万)	-55.94	-14.67	45.8
饮料	软饮料(申万)	15.23	-27.91	21.0
	乳品(申万)	-36.94	2.53	21.8
食品	调味发酵品Ⅲ(申万)	-61.82	-4.75	26.7
	预加工食品(申万)	-63.02	-3.95	20.6
	零食(申万)	-35.10	-19.69	12.1
	烘焙食品(申万)	-56.68	-15.32	30.3
	肉制品(申万)	-51.79	-14.40	28.3
	保健品(申万)	-49.78	-24.14	36.8
港股	港股通食品饮料	—	-15.76	15.8

资料来源：Wind、Choice、iFinD，国信证券经济研究所整理；注：2021年2月至今以2021年2月10日为起点。港股通食品饮料指数基期晚于2021年2月，故首列留空

图：食品饮料板块2026年行情回顾



资料来源：Wind、Choice、iFinD，国信证券经济研究所整理；注：以2025年12月31日为基期，折线为每日收盘价累计涨跌幅

个股复盘：上涨样本以利润兑现为主

上涨广度有限，利润兑现占比最高。截至2026年11月2日，154只证券样本中上涨34只，占22.1%；下跌120只。上涨样本中，价值回归/价值创造/利润兑现/脉冲式上涨分别为4/3/16/11只，占11.8%/8.8%/47.1%/32.4%。

上涨组合整体利润仍承压。按人民币口径，上涨组合计市值较期初增长6.1%，合计利润TTM下降2.5%；下跌组合分别下降22.8%/15.8%，上涨并非普遍由盈利与估值同步扩张驱动。

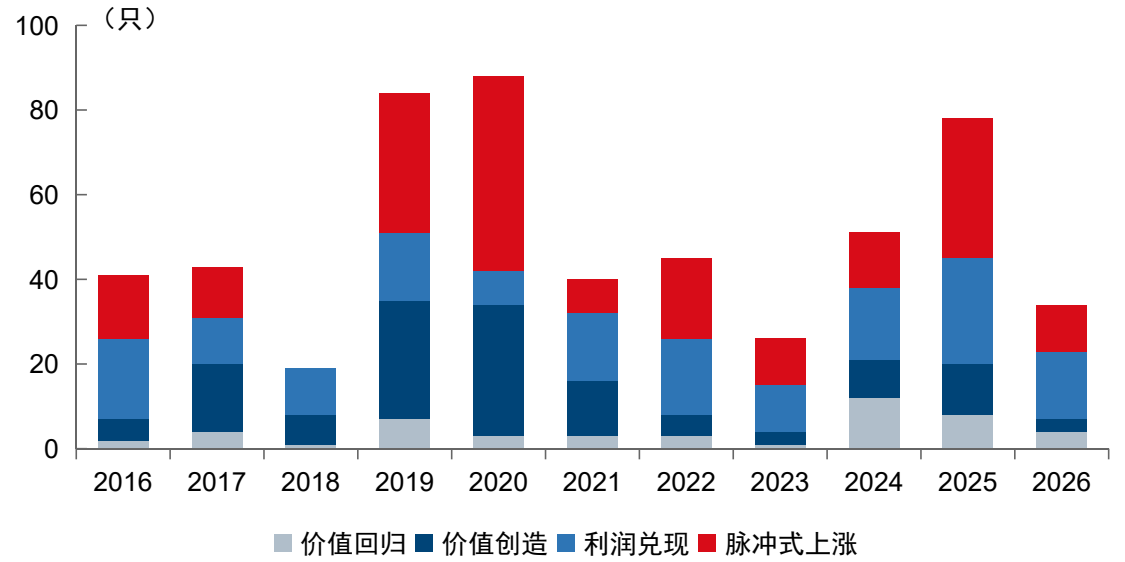
图：上涨样本的盈利与估值分类

利润TTM	PE下降	PE不变	PE上升 期末≤25倍	PE上升 期末>25倍
增长>15%	利润兑现	价值创造	价值创造	价值创造
增长≤15% 或下降	利润兑现	脉冲式上涨	价值回归	脉冲式上涨

资料来源：Wind，国信证券研究所整理

注：仅对上涨样本分类。PE为TTM；利润兑现看PE下降，价值创造看利润增长>15%且PE不降，价值回归看利润增长≤15%、PE升且期末≤25倍，其余归脉冲。

图：食饮上涨样本四类驱动的逐年构成



资料来源：Wind，国信证券研究所整理

注：2016-2025按人民币市值变化代理涨跌，2026按股价YTD划分，截至11月2日。2026上涨34只，其中利润兑现16只（47.1%）。

个股复盘：价值回归以白酒为主

国信证券 GUOSEN SECURITIES

价值回归主要体现估值修复。股价上涨、利润TTM增长≤15%、PE上升且期末≤25倍。

三家白酒的报表改善进度不同。迎驾贡酒2026Q1、2026Q2、2026Q3单季收入同比均为正；今世缘2026Q2/2026Q3收入分别增长14.1%/15.5%；贵州茅台2026Q2下降5.2%、2026Q3增长3.0%。

表：2026年价值回归样本（4只）

公司	股价YTD	利润TTM变化	PE变化	期末PE-TTM
迎驾贡酒	28.3%	-2.1%	25.3%	18.94
（某调味品公司）	16.2%	10.7%	1.9%	19.97
贵州茅台	7.0%	-8.7%	14.3%	21.90
今世缘	4.2%	-11.0%	12.3%	16.94

资料来源：Wind，国信证券研究所整理

注：截至2026年11月2日；利润为TTM变化，PE为期末TTM。

个股复盘：价值创造，盈利快增且估值未收缩

国信证券 GUOSEN SECURITIES

价值创造对应盈利快增且估值未收缩。操作口径为股价上涨、利润TTM增长>15%、PE变化≥0，不要求PE必须扩张，共3只，为青岛食品、蒙牛乳业和莲花控股。

青岛食品/莲花控股的利润TTM分别增长16.2%/40.9%，PE分别提升32.4%/6.9%。蒙牛乳业利润TTM增长32.7%，期初PE为负、期末PE转正。

表：2026年价值创造样本（3只）

公司	市场	股价YTD	利润TTM变化	PE变化	期末PE-TTM	期末总市值（亿元）
青岛食品	A	56.7%	16.2%	32.4%	35.49	42.76
蒙牛乳业	HK	42.8%	32.7%	—	36.87	794.37
莲花控股	A	42.6%	40.9%	6.9%	39.50	152.92

资料来源：Wind，国信证券研究所整理
注：截至2026年11月2日。

个股复盘：利润兑现，盈利增长与估值压缩并存

国信证券 GUOSEN SECURITIES

利润兑现对应股价上涨而PE下降，分类本身不代表市场预期转弱。泉阳泉/西麦食品利润TTM分别增长103.6%/70.8%，PE分别下降64.5%/40.6%。

H&H国际控股利润TTM增长331.9%，期初PE为负、期末PE转正。

表：2026年利润兑现样本（16只）

公司	市场	股价YTD	利润TTM变化	PE变化	期末PE-TTM	期末总市值（亿元）
H&H国际控股	HK	95.1%	331.9%	—	18.38	155.71
泉阳泉	A	40.7%	103.6%	-64.5%	186.52	69.52
颐海国际	HK	30.5%	17.2%	-6.7%	15.00	158.93
康师傅控股	HK	17.2%	3.7%	-9.1%	13.37	717.64
会稽山	A	13.4%	35.9%	-18.0%	39.89	108.26
安井食品	A	13.3%	12.1%	-2.6%	18.55	287.83
天味食品	A	11.1%	33.1%	-18.0%	18.70	142.74
伊利股份	A	10.8%	21.9%	-13.7%	19.48	1,936.83
燕之屋	HK	8.8%	32.8%	-25.4%	10.53	26.77
三全食品	A	7.6%	4.9%	-0.7%	18.13	101.99
惠泉啤酒	A	5.6%	16.5%	-10.3%	31.97	31.15
统一企业中国	HK	4.9%	21.6%	-6.8%	13.75	342.96
安井食品	HK	4.5%	14.7%	-16.6%	12.10	218.80
西麦食品	A	2.6%	70.8%	-40.6%	23.77	63.29
维他奶国际	HK	1.1%	14.1%	-17.5%	22.84	62.69
仲景食品	A	0.3%	16.4%	-16.9%	18.66	39.14

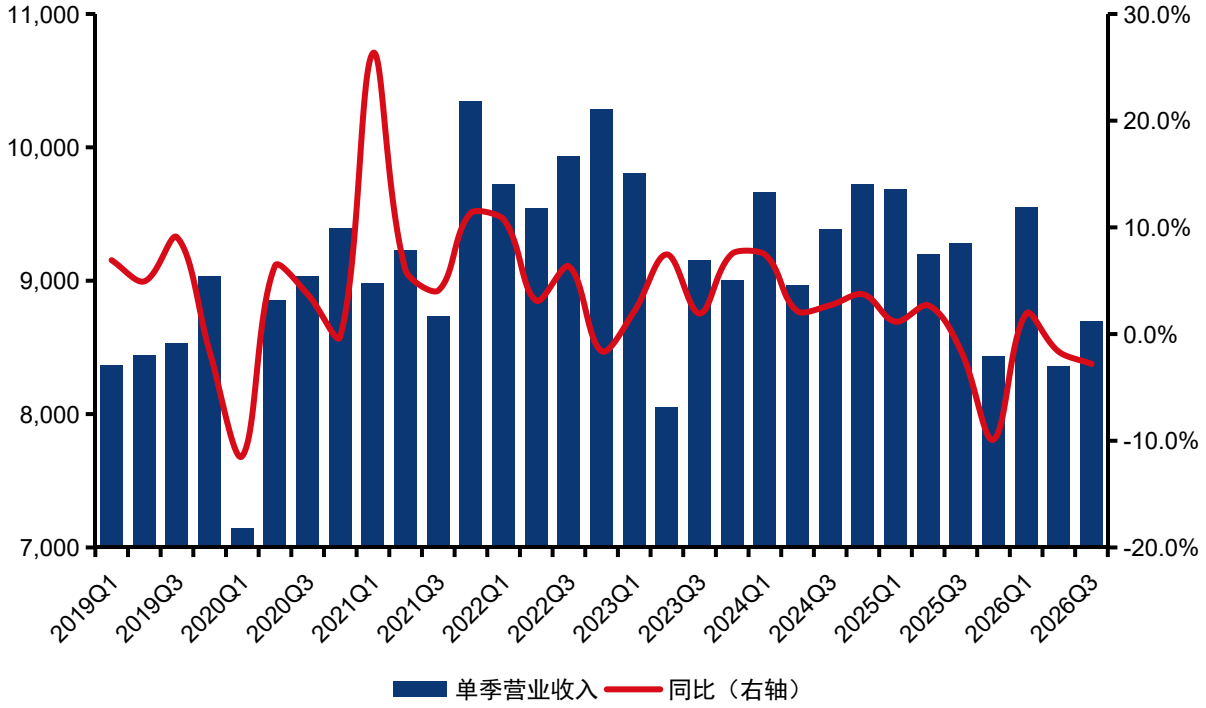
资料来源：Wind，国信证券研究所整理

注：截至2026年11月2日；安井A/H分别列为证券样本。

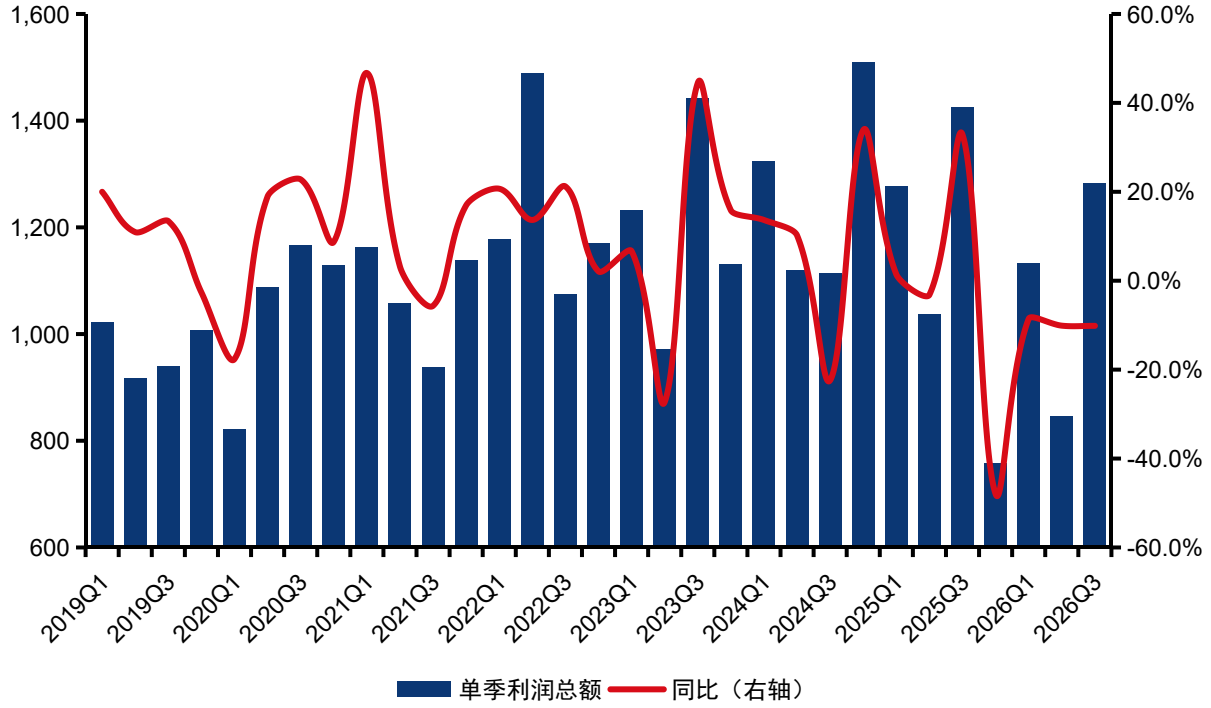
2026年食品饮料行业经营承压：收入增速逐季走低，利润增速降幅扩大

据国家统计局公布的规模以上工业企业经营数据，食品饮料行业单季收入同比增速在2026Q2转负，2026Q3扩大至-2.8%，食品饮料行业单季利润总额同比增速自2026年以来连续为负，2026Q3降幅扩大至-10.2%。

图：单季营业收入及同比（亿元，%）



图：单季利润总额及同比（亿元，%）

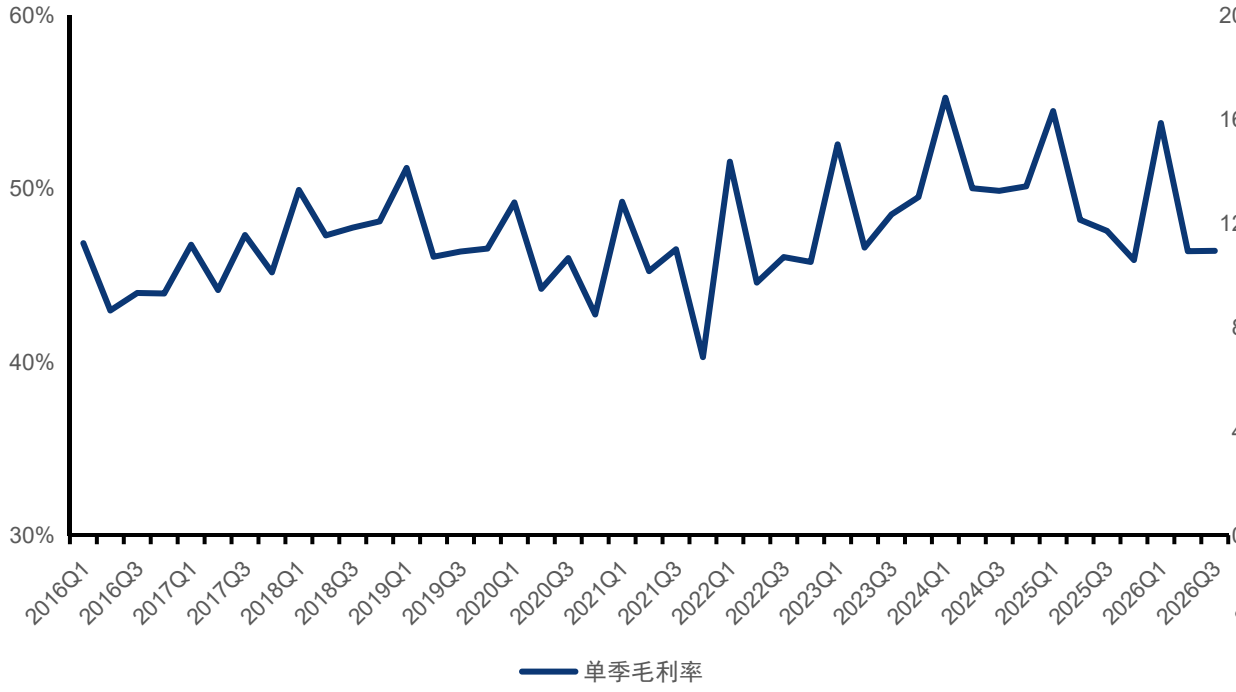


资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理。注：① 口径为食品制造业（C14）与酒、饮料和精制茶制造业（C15）合计，规模以上工业企业，与上市公司口径不可直接比较；② 单季值 = 当季末累计值 − 上季末累计值，单季同比以统计局公布的累计同比倒推上年同期基数后计算，均为本报告自测算，非统计局直接发布；③ 柱高为各年当年公布口径，因存在规上口径变化，跨年柱高不可直接相除，跨期变化以折线同比为准，2026 年口径下2025年三季收入较当年公布值低 3.3%、7.5%、3.6%（重述值 9,369.5、8,503.4、8,950.8 亿元），2025Q4因无2026年数据覆盖而未作重述。

2026年食品饮料行业成本承压：板块毛利率受到压制，费用端未能有效对冲

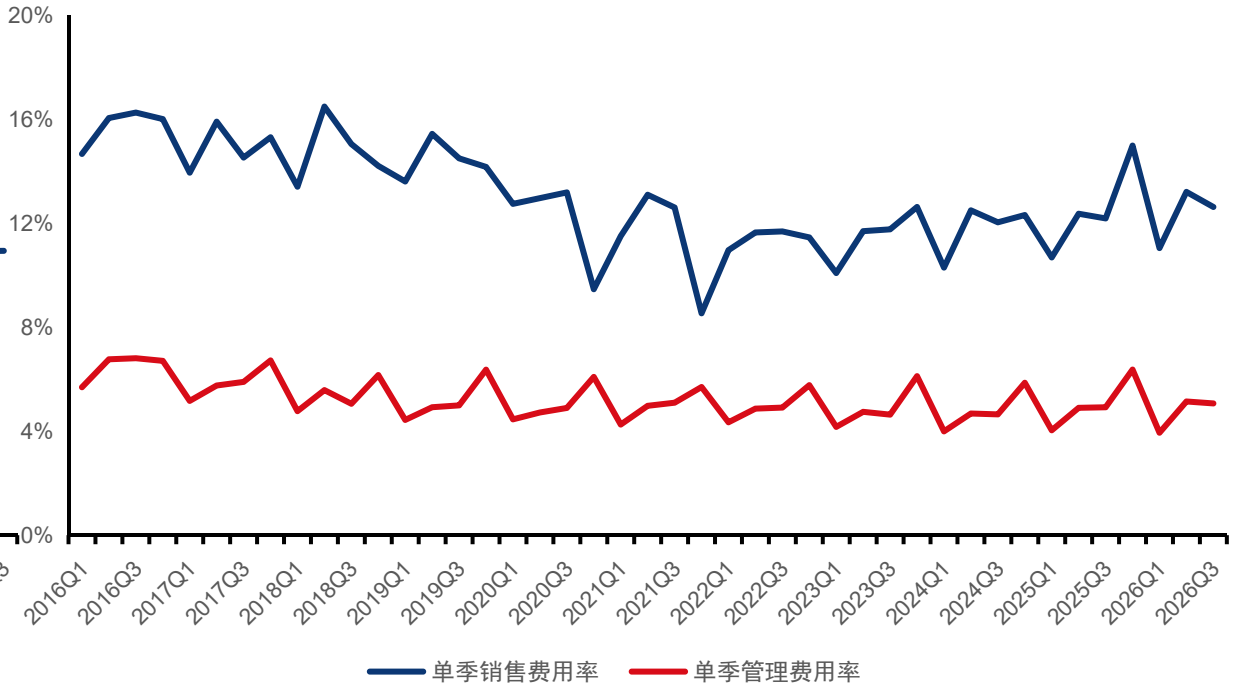
受2026年年初地缘政治冲突影响，大宗商品价格自2026Q2面临上行压力，包材、能源运输价格上涨逐渐传导到食品饮料企业报表端，食品饮料板块2026Q1-3单季毛利率分别同比-0.69/-1.81/-1.15个百分点。费用端，2026Q1-3单季销售费用率分别同比+0.36/+0.84/+0.44个百分点，费用端未能有效对冲成本压力。

图：食品饮料板块单季毛利率（%）



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

图：食品饮料板块单季销售费用率与管理费用率（%）

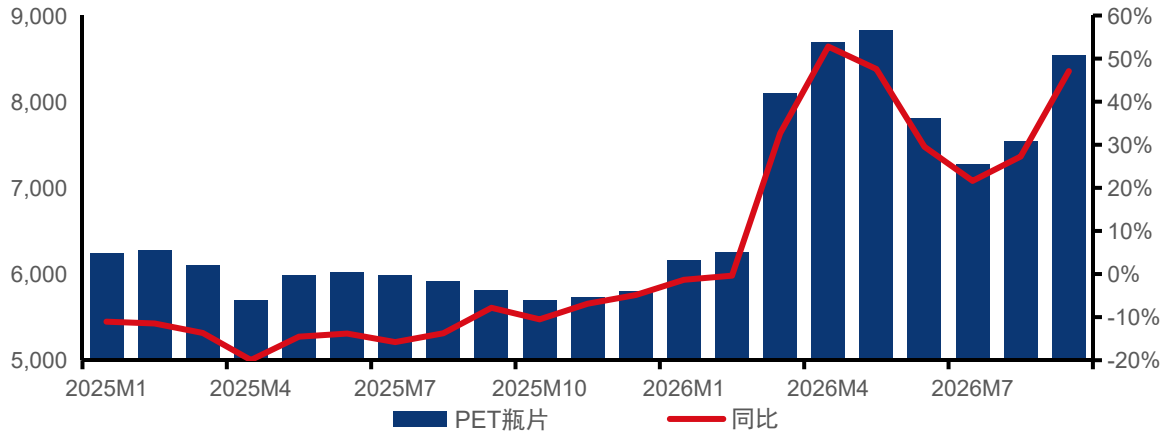


资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

成本压力：以PET为代表的包材成本上涨压力显著，辅料棕榈油价格亦有上涨

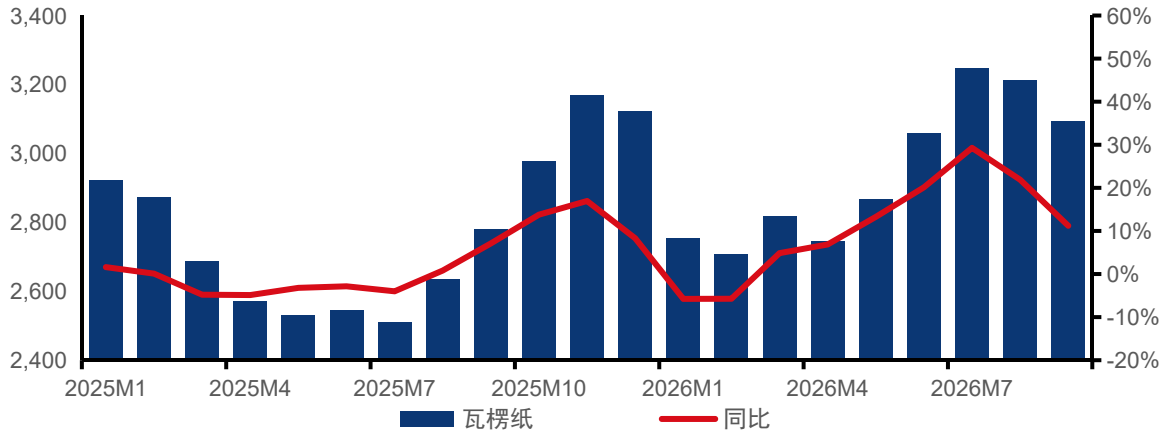
国信证券 GUOSEN SECURITIES

图：PET瓶片月度均价与同比（元/吨，%）



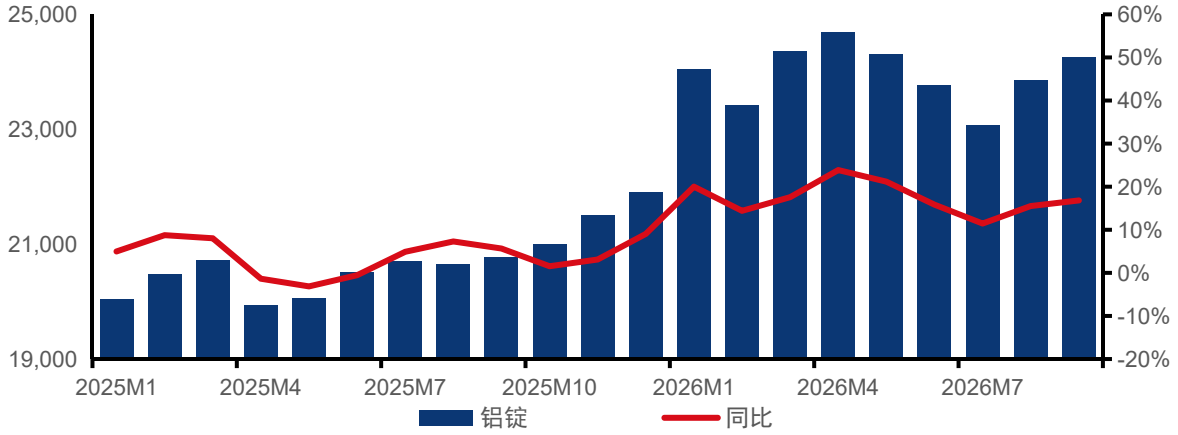
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：瓦楞纸月度均价与同比（元/吨，%）



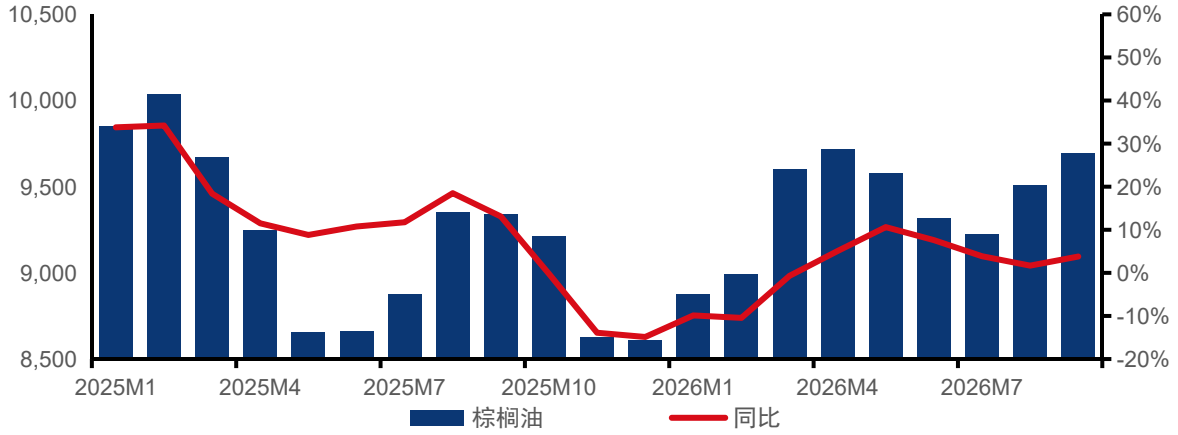
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图：铝锭月度均价与同比（元/吨，%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图：棕榈油月度均价与同比（元/吨，%）

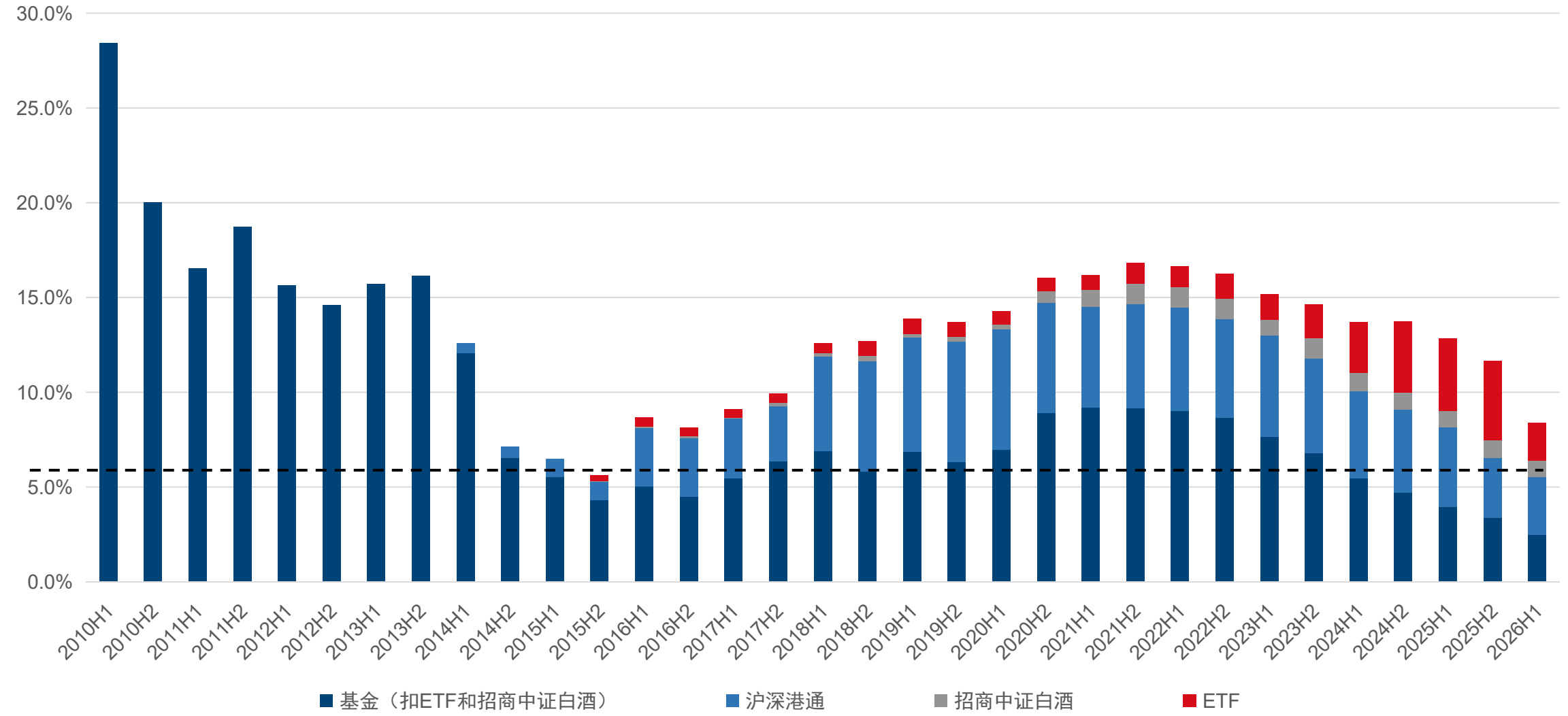


资料来源：iFinD、汇易网，国信证券经济研究所整理

机构持仓：绝对持股量比例，接近2015年水平，筹码相对较轻，但上涨仍需催化

国信证券 GUOSEN SECURITIES

图：机构持仓绝对持股量接近2015年水平

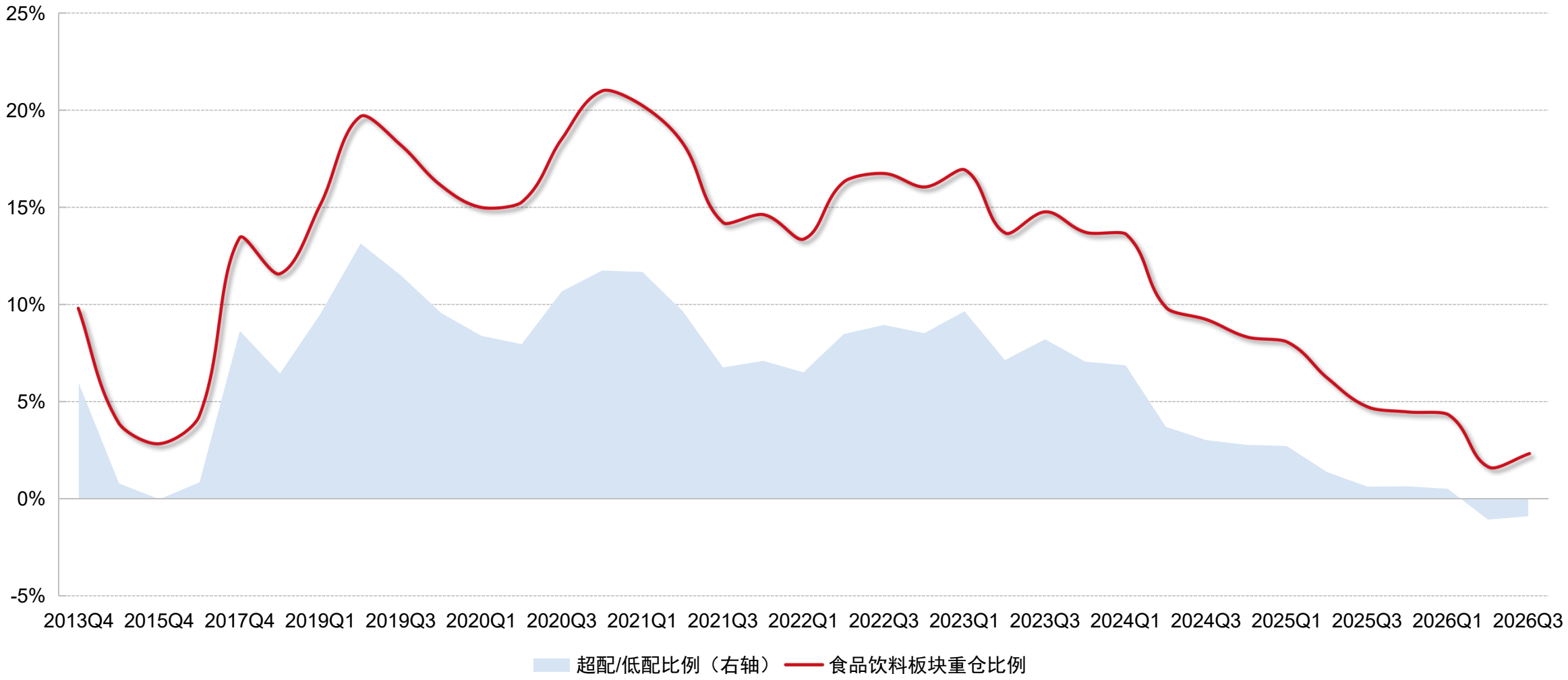


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

相对持仓：2016年来第一次出现低配，但回归超额仍需产业验证

国信证券 GUOSEN SECURITIES

图：食品饮料板块首次低配



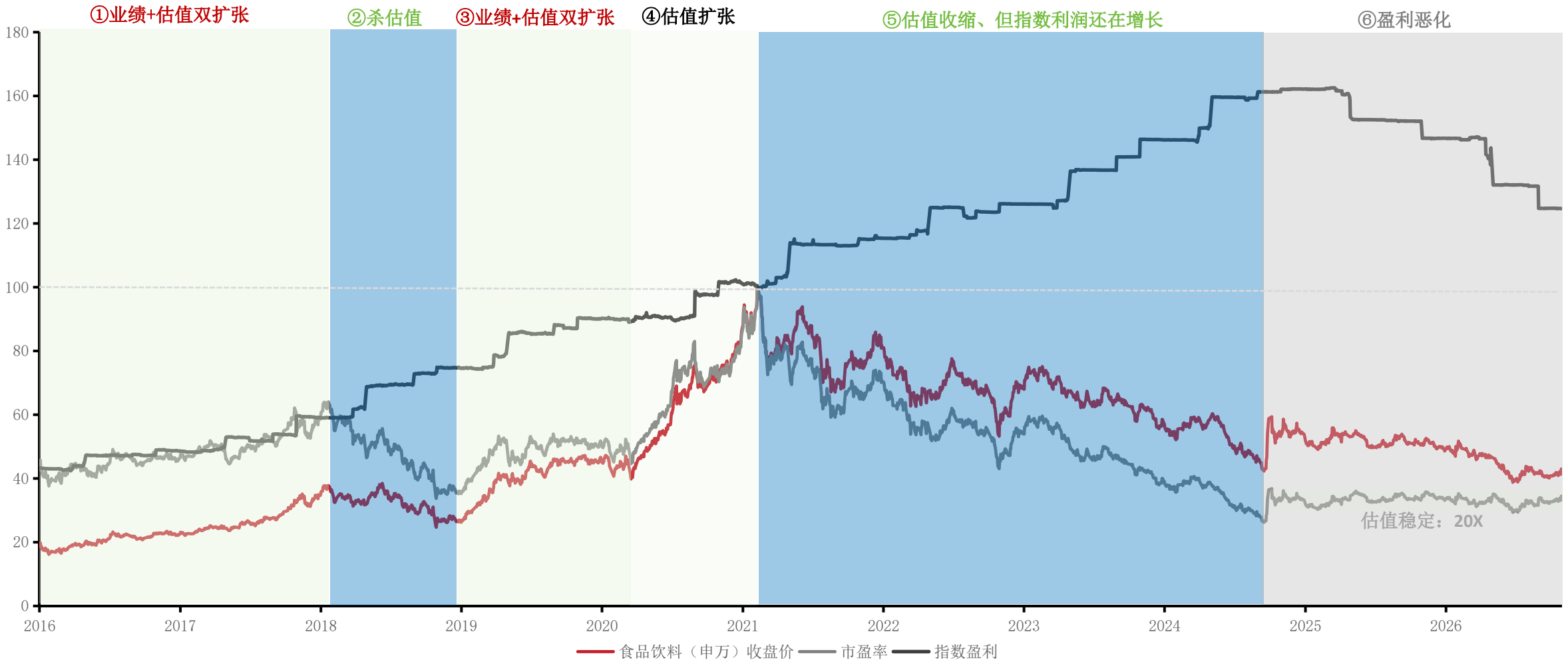
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

[02] 长期：内需新叙事：从“短期刺激”到“制度建设”， 关注中长期指标企稳改善

复盘本轮下跌：市场担忧长期叙事，经历“估值收缩”、“盈利恶化”

国信证券 GUOSEN SECURITIES

图：食品饮料（申万）指数近10年走势复盘

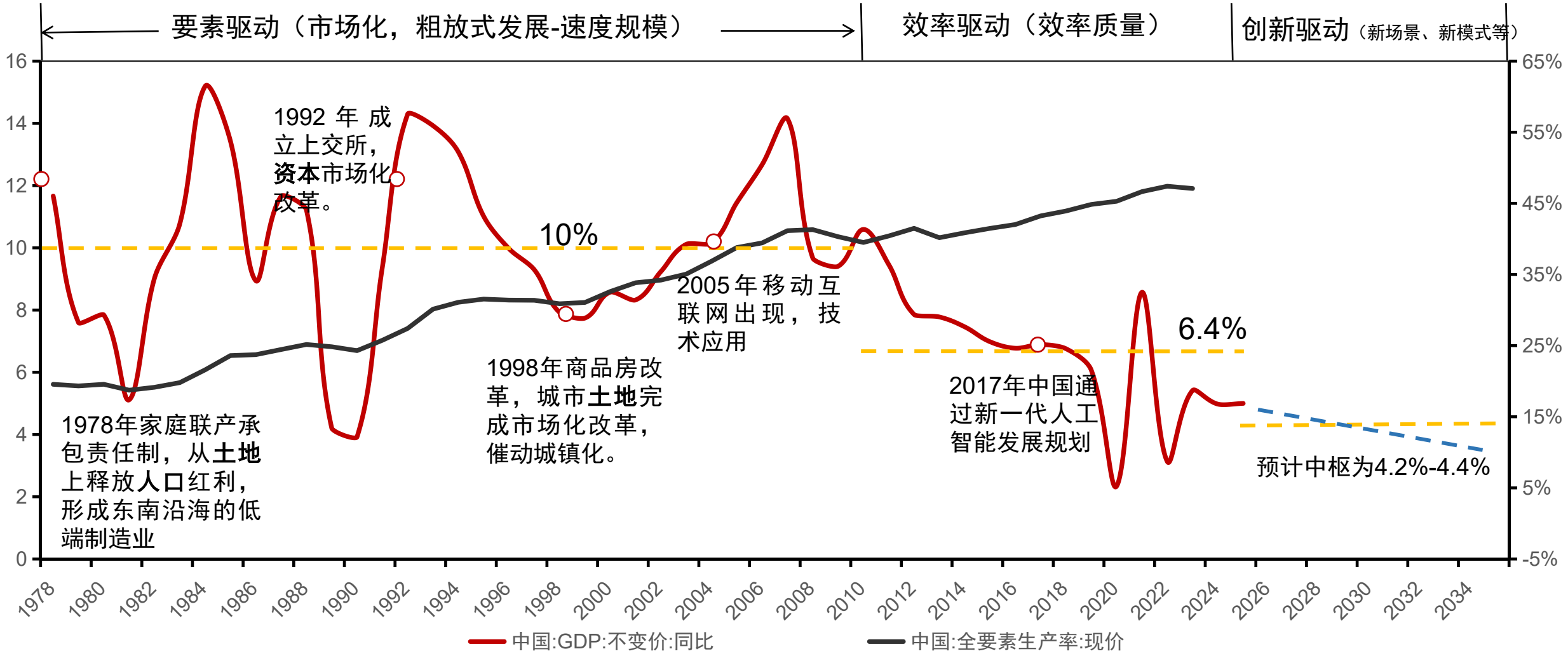


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

宏观背景：供给端看，从“效率驱动”到“创新驱动”

国信证券 GUOSEN SECURITIES

图：GDP 不变价同比增速与全要素生产率（1978-2035 年）



资料来源：Choice、国家统计局、格罗宁根成长与发展中心（GGDC），国信证券经济研究所整理及预测；
注：黄虚线为各阶段 GDP 增速台阶；蓝虚线为2026-2035年预测路径，中枢约4.2%-4.4%（4.4%为2035年较2020年经济总量翻一番所需年均增速）。

宏观背景：需求上看，从“商品经济”时代到“商品+服务经济”时代

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：宏观不同发展阶段梳理

发展阶段	1978-1991年 计划经济	1992-2003年 商品经济	2004-2020年 商品经济	2021年至今 商品+服务经济
社会特点	第二消费社会（物质财富快速增加，大量生产、大量消费）		第三消费社会时代（品牌化、品质化），并具备第四消费时代特点	
宏观背景	改革开放、温饱目标；乡镇企业快速发展；消费对经济增长的贡献一直保持60%+	经济进入快速发展，1997年金融危机后，并经历第一次消费品（彩电、冰箱、棉纺等）产能过剩。倒逼计划到市场经济转型	中国加入WTO、开启大基建、经济快速发展、**有人口红利期**	全面小康、**人口有减少趋势、家庭小型化、适龄结婚人数减少**
GDP增速	11.7%→15.2%→9.4%	14.3%→10.1%	10.1%→14.2%→6.1%	**8.6%→5.0%**
平均年出生人口(万人)	2170	1919	1594	933
出生率（‰）	18.3→23.3→19.7	18.2→12.4	12.3→13.0→8.5	7.5→5.6
老龄化率（60岁+）	7.6%	8.6%→10.3%	13.3%→18.7%	18.9%→23.0%
支柱性产业	农业、纺织业等（人口）	家电、电子等低端制造业（人口）	钢铁煤炭、房地产、家居建材等（土地）	房地产、互联网、人工智能、新能源汽车、生物医药等（资本）
热门职位	个体户、私营承包者，小作坊等	外贸、技术人员等	地产、资源相关等	IT、科研等
维持商品高价的工具	价格控制与固定定价、供给计划与资源分配	故事营销、稀缺性	故事营销、稀缺性	商品不再孤立存在，而是与服务捆绑，形成“价值生态”。

资料来源：Wind、Choice、iFinD、国家统计局，国信证券经济研究所整理

内需新叙事：从“短期刺激”到“制度建设”，关注中长期指标企稳改善

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ **内需新叙事：**以长期制度性建设夯实内需根基，为中期（2027H2）政策发力创造空间。以扩大内需为战略基点，推动惠民生和促消费、**投资于物（生产支持等）和投资于人（社会保障等）**紧密结合，推动更多资金资源“投资于人”、服务于民生，加快构建中国特色社会保障体系，形成经济发展和民生改善的良性循环，从根本上破解居民“没钱花、不敢花、不愿花”的堵点。**政策方向（制度红利）：**医疗/教育/就业三条主线、“一老一小”两个场景。

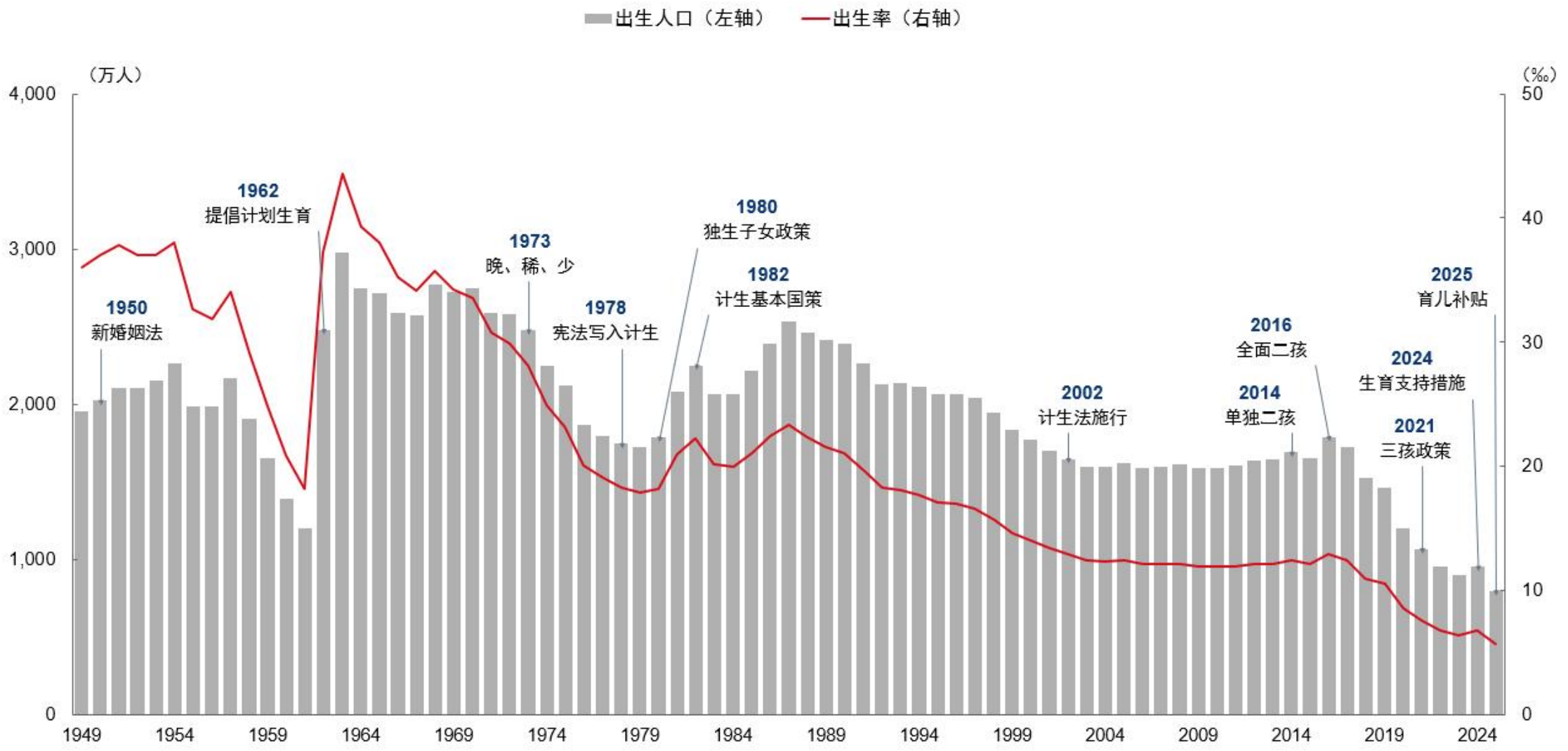
表：内需政策描述梳理

日期	证据描述	强度	主要来源
2025-12	中央经济工作会议将“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；提振消费专项行动+城乡居民增收计划	强	新华社
2026-02	《求是》刊发总书记《当前经济工作的重点任务》，重申内需主导	强	求是网
2026-07-13	国务院批复《扩大消费“十五五”规划》，首个国家级消费专项五年规划，2030社零约60万亿	强	中国政府网
2026-07-16	**《求是》2026/14《以畅通经济循环提升居民消费率》：系统论证提升消费率的战略必然性与系统性路径，文章系统厘清居民消费率与生活水平的区别，指出当前低消费率已从赶超阶段的“合意结果”转为发展模式与阶段的“错配信号”，明确提升路径核心在于畅通国民经济循环（投资→就业→收入→消费），而非短期刺激或硬性考核。重点破解“没钱花、不敢花、没地方花”，强调提高劳动报酬初次分配比重、完善社保与基本公共服务、清理养老/托育/健康等领域准入壁垒**	**很强**	**求是网**
2026-07-30	政治局会议：有效扩大国内需求、挖掘服务消费潜力	中	新华社
2026-07-31	发改委抓紧研究制定扩大内需战略实施方案（2026-2030）	强	国家发改委
2026-08-04	发改委发文《促消费，逻辑已变！》：再次明确从“短期刺激”到“制度驱动”	强	中国发展改革报社
2026-10-23	统筹人口与发展，建设生育友好型社会	强	中国政府网

资料来源：新华社、求是网、中国政府网、中国发展改革报社官方公众号，国信证券经济研究所整理

中长期指标：出生率进入政策呵护区间，有望企稳

图：中国出生人口、出生率与人口政策节点（1949-2025）



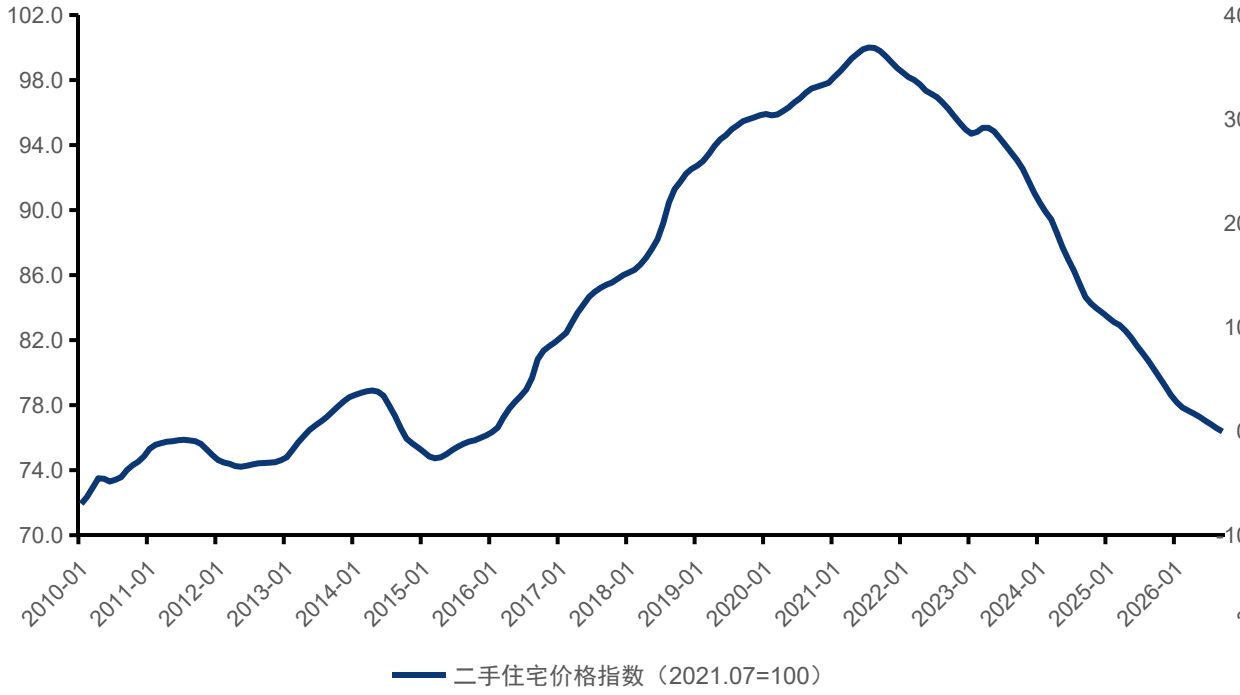
资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

中长期指标：财富效应待修复，房价仍是较大拖累

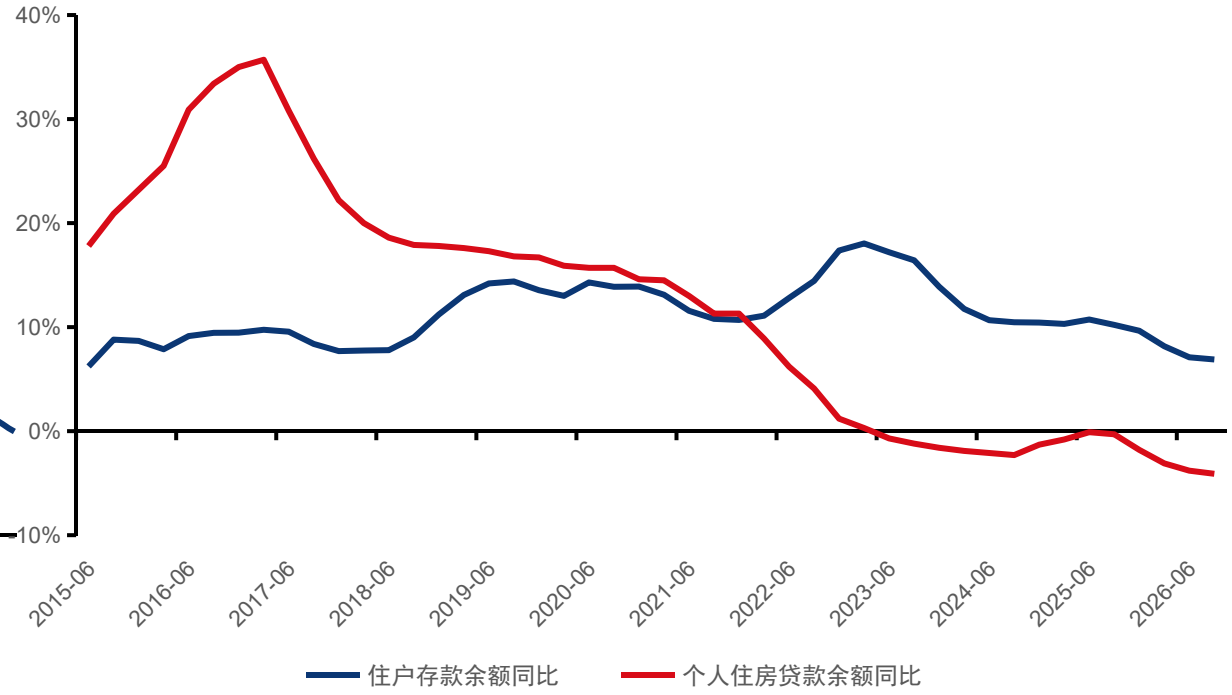
自2021年7月峰值以来，70城二手住宅价格指数累计下跌23.6%，负财富效应持续压制消费信心。2026Q3个人住房贷款余额同比-4.1%，连续14季为负，居民主动去杠杆；住户存款余额同比仍达+6.9%，预防性储蓄居高不下。居民体感财富持续收缩，同样等待政策支持。

图：70城二手住宅价格指数（2021年7月=100）



资料来源：Choice，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图：住户存款与个人住房贷款余额同比（%）



资料来源： Choice，中国人民银行，国信证券经济研究所整理

政策驱动下的宏观传导路径

国信证券 GUOSEN SECURITIES

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。**2026年7月《求是》：内需从短期刺激到长期制度建设。**

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＋住房贷款缩表）→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

居民消费信心、能力和倾向提高

传导至食品饮料

供给端	需求端
资本开支高峰过去	餐饮/场景消费恢复
↓	↓
产能出清（正在演绎）	消费频次增加（正在验证）
↓	↓
供需缓和/格局改善（餐供正在验证）	量价双稳（正在验证）

结果：**价格触底回升**（正在演绎，比如飞天茅台批价等）→利润弹性释放→龙头业绩+估值双击

备注：红色字体属于已被验证的环节

资料来源：Wind，国家统计局，今日酒价，百荣酒价，国信证券经济研究所整理

多子板块供给端出现积极信号

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：食品饮料子板块景气度及供需状态梳理

板块	细分赛道	行业景气情况	供需状态	竞争格局	成本端	后续催化
白酒		弱景气延续，报表修复分化	**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；控货去库与供需适配仍是调整重点。**需求**：旺季表现分化，低基数改善同比；需求量长期下降	品牌、渠道与资金优势有利于龙头，但头部企业仍有分化，价格带竞争持续。	整体受影响不大，部分中低价位酒企受粮食成本提升影响	2027年春节终端销售、库存消化与价盘改善。
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，近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	2026年龙头表现分化，百威亚太、青岛啤酒份额下降，燕京啤酒份额提升，华润啤酒、珠江啤酒份额略提升	2026年铝罐和运输成本上行，大麦成本略降，成本红利收窄	大单品或新品放量、旺季销量在低基数之上转正
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	新品放量
休闲食品		景气适中，企业间分化	**供给**：产能过剩，中小企业出清困难**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，葵花籽、燕麦原料价格下降，棕榈油、鳕鱼、鳀鱼、部分坚果原料价格上行	新产品放量、新渠道导入并放量
乳品	液态奶	企稳&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（成本红利收窄但减值降低）	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（结婚、新生儿减少）	母婴体系定制化+线上份额分散化，超高端、大众价格带更集中	生鲜乳价企稳（成本红利收窄但高毛利影响很小）	生育政策、库存出清等刺激
	深加工	较高景气	**供给**：国内低成本产能增加，海外出清；**需求**：双位数增长	国产替代	处于低位 但奶价边际上行	上涨
饮料	包装水	受天气影响，有压力	**供给**：产能充足；**需求**：预计低单下滑	龙头份额修复	PET压力2026Q2起体现	无
	无糖茶	高景气	**供给**：产能充足；**需求**：预计依然双位数增长	龙一绝对领先且份额提升	高盈利相对受影响小	延续高增
	功能饮料	景气降速	**供给**：产能充足；**需求**：预计持平上下	格局改善	包材有一定压力、白糖2026H2起承压	无
餐饮供应链	基础调味品	景气偏弱，与餐饮环境强相关	**供给**：供给能力充足。**需求**：线上及其他品类增长，餐饮需求约束仍在。	龙头凭借品牌、渠道与规模拓展份额。	大豆与包材或有压力。	餐饮需求企稳；渠道精耕、线上及多品类扩张。
	复合调味品	景气偏弱，与餐饮环境强相关，但是企业间分化	**供给**：基础产能充足。**需求**：定制化研发需求尚在，但是导致研发能力、价格内卷。	龙头通过多品类与渠道拓展争取增量。	油脂、香辛料及包材或有压力。	餐饮需求企稳、新品、新渠道拓客
	速冻、预制菜	景气偏弱，但是企业间分化	**供给**：部分企业前期产能投入仍需消化。**需求**：传统需求仍弱。	市场份额分散	鱼浆、油脂与包材存在压力，猪肉米面可部分对冲	餐饮需求企稳、新品、新渠道拓客。

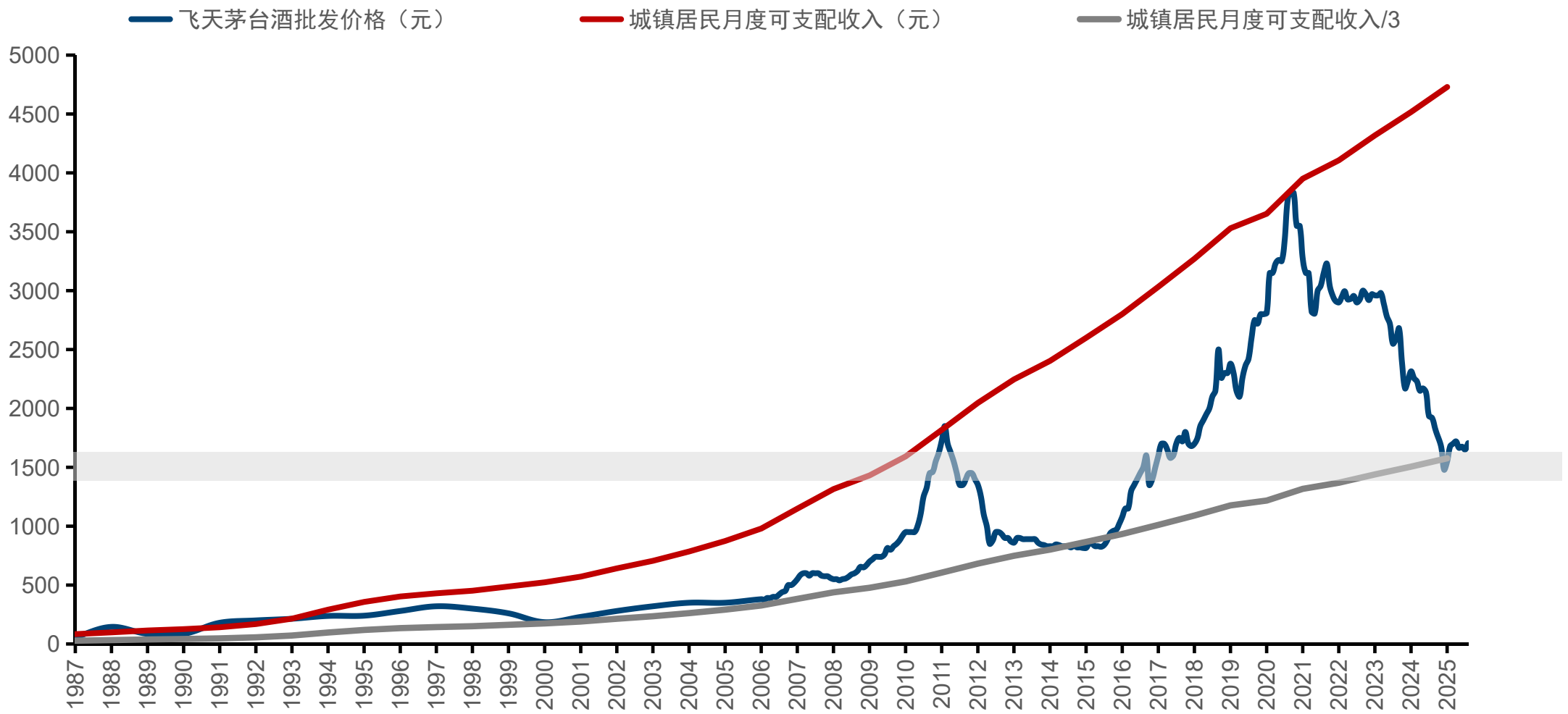
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：iFinD，国家统计局，国信证券经济研究所整理

行业长期指标：家庭端承接需求，飞天茅台批价进入长期底部区间

国信证券 GUOSEN SECURITIES

图：飞天茅台酒批价与城镇居民月度可支配收入



资料来源：Wind，今日酒价，国信证券经济研究所整理

03 展望2027年：从等“出清”到等“催化”，行业价格秩序有望回归

研判一：从等“出清”到等“催化”，政策是最大变量，收入增速同比转正是白酒公司进入可交易区间的重要信号（供给侧影响投资方向）

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：主要白酒公司单季度收入增速及未来季度表观转正的可能性

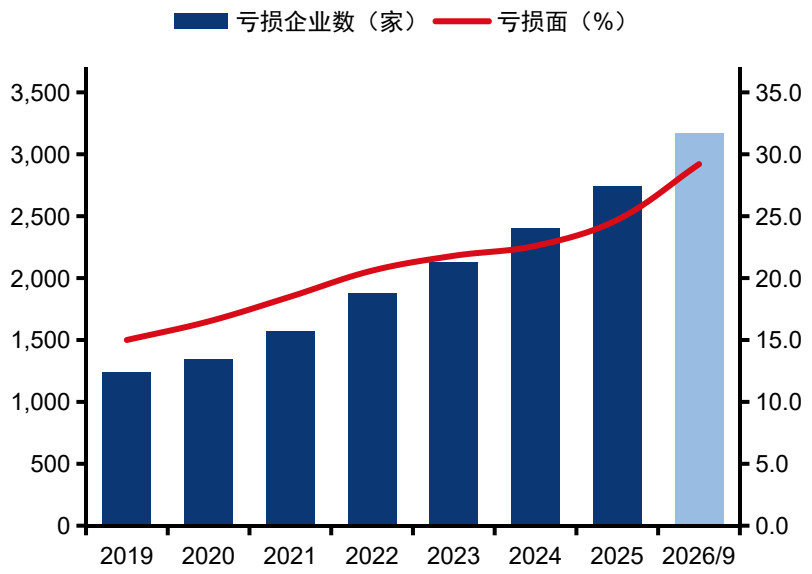
公司	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3	是否去库存	业绩可预测性	收入-ttm接近哪一年	预测区间 2026Q4	2027Q1	2027Q2	2027Q3
贵州茅台	-19%	6%	-5%	3%	否	强	2024（0%）	2022（+9%）	2025（+6%）	2024（+2%）	2025（+1%）
五粮液	-53%	34%	-13%	-38%	是	较强	2018（+7%）	2018（-8%）	2021（-6%）	2017（+2%）	2016（0%）
泸州老窖	-62%	-14%	-66%	-37%	是	较强	2020（+4%）	2016（+7%）	2023（+5%）	2017（0%）	2020（+6%）
山西汾酒	25%	-10%	-18%	-18%	是	较强	2024（-5%）	2023（+12%）	2024（-3%）	2023（-3%）	2023（-5%）
洋河股份	-18%	-26%	-37%	-61%	（库存不是核心问题）	弱	2011（+2%）	低于2013	2017（+8%）	2011（-7%）	低于2010
（某次高端白酒公司）	-52%	-15%	-51%	3%	-	弱	2018（-6%）	2018（+1%）	2018（+9%）	2010（+1%）	2018（+9%）
酒鬼酒	50%	-8%	-2%	-14%	-	弱	2011（+9%）	2017（+6%）	2020（+2%）	2011（0%）	2017（-6%）
舍得酒业	-20%	-6%	-28%	-19%	-	弱	2020-21	2012（-6%）	2021-22	2020-21	2020（+10%）
古井贡酒	-47%	-19%	-43%	4%	是	较强	2022（-9%）	2020（+8%）	2024（-10%）	2021（-7%）	2020（+3%）
今世缘	-19%	-15%	14%	16%	是	较强	2023（-1%）	2022（-5%）	2024（-7%）	2023（-3%）	2023（-7%）
迎驾贡酒	-18%	9%	7%	4%	是		2023（-6%）	2021（+8%）	2024（-4%）	2023（-3%）	2022（+4%）
口子窖	-51%	-24%	-20%	3%	-	弱	2017（-5%）	2017（-8%）	2019（+1%）	2015（+1%）	2014（-3%）
老白干酒	-38%	4%	-33%	9%	-	弱	2021（-5%）	2016（+1%）	2025（+4%）	2021（-2%）	2018（-4%）
金徽酒	-12%	-1%	11%	-4%	否	较强	2024（-2%）	2020（-11%）	2025（-1%）	2024（+7%）	2023（+6%）

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理及预测。注：收入-ttm“接近哪一年”列中“2018（+7%）”代表过去四个季度收入最接近2018年。预测区间的含义：比如贵州茅台2026Q4“2022（+9%）”代表2026年四季度的收入基数（2025年四季度收入）最接近2022年；加浅红底色的转正概率大。

研判一：从等“出清”到等“催化”，政策是最大变量

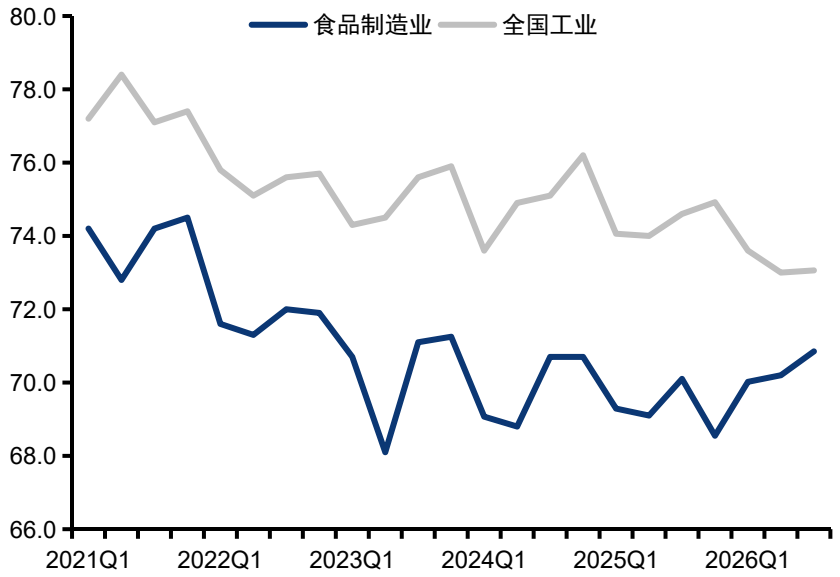
大众品：库存及产能有序出清，同时龙头主动优化供给，为后续经营提供支撑。1）库存及产能出清：库存方面，啤酒、预调酒公司2026年主动压降渠道库存；产能方面，随着食品制造业亏损企业数量增加、亏损面持续上升，预计陆续有尾部企业退出（2026年9月末亏损面29.2%），2026Q3食品制造业产能利用率回升至约70%。2）龙头主动优化供给：一方面创新力度加大，健康化（高蛋白、高膳食纤维、减糖减油、零添加）与品质化（精酿、茶啤、果啤）成为共同方向；另一方面主动适配渠道结构变化，拥抱量贩零食、高端会员店、即时零售，并伴以供应链升级，为联名定制与部分代工做产能适配。

图：食品制造业亏损企业数及亏损面



资料来源：国家统计局，Choice，国信证券经济研究所整理；注：亏损面=亏损企业单位数/规模以上工业企业单位数，2026年为9月末值

图：食品制造业产能利用率（当季）



资料来源：国家统计局，Choice，国信证券经济研究所整理；注：产能利用率为当季值

表：大众品行业供给侧适应调整动作

行业	供给侧适应动作
啤酒	渠道库存去化；龙头推出更多精酿、鲜啤、茶啤、果啤等产品；积极拥抱即时零售渠道
零食	龙头推出高蛋白肉制品、蛋制品、水果制品；积极拥抱量贩零食、会员制超市、即时零售等渠道
乳品	龙头布局乳制品深加工产能，挖掘潜在需求增量
速冻	龙头积极拥抱量贩零食、高端会员店等渠道，并为重要 B 端客户提供定制代工

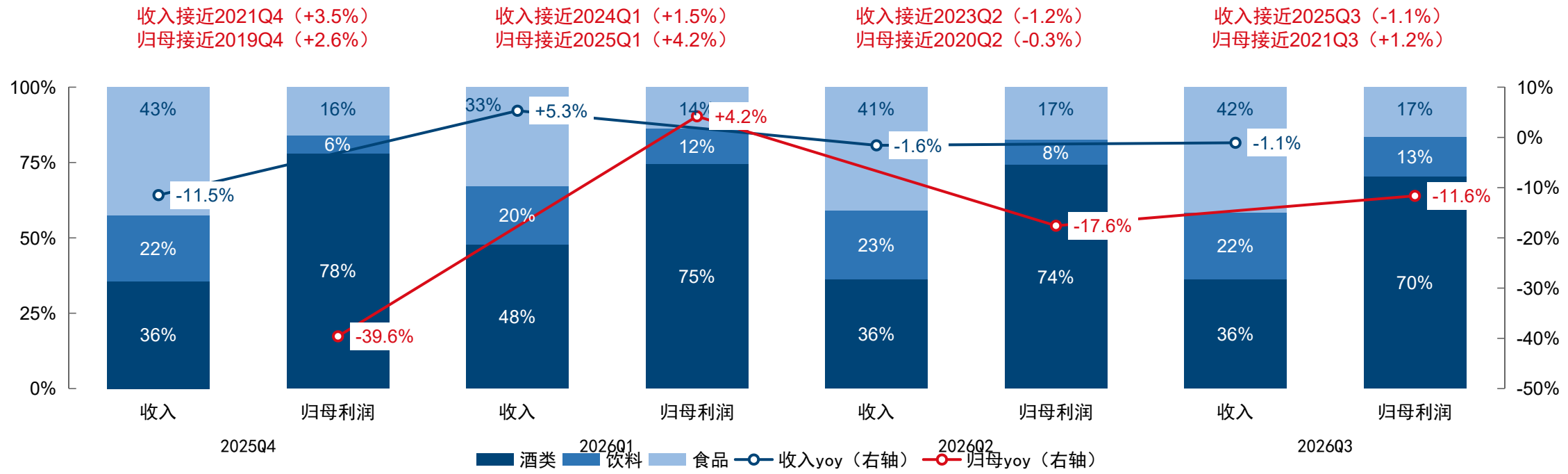
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

研判二：2027年上半年需求惯性承压，下半年验证方向（需求侧影响投资节奏）

国信证券 GUOSEN SECURITIES

需求节奏判断：受居民消费信心不足等因素影响，预计2027年上半年多品类需求或惯性承压，但底部信号增多，2027H2是验证需求方向关键窗口。

图：2025Q4-2026Q3食饮A股收入/归母净利润结构及同比



资料来源：Wind，国信证券研究所整理

研判三：预计2027年上半年成本压力显现，关注主导产品的量价策略

国信证券 GUOSEN SECURITIES

2026年以来PET瓶片、铝锭、原油等大宗价格同比涨幅明显走阔，预计2027年上半年成本压力集中显现，关注细分赛道主导产品量价策略变化，龙头或以降本增效、节省费用、直接提价对冲成本压力。

表：食品饮料行业主要成本构成项均价同比增速

均价同比增速（%）		2025				2026		
		2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3
原材料	生鲜乳	-13.8	-9.4	-5.1	-3.0	-2.4	-1.3	1.1
	大豆	-16.5	-10.7	-10.3	-0.2	5.7	9.5	8.2
	豆粕	-11.3	-5.3	-6.1	-1.8	-5.0	-7.2	-1.4
	猪肉	5.3	-5.9	**-23.1**	**-25.0**	-19.7	**-28.4**	**-20.7**
	毛鸭	-16.3	-12.8	-7.6	-11.3	1.5	1.6	-6.3
	豆油	3.9	2.3	8.3	1.3	3.7	6.4	4.7
	棕榈油	**28.3**	10.4	14.4	-10.4	-6.8	7.6	3.1
	进口大麦	-9.7	-3.7	4.1	1.6	1.6	3.3	5.7
	白砂糖	-7.7	-6.7	-8.1	-8.7	-11.2	-12.7	-12.5
	面粉	-19.7	-12.3	-4.6	0.5	5.7	4.7	2.0
	鱼糜*	16.9	19.4	20.0	**31.6**	11.4	**31.6**	15.5
包材	铝锭	7.1	-1.7	5.9	4.8	17.6	**20.2**	14.6
	浮法玻璃	**-31.7**	**-24.7**	-12.7	-13.5	-14.9	-10.4	-10.7
	瓦楞纸	-1.0	-3.7	1.3	15.2	-2.2	13.4	**20.5**
	PET瓶片	-12.1	-16.3	-12.8	-7.3	11.3	**43.1**	**31.8**
运输	原油	-6.1	**-21.0**	-10.9	-13.2	8.1	**54.4**	**32.5**
	公路运输	2.3	2.6	1.4	0.2	0.7	0.7	0.1
	航运	3.6	-18.9	**-39.2**	**-25.6**	-16.6	16.7	**54.4**

资料来源：iFinD、国家统计局、农业农村部、海关总署、Choice、国信证券经济研究所整理；注：季度均值为季度内日/周/旬度报价的算术平均，同比为季度均价的同比变化；红色为同比上涨（成本压力），蓝色为同比下跌（成本红利），颜色越深幅度越大；* 鱼糜价格采用海关冻鱼进口均价。

研判三：预计2027年上半年成本压力显现，关注主导产品的量价策略

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：食品饮料行业2027年成本端展望

行业	主要龙头	成本占比（占收入比例）	直接材料占比（占收入比例）	2027年展望	2027年成本同比变化程度（预计）				成本对冲方式（预计）
					2027Q1	2027Q2	2027Q3	2027Q4	
啤酒	华润啤酒、青岛啤酒	56.9%~58.2%	37.0%	预计进口大麦价格上涨（因天气影响产量以及海运费价格上涨）、纸箱价格上涨，其他包材价格仍取决于地缘政治等外部因素	●●	●	●	●	内部降本增效、优化货折/促销费用投放、提价（目前概率不高）
软饮料	农夫山泉、华润饮料、东鹏饮料	39.5%~55.1%	29.6%~43.9%	PET同比+25.6%（2026年1-9月），9月单月同比+47.1%、10月中旬达+57.7%至8960元/吨；白砂糖、瓦楞纸处阶段性底部，看涨	●●	●●	●	○	锁价、弹性库存管理；品类向高毛利迁移；包材减重+降费投
餐饮供应链	安井食品、千味央厨	77.3%~78.4%	46.2%-50.3%	预计温和承压。鱼浆、油脂及包材是主要涨价风险，猪肉与米面原料有望部分对冲。	●	●	●	●	集中采购、优化结构；控制促销折价，择机调价。
烘焙	桃李面包、立高食品	70.3%~77.5%	54.80%	乳脂原料降价及提前锁单有望支撑2027Q1成本，油脂、塑料包材高位形成部分对冲	○	○	○	○	择机锁价、国产原料替代；优化产品组合，提高产线利用率。
调味品	海天味业、千禾味业	59.8%~62.2%	45.00%	预计大豆及塑料包材小幅承压。	●	●	●●	●●	采购与包材优化、精益降损；多品类经营优化产品结构。
	安琪酵母	75.3%	40%左右	预计糖蜜成本整体平稳，但是降幅收窄。	●	●	●	●	优化原料组合、生产工艺及能耗。
	涪陵榨菜	48.4%	32.60%	预计成本整体平稳，青菜头新季收购价与包材是主要变量。	○	○	○	○	原料收储与基地建设、包材统采；提高原料利用率及生产效率。
	颐海国际、天味食品	59.3%~67.3%	47.40%	预计牛油、植物油、辣椒花椒及包材同比小幅承压。	●	●	●	●	集中采购、产品结构优化；控制折扣，改善投放效率。
乳制品	伊利股份、蒙牛乳业	60.1%~65.4%	45.7%~50.2%	原奶2027年预计上涨 3%~5%；预计供给端延续去化；额外风险来自包材，预计2027年小幅上涨	●	○	○	○	包材锁价；产品结构升级；费用率精细化；毛销差改善为主要缓冲
零食	卫龙美味	52.0%	39.3%	大豆油价格或高位震荡、包材价格仍取决于地缘政治等外部因素，预计魔芋原料价格同比下行，对冲部分成本压力	●	○	○	○	内部降本增效、适度节省费用（直接提价概率低）
	洽洽食品	76.6%	63.9%	新一季葵花籽收成季天气良好，预计采购价同比略降；坚果原料价格走势因品种而异，整体预计维持高位	○	○	○	○	内部降本增效、优化货折/促销费用投放（直接提价概率低）
	西麦食品	58.0%	约50.9%	预计燕麦原料价格同比小幅上涨（因澳洲燕麦种植面积略有下降），但因有库存储备，预计向报表端的传导有时滞	○	○	●	●	产品结构升级、内部降本增效、适度节省费用
方便面	康师傅控股、统一企业中国	65.2%~66.8%	约55%	厄尔尼诺对棕榈油产量的冲击有 6~11 个月时滞，减产预计 2027 上半年集中体现；当前仍处增产出清、库存上行的磨底阶段；面粉价格基本持平（CBOT 小麦同比 +11.1%，国内现货年末偏弱）	●	●	●	○	产品结构高端化；包材减重；内部降本增效；提价概率中等但跟进度存疑

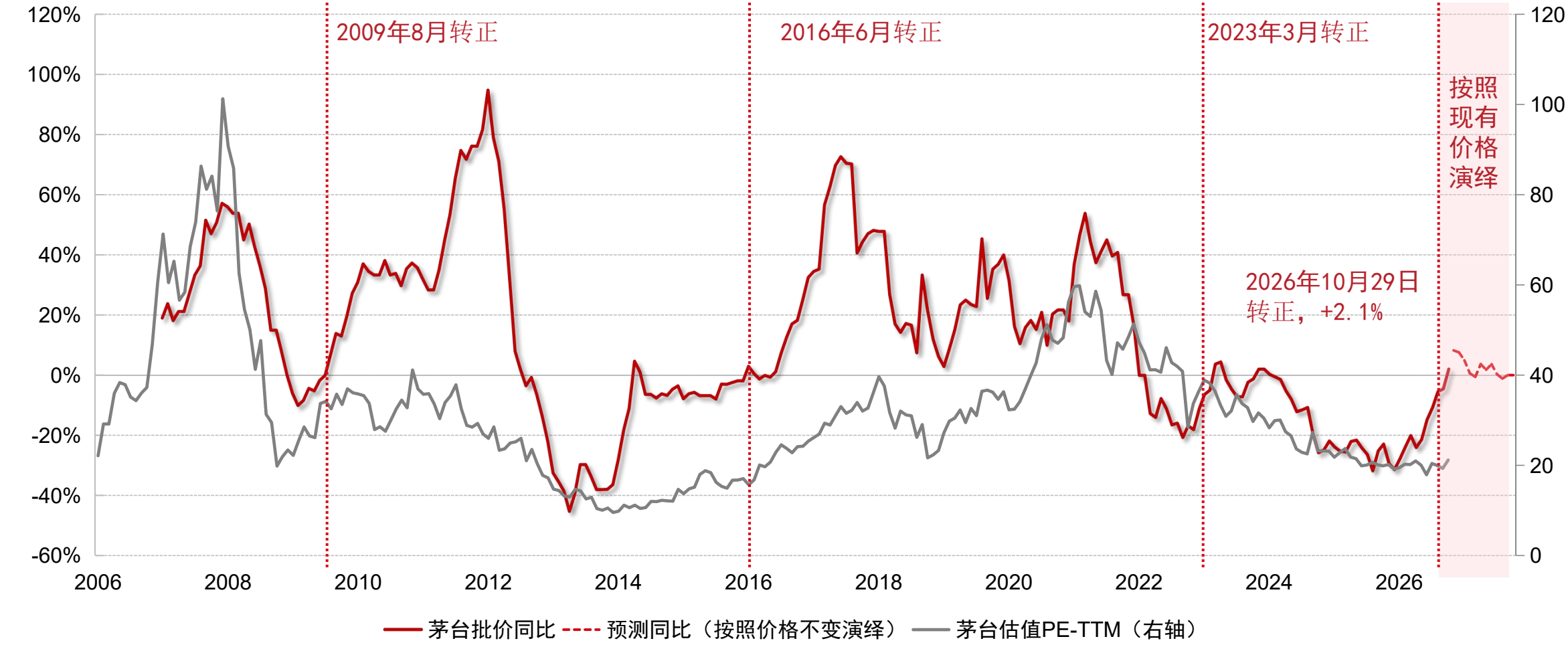
圆点图例：●●● 显著上行 ●● 温和上行 ● 轻微上行 ○ 基本持平 ● 轻微下行 ●● 温和下行 ●●● 显著下行

资料来源：各公司2025年年报、西麦食品招股说明书、Choice，国信证券经济研究所整理；成本占比=1-2025年毛利率；直接材料占比由2025年报（直接材料占营业成本比重×成本率）折算，圆点为2027年各季度成本同比变化程度。

研判四：渠道价差收敛，价格秩序回归，茅台价格率先企稳，关注五粮液量价策略

效率带来的渠道红利逐步消退，线上线下价格收敛后，价格秩序回归，关注主要公司和产品的价格转机。

图：贵州茅台估值与飞天茅台批价同比有一定相关性，且飞天茅台批价同比于10月29日时隔28个月再次转正

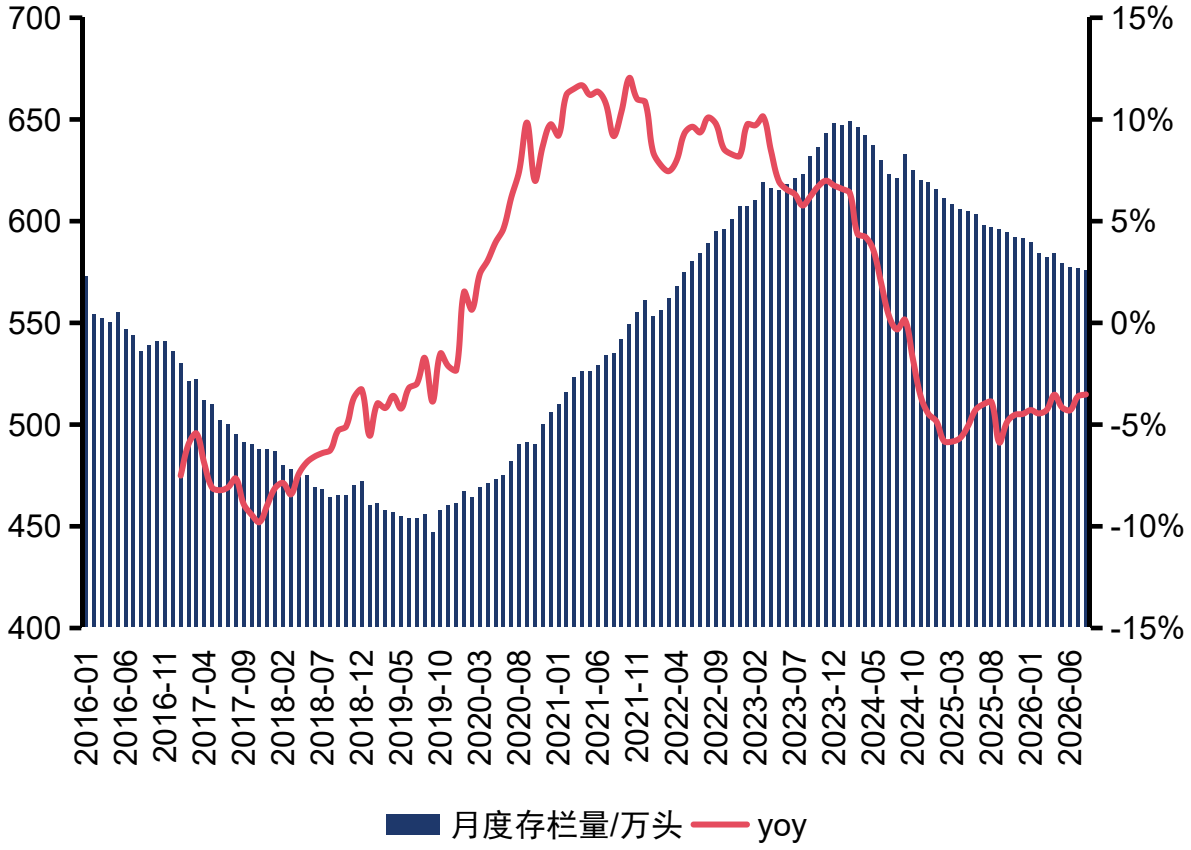


资料来源：今日酒价，Wind，国信证券经济研究所整理

研判四：渠道价差收敛，价格秩序回归

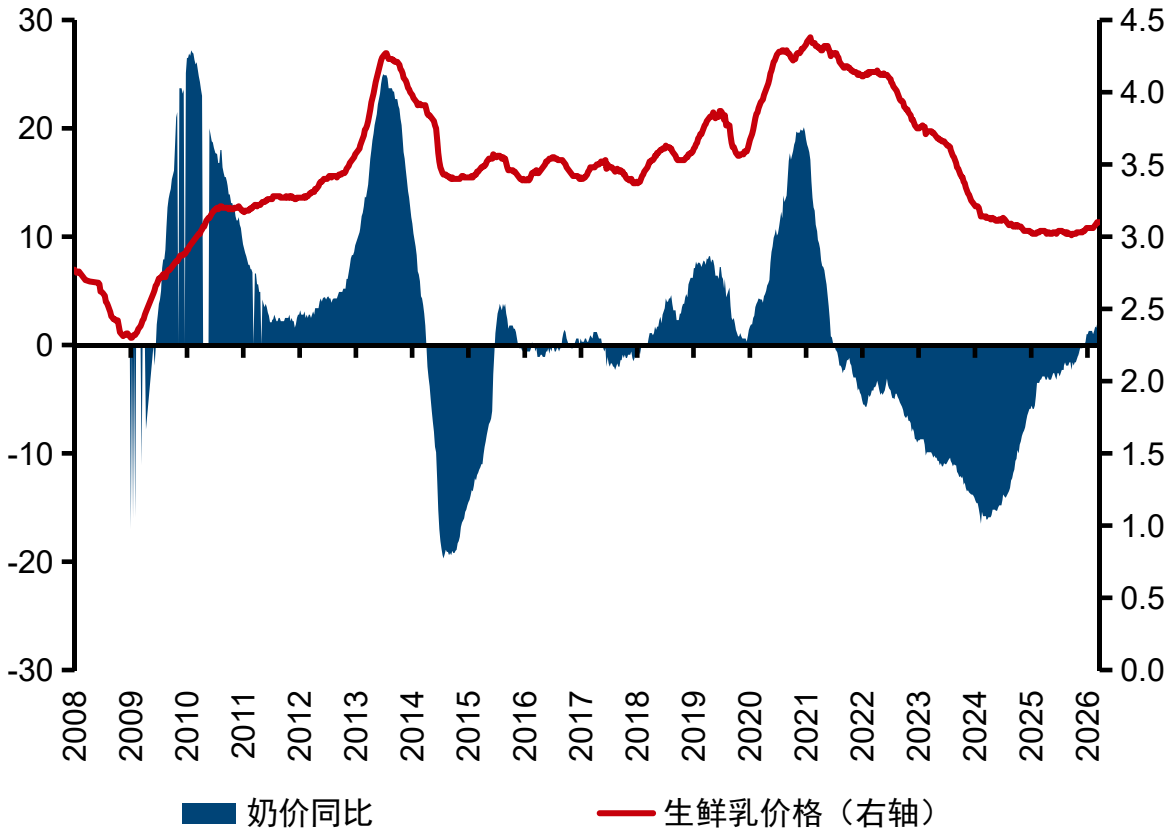
效率带来的渠道红利逐步消退，线上线下价格收敛后，价格秩序回归，关注主要公司和产品的价格转机。

图：上游存栏持续去化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：生鲜乳价格在2026年企稳



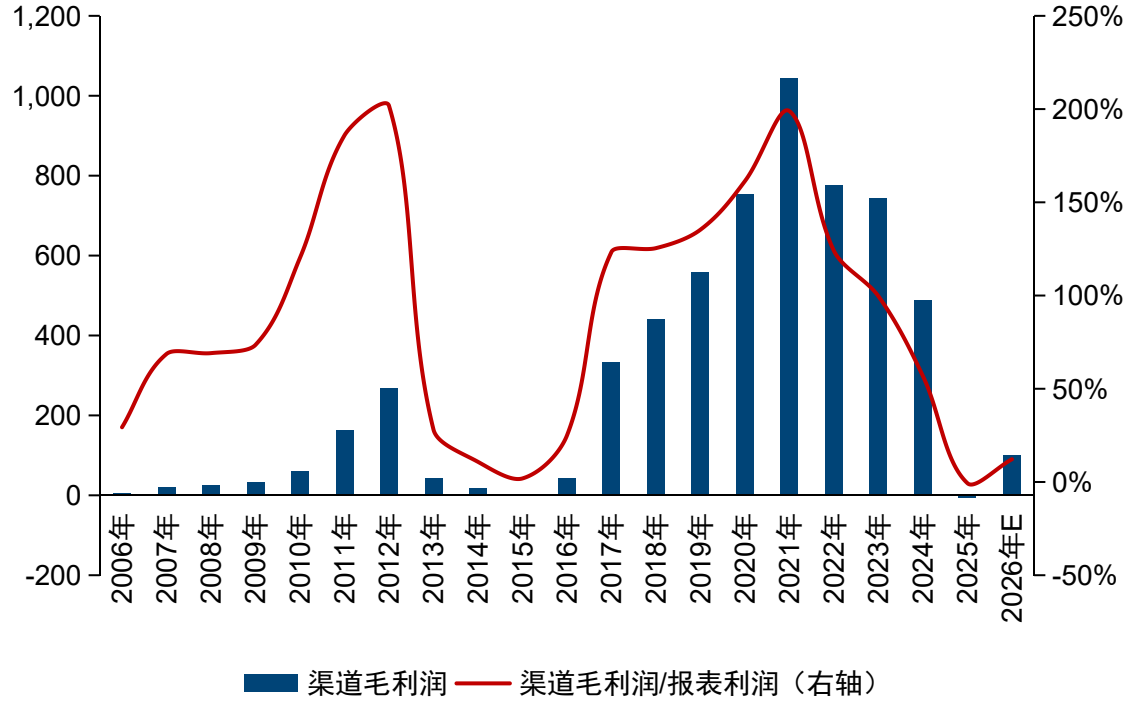
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：iFinD，国家统计局，国信证券经济研究所整理

报表端：白酒企业吨价或在2027年转正

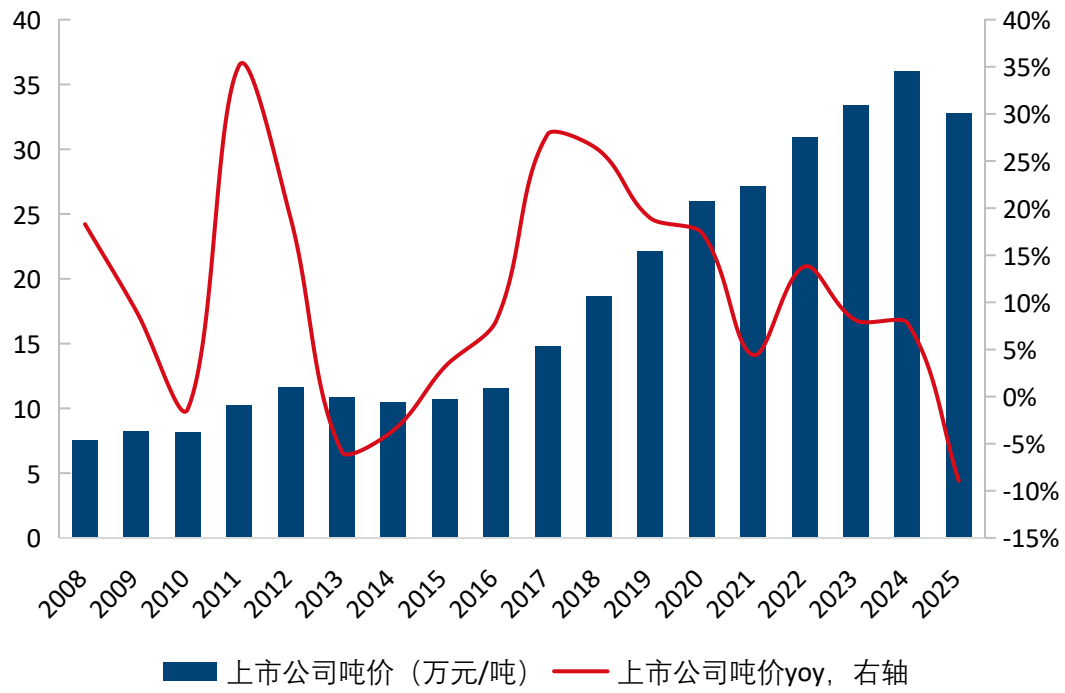
- **茅台批价同比变化与PPI当月同比拟合度较高**，如我们在《宏观经济指标如何指引白酒行业投资？》报告中阐述，白酒行业是经济活跃度的重要指标，PPI回升→商务需求增加→白酒景气度提升；当前PPI伴随输入型通胀同比回正，若顺利传导至工业利润/CPI端，白酒消费低基数下也有望温和修复。
- 复盘历史看，白酒行业及上市公司吨价在2010-2012年、2016-2022年提升较快，大体上与PPI同比峰值阶段吻合。本轮周期吨价提升（2023-2024年）更多是集中度提升和龙头公司结构仍略有向上驱动，伴随2025年供给端更加贴近真实消费需求结构，吨价同比下降双位数。我们预计2026年白酒行业仍是调整结构和释放包袱的阶段，若2026H2经济指标修复较好，价格周期也有望走稳。

图：茅台渠道毛利/报表利润呈现周期变化



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 注：数据已经经过同比口径调整，并剔除顺鑫农业

报表端：大众品多品类龙头出现吨价回正

- **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：2025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全国均价，行业周期向上。

表：大众品龙头公司2024年吨价普遍承压，2025年逐渐企稳修复

板块	公司	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026（预测）
餐供	安井食品	1.4%	4.4%	11.0%	5.4%	13.7%	1.3%	-4.5%	1.6%	预计延续正增
	海天味业	0.9%	-1.7%	-0.7%	0.3%	3.8%	-0.7%	-2.5%	-0.2%	预计持平略增
乳业	伊利股份	5.90%	4.20%	-0.20%	4.50%	1.30%	-1.40%	-4.80%	-3.40%	预计同比转正
	新乳业	2.40%	5.40%	-4.80%	-0.40%	1.50%	1.70%	-3.80%	0.25%	预计延续正增
啤酒	华润啤酒	12.3%	2.8%	-2.4%	6.6%	5.3%	4.0%	1.5%	-1.4%	预计低单增长
	青岛啤酒	0.2%	5.0%	1.9%	7.0%	4.9%	6.3%	0.4%	-0.7%	预计低单增长
	燕京啤酒	9.0%	2.9%	1.2%	8.4%	4.6%	2.9%	-0.6%	1.3%	预计延续低单增长
	嘉士伯中国	6.6%	10.2%	3.5%	5.0%	4.2%	0.6%	-1.2%	0.2%	预计基本持平
	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%	预计延续低单增长

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

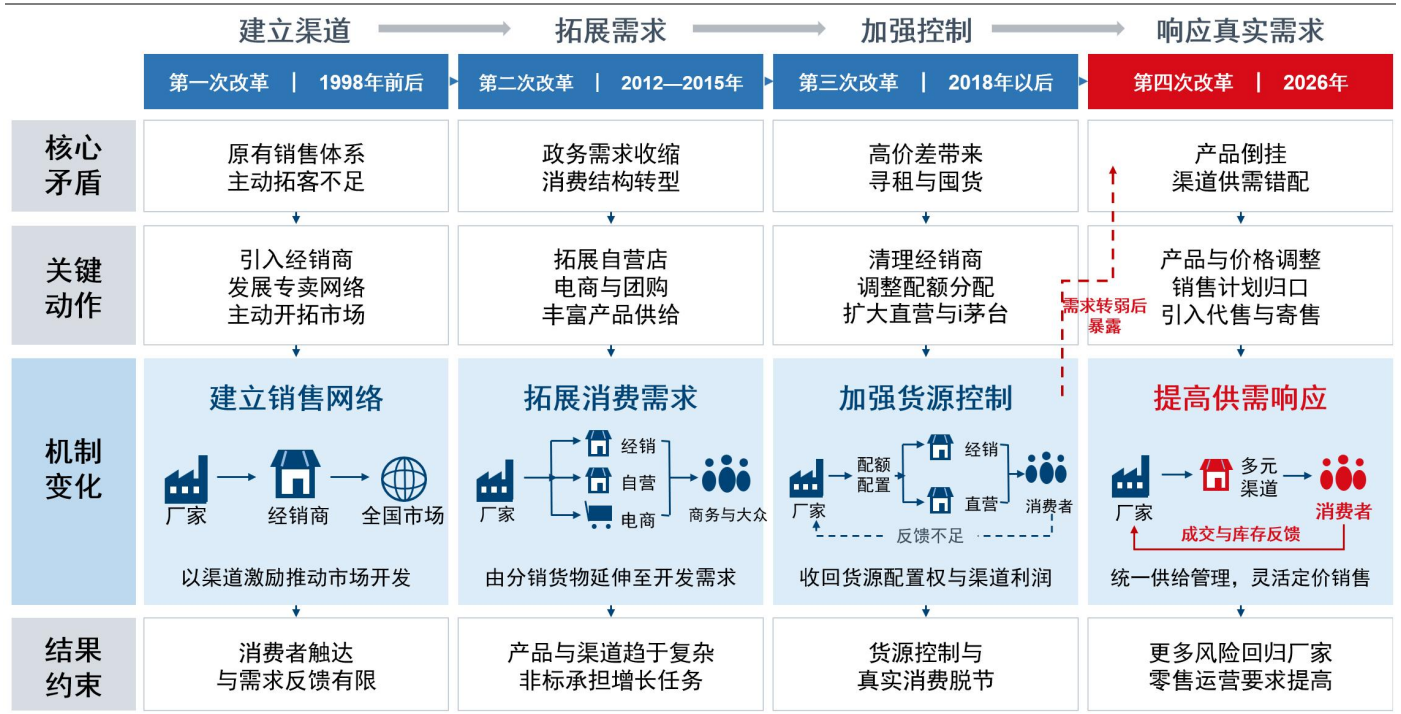
研判五：2027年茅台预计将通过持续改革巩固成果，探索新的能力边界

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ 作为行业风向标，茅台持续推进产品与渠道改革，巩固改革成果

- 贵州茅台第四届董事会2026年度第一次会议审议通过《2026年贵州茅台酒市场化运营方案》，方案从产品体系、运营模式、渠道布局、价格机制四个核心维度展开，明确产品体系回归“金字塔”结构，运营模式由传统的“自售+经销”转向“自售+经销+代售+寄售”的多维协同体系，渠道布局构建五大并行销售渠道体系茅台渠道改革。

图：贵州茅台在四次改革中不断巩固成果



资料来源：公司公告，公司官网，中新网，茅台时空，国信证券经济研究所整理

表：贵州茅台价格体系

产品名称		销售模式	经销商合同价	指导价	市场调货价	自营店团购价
茅台1935	500ml53°	经销+自售	668	738	610	与指导价一致
飞天茅台	500ml43°	经销+自售+代售+寄售	739	829	800	与指导价一致
飞天茅台	100ml53°	自售+代售+寄售	-	299	305	与指导价一致
	200ml53°	自售+代售+寄售	-	599	605	与指导价一致
	500ml53°	经销+自售	1369	1639	1730	1753
	1000ml53°	自售+代售+寄售	-	3269	3250	与指导价一致
生肖茅台酒	500ml53°	自售+代售+寄售	-	1899	1910	1951
精品茅台酒	500ml53°	自售+代售+寄售	-	2359	2340	2410
陈年酒-15	500ml53°	经销+自售+代售+寄售	3409	4279	4130	与指导价一致

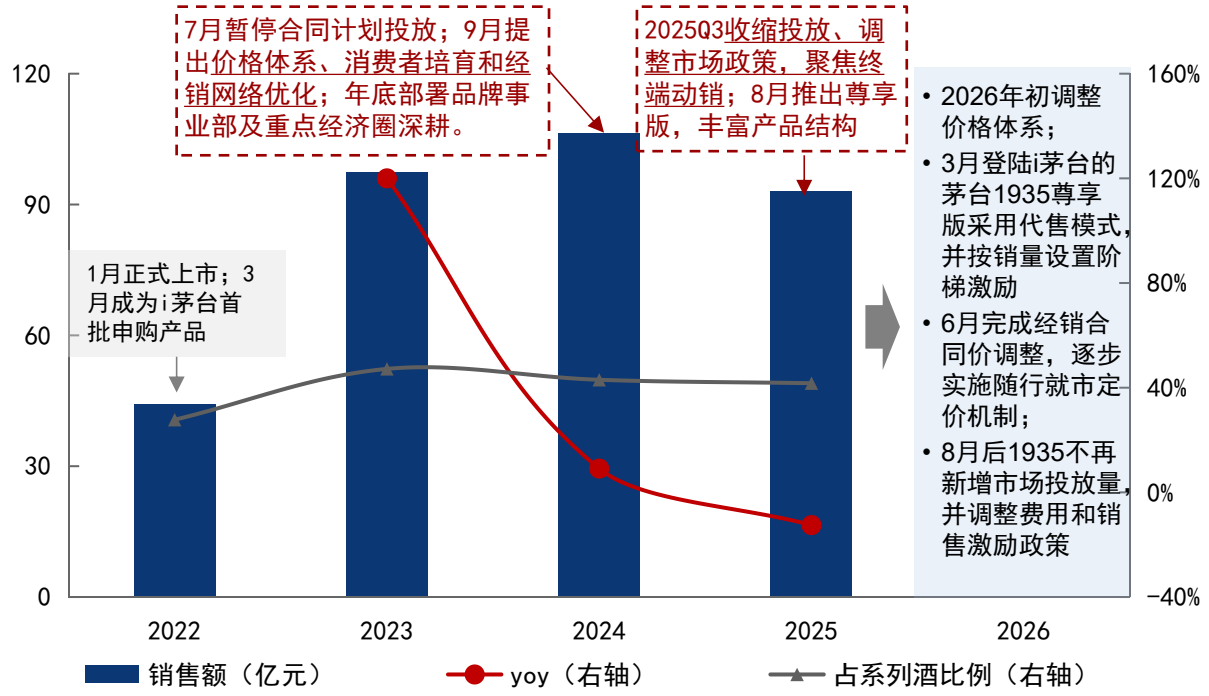
备注：经销模式实行经销商合同价；自售包括线上i茅台（c端，指导价）和线下自营店（b端，自营店团购价）；代售和寄售实行指导价销售。

资料来源：今日酒价，公司公告，国信证券经济研究所整理

茅台1935成功运作，打开系列酒发展天花板，精品茅台具备改革空间

- **类似于茅台1935，作为战略单品，精品茅台酒经过代售模式积累消费者&经销商数据，结合产品发展阶段已具备“区域销售包干”基础，有望从代售过渡到经销模式，充分放大渠道的经营杠杆。**
- **茅台1935：战略单品规模扩张后，持续调整投放节奏和渠道运营。**2022年上市后，产品快速放量，2023年销售额突破百亿元。随着市场环境变化，公司于2024年暂停合同计划投放，并进行经销商进行优化调整，划区包干销售；2025年进一步调整投放与市场政策，并丰富产品层次。2026年改革重点进一步转向价格市场化与渠道精细化运营，包括调整经销合同价、引入具备消费者运营能力的渠道商等。战略单品形成规模后，需要进一步协调市场投放、渠道收益与终端动销，以巩固长期经营基础。
- **精品茅台：后续渠道运营同样需要与产品发展阶段相适配。**我们认为在需求基础、渠道承接能力及价格秩序得到进一步验证后，公司可探索更清晰的区域经营责任与收益安排。若后续增加约定销售区域、由经销商承接货权的经销安排，并配套合理的利润空间与市场管理机制，有望增强渠道在客户拓展、终端覆盖和消费场景培育上的投入动力，支持精品茅台持续培育消费市场。

图：茅台1935发展路径



资料来源：茅台时空，中国白酒网，财联社，每经网，公司官网，国信证券经济研究所整理

图：茅台酒金字塔型产品结构中，精品茅台处于塔腰



资料来源：公司公告、茅台时空、名酒研究所，国信证券经济研究所整理

04 2027年投资策略：静待催化，攻守兼备

过去20年食品饮料涨幅排名回顾

国信证券 GUOSEN SECURITIES

图：食品饮料板块（申万指数）排名变化

排名	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026YTD
第1名	非银	煤炭	电力设备	汽车	电子	银行	地产	传媒	非银	计算机	食品	食品	社服	电子	社服	电力设备	煤炭	通信	银行	有色	煤炭
第2名	银行	有色	医药	煤炭	医药	食品	非银	计算机	建筑	轻工	煤炭	家电	银行	食品	电力设备	有色	社服	传媒	非银	通信	石化
第3名	食品	美容	农业	有色	机械	地产	美容	环保	钢铁	纺服	建材	钢铁	食品	家电	食品	煤炭	交运	计算机	通信	电子	银行
第4名	地产	军工	建筑	家电	美容	传媒	建筑	电子	地产	社服	建筑	非银	农业	建材	军工	化工	美容	电子	家电	电力设备	公用
第5名	机械	电力设备	通信	电子	计算机	公用	家电	家电	交运	传媒	家电	有色	美容	计算机	美容	钢铁	商贸	石化	电子	机械	食品
第6名	有色	家电	计算机	社服	有色	美容	银行	医药	银行	通信	石化	电子	计算机	非银	医药	公用	银行	煤炭	汽车	军工	家电
第7名	军工	环保	公用	军工	农业	社服	有色	通信	公用	电子	银行	银行	石化	农业	汽车	环保	建筑	家电	商贸	化工	交运
第8名	商贸	建材	家电	建材	食品	家电	医药	军工	军工	农业	有色	煤炭	非银	医药	电子	石化	地产	机械	交运	传媒	医药
第9名	石化	商贸	传媒	美容	电力设备	纺服	公用	电力设备	建材	电力设备	化工	交运	医药	社服	化工	汽车	农业	汽车	公用	钢铁	电子
第10名	钢铁	医药	商贸	机械	军工	石化	社服	轻工	机械	医药	钢铁	建材	地产	军工	有色	建筑	石化	纺服	军工	汽车	建材
第11名	汽车	纺服	食品	轻工	建材	环保	汽车	美容	通信	化工	农业	医药	建筑	美容	家电	电子	纺服	公用	石化	建材	纺服
第12名	建材	化工	建材	纺服	环保	煤炭	建材	社服	计算机	汽车	汽车	地产	钢铁	电力设备	机械	机械	食品	非银	建筑	轻工	农业
第13名	建筑	汽车	美容	地产	社服	钢铁	环保	农业	汽车	机械	美容	汽车	公用	有色	建材	轻工	通信	建筑	机械	计算机	化工
第14名	社服	非银	机械	化工	纺服	通信	石化	商贸	有色	商贸	电子	环保	交运	化工	农业	军工	公用	军工	计算机	农业	环保
第15名	美容	公用	纺服	食品	建筑	轻工	化工	汽车	社服	地产	医药	通信	建材	机械	轻工	建材	化工	环保	煤炭	环保	建筑
第16名	电力设备	钢铁	环保	商贸	商贸	医药	食品	公用	纺服	环保	商贸	化工	军工	银行	计算机	纺服	轻工	医药	有色	纺服	传媒
第17名	化工	轻工	银行	环保	轻工	化工	电子	机械	商贸	家电	纺服	社服	通信	地产	传媒	通信	汽车	轻工	电力设备	医药	机械
第18名	农业	交运	地产	计算机	家电	农业	轻工	纺服	电力设备	美容	轻工	美容	家电	传媒	煤炭	交运	有色	银行	传媒	石化	非银
第19名	轻工	机械	化工	非银	传媒	非银	交运	化工	轻工	交运	环保	石化	化工	通信	石化	计算机	医药	钢铁	环保	非银	通信
第20名	通信	建筑	电子	银行	煤炭	建筑	计算机	交运	化工	军工	非银	建筑	商贸	轻工	非银	美容	机械	有色	钢铁	社服	地产
第21名	家电	地产	轻工	医药	通信	建材	煤炭	石化	环保	建材	通信	公用	煤炭	交运	钢铁	传媒	家电	农业	地产	家电	社服
第22名	传媒	农业	石化	钢铁	汽车	交运	钢铁	非银	煤炭	食品	机械	电力设备	纺服	汽车	公用	银行	非银	化工	化工	商贸	轻工
第23名	交运	计算机	煤炭	农业	交运	军工	农业	食品	石化	公用	电力设备	机械	汽车	石化	交运	商贸	环保	食品	社服	银行	有色
第24名	医药	电子	非银	石化	公用	商贸	传媒	建材	家电	有色	公用	计算机	电力设备	煤炭	商贸	农业	钢铁	交运	纺服	建筑	钢铁
第25名	计算机	石化	交运	交运	化工	汽车	机械	银行	电子	建筑	地产	农业	机械	商贸	环保	医药	军工	社服	建材	地产	计算机
第26名	纺服	食品	社服	电力设备	银行	计算机	军工	地产	传媒	石化	军工	轻工	轻工	纺服	银行	食品	电力设备	建材	轻工	交运	美容
第27名	煤炭	通信	汽车	通信	地产	机械	纺服	建筑	农业	钢铁	社服	商贸	传媒	公用	纺服	社服	计算机	电力设备	食品	公用	军工
第28名	公用	社服	钢铁	传媒	非银	电子	商贸	钢铁	食品	银行	交运	军工	有色	环保	建筑	地产	传媒	地产	美容	美容	汽车
第29名	环保	传媒	军工	公用	钢铁	有色	电力设备	有色	医药	煤炭	计算机	传媒	电子	钢铁	通信	非银	建材	商贸	农业	煤炭	电力设备
第30名	电子	银行	有色	建筑	石化	电力设备	通信	煤炭	美容	非银	传媒	纺服	环保	建筑	地产	家电	电子	美容	医药	食品	商贸

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资产结构：茅台占比37%，2026最优策略“茅台+其他大众品”

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ 为了更好的研究，我们根据申万指数分类，将A股和H股食品饮料分为贵州茅台、酒类（剔除贵州茅台）和大众食品三部分，其占比分别为37%、25%和39%，因此主动权益基金在食品饮料的配置就转化为2个问题：

✓ **自上而下，判断行业有没有β性机会，即是要不要配置酒类、要不要配置茅台？作为行业景气指标，我们需要对贵州茅台投资价值进行深度分析。**

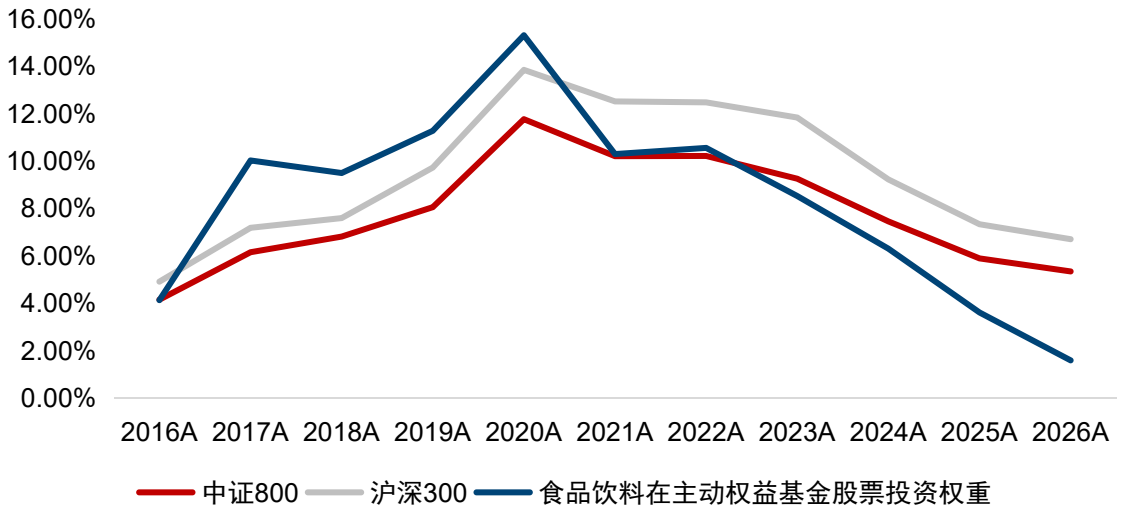
✓ **自下而上，选择正处于快速成长阶段的细分板块或者个股，或者处于困境反转的个股？**

表：食品饮料（A+H）主要资产构成及今年的收益情况（亿元人民币）

	贵州茅台	酒类（剔除贵州茅台）	大众食品	合计
A股	17,402	10,293	10,988	38,682
H股	—	1,446	7,356	8,802
合计	17,402	11,739	18,344	47,485
占比	**36.6%**	**24.7%**	**38.6%**	
年初至今上涨	3.5%	-21.2%	-5.0%	-5.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：食品饮料在主要指数中的权重



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

交易思路：三条主线

国信证券 GUOSEN SECURITIES

主线一：优质白马进入配置窗口，重视价格与经营质量的匹配。经过需求走弱、成本上行及竞争加剧的多重检验，部分龙头公司的估值与市场预期已得到较充分消化，品牌、渠道、现金流及供给纪律等竞争优势进一步显现。现阶段的收益来源或更多体现为低预期下的估值修复和长期竞争力重估，而非 2027 年盈利预测的大幅上调。伊利股份更接近盈利兑现后的价值回归；贵州茅台仍需结合渠道改革与批价表现判断；东鹏饮料需继续验证成长溢价消化后的业绩持续性；洋河股份仍处盈利调整阶段，应等待基本面企稳信号。

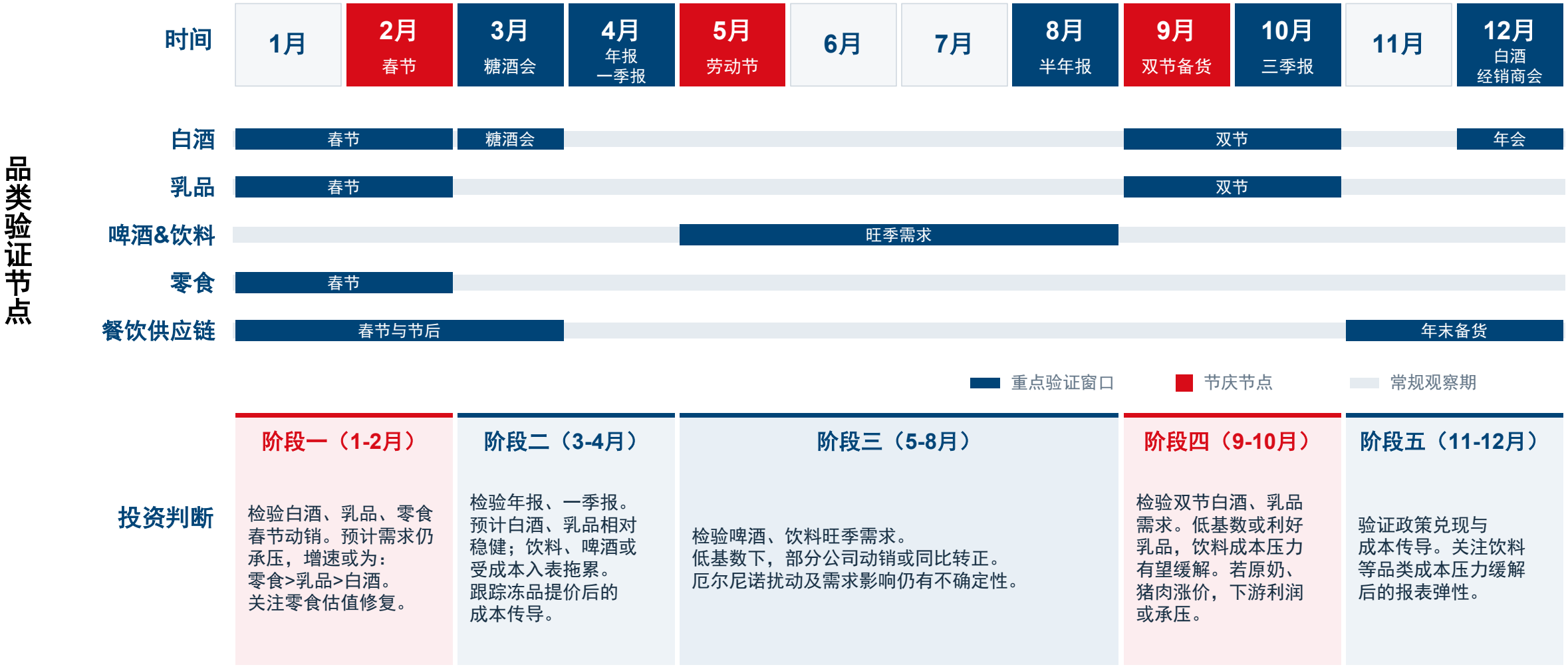
主线二：中长期指标逐步企稳后，龙头公司的红利属性有望增强。若出生人口、居民资产负债表等长期变量进入企稳阶段，市场对相关公司长期需求的担忧有望缓和，估值定价也有望由单一增长导向转向盈利稳定性与股东回报并重。对于伊利股份、贵州茅台等龙头，稳定的自由现金流以及持续的分红、回购将构成估值的重要支撑。例如伊利股份股东回报与盈利修复的支撑相对充分；贵州茅台的红利属性更多体现为现金流和分配能力，但因其股价表现相对稳健，后续收益空间更依赖改革成效与长期叙事改善。

主线三：政策大年下，关注内需叙事驱动的估值修复。2027 年有望成为扩内需政策由制度建设进入落地验证的重要年份。随着消费专项规划、扩大内需实施方案及“投资于人”等政策推进，居民收入、社会保障和消费场景的改善有助于逐步修复消费能力与消费信心。在板块持仓、预期和估值均处低位的背景下，政策对中长期需求预期的改善可能先于企业盈利体现，白酒、乳品等供给端已有调整且政策敏感度较高的板块有望率先受益。考虑到 2027 年上半年需求仍可能惯性承压，下半年是验证政策传导和量价修复的关键窗口；若终端动销和收入改善未能接续，估值修复仍可能反复。

投资节奏：上半年精选白酒、乳品龙头，下半年验证需求及报表

国信证券 GUOSEN SECURITIES

图：2027年食品饮料各品类验证节点与阶段判断



资料来源：Wind，今日酒价，酒说，国信证券研究所整理

注：验证窗口及阶段判断为研究展望，不代表确定经营结果；活动、会议及披露时点以实际安排为准。

各子板块投资观点

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **酒类：白酒板块报表加速出清，2027年有望环比改善，白酒板块作为政策交易工具的价值提升。白酒**库存与报表端加速出清，不少酒企2026年报表表现弱于实际动销，预计2027年报表将环比改善，如茅台/古井/老窖/五粮液等，同时机构持仓降至较低水位，我们认为白酒板块作为政策交易工具的价值提升，关注报表转正的公司。**啤酒**行业总销量预计仍缺乏趋势性增量，但精酿、风味创新和非即饮消费仍能贡献结构性增长，竞争壁垒正由传统终端控制转向产品创新、平台运营和柔性供应链，预计企业间延续分化表现；成本端需重点跟踪进口大麦及包材价格上行风险。建议围绕政策预期与行业调整布局，重点关注品牌壁垒、主动调整能力及需求修复弹性，优先推荐白酒板块，优选具备竞争优势的啤酒龙头。
- **乳饮：乳制品预计2027年需求企稳、奶价平稳上行，饮料预计延续结构性景气。**乳制品2027年需求预计延续企稳，奶价平稳上行，液奶格局有望改善，龙头展望积极利润率持续提升，上游牧场业绩弹性体现，依然作为板块性推荐。饮料2027年预计龙头经营趋于稳健，无糖茶/电解质水等依然景气，龙头通过结构改善、收窄费投等对冲成本压力，股息率视角和经营强势个股布局。
- **食品：预计2027年成本端仍有扰动，关注餐供龙头提价落地。**随着部分企业低基数修复效应减弱，**餐供**行业2027年将更加依赖餐饮需求改善。龙头仍可凭借渠道拓展、产品替代和份额提升实现超额增长，但行业整体延续较快增长的难度增加。预计2027年成本红利减弱，利润率改善曲线趋缓，提价传导仍受需求约束。优选修复路径具体、兑现依据更充分的标的。**零食**厂商预计2027年将面临成本、竞争压力，仍需更适应需求的新产品或积极拥抱新兴渠道来破局；量贩零食渠道2026年高速开店、2027年将转向更多关注门店经营质量。建议优选具备大单品势能的赛道龙头。
- **港股：龙头份额提升，估值有望修复。**港股大部分标的属于细分品类龙头，在今年大部分品类行业性需求承压及成本压力背景下，细分品类龙头通过供应链优化、精细化费投等系列降本增效动作，经营利润率温中有升。2027年除**乳制品**外，大部分行业面临成本压力，但成熟品类龙头份额稳固，产业链有议价权，经营层面更稳健，且普遍具有股息率保护，有望迎来估值修复。

重点推荐公司（1）

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **贵州茅台：**公司持续推进“以销定产、全面向C”，通过供给总量与产品结构调整，提升投放与消费需求的适配程度。飞天500ml回归主力单品，非标产品动态定价及代售机制有助于减轻渠道倒挂和库存资金占用，i茅台与自营渠道扩大消费者覆盖。2026Q3直销占酒类收入比例提升至54.2%，系列酒收入同比增长22.1%，渠道改革与产品调整持续推进。短期主动调整投放节奏有利于维护市场秩序，中长期品牌优势、消费者基础及直销体系建设支撑经营韧性。预计2026-2027年营业总收入1694/1796亿元，同比-1.5%/+6.0%，归母净利润810/875亿元，同比-1.6%/+8.0%；对应PE为23/21倍。
- **泸州老窖：**公司将渠道去库和价格维护置于优先位置，主动控制发货节奏，为经销商消化库存、改善资金周转留出空间。2026Q3收入降幅较2026Q2收窄28.4个百分点，报表仍处调整阶段，后续基数回落有利于经营逐步恢复。产品端，高度国窖维护高端品牌定位，低度国窖以基地市场和一线城市为支点拓展消费人群及区域覆盖，特曲等腰部产品承接宴席、礼赠和聚饮需求。当前调整有助于减轻渠道积压，低度产品全国化及腰部产品培育为需求恢复后的增长提供支撑。预计2026-2027年营业总收入165.0/171.3亿元，同比-35.9%/+3.8%，归母净利润60.5/65.2亿元，同比-44.2%/+7.9%；对应PE为20/18倍。
- **伊利股份：**公司正处乳业周期底部向上的业绩反转期，液奶、奶粉、冷饮等均处于领先地位，且持续夯实份额。当前公司继续推动液奶渠道精耕下沉，积极拓展高端化及精深加工，同时加大力度进行会员店、零食店、即时零售及 2B 餐饮等新兴渠道扩张；奶粉持续快于行业增速，金领冠婴配粉份额 18.6% 稳居第一、奶酪乳脂双位数增长，产品仍在势能向上阶段。此外，澳优减值出清及精益费投进一步增强公司盈利改善确定性。预计 2026-2027 年营业收入 1,205/1,275 亿元，同比 +3.9%/+5.9%，归母净利润 101/133 亿元，同比 -12.9%/+31.7%；当前股价对应 PE 20/15 倍。
- **安井食品：**公司依托规模、供应链及渠道优势，持续拓展优势品类和新渠道，2026Q3调制食品收入同比增长19.2%，经销渠道增长8.8%，特通直营及新零售电商分别增长39.7%/18.3%，传统业务与新渠道共同贡献增量。面对鱼浆供应趋紧和成本上涨，上游淡水鱼浆布局有利于保障原料供应，费用管理则部分对冲毛利率压力，三季度归母及扣非归母净利润恢复双位数增长。中期肠类聚焦、冷冻烘焙拓展及差异化渠道运营丰富增长来源，新增业务规模扩大有望进一步提升经营效率。预计2026-2027年营业总收入185.1/202.6亿元，同比+14.3%/+9.5%，归母净利润17.2/20.4亿元，同比+26.7%/+18.7%；对应PE为17/14倍。

重点推荐公司（2）

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **巴比食品：**公司处于传统鲜包店调整与手工小笼包店扩张并行阶段，随着外卖高基数影响消退、低效门店持续优化，传统门店单店压力有望逐步缓解。2026Q3末手工小笼包累计开业578家，全年目标600-700家，新开门店占比提升至40%，存量改造提高单店产出，新增门店扩大覆盖，两条路径共同支撑2027年收入恢复。原料价格低位及生产效率提升推动三季度毛利率达到30.4%，盈利能力保持改善。我们判断，后续门店净减少有望结束，新店型完整年度贡献与新开门店增量将逐步体现。预计2026-2027年营业总收入19.1/20.5亿元，同比+2.7%/+7.4%，归母净利润2.9/3.2亿元，同比+7.3%/+10.0%；对应PE为17/15倍。
- **燕京啤酒：**改革红利延续释放，大单品成长带动产品结构升级叠加内部降本增效共同促进利润释放。我们认为公司在啤酒赛道中具备alpha属性，主要来自8-10元档的及早占位以及全面深化改革带来的组织效能释放。当前燕京U8保持高速增长，2026年前三季度U8销量增速约30%，得益于U8在四川、山东等此前公司相对弱势的市场取得突破，当前U8持续积累品牌势能，公司对产品价盘与渠道利润加强保护，预计后续燕京U8仍有望持续提升份额。预计2026-2027年公司实现营业总收入159.9/167.3亿元，同比+4.3%/+4.6%；实现归母净利润20.0/22.7亿元，同比+19.4%/+13.1%；当前股价对应PE分别为15/14倍。
- **卫龙美味：**产品与品牌力领先，重视股息价值。公司系魔芋零食赛道龙头，具备品牌及产品创新优势。2026年公司在维护魔芋零食稳健增长的前提下，着眼长期发展目标，对品类及渠道战略进行适度调整，旨在使公司更适应零食健康化的需求趋势以及提升服务高质、高效渠道的能力。预计2026年魔芋稳健增长、辣条收入略有下滑，整体收入略增，预计随着内部调整接近尾声，2027年公司有望在更多新品的带动下恢复增长势能。我们预计2026-2027营业收入79.3/88.4亿元，同比+9.8%/+11.5%；归母净利15.4/17.9亿元，同比+8.3%/+15.8%；当前股价对应PE分别为9/8倍。此外，我们注意到公司公告表示，在正常情况下未来三年现金分红比率将在80%以上，建议关注股息价值以及潜在的成长弹性。

风险提示

需求与政策

1. **需求恢复不及预期：**居民收入与消费信心修复慢于预期，终端动销持续走弱。

2. **扩内需政策落地节奏与力度低于预期：**以旧换新、消费补贴对食品饮料的直接覆盖有限。

3. **服务消费与餐饮复苏不及预期：**餐饮渠道占比高的啤酒、调味品、速冻受损更明显。

4. **人口结构与消费习惯变化快于预期：**主力消费人群收缩，量增逻辑进一步弱化。

成本与供给

1. **原材料与包材价格大幅上涨：**铝、PET、瓦楞纸、棕榈油上行幅度超预期。

2. **能源与运输成本上行：**原油、天然气价格波动推高制造与物流成本。

3. **行业价格竞争加剧：**价格秩序修复中断，吨价与毛利率同时承压。

4. **供给出清进度慢于预期：**中小产能退出缓慢，产能利用率持续低位。

市场与其他

1. **食品安全风险：**一旦发生质量事件或舆情，将直接影响品牌与渠道。

2. **国际贸易摩擦导致经营环境不可控：**关税与贸易政策变化影响原料进口与产品出口。

3. **市场资金面波动、估值中枢下移：**外资与被动资金流出压制板块估值。

4. **部分公司股东减持风险：**部分公司股东的减持行为或影响投资者信心、或引起股价大幅波动。

5. **重点公司治理与渠道改革不及预期：**改革阵痛期拉长，业绩兑现延迟。

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

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.CSI）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中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