

筑底修复为主线，结构分化藏良机

——2026 年食品饮料行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2026 年 01 月 19 日

回顾：2025 年食品饮料业绩和股价表现较为低迷。①从业绩来看，在消费整体疲弱背景下，近年来食品饮料板块营收虽然保持增长，但增速逐年向下，归母净利润也首次在 2025 年出现负增长。2025 年前三季度，申万食品饮料板块营收/归母净利润同比+0.14%/-4.57%，增速较 2024 年同期-3.75pcts/-15.05pcts，在 31 个申万一级行业中分别排名第 20/21；食品饮料 12 个细分行业中，只有软饮料、啤酒、调味品的营收和归母净利润均保持正增长。②从股价来看，2025 年 1-11 月，食品饮料板块股价下跌 4.72%，涨幅在申万 31 个一级行业中排名垫底，白酒为下跌重灾区。③从估值来看，当前食品饮料板块七年跨度区间的 PE 估值百分位为 9.97%，处于历史低位，其中啤酒、白酒、调味品的估值百分位最低。

食品饮料细分行业投资观点：

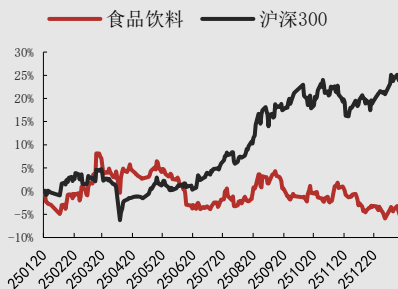
（1）白酒行业：渠道去库存，低估值+高股息率为股价提供支撑。

2025 年由于渠道去库存和“禁酒令”影响，行业业绩加速探底。纵观茅台酒过去四次价格下跌周期，除 2012 年因政策持续压制导致下跌持续 4 年外，其余三次下跌均在 1 年左右见底，随后 1-2 年内价格恢复甚至创新高。本轮周期，贵州茅台批价下跌深度和下跌时间，均超过此前四轮周期。以茅台酒的批发价格相对于中国居民人均可支配收入的购买力情况来看，批价接近底部区域，往下空间有限。从渠道库存情况分析，我们判断白酒渠道去库存周期延续至 2026 年上半年，拐点可能在 2026 年下半年出现。经过 5 年的调整，白酒行业 PE 估值较峰值缩水近 7 成，估值进入筑底阶段，且白酒行业整体现金分红能力较强，低估值+高股息率为股价提供较强支撑。从未来的行业增长空间和竞争格局来看，判断我国白酒行业未来可能进入“量价双杀”的存量市场博弈阶段，行业分化将加剧，呈现更加头部化特征。

（2）大众品行业：①啤酒：成本红利延续，即饮需求有望复苏。

2025 年前三季度业绩有所改善，2026 年有望保持边际改善趋势，改善来自三点：一是餐饮复苏，以及体育赛事“百花齐放”丰富了啤酒消费场景；二是主要原料价格下降或处于低位，成本红利有望延续；三是产品结构持续升级，尤其产品结构偏低的啤酒企业如燕京啤酒、珠江啤酒升级空间更大。中长期来看，我国啤酒消费总量增长有限，成长主要来自产品结构升级，且当前已步入结构升级的下半场，行业整体的升级红利正在消退，取而代之的是企业间基于差异化战略、产品矩阵及渠道掌控力所引发的个体分化。②乳制品：成本筑底且需求回暖，低温和深加工奶制品良性增长。需求回暖，行业营收从 2025Q2 开始同比增速由负转正。上游原奶价格进入底部区间，带来成本红利的共性利好，但乳制品上市公司毛利率显著分化，主要因品类结构、定价/促销策略不同而拉开差距，其中伊利股份、新乳业毛利率呈上行

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

食品饮料重仓比例大幅下降，其中白酒重仓比例持续萎缩

业绩延续下行趋势，白酒行业加速去库存
三大因素驱动行业成长，年轻消费相关市场前景可期

分析师：

陈雯

执业证书编号：

S0270519060001

电话：

18665372087

邮箱：

chenwen@wlzq.com.cn

趋势，但部分区域乳企如天润乳业、光明乳业毛利率持续下滑。预计2026年原奶供给过剩压力缓解，主要乳企因喷粉损失导致的资产减值损失有望减少，企业盈利能力有望改善。中长期来看，我国乳制品结构性过剩，传统乳制品类供给过剩，但部分细分品类如低温奶、深加工乳制品仍存在增长空间，乳企有望开辟新的增长曲线。

③调味品：
连锁餐饮和强势终端崛起，推动行业定制化发展。调味品行业原料成本下降趋缓，但绝对价格仍处低位区间，为行业利润释放提供支持。B端餐饮需求在低基数下有望同比改善。中长期来看，餐饮连锁化和强势终端的崛起，推动调味品行业向定制化趋势演进。建议关注业绩较好、在复合调味品和健康食品领域合理布局的调味品企业，能够挖掘定制化需求并给出解决方案的调味品企业将率先绑定头部客户。

④速冻食品：价格战趋缓推动盈利修复，行业重回正增长轨道。自2021年来，速冻食品板块经历了疫情期间景气度高涨到疫情后供需失衡、低价竞争再到目前竞争趋缓、盈利能力修复的变化周期，2025下半年开始行业价格战趋缓，利润增速由负转正。展望2026，预计餐饮复苏带动速冻食品经营业绩向好发展，以安井为代表的各大企业正在积极拥抱新渠道，有望借助山姆会员店、零食量贩店等新兴渠道扩展销路，同时价格战无法延续，行业盈利能力有望恢复。

⑤饮料：“结构升级”带来增量增长，功能饮料为高景气赛道。我国软饮料市场的增长主要是由功能性饮料、包装饮用水、茶饮料驱动，其中功能饮料具备“刚需+成瘾+高粘性”的品类属性，是软饮中最具弹性的高景气赛道。东鹏饮料凭“高性价比+下沉渠道+PET瓶”的竞争策略，以及红牛受品牌纠纷影响略有受损的市场契机，在近几年快速追赶，取得亮眼业绩。整体来看，行业未来将会依赖“结构升级”带来增量增长，建议关注在高景气赛道具备竞争优势的龙头企业。

⑥零食：行业“增收不增利”，平台型与布局健康大单品企业值得关注。渠道变革和挑战导致零食行业毛利率一路下降，2025年多数零食企业陷入“增收不增利”的境地。渠道方（量贩、山姆、抖音直播等）掌握流量入口和供应链，话语权由品牌转向渠道，渠道通过自有品牌、白牌、定制款等方式攫取更多毛利空间，传统品牌的溢价能力持续被稀释。“增收不增利”现象高度集中于传统品牌&坚果炒货为主的公司，而拥有健康化大单品、渠道优势或量贩平台属性的公司如万辰集团、盐津铺子利润表现相对更稳。展望2026年，量贩龙头盈利有望继续抬升，而零食企业盈利能否改善需跟踪原料成本、费效优化情况、大单品持续性及其品类能力等指标。

风险因素：经济增长不及预期风险，政策风险，食品安全风险。

正文目录

1 回顾：2025 年食品饮料业绩和股价表现较为低迷.....	5
1.1 业绩回顾：业绩增速延续下行趋势，利润增速转负	5
1.2 行情回顾：食品饮料市场表现偏弱，白酒为重灾区	6
2 白酒投资策略.....	9
2.1 行业持续承压，需求受政策影响.....	9
2.2 本轮周期拐点可能在 2026 年下半年出现	10
2.3 筑底阶段，低估值+高分红为股价提供支撑.....	12
2.4 预计行业将进入“量价双杀”存量市场博弈阶段	13
3 大众食品投资策略.....	15
3.1 啤酒：成本红利延续，即饮需求有望复苏	15
3.2 乳制品：成本筑底且需求回暖，低温和深加工奶制品良性增长	19
3.3 调味品：连锁餐饮和强势终端崛起，推动行业定制化发展	22
3.4 速冻食品：价格战趋缓推动盈利修复，行业重回正增长轨道	26
3.5 软饮料：“结构升级”带来增量增长，功能饮料为高景气赛道	27
3.6 零食：行业“增收不增利”，平台型与健康大单品企业值得关注	30
4 投资建议.....	32
5 风险提示.....	33
图表 1：申万一级行业 2025Q1-3 营收增速(%).....	5
图表 2：申万一级行业 2025Q1-3 归母净利润增速(%).....	5
图表 3：2019-2025 年 Q1-3 食品饮料板块营收及同比.....	5
图表 4：2019-2025Q1-3 食品饮料板块归母净利润及同比.....	5
图表 5：2024 年与 2025Q1-3 食品饮料申万三级行业营收增速	6
图表 6：2024 年与 2025Q1-3 食品饮料申万三级行业归母净利润增速	6
图表 7：申万一级行业 2025 年 1-11 月涨跌幅(%).....	7
图表 8：食品饮料子板块 2025 年 1-11 月股价涨跌幅(%).....	7
图表 9：食品饮料申万三级行业股价驱动因素	7
图表 10：食品饮料子板块个股 2025 年 1-11 月股价涨跌幅(%).....	8
图表 11：申万一级行业七年估值区间（按 PE-TTM 排序）	9
图表 12：食品饮料申万三级行业七年估值区间（按 PE-TTM 排序）	9
图表 13：白酒板块单季度营业收入及同比.....	9
图表 14：白酒板块单季度归母净利润及同比.....	9
图表 15：白酒类板块个股 2025Q1-3 和 2025 年 Q3 业绩概览（单位：亿元）	10
图表 16：茅台酒价格四次暴跌简史.....	10
图表 17：飞天茅台 2021 年以来的批价情况.....	11
图表 18：2012-2025 年中国居民人均可支配收入/茅台批价.....	11
图表 19：2025 年酒企库存状态调研情况.....	12
图表 20：申万白酒行业估值 2019-2025 年前 11 月 PE-TTM 曲线.....	12
图表 21：白酒企业 2019-2025 年 11 月分红率及股息率	13
图表 22：2010 年-2025 年 1-10 月中国白酒产量及同比增速.....	14
图表 23：白酒上市公司 2016 年与 2024 年营收、归母净利润对比（单位：亿元）	14
图表 24：2003-2054 年我国 30-59 岁男性人口预测数（单位：亿人）	15

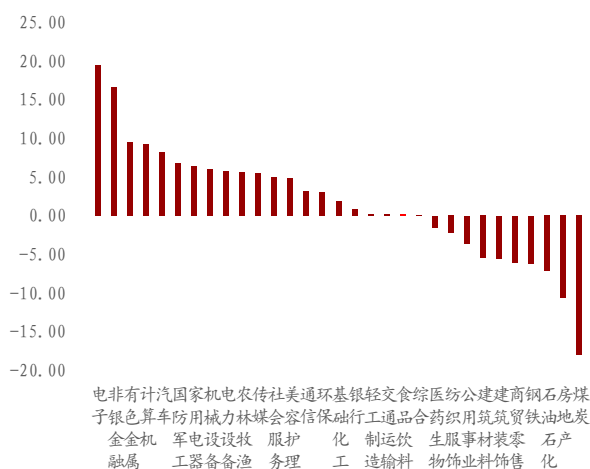
图表 25:	啤酒板块 2018-2025 年 Q1-3 营收和归母净利润及增速	16
图表 26:	啤酒板块 2018-2025 年 Q1-3 毛利率和净利率	16
图表 27:	2025 年中国各省足球赛事汇总表	16
图表 28:	中国平板玻璃市场价 (元/吨)	17
图表 29:	铝价 (元/吨)	17
图表 30:	中国大麦进口平均单价 (美元/吨)	18
图表 31:	我国啤酒行业年产量及同比增速	18
图表 32:	主要啤酒上市公司啤酒销售均价(元/吨)	19
图表 33:	主要啤酒上市公司啤酒销售价格同比增速	19
图表 34:	A 股乳制品企业 2021 年至 2025 年 Q3 各季度的营收和同比增速	20
图表 35:	主要乳制品企业 2018 年-2025Q3 的毛利率情况(%)	20
图表 36:	2018-2024 年中国奶牛的存栏数	20
图表 37:	国内原奶价格变化	20
图表 38:	主要乳制品企业 2020 年-2025Q1-3 的资产减值损失数	21
图表 39:	2018-2024 年中国牛奶产量	21
图表 40:	中国牛奶和酸奶的零售价趋势	21
图表 41:	2020-2025H1 伊利股份分产品营收增速	22
图表 42:	2020-2025H1 蒙牛分产品营收增速	22
图表 43:	2024-2025Q1-3 调味品上市公司业绩情况 (亿元)	22
图表 44:	2024 年调味品企业下游消费场景占比	23
图表 45:	中国近 10 年餐饮收入及同比增速	23
图表 46:	2018-2024 年中国餐饮连锁化率	24
图表 47:	2024 年我国调味品行业以收入计的市场份额	24
图表 48:	2018-2027 年复合调味品市场规模和增速	24
图表 49:	2023-2025 年 12 月大豆现货价 (元/吨)	25
图表 50:	2023-2025 年 12 月白糖现货价 (元/吨)	25
图表 51:	2023-2025 年 12 月食盐现货价 (元/公斤)	25
图表 52:	2023-2025 年 12 月小麦现货价 (元/吨)	25
图表 53:	2023-2025 年 12 月玻璃现货价 (元/平方米)	25
图表 54:	2023-2025 年 12 月聚酯切片现货价 (元/吨)	25
图表 55:	速冻食品板块扣非归母净利同比增速情况	26
图表 56:	中国速冻食品主要细分品类市场份额 (米面/火锅料/菜肴)	27
图表 57:	我国软饮行业以零售计的市场规模及同比	27
图表 58:	我国软饮子行业 2024 年零售额占比	28
图表 59:	我国软饮子行业 2019-2024 的年复合增长率	28
图表 60:	2019-2025Q1-3 东鹏饮料营业收入及同比	29
图表 61:	2019-2025Q1-3 东鹏饮料归母净利润及同比	29
图表 62:	东鹏饮料 2021-2025H1 产品收入结构变化	29
图表 63:	2020-2025Q1-3 零食上市公司营收与归母净利润增速	30
图表 64:	2020-2025Q1-3 零食上市公司销售毛利率、净利率和毛销差率	30
图表 65:	主要零食量贩企业的门店数量对比及近三年门店数量情况	31
图表 66:	万辰集团 2020-2025 年毛利率、净利率水平	31
图表 67:	主要零食公司业绩水平和典型特征	31

1 回顾：2025 年食品饮料业绩和股价表现较为低迷

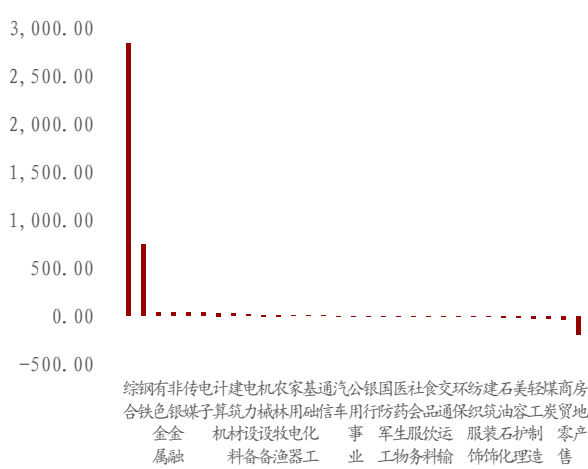
1.1 业绩回顾：业绩增速延续下行趋势，利润增速转负

2025年食品饮料板块业绩增速延续下行趋势，其中归母净利润增速由正转负。2025前三季度申万食品饮料板块营业收入合计8,313.95亿元，同比微增0.14%，增速较2024年同期下降3.75pcts，在申万一级行业中排名第20。归母净利润合计1,710.59亿元，同比下降4.57%，增速较2024年由正转负，在申万一级行业中排名第21。在消费整体疲弱背景下，近年来食品饮料板块营收虽然保持增长，但增速逐年向下，归母净利润也首次在2025年出现负增长。

图表1：申万一级行业2025Q1-3营收增速(%)



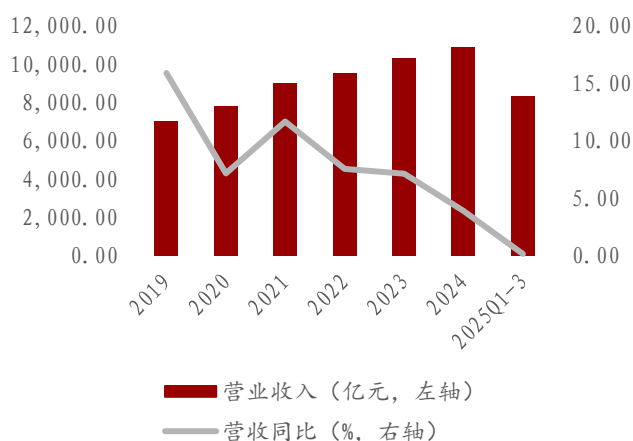
图表2：申万一级行业2025Q1-3归母净利润增速(%)



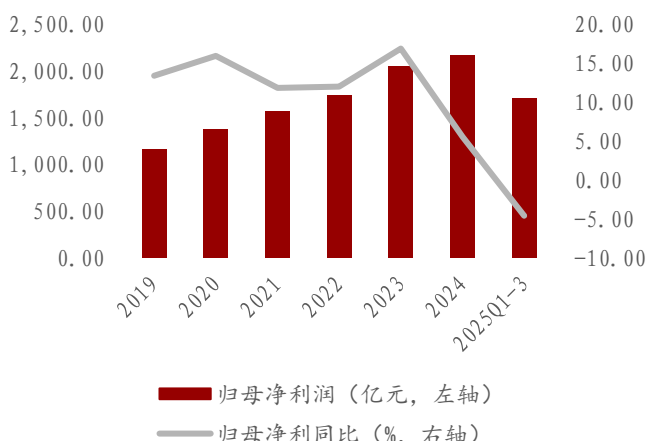
资料来源：同花顺，万联证券研究所

资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表3：2019-2025年Q1-3食品饮料板块营收及同比



图表4：2019-2025Q1-3食品饮料板块归母净利润及同比



资料来源：同花顺，万联证券研究所

资料来源：同花顺，万联证券研究所

细分行业分化，零食、软饮料和调味发酵品营收增速居前，软饮料、啤酒、保健品和调味发酵品利润增速亮眼。2025Q1-3食品饮料行业申万三级子板块中，从营收来看，零食、软饮料和调味发酵品营收增速居前列，分别为+30.97%、+10.93%、+3.92%，熟食、白酒、其他酒类营收增速靠后，分别为-10.93%、-5.90%、-3.71%；从归母净利润来看，软饮料、啤酒、保健品归母净利润增速居前，分别为+14.69%、+11.82%和+11.77%，熟食、烘焙食品、预加工食品归母净利润增速靠

后，分别为-33.55%、-17.48%、-8.70%。与2024年进行比较来看，零食、白酒的营收和归母净利润增速大幅滑坡，而乳品、保健品、啤酒的营收和归母净利润增速都明显改善，显示细分行业之间的分化。

图表5: 2024年与2025Q1-3食品饮料申万三级行业营收增速

2024 营收增速			2025 Q1-3 营收增速		
序号	行业	增速(%)	序号	行业	增速(%)
1	零食	56.06	1	零食	30.97
2	软饮料	12.61	2	软饮料	10.93
3	调味发酵品Ⅲ	8.59	3	调味发酵品Ⅲ	3.92
4	白酒Ⅲ	7.25	4	啤酒	2.02
5	烘焙食品	-0.45	5	乳品	0.72
6	啤酒	-1.55	6	肉制品	0.37
7	预加工食品	-2.08	7	烘焙食品	-0.70
8	肉制品	-2.79	8	预加工食品	-1.02
9	其他酒类	-6.87	9	保健品	-3.13
10	乳品	-8.10	10	其他酒类	-3.71
11	保健品	-10.04	11	白酒Ⅲ	-5.90
12	熟食	-10.79	12	熟食	-10.93

资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表6: 2024年与2025Q1-3食品饮料申万三级行业归母净利润增速

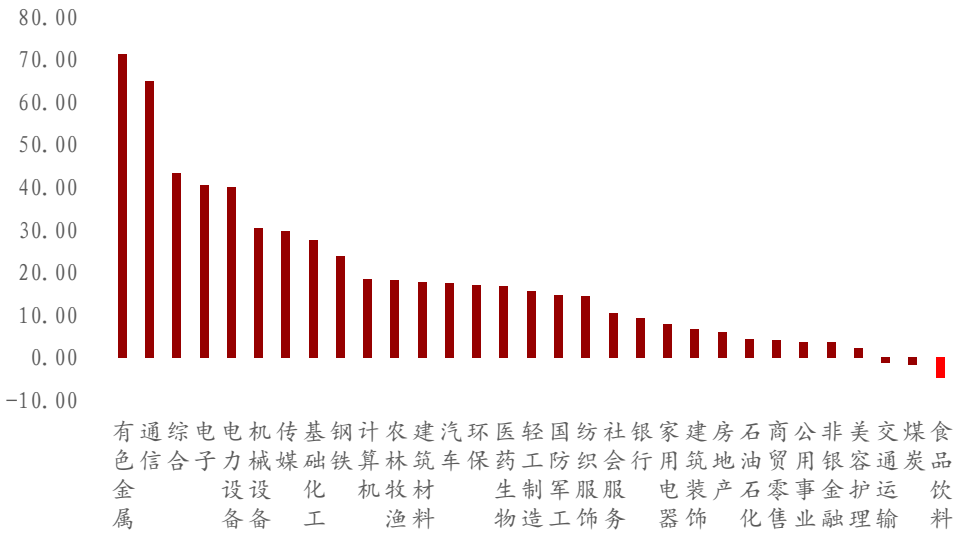
2024 归母净利润增速			2025 Q1-3 归母净利润增速		
序号	行业	增速(%)	序号	行业	增速(%)
1	肉制品	62.49	1	软饮料	14.69
2	软饮料	43.96	2	啤酒	11.82
3	零食	24.53	3	保健品	11.77
4	白酒Ⅲ	7.41	4	调味发酵品Ⅲ	6.33
5	啤酒	6.83	5	乳品	-2.28
6	调味发酵品Ⅲ	1.56	6	零食	-3.31
7	熟食	-0.18	7	白酒Ⅲ	-6.93
8	预加工食品	-2.45	8	肉制品	-7.31
9	烘焙食品	-5.90	9	其他酒类	-7.43
10	其他酒类	-24.08	10	预加工食品	-8.70
11	乳品	-26.28	11	烘焙食品	-17.48
12	保健品	-60.65	12	熟食	-33.55

资料来源：同花顺，万联证券研究所

1.2 行情回顾：食饮板块市场表现偏弱，白酒为重灾区

2025年1-11月食品饮料板块下跌4.72%，市场表现垫底。2025年前11月，A股行业上涨板块偏多，31个申万一级行业中有28个行业指数上涨，只有3个行业指数下跌。领涨的板块主要是有色以及通信、电子、电力设备等与科技和高端制造相关的行业，而消费板块市场表现整体偏弱，其中食品饮料板块下跌4.72%，涨幅在申万31个一级行业中排名垫底。

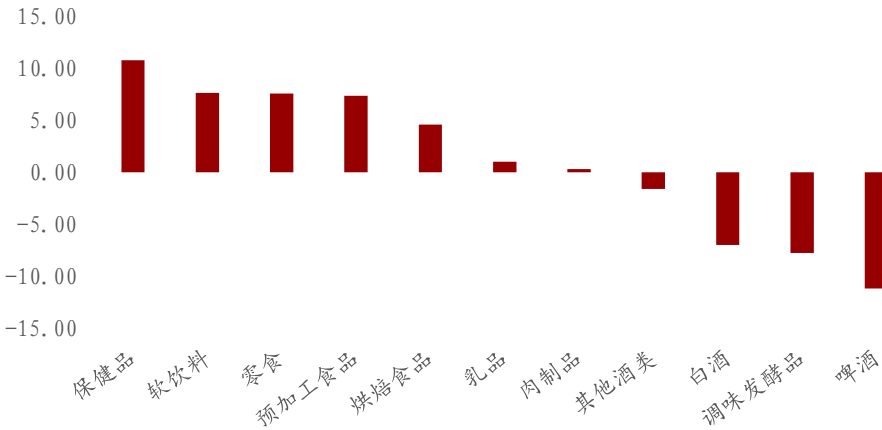
图表7: 申万一级行业2025年1-11月涨跌幅(%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

从细分行业来看, 2025年1-11月食品饮料虽然上涨子板块居多, 但市值权重大的酒类和调味品板块股价下跌严重。2025年食品饮料申万三级行业指数有7个细分板块(保健品、软饮料、零食、预加工食品、烘焙食品、乳品、肉制品)上涨, 4个细分板块(其他酒类、白酒、调味发酵品、啤酒)下跌, 上涨的子板块居多, 但下跌的子板块市值权重更大。其中, 保健品(+10.80%)、软饮料(+7.64%)为领涨板块, 白酒(-6.99%)、调味发酵品(-7.76%)、啤酒(-11.18%)跌幅超过5%, 跌幅较大。

图表8: 食品饮料子板块2025年1-11月股价涨跌幅(%)

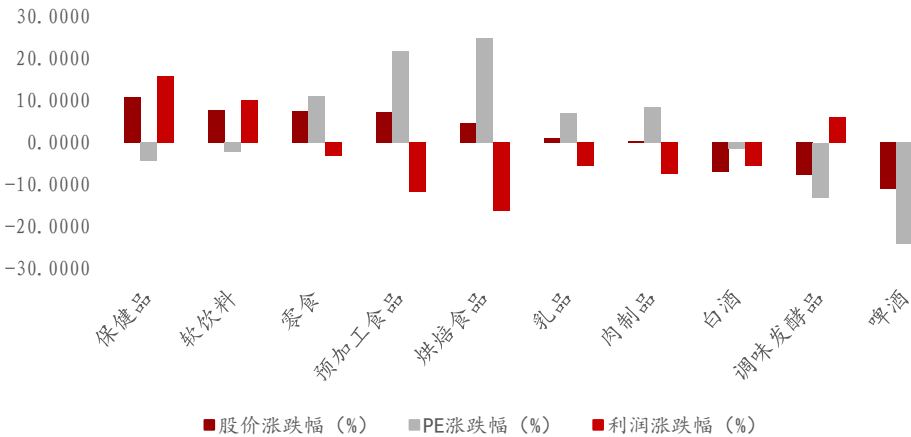


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

数据截止日期为 2025 年 11 月 30 日

白酒下跌主因是利润下降, 啤酒、调味品下跌主因是估值下降, 而保健品、软饮料上涨主要是利润增长驱动。分解来看, 白酒股价下跌的主要原因是利润降低, 而调味发酵品、啤酒股价下跌的主要原因是估值下降; 保健品、软饮料上涨的主要原因是利润上升, 而零食股价上涨的主要原因是估值提升。

图表9: 食品饮料申万三级行业股价驱动因素



资料来源：同花顺，万联证券研究所
数据截止日期为 2025 年 11 月 30 日

从个股来看，2025年1-11月食品饮料板块个股呈现分化格局，白酒、零食为下跌重灾区。涨幅榜由中小市值食品公司主导，细分行业分散，包括零食、黄酒、预加工食品、调味品、保健品、乳制品等行业。万辰集团以122.01%的涨幅高居榜首，会稽山以+91.14%、海欣食品以+67.98%分列二、三位，前十平均涨幅达67.09%。反观跌幅榜则成白酒、零食重灾区：*ST岩石暴跌-60.00%位居末位，龙大美食以-41.16%、三只松鼠以-38.11%紧随其后，白酒股如迎驾贡酒（-21.95%）、老白干酒（-22.01%）、皇台酒业（-23.09%）、金种子酒（-24.36%）、水井坊（-24.64%）等均跌幅超过20%，该阵营平均跌幅达-31.66%。

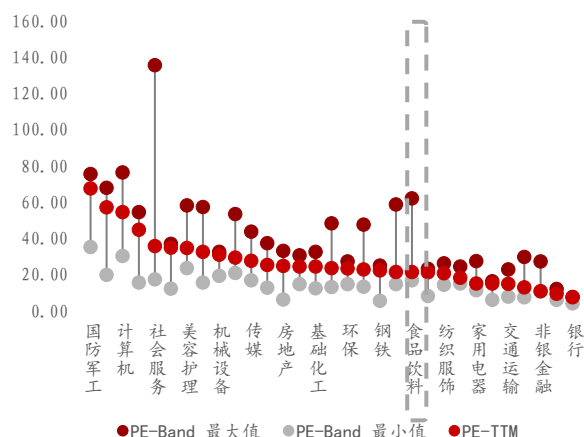
图表10：食品饮料子板块个股2025年1-11月股价涨跌幅(%)

2025 年 1-11 月食品饮料股票涨幅前十			2025 年 1-11 月食品饮料股票跌幅前十		
序号	股票	增速(%)	序号	股票	增速(%)
1	万辰集团	122.01	1	迎驾贡酒	-21.95
2	会稽山	91.14	2	老白干酒	-22.01
3	海欣食品	67.98	3	皇台酒业	-23.09
4	巴比食品	60.97	4	金种子酒	-24.36
5	安记食品	58.05	5	水井坊	-24.64
6	交大昂立	57.56	6	洽洽食品	-25.47
7	西麦食品	54.83	7	甘源食品	-35.78
8	ST 加加	53.07	8	三只松鼠	-38.11
9	妙可蓝多	52.74	9	龙大美食	-41.16
10	欢乐家	52.59	10	*ST 岩石	-60.00

资料来源：同花顺，万联证券研究所
数据截止日期为2025年11月30日

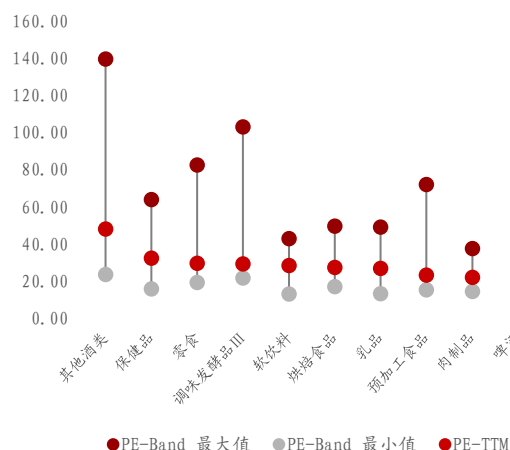
食品饮料板块处于历史估值低位，多个子板块处于历史估值最低点。从七年跨度的区间估值来看，当前食品饮料板块的估值百分位为9.97%，处于历史低位。细分子板块来看，多个子板块估值处于估值低位，除软饮料估值百分位超过中枢水平，其余子板块估值百分位均低于中枢水平。其中，啤酒、白酒和调味发酵品的估值百分位分别为2.48%、6.15%、9.19%，接近历史估值最低点。

图表11: 申万一级行业七年估值区间 (按PE-TTM排序)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表12: 食品饮料申万三级行业七年估值区间 (按PE-TTM排序)



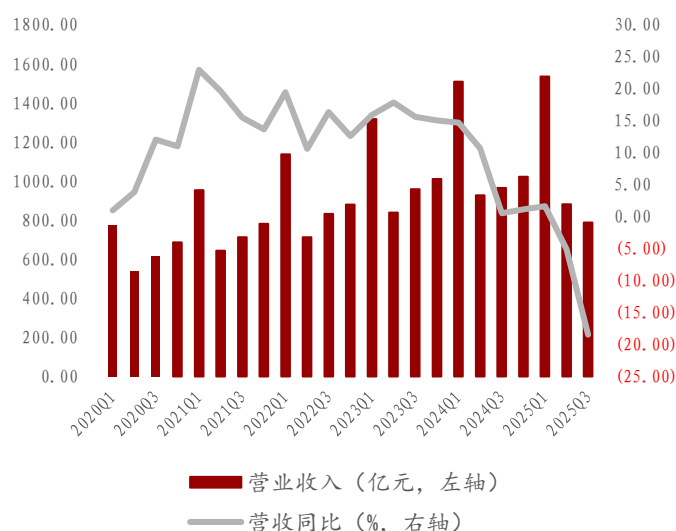
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2 白酒投资策略

2.1 行业持续承压, 需求受政策影响

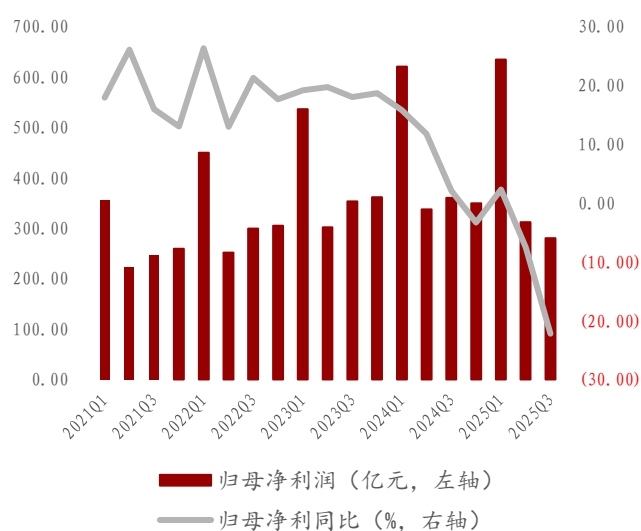
2025年由于渠道去库存和“禁酒令”影响, 白酒行业业绩加速探底。由于需求端萎靡, 2024年以来白酒行业整体业绩呈现增速逐季放缓态势, 行业拐点出现在2024年第3季度, 营收和归母净利润增速从此前的两位数骤降至低个位数, 反映渠道库存压力开始传导至企业盈利端, 行业进入渠道去库存阶段。2025年, 白酒行业的压力在渠道去库存和“禁酒令”新政实施下进一步凸显, 2025年Q2季度首次出现营收和归母净利润同比下降的情形, 行业开始进入“加速出清”阶段, 2025年Q3季度延续下降态势, 且降幅扩大至两位数, 营收同比-18.46%, 归母净利润同比-22.22%。

图表13: 白酒板块单季度营业收入及同比



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表14: 白酒板块单季度归母净利润及同比



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2025年白酒三季报为“十年来最惨”。2025Q1-Q3, 20家白酒上市公司中, 18家出现了营收和净利润“双下滑”, 其中, 只有贵州茅台、山西汾酒两家实现营收个位数增长,

金徽酒、泸州老窖2家营收降幅控制在10%以内。12家企业的营收降幅介于-10%至-30%之间，另有4家出现了30%以上的大幅下滑。这是近十年以来，白酒行业首次出现大面积业绩下降情况。

图表15：白酒类板块个股2025Q1-3和2025年Q3业绩概览（单位：亿元）

公司名称	2025Q1-3				2025Q3			
	营收	营收增速	归母净利润	归母净利润增速	营收	营收增速	归母净利润	归母净利润增速
贵州茅台	1284.54	6%	646.27	6%	390.64	0.56%	192.24	0.48%
山西汾酒	329.24	5%	114.05	0%	89.60	4.05%	28.99	-1.38%
金徽酒	23.06	-1%	3.24	-3%	5.46	-4.89%	0.26	-33.02%
泸州老窖	231.27	-5%	107.62	-7%	66.74	-9.80%	30.99	-13.07%
五粮液	609.45	-10%	215.11	-14%	81.74	-52.66%	20.19	-65.62%
今世缘	88.81	-11%	25.49	-17%	19.30	-26.78%	3.20	-48.69%
天佑德酒	8.80	-11%	0.22	-62%	2.07	-9.28%	-0.30	-33.73%
古井贡酒	164.25	-14%	39.60	-17%	25.45	-51.65%	2.99	-74.56%
舍得酒业	37.02	-17%	4.72	-29%	10.00	-15.88%	0.29	-63.18%
迎驾贡酒	45.16	-18%	15.11	-25%	13.56	-20.76%	3.81	-39.01%
老白干酒	33.30	-19%	4.00	-28%	8.49	-47.55%	0.79	-68.48%
顺鑫农业	58.69	-20%	0.77	-80%	12.76	-21.72%	-0.96	-136.75%
伊力特	12.99	-21%	1.37	-43%	2.29	-29.44%	-0.25	-158.52%
金种子酒	6.28	-22%	-1.01	1%	1.44	3.73%	-0.28	74.42%
皇台酒业	0.87	-23%	-0.07	-132%	0.29	-38.83%	-0.02	-107.02%
口子窖	31.74	-27%	7.42	-43%	6.43	-46.23%	0.27	-92.55%
洋河股份	180.90	-34%	39.75	-54%	32.95	-29.01%	-3.69	-158.38%
酒鬼酒	7.60	-36%	-0.10	-117%	1.98	0.78%	-0.19	70.93%
水井坊	23.48	-38%	3.26	-71%	8.50	-58.91%	2.21	-75.01%
*ST 岩石	0.35	-85%	-1.12	48%	0.07	-83.49%	-0.44	-2526.79%

资料来源：同花顺，万联证券研究所

2.2 本轮周期拐点可能在 2026 年下半年出现

贵州茅台作为行业风向标，自20世纪80年代末至今为止总共经历四次完整的调整周期。这四次周期，引发因素各不相同，包括政策变动、宏观经济、国际局势冲击等。其中，最严重的一次批价下跌是在2013年，持续四年茅台酒批价下跌超50%，直到2021年价格才重回3000元标价。纵观四次价格下跌历史，除2012年因政策持续压制导致下跌持续4年外，其余三次下跌均在1年左右见底，随后1-2年内价格恢复甚至创新高。这说明茅台酒批价下跌在由外部条件冲击引发的情况下，下跌持续时间较短（通常1年左右），随后均迎来价格反弹。

图表16：茅台酒价格四次暴跌简史

年份	下跌主要原因	最大下降幅度	持续时间	后续反弹情况
1989 年	宏观经济紧缩 政策消费信心降温 国际政经动荡	批发价下跌 56% (218 元 → 95 元)	约 1 年 (1989 年 触底)	1-2 年内恢复 90 年代初零售价回升至 200 元

1998 年	亚洲金融危机冲击 山西假酒案引发行业信任危机	批发价下跌 27% (312 元 → 228 元)	约 1 年 (1998 全 年)	1-2 年内企稳 2000 年零售价回升至 220 元/瓶 2003 年后进入“黄金十年”大涨周 期
2008 年	全球金融危机冲击	无深跌	不足 1 年	1 年内快速反弹
2013 年	八项规定 塑化剂事件 醉驾入刑影响	批发价下跌 53% (1875 元 → 880 元) 零售价下跌 ≈ 60%	约 4 年 (2012 末- 2016 中)	5 年创新高: 2016 年下半年开始反弹 2018 年出厂价提至 969 元 2019 年市场价重回 2400 元 2021 年 8 月重高 3000 元以上

资料来源：澎湃新闻，网易新闻，光明网，财经头条等媒体，万联证券研究所

本轮周期，贵州茅台批价下跌深度和下跌时间，均超过此前四轮周期。当前，贵州茅台正在经历第五轮调整周期，本轮调整周期，并没有显性的引发事件，我们认为主要原因是中国宏观经济增速下降背景下，居民消费趋于谨慎，导致高端白酒需求减弱。飞天茅台当年散装批价在2021年8月21日达到此轮周期的最高点3870元/500ml，此后从高点缓慢下降，2022-2023年在3000元/500ml上下小幅震荡，2024年Q2开始加速下降，2026年1月4日跌至1490元/500ml，从最高点降幅达61%，下跌时间超过4年，无论下跌深度和下跌时间，均已超过此前四轮周期。

以茅台酒的批发价格相对于中国居民人均可支配收入的购买力情况来看，批价往下空间有限。中国居民人均可支配收入/茅台批价指标在上一轮调整周期（2014-2015年）达高峰（2014-2015年分别为22.41、24.41）后持续走弱，又在2025年达到21.84的高点位置，接近上一轮周期的高点，因此从购买力情况来看，批价接近底部区域，大幅下跌空间已经不大。

图表17：飞天茅台2021年以来的批价情况



资料来源：Wind，万联证券研究所

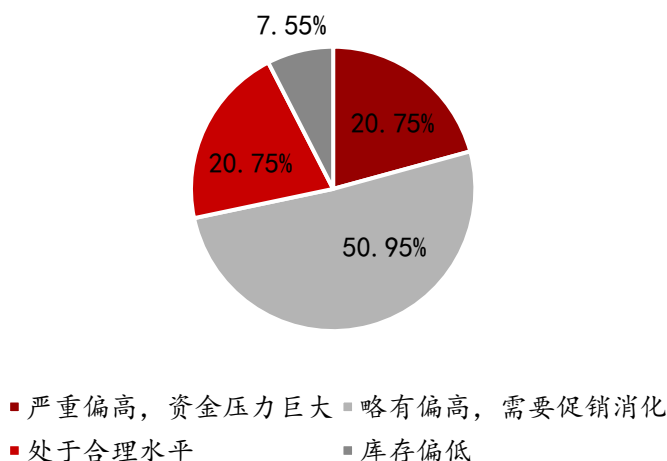
图表18：2012-2025年中国居民人均可支配收入/茅台批价



资料来源：今日酒价，万联证券研究所

从渠道库存情况分析，我们判断白酒渠道去库存周期延续至2026年上半年，拐点可能在2026年下半年出现。根据渠道调研，目前有超七成企业库存居高，20.75%的企业表示目前库存严重偏高，资金压力大，近半数企业表示依旧需要促销手段来消化积压库存。产品端渠道库存情况分化明显，其中，高端核心单品（如飞天茅台）已接近安全库存，预计在2026年一季度基本完成去库存；次高端与多数区域龙头（当前普遍3-4个月库龄）按照渠道反馈“1-2个季度”即可见到显著改善，预计集中在2026年一至二季度完成；库存显著偏长的个别品牌/省区去库存将后延。总体来看，行业层面的基本面拐点可能在2026年下半年出现。

图表19: 2025年酒企库存状态调研情况

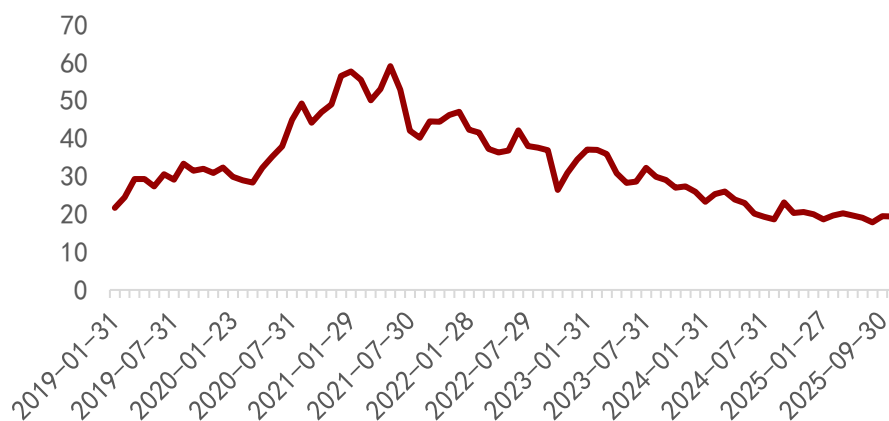


资料来源：微酒调研、万联证券研究所

2.3 筑底阶段，低估值+高分红为股价提供支撑

白酒行业估值较峰值缩水近7成，往下空间有限。从行业整体估值走势看，白酒板块PE估值在2021年中期曾攀升至59倍的阶段峰值，但随后开启持续下行通道，至2025年进入估值筑底阶段，2025年6月末白酒PE估值下跌至此轮周期的最低点17.82倍，此后略有回升，在19-20倍之间小幅震荡。2025年11月末白酒板块PE估值为19.39倍，较峰值缩水67.13%，这种持续五年的估值收缩，已充分反映了市场对白酒行业需求疲软、库存压力及政策约束等系统性风险的负面预期，因此估值往下空间有限。

图表20: 申万白酒行业估值2019-2025年前11月PE-TTM曲线



资料来源：同花顺、万联证券研究所

注：数据截止日期至2025年11月28日

白酒行业整体现金分红能力较强，高股息率为股价提供支撑。近年来监管政策强化行业现金分红监管。在政策引导下，市场更加重视上市公司的现金分红表现，监管方和投资者的共同呼声下，贵州茅台、泸州老窖、洋河股份等行业龙头分红率不断创新高。从近3年分红情况来看，20家白酒上市公司中有10家近3年累计分红/年均净利润的比例在150%以上，其中高端白酒近三年分红比例均在150%以上。从股息率来看，有11家公司股息率高于3%，4家公司（五粮液、泸州老窖、洋河股份、口子窖）股息率高于4%，其中洋河股份股息率超过7%，在市场普遍注重现金分红的背景下，高股息率能为白酒企业股价提供支撑。

图表21：白酒企业2019-2025年11月分红率及股息率

档次	公司简称	2019	2020	2021	2022	2023	2024	近一年股息率 (2025/11/30)
高端白酒	贵州茅台	52%	52%	52%	96%	84%	75%	3.6%
	五粮液	49%	50%	50%	55%	60%	70%	4.9%
	泸州老窖	50%	50%	60%	60%	60%	65%	4.4%
次高端白酒	洋河股份	61%	60%	60%	60%	70%	105%	7.0%
	山西汾酒	40%	17%	41%	50%	51%	25%	3.1%
	今世缘	35%	36%	36%	36%	40%	44%	3.2%
	舍得酒业	-	14%	21%	30%	40%	41%	0.7%
	水井坊	86%	80%	30%	30%	35%	35%	2.4%
	酒鬼酒	22%	46%	47%	40%	59%	1560%	1.0%
	顺鑫农业	14%	18%	18%	-	-	48%	1.0%
中端/大众白酒	古井贡酒	36%	41%	51%	50%	52%	57%	3.6%
	口子窖	52%	56%	52%	58%	52%	47%	4.2%
	迎驾贡酒	60%	59%	52%	52%	45%	46%	3.6%
	老白干酒	33%	43%	35%	39%	62%	64%	3.4%
	伊力特	43%	56%	62%	117%	54%	75%	3.1%
	金徽酒	78%	37%	34%	54%	60%	64%	2.4%
	金种子酒	-	-	-	-	-	-	-
	天佑德酒	37%	-	37%	38%	70%	13%	0.1%
	*ST 皇台	-	-	-	-	-	-	-

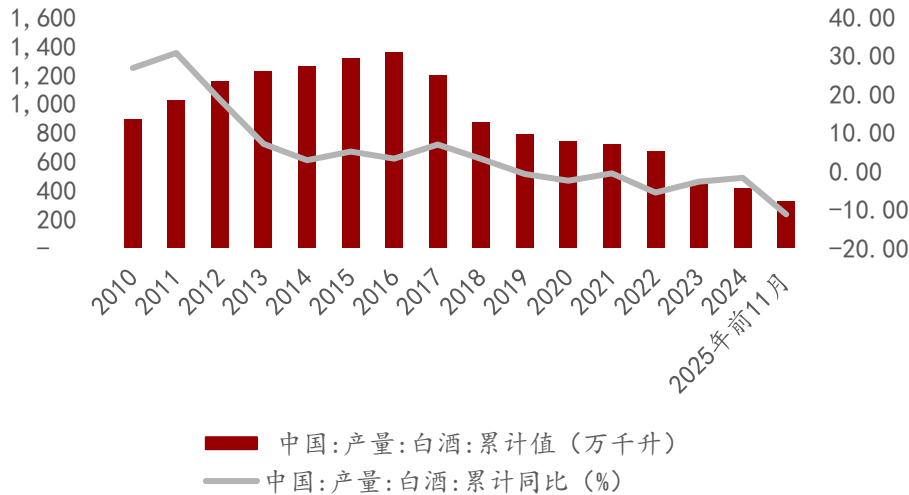
资料来源：同花顺、万联证券研究所

注：股息率指的是近一年股息率，截止日期为2025年11月30日

2.4 预计行业将进入“量价双杀”存量市场博弈阶段

2016年之后我国白酒行业产量逐年下降。我国白酒行业产量自2016年达到历史峰值后，进入持续下降阶段。2024年降至415万千升，较2016年高点累计降幅达69.49%。2025年行业在去库存的压力之下，产量加速下行，1-11月累计产量322万千升，同比下降11.30%。

图表22: 2010年-2025年1-10月中国白酒产量及同比增速



资料来源: Wind、万联证券研究所

上一轮周期,我国白酒行业总体处于“量减价增”阶段,行业竞争核心是对增量市场的争夺,白酒上市公司基本都实现了业绩增长。在2024年之前,虽然白酒的整体产量一直在下降,但在消费升级的推动下,行业呈现出“量减价增”的格局,因此整个白酒市场的收入规模仍保持增长。在这一阶段,行业竞争的重点在于抢占不断扩大的增量空间,龙头企业凭借优势持续提升市场份额。其中,贵州茅台、山西汾酒、今世缘、水井坊等头部公司成为最大赢家,营收增长最为显著,而其他白酒上市公司也基本都能实现业绩的正增长。

图表23: 白酒上市公司2016年与2024年营收、归母净利润对比 (单位: 亿元)

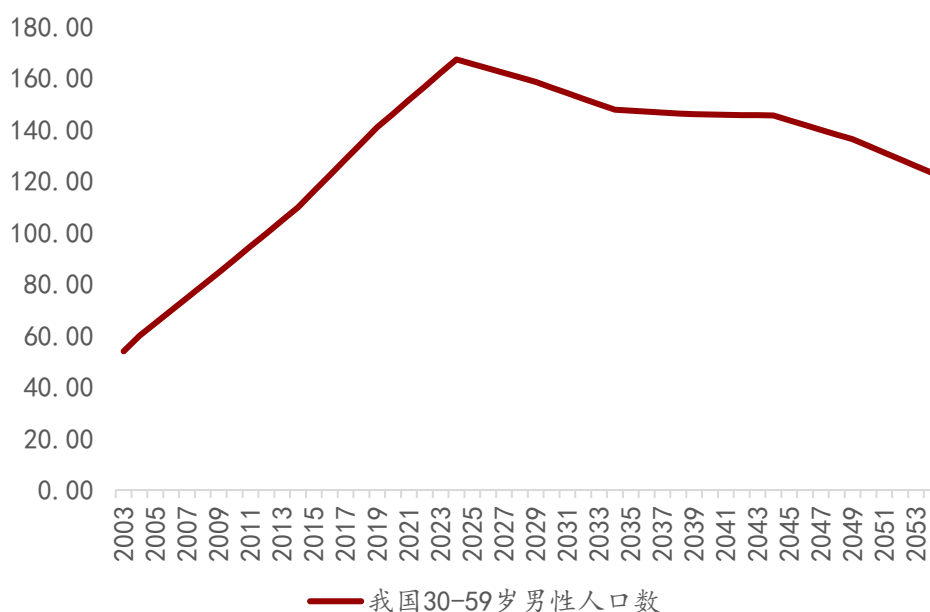
公司名称	营业收入			归母净利润		
	2016	2024	增长 倍数	2016	2024	增长 倍数
山西汾酒	360.11	44.05	8.18	122.43	6.05	20.23
今世缘	115.44	25.54	4.52	34.12	7.54	4.52
水井坊	52.17	11.76	4.43	13.41	2.25	5.97
贵州茅台	1708.99	388.62	4.40	862.28	167.18	5.16
古井贡酒	235.78	60.17	3.92	55.17	8.30	6.65
泸州老窖	311.96	83.04	3.76	134.73	19.28	6.99
舍得酒业	53.57	14.62	3.67	3.46	0.80	4.31
五粮液	891.75	245.44	3.63	318.53	67.85	4.69
迎驾贡酒	73.44	30.38	2.42	25.89	6.83	3.79
金徽酒	30.21	12.77	2.37	3.88	2.22	1.75
老白干酒	53.58	24.38	2.20	7.87	1.11	7.10
酒鬼酒	14.23	6.55	2.17	0.12	1.09	0.12
口子窖	60.15	28.30	2.13	16.55	7.83	2.11
洋河股份	288.76	171.83	1.68	66.73	58.27	1.15
伊力特	22.03	16.93	1.30	2.86	2.77	1.03

资料来源: 同花顺、万联证券研究所

预计未来,白酒行业可能转入“量价双杀”的存量市场博弈阶段,行业分化将加剧,呈现更加头部化特征。在经济增长放缓、消费需求不足以及政策持续调控的背景下,再加上人口红利逐渐减弱,从当前人口年龄结构来看,未来30年我国30至59岁男性人

口将持续减少，而这一群体正是白酒消费的主力，同时年轻人的消费偏好也在发生变化。多重因素叠加之下，白酒行业可能从过去的收入扩张阶段进入“量价齐跌”的存量竞争时期，行业分化将进一步加剧。与以往“增长快”和“增长慢”的企业差异不同，未来的分化逻辑可能转变为“能保持稳定增长”与“难以实现增长”之间的差距，行业资源和市场份额将更加向头部企业集中。

图表24：2003-2054年我国30-59岁男性人口预测数（单位：亿人）



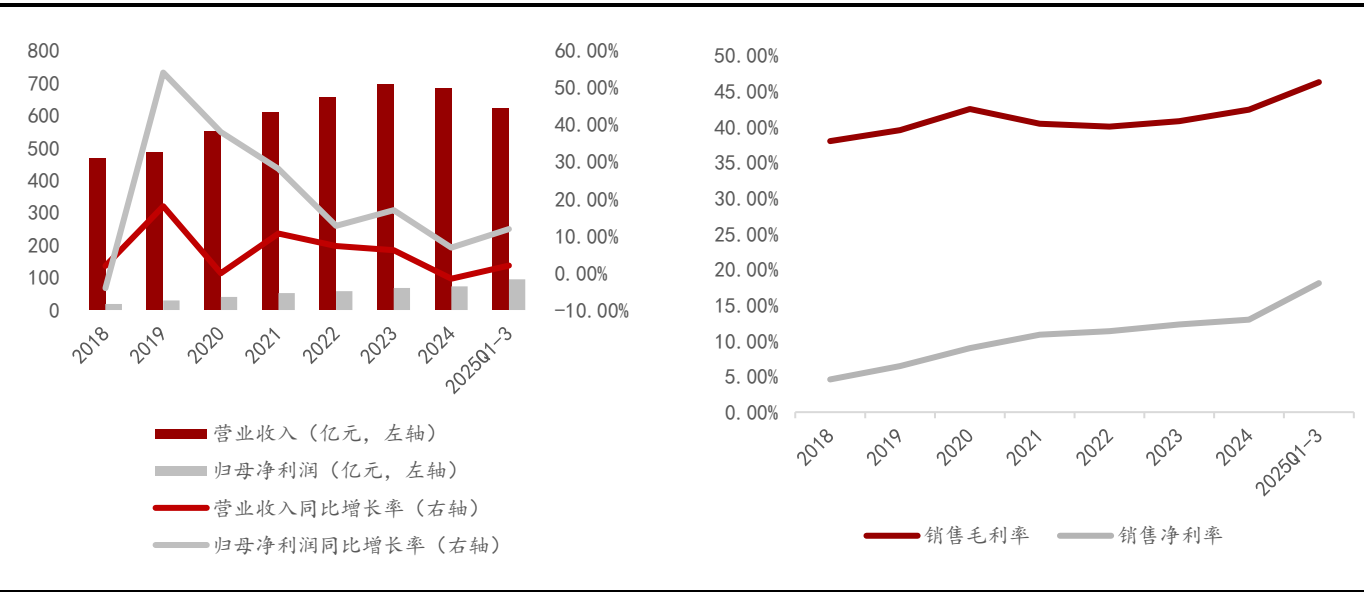
资料来源：Wind、万联证券研究所

3 大众食品投资策略

3.1 啤酒：成本红利延续，即饮需求有望复苏

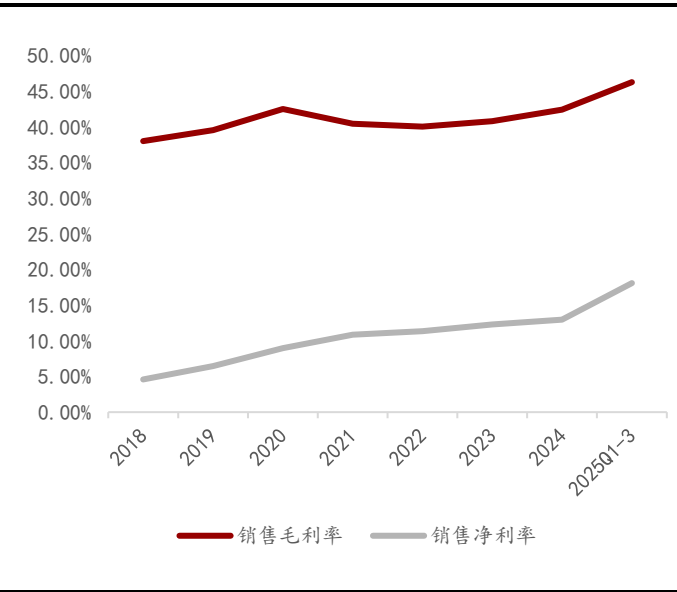
业绩回顾：2025Q1-3啤酒板块业绩有所改善。餐饮复苏带动啤酒需求端逐渐修复，虽然2025年5月推行的禁酒令对啤酒消费也带来一定负面影响，但啤酒企业通过优化产品结构，以及各项体育赛事举办丰富消费场景，啤酒板块业绩还是实现了正增长。2025前三季度A股啤酒板块营收620.52亿元，同比增加2.02%，较2024年同期同比增速（-1.91%）上升3.93pcts，成本端价格下降以及产品结构持续优化，啤酒板块利润增长显著，归母净利润94.84亿元，同比增加11.82%。2025Q1-3A股啤酒板毛利率为46.29%，较2024年同期（44.52%）上升1.77pcts，净利率为18.10%，较2024年同期（16.79%）上升1.31pcts。

图表25：啤酒板块2018-2025年Q1-3营收和归母净利润及增速



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表26：啤酒板块2018-2025年Q1-3毛利率和净利率



资料来源：同花顺，万联证券研究所

需求端：预计即饮渠道需求小幅回暖。餐饮保持弱复苏，同时禁酒令的影响逐步弱化，因此即饮渠道啤酒的需求预计将保持小幅回暖。此外，2025年省级足球赛事呈现“百花齐放”的格局，以“苏超”为代表的业余城市联赛模式在全国得到广泛推广，未来有望带来更多的啤酒消费场景。

图表27：2025年中国各省足球赛事汇总表

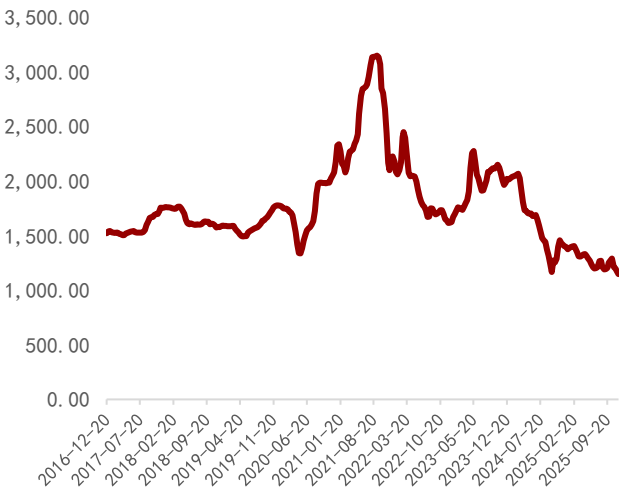
赛事名称	举办时间	备注
贵州“村超”	7月26日回归 赛季开幕	比赛间隙的民族歌舞、特产展示、烟花秀比球赛本身更“出圈”，完美诠释“体育+文旅”。
山东“鲁超”	9月13日在淄博开赛	“金牌球市”的业余典范。揭幕战吸引25619名观众，创下省级业余联赛上座纪录。
内蒙古“蒙超”	8月23日开幕	揭幕战在呼和浩特吸引超1.3万人，展现了边疆地区极高的足球热情，赛事融合了蒙古族文化元素。
重庆“渝超”	9月13日开幕	全国最大规模的城市足球联赛之一，立体山城的各区县对抗，极具地域凝聚力和话题性。
广东“粤超”	8月23日正赛开幕	作为传统足球强省的最高水平业余赛事，首次扩军至22队，竞争激烈，赛事商业开发成熟。
江苏“苏超”	5月起持续进行	赛事深度绑定省内13个地市的文化旅游推广，主客场成为城市文旅名片。
四川“川超”	分区赛6-7月，总决赛9月	以“巴蜀雄起杯”为名，分男子、女子组，21个市州全部组队参与。
江西“赣超”	7月12日开幕	11个设区市代表队参与，近年来现场观众数屡创新高，反映出江西足球市场的快速升温。
浙江“浙超”	6月下旬开幕	依托全省均衡的经济实力，各地市投入稳定，比赛悬念强，是长三角地区的重要业余赛事。
湖南“湘超”	9月7日开幕	赛季共98场比赛，主办方着力将比赛日打造成消费嘉年华，联动商圈、餐饮、地方特产。
“辽宁城超”	9月启动	第二届赛事，14个地级市及沈抚示范区组队，连黑山县也独立组

湖北“鄂超”	9 月开幕	以武汉市为中心，强力带动全省。赛事注重竞技性与青训衔接，常为青年球员的实战平台。
“河北五超”	8 月 10 日揭幕	全国首个省级群众性五人制主客场联赛，赛程跨年，降低了十一人制比赛的组织门槛。

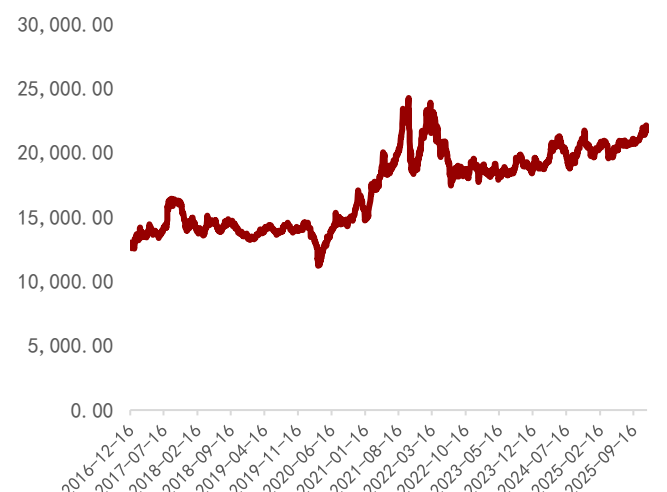
资料来源：新闻网，滨州网，腾讯网，重庆市人民政府，南方日报，央视新闻，锦观新闻，杭州网，新湖南，辽宁省体育局，湖北省体育局，澎湃新闻，万联证券研究所

成本端: 预计2026年啤酒企业成本价格仍处于低位。啤酒企业的生产成本主要包括包材成本和原料成本。从包材成本来看，玻璃2021年下半年开始进入下降通道，2025年玻璃价格在春节前有一波小幅上升，春节后玻璃价格继续走低，截止2025年11月30日，玻璃价格达到2021年以来的最低位1148.90元/吨，较年初下降16.57%；2025年以来，铝价较为平稳，主要在20,000万元/吨附近波动，但整体价格趋势上升，由年初19,783.33元/吨逐步攀升至12月的21907元/吨，较年初上涨了10.73%。从原料成本来看，国内大麦进口价格至2023年开始从高点逐步回落，2025年在底部震荡。总体来看，除了铝价略有上涨，玻璃和大麦均处于底部区域，考虑到啤酒企业一般采取季度、半年或一年滚动的方式和上游企业签订协议锁定成本，因此预计2026年啤酒成本仍处于低位。

图表28: 中国平板玻璃市场价（元/吨）



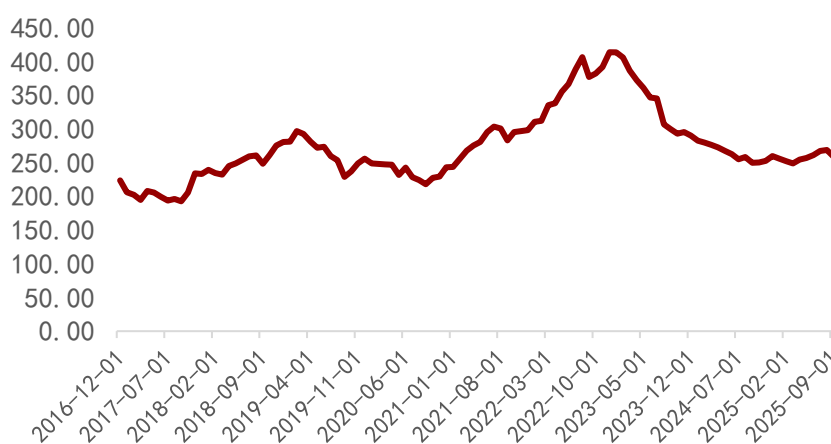
图表29: 铝价（元/吨）



资料来源：同花顺，万联证券研究所
注：数据截止日期至2025年11月30日

资料来源：同花顺，万联证券研究所
注：数据截止日期至2025年12月11日

图表30: 中国大麦进口平均单价(美元/吨)

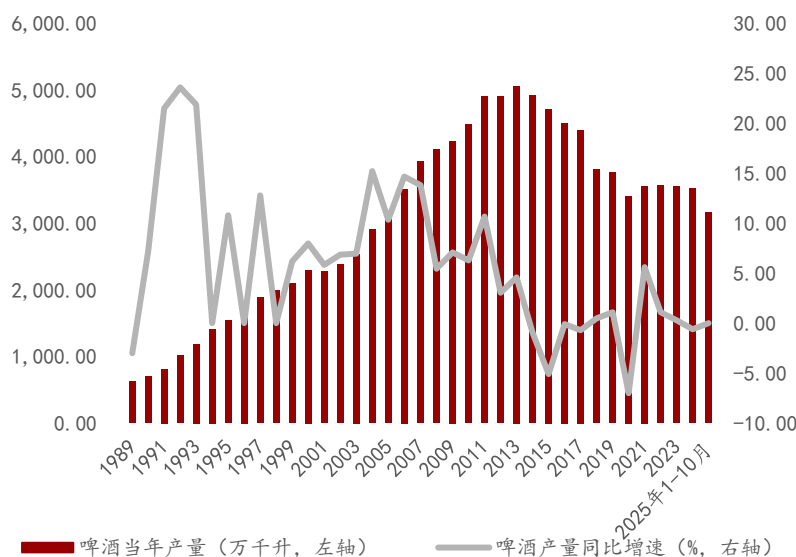


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截止日期至2025年10月31日

目前我国啤酒消费量已经很难提升, 啤酒行业的增长点主要在于产品结构升级。从国家统计局发布的中国啤酒产量数据来看, 中国啤酒产量自2013年到达顶点, 随后2014-2019年呈现逐年递减的趋势。2020年因疫情影响产量下滑更加明显, 2021年虽有回升, 但仍不及2019年的产量情况。2021-2025产量趋于稳定, 同比增速在0轴上下波动。以产推销, 啤酒行业销量规模预计见顶, 后续很难在量上有所增长, 因此, 我们认为啤酒行业销售收入的增长点主要在于产品结构升级。

图表31: 我国啤酒行业年产量及同比增速

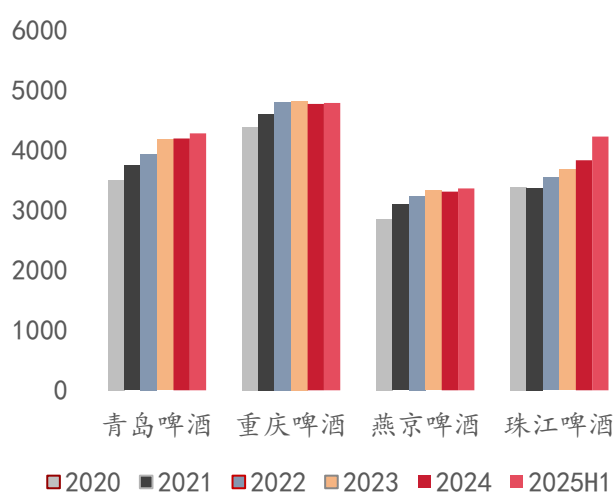


资料来源: 国家统计局, 同花顺, 万联证券研究所

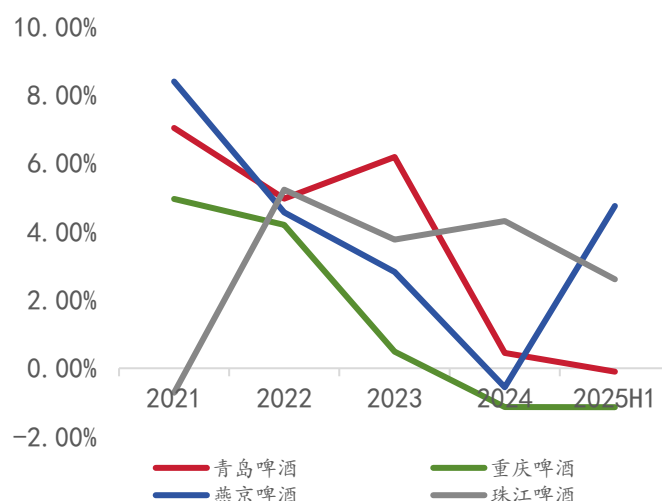
近年来国内主要的啤酒企业销售均价均处于上升过程中。啤酒按照价格带进行划分, 以500ml的规格为例, 一般消费价格8元及以上为高端, 消费价格大于等于4元小于8元为中端, 消费价格4元以下为经济。近年来啤酒龙头的啤酒销售均价处于上升过程中, 各家公司的产品结构有所不同。从啤酒销售均价来看, 重庆啤酒>青岛啤酒>珠江啤酒>燕京啤酒。

当前啤酒行业已步入产品结构升级的下半场，行业整体的升级红利正在消退，取而代之的是企业间基于差异化战略、产品矩阵及渠道掌控力所引发的个体分化。在此背景下，燕京啤酒与珠江啤酒等区域性龙头，凭借8-10元价格带的高性价比核心单品、优厚的渠道利润空间以及精细化的终端运作，展现出了超越行业平均水平的成长韧性与盈利能力。具体而言，燕京啤酒的核心单品U8通过布局即时零售渠道（如歪马送酒），并精准卡位年轻化、品质化的次高端赛道，成功驱动了业绩增长；而珠江啤酒的97纯生则聚焦非现饮市场，依托多年深耕的“一元换购”营销策略，在平衡消费升级体验与价格敏感度的同时，持续抢占竞品市场份额。这两大企业均展现出了强劲的增长动能。

图表32：主要啤酒上市公司啤酒销售均价(元/吨)



图表33：主要啤酒上市公司啤酒销售价格同比增速



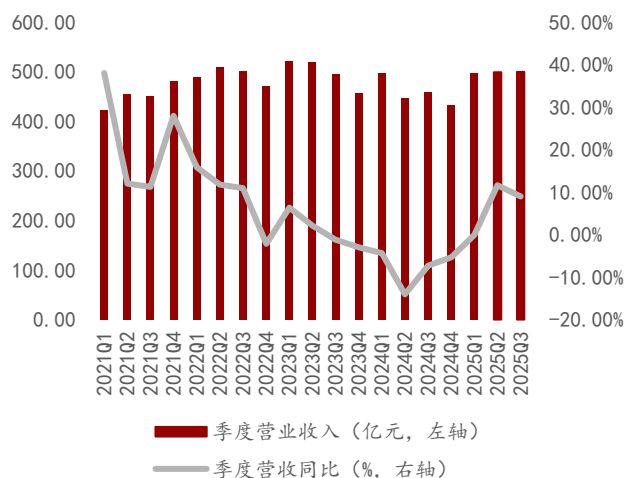
资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

3.2 乳制品：成本筑底且需求回暖，低温和深加工奶制品良性增长

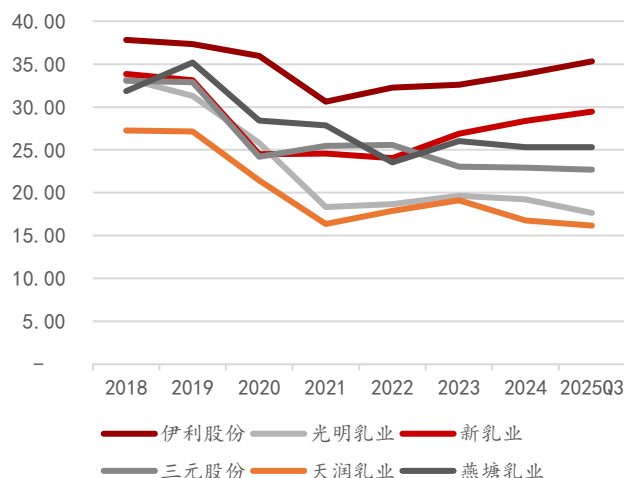
业绩回顾：行业营收从2024Q3开始回暖，2025Q2开始同比增速由负转正，但毛利率显著分化。乳制品行业营收同比增速于2023Q3由正转负，2024Q2跌至谷底，2024Q3逐渐开始回暖，2025Q2由负转正，营收同比+11.55%，2025Q3延续增长态势，营收同比+8.98%，表明消费端的积极变化正传导至企业营收端，为乳制品行业需求复苏注入动力。2025年上游原奶价格进入底部区间，带来成本红利的共性利好，但乳制品上市公司毛利率显著分化，主要因品类结构、定价/促销策略不同而拉开差距。伊利股份、新乳业毛利率呈上行趋势，其中伊利通过多元品类（奶粉、冷饮、奶酪）叠加对促销更精细的控制实现毛利率的提升，而新乳业凭借低温鲜奶+特色酸奶的产品结构升级实现毛利率提升。但部分区域乳企如天润乳业、光明乳业毛利率持续下滑，主要原因是区域乳企产品结构偏低，为应对全国性品牌及低价白牌竞争加大促销力度，同时减值与上游亏损“吞噬”成本红利。

图表34: A股乳制品企业2021年至2025年Q3各季度的营收和同比增速



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

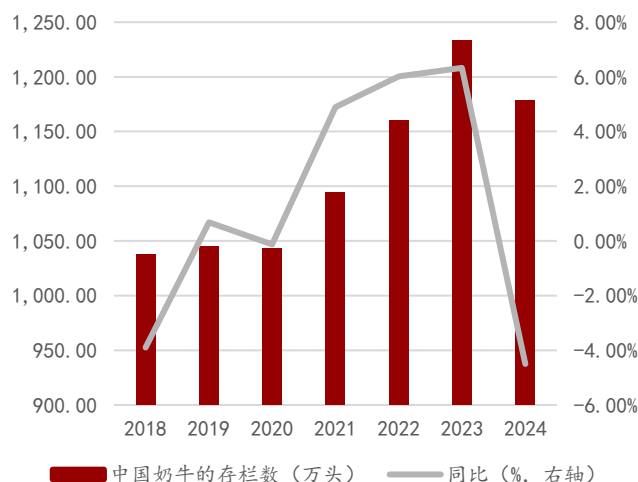
图表35: 主要乳制品企业2018年-2025Q3的毛利率情况 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

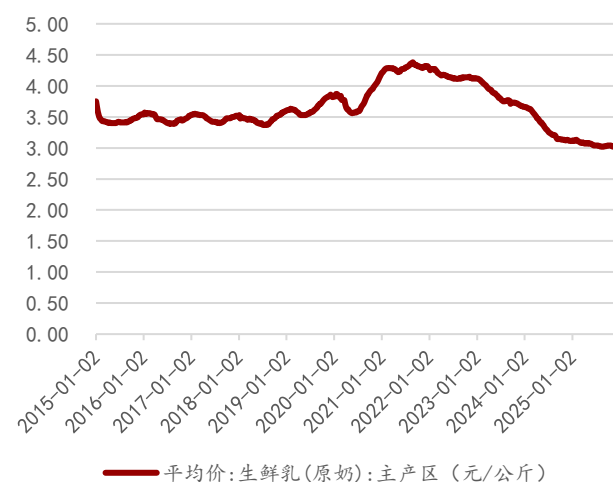
预计2026年原奶供给过剩压力缓解, 主要乳企喷粉损失降低, 乳制品企业资产减值损失有望减少。从2021年下半年开始我国原奶价格开始进入下行周期, 主要原因是下游需求端偏弱以及生产端资本涌入使得奶牛存量持续增长。回望2018-2024年, 乳制品企业资产减值损失额整体呈现上升态势。主要由于原奶供给规模较大导致产能过剩, 与上游牧场绑定较深的企业喷粉储存困难, 造成大量价值贬损。以伊利股份为例, 七年间其资产减值损失从2018年7566万元逐年上升至2024年46.76亿元, 其他企业的资产减值损失也有不同程度的波动式上升。2023年末我国奶牛存栏量见顶, 2024年末回落至1178.00万头 (同比-4.50%), 2025年原奶价格进入筑底阶段, 下行趋势放缓, 传导至乳制品企业报表端, 乳制品企业2025年前三季度的资产减值损失有所下降。预计2026年中国奶牛存栏数将继续下行, 原奶供给过剩压力将逐步缓解, 有助于降低乳制品企业喷粉损失, 企业资产减值损失有望进一步减少, 企业盈利能力有望改善。

图表36: 2018-2024年中国奶牛的存栏数



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表37: 国内原奶价格变化



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

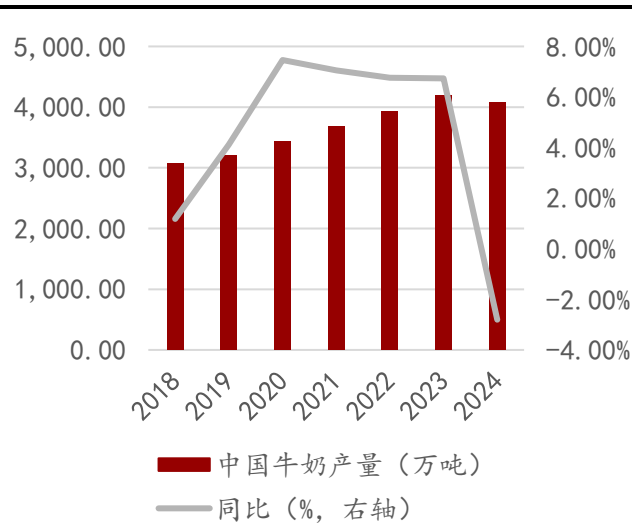
图表38: 主要乳制品企业2020年-2025Q1-3的资产减值损失数

资产减值损失合计 (百万元)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1-3
伊利股份	75.66	241.44	339.31	427.33	792.47	1525.70	4675.85	364.59
光明乳业	214.10	195.59	50.24	92.72	171.59	347.56	368.54	11.48
新乳业	10.49	0.17	2.91	0.57	0.28	17.01	97.65	19.26
三元股份	54.18	1.51	0.12	15.95	82.99	271.22	123.50	6.63
天润乳业	11.02	2.56	8.97	12.23	13.30	49.30	79.07	14.38
燕塘乳业	3.00	0.84	6.36	4.36	1.85	3.27	0.17	0.21

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

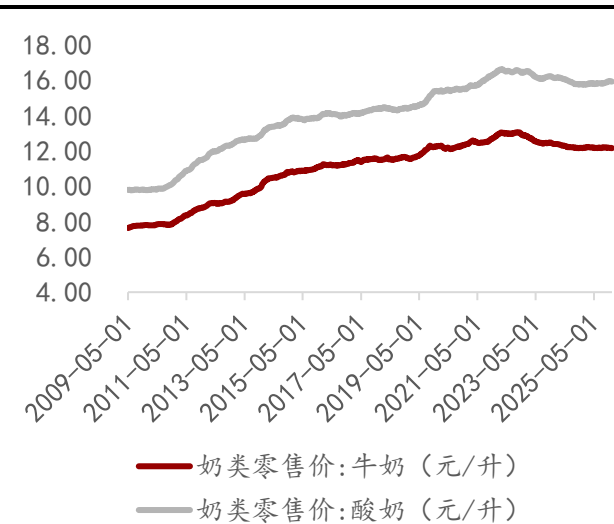
从中长期供需情况来看,我国乳制品行业存在结构性供给过剩,正处于供需再平衡的过程中。供给端产能充足,而需求端人口出生率的下降导致5-15岁的乳制品消费主力军即将进入下行通道,传统的牛奶和酸奶消费需求难以再次实现大幅增长。总体来看,我国乳制品行业目前已经过了总量扩张阶段,2024年我国牛奶产量开始下降,传统乳制品类供给过剩,牛奶和酸奶零售价承压,但部分细分品类如低温奶、深加工乳制品仍存在增长空间,接下来需要优化产品结构以期达到更为有效的供需平衡。

图表39: 2018-2024年中国牛奶产量



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

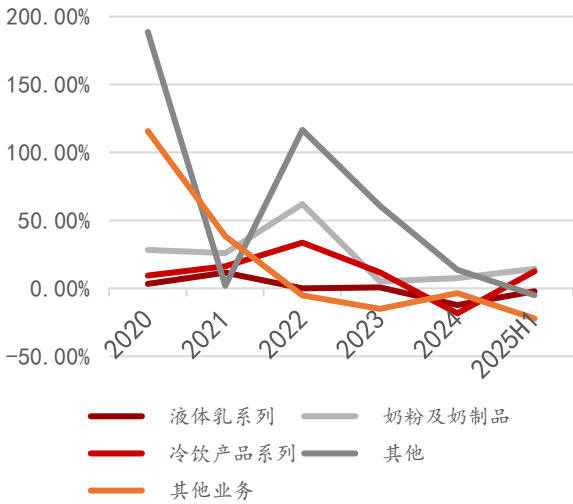
图表40: 中国牛奶和酸奶的零售价趋势



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

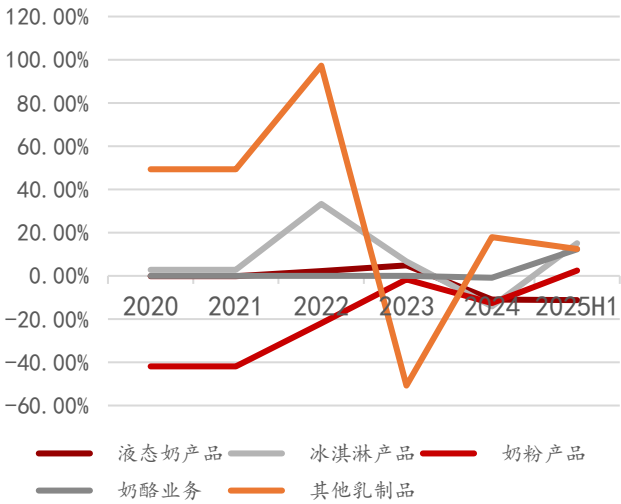
深加工奶制品的市场仍有较大提升空间,低温鲜奶、奶酪和黄油等品类良性增长,有望开辟新的增长曲线。近年来乳制品品类表现分化,以头部两大乳企伊利和蒙牛为例:伊利液态常温奶产品营收增速低迷,2024-2025H1年同比分别为-12.32%、-2.06%,蒙牛的液态常温奶产品营收增速近六年来始终保持低增长或负增长,二者均反映出传统奶产品增长乏力,势头不足的现状,拖累了乳制品整体需求。反观新兴深加工奶制品品类,低温鲜奶、奶酪、冰淇淋、奶粉等品类增长态势强劲,特别是奶粉和冷饮制品市场需求迅速扩大,伊利2025H1奶粉及奶制品类、冷饮产品系列营收同比分别为+14.26%、+12.39%,蒙牛2025H1冰淇淋产品、奶粉产品、奶酪业务营收同比增速分别为+15.04%、+2.47%、+12.28%。从产品结构来看,虽然常温液态奶需求见顶,但低温鲜奶以及深加工奶制品如黄油、奶酪、奶油等仍处于增长阶段,同时深加工奶制品还处于国产替代化进程中。未来国内乳制品企业可以深耕功能化、差异化高附加值产品,加大对低温鲜奶和深加工产品的产能投放,开辟新的增长曲线。

图表41：2020-2025H1伊利股份分产品营收增速



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表42：2020-2025H1蒙牛分产品营收增速



资料来源：同花顺，万联证券研究所

3.3 调味品：连锁餐饮和强势终端崛起，推动行业定制化发展

业绩回顾：调味品行业整体呈弱复苏，复合调味品在营收和净利润表现较非复合调味品表现更好。从营收表现来看，2025年前三季度，15家调味品上市公司中，有9家公司营收同比增长，整体弱复苏但分化加剧。其中复合调味品公司营收表现较好，普遍实现正增长，而非复合调味品公司营收表现较差，8家公司中有4家公司营收同比下降。总体来看，复合调味品中，莲花控股、日辰股份、宝立食品业绩表现较好，非复合调味品中，恒顺醋业、安琪酵母、海天味业业绩表现较好。

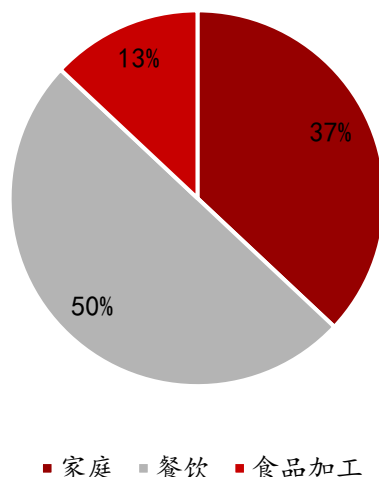
图表43：2024-2025Q1-3调味品上市公司业绩情况（亿元）

调味品类型	企业	2024				2025Q1-3			
		营收	YoY (%)	归母净利润	YoY (%)	营收	YoY (%)	归母净利润	YoY (%)
复合	莲花控股	26.46	25.98	2.03	55.92	24.91	28.74	2.53	53.09
	日辰股份	4.05	12.59	0.64	13.16	3.44	15.69	0.64	18.16
	宝立食品	26.51	11.91	2.33	-22.52	21.33	10.50	1.92	10.59
	安记食品	6.07	-4.06	0.38	23.29	4.67	3.00	0.23	8.95
	仲景食品	10.98	10.40	1.75	1.81	8.26	-1.56	1.54	3.18
	佳隆股份	2.68	3.02	0.25	155.23	1.77	-4.48	0.11	-29.92
	天味食品	34.76	10.41	6.25	36.77	24.11	1.98	3.92	-9.30
非复合	恒顺醋业	21.96	4.25	1.27	46.54	16.28	6.30	1.42	17.98
	安琪酵母	151.97	11.86	13.25	4.07	117.86	8.01	11.16	17.13
	海天味业	269.01	9.53	63.44	12.75	216.28	6.02	53.22	10.54
	涪陵榨菜	23.87	-2.56	7.99	-3.29	19.99	1.84	6.73	0.33
	千禾味业	30.73	-4.16	5.14	-3.07	19.87	-13.17	2.60	-26.13
	ST加加	13.01	-10.52	-2.43	-26.83	10.09	-2.65	-0.18	73.34
	朱老六	2.38	-1.38	0.18	-15.93	1.55	-9.37	0.16	-11.83
	中炬高新	55.19	7.39	8.93	-47.37	31.56	-20.01	3.80	-34.07

资料来源：同花顺，万联证券研究所

需求端：调味品的消费涵盖B端餐饮业、食品加工厂和C端多个场景，其中餐饮为主要消费场景。根据嘉世咨询数据统计，2024年中国调味品行业三大下游消费场景分别为餐饮、家庭、食品加工，分别占调味品消费场景的50%、37%、13%，其中餐饮是调味品主要消费场景，其次为家庭消费。

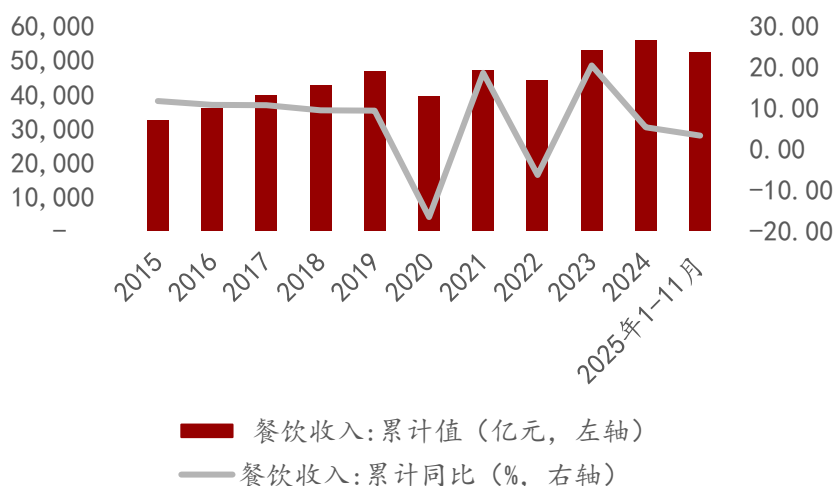
图表44：2024年调味品企业下游消费场景占比



资料来源：嘉世咨询，万联证券研究所

2026年餐饮收入在低基数下有望同比改善。由于消费整体低迷，近两年我国餐饮收入增速持续放缓，2025年受到“禁酒令”冲击，餐饮收入增速进一步下滑，1-11月餐饮收入同比只有3.3%，剔除疫情期间外，处于历史底部区域。2026年“禁酒令”的影响弱化，在低基数效应下，餐饮收入同比增速有望回升，与餐饮相关的上游调味品公司收入也有望同步改善。

图表45：中国近10年餐饮收入及同比增速

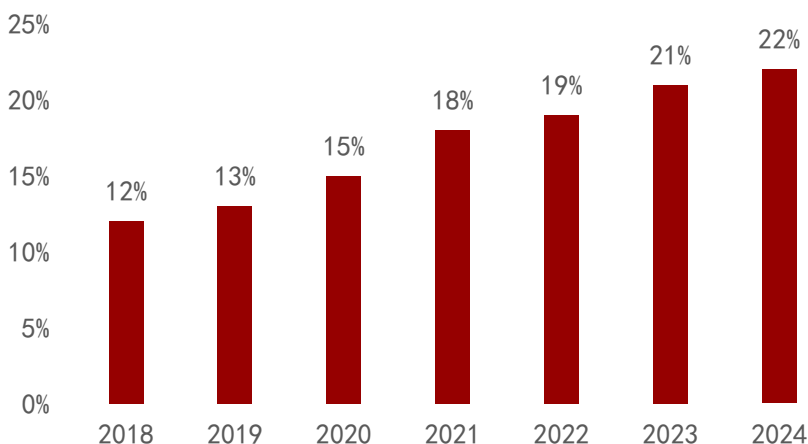


资料来源：同花顺，万联证券研究所

中长期来看，餐饮连锁化和强势终端的崛起，推动调味品行业向定制化趋势演进。相较于独立小规模门店来说，连锁品牌店在出品稳定、食品安全、品牌信誉和运营成本等方面更具优势，我国餐饮行业的连锁化率自2018年12%提升至2024年22%，五年之间几乎翻倍。连锁品牌的“千店一味”特点要求门店尽量避免厨师个人因素对菜品味道

产生的影响，因此餐饮连锁化极大地推动出配方固定、风味稳定的复合调料品市场的发展。此外，餐饮端在竞争加剧背景下，风味特色化趋势愈加明显，零售端叠加山姆、折扣超市、胖东来等强势终端依赖高品质、特色化产品不断崛起，导致餐饮和零售端对上游调味品企业研发、定制与独家供应的需求明显提升，上游调味品厂商对产品的研发和定制要求显著提升，不断推动调味品行业向定制化趋势演进，能够挖掘定制化需求并给出解决方案的调味品企业将率先绑定头部客户。

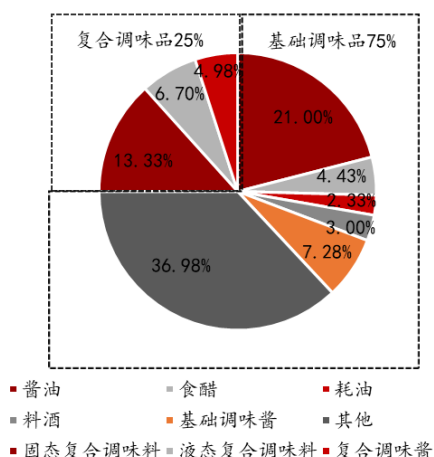
图表46: 2018-2024年中国餐饮连锁化率



资料来源: 嘉世咨询, 万联证券研究所

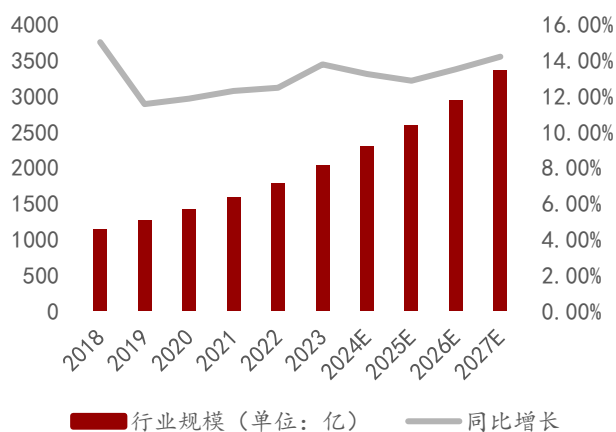
基础调味品不断做深做精，结构升级挖掘新增长，复合调味品持续扩展新场景、新品类、新渠道。基础调味品占据绝大多数市场份额（75%），主要品类包括酱油（21%）、食醋（4.43%）、料酒（3%）、耗油（2.33%）等，在竞争激烈的饱和市场中顺应健康便捷的新消费理念，通过走高端化（如恒顺十年陈香醋）、功能化（如李锦记蒸鱼豉油）、健康化（如海天薄盐生抽）路线方可不断增强品类渗透率，寻求新的增长。复合调味品在B端可提升菜品标准化程度、降低对厨师的依赖，在C端能增强家庭烹饪的便捷性，随着“一汁成菜”烹饪习惯的普及，复合调味料行业发展潜力巨大。艾媒咨询数据显示，中国复合调味品市场规模从2018年1133亿元上升至2023年2032亿元，CAGR为12.39%，2026年预计为2948亿元。伴随着年轻一代消费群体和中小餐饮企业的崛起，深入不同的餐饮细分场景中，复合调味品品类和口味将会更加多元化。

图表47: 2024年我国调味品行业以收入计的市场份额



资料来源: 嘉世咨询, 万联证券研究所

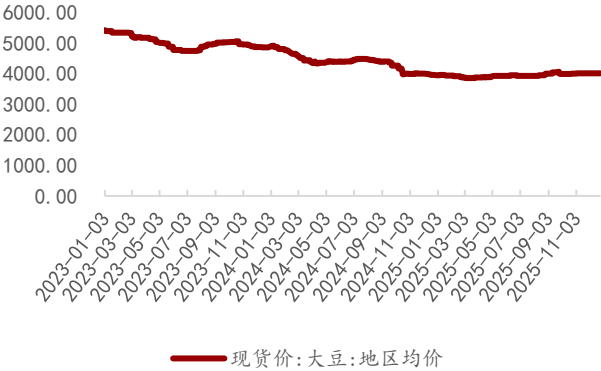
图表48: 2018-2027年复合调味品市场规模和增速



资料来源: 艾媒咨询, 智研咨询, 万联证券研究所

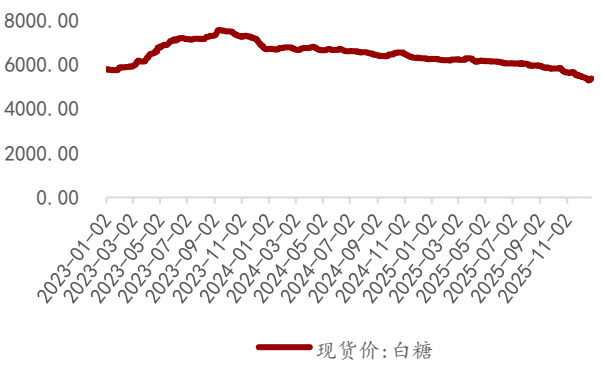
成本方面，调味品行业原料成本下降趋缓，但绝对价格仍处低位区间，为行业利润释放提供支持。大豆、小麦等产品品类自 2024 年年末触底后分别持平和微弱上升，而白糖、聚酯切片、玻璃等原材料成本近一年仍处于同比下行通道。尽管原材料价格下降幅度趋缓，但绝大多数原材料成本仍处于低位区间，考虑到生产周期导致的成本滞后效应，成本红利可继续为调味品企业释放利润提供支持。

图表49： 2023-2025年12月大豆现货价（元/吨）



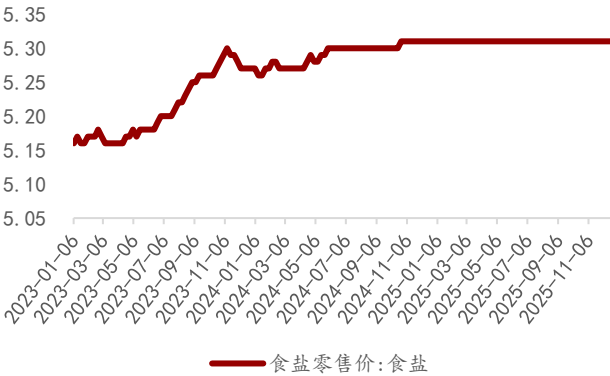
资料来源：同花顺，万联证券研究所
数据截止到2025年12月26日

图表50： 2023-2025年12月白糖现货价（元/吨）



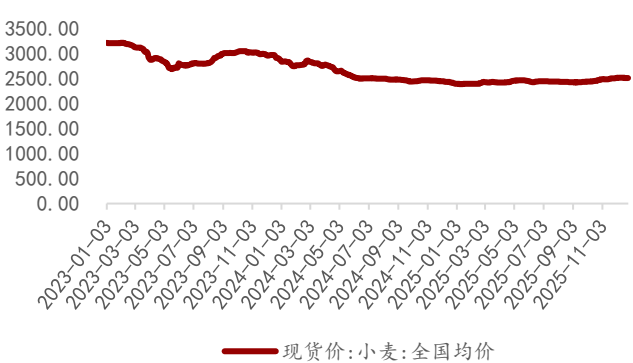
资料来源：同花顺，万联证券研究所
数据截止到2025年12月26日

图表51： 2023-2025年12月食盐现货价（元/公斤）



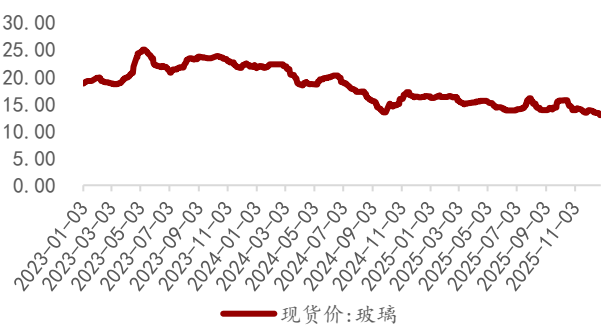
资料来源：同花顺，万联证券研究所
数据截止到2025年12月19日

图表52： 2023-2025年12月小麦现货价（元/吨）



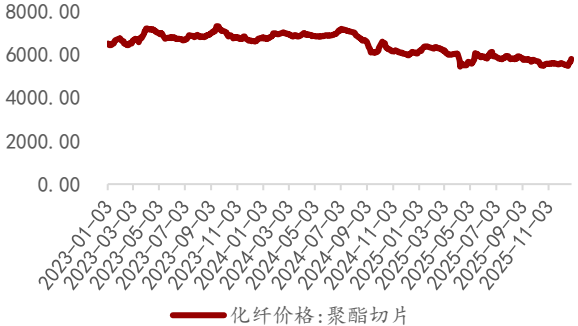
资料来源：同花顺，万联证券研究所
数据截止到2025年12月26日

图表53： 2023-2025年12月玻璃现货价（元/平方米）



资料来源：同花顺，万联证券研究所
数据截止到2025年12月26日

图表54： 2023-2025年12月聚酯切片现货价（元/吨）

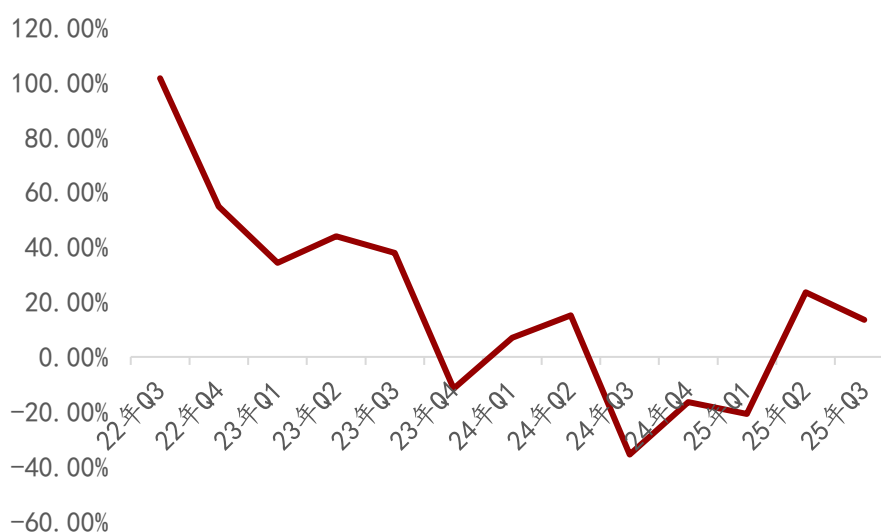


资料来源：同花顺，万联证券研究所
数据截止到2025年12月26日

3.4 速冻食品：价格战趋缓推动盈利修复，行业重回正增长轨道

2025下半年开始行业价格战趋缓，利润增速由负转正。自2021年来，速冻食品板块经历了疫情期间景气度高涨到疫情后供需失衡、低价竞争再到目前竞争趋缓、盈利能力修复的变化周期。疫情期间，全民居家防控的饮食客观要求刺激了速冻食品C端需求的增长，行业产能快速扩张，2022年Q3速冻食品板块扣非归母净利润增速同比达到+101.6%。后随着疫情影响的消散，C端需求回归平稳但B端餐饮场景恢复乏力，需求平淡，此时伴随着行业前期扩张产能的释放，市场呈现供大于求的状态，行业陷入价格战激烈、利润直线下滑的恶性竞争中，2023年Q3开始同比增速由正转负。直至2025年Q2行业竞争趋缓，各大企业积极进行精准费用管控，最终速冻食品板块利润实现同比由负转正，重回正增长轨道。

图表55：速冻食品板块扣非归母净利润同比增速情况



资料来源：Wind，万联证券研究所

备注：包括安井食品、三全食品、千味央厨、海欣食品、惠发食品

展望2026，行业盈利能力有望继续向上修复。收入端，预计餐饮复苏带动速冻食品经营业绩向好发展，以安井为代表的各大企业正在积极拥抱新渠道，有望借助山姆会员店、零食量贩店等新兴渠道扩展销路，进一步扩大营收；利润端，经历为期两年的低价竞争，行业内各企业盈利能力均有不同程度的下滑，未来价格战将无法持续，各企业必须严抓新品营销、产品结构升级、费用管控等方面，助力行业盈利能力的恢复。

展望未来，速冻食品行业增速可观，其中面米是存量基石、火锅料是稳定增量、菜肴制品是高增引擎。根据安井食品招股书数据显示，2024年中国速冻食品行业规模约2212亿元，2024-2029年的CAGR约9.4%，高于大多数食品子行业。中国当前速冻食品以速冻面米、速冻火锅料、速冻菜肴制品三大类构成主干，其中面米是存量基石、火锅料是稳定增量、菜肴制品是高增引擎。从竞争格局来看，**①速冻面米：**经过数十年的市场竞争，C端高度集中，已形成“三全+思念+湾仔码头”三巨头主导，安井、千味央厨、巴比等品牌从不同维度切入并补足细分市场的格局，B端千味央厨、安井等餐饮供应链厂商快速崛起；**②速冻火锅料：**B端相对集中，安井为绝对龙头，远超海霸王、海欣、惠发等，“南福建（安井、海欣）、北山东（惠发）”格局明显；**③速冻菜肴制品：**市场高度分散，尚无市占率>5%的全国龙头，但安井凭借冷冻菜肴/预制菜布局，在2023已取得约4.9%市占率，超过第2-4名合计，成为最有望统一行业标准的龙头。

从渠道来看，速冻食品呈现显著的“渠道分化”特征和“品类融合”趋势。速冻食品不同品类的渠道分布差异很大，如速冻米面“重C端”（约84%），速冻火锅料及速冻菜肴“重B端”（速冻菜肴B端约80%）。C端市场凭借便捷性、品牌信任和“懒人经济”持续渗透，并通过商超“熟食区”、锁鲜包装及O2O及时零售等模式加速发展；B端市场则是围绕降本增效与标准高效化需求在团餐/酒店早餐/外卖等场景快速放量。在新零售与餐饮连锁化驱动下三类产品均呈现出目前B、C端市场日益融合的趋势，例如安井食品“B端为基，B/C协同”，推出的“锁鲜装”火锅料实现B端产品C端化，最初是为B端设计的大包装产品，后通过改换包装和营销，成功打入C端家庭火锅场景，成为“B/C兼顾”的典范；传统C端巨头（三全、思念）“C端为基，发力B端”，积极拓展B端市场，例如三全推出的“涮烤汇”系列，既在C端销售，也供应给中小型餐饮。

图表56：中国速冻食品主要细分品类市场份额（米面/火锅料/菜肴）

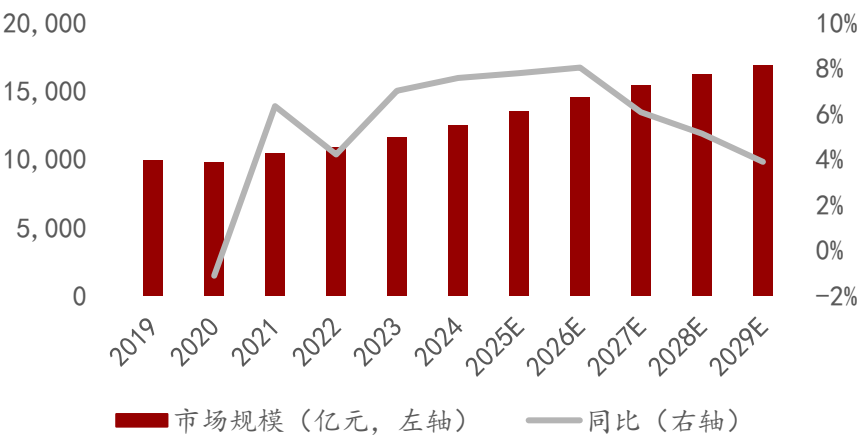
细分品类	市场规模		渠道	核心驱动	竞争格局
	占比(估算)				
速冻米面制品	约 35%	C 端为主	B 端早餐 C 端消费升级	C 端高度集中 (三全/思念/湾仔)	
速冻火锅料制品	约 30%	B 端为主	B 端火锅连锁 C 端家庭火锅	B 端相对集中（安井）	
速冻菜肴制品 (含调理肉)	约 30%	B 端为主	B 端降本增效 C 端懒人经济	高度分散	

资料来源：嘉世咨询，万联证券研究所

3.5 软饮料：“结构升级”带来增量增长，功能饮料为高景气赛道

我国软饮市场规模保持增长。根据东鹏饮料H股招股书披露的数据，2014年，我国软饮行业以零售计的市场规模为12,503亿元，同比增长7.56%，2019-2024年的CAGR为4.75%。自2020年以来，软饮市场恢复快速增长，但由于现制茶饮行业的冲击，我们预计在2027年左右市场规模增速将出现放缓。

图表57：我国软饮行业以零售计的市场规模及同比

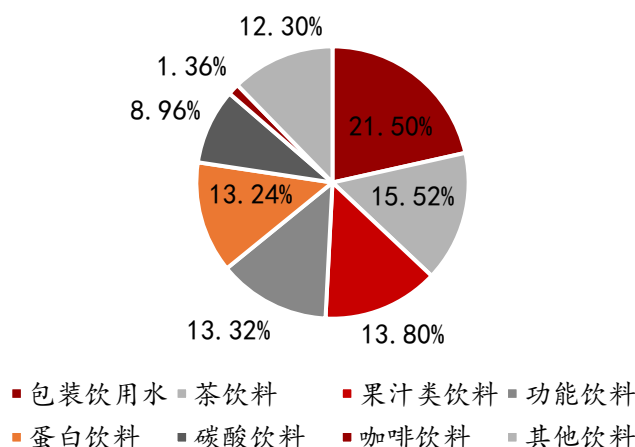


资料来源：东鹏饮料H股招股书、弗若斯特沙利文、国家统计局、中国饮料工业协会、万联证券研究所

细分品类结构：中国软饮主要可分为包装饮用水、茶饮料（含无糖茶）、碳酸饮料、

果汁饮料、功能饮料（能量+运动）、即饮咖啡、蛋白/植物饮料、亚洲特色/养生水等。按销售额看，包装水、茶饮料、果汁饮料、功能饮料是体量最大的四个品类。

图表58：我国软饮子行业2024年零售额占比

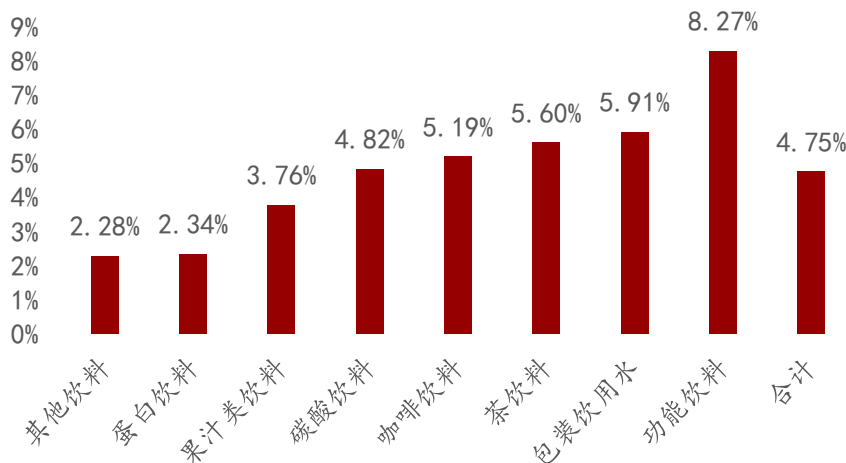


资料来源：东鹏饮料H股招股书、弗若斯特沙利文、国家统计局、中国饮料工业协会、万联证券研究所

2019-2024年饮料市场的增长主要是由功能性饮料、包装饮用水、茶饮料驱动。其中运动饮料、能量饮料以及即饮咖啡增速突出，显著高于行业平均水平。根据景气度与增长态势来看，软饮料行业内部已形成明显分化：高成长性品类如功能饮料、无糖茶、中式养生水、椰子水等增速显著高于行业平均，成为行业结构升级主线；包装水、含糖茶饮料、即饮咖啡等则处于中速增长区间，依托无糖化、大包装化实现存量升级；而传统果汁、含乳或植物蛋白饮料、传统碳酸饮料等品类则增长缓慢甚至收缩，在健康化趋势与新品冲击下业绩承压。

整体来看，行业未来将会依赖“结构升级”带来增量增长。具体围绕三大核心趋势展开：一是健康化风潮带动无糖茶、低糖汽水、NFC果汁等品类增长；二是功能化需求推动能量饮料、电解质水、运动饮料等功能品类成为高景气赛道；三是消费场景不断扩展，家庭囤货、运动健身、夜间加班等细分场景促进大包装与特定功能饮料渗透率提升。

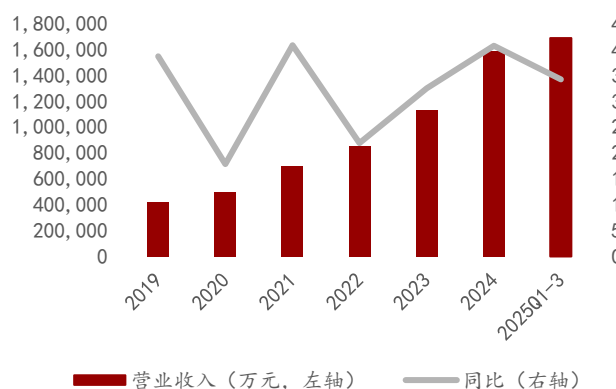
图表59：我国软饮子行业2019-2024的年复合增长率



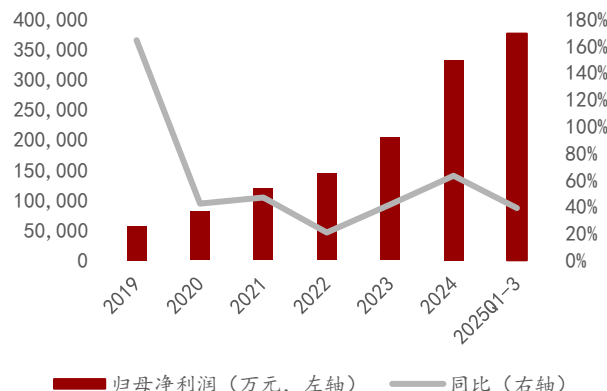
资料来源：东鹏饮料H股招股书、弗若斯特沙利文、国家统计局、中国饮料工业协会、万联证券研究所

加速追赶，东鹏特饮成功能饮料品类最大赢家。功能饮料具备“刚需+成瘾+高粘性”的品类属性，适合长期主义者，也是软饮中最具弹性的高景气赛道。东鹏饮料凭“高性价比+下沉渠道+PET瓶”的竞争策略，以及红牛受品牌纠纷影响略有受损的市场契机，在近几年快速追赶，取得亮眼业绩。2019-2024年营收CAGR高达30.35%，归母净利润CAGR为42.28%；2025年增速略有回落，但仍维持高增长，2025Q1-3营收同比增长34.13%，归母净利润同比增长38.91%。目前功能饮料中的能量饮料细分赛道已经形成红牛+东鹏的双寡头竞争格局，新进入者（如统一、元气森林、啤酒企业跨界等）主要通过价格、口味及包装差异化切边缘市场，对双龙头构成扰动但难以撼动核心格局。

图表60: 2019-2025Q1-3东鹏饮料营业收入及同比



图表61: 2019-2025Q1-3东鹏饮料归母净利润及同比

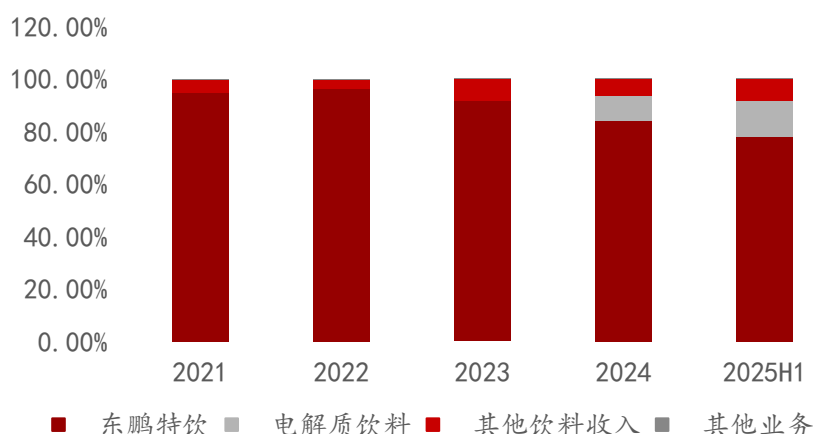


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

在通过东鹏特饮实现高速增长之外，东鹏饮料也不断打造全新产品，发展电解质水、咖啡饮料等高增长品类，向平台化企业演化。在线下渠道，2021-2025H1年东鹏饮料经销商数稳定增长到3200多家，2021-2024年CAGR为11.36%。在产品创新方面，东鹏饮料提早布局，不断寻求新的爆款产品。自2019年起，东鹏饮料不断丰富自身产品矩阵，先后于2019年推出主打消脂的“油柑柠檬茶”，以抢占年轻消费者阵地，2021年推出即饮拿铁咖啡饮品“东鹏大咖”，2023年密集推出无糖茶“鹏友上茶”、植物茶饮料“多喝多润”、椰汁“海岛椰”和电解质水品牌“东鹏补水啦”，2025年2月推出名为“果之茶”的果味茶饮料，对标康师傅和统一的果味茶系列产品。尽管目前东鹏饮料依旧以东鹏特饮为主要营收来源，但部分爆款产品如“补水啦”已展现出强劲的增长态势，有望为企业打开第二增长曲线。

图表62: 东鹏饮料2021-2025H1产品收入结构变化

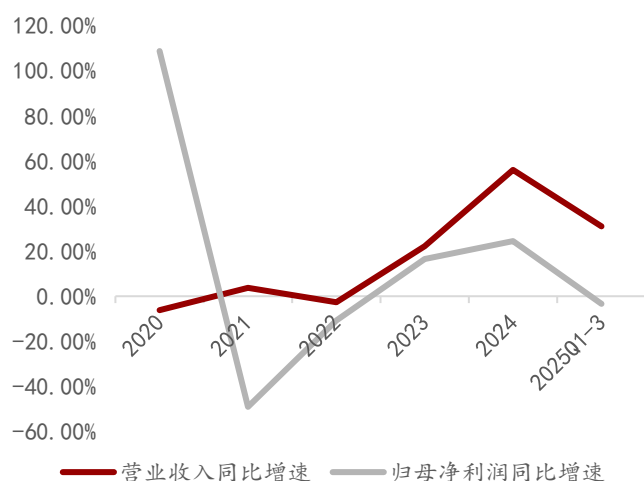


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

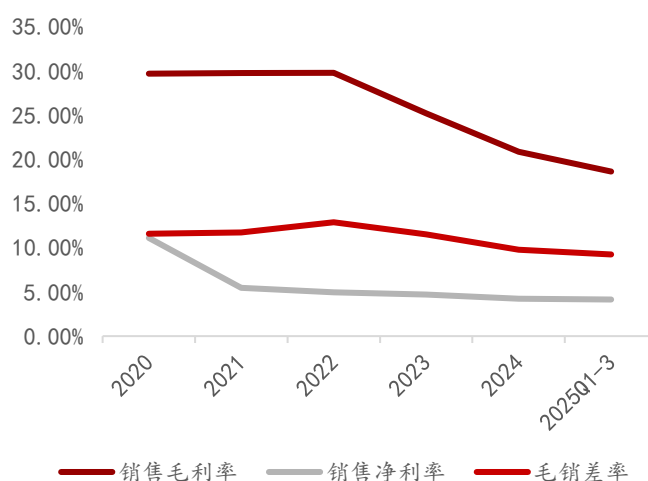
3.6 零食：行业“增收不增利”，平台型与健康大单品企业值得关注

渠道变革和挑战导致零食行业毛利率一路下降，2025年多数零食企业陷入“增收不增利”的境地。2025年前三季度，A股休闲零食板块整体收入高增而利润下滑。板块营收约673.61亿元，同比增长30.97%，但归母净利润仅20.46亿元，同比下滑4.63%，毛利率与净利率双降，典型的“增收不增利”境遇已经在行业层面普遍化。本轮“增收不增利”的本质，是在需求弱复苏背景下，企业通过渠道扩张、价格下探、费用加码换取收入增长，但同时遭遇原材料阶段性上涨、量贩零食/折扣渠道拉低毛利率、品牌降价挤压溢价空间、费用刚性等多重压力，导致毛利率下行的幅度明显快于费用率优化，从而压缩利润。部分具备供应链与渠道优势、拥有高毛利大单品的公司（如盐津铺子、有友食品、西麦食品）仍能在板块承压中实现营收与利润双增，但多数传统品牌（如三只松鼠、洽洽、甘源、劲仔、良品铺子等）都不同程度落入“增收不增利”甚至“增收转亏”的陷阱。从更长视角看，零食行业毛利率自2020年的29.71%一路降至2024年的20.86%，2025Q1-Q3进一步跌至18.62%；毛销差由2020年的11.57%降至2024年的9.78%，2025Q1-Q3进一步降至9.24%，经营安全垫显著变薄，我们认为主要原因是来自渠道的变革和挑战。

图表63：2020-2025Q1-3零食上市公司营收与归母净利润增速



图表64：2020-2025Q1-3零食上市公司销售毛利率、净利率和毛销差率



资料来源：同花顺，万联证券研究所

资料来源：同花顺，万联证券研究所

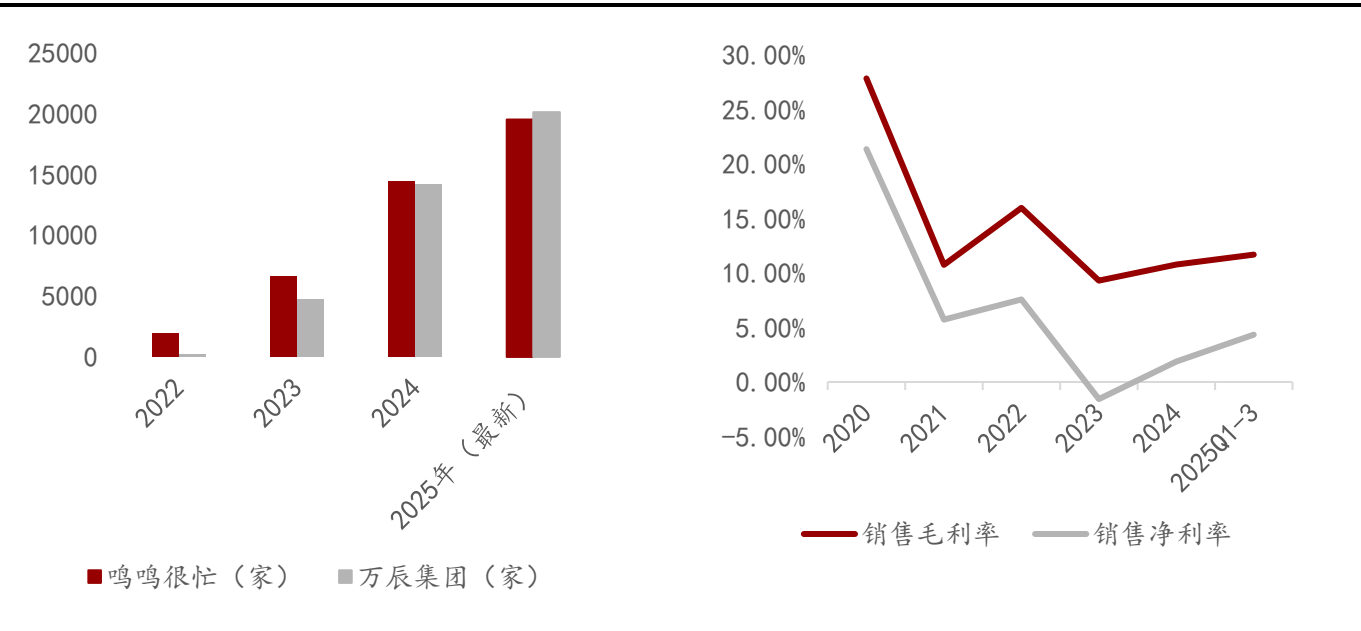
量贩零食渠道在过去几年快速扩张，成为零食品类重要流量入口。渠道层面，2024-2025年零食行业最显著的变化是折扣/量贩业态、会员制商超、内容电商（短视频直播等）等新渠道维持高增，传统KA商超持续被分流。万辰集团、零食很忙等量贩零食连锁高速扩张。其中2025年7月末量贩零食龙头万辰集团总门店数达15,365家，2025年9月末鸣鸣很忙总门店数达19,517家，成为零食品类重要流量入口，并掌握更多供应链话语权。

当前零食行业话语权开始由品牌转向渠道，传统品牌溢价能力持续被稀释。量贩渠道的核心特征是高效率+低加价率，万辰集团的毛利率从2022年的约15.97%降至2025Q1-Q3年的11.69%，部分SKU甚至亏本引流。整体净利率不足5%，远低于传统品牌原有渠道的毛利水平，低毛利率的量贩渠道占比上升，结构性拉低毛利水平。以良品铺子为代表的一批曾经依靠“高端零食”定位的品牌，在未构建足够成本优势前，面临量贩低价与消费者价格敏感加剧背景，被迫进行战略性降价，导致自身盈利能力受损。本

质上来看，过去三只松鼠、良品铺子、来伊份等品牌依托“品牌+渠道”掌握定价权，新零售渠道需要依赖这些头部品牌；如今渠道方（量贩、山姆、抖音直播等）掌握流量入口和供应链，话语权由品牌转向渠道，渠道通过自有品牌、白牌、定制款等方式攫取更多毛利空间，传统品牌的溢价能力持续被稀释。

图表65：主要零食量贩企业的门店数量对比及近三年门店数量情况

图表66：万辰集团2020-2025年毛利率、净利率水平



资料来源：万辰集团上市公司公告，鸣鸣很忙上市招股书，弗若斯特沙利文，万联证券研究所

资料来源：同花顺，万联证券研究所

鸣鸣很忙最新门店数量截止时间为2025年9月30日，万辰集团最新门店数量截止时间为2025年7月底

行业分化加剧，平台型企业与少数拥有健康化大单品的零食企业仍能实现收入利润双增长。从重点上市公司2025年前三季度表现看，“增收不增利”现象高度集中于传统品牌&坚果炒货为主的公司，而拥有健康化大单品、渠道优势或量贩平台属性的公司利润表现相对更稳。如盐津铺子受益魔芋等健康化大单品，2025Q1-3营收+14.67%，净利+22.63%；有友食品受益于会员店渠道，营收与净利均实现+40%以上较高增长；而万辰集团作为量贩平台，2025Q1-3营收+77.37%，净利+917.04%；但净利率仅约4.35%，属于“高周转、薄利”模式，对传统品牌的议价权显著提升。预计零食行业市占率将越来越向平台型渠道商与少数具备差异化大单品的企业集中。

展望2026年，量贩龙头盈利有望继续抬升，而零食企业盈利能否改善需跟踪原料成本、费效优化情况、大单品持续性及扩品类能力。对于量贩龙头，当前从“拼开店”转向“拼店效/自有品牌/供应链”，盈利质量有望继续抬升。对于零食企业，盈利能否改善需要跟踪如下变量：①原材料与包材价格走势（如葵花籽、棕榈油、糖/纸/铝等）；②销售费效优化（缩减无效投放、精细化运营/数字化）与渠道结构管理（会员店/量贩/内容电商比例与SKU策略）；③大单品与健康化品类的持续性及扩品类能力（魔芋/深海零食等）决定结构性超额收益的可持续性。

图表67：主要零食公司业绩水平和典型特征

公司	2025Q1-3 营收 (亿元)	2025Q1-3 营收 YoY %	2025Q1-3 归母净利 (亿元)	2025Q1-3 归母净利 YoY %	Q3 营收 YoY%	Q3 归母净利 YoY%	典型特征

三只松鼠	77.59	8.22	1.61	-52.91	8.91	-56.79	线下分销+费投、 盈利大幅下滑
洽洽食品	45.01	-5.38	1.68	-73.17	-5.91	-72.58	坚果/瓜子原料高位+ 量贩拉低毛利
盐津铺子	44.27	14.67	6.05	22.63	6.05	33.55	魔芋等大单品+多渠道， 量利双增
良品铺子	41.40	-24.45	-1.22	-730.83	-17.72	539.23	大幅降价+成本刚性， 转为亏损
劲仔食品	18.08	2.05	1.73	-19.51	6.55	-14.77	成本压力+鹌鹑蛋低价竞争，费 投增加
甘源食品	15.33	-4.53	1.56	-43.66	4.37	-26.31	坚果+棕榈油成本上行、 费投拉高
有友食品	12.45	40.39	1.74	43.34	32.70	44.79	山姆等会员超市渠道放量，量 利双升
万辰集团	365.62	77.37	8.55	917.04	44.15	361.22	量贩平台属性， 规模高速扩张

资料来源：同花顺，万联证券研究所

4 投资建议

食品饮料细分行业投资观点：

（1）白酒行业：渠道去库存，低估值+高股息率为股价提供支撑。2025年由于渠道去库存和“禁酒令”影响，行业业绩加速探底。纵观茅台酒过去四次价格下跌周期，除2012年因政策持续压制导致下跌持续4年外，其余三次下跌均在1年左右见底，随后1-2年内价格恢复甚至创新高。本轮周期，贵州茅台批价下跌深度和下跌时间，均超过此前四轮周期。以茅台酒的批发价格相对于中国居民人均可支配收入的购买力情况来看，批价接近底部区域，往下空间有限。从渠道库存情况分析，我们判断白酒渠道去库存周期延续至2026年上半年，拐点可能在2026年下半年出现。经过5年的调整，白酒行业PE估值较峰值缩水近7成，估值进入筑底阶段，且白酒行业整体现金分红能力较强，低估值+高股息率为股价提供较强支撑。从未来的行业增长空间和竞争格局来看，判断我国白酒行业可能进入“量价双杀”的存量市场博弈阶段，行业分化将加剧，呈现更加头部化特征。

（2）大众品行业：

①啤酒：成本红利延续，即饮需求有望复苏。2025年前三季度业绩有所改善，2026年有望保持边际改善趋势，改善来自三点：一是餐饮复苏，以及体育赛事“百花齐放”丰富了啤酒消费场景；二是主要原料价格下降或处于低位，成本红利有望延续；三是产品结构持续升级，尤其产品结构偏低的啤酒企业如燕京啤酒、珠江啤酒升级空间更大。中长期来看，我国啤酒消费总量增长有限，成长主要来自产品结构升级，且当前已步入结构升级的下半场，行业整体的升级红利正在消退，取而代之的是企业间基于差异化战略、产品矩阵及渠道掌控力所引发的个体分化。

②乳制品：成本筑底且需求端回暖，低温和深加工奶制品良性增长。需求回暖，行业

营收从2025Q2开始同比增速由负转正。上游原奶价格进入底部区间，带来成本红利的共性好，但乳制品上市公司毛利率显著分化，主要因品类结构、定价/促销策略不同而拉开差距，其中伊利股份、新乳业毛利率呈上行趋势，但部分区域乳企如天润乳业、光明乳业毛利率持续下滑。预计2026年原奶供给过剩压力缓解，主要乳企因喷粉损失导致的资产减值损失有望减少，企业盈利能力有望改善。中长期来看，我国乳制品结构性过剩，传统乳制品类供给过剩，但部分细分品类如低温奶、深加工乳制品仍存在增长空间，乳企有望开辟新的增长曲线。

③调味品：连锁餐饮和强势终端崛起，推动行业定制化发展。调味品行业原料成本下降趋缓，但绝对价格仍处低位区间，为行业利润释放提供支持。B端餐饮需求在低基数下有望同比改善。中长期来看，餐饮连锁化和强势终端的崛起，推动调味品行业向定制化趋势演进。建议关注业绩较好、在复合调味品和健康食品领域合理布局的调味品企业，能够挖掘定制化需求并给出解决方案的调味品企业将率先绑定头部客户。

④速冻食品：价格战趋缓推动盈利修复，行业重回正增长轨道。自2021年来，速冻食品板块经历了疫情期间景气度高涨到疫情后供需失衡、低价竞争再到目前竞争趋缓、盈利能力修复的变化周期，2025年下半年开始行业价格战趋缓，利润增速由负转正。展望2026，预计餐饮复苏带动速冻食品经营业绩向好发展，以安井为代表的各大企业正在积极拥抱新渠道，有望借助山姆会员店、零食量贩店等新兴渠道扩展销路，同时价格战无法延续，行业盈利能力有望恢复。

⑤饮料：“结构升级”带来增量增长，功能饮料为高景气赛道。我国软饮料市场的增长主要是由功能性饮料、包装饮用水、茶饮料驱动，其中功能饮料具备“刚需+成瘾+高粘性”的品类属性，是软饮中最具弹性的高景气赛道。东鹏饮料凭“高性价比+下沉渠道+PET瓶”的竞争策略，以及红牛受品牌纠纷影响略有受损的市场契机，在近几年快速追赶，取得亮眼业绩。整体来看，预计行业未来将会依赖“结构升级”带来增量增长，建议关注在高景气赛道具备竞争优势的龙头企业。

⑥零食：行业“增收不增利”，平台型与布局健康大单品企业值得关注。渠道变革和挑战导致零食行业毛利率一路下降，2025年多数零食企业陷入“增收不增利”的境地。渠道方（量贩、山姆、抖音直播等）掌握流量入口和供应链，话语权由品牌转向渠道，渠道通过自有品牌、白牌、定制款等方式攫取更多毛利空间，传统品牌的溢价能力持续被稀释。“增收不增利”现象高度集中于传统品牌&坚果炒货为主的公司，而拥有健康化大单品、渠道优势或量贩平台属性的公司如万辰集团、盐津铺子利润表现相对更稳。展望2026年，量贩龙头盈利有望继续抬升，而零食企业盈利能否改善需跟踪原料成本、费效优化情况、大单品持续性及扩品类能力等指标。

5 风险提示

1. 经济增长不及预期风险：食品饮料需求与宏观经济增长正相关，如果经济增速不及预期或下行，食品饮料需求增长可能不及预期或出现下行风险。
2. 政策风险：食品饮料中的诸多板块，如白酒等，与政策关联度较大，限制或管控相应产品于某些消费场景的消费将会带来较大的行业调整。
3. 食品安全风险：食品安全是消费者关注的重中之重，消费者对出现食品安全问题的产品及公司甚至行业的信任度及消费意愿将大幅下降。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场