下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

食品饮料 2026 年 10 月 24 日

食品饮料行业 2026 年三季报前瞻

白酒持续出清，大众品龙头分化

推荐（维持）

- **白酒：Q3 低基数下预计持续下滑出清，报表加速见底。**白酒三季度仍处出清筑底期，行业风险在报表端充分体现，多数酒企报表调整幅度依然大于实际动销降幅，行业库存尤其是终端环节库存持续去化。回款端，Q3 多数酒企继续放缓回款发货节奏，渠道亦不再接受压货，回款进度普遍慢于往年同期。动销端，Q3 双节动销同比不及预期、仍下滑双位数，仅龙头品牌及部分基地型次高端品牌可正常出货周转；场景上，高端茅五在当前价格体系下动销保持稳健，次高端对应的商务团购场景仍相对疲软，大众价位带家庭消费仍具一定韧性。展望后续，四季度低基数下预计部分公司可转正。分价格带看，26Q3 茅台及百元大众价位的酒企报表端相对更具韧性，其他酒企预计延续出清。具体分价格带看：
  - **高端：茅台保持相对稳健，老窖预计仍在大幅出清。**预计茅台 Q3 收入同比微增 0.5%，利润同比微降 3%；预计五粮液收入/利润 Q3 同降 25%/30%，老窖 Q3 同比-50%/-70%。
  - **基地型次高端：Q3 延续出清，二线酒企报表预计率先回正。**预计汾酒收入/利润 Q3 同比-18%/-25%，洋河 Q3 同比-30%/亏损（约-3.4 亿元），古井 Q3 同比+2%/-80%，今世缘 Q3 同比+10%/+12%，金徽酒 Q3 同比-3%/-15%。
  - **扩张型次高端：Q3 动销持续承压，报表预计加速出清。**预计舍得收入/利润 Q3 同比-25%/-300%，水井坊 Q3 同比-20%/-50%。
- **大众品：总量平稳，内部分化。**26 年 7/8/9 月社会消费品零售总额同比分别+0.6%/+0.4%/+1.1%，其中餐饮收入同比分别+1.4%/+1.1%/+2.1%；Q3 整体消费修复节奏仍偏温和，9 月修复略有提速，大众品板块呈现总量平稳、内部分化特征。具体子板块来看，**乳制品**双节备货带动需求延续稳健修复，液奶动销逐季改善，叠加下半年交税影响减弱，头部利润预计改善；**软饮料**行业仍然承压，传统大单品竞争加剧、增速放缓，无糖茶等健康品类延续扩容；**休闲零食** Q3 环比回暖，零食量贩、会员商超等新兴渠道增长较快；**餐供行业** Q3 需求仍平淡，但龙头表现较好，其中颐海、安井等具备强 α 企业维持较快增长。**成本方面**，原材料成本走势延续分化，PET、瓦楞纸、大豆、生鲜乳价格同比上行，白砂糖、猪肉等价格仍同比回落。
  - **乳肉制品：营收延续稳增，补税影响减弱。**Q3 液态奶需求稳步修复，补税影响减弱，预计 Q3 伊利收入/利润分别同比+3%/+0%，天润同比+8%/+131%（已披露），新乳业同比+5%/+11%，双汇同比-5%/-12%。
  - **休闲及功能食饮：软饮料需求承压，零食预计环比改善。**Q3 因需求偏弱以及行业竞争加剧，饮料大盘仍承压，龙头增速有所放缓，Q3 东鹏收入/利润同比+3%/+1%。零食消费环比略有改善，预计 Q3 零食盐津同比-2%/-8%，洽洽同比+6%/+79%（已披露），甘源同比+7%/-20%。烘焙安琪同比+15%/+17%，桃李同比-2%/-10%。保健品仙乐同比-19%/-22%（已披露），汤臣同比+18%/+23%（已披露）。
  - **调味品：龙头保持稳健，二线企业有望改善。**预计 Q3 海天收入/利润同比+1%/-7%，中炬同比+14%/+40%，千禾同比+15%/+20%，天味同比+15%/+10%，宝立同比+12%/+12%，榨菜同比+2%/+0%。
  - **速冻食品：收入端韧性仍存，多因素扰动利润。**预计 Q3 安井收入/利润分别同比+13%/+15%，立高同比+8%/-20%，千味同比+9%/-15%，巴比同比-6%/-3%。
- **投资建议：食品饮料 β 筑底，布局龙头修复，捕捉细分机会。**当前行业持仓创下新低，底部信号渐明已成共识，当下聚焦两类机会：第一，建议从真实经营质量及市场地位角度，结合股息率，去“播种”一批基本面实际已走出冬天，但股价仍正经历严寒的优质蓝筹白马股；第二，捕捉细分弹性机会，酵母蛋白、藻油替代以及改革预期等机会值得重点把握。具体来看：

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予
邮箱：ouyangyu@hcyjs.com
执业编号：S0360520070001

证券分析师：范子盼
邮箱：fanzipan@hcyjs.com
执业编号：S0360520090001

证券分析师：田晨曦
邮箱：tianchenxi@hcyjs.com
执业编号：S0360522090005

证券分析师：廖承帅
邮箱：liaochengshuai@hcyjs.com
执业编号：S0360526070007

证券分析师：张恒玮
邮箱：zhanghengwei@hcyjs.com
执业编号：S0360526070002

证券分析师：张慧
电话：021-20572556
邮箱：zhanghui1@hcyjs.com
执业编号：S0360525070001

证券分析师：王培培
邮箱：wangpeipei@hcyjs.com
执业编号：S0360526090003

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	125	0.02
总市值(亿元)	37,581.27	3.17
流通市值(亿元)	36,651.77	4.02

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	1.8%	-8.6%	-15.7%
相对表现	10.9%	5.7%	-4.8%



下载日志已记录，仅供内部参考

- **酒类：加速出清，底部渐明，优先布局底部明确标的。**Q3 酒企持续纾压去库，行业整体仍在磨底。全年看酒企从被动应对进入主动调整，机会在于茅台批价企稳之后，预期筑底企稳。周期节奏上，26 年主动调整、加速出清；预计 27 年拐点渐明、渐次改善。优先推荐穿越周期的龙头**茅台**，其次关注库存见底节奏相对较快的**古井、今世缘**，战略关注经营稳中向好的**五粮液**及**汾酒**、低基数下弹性品种**老窖**。
- **大众品：乳业稳健，细分掘金。**一是优选乳业，乳业周期好转利好下游乳企，推荐**伊利、蒙牛、新乳业**，关注**优然、现代**；二是细分弹性，核心推荐酵母蛋白加速驱动的**安琪酵母**，关注厄尔尼诺催化藻油加速替代的**金达威**以及改革预期的**惠泉啤酒**；三是餐饮供应链行业格局相继改善，优选龙头**颐海、安井、海天**，关注**天味、中炬、千禾**。

风险提示：节后消费需求回落，库存消化情况不及预期，竞争加剧等。

相关研究报告

《白酒行业秋糖反馈报告：秋糖酒类氛围冷清，低度健康成为亮点》

2026-10-17

《酒类动销符合预期，出清与分化并行——酒类中秋国庆动销系列四》

2026-10-08

《中秋动销偏淡，头部份额提升——白酒中秋动销系列三》

2026-09-27

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、 白酒：Q3 低基数下预计持续出清，报表加速见底 5
二、 大众品：需求温和修复，头部延续分化 8
三、 投资建议：食品饮料 β 筑底，布局龙头修复，捕捉细分机会 15
四、 风险提示 16

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 白酒板块三季度前瞻 5
图表 2 26 年 9 月社零/餐饮同比+1.1%/+2.1% 8
图表 3 CPI 自 2025 年 10 月起增速转正 8
图表 4 原材料价格变动分化 8
图表 5 大众品板块三季度前瞻 10

下载日志已记录，仅供内部参考

一、白酒：Q3 低基数下预计持续出清，报表加速见底

白酒板块：Q3 低基数下预计持续下滑出清。白酒三季度仍处出清筑底期，行业风险在报表端充分体现，行业库存尤其是终端门店库存持续去化。回款端，Q3 多数酒企继续放缓回款发货节奏，渠道亦不再接受压货，回款进度普遍慢于往年同期。动销端，Q3 双节动销同比不及预期、仍下滑双位数，仅龙头品牌及部分基地型次高端品牌可正常出货周转；场景上，高端茅五在当前价格体系下动销保持稳健，次高端对应的商务团购场景仍相对疲软，大众价位带家庭消费仍具一定韧性。展望后续，四季度低基数下预计部分公司可转正。

分价格带：26Q3 茅台及百元价位带报表端预计相对更具韧性。高端酒：茅台预计稳健，Q3 继续通过 i 茅台放量飞天，量增预计+10%、吨价降个位数，预计报表持平上下；五粮液批价相对稳定，回款进度尚可（8 成左右）、渠道库存 1-2 个月，预计收入同比下滑；老窖顺价要回款但进度依然较慢、整体回款不足七成，预计报表大幅出清。基地型次高端报表预计在低基数下开始边际转正、分化：古井低基数下收入增速转正，利润端受费投影响预计仍大幅下滑；今世缘低基数下保持正增长；汾酒持续出清，洋河低基数下持续去库，Q3 报表预计加速出清。

图表 1　白酒板块三季度前瞻

细分领域	证券代码	证券简称	当前市值(亿元)	营业总收入（亿元）			营收:yoy		归母净利润（亿元）			归母净利润:yoy	
				26H1	26Q3E	26Q1-3E	26Q3E	26Q1-3E	26H1	26Q3E	26Q1-3E	26Q3E	26Q1-3E
白酒	600519.SH	贵州茅台	16688.6	922.8	400.1	1322.9	0.5%	1%	445.2	186.5	631.6	-3%	-2%
	000858.SZ	五粮液	2867.0	284.2	53.5	337.6	-25%	10%	87.5	13.0	100.5	-30%	55%
	000568.SZ	泸州老窖	1030.2	104.7	33.4	138.1	-50%	-40%	43.4	9.3	52.7	-70%	-51%
	600809.SH	山西汾酒	1373.7	210.4	73.5	283.9	-18%	-14%	64.4	21.7	86.1	-25%	-24%
	002304.SZ	洋河股份	560.8	105.4	23.1	128.5	-30%	-29%	26.0	(3.4)	22.7	10%	-43%
	603369.SH	今世缘	375.4	64.4	21.2	85.6	10%	-4%	20.8	3.6	24.4	12%	-4%
	000596.SZ	古井贡酒	456.8	101.3	26.0	127.3	2%	-23%	21.6	0.6	22.2	-80%	-44%
	603589.SH	口子窖	105.6	19.5	5.1	24.7	-20%	-22%	3.6	0.2	3.9	-20%	-48%
	600702.SH	舍得酒业	102.5	22.9	7.5	30.4	-25%	-18%	1.5	(0.6)	0.9	-300%	-81%
	600779.SH	水井坊	122.7	10.8	6.8	17.6	-20%	-25%	(0.1)	1.1	1.0	-50%	-68%
	603919.SH	金徽酒	84.5	18.2	5.3	23.5	-3%	2%	2.1	0.2	2.4	-15%	-27%

资料来源：Wind，华创证券。市值为 2026/10/23 数据。

贵州茅台：i 茅台持续投放飞天引流，Q3 预计收入微增、利润持平微降。进入 Q3 双节备货季后，公司市场化改革持续推进，茅台酒方面，渠道反馈传统渠道飞天回款进度持平、发货节奏正常，同时 i 茅台三季度持续加大飞天投放力度、引流效果延续，其中 9 月投放较多、贡献主要增量，叠加飞天提价亦有一定贡献；高附加值产品价格及占比有所下滑，综合预计茅台酒吨价预计个位数下行。系列酒方面，茅台 1935 随行就市，低基数下动销保持良性；其他系列酒平稳运行。综合预计 Q3 公司量增约 10%、吨价个位数下滑，收入同比微增 0.5%，利润同比微降 3%。

五粮液：Q3 预计报表持续出清，短期价盘和历史库存仍是核心观测点。渠道反馈公司传统渠道回款进度尚可（8 成左右），渠道库存 1-2 个月，核心单品普五渠道周转表现较好，历史库存在各个渠道亦有持续分流，1618 和系列酒等产品有一定压力。展望后续，春节仍需面对消化库存和守护价盘的双重压力，预计公司 Q3 收入/利润同降 25%/30%。

泸州老窖：高度回款承压，低度库存偏高，Q3 报表预计持续出清。渠道反馈公司高度国窖双节顺价要回款，仅四川区域回款进度约 80%，其余区域渠道未有效配合，整体回款

下载日志已记录，仅供内部参考

不足七成；低度产品仍存在渠道库存偏高的问题。预计公司 Q3 总体延续 Q2 出清力度，收入/利润同比下降 50%/70%。

山西汾酒：Q3 延续主动调整不压货，报表预计持续出清。渠道反馈 Q3 公司主动控制发货节奏、不再向渠道压货，渠道反馈回款进度约八成。产品端分化延续，青 30 持续承压，青 20 相对稳定，腰部产品老白汾略有下降；玻汾受益于光瓶酒韧性及自身性价比优势、动销仍相对良性，但当前处库存梳理、主动控货阶段。综合预计 Q3 收入同降 18%。考虑税费刚性及去年基数较高，预计利润降幅略大于收入，预计同降 25%。

洋河股份：动销仍有承压，报表预计延续出清。渠道反馈当前回款进度同比去年偏慢，动销同比下滑双位数，库存 2-3 个月相对良性。分产品看，海之蓝、天之蓝动销预计下滑 10%-20%，第七代海之蓝省内受竞品价格影响，销量仍有压力，省外持续铺货中；梦系列预计下滑 20%+，主要系需求持续偏淡。费用端，公司收回多品牌独立销售组织、推进经营提效，市场费用整体收缩并聚焦海之蓝，综合预计 Q3 收入同降 30%，归母净利润仍有压力。

古井贡酒：Q3 持续控货消化库存、收入低基数下预计边际转正，利润受费投因素影响下滑幅度较大。渠道反馈公司中秋国庆继续控货、不强压回款出清库存，目前回款进度近 80%，同比下滑 20%左右，产品上古 5、古 8 动销基本盘扎实稳健；古 20 及省外北方市场压力较大。预计公司 Q3 收入在去年低基数上持平微增 2%，利润端受去库费用投放较大因素影响，降幅预计达 80%

今世缘：双节积极要回款促动销，Q3 预计收入利润同比双增。公司三季度开展百日会战追赶回款进度，渠道反馈当前回款进度 85%，与去年同期总体接近。分产品看，国缘势能提升，淡雅预计逆势增长，四开/对开份额维护得当，V 系仍有一定承压。利润端，公司新增费用主要投向消费者端，费用力度整体在收缩，叠加去年低基数，利润表现有望略好于收入。综合预计 Q3 收入/利润同比+10%/12%。

口子窖：回款、动销压力仍大，省内份额持续流失。结合渠道反馈，公司在合肥市场延续下滑，部分本土区域下滑幅度较小；当前回款进度偏慢，动销表现疲软，订货意愿弱，渠道担忧产品滞销。公司政策暂无明显调整，短期尚未看到明显拐点。预计公司 Q3 收入/利润同比下降 20%/20%。

舍得酒业：控货稳价叠加费用刚性，利润严重承压。行业深度调整期公司主动控货稳价，叠加销售费用刚性投入，利润严重承压。分产品看，品味舍得坚持稳价，出货量相应收缩；舍之道在宴席市场表现较好，沱牌 T68 聚焦重点区域铺市。结合渠道反馈，公司当前仍处于持续去库、理顺渠道阶段，回款节奏偏慢。预计公司 Q3 收入/利润同比下降 25%/300%。

水井坊：需求疲弱背景下持续深度出清，回款压力进一步加大。Q3 次高端商务场景需求延续疲软、份额持续向头部集中，公司作为长尾次高端品牌被挤压明显，叠加前期部分大商退出，回款压力进一步加大；公司坚持以渠道健康优先，延续主动调整经营节奏，渠道库存持续去化。臻酿八号仍然承压，宴席场景通过买赠活动改善。综合预计 Q3 收入同降 20%，归母净利润同降 50%。

金徽酒：大众价位带韧性凸显，Q3 报表预计小幅下滑、降幅明显小于同业。Q3 行业次高端及商务场景持续深度出清背景下，公司产品集中于 100-200 元大众价格带，受益于

下载日志已记录，仅供内部参考

大众价位带家庭消费的相对韧性，动销表现相对稳健；区域端甘肃省内基本盘稳固，陕西市场去年基数较低、边际改善可期，渠道回款发货节奏保持良性。但受行业需求整体疲软、双节动销不及预期影响，叠加费用投放相对刚性，综合预计公司 Q3 收入/利润同比下降 3%/15%，利润降幅大于收入。

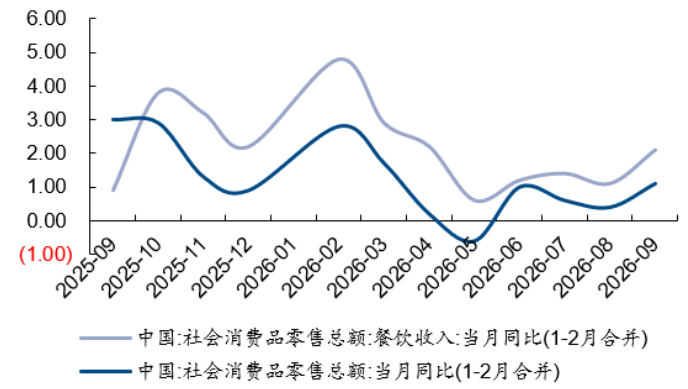
金种子酒：当前经营仍承压，库存与结构问题亟待调整。公司持续通过优化费用、梳理渠道、聚焦核心单品等方式改善经营质量，但在行业需求偏弱、徽酒市场竞争加剧背景下，公司改革显效仍受限。渠道端亦倾向头部酒企，整体订货意愿偏低、公司动销回款均承压。预计公司 Q3 收入/利润同比下降 15%/30%。

下载日志已记录，仅供内部参考

二、大众品：需求温和修复，头部延续分化

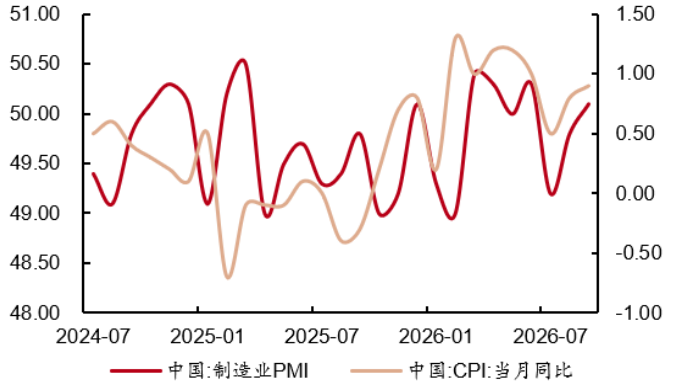
大众品：总量平稳，内部分化。26 年 7/8/9 月社会消费品零售总额同比分别+0.6%/+0.4%/+1.1%，其中餐饮收入同比分别+1.4%/+1.1%/+2.1%；Q3 整体消费修复节奏仍偏温和，9 月修复略有提速，大众品板块呈现总量平稳、内部分化特征。具体子板块来看，**乳制品**双节备货带动需求延续稳健修复，液奶动销逐季改善，叠加下半年交税影响减弱，头部利润预计改善；**软饮料**行业仍然承压，传统大单品竞争加剧、增速放缓，无糖茶等健康品类延续扩容；**休闲零食** Q3 环比回暖，零食量贩、会员商超等新兴渠道增长较快；**餐供**行业 Q3 需求仍平淡，但龙头表现较好，其中颐海、安井等具备强 α 企业维持较快增长，海天短期承压但定制、电商、海外等多方面发力，Q4 业绩有望改善。**成本方面**，原材料成本走势延续分化，PET、瓦楞纸、大豆、生鲜乳价格同比上行，白砂糖、猪肉等价格仍同比回落。

图表 2　26 年 9 月社零/餐饮同比+1.1%/+2.1%



资料来源：Wind，华创证券

图表 3　CPI 自 2025 年 10 月起增速转正



资料来源：Wind，华创证券

图表 4　原材料价格变动分化

	原材料										包材		
YOY	生鲜乳	大豆	豆油	豆粕	棕榈油	大麦	猪肉	牛肉	鸡肉	白砂糖	PET	瓦楞纸	玻璃
23Q1	-4.6%	0.5%	-13.3%	1.8%	-3.4%	25.7%	7.8%	-0.4%	6.4%	4.1%	-11.0%	-12.8%	-2.6%
23Q2	-6.8%	-13.9%	-30.7%	-4.0%	-47.7%	2.1%	-4.6%	-2.7%	0.4%	19.3%	-17.4%	-14.0%	6.0%
23Q3	-9.3%	-16.4%	-16.6%	3.6%	-17.0%	-15.4%	-28.2%	-7.3%	-3.4%	28.5%	-18.0%	-20.3%	18.5%
23Q4	-10.4%	-10.6%	-17.8%	-20.6%	-11.3%	-26.1%	-36.5%	-8.9%	-7.1%	19.8%	-3.4%	-14.5%	22.9%
24Q1	-10.9%	-11.7%	-14.7%	-20.3%	-3.4%	-30.4%	-5.0%	-9.8%	-4.3%	9.9%	-2.6%	-10.2%	14.7%
24Q2	-12.7%	-11.5%	-2.4%	-17.1%	6.0%	-25.6%	12.8%	-15.8%	-2.8%	-6.6%	-2.7%	-8.4%	-17.9%
24Q3	-14.9%	-9.7%	-8.9%	-30.3%	3.8%	-20.0%	22.5%	-14.8%	-1.8%	-12.2%	-4.3%	-2.6%	-30.1%
24Q4	-15.6%	-18.6%	-0.7%	-27.4%	34.5%	-12.9%	15.7%	-15.0%	0.6%	-10.6%	-9.8%	-5.1%	-33.3%
25Q1	-13.8%	-16.5%	3.5%	-3.7%	28.3%	-10.2%	5.9%	-16.9%	-1.5%	-7.7%	-12.1%	-1.6%	-31.7%
25Q2	-9.4%	-10.7%	2.0%	-6.7%	10.4%	-4.2%	-5.4%	-1.0%	-1.8%	-6.7%	-16.3%	-5.1%	-24.7%
25Q3	-5.1%	-10.3%	7.8%	-2.7%	14.4%	3.9%	-22.8%	6.3%	-1.9%	-8.1%	-12.8%	-0.1%	-12.7%
25Q4	-3.9%	-0.2%	1.1%	2.2%	-10.4%	1.2%	-25.1%	9.0%	-0.9%	-8.7%	-7.9%	11.8%	-13.5%
26Q1	-2.4%	5.7%	4.1%	-5.9%	-6.8%	2.3%	-19.6%	14.1%	-0.3%	-11.2%	11.3%	0.1%	-14.9%
26Q2	-1.3%	9.5%	7.7%	-7.6%	7.6%	3.7%	-23.4%	5.9%	-0.8%	-12.7%	43.1%	13.2%	-10.4%
26Q3	1.1%	8.2%	5.7%	5.6%	3.1%	5.7%	-20.7%	5.8%	-0.9%	-12.5%	31.6%	17.7%	-10.7%

资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

分子板块看：

- **啤酒：Q3 旺季不旺、需求延续疲弱，行业销量预计下降个位数，成本上涨带来盈利扰动。**Q3 需求表现仍延续偏淡、销售普遍承压下滑，且降幅较 Q2 环比加大，7/8/9 月规模以上啤酒企业产量分别同比-8.9%/-6.5%/-7.8%。部分中高端产品表现相对坚挺，喜力、U8、嘉士伯乐堡等增长势能仍有保持，大众价格带产品销量加速下滑。利润端，铝价等包材成本上涨对盈利的扰动预计在 Q3 表现更加明显，利润预计环比进一步下滑。

- **乳业：收入符合预期，税收影响减弱。**需求端，26 年 Q3 乳制品运行整体平稳，需求延续企稳修复，中秋国庆备货带动液奶动销逐季改善。根据国家统计局数据，8 月全国规模以上乳制品产量同比+5.8%；1-8 月累计同比+4.9%。供给端，受益于双节旺季，部分区域散奶价格最高达 4 元/kg 以上，同时合同奶价同步跟进，9 月底主产区合同奶价 3.10 元/kg，环比 8 月+0.04 元、同比+0.06 元，原奶价格周期拐点确定。Q3 伊利稳中有升，双节备货拉动液奶增长略有提速，低温鲜奶、成人功能奶粉等升级赛道仍保持双位数增长，推动结构优化；利润端下半年交税影响减弱，但受费用阶段性投入，预计利润持平。
- **软饮料：行业需求持续承压，头部增长放缓。**26Q3 软饮料行业需求整体偏弱，主要系需求偏淡以及市场竞争加剧，包装水等即饮产品有所承压，无糖茶、电解质水等品类相对景气。东鹏核心品类 Q3 增速有所放缓，果汁茶等新品增速较优，整体增速预计较 Q2 进一步放缓，预计 Q3 收入小个位数增长。
- **零食：新渠道持续贡献增量，成本变化带动盈利分化。**26Q3 零食消费较 Q2 有所改善，零食量贩、会员商超等渠道仍是头部企业的重要增量来源。分企业看，洽洽收入稳健增长；盐津处于调整期，预计短期仍有承压；甘源量贩渠道及新品推动收入增长。盈利端，原料成本走势分化，洽洽受益葵花籽成本回落，盈利弹性较为突出；盐津、甘源受原料成本压力，预计利润有压力。
- **调味品：龙头保持稳健，二线企业预计改善。**26Q1 由于春节错期，行业备货数据整体积极，Q2 随餐饮需求承压，行业增速放缓且渠道出现去库现象，Q3 餐饮需求继续承压，但龙头依靠定制化渠道及健康化产品保持收入稳健，二线企业受益低基数、改革或子公司实现较快增长，其中预计颐海、天味、中炬、千禾等均较快增长，龙头海天预计保持稳健。利润端成本环比回升、存在压力，板块整体盈利预计有所压力，但部分企业改革背景下降本增效持续。
- **速冻食品：龙头表现更优，二线企业利润承压。**餐饮需求仍弱但旺季即将来临提前铺货，且整体仍具韧性、经营节奏未出现明显恶化。同时价格战收敛、龙头安井份额提升与新品/定制化推进，继续支撑盈利修复逻辑，二线企业收入恢复但受成本费用影响利润有所承压。
- **保健品、烘焙：保健品渠道改革持续推进，烘焙板块内外需求分化。**烘焙板块安琪酵母海外业务增速明显复苏；但海运费、汇兑等因素对当季盈利产生影响，预计 26Q3 收入/业绩分别同比+15%/+17%；桃李面包传统商超渠道仍有承压，渠道结构变化及费用增加对利润形成拖累，预计 26Q3 收入/业绩分别同比-2%/-10%。保健品板块仙乐健康受出口关税影响，收入和业绩承压；汤臣倍健线上渠道与 lifespace 品牌拉动营收提速，费用率边际改善，业绩环比改善。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5 大众品板块三季度前瞻

子板块	证券简称	营收（亿元）	营收:yoy	归母净利润（亿元）	归母净利润:yoy
		26Q3E	26Q3E	26Q3E	26Q3E
低度酒	百润股份	8.7	11%	1.9	20%
	会稽山	4.3	10%	0.3	22%
	青岛啤酒	83.4	-6%	13.2	-4%
	燕京啤酒	50.2	3%	8.0	20%
	重庆啤酒	39.2	-7%	3.4	-9%
	百威亚太	15.1	-3%	1.8	-5%
	会稽山	4.3	10%	0.3	25%
乳制品	伊利股份	294.9	3%	32.3	0%
	天润乳业	7.4	8%	0.3	131%
	新乳业	30.5	5%	2.5	11%
非乳饮料	双汇发展	153.4	-5%	14.4	-12%
肉制品	东鹏饮料	62.9	3%	14.0	1%
休闲食品	洽洽食品	18.6	6%	1.4	79%
	盐津铺子	14.6	-2%	2.1	-8%
	甘源食品	6.3	7%	0.7	-20%
	仙乐健康	10.1	-19%	0.8	-22%
	汤臣倍健	16.3	18%	2.1	23%
	安琪酵母	44.7	15%	3.7	17%
	桃李面包	14.1	-2%	0.8	-10%
	西麦食品	6.6	21%	0.7	30%
调味品	海天味业	64.6	1%	13.1	-7%
	中炬高新	11.7	14%	1.7	40%
	涪陵榨菜	7.0	2%	2.3	0%
	恒顺醋业	5.3	6%	0.3	-7%
	千禾味业	7.7	15%	1.0	20%
	天味食品	11.7	15%	2.2	10%
	宝立食品	8.4	12%	0.8	12%
速冻	安井食品	42.6	13%	3.1	15%
	千味央厨	5.4	9%	0.2	-15%
	立高食品	11.6	8%	0.6	-20%
连锁	绝味食品	15.1	5%	1.1	5%
	巴比食品	4.9	-6%	0.7	-3%

资料来源：Wind，华创证券。注：天润乳业、洽洽食品、仙乐健康、汤臣倍健、恒顺醋业已披露三季报。

具体公司来看：

百润股份：预调酒企稳向好，威士忌矩阵完善。预调酒 26Q3 延续企稳向好态势，8 月官宣田曦薇代言以来高频推出社媒图文与线下周边，实现粉丝转化；渠道反馈 Q3 动销持平微增，其中微醺果冻酒自去年 6 月上市后，26Q3 维持增长。威士忌维持全年收入占比达 10%的目标，Q3 峡州“雪莉醇境”单一麦芽威士忌全新上市，产品矩阵有所完善；百利得

下载日志已记录，仅供内部参考

和峡州在上海 Whisky L 2026 展会露出，品牌知名度稳步提升。预计公司 Q3 收入/利润同比增长 11%/20%。

会稽山：兰亭、1743 持续高速增长，传统产品下滑有拖累。收入端，Q3 产品延续分化态势，兰亭持续招商、预计翻倍增长贡献增量，1743 预计保持 50-60%增速，公司依托兰亭、1743 等中高端产品，持续优化产品结构。传统黄酒单品如纯正五年等一方面需求下降，另一方面受 1743 分流影响，预计下滑 10%。综合预计 Q3 收入增长 10%。盈利端，受益于产品结构升级以及税率优惠，低基数下预计仍有较高弹性。预计 26Q3 公司收入/利润分别同比+10%/+25%。

青岛啤酒：销量小幅下滑，利润表现预计好于收入。Q3 受餐饮修复偏缓，场景受损背景下需求有所承压。据渠道反馈，青啤 Q3 销量下滑中高个位数，大众价格带调整更多，考虑吨价小幅提升，综合 Q3 预计收入端下滑 6%左右。利润端，受益于产品结构维护良好，费用投放相对可控，利润降幅预计小于收入，预计同比下滑 4%。

燕京啤酒：结构效率双重提升，有望延续逆势增长。收入端，结合渠道反馈，Q3 销量预计实现低个位数增长，其中大单品 U8 延续增长态势，强势市场势能延续，弱势市场如四川、河南等地铺货明显，出货数据表现良好，借助即时零售和较高渠道利润持续提升份额。利润端，公司通过结构升级与经营提效利润弹性持续释放。综上、预计 26Q3 收入同比+3%，归母净利润同比+20%。

重庆啤酒：销量相对承压，Q3 延续出清。Q3 受大环境行业需求延续偏淡，7、8 月销量同比环比均有下滑，9 月降幅有所收窄，整体销量下滑 7-8%，吨价预计持平。同时公司持续尝新推出多款口味型啤酒与多规格产品，对传统消费场景走弱形成一定补充，综合预计收入中高个位数下滑。利润端，铝价等包材原材料成本有所提升，成本扰动下利润降幅略高于收入。综上，我们预计 26Q3 收入/利润分别同比-7%/-9%。

百威亚太：中国市场 Q3 继续承压，韩国、印度增长部分对冲。中国区即饮消费场景及高端啤酒需求仍偏弱，预计 Q3 销量同比下滑 15%+。印度市场受益于高端及超高端产品放量，预计延续较快增长。韩国市场销量及收入保持稳健，提价和产品结构升级对吨价形成支撑。整体来看，中国区拖累较多，但韩印市场延续较好表现实现部分对冲，综合预计 Q3 收入/利润分别同比-3%/-5%。

西麦食品：有机燕麦带动主业稳健增长，成本红利及费用优化下利润弹性保持。收入端，公司燕麦主业保持较快增长，其中纯燕受有机燕麦等升级产品驱动，预计同比增长 10%；复燕增速较上半年回升至常态水平，药食同源粉进度略慢。利润端，燕麦采购成本红利延续，Q3 增加线上投放以拉动增长，同时扩大食养粉推广范围，但线上整体投放仍较为克制，预计净利润增速快于收入。综合预计 Q3 收入/利润分别同比+21%/+30%。

伊利股份：液奶动销逐季改善，补税及费投或拖累利润增速。Q3 双节备货带动液奶动销环比改善，液态奶预计小幅增长；主品牌婴配粉、成人粉、等保持较好增长，预计收入端增速在小个位数左右。利润端，一方面原奶价格企稳回升、成本红利逐步衰退，叠加世界杯费用阶段性投放，毛销差略有承压；另一方面季度补税预计大几千万，对单季利润增速形成拖累。综上，预计 26Q3 收入同比+3%，归母净利润同比持平。

新乳业：低温鲜奶稳健增长，税收影响减弱，净利率有望持续抬升。Q3 低温鲜奶预计维持高个位数增长，常温奶业务保持正增，公司经营节奏平稳，预计营收延续上半年中个位数增长趋势。盈利端，高毛利低温产品占比提升带动毛利率上行，但原料成本红利有所减弱，同时费用精细化管控叠加下半年交税影响较小，推动净利率保持抬升，预计利

下载日志已记录，仅供内部参考

润双位数增长。综上，预计 26Q3 收入同比+5%，归母净利润同比+11%。

天润乳业：改革成效显现，疆外明显加速。Q3 公司常温/低温同比+14.0%/+6.3%，常温提速系疆内刚需支撑、疆外连锁定制放量；低温随疆外突破同步修复，奶皮子酸奶、手工酸奶等贡献增量。Q3 疆内/疆外同比+6.5%/+14.0%，疆内需求基本盘稳固；疆外提速明显、系盒马、麦德龙、朴朴等连锁等放量贡献。26Q3 收入同比+8.4%，归母净利润同比+131.1%。

双汇发展：肉制品需求承压，低猪价拖累屠宰收入及盈利。Q3 肉制品需求仍显疲软，营收增长有所承压；屠宰业务受猪价低位运行影响，销售价格对收入形成拖累，整体营收预计同比下滑。利润端，需求偏弱叠加猪肉价格低位运行，吨利表现仍有压力，预计单季利润降幅大于收入。综上，预计 26Q3 收入同比-5%，归母净利润同比-12%。

东鹏饮料：营收小幅增长、盈利同步承压。Q3 终端需求延续疲软、行业竞争激烈，终端动销平淡，预计公司营收实现小个位数增长，果汁茶等新品增速较优。利润端，公司港股募资约 110 亿港元，伴随人民币升值计提汇兑损失，叠加前期部分品类扫码营销比例上修、费投增加，盈利同步承压。综上，预计 26Q3 收入同比+3%，归母净利润同比+1%。

洽洽食品：坚果与新渠道放量，成本红利驱动盈利高弹性。Q3 公司瓜子、坚果销售额均实现增长；预计线下经销商渠道持平略降，盒马、即时零售、零食量贩等新兴渠道增长较快。利润端，核心受益于葵花籽采购价格同比下行，叠加规模效应与费用效率提升，以及去年同期低基数，盈利修复弹性显著。26Q3 收入同比+6.1%，归母净利润同比+79.1%。

盐津铺子：渠道仍处调整期，鱼糜成本上行压制利润弹性。Q3 公司仍处于调整阶段，魔芋零食受品类红利回落影响有所承压，鹌鹑蛋等健康蛋制品、海味零食保持高增；零食量贩、会员商超等线下新兴渠道增长较好，但电商渠道和定量流通渠道仍在调整。盈利端，渠道结构变化叠加鱼糜等原料成本上涨，带来部分盈利压力，预计利润承压。综上，预计 26Q3 收入同比-2%，归母净利润同比-8%。

甘源食品：量贩渠道拉动增长，费用与成本压力拖累盈利。Q3 公司零食量贩渠道继续保持较快增长，主要源于收入增长的拉动；青豌豆、瓜子仁、蚕豆等核心大单品表现稳健。盈利端，公司加大费用投放力度，叠加棕榈油等原材料成本上行，盈利能力阶段性承压，利润表现略低。预计 26Q3 收入同比+7%，归母净利润同比-20%。

安琪酵母：海外增长明显复苏，盈利弹性有望释放。Q3 海外业务增速明显复苏，带动整体营收维持中双位数增长，收入端景气度较前期有所改善。随着海外业务恢复，经营改善有望逐步向利润端传导，预计盈利增速快于收入；但海运费用和汇兑不确定性的扰动，部分对冲成本红利。综上，预计 26Q3 收入同比+15%，归母净利润同比+17%。

桃李面包：需求偏弱叠加竞品分流，费用压力拖累盈利。Q3 终端消费需求仍偏疲软，叠加竞品分流，短保面包业务动销仍有压力，整体营收预计小幅下滑。盈利端，渠道结构变化及费用增加对利润形成拖累，预计利润降幅大于收入。综上，预计 26Q3 收入同比-2%，归母净利润同比-10%。

仙乐健康：关税扰动出口致收入回落，汇兑损失和新增产能影响利润。26Q3 收入同比-18.9%，主要受美国关税政策变化对美洲出口业务的阶段性影响，导致收入下滑较大。盈利端，Q3 归母净利润同比-22.4%，主要受汇兑损失、新产能前期投入与固定成本摊薄。

汤臣倍健：收入利润双增，费用压力边际缓和。26Q3 需求保持稳健，线上渠道与 lifespace 品牌拉动营收提速，整体营收同比+17.6%。Q3 归母净利润同比+22.7%，单季净利润同比

下载日志已记录，仅供内部参考

增长快于收入，主要系产品结构优化和销售费用率边际回落。

海天味业：预计 Q3 收入平稳，成本压力下净利率有所承压。26Q1 公司开门红，Q2-Q3 餐饮需求转弱，但公司电商渠道高增，定制商超渠道放量，叠加 B 端持续拓展区域连锁客户，且健康产品及复调较快增长，预计 Q3 收入端保持平稳。而利润端，公司持续推进降本增效工作，但当前黄豆及 PET 等原材料成本提升，预计净利率有所承压。综上，预计 26Q3 公司收入/利润分别同比+1%/-7%。

中炬高新：预计 Q3 经营有所改善，改革推动盈利能力较大改善。26Q3 同期低基数背景下公司经营持续改善，预计调味品子公司美味鲜仍双位数增长，叠加味滋美并表贡献。利润端，内部改革成效持续释放，预计毛利率同比较大增加，复调业务费投开始。预计 26Q3 公司收入/利润分别同比+14%/+40%。

千禾味业：电商渠道改革改善较大，经营逐步企稳。26Q3 预计公司线下渠道动销平稳，去年舆情导致线上渠道基数低，且电商渠道改革效果好，预计线上渠道同比翻倍增长。利润端，收入改善背景下电商费用、推新品费用预计增加，预计净利率同比及环比有所改善。综上，预计 26Q3 公司收入/利润分别同比+15%/+20%。

涪陵榨菜：经营平稳，预计 Q3 收入低增、利润平稳。26 年开年以来，公司经营趋势保持平稳，库存预计保持正常状态，考虑旺季榨菜动销平稳增长，新品增速放缓，预计 26Q3 收入端小个位数增长，利润端成本保持相对稳定，但费用投放有所增加，预计利润端慢于收入。综上，预计 26Q3 公司收入/利润分别同比+2%/+0%。

天味食品：Q3 内生平稳，预计子公司快速增长。预计 26Q3 内生同比持平，旺季即将来临火锅底料等提前铺货；子公司部分，食萃收入较快增长，加点同期基数提升背景下仍较快增速，一品并表贡献。利润端，受益内生高毛利率产品占比提升且控费增效，内生盈利能力提升，但子公司增速快、部分并表影响整体净利率。综上，预计 26Q3 公司收入/利润分别同比+15%/+10%。

宝立食品：Q3 报表预计平稳增长，费用投放优化。26Q3 公司 B 端需求稳定，保持较好备货节奏和新品导入，而 C 端在有望实现双位数增长的前提下，优化费用投入提升费效比。综上，预计 26Q3 公司收入/利润分别同比+12%/+12%。

安井食品：Q3 业绩端强韧性，行业龙头能力凸显。Q3 逐步进入公司动销旺季，一方面虾滑、锁鲜装、烤肠等高势能产品持续放量，另一方面得益于备货节奏 9 月发货态势积极，整体收入表现优秀。而利润端考虑公司价格战趋缓、规模效应回升，利润率保持稳定。综上，预计 26Q3 公司收入/利润分别同比+13%/+15%。

立高食品：Q3 经营平稳，工厂搬迁叠加成本扰动利润。公司商超端表现稳健，山姆伴随新品上市保持正增、淡奶油产品持续放量。但受累于传统饼店景气度下行，冷冻烘焙终端需求有所减弱。Q3 预计整体收入个位数增长，而利润端由于工厂搬迁导致一部分费用前置和棕榈油等成本高位运行，预计利润率有所回落。综上，预计 26Q3 公司收入/利润分别同比+8%/-20%。

千味央厨：Q3 边际改善，费用投放阶段性扰动。公司经营自 25Q4 边际呈现改善，大 B 小 B 渠道均有一定改善，预计 26Q3 收入端接近双位数增长，而利润端由于线上费用投入较多和新项目投产修复慢于收入端。综上，预计 26Q3 公司收入/利润分别同比+9%/-15%。

巴比食品：开店节奏无虞，Q3 高基数下业绩承压。公司 26Q3 新店型“手工小笼包店”

下载日志已记录，仅供内部参考

延续良好开店趋势，预计总门店数超 500 家，同时团餐业务趋稳。但由于老店在去年同期外卖补贴背景下基数较高叠加新店陆续开出未能对报表形成明显增厚，预计 26Q3 收入端个位数下滑，而利润端成本红利延续，但由于新聘门店支持人员导致费用增加，综上，预计 26Q3 公司收入/扣非归母净利润分别同比-6%/-3%。

下载日志已记录，仅供内部参考

三、投资建议：食品饮料β筑底，布局龙头修复，捕捉细分机会

食品饮料β筑底，布局龙头修复，捕捉细分机会。当前行业持仓创下新低，底部信号渐明已成共识，当下聚焦两类机会：第一，建议从真实经营质量及市场地位角度，结合股息率，去“播种”一批基本面实际已走出冬天，但股价仍正经历严寒的优质蓝筹白马股；第二，捕捉细分弹性机会，酵母蛋白、藻油替代以及改革预期等机会值得重点把握。具体来看：

- **酒类：加速出清，底部渐明，优先布局底部明确标的。**Q3 酒企持续纾压去库，行业整体仍在磨底。全年看酒企从被动应对进入主动调整，机会在于茅台批价企稳之后，预期筑底企稳。周期节奏上，26 年主动调整、加速出清；预计 27 年拐点渐明、渐次改善。优先推荐穿越周期的龙头**茅台**，其次关注库存见底节奏相对较快的**古井、今世缘**，战略关注经营稳中向好的**五粮液**及**汾酒**、低基数下弹性品种**老窖**。
- **大众品：乳业稳健，细分掘金。**一是优选乳业，乳业周期好转利好下游乳企，推荐**伊利、蒙牛、新乳业**，关注**优然、现代；**二是细分弹性，核心推荐酵母蛋白加速驱动的**安琪酵母**，关注厄尔尼诺催化藻油加速替代的**金达威**以及改革预期的**惠泉啤酒**；三是餐饮供应链行业格局相继改善，优选龙头**颐海、安井、海天，关注天味、中炬、千禾**。

下载日志已记录，仅供内部参考

四、风险提示

节后消费需求回落，库存消化情况不及预期，竞争加剧等。

下载日志已记录，仅供内部参考

食品饮料组团队介绍

研究所所长助理、消费研究中心大组长、食品饮料首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，10 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020 年加入华创证券。2021-2024 年连续四届获新财富最佳分析师评选第一名，并多次获新浪金麒麟、水晶球、上证报和 21 世纪金牌分析师等最佳分析师评选第一名，2025 年获新财富最佳分析师评选第二名。

——酒类研究小组（白酒、啤酒、黄酒、红酒、新酒饮、酒类流通行业）

酒类研究小组组长、高级分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所，5 年消费行业研究经验。

助理研究员：王培培

南开大学金融学硕士，2024 年加入华创证券研究所。

助理分析师：张慧

悉尼大学商学学士，蒙纳士大学银行与金融硕士。2019 年加入华创证券研究所。

助理研究员：张雅琪

复旦大学金融学硕士。2026 年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（软饮料、乳肉制品、休闲零食、功能食品、食品配料等）

大众品研究组组长、资深分析师：范子盼

中国人民大学硕士，7 年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020 年加入华创证券研究所。

分析师：张恒玮

澳大利亚国立大学硕士，4 年食品饮料研究经验，曾任职于开源证券，2026 年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链及消费策略研究小组（调味品、预制食品、餐饮连锁；大消费策略研究）

分析师：廖承帅

同济大学硕士，4 年食品饮料新财富团队成员，曾任职于广发证券，2026 年加入华创证券研究所。

分析师：黄欣培

英国杜伦大学硕士，4 年食品饮料研究经验，曾任职于西部证券、德邦证券、财通证券，2026 年加入华创证券研究所。

助理研究员：施博阳

波士顿大学硕士，2025 年加入华创证券研究所。海外消费品与 AI 投研技术支持。

下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	朱晞毓	高级销售经理		zhuxiyu@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理		[illegible]ngyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

	郭有渔	销售助理		guoyouyu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玓	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票新乳业（002946），根据深圳证券交易所股票上市规则，本公司与上市公司存在关联关系。本报告涉及股票贵州茅台（600519），根据上市公司公告，贵州茅台控股股东茅台集团胡定忠先生同时担任本公司控股股东华创云信的董事。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522