

食品饮料行业深度报告

食品饮料 2026 投资策略：估值切换为抓手，三维布局 2026

增持（维持）

2025 年 12 月 09 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书：S0600525040001

guoxd@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书：S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

证券分析师 李茵琦

执业证书：S0600524110002

liyinqi@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

投资要点

■ **消费长期承压，边际缓坠改善可期，2026 可持相对乐观预期。**以 CPI 指标为例，2020 年 9 月份以来持续低位运行，其中 2021 年以来食品、烟、酒整体长期处于换挡降速通道，2023 年中以来食品和酒类价格指数更是呈现连续负增长状态。宏观消费指标社会消费品零售总额显示，2021 年 8 月以来月度同比增长居于 2%-5% 的低速区间。结合餐饮和食品及酒类代表性上市公司经营表现，消费持续承压已久。2024Q3 以来“提振消费”被屡次提及，一方面我们看到提振消费必要性得到高度重视，另一方面我们也看到一些政策开始落地，比如家电汽车国补、地方餐饮补贴，国家层面的生育补贴等，我们亦看到一些行业竞争格局优化，积极有为的偏头部企业触底反弹，白酒行业的中观周期值得高度重视，当前正在积极兑现出清。我们认为从中微观层面可以逐步看到更多边际上的改善，星星之火或可燎原，对 2026 基调上我们持相对乐观态度。

■ **从确定性着手，以估值切换为抓手，三个维度布局。**不确定性仍然存在，但对于年末布局而言，估值切换是最为确定的策略，我们在消费投资上建议化繁为简，从确定性着手，以估值切换为抓手。估值切换的前提是业绩成长，从业绩成长的驱动判断来把握估值切换的确定性。连续成长和困境已反转，是估值切换/修复的两个重要维度，另外我们高度重视“消费长期承压”下的白酒，“兑现出清”是白酒中观周期向上的必要条件，因此兑现出清是我们必须高度重视的第三个维度，核心是白酒板块。另外，如若宏观确定性的提升以及消费 β 改善，餐饮及相关板块的回升也可适当期待，当前部分餐饮及餐饮供应链已经处于触底状态，同店、翻台也有改善，低位布局风险可控。

■ **五个方向选股，把握 2026 消费投资机会。**我们自九、十月以来筛选建议五个领域，包含了从估值切换（连续成长，困境反转）到兑现出清：1) 以功能食品保健品大健康为核心的创新高地弹性成长方向，2) 供应链精进&产品和渠道共振的头部零食，3) 以效率和有效场景支撑的具有扩张性的优质连锁零售业态，4) 长生命周期品类成长饮料龙头，5) 兑现出清有望困境向好（核心是白酒和乳业），其他顺周期也将随着宏观变量而动，值得跟踪关注。我们认为零食行业格局已经发生巨大变化，新的格局稳定而延续，新的格局下量贩龙头和渠道适配的强研发型企业，依托已经建立的品类和强供应链基础优势，将持续受益和领衔规模成长。优质连锁业态更注重同店企稳表现下的扩张空间；而保健品值得提高重视，在于其增量逻辑得到认同，品类创新延伸空间打开，年轻消费人群规模扩大，销售模式具有爆发性，连带代工企业业务成长空间也得到扩展。白酒进入兑现出清关键期，股价先于基本面已见底，2026 年新的库存周期有望出现，白酒报表表现可预期在 25H2 大幅下滑的情况下收敛，部分公司呈现增长可期，总体 2026 预判前低后高，有利于良性预期形成，推荐方面化繁为简，买入“出清可信用度较高+管理运营能力居前+未来有成长空间逻辑”的标的企业。

■ **投资建议：**五个方向选股，优先确定性，自下而上于成长和困境反转中捕捉估值切换收益，头部零食企业、优质连锁零售业态兼具“新且快”，迭代能力强，增速横向比较更领先；低位布局积极出清的，2026 年内出现拐点可能性大的白酒、乳业以及大餐饮板块，高度重视保健品大健康领域，银发经济基本盘稳固，年轻化新消费人群扩容，品类创新迭代积极，主要公司弹性体现在 2026 年。重视长生命周期&高壁垒生意龙头，以及深度价值（稳定格局，稳健经营，稳定分红）标的。

行业走势



相关研究

《宠物保健食品行业：旭日初升，竿头日上》

2025-11-10

《白酒 2025 年三季报总结：加速纾压，底部渐明》

2025-11-06

■ **风险提示：**宏观如继续承压对消费的传导，需求探底和修复不及预期，原材料价格的加大波动，食安风险，行业内产能扩张和竞争加剧风险，估值切换收益提前兑现使得 2026 收益空间缩小的风险等。

表 1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
000568	泸州老窖	1,845.52	125.38	9.15	7.57	7.69	13.70	16.56	16.30	买入
000596	古井贡酒	813.41	153.88	10.44	8.61	9.75	14.74	17.87	15.78	买入
600809	山西汾酒	2,197.77	180.15	10.04	9.71	10.20	17.95	18.55	17.66	买入
02517	锅圈	94.78	3.45	0.08	0.16	0.21	43.13	21.56	16.43	买入
002847	盐津铺子	181.49	66.55	2.35	3.01	3.70	28.36	22.11	17.99	买入
300972	万辰集团	341.89	181.00	1.55	6.81	10.20	116.48	26.58	17.75	买入
605499	东鹏饮料	1,352.03	260.00	6.40	8.85	11.24	40.64	29.38	23.13	买入
605338	巴比食品	63.77	26.62	1.15	1.22	1.39	23.06	21.82	19.15	买入
300791	仙乐健康	71.16	23.13	1.06	1.08	1.37	21.89	21.42	16.88	买入
600600	青岛啤酒	853.71	62.58	3.19	3.48	3.88	19.65	17.98	16.13	买入
600882	妙可蓝多	132.15	25.91	0.22	0.49	0.72	116.31	52.88	35.99	买入
600887	伊利股份	1,824.23	28.84	1.34	1.75	1.91	21.58	16.48	15.10	买入
603345	安井食品	268.13	80.45	4.46	4.18	4.78	18.06	19.25	16.83	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所，以 2025 年 12 月 8 日收盘价计算

注：重点公司均为自有预测，锅圈币种为港币，其他币种均为人民币，港元汇率为 2025 年 12 月 8 日的 0.909

内容目录

1. 消费承压已久，多方蓄势待曙光	6
1.1. 消费持续承压，CPI 和社零低位	6
1.2. 公司业绩承压，机构连续低配	8
2. 拥抱确定性，以估值切换为抓手，三维布局 26 年	10
2.1. 估值切换的源头是确定性成长	10
2.2. 困境反转带来估值修复弹性	11
2.3. 兑现出清是新周期启动的必要条件	12
3. 优选五个方向，兼顾多元机会	13
3.1. 保健品&大健康：创新高地，成长弹性	13
3.2. 休闲零食：聚焦头部领衔成长，挖掘出海增量	17
3.3. 优质零售连锁业态：量贩进化提质，锅圈巴比重启扩张	19
3.3.1. 量贩：2025 年从快速开店转向净利率优化，2026 年关注单店营收的提振	19
3.3.2. 锅圈和巴比：重启拓店，探索新店型新业态	21
3.4. 长周期品类饮料龙头：看重品类领导力，26Q1 或显大年气象	22
3.4.1. 东鹏&农夫：卓越的品类领导力，不断夯实平台化战略和优势	23
3.4.2. 春节错配，26Q1 开局大年气象	24
3.5. 兑现出清期盼拐点：底部布局白酒，奶业新周期有望	25
3.5.1. 白酒加速探底，优选筑底和复苏强动能	25
3.5.2. 乳业：奶价低位待提振，深加工助力原奶消化	28
3.6. 其他：啤酒韧性仍在，黄酒高端化逐步兑现	29
3.6.1. 啤酒：需求韧性仍在，关注场景修复	29
3.6.2. 黄酒：会稽山锐意进取，引领产业变革	30
4. 投资建议	32
5. 风险提示	33

图表目录

图 1:	2018 年至今个人定期存款走势图 (亿元)	6
图 2:	CPI 走势图	7
图 3:	社会消费品零售总额同比增速 (%)	7
图 4:	社会消费品零售中餐饮收入同比增速	8
图 5:	食品饮料板块基金持仓变化 (基金股票投资市值口径, 至 2025Q3)	9
图 6:	巴比食品年线	11
图 7:	锅圈年线	11
图 8:	五个方向精细选股思路	13
图 9:	中国保健品行业复盘 (单位: 亿元)	14
图 10:	65 岁以上人口占比提升 (纵轴: 65 岁以上人口占比, 单位%, 横轴单位年)	14
图 11:	不同年龄段消费者的日常消费结构 (2021 年)	14
图 12:	2023 年京东健康用户年龄分布及增速	15
图 13:	2023 年京东健康用户人群占比及用户数增速	15
图 14:	保健品各主流品类规模 (2024 年为例)	15
图 15:	细分板块增速对比	15
图 16:	2024 年保健品线上电商渠道收入占比达 58%, 已成为主要销售渠道	16
图 17:	保健品行业重点公司全渠道市占率	16
图 18:	2025 年部分休闲食品上市公司在山姆渠道新品梳理	18
图 19:	魔芋体现出超级大单品的成长潜质 (单位: 亿元)	18
图 20:	零食量贩头部两大集团门店数量 (家)	20
图 21:	万辰集团零食量贩业务营收 (亿元) 及净利率	20
图 22:	鸣鸣很忙、万辰集团单店营收 (万元) 走势	20
图 23:	2019-2025Q3 锅圈、巴比门店数量 (家)	21
图 24:	2020-2025Q3 锅圈、巴比单店营收 (万元)	21
图 25:	巴比堂食店进店人流较多	22
图 26:	锅圈上海调改店新增现炸货品	22
图 27:	中国软饮料市场规模及增速一览	22
图 28:	东鹏饮料非能量饮料业务占比持续提升	24
图 29:	东鹏饮料数字化营销一览	24
图 30:	农夫山泉非水业务占比稳步提升	24
图 31:	农夫山泉采取信息化系统 NCP 进行渠道管理	24
图 32:	2025 年春节期间包装水、功能饮料、果汁、亚洲传统饮料表现亮眼	25
图 33:	2021 年来制造业 PMI 长期在荣枯线以下	25
图 34:	2014 年白酒股价期间涨跌幅复盘	26
图 35:	2014~2015 年各指数累计涨跌幅复盘	27
图 36:	白酒营收增长表现的判断, 2026 前低后高	27
图 37:	原奶价格走势 (元/公斤)	28
图 38:	国内牛肉批发价走势 (元/公斤)	28
图 39:	2025 年以来啤酒产量整体呈现恢复性增长	29
图 40:	2025 年前三季度中高端品类销量同比增速一览	29
图 41:	2021 年以来黄酒行业 CR2 市占率加快提升	30
图 42:	会稽山增长路径思维导图一览	31

图 43: 会稽山已完成回购, 拟用于员工持股或股权激励..... 31

图 44: 2026 食品饮料板块关注重点个股..... 32

表 1: 食品饮料及各子板块公司营收和业绩增长情况..... 8

表 2: 2024、2025 年板块个股涨幅排序 (不含港股, 25 年指至 2025 年 10 月 31 日) 10

表 3: 休闲食品公司与零食量贩、头部会员制商超合作情况梳理..... 17

表 4: 休闲食品出海布局情况..... 19

表 5: 2024 年中国软饮料各子赛道竞争格局一览..... 23

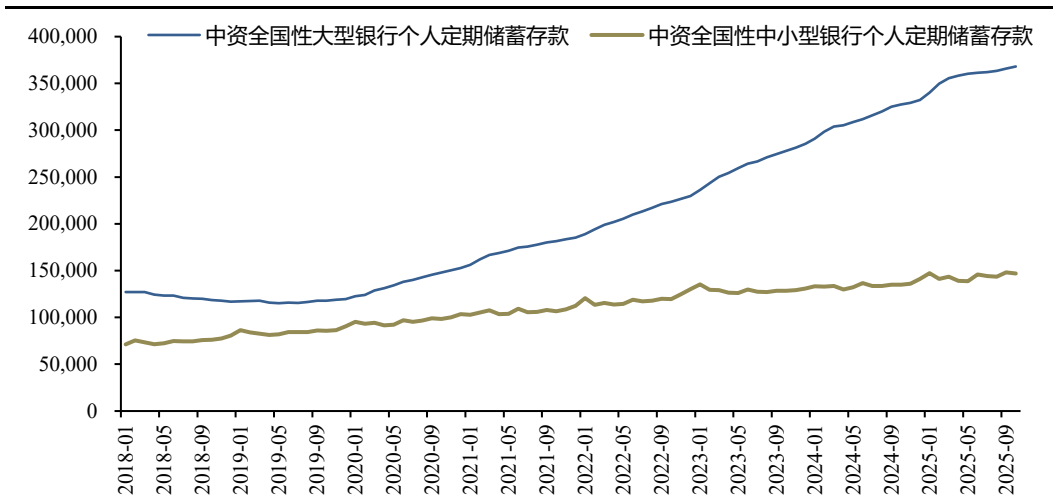
表 6: 2012Q4~2015Q4 各酒企单季度营收同比增速复盘..... 26

表 7: 从跟踪节奏来看, 2026 年啤酒原材料成本仍有一定弹性..... 30

1. 消费承压已久，多方蓄势待曙光

消费承压已久，我们认为消费疲弱偏“结果”。居民消费意愿逐步走弱、存款意愿大幅提升，近年来个人存款余额持续增加。消费意愿偏弱原因多重，居民对不确定性的担忧，2021 年来房价下跌使得以住房资产为主体的居民财富持续受损（《中国家庭财富调查报告 2019》指出，2018 年城镇家庭房产净值占比为 71.35%，农村家庭为 52.28%），经济转型下的结构性供需不匹配等。

图1：2018 年至今个人定期存款走势图（亿元）

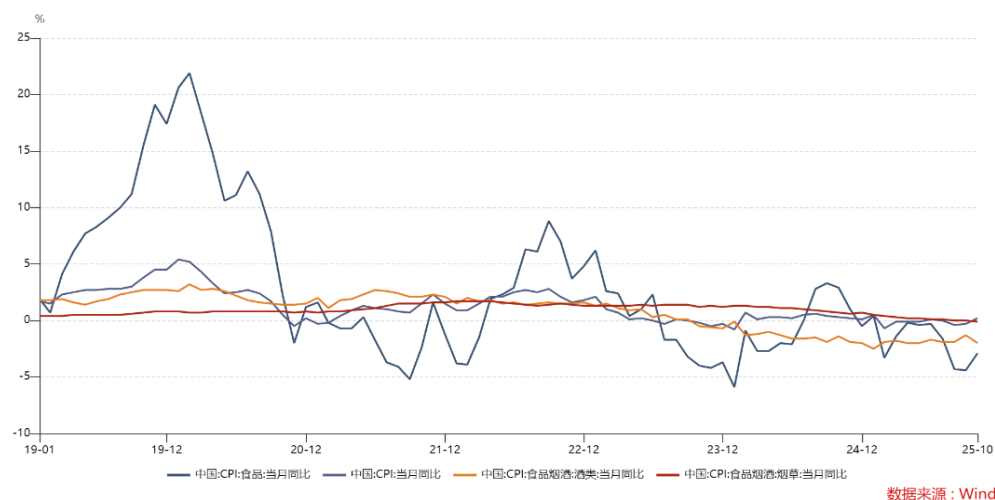


数据来源：wind，国家统计局，东吴证券研究所

1.1. 消费持续承压，CPI 和社零低位

从宏观上看，以社会消费品零售总额和消费品价格指数为消费重要指标，我们看到消费承压已久。以 CPI 指标为例，2020 年 9 月份以来持续低位运行，其中 2021 年以来食品、烟、酒整体长期处于换挡降速通道，2023 年中以来食品和酒类价格指数更是呈现连续负增长状态。

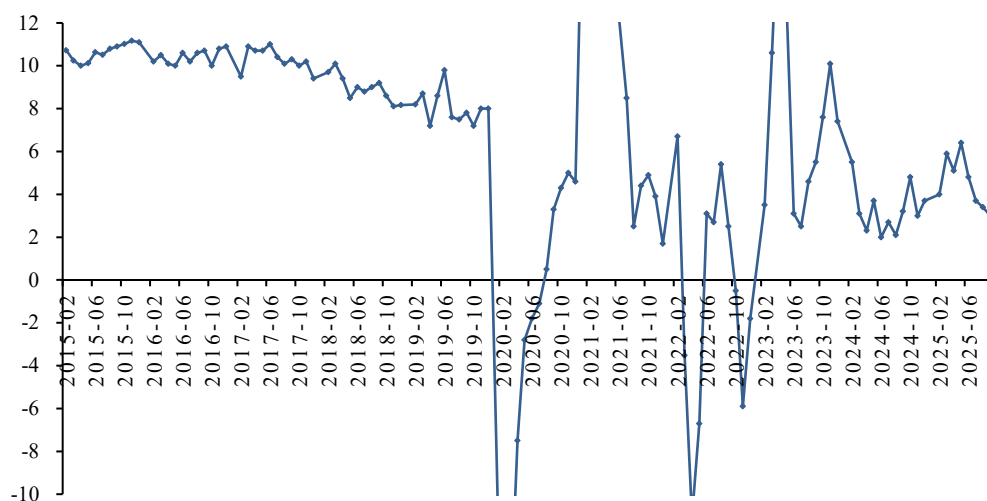
图2: CPI 走势图



数据来源: wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

社会消费品零售总额显示,2021年8月以来月度同比增长居于2%-5%的低速区间。结合餐饮和食品及酒类代表性上市公司经营表现,消费持续承压已久。

图3: 社会消费品零售总额同比增速 (%)



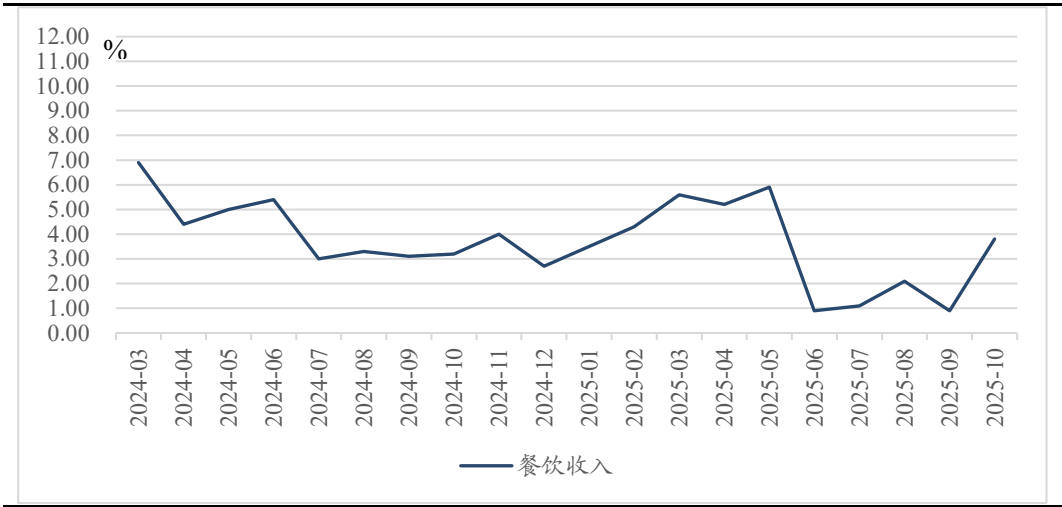
数据来源: wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

2024Q3 以来“提振消费”被屡次提及。一方面我们看到提振消费必要性得到高度重视,另一方面我们也看到一些政策开始落地,比如家电汽车的国补、地方餐饮补贴,国家层面的生育补贴等,我们亦看到一些行业竞争格局优化,积极有为的偏头部企业触底反弹,白酒行业的中观周期值得高度重视,当前正在积极兑现出清。进入2025Q4,10月CPI环比改善且转正,社零统计的餐饮收入增速抬头,餐饮龙头企业海底捞10月翻台和同店都有显著改善。

我们认为从中微观层面可以逐步看到更多边际上的改善,星星之火或可燎原,对

2026 基调上我们持相对乐观态度。

图4：社会消费品零售中餐饮收入同比增速



数据来源：wind，国家统计局，东吴证券研究所

1.2. 公司业绩承压，机构连续低配

从食品饮料整个板块营收和净利增长表现看，2019 年以后整体持续降速，整体营收同比增速从 2019 年的+14.5%降至 2025Q1-Q3 的+0.2%，同期归母净利润同比增速由 +13.4%降至-4.6%。

各子行业不同程度承压，肉制品、乳制品、白酒、预加工食品（速冻食品，偏餐饮供应链）等 24 年来压力更加凸显。25Q1-Q3 白酒板块出现自 2017 年以来首次合计营业收入和利润下滑（Q4 淡季继续出清，预计全年下滑），软饮料板块主要由龙头东鹏饮料带动，烘焙以及熟食连锁等业态在需求转移和竞争加剧背景下经营困难。

表1：食品饮料及各子板块公司营收和业绩增长情况

	营收同比增长（%）							归母净利润同比增长（%）						
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1-Q3	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1-Q3
食品饮料	14.5	7.1	11.5	7.5	6.9	3.9	0.2	13.4	16.1	11.8	12.0	16.9	5.5	(4.6)
食品加工	20.6	12.6	(4.4)	(0.6)	(2.5)	(3.4)	(0.3)	(5.8)	59.6	(29.3)	12.1	(25.2)	8.7	(4.5)
预加工食品			17.1	13.7	5.9	(1.9)	(0.8)			(11.5)	29.4	3.2	(2.2)	(8.4)
肉制品	26.5	21.4	(9.5)	(4.2)	(8.0)	(2.8)	0.4	12.6	25.4	(43.5)	44.6	(54.0)	62.5	(7.3)
保健品	31.6	0.2	14.6	1.4	19.9	(8.9)	(2.8)	84.6	215.1	0.3	(53.4)	78.5	(58.2)	8.2
白酒	16.2	6.6	17.9	15.1	15.6	7.3	(5.8)	17.8	12.1	17.7	20.3	18.9	7.4	(6.9)
啤酒	3.9	(0.1)	10.6	7.3	6.2	(1.5)	2.0	54.3	22.0	28.1	12.7	16.9	6.8	11.8
其他酒类	(2.1)	(22.5)	19.2	(4.3)	11.1	(6.9)	(3.7)	4.8	(36.0)	(4.5)	(81.4)	731.0	(24.1)	(7.4)
软饮料	1.2	(20.2)	22.7	(0.4)	13.1	12.6	10.9	(42.8)	37.8	19.0	(11.6)	8.9	44.0	14.7
乳品	11.4	7.6	15.7	7.1	1.3	(8.0)	0.8	12.1	(16.5)	42.6	(2.6)	22.8	(26.9)	(2.0)
零食			3.7	(3.0)	0.2	56.1	31.0			(45.8)	(11.9)	23.6	24.5	(3.3)

烘焙食品	14.7	3.5	10.6	(0.4)	(0.7)	(2.1)	(25.7)	5.6	(5.9)	(17.5)
熟食	15.2	1.7	4.5	(10.8)	(10.9)	14.4	(66.6)	53.1	(17.8)	(33.6)
调味品	14.8	13.1	14.6	8.3	2.2	8.6	3.9	29.1	17.7	6.3
								6.3	(13.7)	21.5
									1.5	6.3

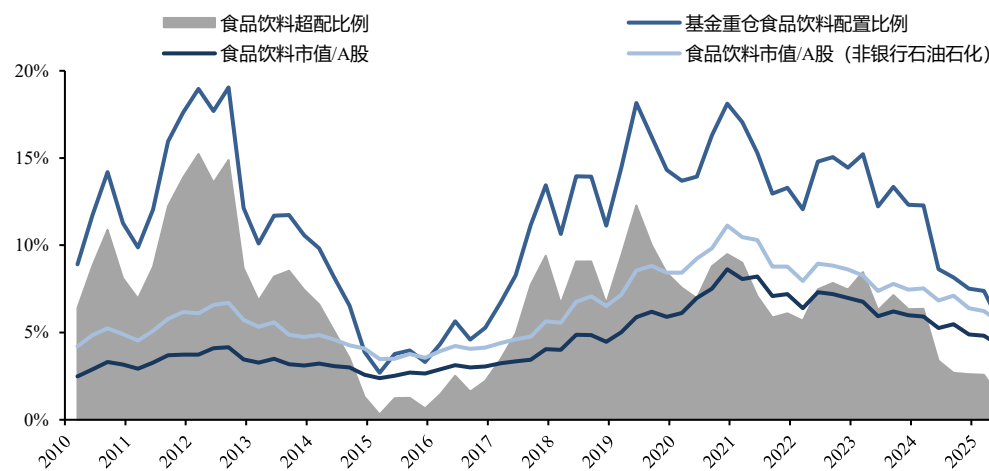
数据来源：wind，行业分类均为申万板块，东吴证券研究所

在消费整体景气度趋势性减弱，白酒逐步进入调整深水区的大背景下，机构消费品持仓持续回落。作为硬币的两面，持仓低位也使得板块继续深调可能性在周期偏后段的情况下大幅减弱。

25Q3 末全部主动权益公募基金食品饮料重仓股持仓比例环比 25Q2 下降 1.45pct。25Q3 季末主动基金食品饮料板块重仓持股比例为 4.17%（主动权益基金食品饮料重仓持股市值/重仓持股总市值），较 25Q2 下降 1.45pct；24Q3~25Q3 主动权益类基金食品饮料重仓比例分别为 8.16%、7.51%、7.39%、5.62%、4.17%。25Q3 季末食品饮料市值占 A 股比重为 3.86%（剔除银行石油石化市值比重为 4.84%），食品饮料板块超配比例环比下降 1.03pct。（以上内容摘自东吴证券公开报告《食品饮料 2025Q3 基金持仓报告》）。

公募机构食品饮料板块持仓比例连续下降，其中白酒持仓持续下降之余，大众品持仓亦边际转弱，主因：1）市场风格较为极致，资金更青睐科技成长，受益经济结构转型的科技、制造、新消费更受资金追捧，出海和红利金融等板块也相对受欢迎。2）基本面方面，消费整体承压，大众品同样存在需求不足，竞争激烈，景气细分行业较少，成长稀缺。

图5：食品饮料板块基金持仓变化（基金股票投资市值口径，至 2025Q3）



数据来源：wind、东吴证券研究所（主动基金包括普通股票型基金、偏股混合型、平衡混合型基金、灵活配置型基金，下同）；摘自东吴证券公开报告《食品饮料 2025Q3 基金持仓报告》

2. 拥抱确定性，以估值切换为抓手，三维布局 26 年

确定性优先，估值切换为抓手布局跨年。2025Q4 消费复苏仍旧不甚清晰，展望 2026 年，不确定性仍存。从投资策略角度，估值切换是有效的，而估值切换的来源主要是“连续成长”和“困境反转”，寻找确定性更为有效果——持续兑现成长的确定性+改革向好的确定性（β 或 α 下困境反转）。只有成长才有估值切换，估值切换就是确定性成长，为此在行业和个股选择角度以此为出发点，不但适合短期，亦贯穿 2026。

2.1. 估值切换的源头是确定性成长

优秀的公司通常会持续保持优秀，也即成长具有连贯性，在商业模式确立之后，或渗透率见顶之前，市场表现也会相对更强。我们复盘 2024 年涨幅和 2025 年涨幅靠前标的，核心驱动要素是“成长继续兑现+增量逻辑（包括困境开始反转，或新成长驱动呈现如黄酒板块）”。食品饮料 2024 年涨幅靠前品种，有较大比例 2025 年继续涨幅居前，这一比例可达 50%，这类企业 2024-2025 业绩表现横向比较更佳，例如西麦食品、有友食品、万辰集团、东鹏饮料等。同时，逻辑变革增强也获得市场认同。黄酒企业会稽山高端化和年轻化并进，产品推新，营销加力，气泡黄酒成为现象级产品，带动营收增长，2025 年 1-9 月会稽山营收超过古越龙山成为行业第一。

食品饮料行业成长稀缺，持续高度重视连续成长。食品饮料中成长稀缺（成长的分析维度无外乎商业模式&品类&产品&渠道），但筛选出来的持续成长/困境已反转企业，诸如比如盐津、锅圈、东鹏、巴比、宝立、西麦等，2026 继续成长是可预判的，存在估值切换。

表2：2024、2025 年板块个股涨幅排序（不含港股，25 年指至 2025 年 10 月 31 日）

名称	2024 年涨幅	2025 年涨幅%	涨跌原因	2025 涨幅靠前标的	2025 涨幅%	涨跌原因
万辰集团	114.20	120.91	高成长，利润率提升	会稽山	103.54	新消费
三只松鼠	106.25	-35.58	成长掉转	巴比食品	51.73	困境反转，重新扩张
东鹏饮料	80.58	14.62		煌上煌	50.64	并购催化
交大昂立	79.55	75.79	多题材	ST 加加	49.05	实控人变化
燕京啤酒	40.98	-0.96	边际催化减弱	贝因美	50.59	
甘源食品	39.09	-37.02		金字火腿	46.32	
一鸣食品	36.07	7.20		安记食品	46.21	
盐津铺子	30.83	18.68		日辰股份	43.98	
品渥食品	29.40	6.31		妙可蓝多	43.02	兑现业绩高增
新乳业	28.73	21.99		庄园牧场	41.70	
好想你	27.50	31.75	借壳/持股很忙，高分红	金达威	36.79	保健品原料+品牌
珠江啤酒	27.10	-3.73		*ST 春天	33.70	
海天味业	23.21	-9.19		养元饮品	33.29	参股存储
ST 西发	21.39	31.27		千味央厨	31.36	

承德露露	19.49	5.92		百合股份	24.54	回购
西麦食品	19.17	30.13	业绩成长	仙乐健康	20.89	BF 拐点，战略升级
有友食品	18.36	32.19	业绩成长	酒鬼酒	15.77	出清+胖东来
伊利股份	17.76	18.68		泸州老窖	12.76	高股息
ST 加加	15.93	49.05				

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 困境反转带来估值修复弹性

困境反转一旦得到确认，收益巨大。在持续调整的困境当中，双杀带来估值低位，而一旦困境反转迹象增强，并逐步得到确认，则双击带来的收益非常可观。以锅圈和巴比食品为例，①锅圈在疫后同店下滑大，闭店率高，股价大幅下跌，24 年下半年多举措改善同店，其中爆品套餐效果显著，多平台投入导流，会员运营加码等，实现同店企稳回升，门店盈利大面积改善，2024 年下半年门店总数企稳并实现净开店数百家；2024 年报平稳，2025H1 开始高增。②巴比食品同店下滑幅度 2024H2 开始收窄，2025Q2 同店转正，公司多举措帮助门店改善营收，大力推进调改，并开启并购助力成长，增长曲线重拾向上。我们认为困境反转也将逐步体现在更多行业如餐饮供应链，2025Q3 安井食品营收增长提速，预计 Q4 延续。

另外，妙可蓝多也是 2025 年困境反转的突出标的。其整合蒙牛的奶酪业务后，2025 年 B 端竞争力更强，增长更为强劲，同时 C 端格局优化后，通过丰富产品矩阵和增强渠道精细化运营实现触底向好态势。

图6：巴比食品年线



数据来源：wind、东吴证券研究所

图7：锅圈年线



数据来源：wind、东吴证券研究所

2.3. 兑现出清是新周期启动的必要条件

极致承压后的食品饮料重点子行业，中观逻辑趋于清晰，白酒、乳制品、餐饮及餐饮供应链等行业的前瞻和同步性指标具有一定甚至较强的可跟踪性。

乳制品产业链较长，上游养殖业具有较长周期和较强周期性，奶价走势影响供给，在需求下探触底情况下，上游供给对产业链的投资价值影响更大，奶牛去化和原奶价格指标跟踪有重要意义。但品牌加工企业低库存运行，对上游去化和下游需求边际改善都有敏感性，严重关注乳业龙头伊利股份等。

白酒由于产品属性的特殊性，由终端需求转弱传导至企业报表恶化过程更长，在这轮周期下行大背景下，白酒需求已经多番极致承压之后，周期后段特征已显，未来需求缓慢恢复可期，中观层面供给侧变化是白酒行业出清再向好的重要影响因素。

当前建议底仓思维配置出清进程中的白酒，两个时点比较重要，一个是短期春节前旺季动销可能得以改善以及 Q1 报表初步收敛预期，二是 26Q3 更近底部偏右。白酒出清主要集中在 2025Q2-2026Q2，股价或先行，选股先于精确择时，白酒机构持仓连续低位，且短期业绩重要性降低，2025Q3 大面积营收和盈利的大幅下滑符合期待，板块短期表现的主要影响在于风格/风险偏好的变化和板块预期既定轨道有没有大的变化，中期影响是营收/盈利增速能否在下滑幅度收敛之后重拾升势。从股价向上的催化来说，一旦出现报表下滑/动销下滑幅度收敛则更容易形成正向预期，这个情形 2026 年有望看见，优先布局“出清可期+管理运营优秀+未来成长有空间”标的。

3. 优选五个方向，兼顾多元机会

基于三个维度投资价值的分析，我们于食品饮料板块从五个方向选股，把握 2026 消费投资机会，这同我们 9 月份“低位布局，跨年看好”，以及 10 月份“重视估值切换标的”较强保持连贯性。

五个重点方向是：以功能食品保健品大健康为核心的创新高地弹性成长方向，供应链精进产品和渠道共振的头部零食，以效率和有效场景支撑的具有扩张性的优质连锁零售业态，长生命周期品类成长饮料龙头、兑现出清有望困境向好，其他顺周期也将随着宏观变量而动，值得跟踪关注。

图8：五个方向精细选股思路

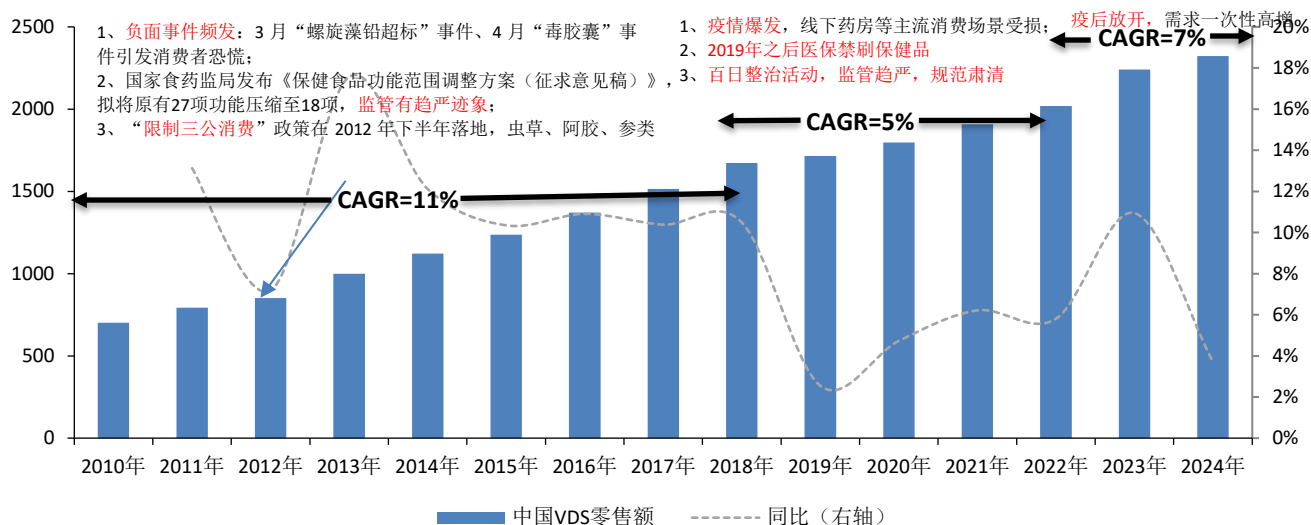


数据来源：东吴证券研究所

3.1. 保健品&大健康：创新高地，成长弹性

我国保健食品行业星辰大海，2019-2022 年的疫情加速了行业渗透与扩容：2010 年-2024 年我国 VDS 市场规模由 701.35 亿元增至 2323.39 亿元，CAGR=8.93%。老龄化筑底、新消费驱动，我们预计 2025-2027 年我国营养保健品行业增速有望维持在高个位数，高于世界平均水平。

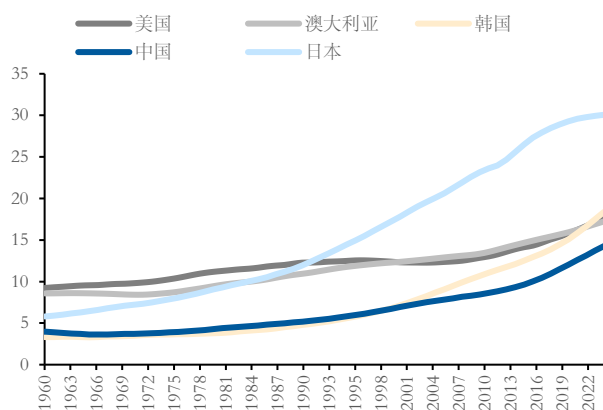
图9：中国保健品行业复盘（单位：亿元）



数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

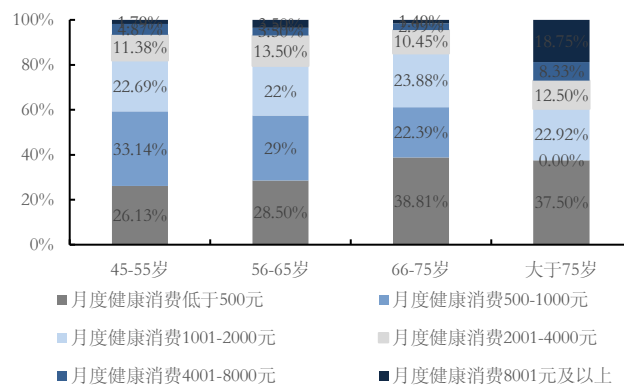
老龄化为我国保健品中长期需求夯底。2023年我国65岁以上人口占比不断攀升，2023年突破14%，随着第二次生育高峰的人群进入老年，老年人口或加速扩容。老年群体的健康需求更为刚需，以2021年为例，大于75岁人口健康消费8,001元以上的比例达19%。

图10：65岁以上人口占比提升（纵轴：65岁以上人口占比，单位%，横轴单位年）



数据来源：Wind，国家统计局，东吴证券研究所

图11：不同年龄段消费者的日常消费结构（2021年）



数据来源：基因港、周末南方，东吴证券研究所

新消费贡献增量，由三个角度理解：新渠道、新圈层、新品类。

新渠道切换。新渠道如抖音、快手、小红书等线上平台逐步替代传统的线下消费场景，跨境、私域、社区团购等渠道同步兴起，其中抖音等内容电商平台的趋势更佳，占比不断提升；同时线下商超自我革新、向新零售转型。2024年线上渠道已经在保健品销售中占比整体超过50%以上，消费者画像更加清晰，精准化营销更具效果。

新圈层延展。客群从老年人愈加年轻化、下沉化，进一步延展至婴童、宠物环节。

新品类迭出。行业由大类传统保健向口服美容、抗衰系列升级；由类药品剂型（如软胶囊、硬胶囊、粉剂等）向新剂型（软糖、口服液、微泡片等）升级。

图12：2023年京东健康用户年龄分布及增速

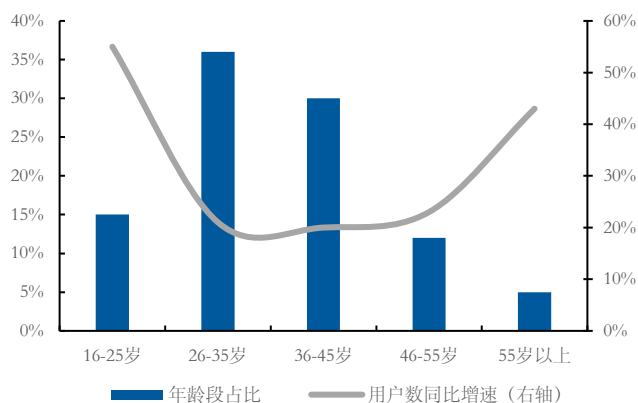
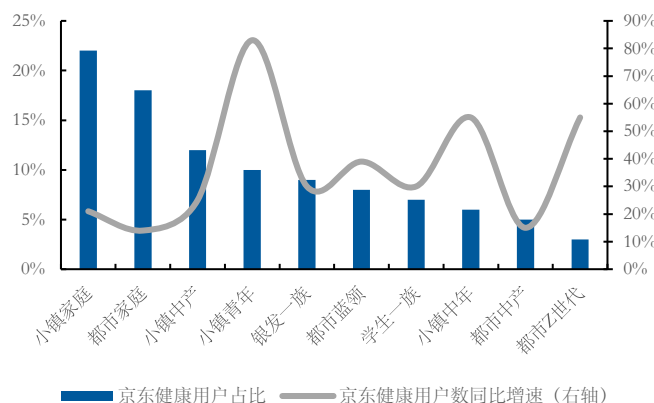


图13：2023年京东健康用户人群占比及用户数增速



数据来源：第一财经、DT研究院、京东健康《2023年618健康消费及营销趋势洞察报告》，东吴证券研究所

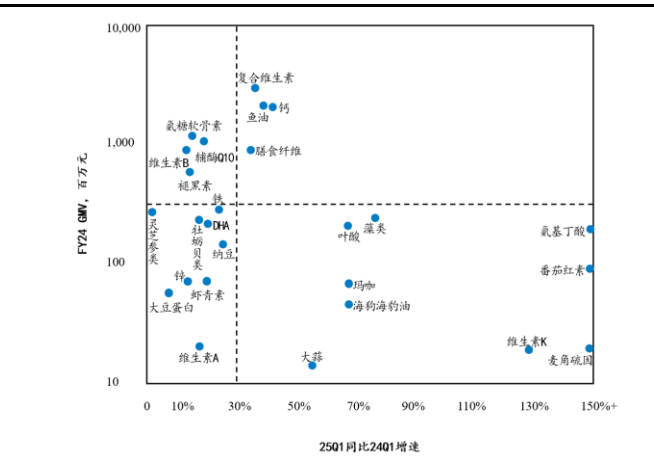
数据来源：第一财经、DT研究院、京东健康《2023年618健康消费及营销趋势洞察报告》，东吴证券研究所

图14：保健品各主流品类规模（2024年为例）



数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

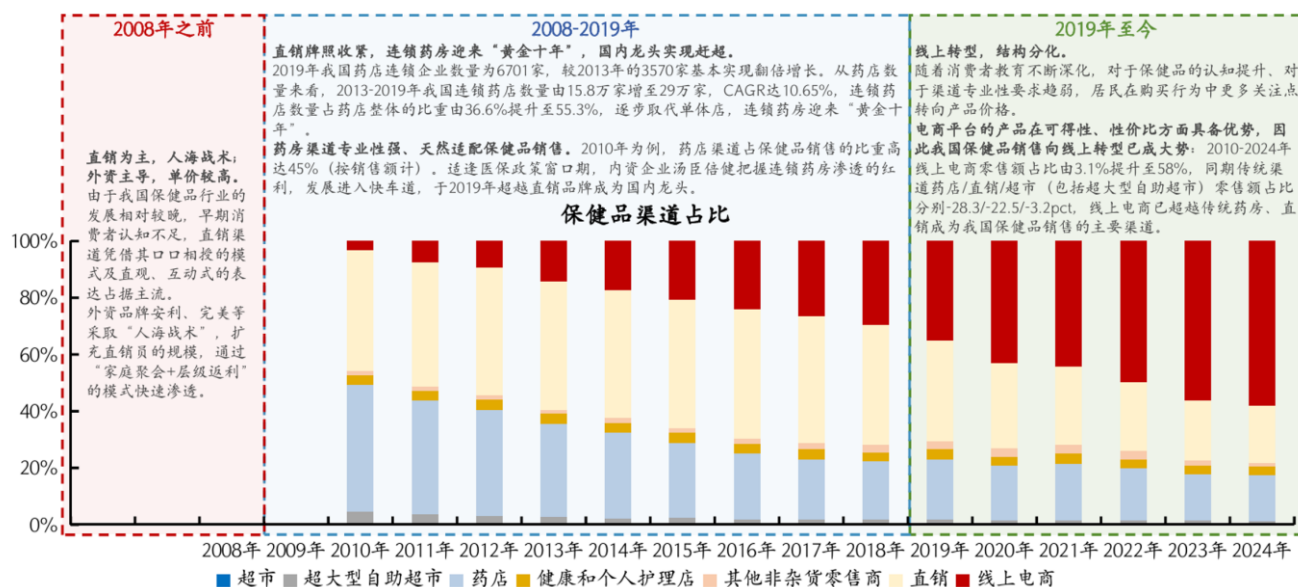
图15：细分板块增速对比



数据来源：京东健康《2023年618健康消费及营销趋势洞察报告》，东吴证券研究所

疫后边际变化为线上转型，由于线下（药房）与线上监管不一（线下药房渠道需要批文，线上不需要批文），本轮切换带来竞争加剧、推新加速，我们预计保健品产业链的效率及专业性亟待提升，即品牌侧重渠道及营销，代工厂聚焦研发及制造。

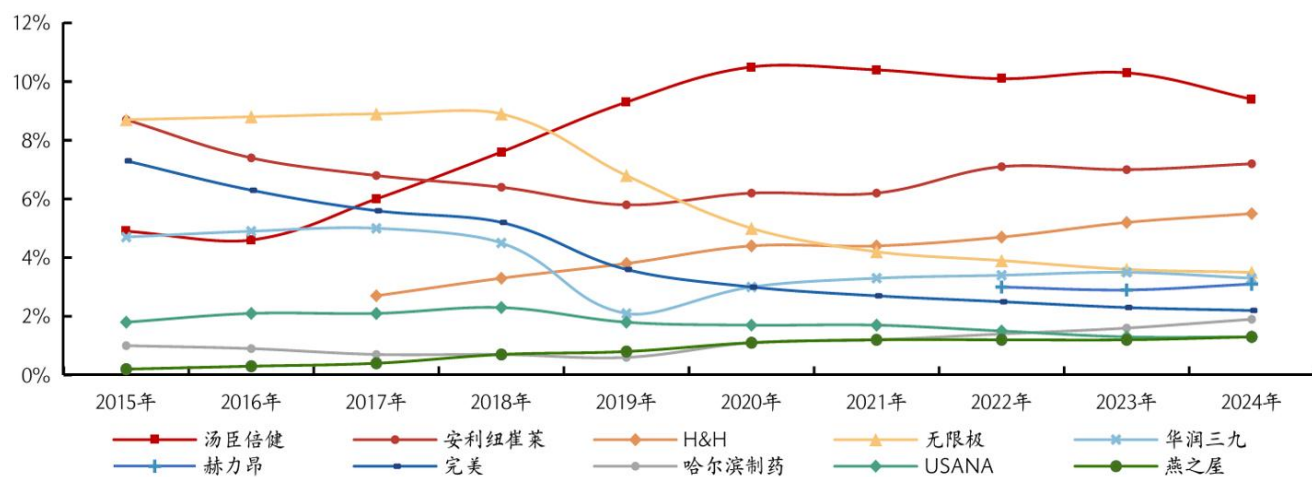
图16：2024年保健品线上电商渠道收入占比达58%，已成为主要销售渠道



数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

结论一：渠道为影响保健品行业格局的重要因素，品牌线上化势在必行。复盘上一轮渠道结构与竞争格局，直销及药房渠道为主的阶段，行业主要龙头为线下品牌（如直销品牌安利纽崔莱、无限极、完美）；我们认为本轮线上渠道切换期，品牌端表现分化，电商品牌有望获得长足发展。

图17：保健品行业重点公司全渠道市占率



数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

结论二：代工厂作为“卖水人”角色，β属性更强，有望受益于行业分散化趋势。与品牌端不同，我们认为保健品代工环节有望趋向集中，看好头部代工厂份额提升。2023年我国营养保健品代工市场规模约35亿美元，但CR5低于20%，其中仙乐健康/百合股份市占率仅为8%/3%，我们看好龙头代工企业市场份额提升。我们分两种情形讨论：①一方面，头部保健品牌面临转型、推新加速，对代工生产商的资质、研发和生产能力提出更高的要求；②另一方面，长尾品牌更迭加速，传统模式资本开支大、小规模企业难

以为继，中小企业的代工需求应运走强，具备规模及技术优势的头部代工厂有望获得更高的市场份额。

3.2. 休闲零食：聚焦头部领衔成长，挖掘出海增量

对零食板块的成长来源归因，我们认为渠道变革带来的增量，仍然是对整个板块影响最广泛、最大的因素。这里面包括以万辰集团为代表的零食量贩渠道，以及抖音和会员制商超（以山姆为主）渠道。

具备自产能力的上市零食公司已陆续与零食量贩平台开展合作；其中盐津铺子合作的时间最早、合作关系最深入，2024 年零食量贩渠道在盐津铺子营收中占比 30%左右，过半数的上市公司营收结构中零食量贩的占比超过 10%。

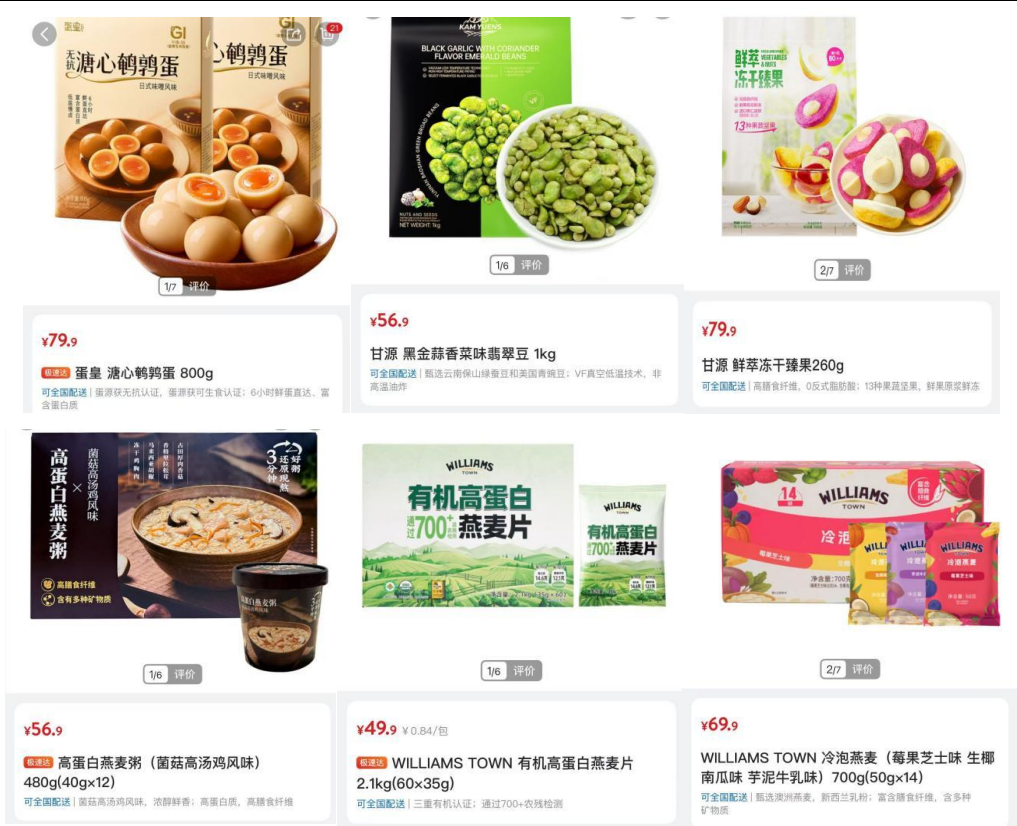
除了零食量贩渠道，以山姆为代表的会员制商超以其高品质在国内取得良好的口碑，截至 2025 年 10 月，山姆在我国拥有 58 家门店。而且不再局限于一线城市，逐步向消费力强劲的县域市场渗透。在休闲食品上市公司中，2025 年已经有 7 家企业进入了山姆会员制商超，相比 2024 年增加 2 家，新增西麦食品和卫龙美味，有友食品在山姆渠道表现突出，今年上半年在该渠道再增两款新品（轻享时光和酸汤双萃）。其中 4 家企业在该渠道的年化销售额超过亿元，为企业带来了销售收入和曝光度。

表3：休闲食品公司与零食量贩、头部会员制商超合作情况梳理

公司	与零食量贩开展合作的时间	2024 年零食量贩渠道占整体营收比例	截至 2025 年 12 月底产品是否进入山姆	在山姆渠道的年化销售体量
盐津铺子	2021 年	30%左右	是（鹌鹑蛋）	过亿元
甘源食品	2022 年	20%以上	是（夏威夷果、翡翠豆）	过亿元
劲仔食品	2023 年	10%以上	否	-
洽洽食品	2022 年	5%左右	是（葵珍、风味坚果、礼盒）	过亿元
有友食品	2024 年	10%左右	是（脱骨鸭掌、酸汤双萃）	过亿元
西麦食品	2023 年	5%左右	是（燕麦粥、有机燕麦、冷泡燕麦）	-
好想你	2024 年	9%	是（枣类）	过千万
卫龙美味	2023 年	20%以上	是（魔芋爽）	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

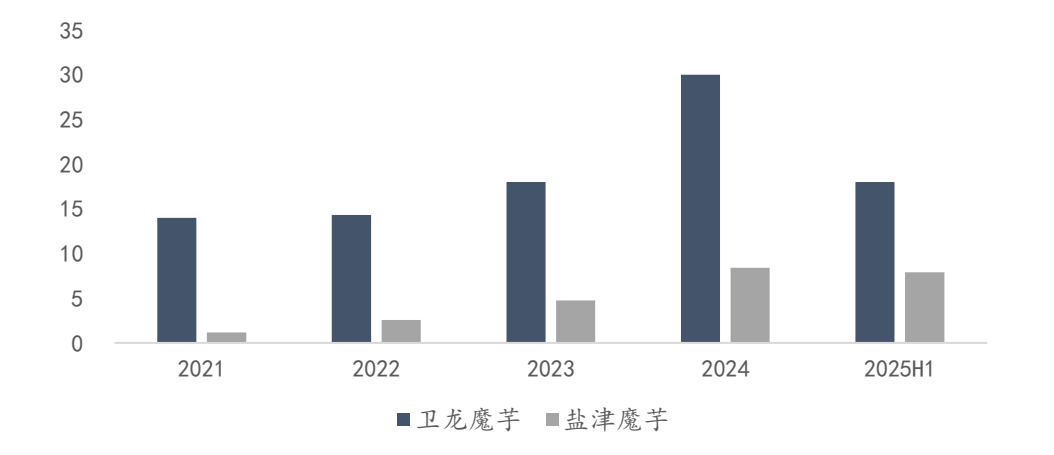
图18：2025 年部分休闲食品上市公司在山姆渠道新品梳理



数据来源：山姆 app，东吴证券研究所

除了渠道红利，产品创新仍是食品企业成长的本源。魔芋品类作为超级单品在 2025 年保持亮眼增长。2025H1 无论是卫龙美味还是盐津铺子，在魔芋单品上都取得了亮眼的成绩，2025H1 盐津铺子魔芋产品的销售额达到 7.9 亿元，基本已经接近其 2024 年整年的销售收入，同比增长 155%。除了头部两家品牌表现亮眼，市场参与者也在增加，比如洽洽食品、劲仔食品都推出魔芋相关的新品，充分体现了赛道的高景气度。

图19：魔芋体现出超级大单品的成长潜质（单位：亿元）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所
注：图表中分别为卫龙美味和盐津铺子魔芋产品的销售收入

此外休闲食品企业陆续开始出海探索。以甘源为例，越南市场已经贡献上亿元的销售额，今年继续突破其他东南亚市场；盐津铺子也已经开始海外建厂计划；洽洽继续稳扎稳打，放大出海优势。参考国际休闲食品的发展经验，我们认为出海会是国内企业增强市场影响力、获取增量市场份额的重要一环。

表4：休闲食品出海布局情况

公司	24 年海外营收 (亿元)	25H1 海外营收 (亿元)	主要产品	主要国家
甘源	2.00	1.00	混合豆果、混合坚果、虾条豆果、青豆、蚕豆、瓜子仁、虾条等	越南为主，泰国、印尼、马来西亚等 2025 年初开始建立团队
卫龙	0.79	0.53	辣条、魔芋	东南亚（占比 50%）、日韩、欧美
盐津	0.63	0.96	魔芋	80%以上来自泰国。公司计划聚焦东南亚四国（越南、印尼、泰国、菲律宾）。
洽洽	5.69	2.78	瓜子收入占比最高，其余是坚果、薯片、豆类、花生	东南亚为主（泰国、越南和印尼），其次欧美日韩，逐步开发中东。
劲仔	0.35	0.18	鱼干	欧美日韩等 40 个国家

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

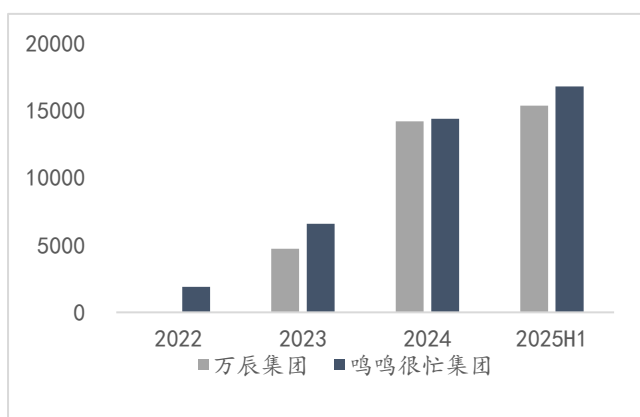
3.3. 优质零售连锁业态：量贩进化提质，锅圈巴比重启扩张

零食量贩作为 2020 年以来扩张速度最快的连锁业态，得益于其优秀的商业模式，2025 年延续门店的稳健增长的同时在净利率有大幅提升。其他大部分连锁业态已经有触底回升的趋势，其中巴比、锅圈更加领先于行业。我们认为从宏观环境来看，目前房租价格下行对于线下连锁有一定程度的利好。优质企业在主业门店运营触底回升后，不仅能重启开店，还可顺势而为开展新店型的探索。

3.3.1. 量贩：2025 年从快速开店转向净利率优化，2026 年关注单店营收的提振

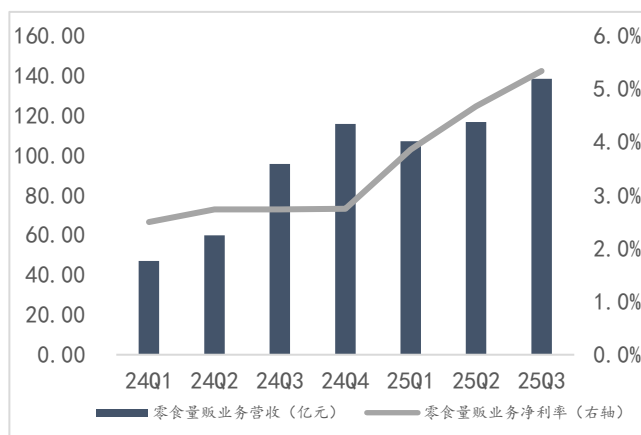
2022-2024 年零食量贩头部集团保持翻倍的开店速度，进入 2025 年两大集团开店进度有一定放缓，但仍有稳定增长。截止至 2025 年 H1，鸣鸣很忙和万辰集团的门店数量分别达到 16783 和 15365 家。其次零食量贩业务的盈利水平开始显著优化。头部两大品牌目前竞争格局稳定，凭借规模效应、缩减补贴等方式具备优化净利率的能力。进入 2025 年以来，万辰集团零食量贩业务的净利率（还原激励费用）从 2024 年的不到 3%提升到超过 5%。

图20: 零食量贩头部两大集团门店数量(家)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图21: 万辰集团零食量贩业务营收(亿元)及净利率

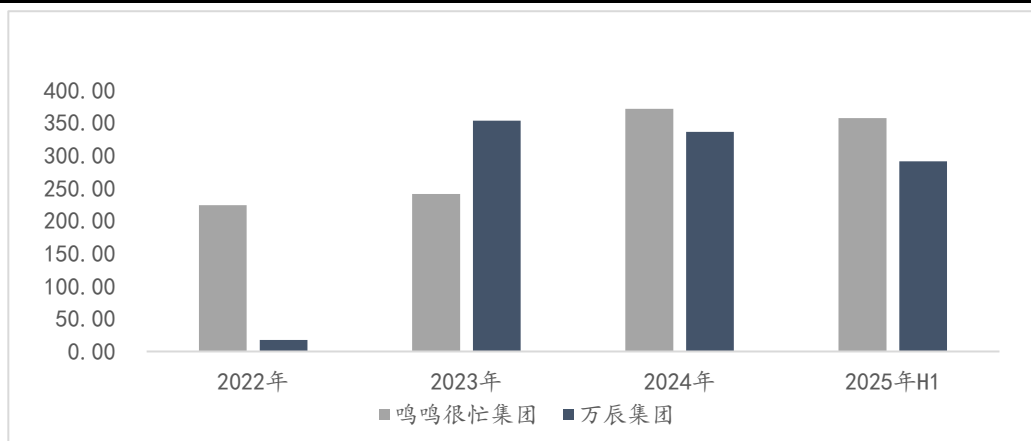


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 公司披露的零食量贩业务净利率不考虑股权激励费用的影响。

在单店营收方面 2024 年开始万辰集团的单店开始走弱, 鸣鸣很忙主要系 2024 年零食很忙和赵一鸣两大品牌合并, 赵一鸣大店型居多, 并入后对整体单店营收有较大提振。我们认为单店走弱的原因包括门店加密带来的分流, 以及两大品牌在快速扩张中对门店运营分配的管理精力较少。往后展望, 单店营收仍大有可为, 因前两年扩张过快, 门店运营、货盘结构、陈列与动销都相对粗糙, 我们认为随着公司逐步把管理精力转向门店运营端, 单店营收有向上空间。

图22: 鸣鸣很忙、万辰集团单店营收(万元)走势



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

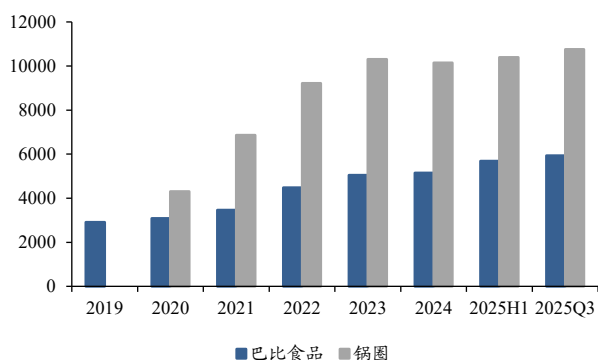
注: 2025H1 为年化值

3.3.2. 锅圈和巴比：重启拓店，探索新店型新业态

巴比食品、锅圈两家企业均在 2024 年下半年呈现探底企稳迹象,2025 年兑现改善。

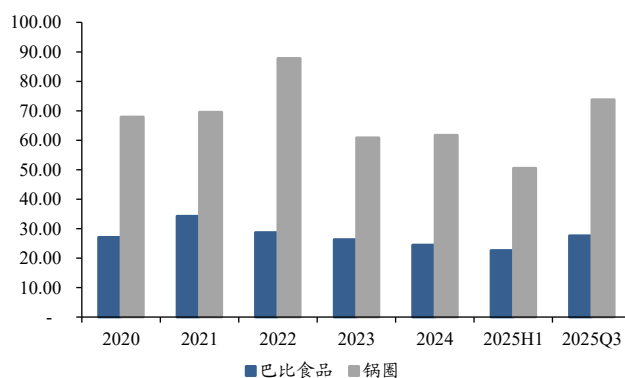
一方面门店数量来看，巴比食品、锅圈进入 2025 年均实现门店数量净增长，且门店扩张速度相比前几年较快。锅圈可以完成 2025 年初指引的 1000 家门店净增目标，巴比食品 2025 年新增 3 家并购标的，助力公司门店数量扩张。另一方面单店营收也有持续改善，锅圈自 2024H2 以来实现单店营收转正，2025 年维持该趋势，进入 2025Q3 即使面临高基数，仍保持良好的同店增长。巴比食品 2025Q2 实现了单店营收同比转正，2025Q3 延续该趋势，且改善幅度进一步提升。

图23: 2019-2025Q3 锅圈、巴比门店数量(家)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24: 2020-2025Q3 锅圈、巴比单店营收(万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

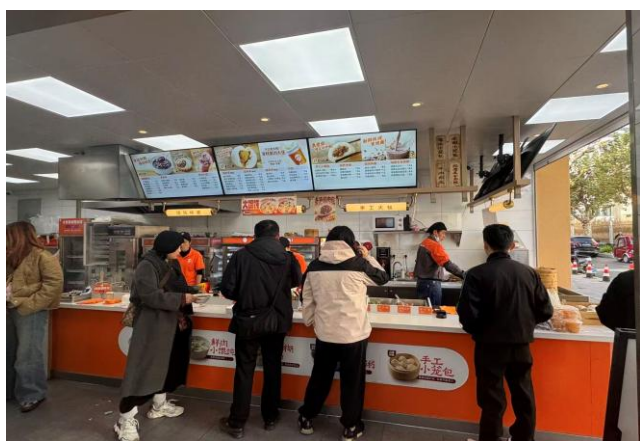
注：2025H1 和 2025Q3 均为年化值，锅圈 2025Q3 单店营收用整体营收计算。

除了主业连锁门店的触底向上，两家公司均有积极探索新店型，持续进行门店迭代，有望带来第二增长曲线。

巴比食品堂食店型：新门店营业额比老店提升 3-4 倍，主要是小笼包、粥类等带动营业额提升，同时毛利率更高，其次小笼包等能适配一定午晚餐消费场景，增加了非早餐场景的销售额；门店装修更加干净、亮堂，明厨明灶，吸引消费者入店。目前公司新店型模型优秀，加盟商意愿足。

锅圈上线城市调改和小炒店：1) 上线城市调改店在深圳和上海均有试点，上海增加了饮品、速冻包点，炸货。思路是保持火锅、烧烤基本盘，拓展品类把场景增加，用高频带动低频。调改后门店营业额和净利率均能提升；2) 小炒店型预计 2026 年 1 月开始试点，筹备 20-30 个 SKU，定价是正常外卖的一半左右。

图25: 巴比堂食店进店人流较多



数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

图26: 锅圈上海调改店新增现炸货品

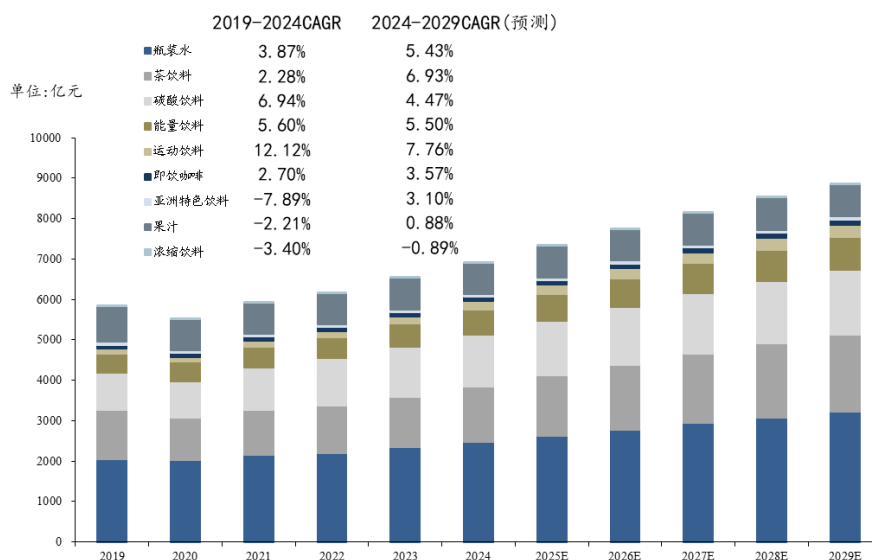


数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

3.4. 长周期品类饮料龙头: 看重品类领导力, 26Q1 或显大年气象

当前中国软饮料行业竞争激烈, 传统赛道龙头先发优势明显, 格局更稳; 新兴成长赛道仍有突围可能。细分赛道增速来看, 瓶装水、茶饮料、碳酸饮料、能量饮料、运动饮料、即饮咖啡预计将维持较好增势; 细分赛道格局来看, 2024 年即饮咖啡、能量饮料、碳酸饮料 CR3 均超过 70%, 此外运动饮料、茶饮料、瓶装水、果汁 CR3 分别为 55%/54%/34%/33%。市场教育更早, 壁垒更高的赛道集中度更高。

图27: 中国软饮料市场规模及增速一览



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

表5：2024 年中国软饮料各子赛道竞争格局一览

	瓶装水	茶饮料	碳酸饮料	果汁	能量饮料	运动饮料	即饮咖啡
第一名	农夫山泉	康师傅	可口可乐	可口可乐	红牛	元气森林	雀巢
	14.9%	21.6%	41.0%	11.8%	39.4%	27.8%	60.4%
第二名	华润怡宝	统一	百事可乐	康师傅	东鹏饮料	健力宝	星巴克
	9.9%	16.8%	22.2%	10.7%	31.2%	19.2%	14.4%
第三名	百岁山	农夫山泉	元气森林	汇源	达利	宝矿力水特	可口可乐
	9.0%	15.6%	8.9%	10.0%	5.0%	7.8%	7.3%
第四名	娃哈哈	王老吉	名仁	农夫山泉	中沃	东鹏补水啦	味全
	4.4%	13.6%	4.4%	6.1%	4.7%	7.8%	3.2%
第五名	康师傅	加多宝	北冰洋	统一	战马	百事可乐	统一
	3.0%	13.3%	2.1%	3.5%	2.1%	7.0%	2.7%
CR3	33.8%	54.0%	72.1%	32.5%	75.6%	54.8%	82.1%
CR5	41.2%	80.9%	78.6%	42.1%	82.4%	69.6%	88.0%

数据来源：欧睿，东吴证券研究所

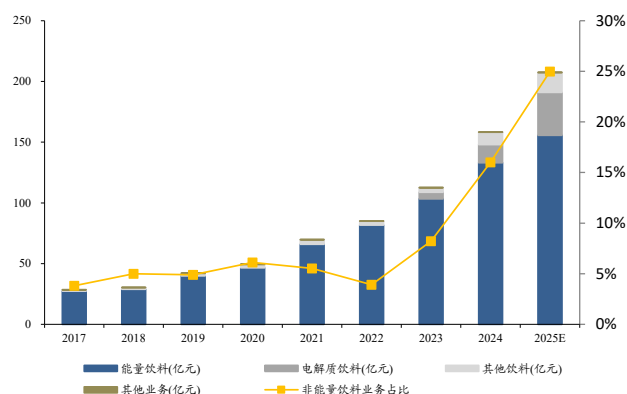
3.4.1. 东鹏&农夫：卓越的品类领导力，不断夯实平台化战略和优势

近几年行业龙头东鹏、农夫在稳固传统赛道基本盘的同时，亦在新兴品类实现格局突围，中长期平台化战略持续强化。

东鹏明确 2026 年全面实施“1+6”多品类战略，其中东鹏特饮继续夯实能量饮料基本盘，随着过去几年高速增长特饮已在 2025 年成长为 150 亿+大单品，2026 年仍规划双位数稳健增长；电解质水“补水啦”自 2023 年推出以来持续高成长，带动东鹏非能量饮料占比快速提升至 2025Q3 的 25%，2026 年规划高双位数增长；果之茶 2025 年快速放量，同时无糖茶加大布局，战略布局茶饮料赛道；将此外港式奶茶、大咖、海岛椰亦规划积极。

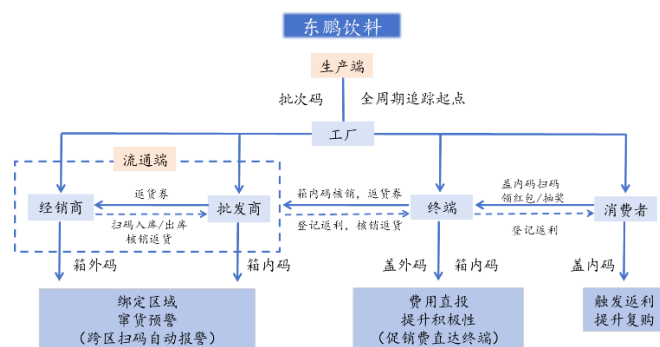
农夫释放 2026 年“做强水、做大茶、拓新品”三大信号，瓶装水受益包装比率持续提升、属长景气周期赛道，农夫稳居行业第一，2026 年规划瓶装水业务稳健增长；无糖茶经历了过去几年爆发式增长，预计未来将逐步进入稳健增长阶段，东方树叶在无糖茶赛道优势地位明显，2026 年规划双位数增长。

图28: 东鹏饮料非能量饮料业务占比持续提升



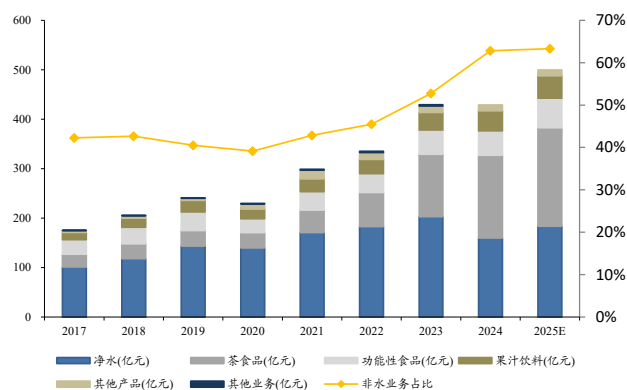
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

图29: 东鹏饮料数字化营销一览



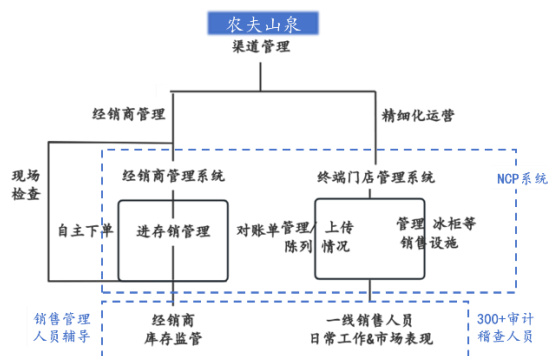
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图30: 农夫山泉非水业务占比稳步提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

图31: 农夫山泉采取信息化系统 NCP 进行渠道管理



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.4.2. 春节错配, 26Q1 开局大年气象

春节期间亲人团聚、节日礼赠、年货储备等需求集中释放, 成为拉动全年消费增长的超级引擎。考虑到 2026 年春节时间在 2 月中旬(2025 年春节在 1 月下旬), 春节错期使得备货从 2026 年初逐步开始, 预计一季度开局饮料类(尤其礼品属性强)业绩表现较好, 包括承德露露、养元饮品等。

回顾 2025 年春节, 尼尔森数据显示 2025 年春节全渠道销售额同比+8.7%, 相比平日+4.6%增速有明显抬升; 其中包装水、功能饮料、果汁、亚洲传统饮料等品类增势表现较好。

展望 2026 年春节, 预计刚性大众消费韧性仍将延续稳健增长的节奏, 一季度东鹏、农夫等龙头有望延续强势表现。一方面受益于春节错期, 行业旺季备货预计主要在一季度集中体现; 同时东鹏、农夫等龙头加大礼赠规格扩充、口味品类创新等匹配旺季需求。

图32：2025 年春节期间包装水、功能饮料、果汁、亚洲传统饮料表现亮眼



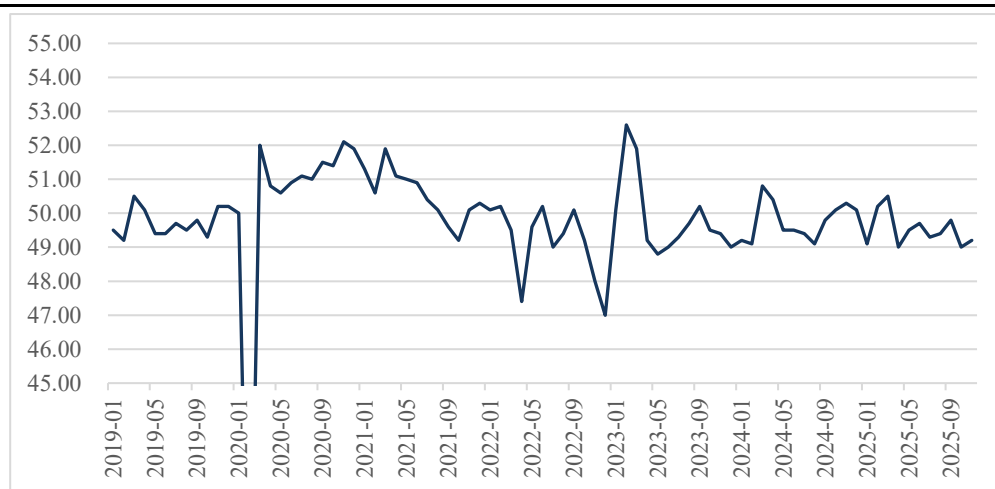
数据来源：尼尔森 NIQ，东吴证券研究所

3.5. 兑现出清期盼拐点：底部布局白酒，奶业新周期有望

3.5.1. 白酒加速探底，优选筑底和复苏强动能

2020 年后白酒消费进入新阶段，居民消费升级放缓，理性消费和悦己消费逐渐成为主导，商务消费总体持续承压，降档降量，2025 年消费场景进一步受限和缺失，供需严重失衡加速了白酒行业出清进度，2025Q3 白酒行业大面积兑现出清动作，报表压力加速释放，白酒企业积压已久，顺势纾压出清，未来筑底向上可期。

图33：2021 年来制造业 PMI 长期在荣枯线以下



数据来源：wind，东吴证券研究所

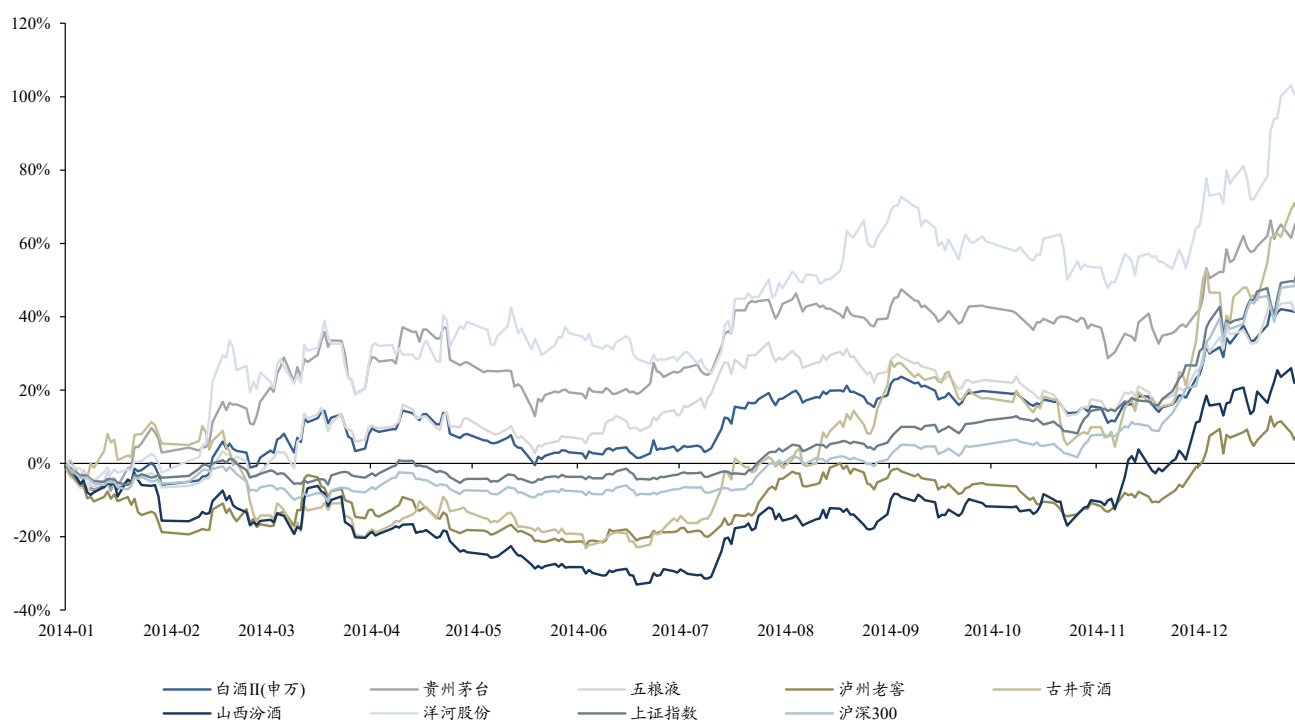
复盘上一轮周期：2013Q3-2014Q3 是白酒报表集中加速出清的阶段，2014 年 1-4 月白酒超额收益（相对沪深 300）达到 20%，2014Q3 也跑赢沪深 300，2014 年全年跑输上证和沪深 300，主要输在四季度；2015 年 Q3 始跑赢指数。先行跑赢的龙头品种是洋河（势能好，多价格带尤其百元全国化），茅台（业绩没有下滑），五粮液（14H1 尚可，古井 14H2 异军突起）。

表6：2012Q4~2015Q4 各酒企单季度营收同比增速复盘

单季度营收同比增速	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4
五粮液	29%	5%	0.4%	-40%	-9%	-23%	-28%	-7%	7%	0.2%	-9%	15%	10%
泸州老窖	27%	-3%	9%	3%	-36%	-49%	-5%	-61%	-75%	22%	-14%	16%	225%
山西汾酒	33%	26%	-21%	-14%	-36%	-44%	-42%	-43%	16%	-8%	9%	17%	16%
贵州茅台	37%	19%	-4%	17%	38%	4%	-1%	-5%	10%	15%	5%	0%	-3%
水井坊	-6%	-50%	-63%	-79%	-101%	-77%	-23%	76%	2811%	255%	85%	69%	172%
古井贡酒	-12%	19%	-18%	2%	31%	-5%	22%	9%	-9%	12%	16%	14%	10%

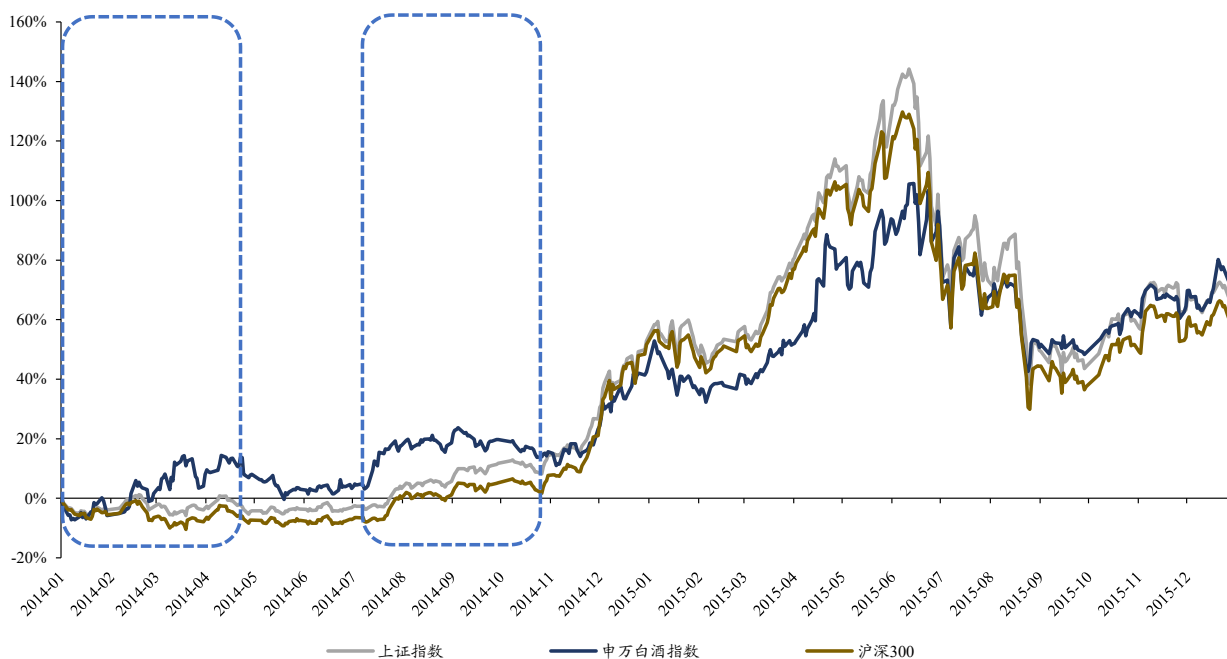
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图34：2014 年白酒股价期间涨跌幅复盘



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图35: 2014~2015 年各指数累计涨跌幅复盘

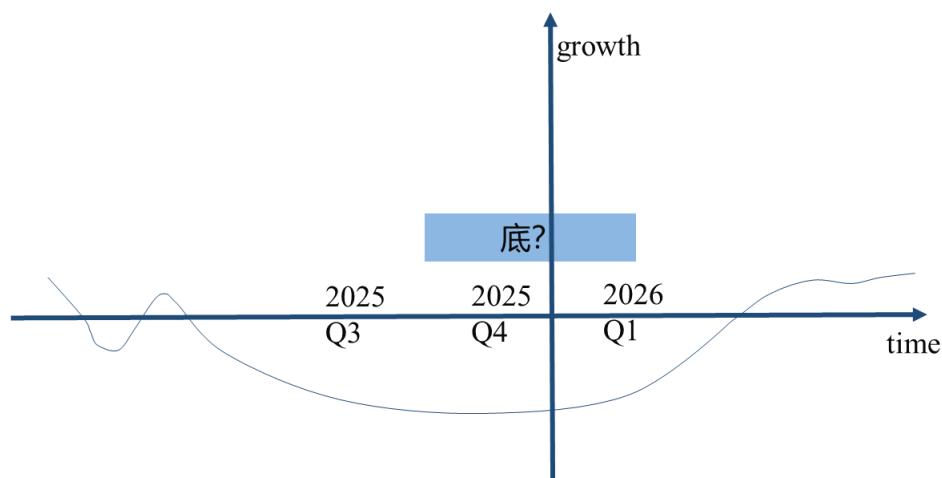


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2025H2 白酒基本面更近底部, 底仓思维正当时。25Q2 开启大面积报表下滑, Q3 出现更大面积的大幅度营收利润双下滑, 可以预见 Q4 延续 Q3 的可能性大, 进入 2026Q1 春节效应预计会出现收敛, 但更为可持续的收敛或在 2026Q3, 我们认为 2026 能看到收敛, 有序布局建议在 2025Q4~2026Q2 的低位。

未来白酒重点跟踪观察现金流、去化动销、核心单品价格, 价格和动销关联, 茅台批价下探情形下, 在需求假设平稳情况下则供给侧须有所作为。

图36: 白酒营收增长表现的判断, 2026 前低后高



数据来源: 东吴证券研究所

优选“出清可信度较高+管理运营能力居前+未来有成长空间逻辑”的标的企业。

周期筑底背景下，以大众需求为主的中档产品表现相对稳健，后续随着供需严重失衡的改善，有望继续进入修复第一梯队。区域酒方向，伴随 2026 春节期间个股跨年预期趋于明朗，推荐积极关注受益场景修复、出清节奏相对明朗，且估值相对偏低的古井贡酒、迎驾贡酒。高端、次高端行业需求要实现爬坑修复，较大程度有赖于宏观环境走出通缩、实现复苏。并且参考复盘经验，预计本轮高端、次高端产品动销要达成量价新均衡，仍需一定的时间过程，可更多关注具备香型份额提升、全国化扩张或新品招商 alpha 的部分个股。自下而上优选具有股息率打底、公司治理优异、有望率先轻装上阵的泸州老窖、山西汾酒，二者作为复苏看涨期权品种，左侧向下风险可控，右侧弹性展望积极；另外可继续重视出清节奏清晰、有增量逻辑的珍酒李渡和酒鬼酒，关注舍得酒业、洋河股份。

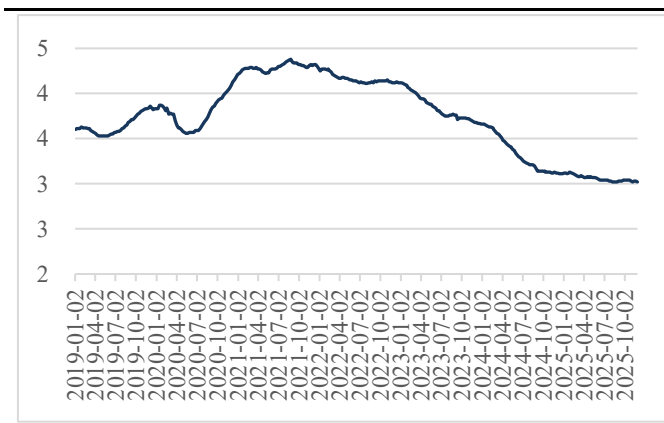
3.5.2. 乳业：奶价低位待提振，深加工助力原奶消化

在需求平稳情况下，乳制品市场竞争态势深受上游供给影响，供需紧平衡对下游格局持续优化更为有利。当前下游需求较弱，液奶需求整体仍有下滑，供给过剩情况下，产品结构承压，需求仍在磨底。供需不仅受下游影响，也受上游养殖去化影响。

展望 2026 年，原奶供需有望改善，一方面 2025 年来上游奶牛存栏温和去化态势仍继续，随着时间推移，在牛肉价格上涨的助力下，去化累积效应会显现；另一方面需求温和复苏仍然有希望，再次，龙头引领的行业性深加工产能建设积极，随着产能陆续投产将带来原奶增量需求。

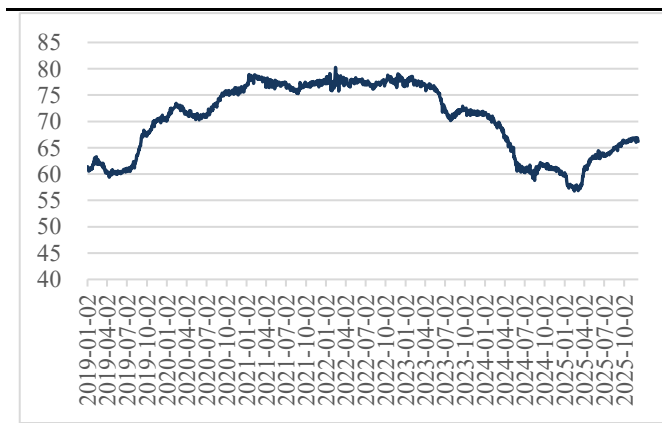
原奶企稳不但牧业企业受益，从乳企角度，龙头乳企更加受益于原奶供需紧平衡。原奶下行期，乳企龙头全力维稳产业链，加强研发和新品推广，保持货龄新鲜化，加快精深加工建设，开拓海外市场需求，竞争优势得到维护强化，我们持续关注龙头乳企的经营反转弹性。

图37：原奶价格走势（元/公斤）



数据来源：农业部，东吴证券研究所整理

图38：国内牛肉批发价走势（元/公斤）



数据来源：农业部，东吴证券研究所

3.6. 其他：啤酒韧性仍在，黄酒高端化逐步兑现

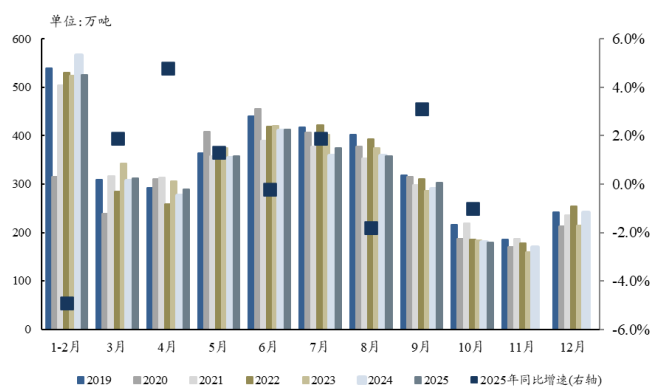
3.6.1. 啤酒：需求韧性仍在，关注场景修复

对于啤酒板块认为当前处于底部区域，若以一年维度看，一是年底宏观政策预期变化带来的消费 β 修复机会，二是 26 年量价节奏有望更好兑现。短期维度来看，当前四季度为啤酒消费淡季，基本面变化不大，关注消费 β 后续修复机会。消费政策若能推出，预计将带动餐饮、流通场景修复向好，啤酒板块有望迎来 β 配置机会。中期维度来看，26 年啤酒基本面量价更好兑现的确定性更高(当前餐饮场景仍处于相对低位，明年会比今年好)。优选攻守兼备的青岛啤酒(量价节奏转好、动态股息率 3%+)，延续高增的燕京啤酒(U8 高增仍将延续)。

从啤酒量价节奏来看，一方面虽 2025 年 5 月以来啤酒产量有所波动、但整体仍呈现恢复性增长；另一方面 2025 年以来中高端品类销量增速延续更快节奏，如青岛白啤、青岛经典、喜力、燕京 U8、97 纯生等大单品仍延续较好表现。

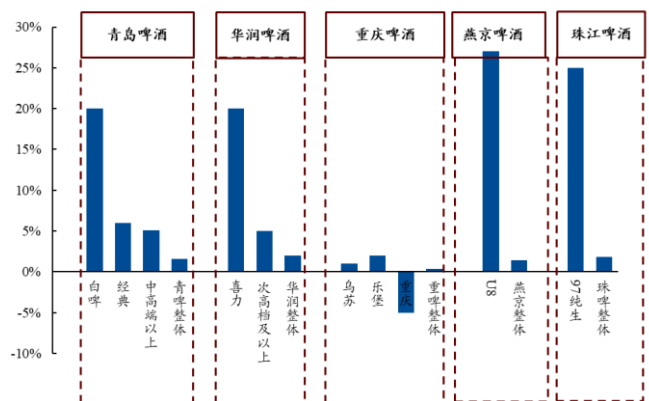
从后续成本节奏来看，结合原材料价格走势、采购周期、基数效应等，预计 2026 年啤酒原材料成本仍有一定弹性。其中玻瓶成本预计仍有明显下降，大麦成本相对平稳，而铝罐、纸箱成本预计小幅抬升。

图39：2025 年以来啤酒产量整体呈现恢复性增长



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所整理

图40：2025 年前三季度中高端品类销量同比增速一览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表7：从跟踪节奏来看，2026 年啤酒原材料成本仍有一定弹性

	23Q1 均价	23Q2 均价	23Q3 均价	23Q4 均价	24Q1 均价	24Q2 均价	24Q3 均价	24Q4 均价	25Q1 均价	环比	同比	25Q2 均价	环比	同比	25Q3 均价	环比	同比	25Q4 均价	环比	同比
玻璃价格指数	1600	1620	1687	1747	1709	1590	1299	1298	1278	-2%	-25%	1062	-17%	-33%	1154	9%	-13%	1077	-7%	-17%
铝锭(元/吨)	18416	18513	18840	19005	19055	20510	19546	20540	20433	-1%	7%	20165	-1%	-2%	20705	3%	6%	21299	3%	4%
瓦楞纸(元/吨)	3611	3361	3152	3091	3029	3047	3100	3218	3438	7%	14%	3180	-7%	4%	3208	1%	3%	3465	8%	8%
进口大麦(美元/吨)	402	360	318	292	280	268	255	254	251	-1%	-10%	257	2%	-4%	265	3%	4%	258	-3%	1%

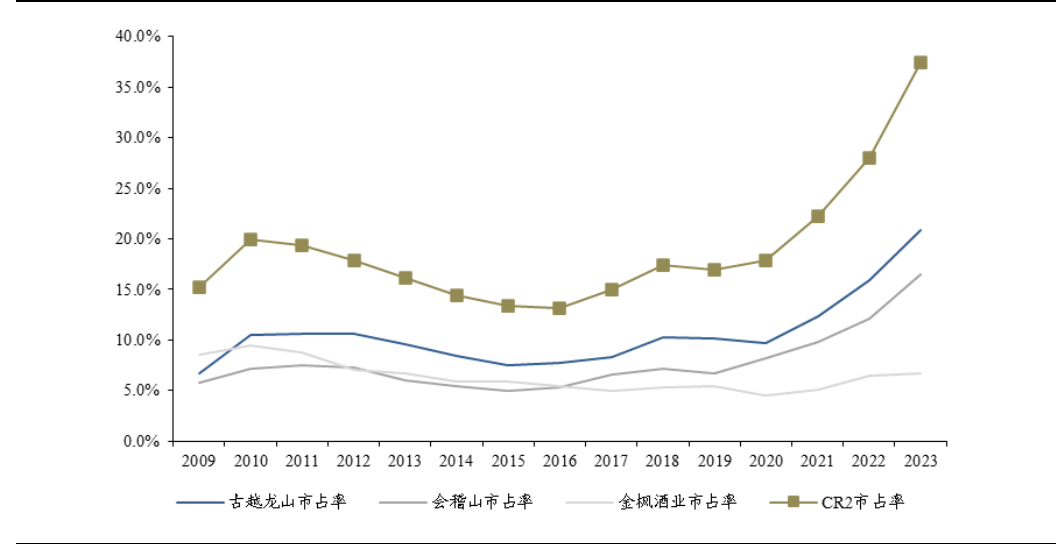
数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：25Q4 为依据 25 年 10、11 月原材料价格进行的季度预测值

3.6.2. 黄酒：会稽山锐意进取，引领产业变革

纵向复盘来看，黄酒行业收入、利润在 2016-2017 年达到高点，此后进入持续调整的过程中。但龙头实现逆势增长，带动黄酒行业 CR2 市占率从 2017 年的 14.9%快速提升至 2023 年的 37.4%，其中 2023 年古越龙山、会稽山市占率分别为 20.9%、16.5%。而古越龙山、会稽山市占率加快提升的背后，核心是产品推新、渠道拓展带来的高端化、年轻化、全国化效果逐步显现。

图41：2021 年以来黄酒行业 CR2 市占率加快提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

会稽山作为黄酒产业变革引领者，兰亭、1743 依然延续高增的升级趋势，同时加大费用投放强化品类营销及消费者培育，持续关注黄酒及相关品类扩圈进展。

新管理层锐意进取，人事、品牌、渠道多维发力。1) 管理体制上，2022 年底控股股东中建信入主，民企管理机制更加市场化，方董事长产业资源丰富，核心管理团队平均年龄不到 50 岁；2) 人事配备上，采取高考核目标、高激励模式筛选人才，销售人员快速从 2022 年的 230 人增加至 2024 年的 608 人；3) 品牌矩阵上，构建三大品牌战略，一是定位 20 元价位的纯正五年向 40 元价位的 1743 升级，二是中长期战略布局 500 元以上价位的兰亭，三是创新推出爽酒气泡黄酒；4) 渠道架构上，采取事业部制，成立兰亭/会稽山/全国化等事业部，同时将战区进一步精细划分，增强市场网格化覆盖。

“高端化、年轻化”战略已初显成效，两者见效则全国化水到渠成。高端化方面，一是重点推进纯正五年向 1743 升级；二是兰亭大师/国潮已形成高端品牌占位，同时推出定价 299/399 元的兰亭序 G20/G30；此外，传统主流品牌逐步提价，重塑渠道价值链。年轻化方面，一日一熏气泡黄酒 35 岁以下消费群体占比超 70%，打破了传统黄酒品类以 40 岁+群体为主的壁垒。全国化方面，一是成立电商事业部，二是省外加强线下招商，经销商数量从 2022 年的 1318 家增加至 2025Q3 末的 1933 家。

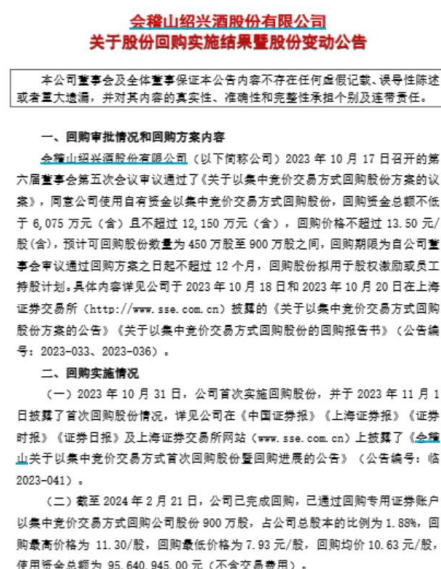
会稽山股份回购已完成，拟用于股权激励或员工持股。2023 年 10 月 17 日发布回购方案，截至 2024 年 2 月 21 日已完成回购，整体回购 900 万股，占总股本的 1.88%，回购价格区间为 7.93 元/股-11.30 元/股，回购均价 10.63 元/股，使用资金总额 0.96 亿元。本次回购股份拟用于股权激励或员工持股计划，持续关注后续经营节奏。

图42：会稽山增长路径思维导图一览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

图43：会稽山已完成回购，拟用于员工持股或股权激励

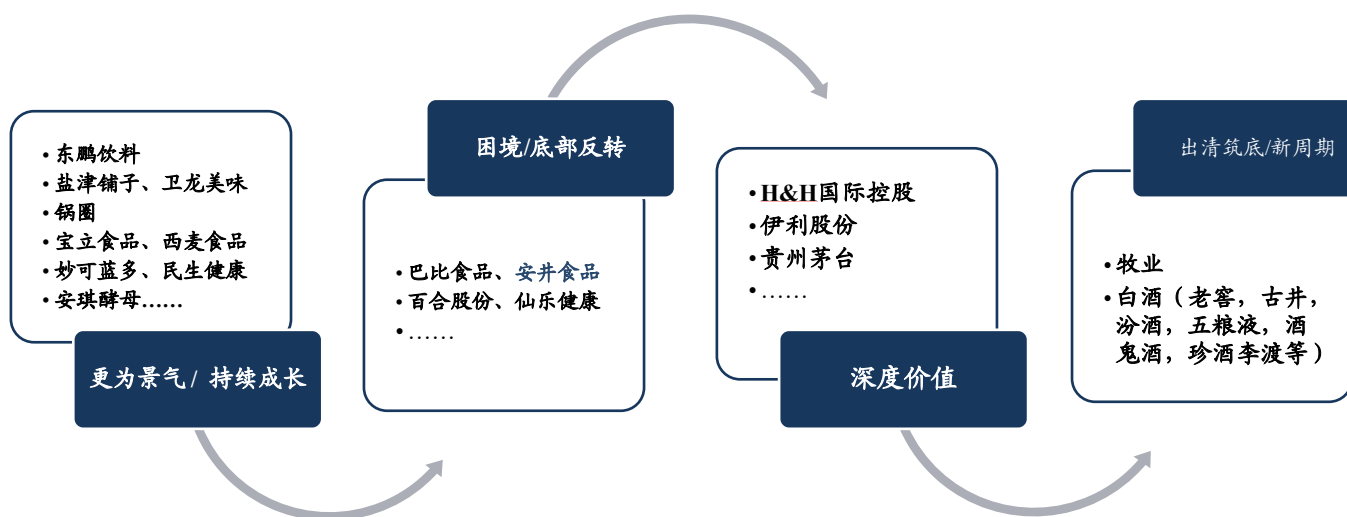


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 投资建议

五个方向选股，优先确定性，自下而上于成长和困境反转中捕捉估值切换收益，头部零食企业、优质连锁零售业态兼具“新且快”，迭代能力强，增速横向比较更领先；低位布局积极出清的，2026 年内出现拐点可能性大的白酒、乳业以及大餐饮板块，高度重视保健品大健康领域，银发经济基本盘稳固，年轻化新消费人群扩容，品类创新迭代积极，主要公司弹性体现在 2026 年。重视长生命周期&高壁垒生意龙头，以及深度价值（稳定格局，稳健经营，稳定分红）标的。

图44：2026 食品饮料板块关注重点个股



数据来源：东吴证券研究所

5. 风险提示

宏观如继续承压不利于消费转向积极。

需求探底和修复不及预期的风险；若促消费、扩内需相关政策出台节奏滞后、覆盖范围有限或退出过早，可能导致消费市场复苏乏力。

原材料价格的加大波动的风险，尤其是供给侧改革和大部分商品价格上涨的背景下，或会波及食品饮料原辅料。

食安风险。如果出现重大食安风险，会对特定产业产生较大负面影响。

行业内产能扩张和竞争加剧风险。

估值切换收益提前兑现使得 2026 收益空间缩小的风险等。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>