仅供内部参考，请勿外传

万联证券 WANLIAN SECURITIES

底部渐明待春风，分化之中觅生机

——2026 年中期食品饮料行业投资策略报告

强于大市（维持）

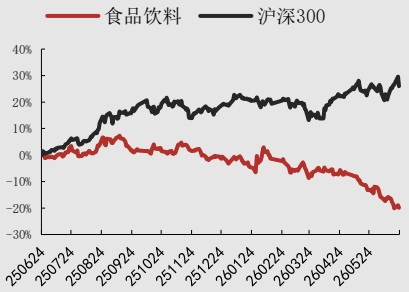
2026 年 06 月 29 日

业绩和行情回顾：食饮板块业绩有所恢复，股价边际修复但仍偏弱。①**从业绩来看，**随着白酒板块降幅收窄，渠道库存逐步去化，以及调味品、预加工食品等大众品板块受益于餐饮复苏，1Q2026 食饮板块整体业绩增速由负转正，实现营收/归母净利润同比+3.46%/+3.24%，在申万一级行业中排名有所回升；食饮细分行业分化明显，景气度从 2025 年的软饮料、调味品、啤酒向 1Q2026 的预加工食品、零食扩散，但烘焙、保健品等部分板块利润端压力仍大。②**从股价来看，**2026M1-M5 食饮板块股价表现边际好转，行业指数下跌 8.97%，排名从 2025 年的垫底（第 31 位）回升至第 24 位，整体表现仍偏弱，预加工食品板块及啤酒板块表现较好，涨幅分别为 9.28%、4.03%，个股分化明显，上涨个股多由题材或复苏驱动，白酒仍延续颓势。③**从估值来看，**以五年跨度的区间估值计算，截至 2026M5 我国食品饮料板块估值百分位仅为 10.38%，处于历史低位，且除保健品外所有细分子板块估值百分位均低于中枢水平，其中啤酒、零食接近历史估值低点。**总体来看，**市场对食饮板块的配置意愿并未因业绩好转和估值便宜而自然提升，仍需等待板块盈利好转可持续、库存出清可验证、渠道信心改善，且景气回升扩散到更多子行业。

食品饮料细分行业投资观点：

（1）大众品行业：①速冻食品：价格战基本结束，进入盈利修复周期。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。1Q2026，随着价格战基本结束，促销力度边际收敛，小厂退出市场，行业营收及净利润增速进一步提升。此外，以安井为代表的各大企业正聚焦新品驱动+定制化的战略转型，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，通过 BC 协同发力实现业绩持续增长，建议积极关注盈利持续改善的速冻食品龙头。**②调味品：行业进入需求修复兑现阶段，关注定制化方向。**调味品行业原料成本有所波动，但绝对价格仍处低位区间，为行业利润释放提供支持。随着 B 端餐饮复苏以及家庭消费刚需的支撑，1Q2026 调味品行业业绩高于预期，已进入需求修复兑现阶段，板块业绩有望持续较快增长，餐饮连锁化和强势终端的崛起有望推动调味品行业向定制化趋势演进，建议关注业绩修复较快、在定制化方向合理布局的调味品企业。**③饮料：结构升级带来增量市场，关注具备多品类、平台化能力的龙头。**我国软饮市场依托健康化、功能化与场景细分化等结构升级持续扩容，功能饮料（尤其是能量饮料与电解质水）增速显著领先行业。东鹏饮料凭借“高性价比+下沉渠道”已在能量饮料赛道与红牛形成双寡头格局，且积极打造多品类协同增长矩阵。建议关注聚焦高景气赛道，具备差异化产品与渠道壁垒，以及多品类、平台化能力的头部企

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

食饮重仓比例延续下降趋势，行业筑底修复仍为主线

行业呈复苏态势，软饮料持续领跑

整体预盈率下降，静待政策发力与需求回暖

分析师： **陈雯**
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

业。**④零食：业绩阶段性修复，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 年多数零食品牌企业陷入“增收不增利”的境地，1Q2026 年春节旺季业绩有所修复。渠道方（量贩、山姆、抖音直播等）掌握流量入口和供应链，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持续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。

（2）白酒行业：底部渐明，修复节奏延续分化。2025 年，由于商务消费场景恢复缓慢、渠道库存高企以及“禁酒令”影响，白酒行业业绩加速探底；1Q2026 随着库存逐步出清、终端动销回暖、头部企业市场化改革推进，业绩跌幅显著收窄，茅五泸等高端龙头市占率回升，行业底部特征明显。从周期来看，本轮贵州茅台批价下跌深度和调整时间，均已超过此前四轮周期；以购买力情况来看，飞天茅台批价亦接近底部区域，往下空间有限；以渠道情况来看，经过 2025 全年以及 2026 年春节的消化，白酒渠道库存堰塞湖已出现好转，高端酒的价格已有所企稳，次高端及部分区域酒企业绩拐点尚需进一步观察确认；从估值角度看，经过 5 年多的调整，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。中长期行业可能进入弱总量、强分化、份额向头部集中的新阶段，建议关注白酒中的高端龙头以及率先完成库存出清的区域酒企。

风险因素：经济增长不及预期风险，政策风险，食品安全风险。

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1 食饮板块业绩有所恢复，股价边际修复但仍偏弱 6
1.1 业绩回顾：1Q2026 食饮板块业绩增速回升，盈利能力改善 6
1.2 行情回顾：食饮板块市场表现边际修复但仍偏弱，白酒调整延续 8
2 大众食品投资策略 11
2.1 速冻食品：价格战基本结束，进入盈利修复周期 11
2.2 调味品：进入需求修复兑现阶段，关注定制化方向 13
2.3 软饮料：结构升级带来增量市场，关注具备多品类、平台化能力的龙头 16
2.4 啤酒：多重因素催化需求复苏，渠道与产品结构升级继续发力 19
2.5 乳制品：成本筑底且需求温和复苏，低温和深加工奶制品良性增长 24
2.6 零食：业绩阶段性修复，平台型与健康大单品企业值得关注 26
3 白酒投资策略 29
3.1 “禁酒令”影响逐步弱化，1Q2026 业绩降幅显著收窄 29
3.2 白酒行业底部渐明，修复节奏延续分化 31
3.3 低估值+高分红为股价提供支撑，静待白酒行业基本面改善 32
3.4 白酒行业可能进入弱总量、强分化、份额向头部集中的新阶段 33
4 投资建议 35
5 风险提示 36

图表 1： 申万一级行业 1Q2026 营收增速(%) 6
图表 2： 申万一级行业 1Q2026 归母净利润增速(%) 6
图表 3： 2018-1Q2026 食品饮料板块营收及同比 6
图表 4： 2018-1Q2026 食品饮料板块归母净利润及同比 6
图表 5： 2025 年食品饮料申万三级行业营收与归母净利润增速 7
图表 6： 1Q2026 食品饮料申万三级行业营收与归母净利润增速 7
图表 7： 申万一级行业 2025 年涨跌幅(%) 8
图表 8： 申万一级行业 2026M1-M5 涨跌幅(%) 8
图表 9： 食品饮料子板块 2025 年股价涨跌幅(%) 8
图表 10： 食品饮料子板块 2026M1-M5 股价涨跌幅(%) 8
图表 11： 2025 年食饮子行业股价驱动因素 9
图表 12： 2026M1-M5 食饮子行业股价驱动因素 9
图表 13： 食品饮料子板块个股 2025 年股价涨跌幅(%) 9
图表 14： 食品饮料子板块个股 2026M1-M5 股价涨跌幅(%) 10
图表 15： 申万一级行业五年估值区间（按 PE-TTM 排序） 10
图表 16： 食饮子行业五年估值区间（按 PE-TTM 排序） 10
图表 17： 截至 2026M5，食饮及白酒板块 PE-TTM 并未形成趋势性抬升 11
图表 18： 速冻食品板块扣非归母净利同比增速情况 11
图表 19： 中国速冻食品主要细分品类市场份额（米面/火锅料/菜肴) 12
图表 20： 2025-1Q2026 调味品上市公司业绩情况（亿元） 13
图表 21： 2024 年调味品企业下游消费场景占比 14
图表 22： 中国近 10 年餐饮收入及同比增速 14
图表 23： 2018-2025 年中国餐饮连锁化率 14
图表 24： 2024 年我国调味品行业以收入计的市场份额 15
图表 25： 2018-2027 年复合调味品市场规模和增速 15

仅供内部参考，请勿外传

图表 26: 2021-2026M5 大豆现货价（元/吨）.....15
图表 27: 2021-2026M5 白糖现货价（元/吨）.....15
图表 28: 2021-2026M5 食盐现货价（元/公斤）.....15
图表 29: 2021-2026M5 小麦现货价（元/吨）.....15
图表 30: 2021-2026M5 玻璃现货价（元/平方米）.....16
图表 31: 2021-2026M5 聚酯切片现货价（元/吨）.....16
图表 32: 我国软饮行业以零售计的市场规模及同比.....16
图表 33: 我国软饮子行业 2024 年零售额占比.....16
图表 34: 我国软饮料子行业 2019-2024 的年复合增长率.....17
图表 35: 2026 年头部玩家纷纷加码电解质水.....17
图表 36: 2020-1Q2026 东鹏饮料营业收入及同比.....18
图表 37: 2020-1Q2026 东鹏饮料归母净利润及同比.....18
图表 38: 东鹏饮料 2021-1Q2026 产品营收.....18
图表 39: 东鹏饮料 2021-1Q2026 产品收入结构变化.....18
图表 40: 2018-1Q2026 啤酒板块营收及同比.....19
图表 41: 2018-1Q2026 啤酒板块归母净利润及同比.....19
图表 42: 啤酒板块 2018-1Q2026 毛利率和净利率.....19
图表 43: 2023-2025 年餐饮收入当月值及同比.....20
图表 44: 2018-2025 年啤酒即时零售市场规模及占比.....20
图表 45: 2022 年世界杯 VS2026 年世界杯.....20
图表 46: 历届世界杯对中国啤酒行业的影响.....20
图表 47: 2026 年部分国内地方性足球赛事一览.....21
图表 48: 厄尔尼诺可能导致 2026-2027 年夏季高温加剧.....22
图表 49: 玻璃价格维持下行通道（截至 2026.6.10）.....22
图表 50: 铝价整体较为稳健（截至 2026.6.10）.....22
图表 51: 大麦进口价底部震荡（截至 2026.4）.....22
图表 52: 我国啤酒产量趋于稳定.....23
图表 53: 主要啤酒上市公司啤酒销售均价.....23
图表 54: 主要啤酒上市公司啤酒销售价格同比增速.....23
图表 55: A 股乳制品企业 2021-1Q2026 季度营收和同比.....24
图表 56: 主要乳制品企业 2018-1Q2026 毛利率情况(%).....24
图表 57: 2018-2024 年中国奶牛的存栏数.....24
图表 58: 国内原奶价格变化.....24
图表 59: 主要乳制品企业 2020-2025 年资产减值情况.....25
图表 60: 2018-2024 年中国牛奶产量.....25
图表 61: 中国牛奶和酸奶的零售价趋势.....25
图表 62: 2020-1Q2026 伊利股份分产品营收增速.....26
图表 63: 2020-2025 年蒙牛分产品营收增速.....26
图表 64: 2021-1Q2026 零食板块营收及归母净利润增速.....26
图表 65: 2020-1Q2026 零食板块毛、净利率及毛销差.....26
图表 66: 量贩模式崛起，专卖店渠道 GMV 持续提升.....27
图表 67: 截至 2025 年，鸣鸣很忙拥有近 2.2 万家门店.....27
图表 68: 万辰集团 2021-2025 年毛利率、净利率水平.....27
图表 69: 鸣鸣很忙 2022-2025 年毛利率、净利率水平.....27
图表 70: 2025 年主要零食公司业绩水平和典型特征.....28
图表 71: 1Q2026 主要零食公司业绩水平和典型特征.....28
图表 72: 白酒板块单季度营业收入及同比.....30

仅供内部参考，请勿外传

图表 73: 白酒板块单季度归母净利润收入及同比 30
图表 74: 2025&1Q2026 白酒板块个股业绩 30
图表 75: 茅台酒价格四次暴跌简史 31
图表 76: 飞天茅台 2021 年以来的批价情况 32
图表 77: 2012-2025 年中国居民人均可支配收入/茅台批价 32
图表 78: 2019-2026M5 申万白酒行业估值 PE-TTM 曲线 32
图表 79: 白酒企业 2019-2026M5 分红率及股息率 33
图表 80: 2010-2025 年我国白酒产量及同比增速 34
图表 81: 白酒上市公司 2016 年与 2024 年业绩对比（亿元） 34
图表 82: 2003-2054 年我国 30-59 岁男性人口预测数（亿人） 35

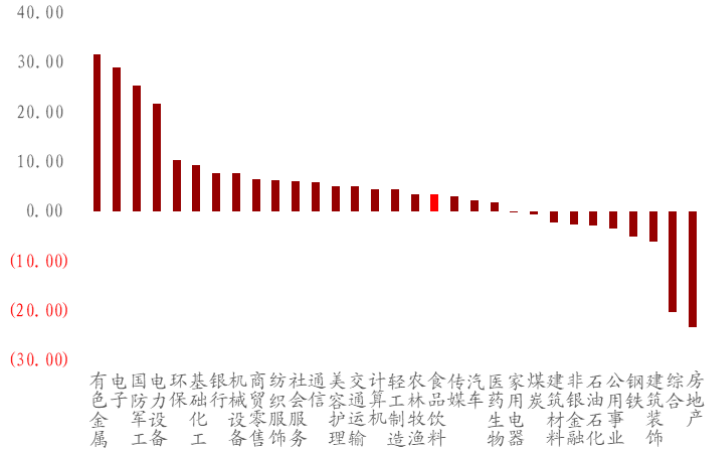
仅供内部参考，请勿外传

1 食饮板块业绩有所恢复，股价边际修复但仍偏弱

1.1 业绩回顾：1Q2026 食饮板块业绩增速回升，盈利能力改善

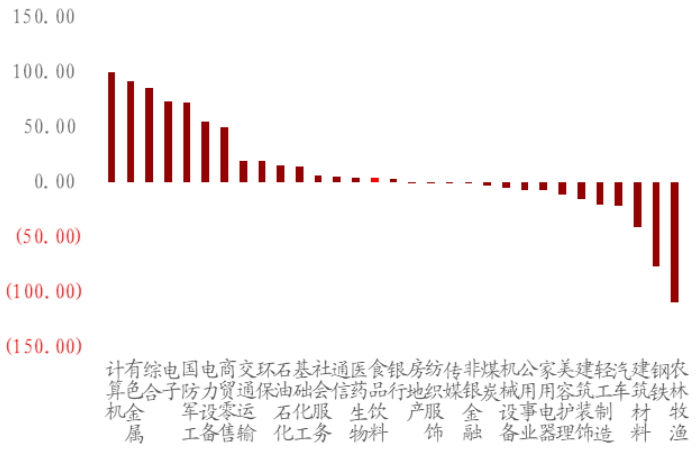
食饮板块业绩从2025年的深度下滑中修复，1Q2026营收和净利润双双由负转正，行业景气度有所回升。由于消费复苏不及预期，叠加白酒行业进入深度去库存周期，2025年食饮行业业绩增速明显下滑，实现营收10,296.41亿元，同比-5.48%，在申万一级行业中排第24名，较2024年下滑12名；实现归母净利润1,785.42亿元，同比-17.77%，排名下降12位至第23。1Q2026，随着白酒板块降幅收窄，渠道库存逐步去化，以及调味品、预加工食品等大众品板块在餐饮复苏驱动下表现亮眼，食饮板块整体业绩增速回升，实现营收3,064.24亿元，同比+3.46%，增速由负转正；实现归母净利润730.54亿元，同比+3.24%，排名大幅回升至第15。

图表1：申万一级行业1Q2026营收增速(%)



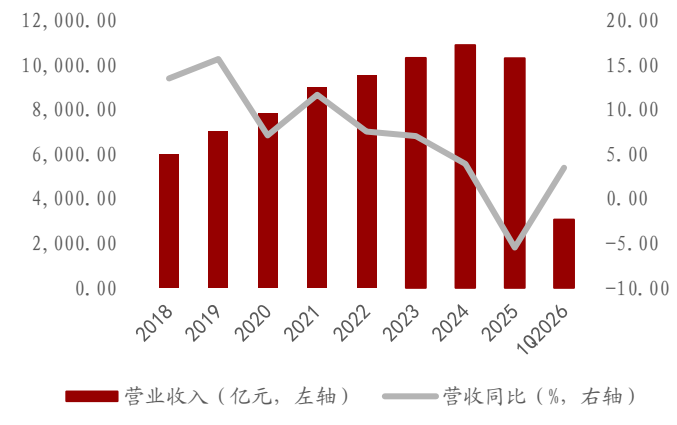
资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表2：申万一级行业1Q2026归母净利润增速(%)



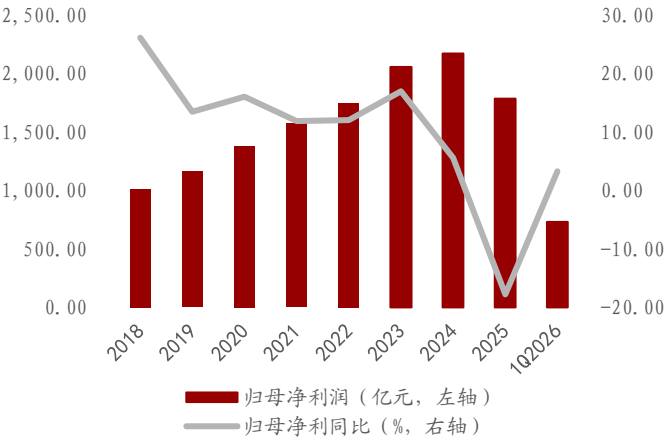
资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表3：2018-1Q2026食品饮料板块营收及同比



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表4：2018-1Q2026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

食饮子板块景气度从2025年的软饮料、调味品、啤酒向1Q2026的预加工食品、零食扩散，但烘焙、保健品等部分板块利润端压力仍大。营收端，2025年食饮行业子板块中，软饮料（8.52%）、调味发酵品（4.20%）、啤酒（2.03%）营收增速居前，主要受益于能量饮料赛道高景气、餐饮复苏带动B端调味品需求回暖以及高端啤酒扩容，白酒（-18.13%）、熟食（-8.54%）、零食（-4.66%）营收增速靠后，其中白酒受制于渠道库存去化，熟食则受消费需求疲软影响；1Q2026子板块营收增速排名前三的为软饮料

仅供内部参考，请勿外传

（22.15%）、预加工食品（18.11%）和零食（15.15%），软饮料在能量饮料和即饮咖啡等品类驱动下延续高增，预加工食品则受益于B端餐饮供应链复苏和春节备货，肉制品（-1.39%）、熟食（-1.08%）、白酒（-0.69%）营收增速靠后。**利润端，**2025年乳品（25.18%）、啤酒（16.65%）、调味发酵品（5.18%）归母净利润增速排名前三，其中啤酒受益于高端化趋势和成本红利，乳品则受原奶价格下行带动利润率修复，熟食（-79.36%）、其他酒类（-25.67%）、白酒（-24.10%）归母净利润增速靠后；1Q2026零食（200.45%）、软饮料（29.90%）、预加工食品（28.53%）归母净利润增速排名前三，其中零食板块由于春节错期、成本下降和渠道变革，叠加好想你参股的鸣鸣很忙上市，迎来利润爆发；烘焙食品（-28.40%）、保健品（-23.25%）、肉制品（-10.00%）归母净利润增速靠后，烘焙食品原料和包材涨价叠加新渠道新业务前置投入导致利润明显下滑，保健品作为可选消费品受消费意愿下降影响较大。

图表5：2025年食品饮料申万三级行业营收与归母净利润增速

2025年营收增速			2025年归母净利润增速		
序号	行业	增速(%)	序号	行业	增速(%)
1	软饮料	8.52	1	乳品	25.18
2	调味发酵品Ⅲ	4.20	2	啤酒	16.65
3	啤酒	2.03	3	调味发酵品Ⅲ	5.18
4	预加工食品	1.23	4	保健品	4.83
5	烘焙食品	0.47	5	软饮料	3.42
6	乳品	-0.13	6	零食	-9.13
7	保健品	-1.43	7	预加工食品	-9.66
8	肉制品	-1.85	8	烘焙食品	-19.83
9	其他酒类	-3.51	9	肉制品	-22.14
10	零食	-4.66	10	白酒Ⅲ	-24.10
11	熟食	-8.54	11	其他酒类	-25.67
12	白酒Ⅲ	-18.13	12	熟食	-79.36

资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：剔除暂无数据的其他食品板块。

图表6：1Q2026食品饮料申万三级行业营收与归母净利润增速

1Q2026营收增速			1Q2026归母净利润增速		
序号	行业	增速(%)	序号	行业	增速(%)
1	软饮料	22.15	1	零食	200.45
2	预加工食品	18.11	2	软饮料	29.90
3	零食	15.15	3	预加工食品	28.53
4	调味发酵品Ⅲ	14.20	4	调味发酵品Ⅲ	18.00
5	其他酒类	7.37	5	熟食	11.52
6	乳品	4.88	6	乳品	11.36
7	烘焙食品	3.67	7	其他酒类	9.74
8	保健品	2.87	8	啤酒	6.12
9	啤酒	1.00	9	白酒Ⅲ	-1.73
10	白酒Ⅲ	-0.69	10	肉制品	-10.00
11	熟食	-1.08	11	保健品	-23.25
12	肉制品	-1.39	12	烘焙食品	-28.40

资料来源：同花顺，万联证券研究所

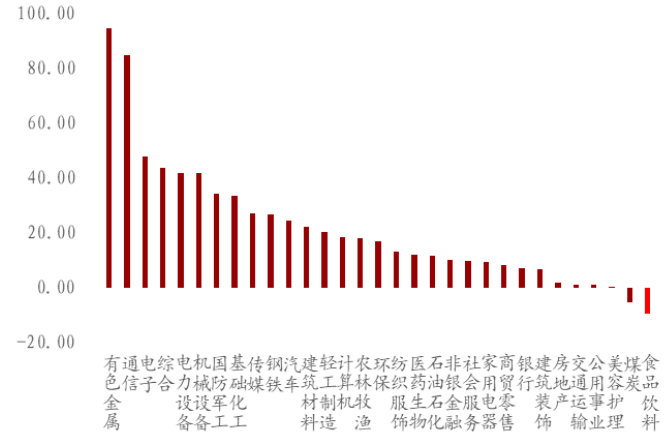
注：剔除暂无数据的其他食品板块。

仅供内部参考，请勿外传

1.2 行情回顾：食饮板块市场表现边际修复但仍偏弱，白酒调整延续

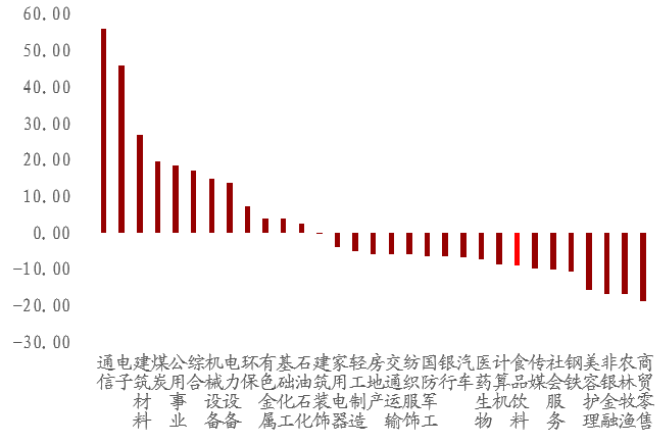
食饮板块2025年表现垫底，2026M1-M5边际修复但仍偏弱，持续性待观察。2025年受内需疲软、消费信心不足等因素影响，食品饮料行业指数下跌9.69%，在31个申万一级行业中排名第31位，为全年表现最差的板块。2026M1-M5，随着宏观政策持续发力、消费场景逐步修复，食饮板块市场表现有所修复，行业指数下跌8.97%，排名回升至第24位，整体表现仍偏弱，应持续关注板块的修复质量与持续性。

图表7：申万一级行业2025年涨跌幅(%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

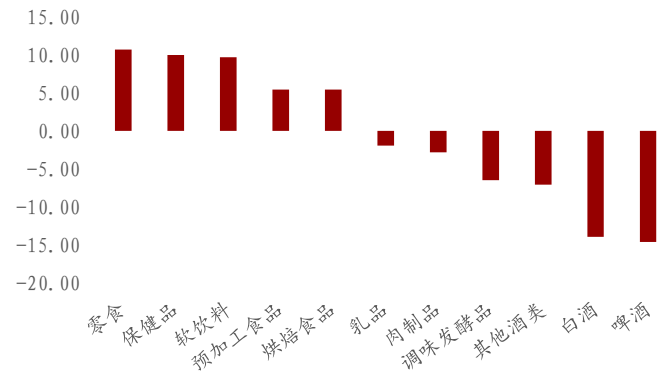
图表8：申万一级行业2026M1-M5涨跌幅(%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

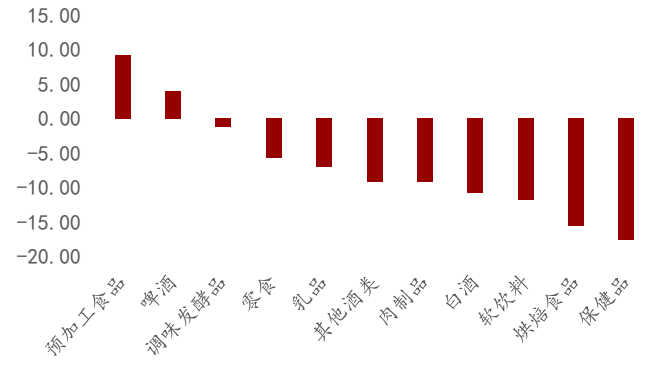
2026M1-M5预加工食品和啤酒有所复苏，白酒、保健品等持续承压。2025年食品饮料申万三级行业指数有5个细分板块（零食、保健品、软饮料、预加工食品、烘焙食品）上涨，6个细分板块（乳品、肉制品、调味发酵品、其他酒类、白酒、啤酒）下跌，其中零食(10.68%)、保健品(9.98%)和软饮料(9.66%)为领涨板块，但啤酒(-14.58%)、白酒（-13.93%）、其他酒类（-7.05%）及调味发酵品（-6.45%）等市值权重较大的板块录得较大跌幅。2026M1-M5，随着餐饮端逐步复苏、新零售崛起和价格战趋缓，预加工食品板块录得较大涨幅，累计为9.28%，调味品（-1.22%）亦有所复苏，此外，由于啤酒行业高端化战略和成本优化持续推进及世界杯来临，啤酒板块股价表现有所复苏，累积涨幅为4.03%；保健品(-17.61%)、烘焙食品(-15.63%)、软饮料(-11.88%)、白酒(-10.88%)跌幅较大，其中保健品主要受居民消费意愿下降、线上流量成本上升、线下药店客流减少等因素影响，白酒板块则面临商务消费场景恢复缓慢、渠道库存高企以及消费降级带来的结构性压力。

图表9：食品饮料子板块2025年股价涨跌幅(%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

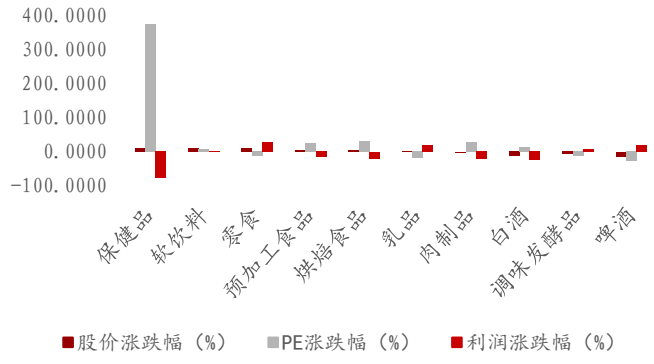
图表10：食品饮料子板块2026M1-M5股价涨跌幅(%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

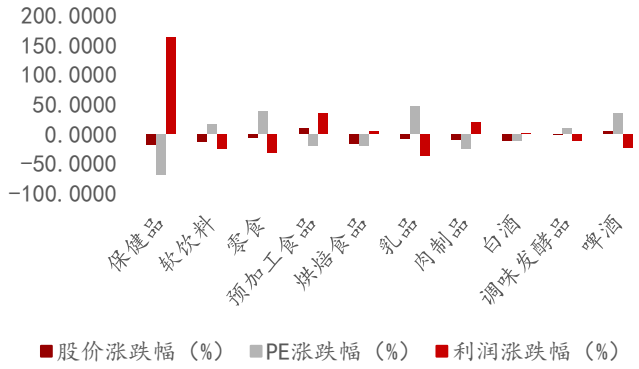
仅供内部参考，请勿外传

图表11：2025年食饮子行业股价驱动因素



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表12：2026M1-M5食饮子行业股价驱动因素



资料来源：同花顺，万联证券研究所

2026M1-M5食饮板块个股分化明显，上涨个股多由题材或复苏驱动，白酒调整仍在延续。2025年食饮板块个股涨幅榜由中小市值食品公司主导，细分行业分散，包括乳品、调味发酵品、软饮料等多个行业，其中万辰集团以150.06%的涨幅高居榜首，安记食品（147.32%）会稽山（+83.27%）分列二、三位，前十平均涨幅达79.84%；跌幅榜则以白酒为主，包括退市岩石（-76.42%）、水井坊（-28.14%）、洋河股份（-27.28%）、金种子酒（-27.22%）、迎驾贡酒（-26.66%），前十平均跌幅达-36.20%。2026M1-M5市场偏好有所切换，领涨龙头由莲花控股（+69.73%）接棒，细分行业仍较为分散，总体来看，2026M1-M5前十平均涨幅达36.40%，领先个股上涨逻辑大致可分为两类：一是“食品+科技”驱动的题材投资，如莲花控股、威龙股份、养元饮品、来伊份等，二是“业绩复苏”推动的价值修复，如安井食品、三全食品、天味食品、紫燕食品、西部牧业等；跌幅榜中，白酒板块延续颓势，退市岩石（-54.83%）、古井贡酒（-29.84%）继续位列跌幅前列，2025年较强势的安记食品及巴比食品也都迎来调整，跌幅分别为-32.05%、-31.96%，此外，软饮料龙头东鹏饮料跌幅达-46.73%，成为该阶段表现最差的前排个股之一。总体来看，2026M1-M5前十平均跌幅达-39.97%，部分细分板块的调整仍在深化，跌幅最大的个股往往是那些基本面恶化与重大负面事件双重叠加的公司，既有行业层面的周期性压力（白酒、猪肉），也有公司层面的治理危机（违规减持、实控人涉案、并购失败），还有此前估值过高后的估值调整等。

图表13：食品饮料子板块个股2025年股价涨跌幅(%)

2025年食品饮料股票涨幅前十			2025年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	150.06	1	洽洽食品	-25.58
2	安记食品	147.32	2	海融科技	-26.24
3	会稽山	83.27	3	迎驾贡酒	-26.66
4	巴比食品	81.35	4	金种子酒	-27.22
5	欢乐家	69.15	5	洋河股份	-27.28
6	西麦食品	68.69	6	水井坊	-28.14
7	海欣食品	65.20	7	三只松鼠	-37.21
8	庄园牧场	47.54	8	甘源食品	-39.15
9	贝因美	45.37	9	龙大美食	-48.11
10	妙可蓝多	40.45	10	退市岩石	-76.42

资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：万辰集团根据最新申万行业划分属于商贸零售板块，但考虑其作为量贩零食龙头，本报告仍将其放入食饮板块中进行分析。

仅供内部参考，请勿外传

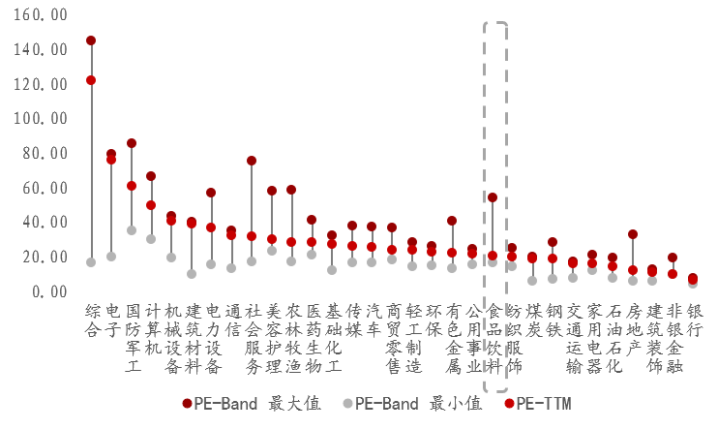
图表14：食品饮料子板块个股2026M1-M5股价涨跌幅(%)

2026M1-M5 食品饮料股票涨幅前十			2026M1-M5 食品饮料股票跌幅前十		
序号	股票	增速(%)	序号	股票	增速(%)
1	莲花控股	69.73	1	古井贡酒	-29.84
2	威龙股份	52.33	2	仙乐健康	-30.01
3	养元饮品	48.66	3	日辰股份	-31.12
4	西部牧业	36.00	4	巴比食品	-31.96
5	来伊份	31.10	5	安记食品	-32.05
6	紫燕食品	31.07	6	立高食品	-34.28
7	*ST 春天	28.67	7	东鹏饮料	-46.73
8	安井食品	25.69	8	西王食品	-50.45
9	三全食品	22.41	9	退市岩石	-54.83
10	天味食品	18.29	10	龙大美食	-58.39

资料来源：同花顺，万联证券研究所

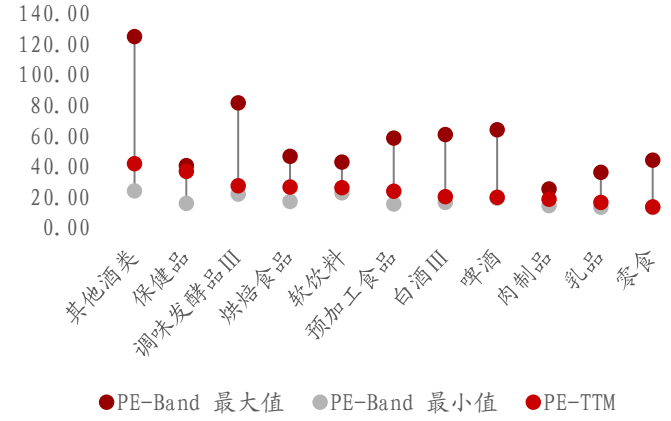
食品饮料板块处于历史估值低位，但股价上行仍需静待基本面改善。从五年跨度的区间估值来看，截至2026M5我国食品饮料板块的PE-TTM为20.76，估值百分位仅为10.38%，处于历史低位；白酒板块的PE-TTM为20.11，估值百分位仅为8.69%；除保健品外所有细分子板块估值百分位均低于中枢水平，其中啤酒、零食估值百分位分别为1.31%、1.45%，接近历史估值低点。然而，2026M1食饮/白酒PE-TTM分别为19.86/18.52，处于低位，但从股价来看，2026M1-M5食饮板块下跌8.97%，市场对顺周期消费的配置意愿并未因估值便宜而自然提升，仍需等待板块盈利好转可持续、库存出清可验证、渠道信心改善，且景气回升扩散到更多子行业。

图表15：申万一级行业五年估值区间（按PE-TTM排序）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

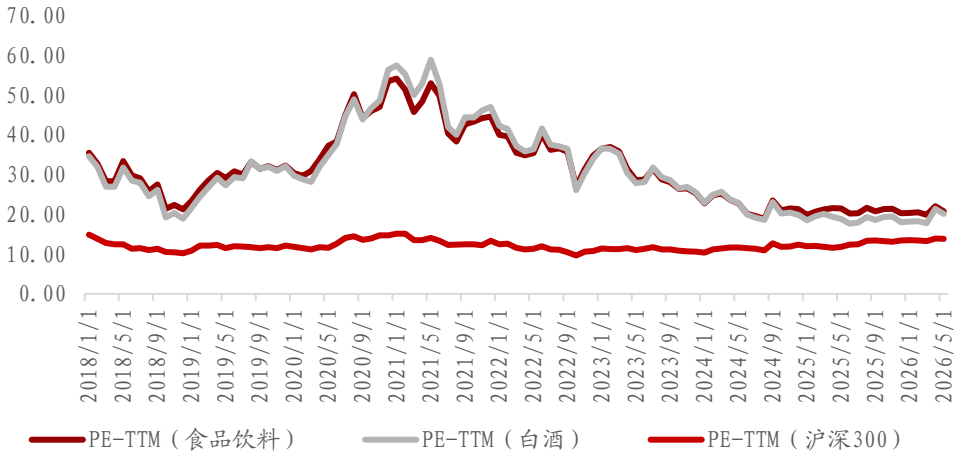
图表16：食饮子行业五年估值区间（按PE-TTM排序）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图表17：截至2026M5，食饮及白酒板块PE-TTM并未形成趋势性抬升



资料来源：同花顺，万联证券研究所

2 大众食品投资策略

2.1 速冻食品：价格战基本结束，进入盈利修复周期

1Q2026价格战基本结束，行业营收及净利润增速进一步提升。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、低价竞争再到目前价格战基本结束、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，3Q2022速冻食品板块扣非归母净利润增速同比达到+161.0%；随着疫情影响的消散，速冻食品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，4Q2023行业业绩同比增速由正转负；3Q2025，速冻食品行业竞争开始趋缓，各大企业积极进行精准费用管控，板块利润实现同比由负转正，重回正增长轨道；1Q2026，随着价格战基本结束，促销力度边际收敛，小厂退出市场，行业营收及净利润增速进一步提升，实现扣非归母净利润同比+48.1%，其中安井食品实现营收同比+30.84%、扣非归母净利同比+53.04%，毛利率同比+1.67pct。

图表18：速冻食品板块扣非归母净利同比增速情况



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：包括安井食品、三全食品、千味央厨、海欣食品、惠发食品

仅供内部参考，请勿外传

2026年速冻食品行业盈利能力有望持续向上修复。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，随着价格战基本结束，各企业开始重视新品营销、产品结构升级、费用管控等方面，行业龙头安井食品聚焦新品驱动+定制化的战略转型，坚持每年聚焦培养3-5个“战略大单品”，火锅料全家福、400克真空玲珑装、虾滑系列、肉多多烤肠、虎皮炸蛋及象形包等产品在各自品类或价格带均取得积极市场反馈；同时，公司通过提供高毛利新品、推进终端建设、开展营销赋能等方式支持经销商转型升级，并借助小红书等社交平台构建家庭聚餐、便捷早餐、轻食加餐等消费场景，有管控地推进定制业务。

以面米为存量基石、火锅料为稳定增量、菜肴制品为高增引擎，速冻食品行业有望实现可观增速。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年已取得约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。

图表19：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	市场规模占比（估算）	渠道	核心驱动	竞争格局
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

B/C协同发力，新兴渠道迎来爆发式增长。不同品类的速冻食品在渠道分布上亦有较大差异，速冻米面C端占比约84%，绝对领先；而速冻菜肴B端占比约80%，速冻火锅料亦聚焦B端。从市场特点来看，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。当前，在新零售与餐饮连锁化驱动下，速冻米面、速冻火锅料及速冻菜肴三类产品均呈现出B、C端市场日益融合的趋势，安井食品秉持“BC兼顾、全渠发力”的渠道策略，实施“有管控的大B定制”举措，通过对新零售等企业的需求进行分级，与山姆、盒马、胖东来、奥乐齐等会员超市，以及快乐猴、好想来等硬折扣店建立合作关系，全面布局新兴增长渠道，1Q2026公司新零售及电商渠道营收同比几乎翻倍，实现爆发式增长；三全、思念等传统C端巨头则以C端为基，积极拓展B端市场，例如三全食品成功打入古茗、必胜客、塔斯汀等知名连锁餐饮的供应链，而且与山姆、盒马、奥乐齐等头部新零售渠道达成深度合作，为其提供定制化产品。

仅供内部参考，请勿外传

2.2 调味品：进入需求修复兑现阶段，关注定制化方向

1Q2026调味品行业业绩超预期，龙头表现稳健。2025年调味品行业营收达707.43亿元，同比+4.20%，归母净利润达117.16亿元，同比+5.18%，整体呈弱复苏，且内部分化加剧，其中复合调味品2025年营收达122.19亿元，同比+10.26%，归母净利润达14.65亿元，同比+7.65%；非复合调味品2025年营收达585.25亿元，同比+3.01%，归母净利润达102.51亿元，同比+4.84%，复合调味品由于连锁餐饮和强势终端崛起，在营收和净利润表现上较非复合调味品更好。1Q2026调味品行业业绩显著超预期，实现营收211.48亿元，同比+14.20%，实现归母净利润42.17亿元，同比+18.00%，其中海天味业实现营收90.29亿元，同比+8.57%，实现归母净利润24.44亿元，同比+10.97%；中炬高新实现营收13.20亿元，同比+19.88%，实现归母净利润2.63亿元，同比+45.11%；千禾味业实现营收8.18亿元，同比-1.57%，实现归母净利润1.48亿元，同比-7.75%，为1Q2026唯一营收及归母净利润下滑的企业。总体来看，当前调味品行业已进入需求修复兑现阶段，随着餐饮需求边际恢复、行业竞争趋缓、龙头经营改善三者共振，板块业绩有望持续较快增长。

图表20：2025-1Q2026调味品上市公司业绩情况（亿元）

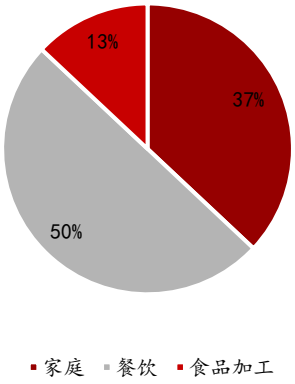
调味品类型	企业	2025				1Q2026			
		营收	YoY(%)	归母净利润	YoY(%)	营收	YoY(%)	归母净利润	YoY(%)
复合	莲花控股	26.46	30.45	3.09	52.59	10.16	28.01	1.43	42.06
	日辰股份	4.05	15.70	0.84	31.87	1.25	23.73	0.18	3.02
	宝立食品	26.51	10.66	2.63	12.59	7.76	16.00	0.66	12.58
	安记食品	5.38	8.80	0.27	-23.57	1.32	10.12	0.11	101.47
	仲景食品	10.98	-1.42	1.92	9.35	2.96	6.78	0.54	10.93
	佳隆股份	2.68	-7.33	0.20	-20.74	0.58	8.25	0.02	4.82
	天味食品	34.76	-0.79	5.70	-8.79	11.30	76.19	2.50	234.67
非复合	恒顺醋业	21.96	4.13	1.44	12.80	6.48	3.60	0.67	17.93
	安琪酵母	151.97	10.08	15.44	16.60	45.34	19.49	4.26	15.08
	海天味业	269.01	7.32	70.38	10.95	90.29	8.57	24.44	10.97
	涪陵榨菜	23.87	1.88	7.68	-3.92	7.54	5.70	2.72	0.07
	千禾味业	30.73	-16.32	3.48	-32.40	8.18	-1.57	1.48	-7.75
	ST加加	13.01	-6.50	-1.47	39.27	4.35	3.46	0.34	124.34
	朱老六	2.38	-9.36	0.20	7.37	0.76	26.24	0.19	136.70
	中炬高新	55.19	-23.90	5.37	-39.86	13.20	19.88	2.63	45.11

资料来源：同花顺，万联证券研究所

B端餐饮需求边际改善，调味品有望受益。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，根据嘉世咨询数据统计，2024年餐饮、家庭、食品加工分别占调味品消费场景的50%、37%、13%，餐饮是调味品的主要消费场景。近几年，由于消费整体低迷，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，录得营收57982.50亿元，同比+3.20%，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，餐饮收入增速亦开始缓慢回升，2026M1-M5餐饮收入为18883.40亿元，同比+3.80%，需求边际改善，未来餐饮收入同比增速有望进一步回升，与餐饮相关的上游调味品公司业绩也有望持续改善。

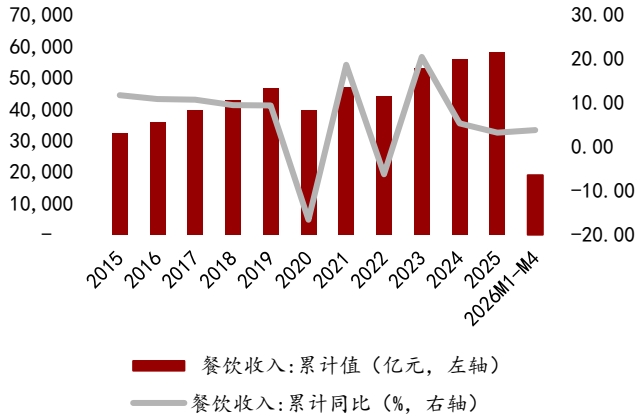
仅供内部参考，请勿外传

图表21：2024年调味品企业下游消费场景占比



资料来源：艾媒咨询，万联证券研究所

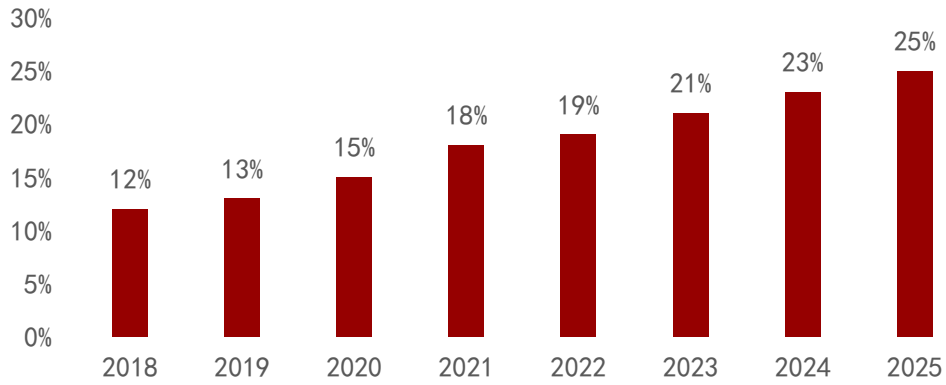
图表22：中国近10年餐饮收入及同比增速



资料来源：同花顺，万联证券研究所

餐饮连锁化和强势终端的崛起有望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2025年25%，餐饮连锁化趋势明显。由于连锁品牌的“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，餐饮连锁化极大推动了配方固定、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23：2018-2025年中国餐饮连锁化率

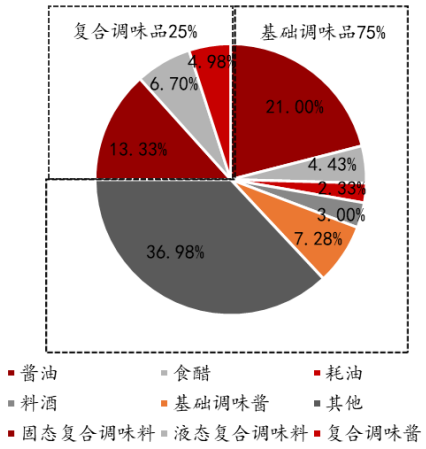


资料来源：《2026年中国餐饮连锁化发展白皮书》，嘉世咨询，万联证券研究所

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%）、蚝油（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。

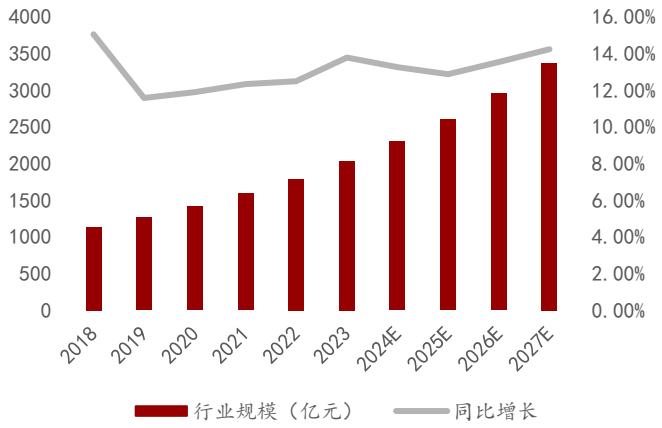
仅供内部参考，请勿外传

图表24：2024年我国调味品行业以收入计的市场份额



资料来源：艾媒咨询，万联证券研究所

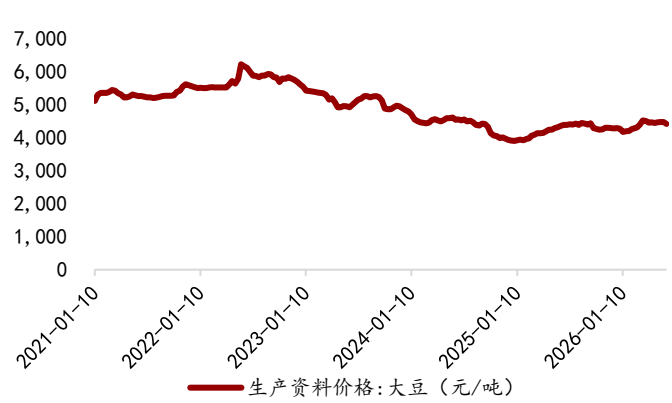
图表25：2018-2027年复合调味品市场规模和增速



资料来源：艾媒咨询，智研咨询，万联证券研究所

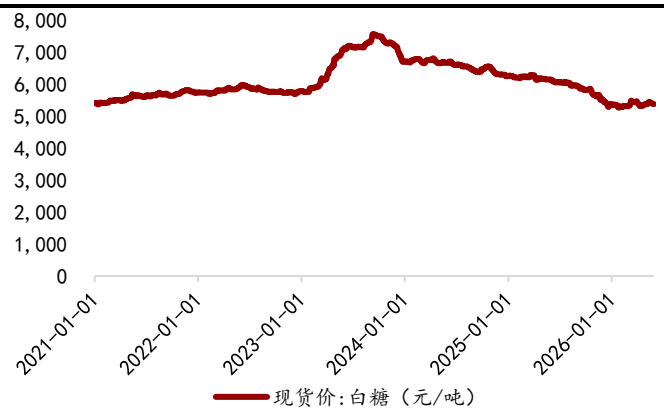
原材料价格有所波动，成本红利边际减弱。调味品行业原料成本有所波动，但大部分原材料的绝对价格仍处低位区间，其中大豆、小麦、白糖等产品品类基本稳定在低位；玻璃成本则仍处下行通道；食盐维持高位运行，价格并未继续上升；聚酯切片则在2026年年初迎来快速上行。尽管大多数原材料价格仍处于低位区间，但行业成本红利边际减弱，企业利润释放需更多依赖产品结构升级。

图表26：2021-2026M5大豆现货价（元/吨）



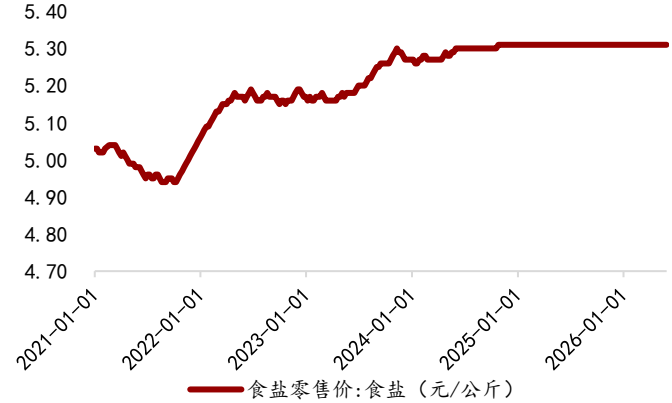
资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表27：2021-2026M5白糖现货价（元/吨）



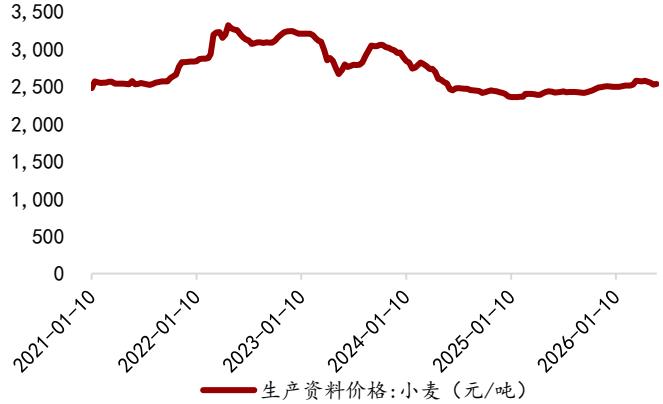
资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表28：2021-2026M5食盐现货价（元/公斤）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

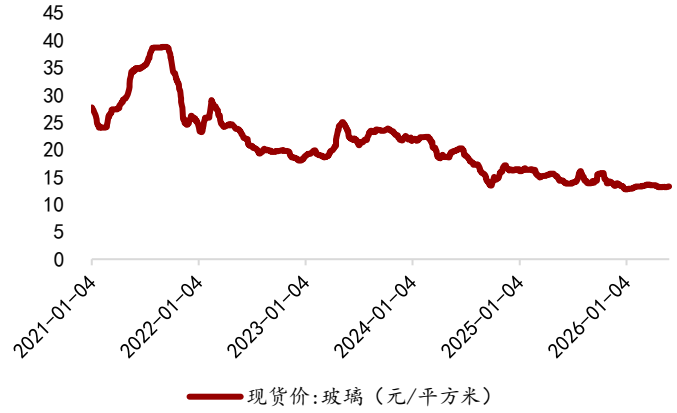
图表29：2021-2026M5小麦现货价（元/吨）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

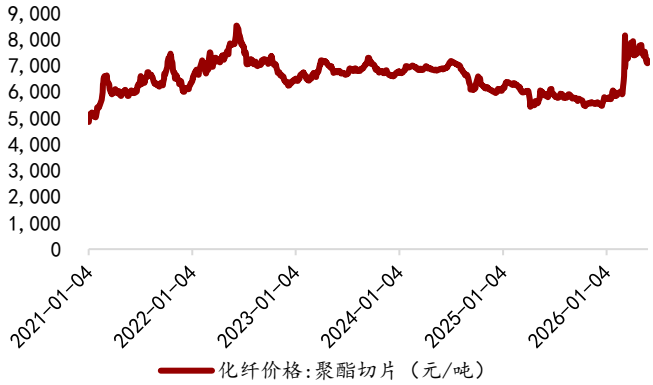
仅供内部参考，请勿外传

图表30：2021-2026M5玻璃现货价（元/平方米）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表31：2021-2026M5聚酯切片现货价（元/吨）

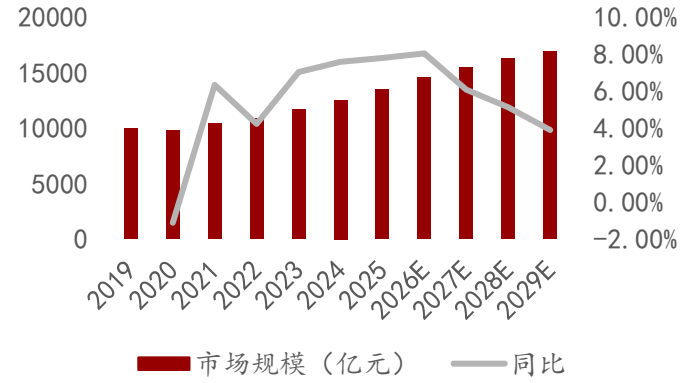


资料来源：同花顺，万联证券研究所

2.3 软饮料：结构升级带来增量市场，关注具备多品类、平台化能力的龙头

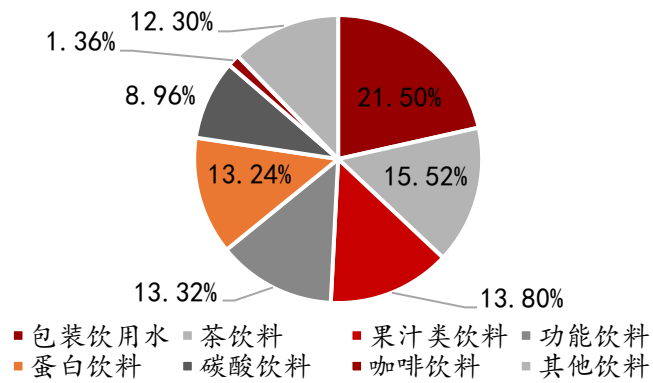
我国软饮市场规模稳步增长，包装水、茶饮料、果汁饮料、功能饮料为前四大品类。2024年我国软饮料行业以零售计的市场规模为12,503亿元，同比+7.56%，2019-2024年的CAGR为4.75%。2020年以来，我国软饮料市场恢复高速增长，但由于现制茶饮行业的冲击，我们预计在2027年左右市场规模增速将出现放缓。从细分品类结构来看，我国软饮料市场主要可分为包装饮用水、茶饮料（含无糖茶）、碳酸饮料、果汁饮料、功能饮料（能量+运动）、即饮咖啡、蛋白/植物饮料、亚洲特色/养生水等，按销售额看，包装水、茶饮料、果汁饮料、功能饮料是体量最大的四个品类。

图表32：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

图表33：我国软饮子行业2024年零售额占比



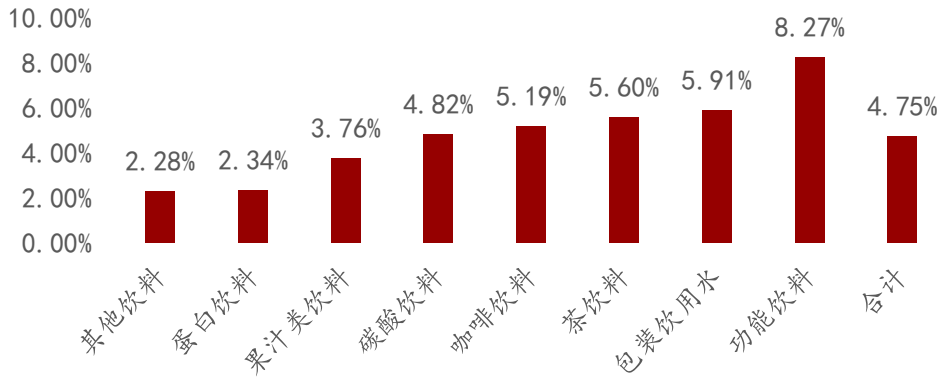
资料来源：东鹏饮料H股招股书，弗若斯特沙利文，国家统计局，中国饮料工业协会，万联证券研究所

饮料市场产品结构持续升级，功能性饮料、包装饮用水、茶饮料、咖啡饮料等带来增量增长。2019-2024年我国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。未来，我国饮料行业将持续依赖结构升级带来的增量增长，具体包括：1）健康化风潮带动无糖茶、低糖汽水、NFC果汁等品类增长；2）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；3）消费场景不断扩展，家庭囤货、运

仅供内部参考，请勿外传

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34：我国软饮料子行业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

电解质水细分赛道增势迅猛，但在2026年迅速陷入激烈的价格战中。近几年，随着“补水”概念渗透到消费者日常生活，我国电解质水消费场景快速泛化，已从专业运动饮品向全民日常饮品延伸，根据头豹研究院数据，电解质水的非运动场景需求占比已达75%，这一趋势推动我国电解质水品类急剧扩容，2022-2025年我国电解质水市场规模由27亿元跃升至超200亿元，连续三年保持30%以上同比增速，是饮料行业增长最快的细分品类。从产品来看，2025年东鹏饮料与元气森林为电解质水赛道的两大巨头，其中东鹏饮料旗下“补水啦”实现营收32.74亿元，同比+118.99%，增速为我国电解质饮料行业第一；元气森林旗下“外星人”预计销售规模亦突破50亿元，增速约34%。然而，巨额红利迅速吸引了所有头部玩家。2026年2月，农夫山泉以主品牌推出电解质水，单瓶定价约3.67元，依托超200万个零售终端快速铺货，并同步启动“开盖赢奖”促销；可口可乐将国际品牌“POWERADE爆锐”本地化改良后引入山姆会员店，主打低糖低卡；蒙牛跨界推出乳钙电解质水，首月线上销量突破10万瓶；奈雪、王老吉、脉动、好望水、李子园等也纷纷加码，行业主流价格带骤降至3-4元/瓶，同质化竞争日益严峻。总体来看，2026年的电解质水赛道已进入拼渠道、拼成本、拼母公司实力的价格战阶段，行业门槛持续抬升，中小品牌将被加速出清。

图表35：2026年头部玩家纷纷加码电解质水



资料来源：农夫山泉公众号，蒙牛乳业，可口可乐，中童传媒，万联证券研究所

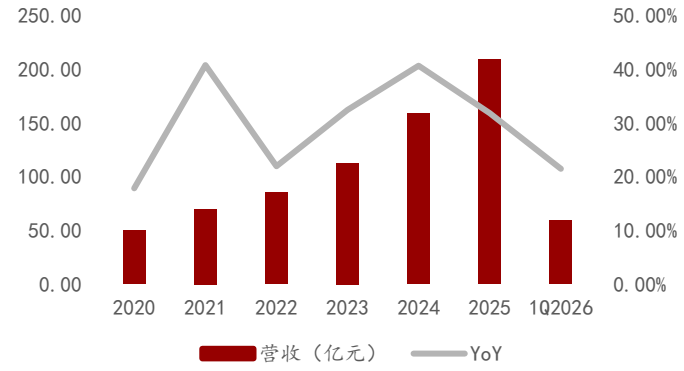
东鹏饮料登顶国内能量饮料销量与销售额首位，为功能饮料品类最大赢家。功能饮料兼具“刚需、成瘾、高粘性”的品类属性，是软饮行业中弹性最强、最适合长期布局的高景气赛道。东鹏饮料凭借“高性价比+下沉渠道+PET瓶包装”的竞争策略，叠加

仅供内部参考，请勿外传

主要对手红牛因品牌商标纠纷而市场拓展受阻的契机，持续扩大份额。至2025年，东鹏在国内能量饮料市场的销售量占比达51.6%，销售额占比达38.3%，首次同时夺得销量与销售额“双料第一”，正式登顶中国能量饮料市场，与红牛形成双寡头竞争格局。业绩方面，2025年公司实现营收208.75亿元，同比增长31.80%，2020—2025年CAGR为33.31%；归母净利润44.15亿元，同比增长32.72%，2020—2025年CAGR达40.31%。进入2026年，一季度实现营收58.88亿元，同比增长21.46%；归母净利润12.57亿元，同比增长28.31%，但营收和净利润增速均较前期有所回落，主要受电解质水赛道价格战拖累。

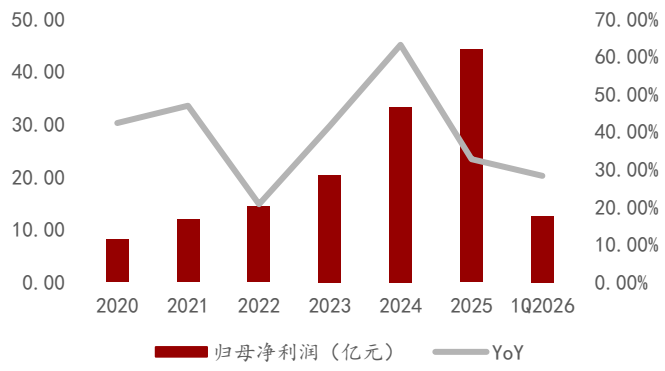
重视产品研发，打造多品类协同增长矩阵。公司重视产品研发与迭代，通过提早布局，不断寻求新的爆款产品，持续丰富自身产品矩阵，2019年推出主打消脂的“油柑柠檬茶”，以抢占年轻消费者阵地，2021年推出即饮拿铁咖啡饮品“东鹏大咖”，2023年密集推出无糖茶“鹏友上茶”、植物茶饮料“多喝多润”、椰汁“海岛椰”和电解质水品牌“东鹏补水啦”，2025年2月推出名为“果之茶”的果味茶饮料，对标康师傅和统一的果味茶系列产品，其中，电解质水“东鹏补水啦”2025年营收达32.74亿元，同比+118.99%，已成为公司业绩增长的第二曲线与核心引擎；然而，随着2026年农夫山泉、可口可乐、蒙牛等近20家头部企业挤入电解质水赛道，“东鹏补水啦”业绩有所承压，1Q2026年实现营收6.45亿元，同比增幅约13%，增速开始放缓，但公司的其他饮料实现高增长，1Q2026年实现营收8.26亿元，同比增幅高达120.36%，收入占比达14.03%，反映公司多品类协同的增长矩阵正加速成型。

图表36：2020-1Q2026东鹏饮料营业收入及同比



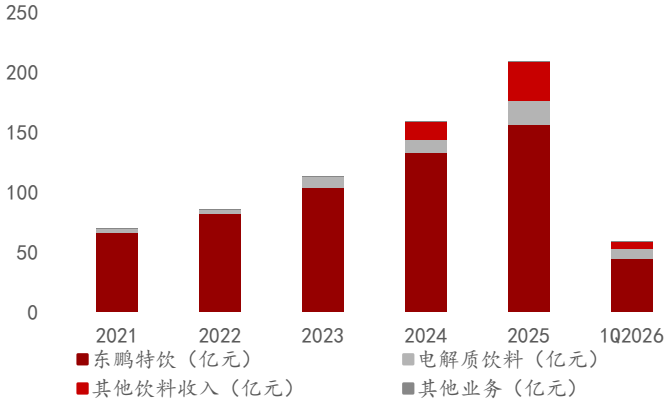
资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表37：2020-1Q2026东鹏饮料归母净利润及同比



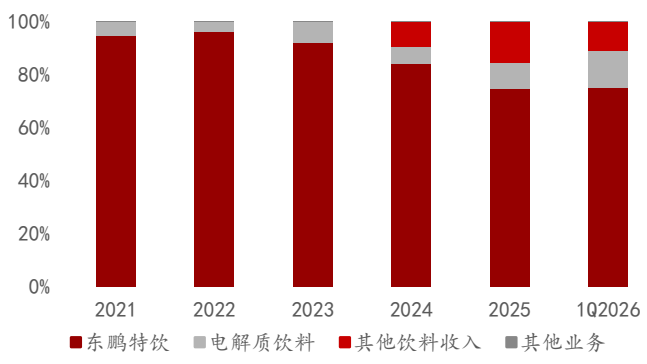
资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表38：东鹏饮料2021-1Q2026产品营收



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表39：东鹏饮料2021-1Q2026产品收入结构变化



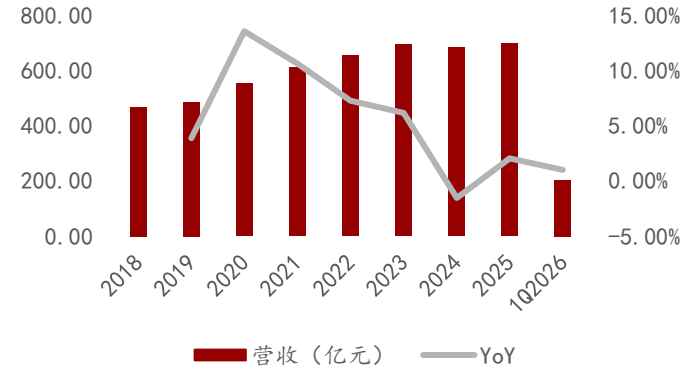
资料来源：同花顺，万联证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.4 啤酒：多重因素催化需求复苏，渠道与产品结构升级继续发力

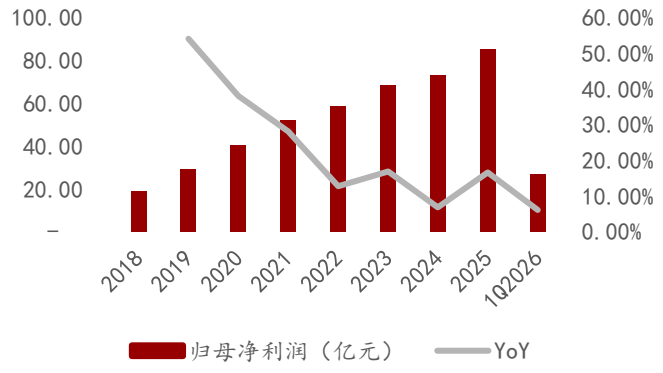
2025年啤酒营收利润同比均触底回升，盈利能力持续向好。2025年啤酒板块营收合计698.49亿元，同比+2.03%，由2024年负增速转正增长；归母净利润合计85.35亿元，同比+16.65%，较2024年+9.82pct，主要原因为：1）餐饮场景复苏带动现饮渠道恢复；2）大麦等原材料价格下行带来成本红利；3）酒企持续推进高端化，吨价提升。1Q2026啤酒板块营收合计203.48亿元，同比+1.00%；归母净利润合计26.80亿元，同比+6.12%，延续增长态势。盈利能力上，由于主要啤酒企业产品结构提升、大麦等原材料成本下降，2025年啤酒板块毛/净利率分别达44.51%/14.68%，同比+2.07pct/+1.70pct；1Q2026啤酒板块毛/净利率分别为45.17%/15.96%，同比+1.77pct/+0.59pct，盈利能力持续提升。

图表40：2018-1Q2026啤酒板块营收及同比



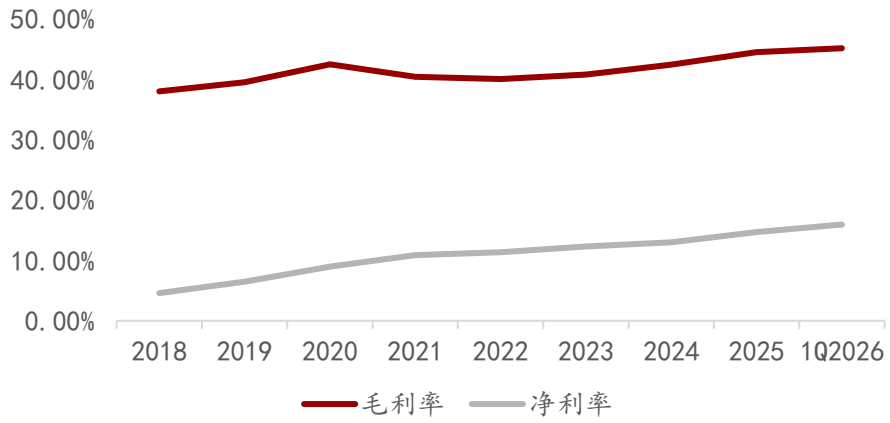
资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表41：2018-1Q2026啤酒板块归母净利润及同比



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表42：啤酒板块2018-1Q2026毛利率和净利率



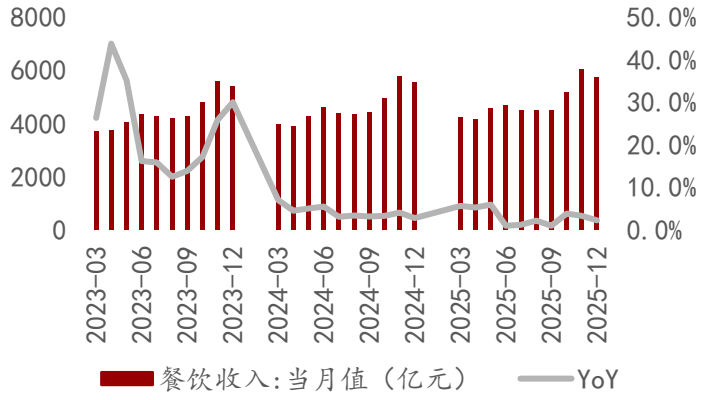
资料来源：同花顺，万联证券研究所

啤酒消费有望在渠道变革与餐饮场景优化的双重驱动下获得提振。一方面，即时零售作为存量时代少有的结构性渠道增量，依托平台前置仓网络实现约15分钟送达、满足“当日达”的即时需求，并通过品牌与平台直接合作、缩短中间经销商加价环节，提供更具性价比的零售价，契合消费者理性消费趋势与渠道扁平化方向；其市场规模已从2018年约9亿元扩容至2025年约147亿元，渗透率虽仅约8.2%，但2018-2025年CAGR约49.04%，成长空间广阔。另一方面，餐饮作为核心即饮场景，对啤酒消费仍具重要支撑，2025年全国餐饮收入达57,982亿元，同比增长3.2%，增速虽较2024年的5.3%有所回落，但行业结构正动态优化，非遗美食、地域节庆等持续注入文化内涵、提升消

仅供内部参考，请勿外传

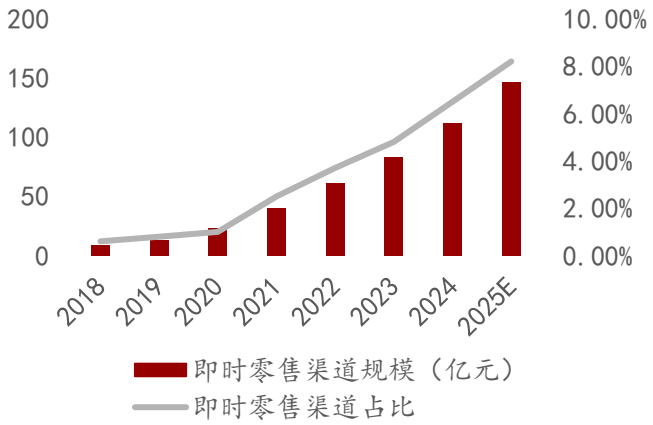
费体验与品牌价值。即时零售的快速发展与餐饮场景优化，将共同为啤酒消费注入增长动力。

图表43：2023-2025年餐饮收入当月值及同比



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表44：2018-2025年啤酒即时零售市场规模及占比



资料来源：顺为人和，万联证券研究所

规模最大的夏季世界杯开赛，有望提振啤酒需求。2026年美加墨世界杯扩军至48支球队、104场比赛，赛事规模创历史之最，且举办时间为6月11日至7月19日，恰好覆盖国内啤酒夏季消费旺季。足球历来是啤酒企业最重要的体育营销载体，加之球场外的足球市集及遍布城市、商圈的“第二现场”观赛点，均为啤酒消费提供了丰富的消费场景。此外，本届世界杯受时差影响，重要比赛大多集中于北京时间早上至上午时段，居家观赛将成为主流，即时零售渠道完美匹配这一新场景，有望在世界杯期间迎来增长高点，为啤酒消费提供重要增量支撑。

图表45：2022年世界杯VS2026年世界杯

维度	2022 年卡塔尔	2026 年美加墨	变化
参赛队伍	32 支	48 支	+50%
比赛场次	64 场	104 场	+62.5%
举办国数量	1 国	3 国	首次三国联办
赛事时长	28 天	39 天	+39%
时区特征	单一时区	北美/拉美为主	与中国时差 12-14 小时

资料来源：FIFA官网，万联证券研究所

图表46：历届世界杯对中国啤酒行业的影响

年份	比赛地点	比赛时间	对啤酒产销量的影响
2014	巴西	6-7 月	2014 年 1-7 月产量同比增速超 5%，世界杯后产量增速急速下降，8-9 月行业销量同比-15%。
2018	俄罗斯	6-7 月	赛事前各电商平台积极备货，赛事期间各电商平台动销增长明显。
2022	卡塔尔	11-12 月	啤酒外卖订单环比增长超 10%，线下终端借助即时零售提升销量。

资料来源：北京商报网，凤凰网，人民网，万联证券研究所

国内地方性足球赛事崛起，成为啤酒营销效益更优的新触点。除世界杯等国际顶级赛

仅供内部参考，请勿外传

事外，以“苏超”“湘超”“渝超”等为代表的地方性足球赛事正快速崛起，对啤酒消费的拉动及营销效益甚至优于世界杯。与世界杯相比，地方性赛事具有周期长（如苏超持续5-6个月）、城市主客场制、民众参与度高、央视参与转播等优势，能够形成持续的话题热度与消费场景。以苏超为例，赛事基础条件优越，单场观赛规模可达数万人，超过国内职业联赛平均水平，且能有效拉动周边餐饮、住宿、旅游等消费，为啤酒品牌提供了深度绑定地方消费场景的绝佳触点。但需要注意的是，地方性赛事对全国啤酒整体销量的增量拉动相对有限，更多是作为品牌与消费者拉近距离、强化渠道粘性的营销契机。

图表47：2026年部分国内地方性足球赛事一览

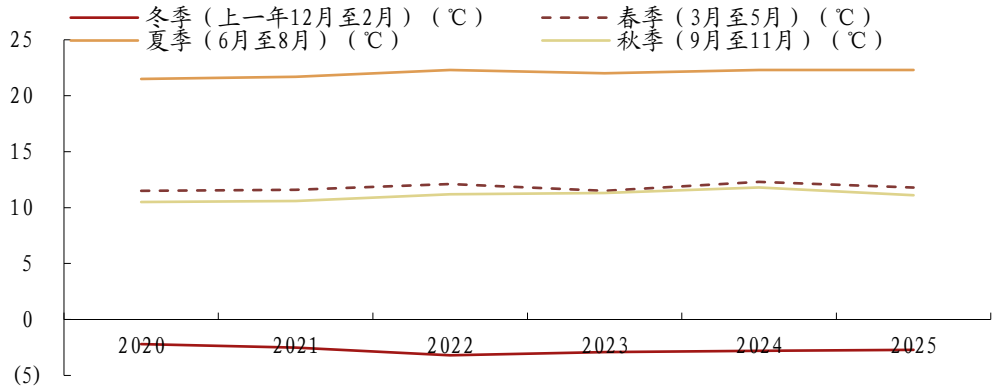
赛事名称	举办时间	主要内容
江苏省城市足球联赛（苏超）	4月11日揭幕，持续至10月底	13城主场，揭幕战40832人观赛；淘汰赛阶段四分之一决赛和半决赛改为两回合制。
福建省城市足球联赛（闽超）	4月19日揭幕，持续至8月	揭幕战51342人观赛，创福建单场体育赛事观赛人数纪录。
广东省城市足球超级联赛（粤超）	4月25日揭幕，10月底决赛	21地市主场，826名纯业余球员参赛。
湖北省城市足球联赛（楚超）	4月中旬开赛，持续至9月	12城参赛，常规赛门票9.9元，单场带动城市综合消费超2000万元。
四川省城市足球联赛（川超）	4月中旬开赛，持续至10月	18城参赛，采取主客场双循环赛制，共18轮72场比赛。
内蒙古足球超级联赛（蒙超）	4月下旬开赛，持续至9月	12盟市参赛；与东北超赛程交叉，部分球队需双线作战。
湖南省足球超级联赛（湘超）	5月初开赛，持续至10月	14城参赛。
江西省城市足球联赛（赣超）	5月中旬开赛，持续至10月	11城参赛，66场比赛吸引超123万人次现场观赛。
重庆市城市足球超级联赛（渝超）	3月底总决赛，新赛季4月启动	决赛54260人观赛，创重庆奥体中心纪录。

资料来源：美篇，万联证券研究所

厄尔尼诺导致夏季高温加剧，有望提振啤酒需求。厄尔尼诺是指热带中东太平洋海域海表温度持续异常偏高的现象，这种周期性振荡是气候系统最强烈的年际变化信号。中国科学院大气物理研究所的预测结果显示，2026年发生一次中等强度厄尔尼诺的可能性最大，概率超过70%，而发展为超强厄尔尼诺的概率仅在一成左右。考虑到2015、2023年厄尔尼诺事件的增暖效应往往具有滞后性，通常在次年达到顶峰，如果2026年发生厄尔尼诺，预计2027年夏天我国夏季平均气温有较大概率突破2022、2024和2025年同期历史峰值。我们预计厄尔尼诺对2026-2027年啤酒消费有一定的促进作用。

仅供内部参考，请勿外传

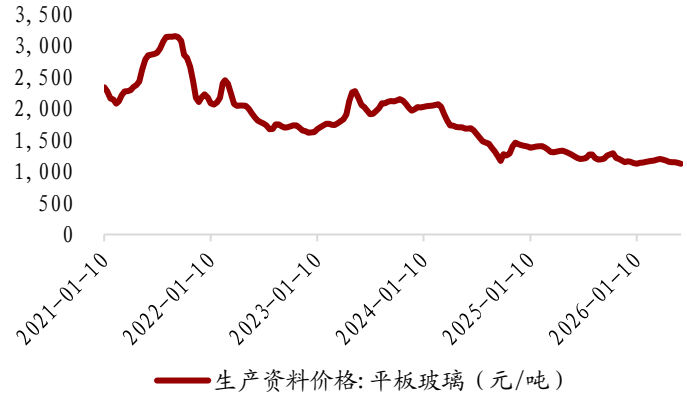
图表48：厄尔尼诺可能导致2026-2027年夏季高温加剧



资料来源：中国气候公报，万联证券研究所

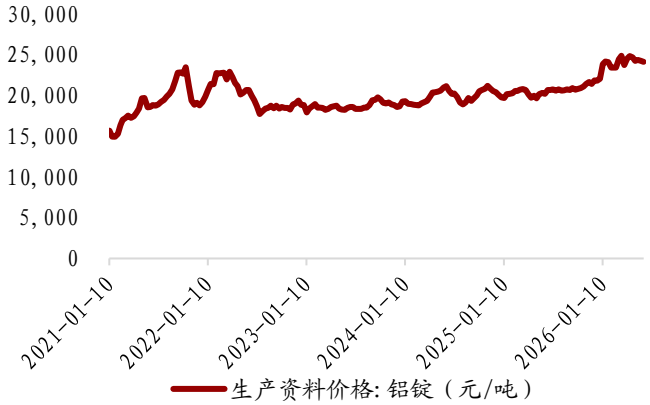
啤酒企业成本维持低位运行，总体利好啤酒企业。啤酒企业的生产成本主要包括包材成本和原料成本。从包材成本来看，我国玻璃价格自2021年下半年开始进入下降通道，截至2026年6月10日，我国玻璃价格为1125.30元/吨，延续下降趋势；2026年以来，铝价有所上升，但总体仍较为稳健。从原料成本来看，国内大麦进口价格至2023年开始从高点逐步回落，2025年开始在底部震荡。考虑到啤酒企业一般采取季度、半年或一年滚动的方式和上游企业签订协议锁定成本，我们预计2026年啤酒企业成本将仍维持低位。

图表49：玻璃价格维持下行通道（截至2026.6.10）



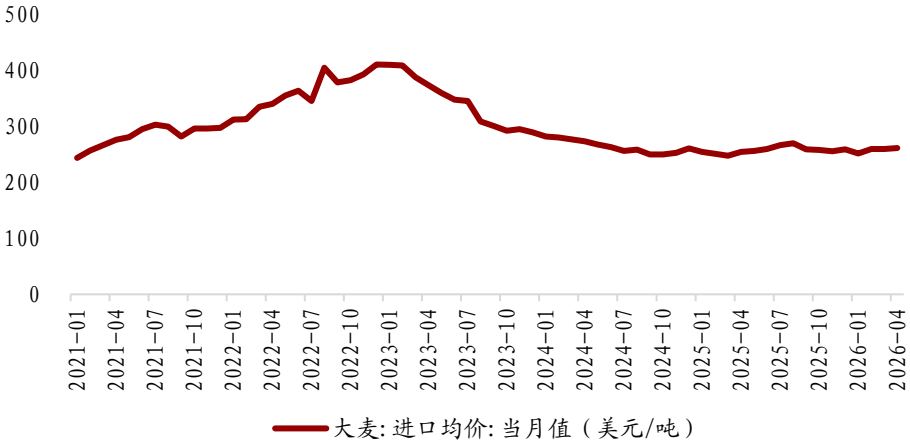
资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表50：铝价整体较为稳健（截至2026.6.10）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表51：大麦进口价底部震荡（截至2026.4）

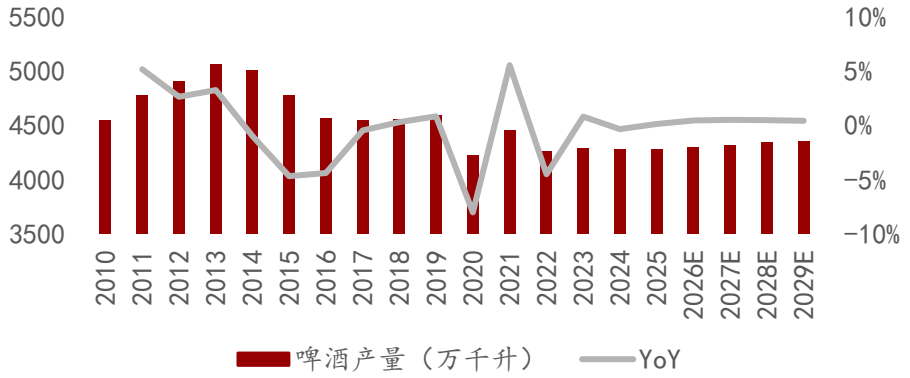


资料来源：同花顺，万联证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

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52：我国啤酒产量趋于稳定

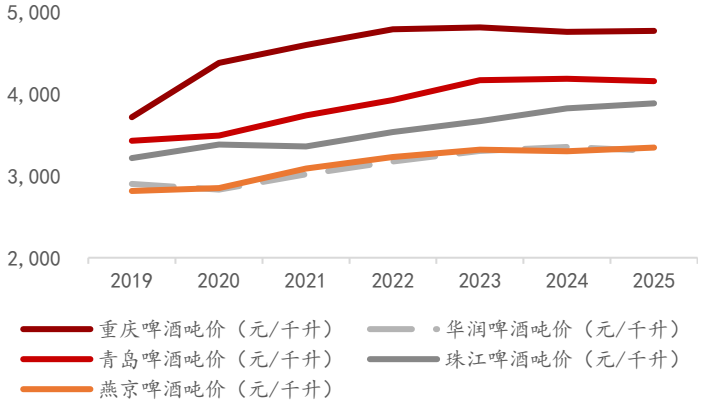


资料来源：萝卜投资，万联证券研究所

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。

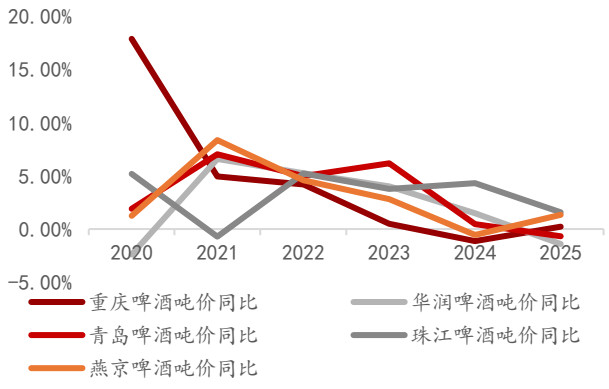
当前啤酒行业已步入产品结构升级的下半场，行业整体的升级红利正在消退，取而代之的是企业间基于差异化战略、产品矩阵及渠道掌控力所引发的个体分化。在此背景下，燕京啤酒与珠江啤酒等区域性龙头，凭借8-10元价格带的高性价比核心单品、优厚的渠道利润空间以及精细化的终端运作，展现出了超越行业平均水平的成长韧性与盈利能力。具体而言，燕京啤酒的核心单品U8通过布局即时零售渠道（如歪马送酒），并精准卡位年轻化、品质化的次高端赛道，成功驱动了业绩增长；而珠江啤酒的97纯生则聚焦非现饮市场，依托多年深耕的“一元换购”营销策略，在平衡消费升级体验与价格敏感度的同时，持续抢占竞品市场份额。这两大企业均展现出了强劲的增长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

图表53：主要啤酒上市公司啤酒销售均价



资料来源：各公司公告，万联证券研究所

图表54：主要啤酒上市公司啤酒销售价格同比增速



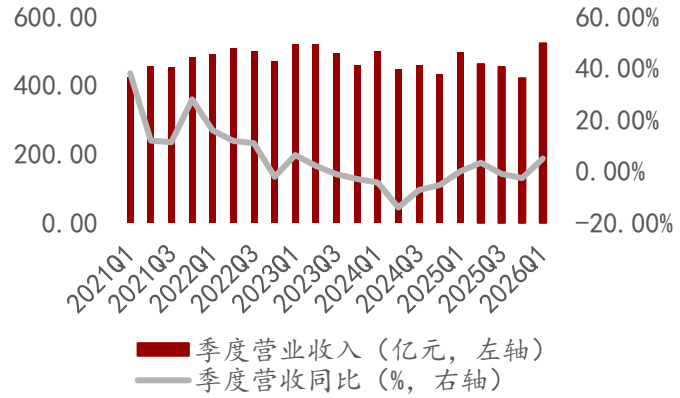
资料来源：各公司公告，万联证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.5 乳制品：成本筑底且需求温和复苏，低温和深加工奶制品良性增长

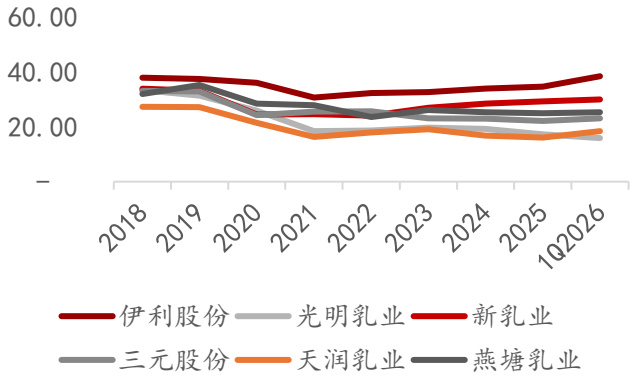
1Q2026乳制品行业业绩温和修复，同比由负转正，企业毛利率分化明显。乳制品行业营收同比增速于3Q2023由正转负，2Q2024跌至谷底，3Q2024逐渐开始回暖，1Q2026乳制品行业实现营收521.96亿元，同比+4.94%，消费端的积极变化正传导至企业营收端，为乳制品行业需求复苏注入动力。盈利能力方面，乳制品上市公司毛利率因品类结构、定价/促销策略不同而显著分化。1Q2026伊利股份/新乳业/燕塘乳业/三元股份/天润乳业/光明乳业毛利率分别为38.37%/29.97%/25.31%/23.05%/18.45%/15.87%，同比+0.71pct/+0.47pct/+1.12pct/-1.31pct/+3.82pct/-2.79pct，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，但也有部分区域乳企如光明乳业、三元股份毛利率持续下滑，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55：A股乳制品企业2021-1Q2026季度营收和同比



资料来源：各公司公告，万联证券研究所

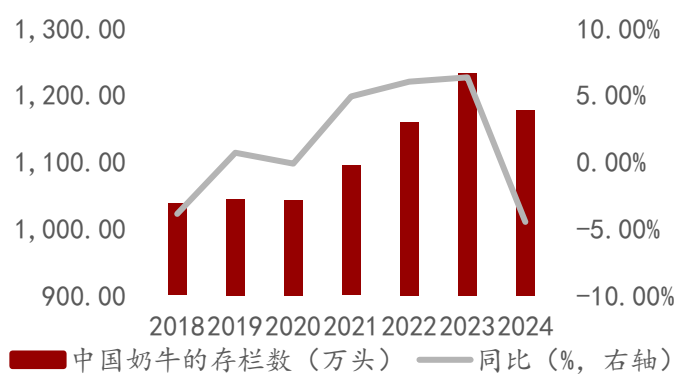
图表56：主要乳制品企业2018-1Q2026毛利率情况(%)



资料来源：各公司公告，万联证券研究所

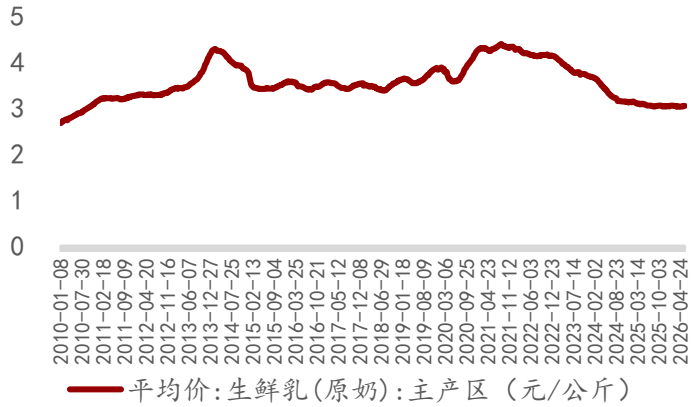
2026年原奶供给过剩压力有望缓解，乳制品企业资产减值损失可能减少。2021年下半年开始，由于下游需求端偏弱以及生产端资本涌入使得奶牛存量持续增长，原奶供给规模持续上升，价格开始进入下行周期，这也导致我国与上游牧场绑定较深的乳制品企业喷粉储存困难，减值损失额整体呈现上升态势；2023年末我国奶牛存栏量见顶；2024年末奶牛存栏量回落至1178万头，同比-4.50%；2025年原奶价格进入筑底阶段，下行趋势放缓，乳制品企业2025年资产减值损失有所下降。2026年，我国奶牛存栏数有望继续下行，原奶供给过剩压力将逐步缓解，乳制品企业喷粉损失有望持续降低，企业资产减值损失有望进一步减少，企业盈利能力有望改善。

图表57：2018-2024年中国奶牛的存栏数



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

图表58：国内原奶价格变化



资料来源：同花顺，万联证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

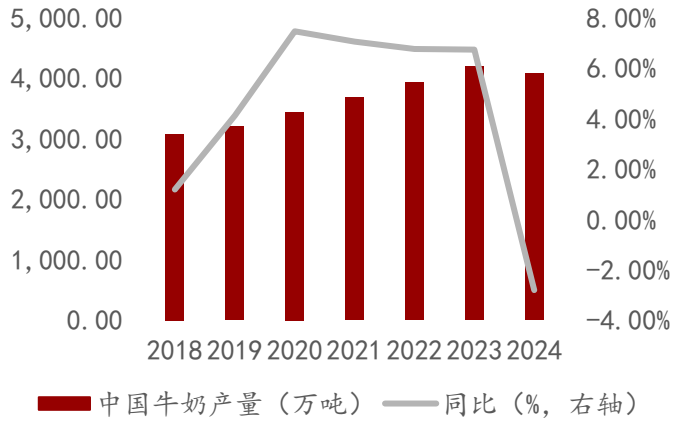
图表59：主要乳制品企业2020-2025年资产减值情况

资产减值损失合计（百万元）	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
伊利股份	75.66	241.44	339.31	427.33	792.47	1525.70	4675.85	730.38
光明乳业	214.10	195.59	50.24	92.72	171.59	347.56	368.54	101.24
新乳业	10.49	0.17	2.91	0.57	0.28	17.01	97.65	62.82
三元股份	54.18	1.51	0.12	15.95	82.99	271.22	123.50	47.09
天润乳业	11.02	2.56	8.97	12.23	13.30	49.30	79.07	30.67
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

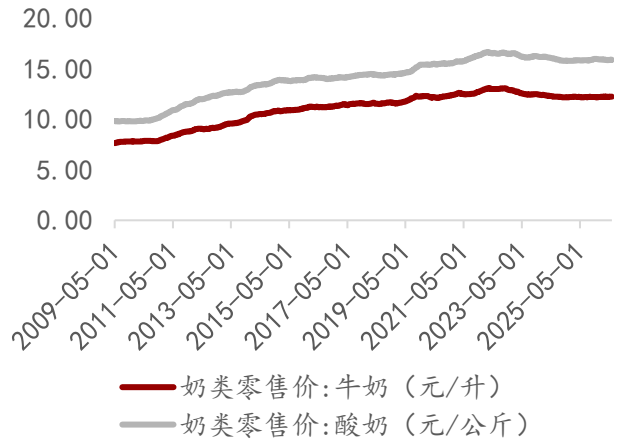
我国乳制品行业中长期仍存在结构性供给过剩，正处于供需再平衡的过程中。我国乳制品行业供给端产能充足，而需求端由于人口出生率的下降导致5-15岁的乳制品消费主力军即将进入下行通道，传统的牛奶和酸奶消费需求难以再次实现大幅增长。总体来看，我国乳制品行业目前已经过了总量扩张阶段，2024年我国牛奶产量开始下降，传统乳制品类供给过剩，牛奶和酸奶零售价承压，但部分细分品类如低温奶、深加工乳制品仍存在增长空间，接下来需要优化产品结构以期达到更为有效的供需平衡。

图表60：2018-2024年中国牛奶产量



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

图表61：中国牛奶和酸奶的零售价趋势

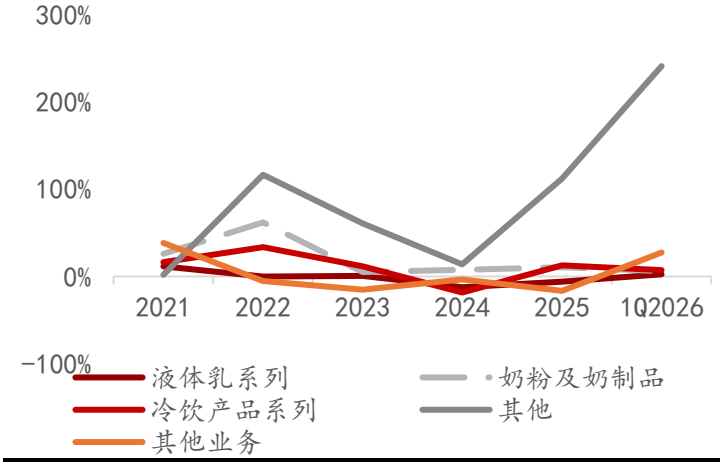


资料来源：同花顺，万联证券研究所

深加工奶制品的市场仍有较大提升空间，有望开辟第二增长曲线。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，2025-1Q2026年同比分别为-6.11%、+2.32%，蒙牛的液态常温奶产品营收在2024-2025年同比分别-10.97%、-11.12%，连续两年负增长，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1Q2026奶粉及奶制品类、冷饮产品系列营收同比分别为+6.13%、+7.10%，蒙牛2025年冰淇淋产品、奶粉产品、奶酪业务营收同比增速分别为+4.21%、+9.73%、+21.90%。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。

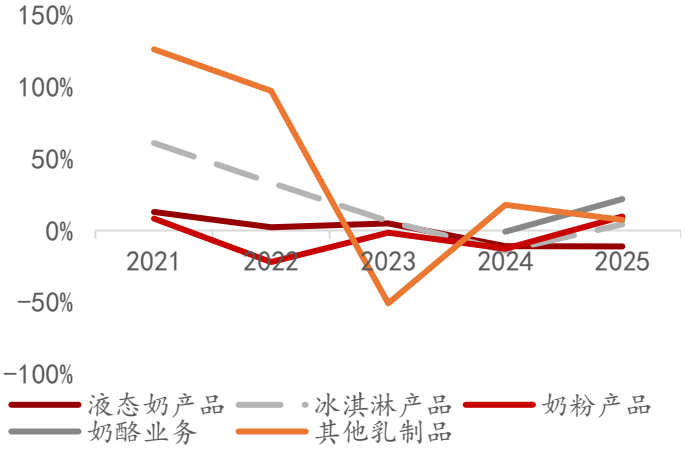
仅供内部参考，请勿外传

图表62：2020-1Q2026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63：2020-2025年蒙牛分产品营收增速

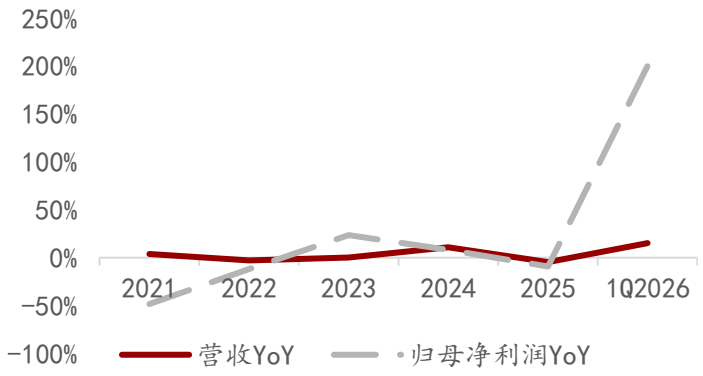


资料来源：同花顺，万联证券研究所

2.6 零食：业绩阶段性修复，平台型与健康大单品企业值得关注

1Q2026零食板块在旺季错期、费用优化和部分品类竞争趋缓带动下出现阶段性修复。2025年零食板块实现营收415.41亿元，同比-4.66%；实现归母净利润23.69亿元，同比-9.13%，营收及归母净利润均有所下滑，且归母净利润下滑的速度更快，主要原因为需求弱复苏背景下，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，企业盈利能力有所下滑。1Q2026零食行业实现营收137.59亿元，同比+15.15%；实现归母净利润20.53亿元，同比+200.45%，其中主要原因为好想你参股的鸣鸣很忙上市，会计重估收益大大推高了好想你1Q2026归母净利润，去除好想你后零食板块实现归母净利润9.42亿元，同比+46.39%，仍有明显修复，我们认为部分修复来自2026年春节错期和旺季备货，盈利改善的全年持续性仍需观察Q2动销数据，主要取决渠道结构、大单品延续性与成本变化。

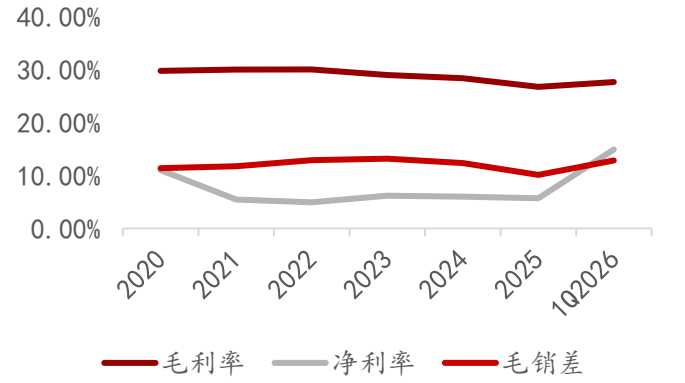
图表64：2021-1Q2026零食板块营收及归母净利润增速



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：零食企业包含有友食品、良品铺子、来伊份、黑芝麻、洽洽食品、好想你、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、三只松鼠。

图表65：2020-1Q2026零食板块毛、净利率及毛销差



资料来源：同花顺，万联证券研究所

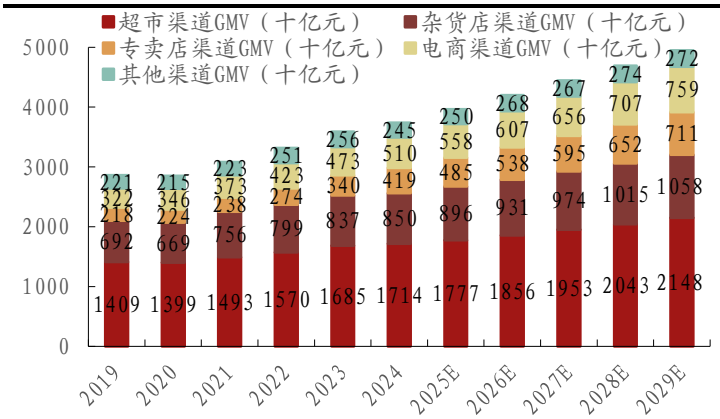
注：零食企业包含有友食品、良品铺子、来伊份、黑芝麻、洽洽食品、好想你、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、三只松鼠。

量贩模式崛起，成为零食品类重要流量入口。中国休闲食品饮料零售行业正经历结构性变革，传统超市与杂货店渠道的GMV占比持续收缩，而2019-2024年专卖店GMV占比则从7.6%快速提升至11.2%，规模由2184亿元上升至4190亿元，主要原因为量贩模式能够精准把握休闲食品消费的即时性、连带性与场景触发特性，通过构建多品牌、多

仅供内部参考，请勿外传

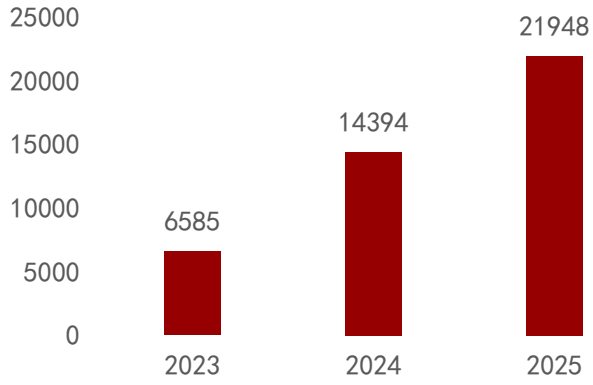
品类、多规格的一站式精选购物场景，有效满足消费者对产品多样性、质价比及沉浸式体验的复合需求。此外，量贩模式能够凭借其聚焦品类的专业优势，更敏锐地洞察消费趋势、快速迭代产品，并通过大规模集采与精简供应链，实现较传统渠道低7%-40%的成本优势。数据显示，万辰集团、鸣鸣很忙等量贩零食连锁正处于高速扩张期，截至2025年，万辰集团拥有1.8万家门店，而鸣鸣很忙则拥有2.2万家门店，覆盖中国28个省份和所有线级城市，量贩零食渠道已成为零食品类重要流量入口。

图表66：量贩模式崛起，专卖店渠道GMV持续提升



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，万联证券研究所

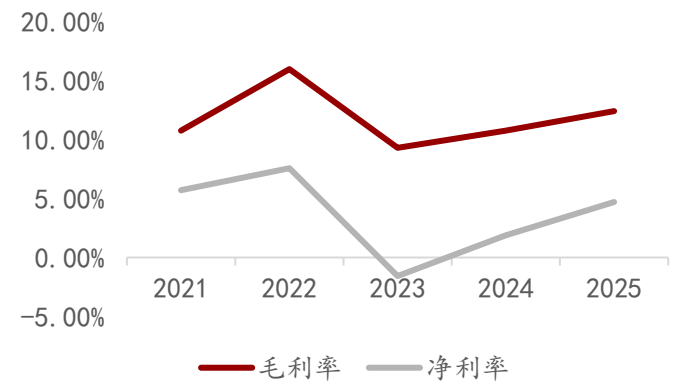
图表67：截至2025年，鸣鸣很忙拥有近2.2万家门店



资料来源：公司公告，万联证券研究所

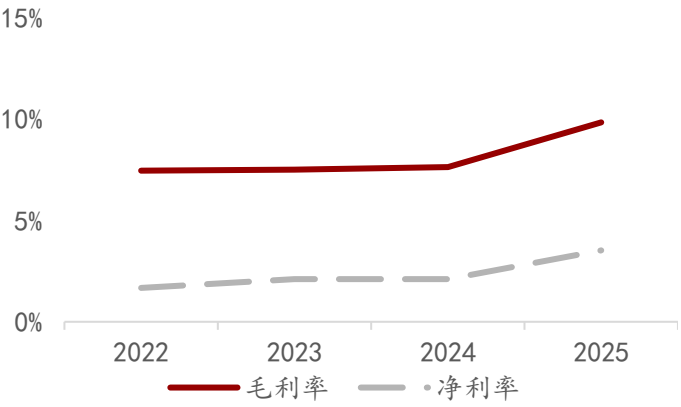
当前零食行业话语权开始由品牌转向渠道，传统品牌溢价能力持续被稀释。量贩渠道的核心特征是高效率+低加价率，万辰集团的毛利率从2022年的约15.97%降至2025年的12.40%，部分SKU甚至亏本引流，整体净利率不足5%；鸣鸣很忙2025毛利率为9.83%，净利率仅3.52%，均远低于传统品牌原有渠道的盈利能力水平。低毛利率的量贩渠道占比上升，结构性拉低毛利水平，以良品铺子为代表的一批曾经依靠“高端零食”定位的品牌，在未构建足够成本优势前，面临量贩低价与消费者价格敏感加剧背景，被迫进行战略性降价，导致自身盈利能力受损。本质上来看，过去三只松鼠、良品铺子、来伊份等品牌依托“品牌+渠道”掌握定价权，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68：万辰集团2021-2025年毛利率、净利率水平



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表69：鸣鸣很忙2022-2025年毛利率、净利率水平



资料来源：公司公告，万联证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

量贩龙头盈利质量已进入上升通道，1Q2026传统零食品牌业绩有所修复。从重点上市公司2025年表现看，以传统品牌&坚果炒货为主的公司业绩均在量贩零食的冲击下有所承压，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，其中盐津铺子受益魔芋等健康化大单品，2025年营收同比+8.64%，归母净利润同比+16.95%;有友食品受益于会员店渠道,营收/归母净利润同比分别+34.39%/+17.94%;万辰集团及鸣鸣很忙作为量贩平台，2025年营收分别同比+59.17%/+68.19%，归母净利润同比+358.09%/+179.37%,且盈利能力持续上升，其中万辰集团2025年净利率为4.71%，同比+2.84pct，鸣鸣很忙2025年净利率为3.52%，同比+1.41pct。1Q2026传统零食品牌业绩有所修复，三只松鼠在春节影响下实现营收38.35亿元，同比+3.01%，实现归母净利润2.73亿元，同比+14.35%;洽洽食品则由于成本压力有所缓解，1Q2026实现营收22.22亿元，同比+41.46%，实现归母净利润1.68亿元，同比+117.82%;万辰集团则继续延续业绩高增，营收/归母净利润同比分别+53.73%/+193.12%，且净利率进一步升至5.82%，盈利质量已进入上升通道。

图表70：2025年主要零食公司业绩水平和典型特征

证券名称	营收（亿元）	YoY	归母净利润（亿元）	YoY	毛利率	净利率	典型特征
三只松鼠	101.89	-4.08%	1.55	-61.90%	24.42%	1.28%	线下分销+费投、盈利大幅下滑;
洽洽食品	65.74	-7.82%	3.18	-62.51%	23.41%	4.86%	坚果/瓜子原料高位+量贩拉低毛利;
盐津铺子	57.62	8.64%	7.48	16.95%	30.80%	12.89%	魔芋等大单品+多渠道，量利双增;
良品铺子	54.86	-23.38%	-1.48	-220.26%	24.83%	-2.63%	大幅降价+成本刚性，转为亏损;
劲仔食品	24.43	1.28%	2.43	-16.68%	29.29%	9.92%	成本压力+鹌鹑蛋低价竞争，费投增加;
甘源食品	20.96	-7.15%	2.08	-44.59%	34.75%	9.91%	坚果+棕榈油成本上行、费投拉高;
有友食品	15.89	34.39%	1.86	17.94%	25.73%	11.68%	山姆等会员超市渠道放量，量利双升;
万辰集团	514.59	59.17%	13.45	358.09%	12.40%	4.71%	量贩平台属性，规模高速扩张;
鸣鸣很忙	661.70	68.19%	23.29	179.37%	9.83%	3.52%	量贩零食龙头，业绩快速扩张。

资料来源：同花顺，公司公告，万联证券研究所

图表71：1Q2026主要零食公司业绩水平和典型特征

证券名称	营收（亿元）	YoY	归母净利润（亿元）	YoY	毛利率	净利率	典型特征
三只松鼠	38.35	3.01%	2.73	14.35%	27.33%	7.05%	受春节影响毛净利率均有所上升;
洽洽食品	22.22	41.46%	1.68	117.82%	25.10%	7.55%	成本压力有所缓解，业绩有所回暖;
盐津铺子	15.83	2.94%	2.31	29.48%	31.82%	14.58%	费用管控良好，魔芋等高毛利单品占比提升;

仅供内部参考，请勿外传

良品铺子	20.40	17.78%	0.48	231.96%	27.32%	2.33%	聚焦平台电商渠道，归母净利润回正；
劲仔食品	7.39	24.16%	0.71	5.48%	27.03%	9.64%	零食渠道延续高增，盈利能力由于低毛利率渠道占比提升有所承压；
甘源食品	6.18	22.51%	0.66	25.73%	33.91%	10.68%	电商渠道维持较高增长，费投增大导致盈利能力承压；
有友食品	5.35	39.62%	0.66	30.71%	24.26%	12.30%	山姆等会员超市渠道持续放量，业绩延续增势；
万辰集团	166.34	53.73%	6.30	193.12%	12.87%	5.82%	量贩平台属性，业绩维持高增。

资料来源：同花顺，公司公告，万联证券研究所

量贩龙头盈利能力有望持续上升，零食企业盈利能否改善则需跟踪原料成本、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，盈利能否持续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与扩品类能力（魔芋/深海零食等）决定结构性超额收益的可持续性。

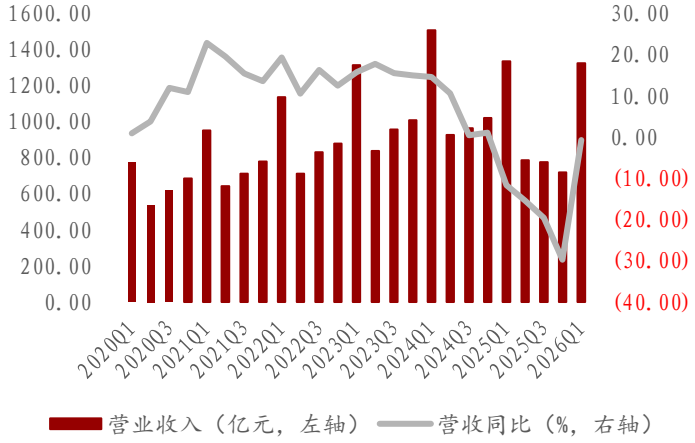
3 白酒投资策略

3.1 “禁酒令”影响逐步弱化，1Q2026 业绩降幅显著收窄

2025年白酒业绩加速探底，1Q2026转向低位修复。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，3Q2024白酒营收和归母净利润增速从此前的两位数骤降至低个位数，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5月，《党政机关厉行节约反对浪费条例》修订版落地，明确公务接待不上酒，对白酒消费产生了剧烈冲击，2025年白酒行业营收为3618.50亿元，同比-18.18%，归母净利润为1263.66亿元，同比-24.16%，其中4Q2025实现营收719.27亿元，同比-29.73%，实现归母净利润188.32亿元，同比-46.09%，呈现逐季加速恶化的态势，业绩在政策因素及渠道去库存的影响下加速探底。2026年，随着禁酒令政策执行纠偏和促内需政策发力，政策端的负面影响逐步弱化，1Q2026白酒板块实现营收1326.33亿元，同比-0.66%，实现归母净利润520.19亿元，同比-1.75%，业绩降幅显著收窄，行业呈现筑底企稳态势，若剔除五粮液报表重述影响，营收/利润仍分别同比-5.74%/-9.43%，但降幅同样明显收窄。

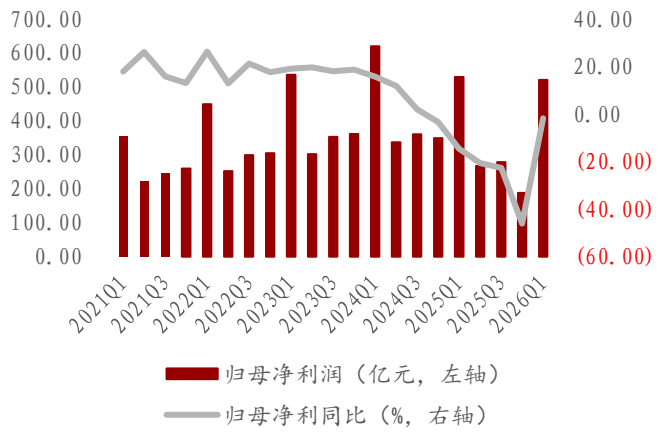
仅供内部参考，请勿外传

图表72：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73：白酒板块单季度归母净利润收入及同比



资料来源：同花顺，万联证券研究所

高端白酒需求韧性较强，次高端白酒业绩有所承压，大众酒业绩下滑明显。2025年高端白酒实现营收2383.14亿元，同比-19.08%，实现归母净利润1021.05亿元，同比-22.39%，主要因商务宴请需求恢复缓慢，高端酒社会库存仍需消化；1Q2026高端白酒合计实现营收855.66亿元，同比+9.87%，实现归母净利润390.14亿元，同比+8.80%，且在白酒板块中占比为64.51%，同比+6.20pct，市场占有率有所回升，其中贵州茅台1Q2026实现营收547.03亿元，同比+6.54%，实现归母净利润272.43亿元，同比+1.47%，作为高端龙头率先企稳，五粮液1Q2026营收/归母净利润同比分别+33.67%/+82.57%，但主要是受报表重述影响。2025年次高端白酒实现营收766.76亿元，同比-13.29%，实现归母净利润176.51亿元，同比-26.54%，在商务消费降级和宴席市场竞争加剧的双重压力下，渠道利润空间持续压缩；1Q2026次高端白酒板块实现营收300.46亿元，同比-15.52%；实现归母净利润96.50亿元，同比-22.78%，总体仍延续下滑态势。大众白酒则是在消费升级趋势放缓，婚宴等大众消费场景尚未完全恢复等因素的影响下承受较大压力，2025年实现营收468.60亿元，同比-20.95%，归母净利润66.10亿元，同比-40.17%；1Q2026实现营收170.21亿元，同比-15.38%，归母净利润33.56亿元，同比-26.96%。总体来看，高端龙头与少数率先出清的区域酒具备更强配置价值；次高端普遍仍处压力期，反转更多依赖库存与渠道信心修复。

图表74：2025&1Q2026白酒板块个股业绩

公司名称	2025				1Q2026			
	营收（亿元）	营收增速（%）	归母净利润（亿元）	归母净利润增速（%）	营收（亿元）	营收增速（%）	归母净利润（亿元）	归母净利润增速（%）
高端酒	**2383.14**	**-19.08**	**1021.05**	**-22.39**	**855.66**	**9.87**	**390.14**	**8.80**
贵州茅台	1720.54	-1.21	823.20	-4.53	547.03	6.54	272.43	1.47
五粮液	405.29	-54.55	89.54	-71.89	228.38	33.67	80.63	82.57
泸州老窖	257.31	-17.52	108.31	-19.61	80.25	-14.19	37.08	-19.25
次高端酒	**766.76**	**-13.29**	**176.51**	**-26.54**	**300.46**	**-15.52**	**96.50**	**-22.78**
今世缘	101.82	-11.81	26.04	-23.69	43.23	-15.23	13.85	-15.76
山西汾酒	387.18	7.52	122.46	0.03	149.23	-9.68	53.83	-19.03
水井坊	30.38	-41.77	4.06	-69.73	8.16	-14.92	1.71	-10.12
舍得酒业	44.19	-17.51	2.23	-35.51	14.81	-6.01	2.32	-33.10
酒鬼酒	11.08	-22.17	-0.34	-371.76	3.17	-7.78	0.33	4.63
洋河股份	192.11	-33.47	22.06	-66.94	81.86	-26.03	24.47	-32.73

仅供内部参考，请勿外传

大众酒	468.60	-20.95	66.10	-40.17	170.21	-15.38	33.56	-26.96
古井贡酒	188.32	-20.13	35.49	-35.67	74.46	-18.59	16.07	-31.03
皇台酒业	1.70	-1.53	0.14	-49.02	0.32	-17.40	-0.05	-240.28
老白干酒	41.21	-23.07	4.30	-45.40	12.20	4.49	1.65	8.55
金徽酒	29.18	-3.40	3.54	-8.70	10.92	-1.46	2.05	-12.51
口子窖	39.91	-33.65	6.73	-59.32	13.75	-24.02	3.29	-46.16
伊力特	17.22	-21.82	2.16	-24.29	6.06	-23.79	1.05	-27.26
迎驾贡酒	60.19	-18.04	19.86	-23.31	22.30	8.91	8.35	0.73
天佑德酒	11.01	-12.24	0.04	-89.80	4.06	-5.87	0.48	-28.18
顺鑫农业	72.24	-20.84	-1.52	-165.91	24.11	-26.00	1.16	-59.01
金种子酒	7.22	-21.96	-1.99	22.91	1.90	-35.74	-0.15	60.85
退市岩石	0.39	-86.17	-2.66	-22.42	0.12	-22.98	-0.33	-72.28

资料来源：同花顺，万联证券研究所

3.2 白酒行业底部渐明，修复节奏延续分化

贵州茅台作为行业风向标，自20世纪80年代末起总共经历四次完整的调整周期。四次调整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，因政策持续压制，茅台批价调整持续4年，下跌超50%，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，这说明外部条件冲击引发的茅台酒批价下跌往往持续时间较短。

图表75：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。

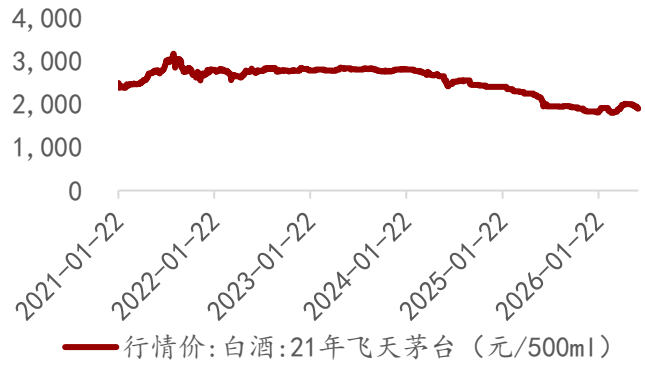
资料来源：澎湃新闻，网易新闻，光明网，财经头条，万联证券研究所

本轮周期贵州茅台批价下跌深度和调整时间均超过此前四轮周期，批价向下空间有限。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，宏观经济的波动对白酒消费产生了明显的拖累。其中，房地产市场的深度调整不仅削弱了居民的财富效应，更直接导致了高净值人群及关联产业链的消费行为降频，倒逼白酒行业进入了以消化库存、重塑价盘为特征的深度调整周期。飞天茅台当年散装批价在2021年8月达到3170元/500ml的周期高点，此后从高点缓慢下降，2022-2023年在2800元/500ml上下小幅震荡，2024年Q2开始加速下降，2026年1月跌至约1800元/500ml，此后批价在春节期间回升至1900元/500ml左右并保持低位震荡。此轮飞天茅台批发价下跌时间超过4年，无论下跌深度和调整时间均已超过此前四轮周期。从购买力情况

仅供内部参考，请勿外传

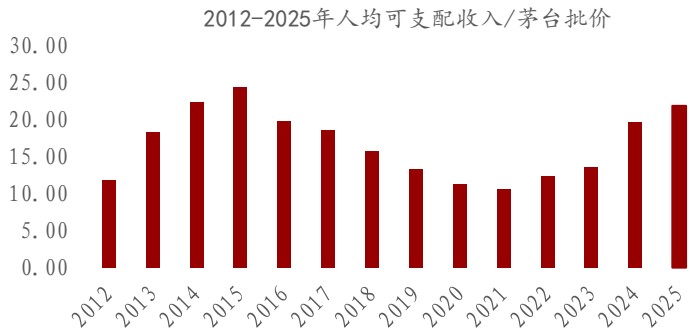
来看，中国居民人均可支配收入/茅台批价指标在上一轮调整周期达高峰（2014-2015年分别为22.41、24.41）后持续走弱，又在2025年达到21.84的高点位置，接近上一轮周期的高点，因此从购买力情况来看，批价接近底部区域，大幅下跌空间已经不大。

图表76：飞天茅台2021年以来的批价情况



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表77：2012-2025年中国居民人均可支配收入/茅台批价



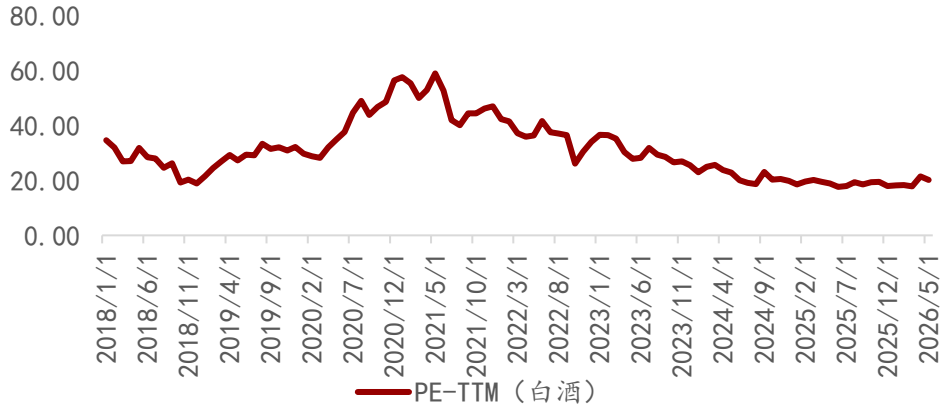
资料来源：今日酒价，万联证券研究所

渠道库存去化成效显著，但社会库存压力仍需警惕，行业分化将贯穿全年。根据酒业家数据，经过2025年全年及2026年春节旺季的持续消化，白酒渠道端的库存压力已得到明显缓解。约80%的经销商反馈其库存水平较2025年初下降超30%，周转周期已收窄至3个月左右的良性区间，其中部分名酒如茅台、五粮液的渠道经销商甚至出现即期零库存状态。然而，渠道库存下降并不等同于行业风险出清，社会库存（终端沉淀库存）的去化仍需时日。展望下半年，板块内部修复节奏将延续分化：高端酒凭借刚性需求及品牌护城河，库存与价盘已出现阶段性企稳信号，底部区间较年初更加清晰；次高端及部分区域酒仍受制于需求分层与社会库存拖累，业绩拐点尚需进一步观察确认。

3.3 低估值+高分红为股价提供支撑，静待白酒行业基本面改善

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17.62倍，此后略有回升，在19-20倍之间小幅震荡。2026M5白酒板块PE估值为20.11倍，较峰值缩水65.84%，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，估值继续下行的空间有限。

图表78：2019-2026M5申万白酒行业估值PE-TTM曲线



资料来源：同花顺，万联证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

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，白酒行业龙头分红率始终维持较高水平。从近几年年分红情况来看，20家白酒上市公司中仅皇台酒业、金种子酒、退市岩石分红率持续为0%，其余酒企基本都有40%以上的分红率；从股息率情况来看，有12家企业股息率高于3%，五粮液及泸州老窖股息率则达到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，但未来股价能否反弹仍取决于批价稳定、库存去化与风险偏好的同步改善。

图表79：白酒企业2019-2026M5分红率及股息率

档次	公司简称	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	股息率
高端白酒	贵州茅台	52%	52%	52%	52%	52%	40%	43%	4%
	五粮液	49%	50%	50%	55%	60%	39%	112%	7%
	泸州老窖	50%	50%	60%	60%	60%	50%	60%	7%
次高端白酒	今世缘	35%	36%	36%	36%	40%	44%	57%	4%
	山西汾酒	40%	17%	41%	50%	51%	36%	65%	3%
	水井坊	86%	80%	30%	30%	35%	35%	30%	3%
	舍得酒业	0%	14%	21%	30%	40%	41%	46%	1%
	酒鬼酒	22%	46%	47%	40%	59%	1560%	-287%	1%
	洋河股份	61%	60%	60%	60%	70%	52%	100%	5%
大众白酒	古井贡酒	36%	41%	51%	50%	52%	48%	51%	6%
	皇台酒业	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	老白干酒	33%	43%	35%	39%	62%	64%	43%	4%
	金徽酒	78%	37%	34%	54%	60%	64%	43%	1%
	口子窖	52%	56%	52%	58%	52%	47%	44%	6%
	伊力特	43%	56%	62%	117%	54%	75%	94%	3%
	迎驾贡酒	60%	59%	52%	52%	45%	46%	60%	4%
	天佑德酒	37%	0%	37%	38%	70%	13%	56%	0%
	顺鑫农业	14%	18%	18%	0%	0%	48%	0%	1%
	金种子酒	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	退市岩石	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源：同花顺，万联证券研究所

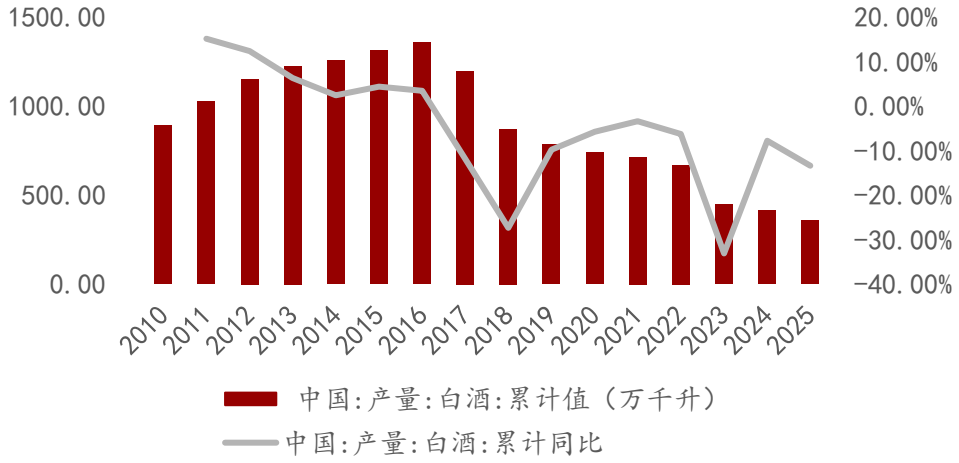
注：股息率指的是近一年股息率，截止日期为2026年5月31日

3.4 白酒行业可能进入弱总量、强分化、份额向头部集中的新阶段

我国白酒行业产量仍处下降趋势。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，2025年在去库存压力下降至359.10万千升，同比-13.37%，较2016年高点累计降幅达73.56%，产量加速下行。

仅供内部参考，请勿外传

图表80：2010-2025年我国白酒产量及同比增速



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

白酒行业可能持续分化，份额将向头部集中。2024年之前，我国白酒行业总体处于“量减价增”阶段，虽然白酒的整体产量一直在下降，但在消费升级的推动下，白酒市场的收入规模仍保持增长，行业竞争的重点在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，贵州茅台、山西汾酒、今世缘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。未来，随着经济增长放缓、消费需求不足以及政策压制，叠加我国30至59岁男性人口持续减少，人口红利逐渐减弱，白酒总量与提价逻辑均弱于上一轮周期，行业更可能进入弱总量、强分化、份额向头部集中的新阶段。

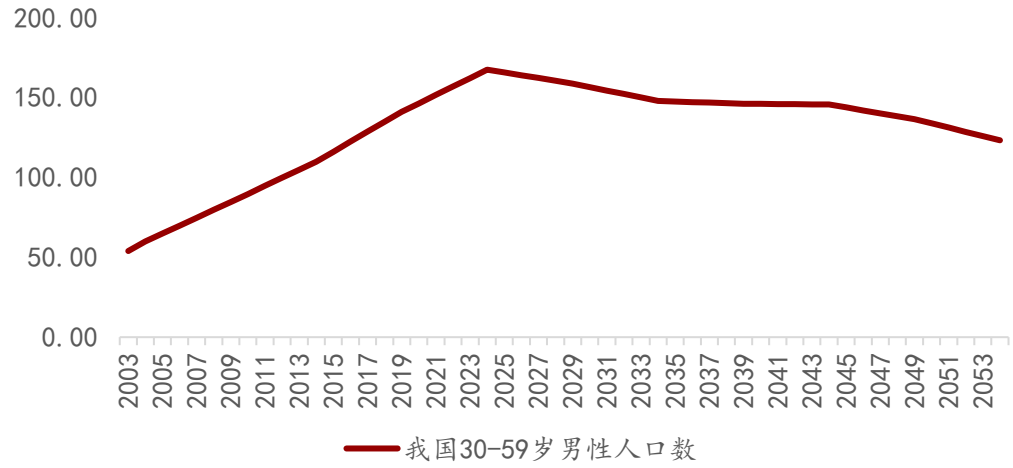
图表81：白酒上市公司2016年与2024年业绩对比（亿元）

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

资料来源：国家统计局，万联证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图表82：2003-2054年我国30-59岁男性人口预测数（亿人）



资料来源：Wind，万联证券研究所

4 投资建议

2025年食品饮料行业经历了深度调整，板块估值已回落至历史低位区间，市场悲观预期得到较为充分的释放。进入2026年，行业基本面呈现边际改善态势：1Q2026营收与归母净利润双双由负转正，白酒业绩降幅显著收窄，大众食品多个子板块实现加速增长。同时，消费刺激政策持续发力、餐饮渠道景气度回升、成本端红利延续等积极因素正在积聚。我们判断，食品饮料行业的底部确认较年初更为明晰，但市场对食饮板块的配置意愿仍需等待板块盈利好转可持续、库存出清可验证、渠道信心改善，且景气回升扩散到更多子行业，建议关注经营好转较为明确的细分领域结构性投资机会。

（1）大众品行业：①速冻食品：价格战基本结束，进入盈利修复周期。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。1Q2026，随着价格战基本结束，促销力度边际收敛，小厂退出市场，行业营收及净利润增速进一步提升。此外，以安井为代表的各大企业正聚焦新品驱动+定制化的战略转型，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，通过BC协同发力实现业绩持续增长，建议积极关注盈利持续改善的速冻食品龙头。**②调味品：行业进入需求修复兑现阶段，关注定制化方向。**调味品行业原料成本有所波动，但绝对价格仍处低位区间，为行业利润释放提供支持。随着B端餐饮复苏以及家庭消费刚需的支撑，1Q2026调味品行业业绩高于预期，已进入需求修复兑现阶段，板块业绩有望持续较快增长，餐饮连锁化和强势终端的崛起有望推动调味品行业向定制化趋势演进，建议关注业绩修复较快、在定制化方向合理布局的调味品企业。**③饮料：结构升级带来增量市场，关注具备多品类、平台化能力的龙头。**我国软饮市场依托健康化、功能化与场景细分化等结构升级持续扩容，功能饮料（尤其是能量饮料与电解质水）增速显著领先行业。东鹏饮料凭借“高性价比+下沉渠道”已在能量饮料赛道与红牛形成双寡头格局，且积极打造多品类协同增长矩阵。建议关注聚焦高景气赛道，具备差异化产品与渠道壁垒，以及多品类、平台化能力的头部企业。**④零食：业绩阶段性修复，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年多数零食品牌企业陷入“增收不增利”的境地，1Q2026年春节旺季业绩有所修复。渠道方（量贩、山姆、抖音直播等）掌握流量入口和供应链，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

仅供内部参考，请勿外传

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持续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。

（2）白酒行业：底部渐明，修复节奏延续分化。2025年，由于商务消费场景恢复缓慢、渠道库存高企以及“禁酒令”影响，白酒行业业绩加速探底；1Q2026随着库存逐步出清、终端动销回暖、头部企业市场化改革推进，业绩跌幅显著收窄，茅五泸等高端龙头市占率回升，行业底部特征明显。从周期来看，本轮贵州茅台批价下跌深度和调整时间，均已超过此前四轮周期；以购买力情况来看，飞天茅台批价亦接近底部区域，往下空间有限；以渠道情况来看，经过2025全年以及2026年春节的消化，白酒渠道库存堰塞湖已出现好转，高端酒的价格已有所企稳，次高端及部分区域酒企业绩拐点尚需进一步观察确认；从估值角度看，经过5年多的调整，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。中长期行业可能进入弱总量、强分化、份额向头部集中的新阶段，建议关注白酒中的高端龙头以及率先完成库存出清的区域酒企。

5 风险提示

1. 经济增长不及预期风险：食饮消费需求与宏观经济的增长正相关，如果经济增速不及预期或下行，食饮行业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。

仅供内部参考，请勿外传

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。

免责条款

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