下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

业绩综述：白酒降幅收窄，大众品结构分化

华泰研究

2026 年 11 月 02 日 | 中国内地　　专题研究

食品	增持（维持）
饮料	增持（维持）

颜慧菁* 研究员
SAC No. S0570526100003 yanhuijing@htsc.com +(86) 21 2897 2228

王可欣 研究员
SAC No. S0570524020001 wangkexin019215@htsc.com
SFC No. BVO215 +(86) 21 2897 2228

张宇轩* 研究员
SAC No. S0570526100001 zhangyuxuan026596@htsc.com +(86) 21 2897 2228

倪欣雨 研究员
SAC No. S0570523080004 nixinyu@htsc.com
SFC No. BVQ058 +(86) 21 2897 2228

宋英男 研究员
SAC No. S0570523100004 songyingnan@htsc.com
SFC No. BVO704 +(86) 21 2897 2228

胡东* 研究员
SAC No. S0570526070004 hudong024041@htsc.com +(86) 21 2897 2228

陆亦遥* 联系人
SAC No. S0570126070212 luyiyao@htsc.com +(86) 21 2897 2228

26Q3 板块业绩持续分化：白酒板块 26Q3 收入及利润降幅同步收窄，酒企主动控货去库、释放渠道压力；啤酒 26Q3 需求与利润双承压，区域酒企依托大单品表现更优；调味品 26Q3 淡季需求平淡、成本上涨，重点关注后续提价传导机会；乳制品 26Q3 收入保持平稳，板块核心经营利润延续正增态势，原奶周期实现再平衡，26 年 7 月以来，奶价实现企稳回升；速冻食品 26Q3 订货会需求稳健，渠道信心同比修复，鱼糜、鸡肉等部分原材料价格上涨，主要速冻龙头企业相继提价形成对冲；饮料弱需求叠加成本和竞争压力，26Q3 基本面进一步走弱；休闲食品双节需求相对较弱，建议关注 Q4 旺季备货。

白酒：收入&利润降幅环比收窄，行业延续分化，区域酒表现亮眼

CS 白酒板块 26Q3 营收/归母/扣非净利同比-10.0%/-13.0%/-12.7%，降幅较 26Q2 分别收窄 7.0/8.4/9.7pct。行业仍处于去库存、稳价盘的调整期，双节动销相对平淡，商务宴请恢复偏慢，酒企延续控货挺价。从报表看，改善主要来自供给端的节奏调整，随着产品结构回升，毛利率企稳，回款质量同步修复；但渠道预收款缓冲变薄，费用投放趋于刚性，需求端尚未出现实质扩张，报表弹性仍然受限。分化由价格带转向企业层面，品牌力与现金流占优的龙头韧性更强。建议关注出清较为充分、现金流健康的龙头标的，推荐**贵州茅台、古井贡酒、迎驾贡酒、泸州老窖、山西汾酒、今世缘**等。

啤酒：Q3 需求承压，区域酒企表现更优

CS 啤酒板块 26Q3 营收/归母/扣非净利同比-4.2%/-12.4%/-10.8%。Q3 行业受到多雨天气、淡季需求偏淡、酒企去库的影响，区域酒企通过份额提升实现优于行业的销量表现；此外 Q3 龙头利润压力普遍大于 Q2，核心在于规模效应减弱，高价原材料使用占比提升等原因。推荐中高档大单品持续放量的**燕京啤酒**，关注高股息标的**青岛啤酒股份/华润啤酒**。

调味品：Q3 需求平淡、成本上涨，二梯队龙头改革成果显著

CS 调味品板块 26Q3 营收/归母/扣非净利同比+4.2%/-7.5%/-6.8%，Q3 收入保持增长、但环比有所回落，核心在于雨水天气、消费复苏偏弱导致餐饮端需求低预期；利润端，Q3 大豆/PET 瓶等成本价格上涨较多，导致利润同比下滑。展望来看，当前成本压力凸显，调味品下游需求稳定且龙头格局稳固，具备较强的传导能力，当前已有企业探讨提价可能性与方案，期待板块业绩与行情带来正向催化。推荐龙头地位稳固、价格传导能力强的**海天味业（A+H）**，以及改革成果持续兑现的**千禾味业/中炬高新**。

乳制品：Q3 收入保持平稳，原奶周期再平衡

CS 乳制品板块 26Q3 营收/归母/扣非净利同比+0.3%/-7.1%/-6.3%，收入端液奶消费延续弱复苏趋势、龙头企业液奶收入延续正增长，但板块利润同比下滑，主因补缴税款等因素拖累，实际板块核心经营利润保持正增。展望来看，原奶供给端持续去化&需求端弱复苏之下，原奶周期实现再平衡，26 年 7 月以来，奶价实现企稳回升，小乳企发动价格战的能力减弱，行业竞争趋于缓和的背景下，下游乳企的竞争费用有望收敛。推荐经营稳健向好的下游乳企龙头**伊利股份/蒙牛乳业**及全家庭营养健康引领者 **H&H 国际控股**。

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价（当地币种）	投资评级
五谷磨房	1837 HK	2.54	买入
华润啤酒	291 HK	27.51	买入
H&H 国际控股	1112 HK	33.14	买入
今世缘	603369 CH	45.78	买入
山西汾酒	600809 CH	166.53	买入
贵州茅台	600519 CH	1,785.75	买入
青岛啤酒股份	168 HK	49.66	买入
蒙牛乳业	2319 HK	25.30	买入
农夫山泉	9633 HK	53.41	买入
泸州老窖	000568 CH	97.00	买入
千禾味业	603027 CH	8.50	买入
燕京啤酒	000729 CH	12.75	买入
康师傅控股	322 HK	14.71	买入
伊利股份	600887 CH	35.19	买入
统一企业中国	220 HK	9.11	买入
东鹏饮料	605499 CH	124.20	买入
迎驾贡酒	603198 CH	53.77	买入
西麦食品	002956 CH	22.00	买入
古井贡酒	000596 CH	111.10	买入
东鹏饮料	9980 HK	105.57	买入
洽洽食品	002557 CH	20.48	买入
中炬高新	600872 CH	21.09	买入
海天味业	3288 HK	38.61	增持
海天味业	603288 CH	38.10	增持

资料来源：华泰研究预测

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

速冻食品：成本压力下龙头提价潮兴起，期待旺季表现

CS 速冻食品板块 26Q3 营收/归母/扣非净利同比+8.2%/+3.4%/+2.4%，收入端，26Q3 订货会同比表现更优，经销商备货积极性同比有所提升；利润端，鱼糜、鸡肉等部分原材料价格出现波动，龙头企业的成本控制能力维持优势地位，并相继采取提价措施，小厂商多采取收促等措施跟随，行业竞争延续平稳态势。我们认为，速冻食品行业的竞争由价格战转向产品、渠道、供应链等综合实力的比拼，山姆会员店、量贩零食、线上渠道及定制化 B 端等新渠道贡献结构性增量，龙头集中度有望持续提升。

饮料：弱需求叠加成本和竞争压力，26Q3 基本面进一步走弱

26Q3 全国降水较多，竞争加剧，以及较弱的消费力导致行业整体营收加速承压；此外收入下行导致规模效应减少，以及油价上涨带来核心成本 PET 价格持续提升侵蚀行业盈利。因此 26Q3 饮料板块营收/归母/扣非净利 103.4/18.0/17.6 亿元，同比-0.05%/-14.2%/-8.2%，不过在此过程中龙头有望不断提升份额，展望未来，竞争格局有望趋缓，以及若消费力复苏，行业依然维持较好弹性。推荐标的上，推荐 26 年包装水份额有望持续提升/即饮茶业务有望维持成长的**农夫山泉**，能量饮料继续提升份额，茶饮料高增，且加大股东回报力度的**东鹏饮料（A+H）**，以及高股息的**康师傅控股/统一企业中国**。

休闲食品：双节需求较弱，关注四季度旺季备货

受中秋国庆双节需求较弱所致（不如 26Q1 春节需求好），以及零食量贩等新渠道高基数下增长放缓影响，单三季度板块整体表现较上半年有所降速。26Q3 营收/扣非净利分别为 184.8/7.5 亿元，同比+1.7%/-8.3%。短期关注行业春节备货需求带来的潜在业绩催化。中长期来看，我们认为行业仍有结构性渠道增量。当前重点推荐健康食品龙头企业**西麦食品/五谷磨房**；盈利有望持续修复，股息率较优的**洽洽食品**。

风险提示：宏观经济增长不达预期，行业竞争激烈程度高于预期，原材料成本上涨超预期，食品安全及监管政策变化风险。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

白酒：板块延续调整，区域酒亮点显著 5
业绩表现：26Q3 降幅收窄，现金流质量改善 5
结构维度：区域酒表现较为突出 7
思考与展望：低位筑底，关注春节备货与合同负债修复 10
调味品：龙头经营承压，二梯队聚焦变革，期待提价传导 11
乳制品：Q3 收入保持平稳，原奶周期再平衡 13
速冻食品：成本压力下龙头提价潮兴起，期待旺季表现 15
啤酒：Q3 需求与成本压力攀升，关注成本与价格传导 17
饮料：弱需求叠加成本和竞争压力，26Q3 基本面进一步走弱 19
休闲食品：双节需求较弱，关注四季度旺季备货 21
风险提示 28

图表目录

图表 1： 2015-2026Q1-3 白酒行业营业收入及同比增速情况 5
图表 2： 2015-2026Q1-3 白酒行业扣非净利润及同比增速情况 5
图表 3： 白酒行业营业收入单季度同比增速 5
图表 4： 白酒行业扣非净利润单季度同比增速 5
图表 5： 2015-2026Q1-3 白酒板块毛利率情况 6
图表 6： 2015-2026Q1-3 白酒板块扣非净利率情况 6
图表 7： 21Q2-26Q3 白酒板块单季度毛利率情况 6
图表 8： 21Q2-26Q3 白酒板块单季度扣非净利率情况 6
图表 9： 2017-2026Q1-3 白酒上市公司合同负债及增速 7
图表 10： 26Q3 末白酒企业合同负债占行业总额情况 7
图表 11： 21Q2-26Q3 白酒分价格带营收同比增速情况 8
图表 12： 21Q2-26Q3 白酒分价格带归母净利同比增速情况 8
图表 13： 21Q2-26Q3 白酒分价格带毛利率 8
图表 14： 21Q2-26Q3 白酒分价格带扣非归母净利率 8
图表 15： 21Q2-26Q3 白酒分价格带合同负债情况（亿元） 9
图表 16： 26Q1-3 上市白酒企业财务数据（亿元） 9
图表 17： 26Q3 上市白酒企业财务数据（亿元） 10
图表 18： 调味品板块单季度营收同比增速情况 11
图表 19： 调味品板块单季度扣非净利同比增速情况 11
图表 20： 调味品板块单季度毛利率及期间费用率（右轴）情况 11
图表 21： 调味品板块扣非净利率情况 11
图表 22： 26Q1-3 上市调味品企业财务数据（单位：亿元） 12
图表 23： 26Q3 上市调味品企业财务数据（单位：亿元） 12

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 24： 乳制品板块单季度营收同比增速情况 13
图表 25： 乳制品板块单季度扣非净利同比增速情况 13
图表 26： 乳制品板块单季度收入期间费用率情况 13
图表 27： 乳制品板块单季度扣非净利率情况 13
图表 28： 26Q1-3 A 股上市乳制品企业财务数据（单位：亿元） 14
图表 29： 26Q3 A 股上市乳制品企业财务数据（单位：亿元） 14
图表 30： 速冻食品板块收入同比增速情况 15
图表 31： 速冻食品板块扣非归母净利同比增速情况 15
图表 32： 速冻食品板块单季度期间费用率情况 16
图表 33： 速冻食品板块单季度扣非净利率情况 16
图表 34： 26Q1-3 上市速冻食品企业财务数据（单位：亿元） 16
图表 35： 26Q3 上市速冻食品企业财务数据（单位：亿元） 16
图表 36： 啤酒板块收入及同比增速情况（右轴） 17
图表 37： 啤酒板块扣非归母净利及同比增速情况（右轴） 17
图表 38： 26Q1-3/26Q3 龙头酒企量价及毛利同比增速表 17
图表 39： CS 啤酒板块单季度毛利率变动情况 18
图表 40： CS 啤酒板块单季度费用率变动情况 18
图表 41： 26Q1-3 上市啤酒企业财务数据（单位：亿元） 18
图表 42： 26Q3 上市啤酒企业财务数据（单位：亿元） 18
图表 43： 软饮料行业收入同比增速情况 19
图表 44： 软饮料行业扣非净利同比增速情况 19
图表 45： 软饮料板块单季度期间费用率 20
图表 46： 软饮料板块单季度扣非归母净利率 20
图表 47： 26Q1-Q3 上市 A 股软饮料企业财务数据（单位：亿元） 20
图表 48： 26Q3 上市 A 股软饮料企业财务数据（单位：亿元） 20
图表 49： 休闲食品行业收入同比增速情况 21
图表 50： 休闲食品行业扣非净利同比增速情况 21
图表 51： 休闲食品板块单季度毛利率&期间费用率 21
图表 52： 休闲食品板块单季度扣非归母净利率 21
图表 53： 26Q1—Q3 上市休闲食品企业财务数据（单位：亿元） 22
图表 54： 26Q3 上市休闲食品企业财务数据（单位：亿元） 22
图表 55： 重点公司推荐一览表 23
图表 56： 重点推荐公司最新观点 23

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

白酒：板块延续调整，区域酒亮点显著

业绩表现：26Q3 降幅收窄，现金流质量改善

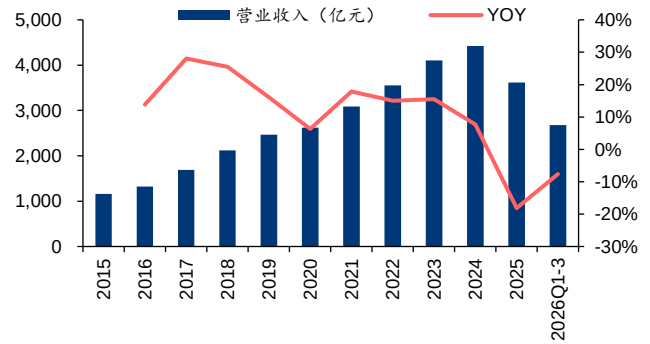
26Q3 白酒板块收入/归母净利/扣非净利 699.3/242.7/242.9 亿元，同比-10.0%/-13.0%/-12.7%。收入与扣非净利增速环比 26Q2 分别回升 7.0/9.7pct，一方面源于 25Q3 的低基数，另一方面渠道库存降至相对低位后，酒企在双节备货期的发货节奏回归常态。26Q3 销售回款同比-6.5%，降幅小于收入端，回款与收入的增速差由 26Q2 的-11.0pct 转为+3.5pct，现金流质量边际改善。

收入端，26Q1-3 CS 白酒板块（下同，所有板块均采用中信行业分类）营业收入 2678.2 亿元，同比-7.6%，其中 26Q3 白酒板块营业收入 699.3 亿元，同比-10.0%；剔除顺鑫农业后 26Q1-3/26Q3 CS 白酒板块收入 2629.9/689.1 亿元，同比-7.4%/-9.8%。

利润端，26Q1-3 CS 白酒板块实现归母净利 973.7 亿元，同比-9.5%，其中 26Q3 归母净利 242.7 亿元，同比-13.0%。26Q3 利润降幅仍大于收入，主因费用投放刚性、次高端及区域酒企规模效应弱化；但纵向看，扣非净利降幅已由 26Q2 的-22.4%收窄 9.7pct，利润端的边际改善幅度大于收入端。

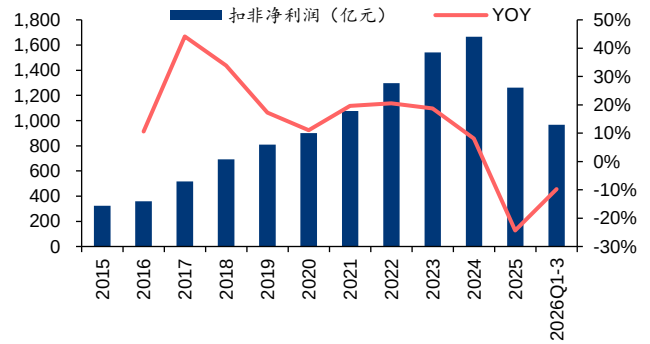
26Q3 行业呈现降幅收窄、分化显著的特征。渠道库存去化进入后半程，酒企发货节奏逐渐回归常态，叠加同期基数走低，板块收入降幅环比收窄；但需求端尚未出现实质性改善，商务宴请与团购场景仍偏弱，动销的边际改善主要来自大众宴席与自饮场景的韧性。结构上，酒企之间的分化取代价格带之间的分化成为主线：贵州茅台、今世缘、迎驾贡酒凭借品牌力与渠道掌控力实现收入、利润双增；部分次高端与区域酒企仍处在报表出清过程中，盈利压力有所延续。行业内的分化重点由此从各价格带的景气差异，转向企业经营质量差异，渠道管控与费用效率成为关键变量。我们认为，酒企经营重心由规模、回款转向真实动销与渠道利润的方向未变，报表端的持续出清正在为下一轮增长重建基础，率先完成库存与价格体系修复的龙头，有望在需求企稳时获得更大弹性。

图表1：2015-2026Q1-3 白酒行业营业收入及同比增速情况



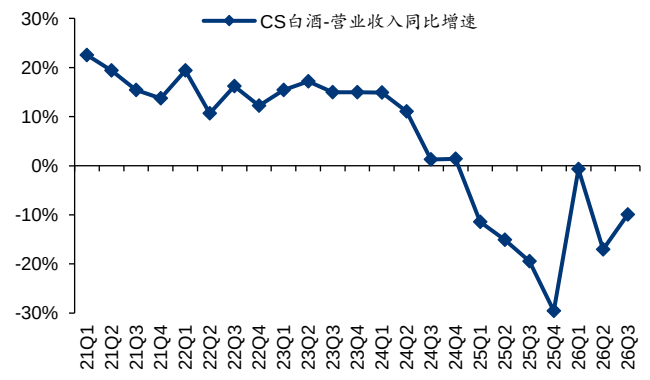
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：2015-2026Q1-3 白酒行业扣非净利润及同比增速情况



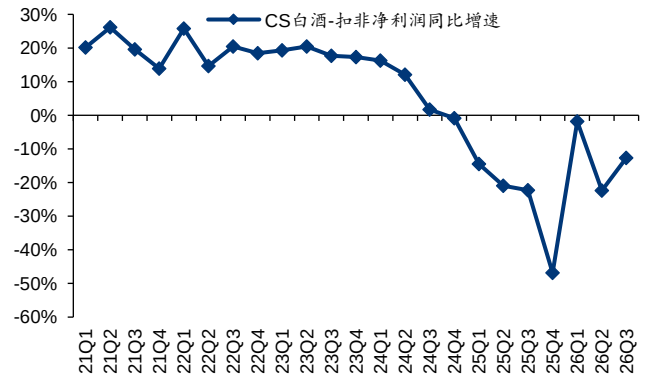
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：白酒行业营业收入单季度同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表4：白酒行业扣非净利润单季度同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

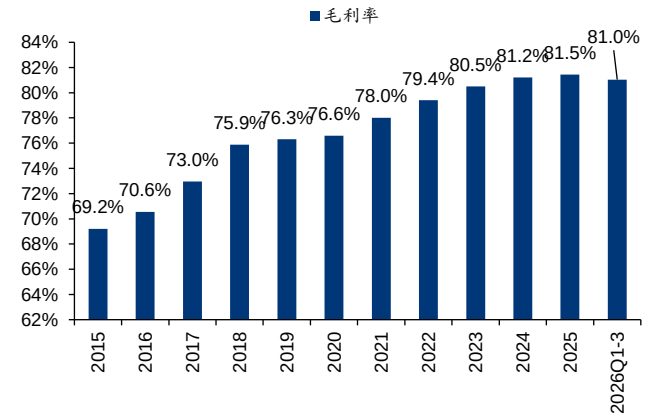
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

26Q1-3 白酒板块毛利率同比-0.2pct，去库阶段酒企将资源向终端与消费者倾斜，导致期间费用率同比+1.9pct；税金及附加比率同比-1.1pct，最终扣非净利率同比-0.9pct。从毛利率看，高端与次高端价位带结构略有下移是主要拖累，26Q1-3 毛利率 81.0%、同比-0.2pct；从费用看，26Q1-3 期间费用率 16.4%、同比+1.9pct，主要源于酒企加码开瓶扫码、宴席政策及渠道维护等消费者端投入，且投入节奏前置于收入修复，短期难以被收入增长摊薄；从税金看，26Q1-3 税金及附加占营收比重 15.9%、同比-1.1pct，主要受生产与缴税节奏影响，对冲了约六成费用率上行的压力；最终 26Q1-3 扣非净利率 36.1%、同比-0.9pct。

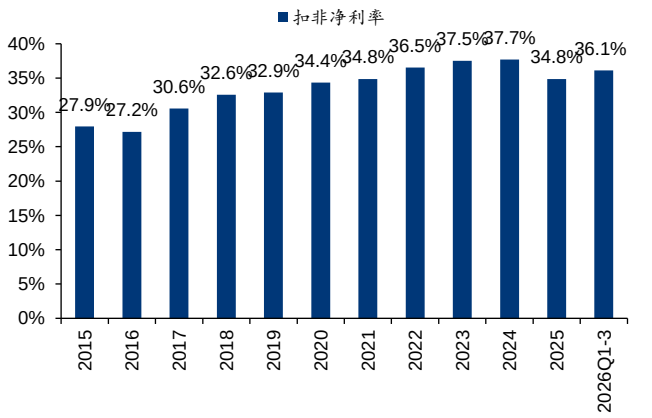
26Q3 白酒板块毛利率/扣非净利率同比+0.2/-1.1pct，其中毛利率为 26 年以来首次单季同比转正。同比看，26Q3 毛利率 80.9%、同比+0.2pct，主要来自结构效应：高端收入占比略微提升，而各价位带自身毛利率同比基本持平；期间费用率 18.2%、同比+2.2pct，仍是净利率下滑的主要拖累；税金及附加占营收比重 15.7%、同比-0.6pct，形成部分对冲；最终扣非净利率 34.7%、同比-1.1pct。从环比看，双节备货带动发货集中、收入体量放大摊薄费用，叠加税金缴付节奏回落，26Q3 毛利率/期间费用率/税金及附加比率分别环比+0.1/-2.7/-1.2pct，扣非净利率环比+3.2pct，板块盈利能力自 26Q2 低点阶段性企稳。我们认为，Q3 环比改善主要来自费用摊薄与税金节奏，费用率能否随收入修复而回落仍是后续观察的重点。

图表5：2015-2026Q1-3 白酒板块毛利率情况



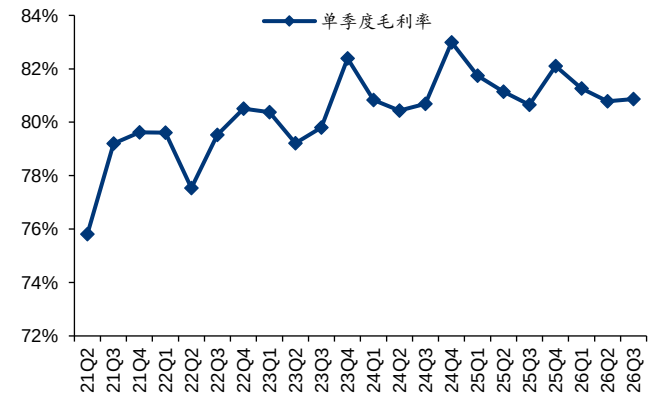
资料来源：Wind，华泰研究

图表6：2015-2026Q1-3 白酒板块扣非净利率情况



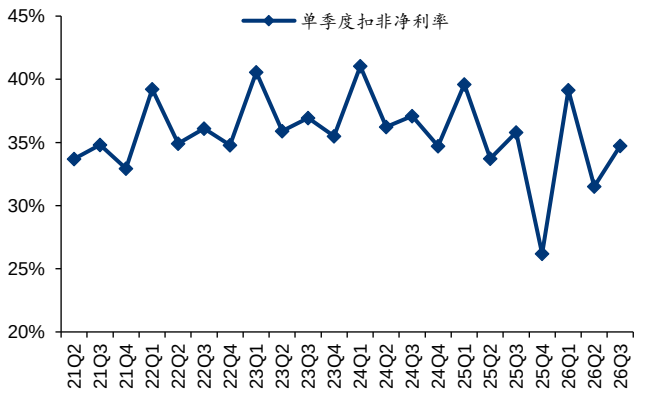
资料来源：Wind，华泰研究

图表7：21Q2-26Q3 白酒板块单季度毛利率情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表8：21Q2-26Q3 白酒板块单季度扣非净利率情况



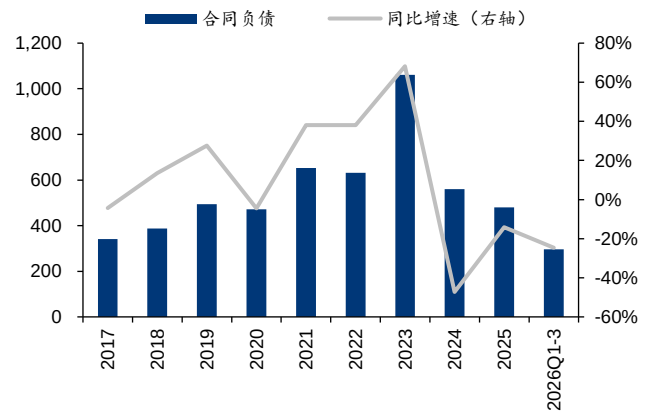
资料来源：Wind，华泰研究

26Q3 末 CS 白酒板块合同负债 296.7 亿元，同比-24.7%、环比 26Q2 末-8.4%，主因：1）酒企主动降低对渠道预收的依赖、加快前期预收结转与货款结算；2）渠道在需求偏弱下补库意愿偏谨慎。从当期回款看，26Q3 销售回款 784.9 亿元、同比-6.5%，降幅小于收入，回款/收入回升至 112.2%（25Q3 为 108.1%），剔除增值税后与当期收入基本匹配。回款改善与合同负债下降并行，报表现金含量边际修复。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

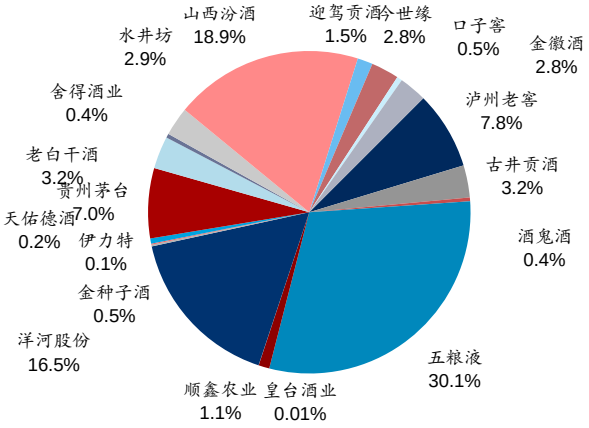
下载日志已记录，仅供内部参考

图表9：2017-2026Q1-3 白酒上市公司合同负债及增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表10：26Q3 末白酒企业合同负债占行业总额情况



资料来源：Wind，华泰研究

结构维度：区域酒表现较为突出

26Q3 各价格带收入降幅普遍收窄，行业出清进入后半程，但价格带内部的分化进一步加剧。26Q1-3 高端酒营收/扣非净利同比-2.1%/-3.0%，韧性居前；次高端-18.9%/-32.0%，收入与利润仍明显弱于行业，出清最为充分；中档及以下-10.1%/-24.7%，利润端压力大于收入端。26Q3 看，高端白酒营收/扣非净利同比-7.4%/-8.6%，降幅较 26Q2 明显收窄；次高端-17.6%/-37.4%，收入端修复快于利润端；中档及以下-7.6%/-69.6%，费用刚性侵蚀盈利，但老白干酒、迎驾贡酒收入实现增长，率先企稳。

26Q3 高端白酒实现收入/归母净利/扣非净利 496.4/222.4/221.5 亿元，同比-7.4%/-8.0%/-8.6%，高端酒整体降幅收窄，龙头率先恢复增长。从 26Q3 收入增速看，贵州茅台（+3.0%）>泸州老窖（-37.1%）>五粮液（-37.7%）。具体来看：1）贵州茅台：高端酒中唯一实现双增的标的，直营与 i 茅台占比提升支撑吨价与结构，量价体系稳定。2）泸州老窖：以控货稳价修复渠道与价格体系，库存与费用包袱出清较为充分，为后续修复留出空间。3）五粮液：公司继续以终端直配与控量稳价换取渠道健康，报表端集中反映去库压力。

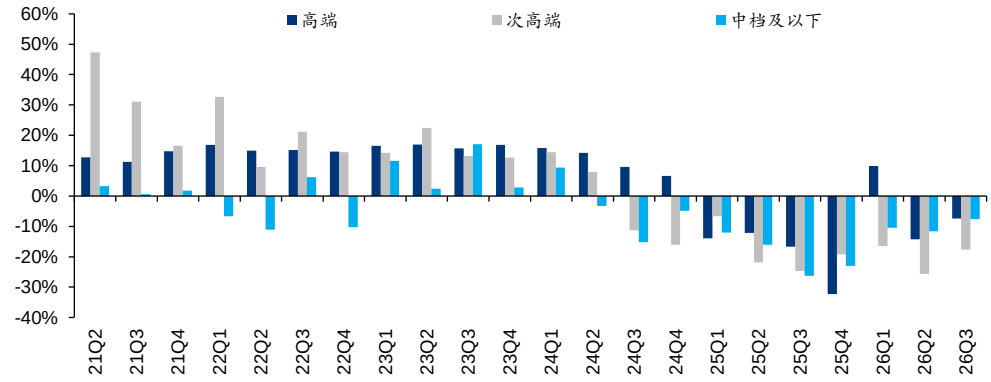
26Q3 次高端白酒实现收入/归母净利/扣非净利 160.0/19.3/20.5 亿元，同比-17.6%/-43.4%/-37.4%，收入降幅较 26Q2 收窄，利润端仍在出清、扣非净利率降至 12.8%（同比-4.0pct），但头部标的已重回增长。从 26Q3 收入增速看，今世缘（+15.5%）>古井贡酒（+3.7%）>口子窖（+3.1%）>水井坊（+2.7%）>酒鬼酒（-14.1%）>山西汾酒（-18.1%）>舍得酒业（-19.2%）>洋河股份（-61.1%）。具体来看：1）今世缘：大众价位与婚宴场景优势延续、省内渠道深耕，收入利润双增。2）古井贡酒：收入端率先转正，产品结构与渠道力支撑份额提升，费用前置投放短期压制利润，主动换取份额。3）口子窖：收入企稳，除低基数外渠道调整亦有成效，随着结构改善与费用效率提升，盈利具备修复空间。

26Q3 中档及以下酒实现收入/归母净利/扣非净利 42.8/1.0/0.9 亿元，同比-7.6%/-66.9%/-69.6%，利润承压核心在于大众价格带竞争加剧、区域酒企费用投放刚性，26Q3 期间费用率同比+4.4pct 至 32.9%，但头部区域酒企已率先恢复。从 26Q3 收入增速看，老白干酒（+9.4%）>迎驾贡酒（+4.3%）>金徽酒（-4.2%）>顺鑫农业（-19.9%）>皇台酒业（-21.2%）>天佑德酒（-29.3%）>伊力特（-35.0%）>金种子酒（-46.8%）。具体来看：1）老白干酒：收入恢复增长，产品结构优化与费用管控成效显现，利润降幅明显小于收入，调整较早、修复节奏领先。2）迎驾贡酒：洞藏系列在安徽 100-300 元价格带份额稳固，收入利润双增，为大众酒中少数利润正增的标的。3）金徽酒：单季由盈转亏，主因费用投放前置与产品结构下移，属阶段性扰动；公司在甘肃市场基础稳固，随费用投放效果显现、结构回升，盈利有望逐步修复。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

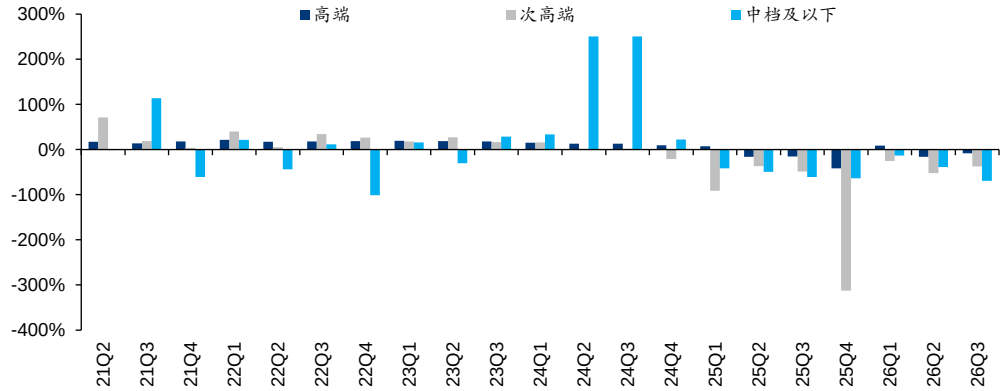
下载日志已记录，仅供内部参考

图表11：21Q2-26Q3 白酒分价格带营收同比增速情况



注：我们将白酒公司划分为三档，高端白酒包括茅台/五粮液/泸州老窖，次高端包括山西汾酒/水井坊/舍得酒业/酒鬼酒/洋河股份/今世缘/古井贡酒/口子窖，大众酒即中档及以下白酒，包括顺鑫农业/天佑德酒/伊力特/金种子酒/老白干酒/迎驾贡酒/金徽酒；
资料来源：Wind，华泰研究

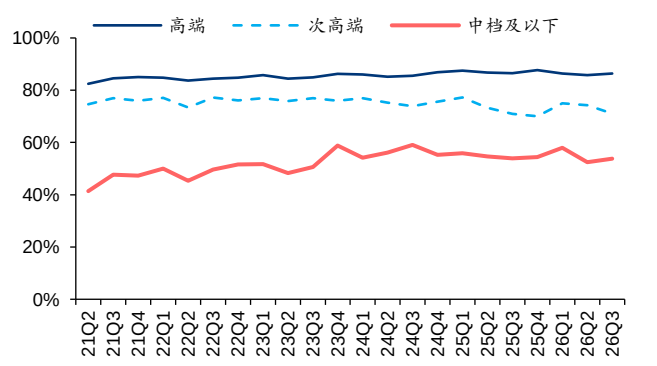
图表12：21Q2-26Q3 白酒分价格带归母净利同比增速情况



注：我们将白酒公司划分为三档，高端白酒包括茅台/五粮液/泸州老窖，次高端包括山西汾酒/水井坊/舍得酒业/酒鬼酒/洋河股份/今世缘/古井贡酒/口子窖，大众酒即中档及以下白酒，包括顺鑫农业/天佑德酒/伊力特/金种子酒/老白干酒/迎驾贡酒/金徽酒；
资料来源：Wind，华泰研究

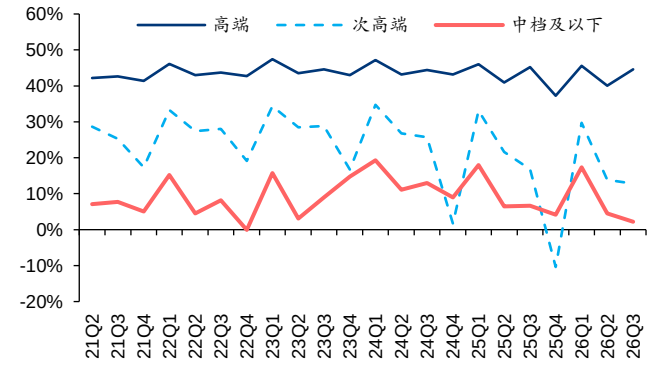
26Q3 高端/次高端/中档及以下白酒毛利率分别为 86.3%/71.1%/53.8%，同比-0.2/+0.2/-0.1pct，各价格带毛利率基本稳定，产品结构下移的压力较 26Q2（-0.9/+0.9/-2.2pct）明显缓和。26Q3 高端/次高端/中档及以下白酒期间费用率分别为 11.5%/35.0%/32.9%，同比+1.8/+4.7/+4.4pct，酒企仍以库存去化与终端动销为目标，费用投放向消费者端倾斜；26Q3 高端/次高端/中档及以下白酒营业税金及附加占营收比重分别为 15.0%/18.0%/15.5%，同比-1.0/+0.3/+0.9pct，最终 26Q3 高端/次高端/中档及以下白酒扣非归母净利率分别为 44.6%/12.8%/2.2%，同比-0.6/-4.0/-4.5pct。

图表13：21Q2-26Q3 白酒分价格带毛利率



资料来源：Wind，华泰研究

图表14：21Q2-26Q3 白酒分价格带扣非归母净利率



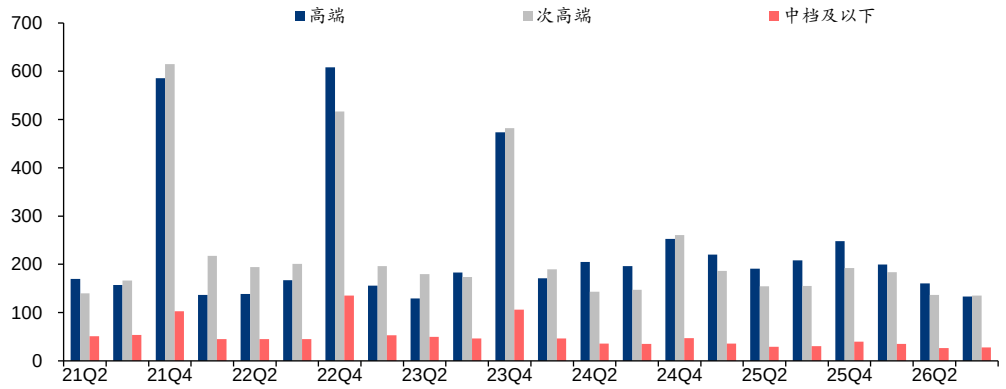
资料来源：Wind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

合同负债（预收款）方面，分层次看，高端/次高端/中档及以下白酒 26Q3 末合同负债分别为 133.3/135.4/28.0 亿元，同比-36.1%/-12.6%/-7.9%，环比 26Q2 末-17.0%/-1.1%/+6.3%。26Q3 末合同负债同比增速上看，高端白酒中，五粮液（-4%）>泸州老窖（-40%）>贵州茅台（-73%），更多反映结算节奏调整；次高端白酒中，今世缘（+59%）>舍得酒业（+6%）>水井坊（-1%）>山西汾酒（-3%）>酒鬼酒（-5%）>洋河股份（-24%）>古井贡酒（-29%）>口子窖（-53%），今世缘凭借渠道打款积极性维持蓄水池，古井贡酒、口子窖则主动降低渠道库存；大众酒中，金徽酒（+30%）>迎驾贡酒（-6%）>金种子酒（-10%）>老白干酒（-20%）>天佑德酒（-21%）>伊力特（-21%）>顺鑫农业（-27%）。**销售回款方面，**高端/次高端/中档及以下白酒 26Q3 分别实现销售回款 567.2/165.4/38.3 亿元，同比-3.5%/-16.5%/+2.8%，高端与大众酒回款已率先企稳。

图表15：21Q2-26Q3 白酒分价格带合同负债情况（亿元）



注：我们将白酒公司划分为三挡，高端白酒包括茅台/五粮液/泸州老窖，次高端包括山西汾酒/水井坊/舍得酒业/酒鬼酒/洋河股份/今世缘/古井贡酒/口子窖，中档及以下白酒包括顺鑫农业/天佑德酒/伊力特/金种子酒/老白干酒/迎驾贡酒/金徽酒；

资料来源：Wind，华泰研究

图表16：26Q1-3 上市白酒企业财务数据（亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
600519 CH	贵州茅台	1332.8	1.8%	643.2	-0.6%	88.0%	-1.6pct	7.6%	0.2pct	48.3%	-1.1pct
000858 CH	五粮液	328.6	7.2%	94.4	46.2%	79.9%	4.2pct	26.1%	8.7pct	28.7%	7.7pct
000568 CH	泸州老窖	146.7	-36.6%	56.2	-47.7%	83.6%	-3.5pct	16.5%	4.2pct	38.3%	-8.1pct
002304 CH	洋河股份	118.2	-34.7%	18.0	-52.2%	71.4%	0.3pct	31.6%	6.2pct	15.2%	-5.6pct
600809 CH	山西汾酒	283.8	-13.8%	83.4	-26.9%	74.0%	-2.1pct	16.5%	3.3pct	29.4%	-5.3pct
000596 CH	古井贡酒	127.7	-22.3%	22.4	-42.8%	79.8%	-0.1pct	38.6%	7.5pct	17.5%	-6.3pct
603369 CH	今世缘	86.7	-2.4%	25.2	-0.9%	74.8%	1.1pct	21.4%	0.1pct	29.1%	0.4pct
600702 CH	舍得酒业	31.0	-16.4%	1.8	-61.1%	62.7%	-2.0pct	38.5%	4.3pct	5.8%	-6.6pct
603589 CH	口子窖	26.1	-17.6%	3.8	-47.7%	66.1%	-4.9pct	31.1%	6.3pct	14.5%	-8.3pct
000799 CH	酒鬼酒	7.0	-7.8%	0.0	-142.9%	66.0%	-0.7pct	45.3%	-2.2pct	0.5%	1.7pct
600779 CH	水井坊	19.5	-16.7%	2.3	-14.8%	78.1%	-2.1pct	44.0%	-3.3pct	11.6%	0.3pct
000860 CH	顺鑫农业	48.3	-17.8%	-2.0	-339.8%	30.4%	-2.9pct	22.1%	2.8pct	-4.1%	-5.5pct
603198 CH	迎驾贡酒	48.3	6.9%	15.3	3.9%	73.5%	0.9pct	16.4%	1.7pct	31.7%	-0.9pct
600559 CH	老白干酒	30.3	-8.9%	3.2	-13.2%	63.5%	-2.8pct	31.6%	-2.9pct	10.4%	-0.5pct
600197 CH	伊力特	8.7	-32.6%	0.5	-68.8%	48.0%	-1.0pct	21.9%	7.0pct	5.2%	-6.0pct
603919 CH	金徽酒	23.4	1.5%	1.9	-39.6%	61.7%	-2.9pct	31.9%	0.3pct	8.2%	-5.6pct
600199 CH	金种子酒	3.1	-50.2%	-1.1	-1.7%	45.9%	2.7pct	52.2%	9.2pct	-34.1%	-16.8pct
002646 CH	天佑德酒	7.2	-18.1%	-0.4	-321.6%	59.5%	1.0pct	46.2%	6.0pct	-5.6%	-7.7pct
000995 CH	皇台酒业	0.7	-17.8%	-0.2	137.1%	66.6%	1.3pct	75.0%	20.8pct	-26.2%	-17.1pct
合计		2678.2	-7.6%	967.9	-9.7%	81.0%	-0.2pct	16.4%	1.9pct	36.1%	-0.9pct

资料来源：Wind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表17：26Q3 上市白酒企业财务数据（亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
600519 CH	贵州茅台	410.1	3.0%	198.6	3.0%	88.0%	-1.5pct	8.0%	0.5pct	48.4%	0.0pct
000858 CH	五粮液	44.4	-37.7%	9.6	-48.2%	77.3%	8.7pct	35.4%	19.2pct	21.6%	-4.4pct
000568 CH	泸州老窖	42.0	-37.1%	13.3	-57.0%	79.4%	-7.8pct	20.0%	3.9pct	31.7%	-14.6pct
002304 CH	洋河股份	12.8	-61.1%	-6.5	37.2%	55.5%	2.0pct	90.0%	39.6pct	-50.8%	-36.4pct
600809 CH	山西汾酒	73.4	-18.1%	19.0	-34.4%	70.0%	-4.6pct	18.5%	4.0pct	25.9%	-6.4pct
000596 CH	古井贡酒	26.4	3.7%	0.9	-69.2%	77.8%	-2.0pct	53.9%	6.7pct	3.3%	-7.8pct
603369 CH	今世缘	22.3	15.5%	4.3	32.6%	76.8%	1.8pct	32.3%	-2.7pct	19.1%	2.5pct
600702 CH	舍得酒业	8.1	-19.2%	0.5	128.5%	66.8%	4.7pct	44.9%	4.3pct	5.7%	3.7pct
603589 CH	口子窖	6.6	3.1%	0.2	-28.4%	62.3%	-0.4pct	40.2%	0.0pct	2.9%	-1.3pct
000799 CH	酒鬼酒	1.7	-14.1%	-0.1	-55.9%	64.2%	3.0pct	48.6%	-3.7pct	-4.5%	4.2pct
600779 CH	水井坊	8.7	2.7%	2.3	6.4%	80.5%	-1.3pct	27.7%	-6.6pct	26.4%	0.9pct
000860 CH	顺鑫农业	10.2	-19.9%	-2.4	148.9%	21.0%	-8.8pct	33.3%	7.3pct	-23.1%	-15.7pct
603198 CH	迎驾贡酒	14.1	4.3%	4.1	8.1%	72.1%	1.9pct	18.1%	0.1pct	29.1%	1.0pct
600559 CH	老白干酒	9.3	9.4%	0.6	-5.6%	63.5%	2.2pct	37.7%	4.8pct	6.8%	-1.1pct
600197 CH	伊力特	1.5	-35.0%	-0.3	197.5%	30.8%	-16.8pct	35.3%	8.0pct	-18.3%	-14.3pct
603919 CH	金徽酒	5.2	-4.2%	-0.3	-193.8%	58.7%	-2.7pct	49.5%	11.0pct	-5.2%	-10.4pct
600199 CH	金种子酒	0.8	-46.8%	-0.4	21.2%	36.2%	-8.3pct	54.4%	3.4pct	-49.0%	-27.5pct
002646 CH	天佑德酒	1.5	-29.3%	-0.5	62.3%	56.8%	-1.1pct	73.5%	15.1pct	-34.0%	-19.2pct
000995 CH	皇台酒业	0.2	-21.2%	-0.0	45.6%	72.1%	5.5pct	73.2%	21.0pct	-14.5%	-6.6pct
合计		699.3	-10.0%	242.9	-12.7%	80.9%	0.2pct	18.2%	2.2pct	34.7%	-1.1pct

资料来源：Wind，华泰研究

我们认为，26Q3 白酒板块已由“深度出清”过渡至“低位筑底”：收入降幅收窄、毛利率企稳、回款质量改善是积极信号，但合同负债降至低位、费用投放刚性仍制约利润弹性。后续报表修复的斜率，将取决于春节备货期的回款意愿与价盘稳定性，具备强品牌、真实动销与现金流优势的龙头有望率先走出底部。

思考与展望：低位筑底，关注春节备货与合同负债修复

整体来看，行业呈现降幅收窄、区域酒调整节奏更快、现金流质量改善、盈利筑底的特征。从 26Q1-3 业绩数据看，行业呈现四大特征：1）收入降幅逐季收窄，26Q3 板块收入/扣非净利同比-10.0%/-12.7%，较 26Q2 分别回升 7.0/9.7pct，低基数与发货节奏回归常态是主要支撑。2）行业分化加大，区域酒调整节奏领先，同一价位带内经营质量的差异成为主线：收入实现正增长的标的集中在品牌力最强、或区域基地市场最稳固的少数企业（如贵州茅台、今世缘、迎驾贡酒、古井贡酒等），竞争要素由分享价位带景气，转为品牌力、渠道掌控力与费用效率的综合比拼。整体看徽酒表现突出，古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖等 26Q3 营收均实现正增。3）报表质量重于报表增速，26Q3 回款/收入达 112.2%、回款降幅小于收入，合同负债降至 296.7 亿元，酒企主动降低对渠道资金的占用，收入更多由当期回款支撑。4）盈利端呈现“毛利率稳、费用率高”的组合，净利率的修复更多依赖费用投放效率的提升。

行业复苏判断与推荐：1）短期看，当前板块具备低拥挤度、低预期，强资金轮动预期的外部条件特点。26Q4 进入春节备货前的政策制定期；若 27Q1 春节动销与回款好于预期，板块有望迎来估值修复。2）中长期看，白酒需求仍面临总量承压、结构分化的格局：上沿由品牌力、稀缺性与现金流支撑，下沿集中于 100-300 元大众宴席价格带，县域人情消费与日常聚饮的敏感性相对较低；具备基地市场、渠道深度与产品质价比优势的区域龙头更容易承接份额。3）配置上建议关注三条线索：一是品牌力与现金流优势显著的贵州茅台；二是大众价位与区域龙头中动销稳健的古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘等；三是报表大幅出清，基本面坚挺，27 年存在增速转正预期的泸州老窖、山西汾酒。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

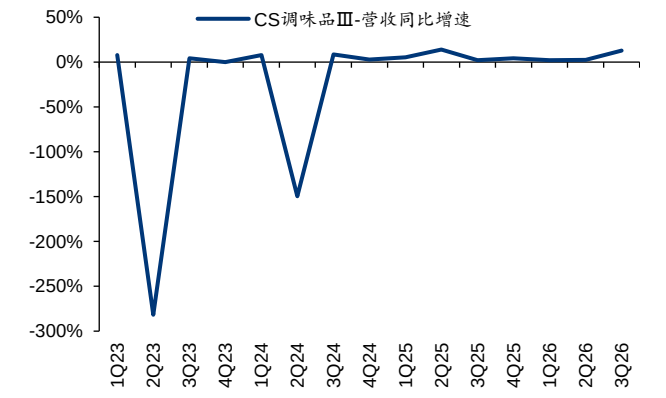
下载日志已记录，仅供内部参考

调味品：龙头经营承压，二梯队聚焦变革，期待提价传导

Q3 龙头销售与成本压力攀升，二梯队龙头持续变革。2026Q1-3 调味品板块营收/归母/扣非净利 442.7/79.8/79.8 亿元，同比+8.5%/+5.2%/+5.9%；其中 26Q3 营收/归母/扣非净利 136.4/20.3/20.3 亿元，同比+4.2%/-7.5%/-6.8%。Q3 收入保持增长、但环比有所回落，核心在于雨水天气、消费复苏偏弱导致餐饮端需求低预期；利润端，Q3 大豆/PET 瓶等成本价格上涨较多，导致利润同比下滑。

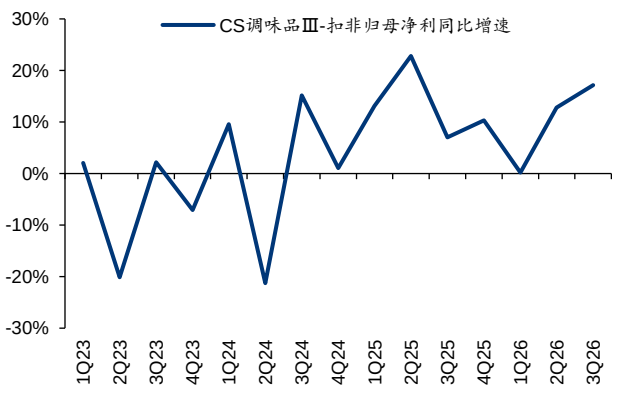
龙头经营表现继续分化：海天味业 26Q3 收入/归母净利/扣非净利同比+0.1%/-15.4%/-16.6%，26Q3 经营压力显著增加，核心在于 26Q3 淡季餐饮偏弱、叠加库存影响，收入增长动能减弱；利润端，Q3 大豆/PET 等成本压力进一步上行，叠加汇兑损失与投资收益减少，Q3 净利率同比-3.4pct。**中炬高新** 26Q3 收入/归母净利润/扣非归母净利同比+14.8%/+59.6%/+59.5%，主业低基数补库与精细化运营带动收入恢复性增长，成本改善/采购优化/费效提升带动美味鲜净利率同比提升 6.6pct 至 18.5%；此外味滋美并表对 Q3 形成增量贡献。**千禾味业** 26Q3 收入/归母净利润/扣非归母净利润同比-9.4%/-47.5%/-49.7%，经营承压主因当前仍处变革进程中，26Q3 线上/线下收入同比+55.7%/-15.5%，线上变革后已经进入高增阶段，核心得益于内容电商（直播、短视频、种草等）加速布局，线下承压主因新包装切换期的主动发货管控；盈利端，26Q3 毛利率/归母净利率同比-3.8/-5.4pct，主因线上投流及线下去库费用加大，规模效应减弱。

图表18：调味品板块单季度营收同比增速情况



资料来源：Wind，华泰研究

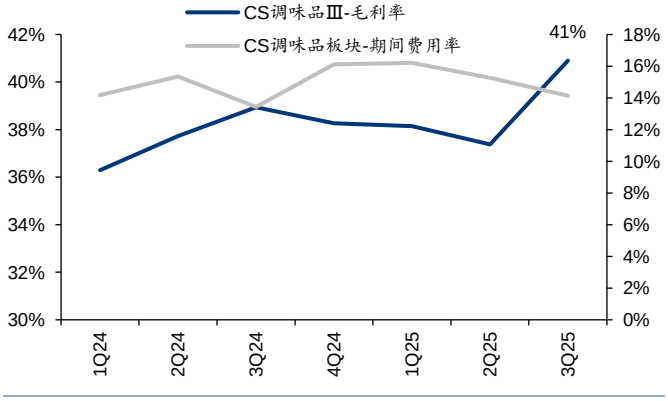
图表19：调味品板块单季度扣非净利同比增速情况



资料来源：Wind，华泰研究

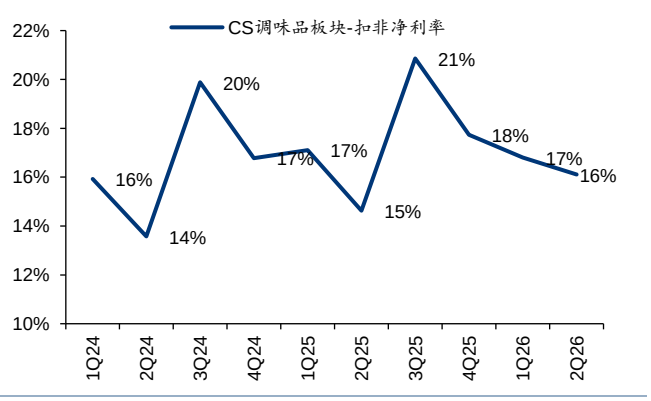
Q3 成本压力显著提升。26Q1-3 调味品板块毛利率 38.8%，同比+0.3pct；26Q3 毛利率 36.7%，同比-1.4pct，Q3 因外围环境导致运费、PET 瓶等成本上涨，企业通过内部优化进行对冲、但报表端整体仍有压力；26Q1-3 板块期间费用率 16.2%，同比+1.1pct（26Q3 期间费用率 17.6%，同比+1.4pct），行业竞争与渠道投入仍对费用端形成压力；最终板块 26Q1-3 扣非净利率 18.0%，同比-0.6pct，26Q3 同比-1.9pct。

图表20：调味品板块单季度毛利率及期间费用率（右轴）情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表21：调味品板块扣非净利率情况



资料来源：Wind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

展望来看，我们判断调味品行业需求仍以温和修复为主，渠道库存、餐饮恢复及新品类/新渠道拓展将继续决定企业增长斜率；而当前成本持续上涨，企业亦通过采购/管理端优化部分对冲，但压力持续凸显，调味品作为必选消费品下游需求稳定且龙头格局稳固，具备较强的成本传导能力，中炬高新在 Q3 业绩会中指出目前已着手研究 27 年涨价方案，涨价具备消费者基础（关注风味/健康/安全）和行业趋势（成本上涨），期待提价对板块业绩与行情带来正向催化。推荐龙头地位稳固、价格传导能力强的**海天味业（A+H）**，以及改革成果持续兑现的**千禾味业/中炬高新**。

图表22： 26Q1-3 上市调味品企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	期间费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
603288 CH	海天味业	225.5	4%	50.8	-2%	40%	0pct	13%	2.2pct	23%	-1.3pct
600872 CH	中炬高新	37.2	18%	5.6	46%	42%	2.9pct	23%	-2.5pct	15%	2.9pct
603027 CH	千禾味业	20.1	1%	2.4	-5%	38%	0.8pct	23%	1.4pct	12%	-0.8pct
603317 CH	天味食品	32.8	36%	5.6	55%	41%	1.9pct	19%	-1.2pct	17%	2.1pct
002507 CH	涪陵榨菜	20.7	3%	5.8	-5%	52%	-1.4pct	18%	1.5pct	28%	-2.6pct
603170 CH	宝立食品	24.5	15%	2.0	12%	33%	-0.6pct	20%	0.5pct	8%	-0.2pct
600305 CH	恒顺醋业	17.6	8%	1.4	18%	36%	-0.8pct	26%	-1.3pct	8%	0.7pct
600186 CH	莲花健康	29.0	16%	3.0	20%	29%	0.7pct	14%	0pct	10%	0.3pct
002650 CH	加加食品	9.5	-6%	0.2	-176%	32%	3.8pct	26%	-2.3pct	2%	5.3pct
300908 CH	仲景食品	8.9	7%	1.7	10%	44%	-0.2pct	22%	-0.8pct	19%	0.4pct
603696 CH	安记食品	4.0	-5%	0.1	-27%	19%	1.6pct	14%	2.3pct	3%	-0.9pct
836826 CH	盖世食品	5.4	21%	0.3	-22%	15%	-3pct	9%	-0.3pct	5%	-2.6pct
603755 CH	日辰股份	3.8	9%	0.5	-29%	35%	-2.7pct	19%	3.4pct	12%	-6.6pct
002495 CH	佳隆股份	2.1	19%	0.1	-25%	30%	-1.7pct	23%	-0.5pct	4%	-2.2pct
831726 CH	朱老六	1.9	21%	0.4	162%	37%	12.4pct	8%	-2.3pct	21%	11.3pct
调味品板块		442.7	8%	79.8	5%	39%	0.3pct	16%	1.1pct	18%	**-0.6pct**

资料来源：Wind，华泰研究

图表23： 26Q3 上市调味品企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
603288 CH	海天味业	64.1	0%	11.2	-17%	37%	-2.3pct	16%	3.4pct	17%	-3.5pct
600872 CH	中炬高新	11.8	15%	1.9	60%	41%	1.1pct	17%	-6.6pct	16%	4.6pct
603317 CH	天味食品	12.5	23%	2.0	3%	40%	-0.7pct	21%	2.9pct	16%	-3pct
603027 CH	千禾味业	6.1	-9%	0.4	-50%	35%	-3.8pct	27%	3.4pct	7%	-5.7pct
603170 CH	宝立食品	8.5	12%	0.8	9%	31%	-1.8pct	-	-0.9pct	9%	-0.2pct
002507 CH	涪陵榨菜	7.0	2%	1.9	-3%	51%	-1.8pct	17%	-0.5pct	28%	-1.5pct
600186 CH	莲花健康	9.8	13%	1.0	9%	28%	-0.3pct	14%	-1pct	10%	-0.3pct
600305 CH	恒顺醋业	5.3	6%	0.2	18%	37%	2.7pct	24%	2.6pct	4%	0.4pct
300908 CH	仲景食品	3.2	6%	0.6	14%	44%	0pct	22%	-1.8pct	19%	1.3pct
002650 CH	加加食品	2.3	-18%	-0.1	-66%	30%	3.7pct	20%	-2.8pct	-4%	6.4pct
603696 CH	安记食品	1.3	-15%	0.0	-94%	16%	-1.5pct	14%	3.7pct	0%	-4.7pct
836826 CH	盖世食品	1.9	6%	0.1	-32%	16%	-3.9pct	15%	0.2pct	5%	-2.6pct
603755 CH	日辰股份	1.4	0%	0.2	-44%	35%	-3pct	11%	5.1pct	12%	-9pct
002495 CH	佳隆股份	0.6	13%	0.0	-37%	27%	-5.4pct	28%	-4.6pct	2%	-1.4pct
831726 CH	朱老六	0.6	28%	0.1	157%	35%	9.1pct	11%	-3.8pct	18%	9.2pct
合计	调味品板块	136.4	4%	20.3	-8%	37%	-1.4pct	18%	1.4pct	15%	-1.9pct

资料来源：Wind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

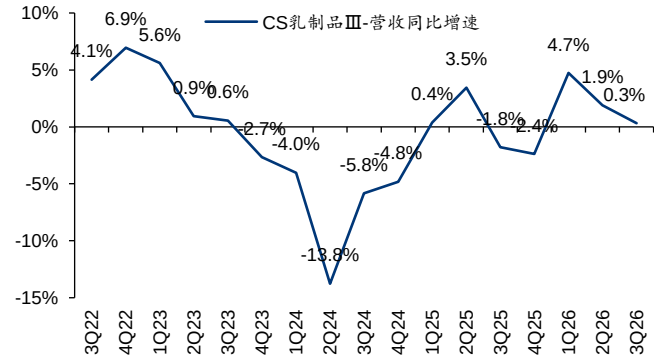
乳制品：Q3 收入保持平稳，原奶周期再平衡

26Q1-3 A 股乳制品板块实现营收/归母/扣非净利 1,412.6/101.4/97.2 亿元，同比+2.4%/-13.7%/-15.1%；其中 26Q3 营收/归母/扣非净利 443.5/31.9/30.7 亿元，同比+0.3%/-7.1%/-6.3%。收入端液奶消费延续弱复苏趋势、龙头企业 26Q3 液奶收入恢复正增长，但板块利润呈现同比下滑，主因补缴税款等因素拖累，剔除上述非经营性的影响因素后、板块核心经营利润保持正增。

具体看 A 股龙头表现：伊利股份 26Q1-3 营收/归母/扣非净利同比+3.6%/-15.6%/-15.6%，26Q3 同比+2.4%/-5.6%/-4.9%，收入端，26Q3 公司液奶业务收入延续同比正增态势，公司主要单品的价盘同比提升，26Q3 金典的收入增速快于基础白奶，双节备货的背景下产品结构有所改善；利润端，26Q3 公司毛销差同比+0.8pct，但受税款缴纳等影响，最终 26Q3 归母净利率同比-0.9pct。展望来看，澳优剩余的商誉已较小、减值风险基本出清，期待公司后续非经营性因素环比减少；此外，公司公告 10-20 亿元回购注销方案，叠加此前公司承诺 26 年分红金额不低于 24 年分红金额（77 亿元），高股息价值仍存。**新乳业** 26Q1-3 营收/归母/扣非净利同比+5.0%/+13.2%/+11.6%，26Q3 同比+4.7%/+6.2%/+4.4%，公司坚定“三鲜鼎立”战略、26Q1-3 低温奶收入延续双位数增长，新品仍有双位数的收入占比。

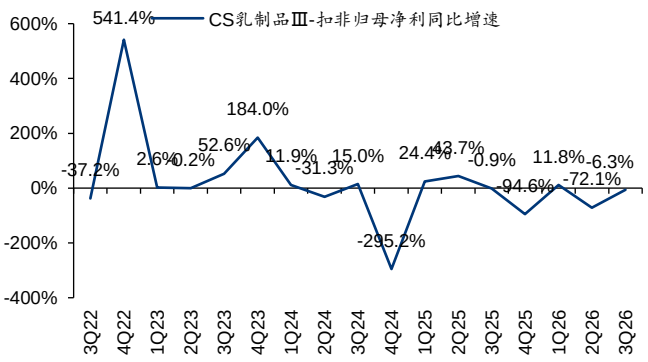
具体看港股龙头表现：H&H 国际控股 26Q1-3 收入 134.5 亿元、同比+24.5%，26Q3 收入 47.5 亿元、同比+25.5%，其中 ANC/BNC/PNC 业务收入同比+21.9%/+43.5%/-13.5%；利润端，受益于 26Q1-3 收入双位数增长带来的经营杠杆效应、公司费用投放相对克制及债务成本下降等，26Q1-3 公司盈利能力显著改善。此外，截至 26Q3 末，公司以人民币计值的借款连同人民币对冲安排，现已提供相当于借款总额 100%的风险覆盖。

图表24：乳制品板块单季度营收同比增速情况



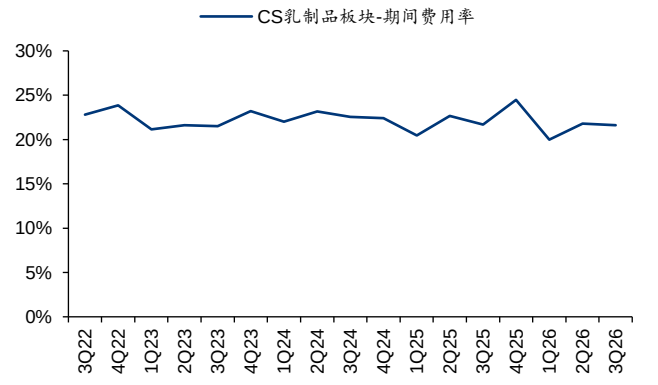
资料来源：Wind，华泰研究

图表25：乳制品板块单季度扣非净利同比增速情况



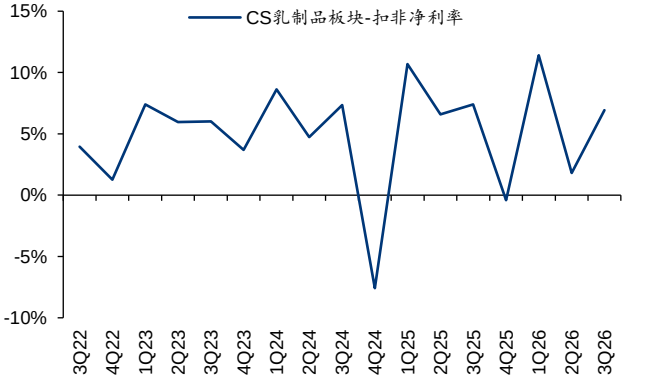
注：24Q4 板块扣非净利同比下滑幅度较大，主因伊利股份商誉减值损失金额较大、影响单季度扣非净利，亦影响了 25Q4 板块扣非净利的基数；
资料来源：Wind，华泰研究

图表26：乳制品板块单季度收入期间费用率情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表27：乳制品板块单季度扣非净利率情况



资料来源：Wind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

展望来看，原奶供给端持续去化、需求端弱复苏的背景下，原奶周期实现再平衡，26 年 7 月以来，奶价实现企稳回升，小乳企发动价格战的能力减弱，行业竞争趋于缓和的背景下，下游乳企的竞争费用有望收敛。1）液奶板块伴随原奶周期走向供需平衡，龙头乳企的收入与盈利有望同步改善；2）奶粉板块，期待生育刺激政策落地带来的婴配粉需求提振；3）奶酪板块，C 端需求企稳、B 端国产替代逻辑持续演绎，头部企业的份额加速集中。**推荐标的上，**推荐乳企龙头**伊利股份/蒙牛乳业**，期待基本面持续改善，截至 2026 年 10 月 30 日，伊利/蒙牛 27 年 PE 分别为 14.6x/11.6x（根据华泰证券最新盈利预测）；以及全家庭健康引领者 **H&H 国际控股**，26Q3 亮眼的经营业绩进一步延续，稳健的现金流支撑化债进程加速，后续分红比例仍有进一步提升空间。

图表28： 26Q1-3 A 股上市乳制品企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	名称	营业收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
600887 CH	伊利股份	938.1	4%	85.3	-16%	36%	0.5pct	22%	-0.5pct	9%	-2.1pct
600597 CH	光明乳业	168.1	-8%	1.3	-16%	17%	-0.2pct	15%	-0.7pct	1%	-0.1pct
002946 CH	新乳业	88.6	5%	7.2	12%	29%	-0.8pct	18%	-1.9pct	8%	0.5pct
600429 CH	三元股份	49.9	2%	1.9	-14%	21%	-1.4pct	22%	-0.9pct	4%	-0.7pct
600882 CH	妙可蓝多	48.7	23%	1.5	28%	30%	-0.1pct	25%	0pct	3%	0.1pct
600419 CH	天润乳业	21.9	5%	0.5	-30%	18%	2.3pct	13%	1.5pct	2%	-1.2pct
605179 CH	一鸣食品	20.8	-3%	0.4	-13%	26%	-2.5pct	23%	-2.4pct	2%	-0.2pct
002570 CH	贝因美	18.7	-8%	0.2	-78%	37%	-7.8pct	35%	-2pct	1%	-3.2pct
002329 CH	皇氏集团	13.6	3%	-1.3	76%	19%	-5pct	28%	-0.6pct	-10%	-4pct
605388 CH	均瑶健康	12.1	11%	-0.2	109%	36%	5.2pct	38%	4.9pct	-2%	-0.9pct
002732 CH	燕塘乳业	11.6	-2%	0.2	-57%	24%	-1pct	20%	0.7pct	2%	-2.5pct
605337 CH	李子园	9.4	-3%	0.9	-31%	33%	-5.9pct	22%	-1.6pct	10%	-3.8pct
002910 CH	庄园牧场	7.7	22%	-0.3	-56%	15%	-4.9pct	23%	-2.4pct	-4%	7.0pct
002719 CH	麦趣尔	3.7	-20%	-0.5	21%	20%	-3.1pct	36%	3.2pct	-14%	-5.0pct
CS 乳制品板块		1412.6	2%	97.2	-15%	32%	0.2pct	21%	-0.5pct	7%	-1.4pct

资料来源：Wind，华泰研究

图表29： 26Q3 A 股上市乳制品企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	名称	营业收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
600887 CH	伊利股份	293.2	2%	29.4	-5%	35%	0.7pct	22%	-0.2pct	10%	-0.8pct
600597 CH	光明乳业	49.3	-14%	-0.8	-8%	17%	2.2pct	18%	0.5pct	-2%	-0.1pct
002946 CH	新乳业	30.5	5%	2.5	4%	27%	-1.7pct	17%	-2.4pct	8%	0pct
600882 CH	妙可蓝多	15.6	12%	0.3	89%	29%	1pct	26%	0.1pct	2%	0.8pct
600429 CH	三元股份	15.2	-1%	0.2	-68%	19%	0.8pct	25%	3.4pct	1%	-2.2pct
600419 CH	天润乳业	7.4	8%	0.3	86%	19%	4.2pct	12%	1.1pct	5%	2pct
605179.SH	一鸣食品	6.9	-7%	0.0	-107%	25%	-4pct	24%	-2pct	0%	-1.8pct
002570 CH	贝因美	5.7	-15%	-0.3	-241%	34%	-10.2pct	40%	1.8pct	-6%	-9pct
002329 CH	皇氏集团	4.3	5%	-0.8	51%	12%	-6pct	32%	2.7pct	-18%	-5.5pct
002732 CH	燕塘乳业	4.1	-1%	0.1	-49%	21%	-3.2pct	18%	-1pct	2%	-2.1pct
605388 CH	均瑶健康	3.7	13%	-0.3	93%	32%	3.7pct	40%	6.6pct	-7%	-2.8pct
605337 CH	李子园	3.4	-5%	0.3	-19%	31%	-7.3pct	20%	-4.2pct	10%	-1.9pct
002910 CH	庄园牧场	2.9	40%	0.0	-88%	10%	-9.2pct	19%	-4.6pct	-1%	14.4pct
002719 CH	麦趣尔	1.3	-24%	-0.2	-57%	23%	2.1pct	35%	-4.6pct	-13%	10.0pct
CS 乳制品板块		443.5	0%	30.7	-6%	30%	0.6pct	22%	-0.1pct	7%	-0.5pct

资料来源：Wind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

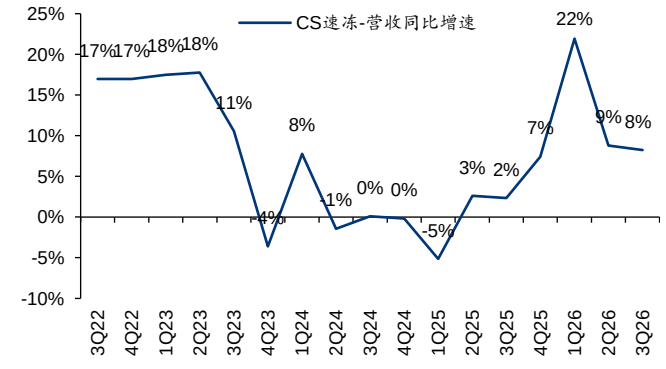
下载日志已记录，仅供内部参考

速冻食品：成本压力下龙头提价潮兴起，期待旺季表现

26Q1-3 速冻食品板块实现营收/归母/扣非净利 245.2/18.5/15.7 亿元，同比+13.1%/+16.4%/+17.5%；其中 26Q3 营收/归母/扣非净利 76.8/4.6/4.1 亿元，同比+8.2%/+3.4%/+2.4%。从经营节奏来看，26Q1 旺季板块需求旺盛，26Q2 进入传统淡季后板块收入增速环比回落、仍然维持正增，淡季整体表现平稳，26Q3 订货会同比表现更优，经销商备货积极性同比有所提升；利润端，鱼糜、鸡肉等部分原材料价格出现波动，龙头企业的成本控制能力维持优势地位，并相继采取提价措施，小厂商多采取收促等措施跟随，行业竞争延续平稳态势，速冻食品龙头安井成本管控能力较强，26Q3 归母净利率延续正增态势，且在板块内率先提价，彰显定价权。此外，我们认为速冻食品行业的竞争已由过去纯粹的价格战转向产品、渠道、供应链等综合实力的比拼，龙头企业凭借大单品需求韧性较强、新渠道实现放量维持收入韧性，行业集中化仍为主线。

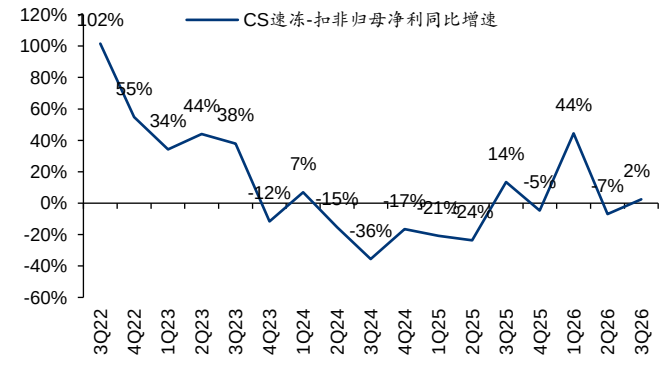
具体看龙头表现：**安井食品** 26Q3 收入/归母/扣非净利润同比+11.4%/+16.9%/+12.5%。收入端，26Q3 逐步往旺季过渡，公司主业维持稳健的收入增长态势；利润端，26Q3 归母净利润实现同比提振，主业盈利能力彰显韧性，公司全年经营目标未调整。**三全食品** 26Q3 收入/归母/扣非净利润同比+6.8%/-41.0%/-36.7%。收入端，C 端业务中，直营渠道持续录得亮眼的表现，核心驱动力为定制品业务的高速成长；B 端业务中，大 B 渠道的收入表现持续好于小 B 渠道。利润端，26Q3 毛利率同比-4.7pct，主因市场费用投入增加及返利结算比例提升等直接冲抵公司毛利，公司费用管控有所改善，最终归母净利率同比-2.6pct。**千味央厨** 26Q3 实现收入/归母/扣非净利润同比+12.3%/+4.7%/+5.8%，收入端，26Q3 大 B（直营）收入同比+39.2%、大 B 客户需求稳健，小 B（经销）收入同比-6.2%、同质化竞争仍较为激烈。利润端，由于部分大宗商品带来成本压力，叠加公司新增对于电商、C 端业务等新渠道与新产品的投入，26Q3 归母净利率同比-0.2pct。此外，公司在马来西亚建设清真认证工厂，有望拓展东南亚市场、贡献海外增量。

图表30：速冻食品板块收入同比增速情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表31：速冻食品板块扣非归母净利同比增速情况



资料来源：Wind，华泰研究

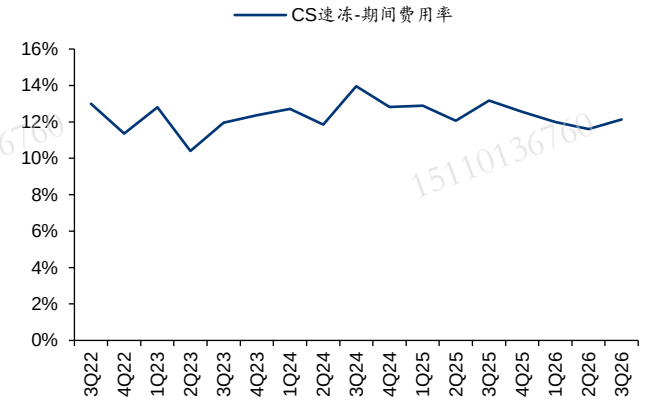
26Q3 部分原材料成本出现波动，行业竞争基本延续平稳态势，板块扣非净利率同比-0.3pct。26Q1-3 速冻食品板块整体毛利率同比-0.1pct 至 21.6%（26Q3 同比-1.6pct），26Q1 原材料价格基本稳定，但旺季需求较好、行业竞争趋缓，主要企业降低折扣促销力度，26Q2 以来，鱼糜、鸡肉等部分原材料价格同比上行，行业竞争总体延续平稳态势，近期主要速冻龙头企业相继采取提价措施，部分对冲成本压力。费用端，26Q1-3 速冻板块期间费用率同比-0.8pct 至 11.9%（26Q3 同比-1.0pct），整体费用控制较优。最终 26Q1-3 速冻食品板块扣非净利率同比+0.2pct 至 6.4%（26Q3 同比-0.3pct）。

展望来看，收入端，期待餐饮需求进一步修复，支撑渠道信心修复与速冻食品企业旺季经营趋势向上，此外，山姆会员店、零食量贩店、线上渠道及定制化 B 端等新渠道贡献结构性增量，龙头全渠道布局与供应链优势有望进一步兑现为份额提升；利润端，部分原材料成本上行，主要速冻食品龙头企业相继提价进行对冲，安井计划在 12 月开启第二轮提价，后续的顺价情况值得关注，当前行业竞争未见加大趋势，各速冻食品企业持续致力于新品推广、产品结构优化、费效提升等，期待行业盈利能力向上修复。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

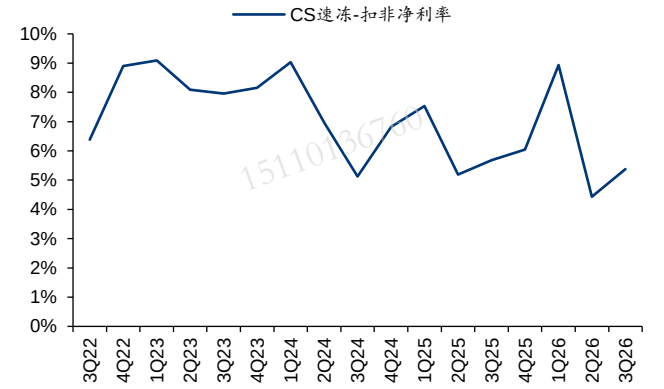
下载日志已记录，仅供内部参考

图表32：速冻食品板块单季度期间费用率情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表33：速冻食品板块单季度扣非净利率情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表34：26Q1-3 上市速冻食品企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	名称	营业收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
603345 CH	安井食品	134.6	18.4%	10.5	21.1%	20.5%	0.2pct	8.5%	-0.7pct	7.8%	0.2pct
002216 CH	三全食品	54.4	8.7%	2.9	5.6%	22.4%	-1.4pct	15.6%	-1.1pct	5.3%	-0.2pct
001215 CH	千味央厨	16.0	16.1%	0.5	-6.1%	23.0%	0.3pct	17.5%	0.6pct	3.1%	-0.7pct
605338 CH	巴比食品	13.5	-0.4%	1.8	1.9%	29.7%	1.7pct	11.3%	0.8pct	13.2%	0.3pct
002702 CH	海欣食品	11.4	17.6%	-0.3	-17.1%	19.6%	-0.1pct	21.2%	-1.2pct	-2.6%	1.1pct
603536 CH	惠发食品	10.0	-6.2%	-0.2	-60.1%	19.4%	1.4pct	19.1%	-1.1pct	-1.6%	8.9pct
605089 CH	味知香	5.3	0.1%	0.5	12.4%	23.2%	2pct	12.2%	1.3pct	9.3%	1pct
CS 速冻食品板块合计		245.2	13.1%	15.7	17.5%	21.6%	-0.1pct	11.9%	-0.8pct	6.4%	0.2pct

资料来源：Wind，华泰研究

图表35：26Q3 上市速冻食品企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	名称	营业收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
603345 CH	安井食品	41.9	11.4%	3.0	12.5%	18.9%	-1.1pct	8.8%	-1pct	7.1%	0.1pct
002216 CH	三全食品	15.3	6.7%	0.3	-36.7%	17.7%	-4.7pct	16.4%	-2.1pct	2.0%	-1.3pct
001215 CH	千味央厨	5.5	12.3%	0.2	5.8%	21.7%	0.5pct	15.3%	-0.1pct	3.7%	-0.2pct
605338 CH	巴比食品	5.0	-4.4%	0.7	-1.6%	30.4%	0.8pct	10.3%	-0.3pct	14.6%	0.4pct
002702 CH	海欣食品	3.9	8.2%	-0.1	36.0%	19.0%	-1.3pct	22.3%	0.7pct	-3.2%	-0.6pct
603536 CH	惠发食品	3.2	-2.1%	-0.1	4.8%	18.7%	-1.4pct	20.1%	-1.1pct	-3.4%	-0.2pct
605089 CH	味知香	1.9	-0.8%	0.2	-12.8%	21.9%	-0.2pct	12.2%	1.1pct	8.6%	-1.2pct
CS 速冻食品板块合计		76.8	8.2%	4.1	2.4%	19.7%	-1.6pct	12.1%	-1pct	5.4%	-0.3pct

资料来源：Wind，华泰研究

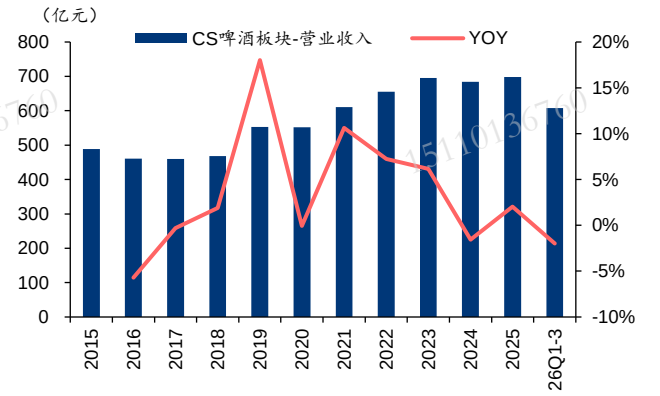
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

啤酒：Q3 需求与成本压力攀升，关注成本与价格传导

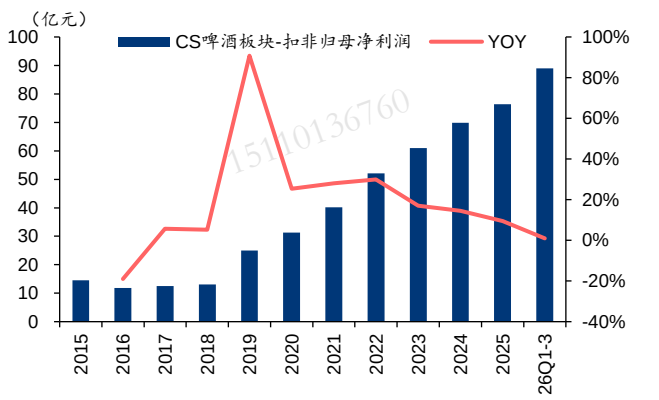
Q3 收入与利润压力攀升。26Q1-3 啤酒板块营收/归母/扣非净利 608.3/94.2/89.0 亿元，同比-2.0%/-0.7%/+1.0%；其中 26Q3 营收/归母/扣非净利 194.6/25.8/23.8 亿元，同比-4.2%/-12.4%/-10.8%。Q3 行业受到多雨天气、淡季需求偏淡、酒企去库的影响，全国性酒企销量显著承压，26Q3 青岛啤酒/重庆啤酒销量同比-9.1%/-9.6%，受餐饮走弱影响较大、且公司对低档酒投入较少；珠江啤酒与燕京啤酒通过份额提升实现优于行业的销量表现（Q3 珠江啤酒销量同比-2.3%），但整体销售压力环比 Q2 均有提升。利润端，Q3 龙头利润压力普遍大于 Q2，核心在于规模效应减弱，高价原材料使用占比提升等原因。

图表36：啤酒板块收入及同比增速情况（右轴）



注：2019 年及之后数据已追溯调整考虑重庆啤酒重大资产购买影响，2019 年之前未追溯调整；
资料来源：Wind，华泰研究

图表37：啤酒板块扣非归母净利及同比增速情况（右轴）



注：2019 年及之后数据已追溯调整考虑重庆啤酒重大资产购买影响，2019 年之前未追溯调整；
资料来源：Wind，华泰研究

价格端：低档酒需求收缩且酒企主动控制，吨价企稳、升级延续。26Q1-3 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒吨酒收入同比+1.8%/-0.1%/ +2.1%/+2.7%；具体到 Q3，青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒吨酒收入同比+3.9%/+0.0%/+2.3%/+2.3%，消费弱复苏下，酒企主动收缩低档酒产品销售、聚焦中高档大单品升级，具有质价比的 8 元价格带持续扩容，我们预计青岛啤酒的经典延续稳健增长，白啤、干啤受益品类优势实现高增；重庆啤酒的嘉士伯品牌表现更优、重庆/乌苏等因基地市场消费场景减少而有所承压；据公司公告，燕京啤酒的 U8 全国化进程继续提速，Q3 销量增幅达到 38%。

图表38：26Q1-3/26Q3 龙头酒企量价及毛利同比增速表

	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒
		26Q1-3		
营业收入 YOY	-4.5%	-5.1%	4.3%	3.1%
销量 YOY	-6.2%	-5.1%	/	0.4%
吨酒收入 YOY	1.8%	-0.1%	/	2.7%
吨成本 YOY	1.1%	0.9%	/	2.6%
毛利率 YOY	0.4pct	-0.5pct	3.2pct	0.1pct
		26Q3		
营业收入 YOY	-5.6%	-9.6%	2.3%	-0.1%
销量 YOY	-9.1%	-9.6%	/	-2.3%
吨酒收入 YOY	3.9%	0.0%	/	2.3%
吨成本 YOY	6.5%	4.6%	/	4.1%
毛利率 YOY	-1.4pct	-2.3pct	2pct	-0.9pct

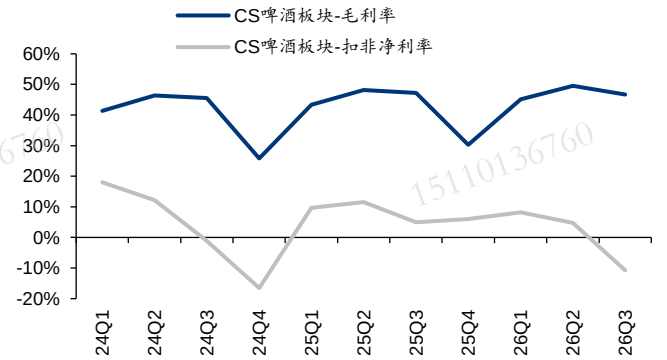
资料来源：各公司公告，华泰研究

Q3 成本压力逐步攀升，规模效应减弱导致费效比下降。26Q1-3 啤酒板块毛利率 47.2%，同比+0.9pct（26Q3 毛利率 46.7%，同比-0.5pct），Q3 因销售规模下滑导致固定成本占比提升，且铝罐/运费等成本有所攀升。26Q1-3 板块期间费用率 18.0%，同比+0.4pct；26Q3 期间费用率 20.8%，同比+1.2pct，费率提升主因规模效应减弱及旺季投放增加。最终 26Q1-3 板块扣非净利率 14.6%，同比+0.4pct（Q3 为 12.2%，同比-0.9pct）。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

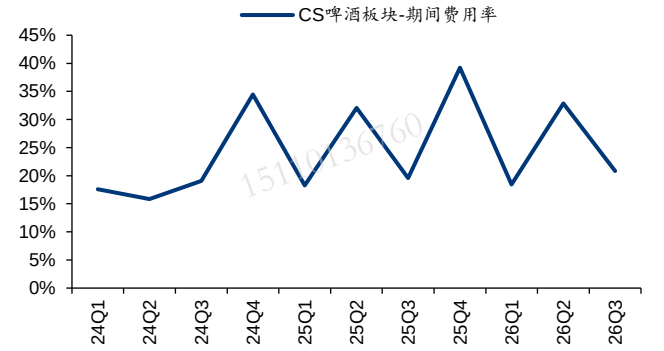
下载日志已记录，仅供内部参考

图表39：CS 啤酒板块单季度毛利率变动情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表40：CS 啤酒板块单季度费用率变动情况



资料来源：Wind，华泰研究

展望来看，当前啤酒消费进入淡季，我们判断销售将延续前三季度偏淡的趋势，酒企重点进行库存清理与团队/产品的优化调整，结构升级仍需关注中高端产品动销与区域竞争差异。成本端是 Q4 最重要的关注指标，酒企一般在 Q4 末对第二年的主要原材料进行锁价，当前看大麦/铝罐等成本价格上涨较多，重点关注企业通过提价、降本、升级消化与传导成本压力。推荐中高档大单品放量带动全国化加速与盈利释放的燕京啤酒，关注高股息率、销量逐步企稳的青岛啤酒股份、大单品与新渠道加速布局的华润啤酒。

图表41：26Q1-3 上市啤酒企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	期间费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
600600 CH	青岛啤酒	280.4	-5%	46.3	-6%	44%	0.4pct	15%	0.6pct	17%	-0.2pct
600132 CH	重庆啤酒	123.9	-5%	11.0	-10%	50%	-0.5pct	20%	1.2pct	9%	-0.5pct
000729 CH	燕京啤酒	140.2	4%	21.1	25%	50%	3.2pct	22%	-0.6pct	15%	2.5pct
002461 CH	珠江啤酒	52.3	3%	9.4	4%	52%	0.1pct	21%	-0.9pct	18%	0.2pct
600573 CH	惠泉啤酒	5.9	2%	1.1	15%	42%	4.2pct	10%	1.9pct	19%	2.1pct
000752 CH	*ST 西发	3.1	-5%	0.3	34%	42%	-1.1pct	16%	-1pct	11%	3.2pct
000929 CH	兰州黄河	2.6	17%	-0.3	-33%	18%	-1.8pct	39%	-5.7pct	-10%	7.4pct
	CS 啤酒	608.3	-2%	89.0	1%	47%	0.9pct	18%	0.4pct	15%	0.4pct

资料来源：Wind，华泰研究

图表42：26Q3 上市啤酒企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	期间费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
600600 CH	青岛啤酒	83.8	-6%	9.6	-25%	42%	-1.4pct	49%	3pct	11%	-3pct
000729 CH	燕京啤酒	49.8	2%	7.3	12%	52%	2pct	61%	-0.1pct	15%	1.3pct
600132 CH	重庆啤酒	38.1	-10%	3.2	-13%	49%	-2.3pct	66%	0.6pct	8%	-0.3pct
002461 CH	珠江啤酒	18.7	0%	3.0	-4%	50%	-0.9pct	58%	-2.1pct	16%	-0.7pct
000752 CH	*ST 西发	1.1	-14%	0.1	-16%	43%	-0.5pct	45%	8.4pct	13%	-0.2pct
000929 CH	兰州黄河	0.8	-35%	-0.1	-75%	28%	2.8pct	124%	-13.1pct	-7%	12.1pct
600573 CH	惠泉啤酒	2.2	-3%	0.6	11%	44%	2.8pct	27%	-1.5pct	29%	3.7pct
	CS 啤酒	194.6	-4%	23.8	-11%	47%	-0.5pct	56%	1.2pct	12%	-0.9pct

资料来源：Wind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

饮料：弱需求叠加成本和竞争压力，26Q3 基本面进一步走弱

受天气因素影响下的弱需求，竞争加剧，以及成本上行多重因素影响，软饮料板块 26Q3 收入利润表现明显环比承压。26Q1-Q3 软饮料板块实现营收/归母/扣非净利 322.6/61.2/57.2 亿元，同比+10.8%/+7.0%/+8.3%，前三季度板块维持稳健增长，不过 26Q3 营收/归母/扣非净利 103.4/18.0/17.6 亿元，同比-0.05%/-14.2%/-8.2%，单季度表现继续环比承压。

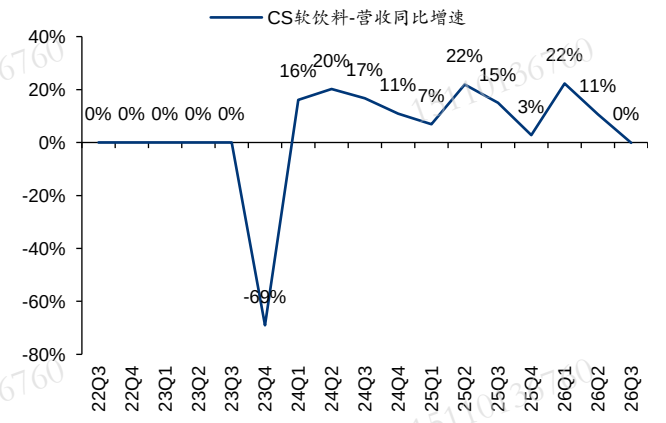
我们认为，收入端，26Q3 全国降水较多，竞争加剧，以及较弱的消费力导致行业整体营收加剧承压；利润端，受收入下行导致规模效应减少，油价上涨带来核心成本 PET 价格持续提升（据 Wind，26Q3 聚酯瓶片均价为 7779 元，环比 26H1 继续提升），以及竞争加剧下行业加大促销力度（比如一元乐享、扫码红包等活动力度增加）影响，板块盈利能力承受更大压力。

具体看龙头表现：**东鹏饮料** 26Q1-Q3 营收/归母/扣非净利同比+10.4%/+10.2%/+8.8%，26Q3 同比+0.8%/-7.8%/-1.3%，26Q3 单季营收与利润增速均较 26H1 明显降速，我们认为主要受天气不利因素以及竞争加剧影响。

收入端，（1）26Q3 东鹏特饮和补水啦营收有所承压——东鹏特饮下滑 8.6%，补水啦基本持平。不过我们认为，考虑到整体饮料行业 beta 承下行，公司能量饮料及电解质水依然在逆势提升份额。（2）茶饮料保持高速增长，同比增长 145%，我们认为主要系茶饮料良好铺货以及不断渠道下沉所致。

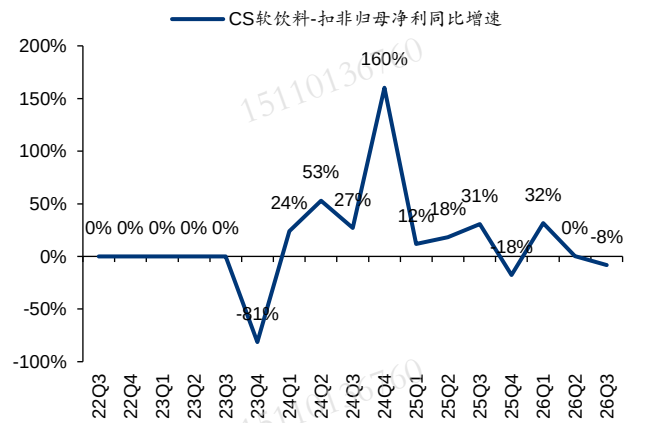
利润端，公司于 25 年末对主要原材料采取锁价措施，因此享受一定成本红利，不过产品结构变化（高毛利率能量饮料占比减少，低毛利率茶饮料占比提升）以及促销力度增加一定程度上对冲了成本红利。此外汇兑损益也较大幅度影响了公司利润表现。26Q1-Q3 公司毛利率同比+2.3pct，但期间费用率同比+2.4pct（费用投放加大），26Q1-Q3 归母净利率/扣非净利率同比基本持平/-0.3pct，26Q3 归母/扣非净利率同比-1.9pct/-0.4pct。

图表43：软饮料行业收入同比增速情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表44：软饮料行业扣非净利同比增速情况



注 1：24Q4CS 软饮料板块扣非净利润同比明显提升，主要系东鹏饮料 24Q4 扣非净利同比+63.0%，泉阳泉 24Q4 扣非净利减亏 4.8 亿（23Q4 计提 4.7 亿资产减值损失）；
注 2：不包含港股软饮料企业；
资料来源：Wind，华泰研究

26Q3 成本压力增加，控费力度也同步提升。26Q1-Q3 软饮料板块毛利率同比+1.3pct 至 43.0%（26Q3 同比-0.5pct 至 41.8%），PET 价格 26Q3 环比继续提升导致板块三季度毛利率压力增大。不过在成本压力加大背景下，行业加大控费力度，因此 26Q1-Q3 软饮料板块期间费用率同比+1.0pct 至 18.9%（26Q3 同比+0.2pct 至 17.7%），最终 26Q1-Q3 软饮料板块扣非净利率同比+0.1pct 至 18.0%，26Q3 同比-1.5pct 至 17.0%。

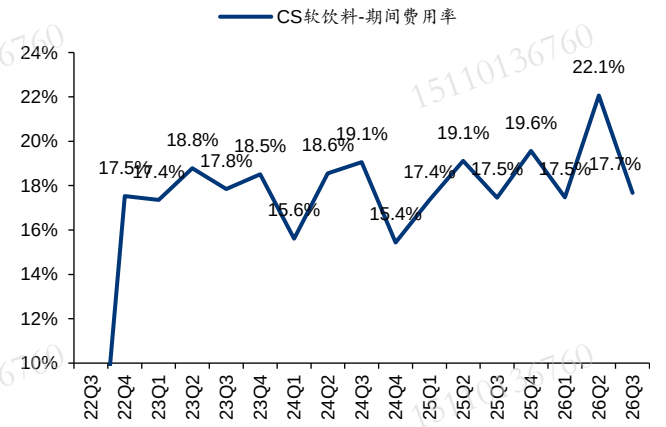
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

当前行业正处于阶段性逆风，不过在此过程龙头有望不断提升份额，展望未来，竞争格局有望趋缓，以及若消费力复苏，行业依然维持较好弹性。

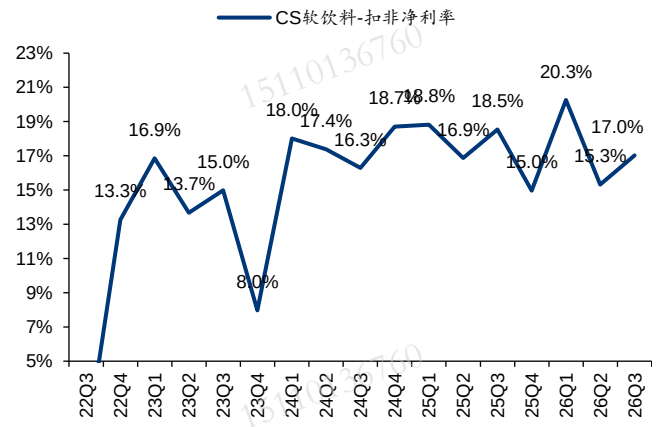
26 年以来需求承压、成本上涨以及竞争加剧导致软饮料行业面临一定逆风，不过这也是拥有渠道优势、组织优势的龙头企业继续提升份额的良好机会。此外能持续推出顺应健康化、功能化产品的企业也将享有更好的增长动能。27 年如果成本压力继续维持高位，行业或也将进行提价/减促动作以对冲压力，这有利于行业竞争趋缓，整体向上升级。此外未来随着消费力复苏，软饮料行业将依然具备较好弹性。**推荐标的上，**推荐 26 年包装水份额有望持续提升/即饮茶业务有望维持成长的**农夫山泉**，能量饮料继续提升份额，茶饮料高增，且加大股东回报力度的东鹏饮料，以及高股息的**康师傅控股/统一企业中国**。

图表45： 软饮料板块单季度期间费用率



资料来源：Wind，华泰研究

图表46： 软饮料板块单季度扣非归母净利率



资料来源：Wind，华泰研究

图表47： 26Q1-Q3 上市 A 股软饮料企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
605499 CH	东鹏饮料	186.0	10.4%	38.5	8.8%	47.5%	2.30%	20.2%	2.36%	20.7%	-0.31%
603156 CH	养元饮品	50.0	27.9%	10.6	10.5%	41.2%	-3.34%	11.5%	-2.49%	21.2%	-3.35%
000848 CH	承德露露	20.3	3.8%	3.7	-3.5%	46.1%	0.53%	21.9%	2.23%	18.2%	-1.37%
600189 CH	泉阳泉	12.0	17.1%	0.4	-1567.6%	35.4%	-0.79%	20.0%	-2.24%	3.2%	3.45%
600300 CH	维维股份	25.8	8.0%	2.4	2.5%	28.2%	0.56%	15.0%	1.09%	9.2%	-0.50%
603711 CH	香飘飘	18.6	10.5%	0.0	-96.5%	35.0%	0.21%	34.3%	-6.16%	-0.2%	6.13%
605198 CH	安德利	10.0	-24.2%	1.6	-40.6%	24.3%	-0.07%	6.6%	3.61%	16.4%	-4.50%
合计	软饮料	322.6	10.8%	57.2	8.3%	43.0%	1.28%	18.9%	1.01%	17.7%	-0.41%

资料来源：Wind，华泰研究

图表48： 26Q3 上市 A 股软饮料企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
605499 CH	东鹏饮料	61.5	0.8%	12.5	-1.3%	45.7%	0.45%	17.9%	-0.06%	20.4%	-0.42%
603156 CH	养元饮品	15.0	3.8%	2.7	-17.1%	40.9%	-1.83%	12.7%	0.43%	18.4%	-4.65%
000848 CH	承德露露	4.9	-14.3%	0.7	-41.0%	40.8%	-3.96%	21.5%	5.92%	14.9%	-6.74%
600189 CH	泉阳泉	4.2	24.3%	0.0	-128.2%	33.9%	-0.47%	17.8%	-4.37%	0.8%	4.56%
600300 CH	维维股份	9.1	5.3%	1.1	-10.9%	31.7%	-1.22%	14.5%	0.51%	12.0%	-2.19%
603711 CH	香飘飘	5.8	-10.0%	0.0	-147.8%	34.8%	-3.79%	34.7%	-0.66%	-0.4%	-1.09%
605198 CH	安德利	2.8	-23.6%	0.5	-38.4%	24.5%	-1.07%	7.9%	2.90%	17.0%	-4.09%
合计	软饮料	103.4	0.0%	17.6	-8.2%	41.8%	-0.50%	17.7%	0.22%	17.0%	-1.52%

资料来源：Wind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

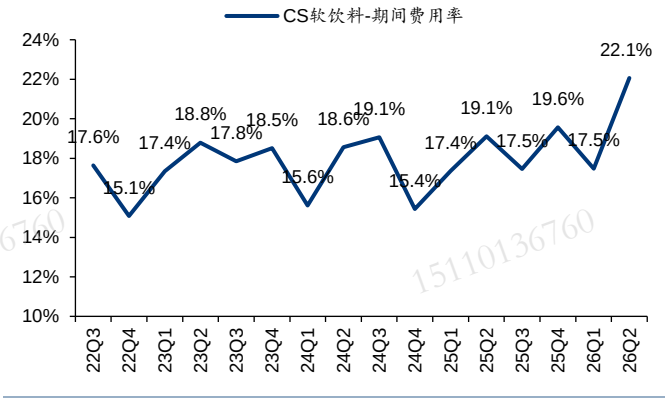
下载日志已记录，仅供内部参考

休闲食品：双节需求较弱，关注四季度旺季备货

前三季度收入及利润保持增长，单三季度盈利有所承压。26Q1—Q3 休闲食品板块营收/归母/扣非净利分别为 558.2/26.5/22.3 亿元，同比+4.0%/+8.1%/+12.0%； 26Q3 营收/归母/扣非净利分别为 184.8/8.3/7.5 亿元，同比+1.7%/-8.0%/-8.3%（说明：归母净利润口径均剔除好想你，其余指标包含好想你）。前三季度受益 26 年春节良好备货，整体板块依然保持业绩稳定增长。不过单三季度板块整体表现较上半年有所降速，我们判断主要系中秋国庆双节疲软需求所致（不如 26Q1 春节需求好），以及零食量贩等新渠道高基数下增长放缓所致。

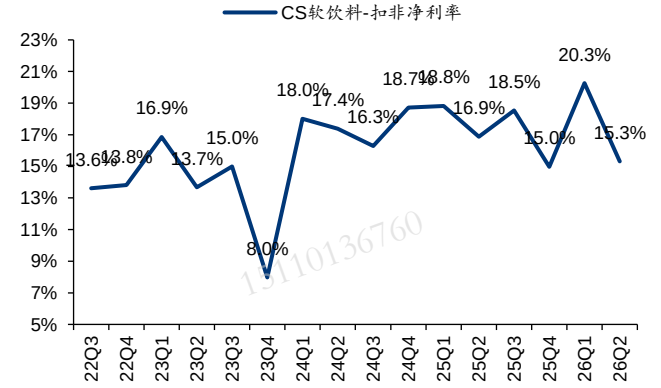
龙头因渠道与品类调整节奏差异而表现分化。26Q3 洽洽食品收入/归母净利同比+6.1%/+79.1%，坚果品类收入接近双位数增长，量贩及即时零售渠道增长较快；盐津铺子收入/归母净利同比-1.7%/-33.8%，电商和定量流通渠道调整拖累收入，但健康蛋制品、海味零食仍保持较快增长；西麦食品收入/归母净利同比+21.0%/+54.9%，有机燕麦、食养粉及渠道自有品牌代工业务贡献增量。

图表49：休闲食品行业收入同比增速情况



资料来源：Wind，华泰研究

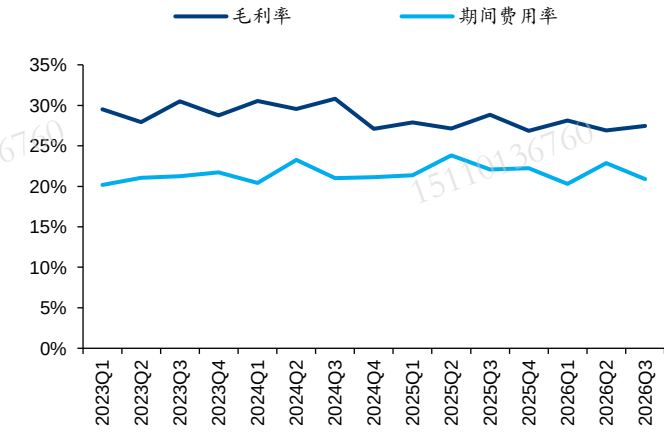
图表50：休闲食品行业扣非净利同比增速情况



资料来源：Wind，华泰研究

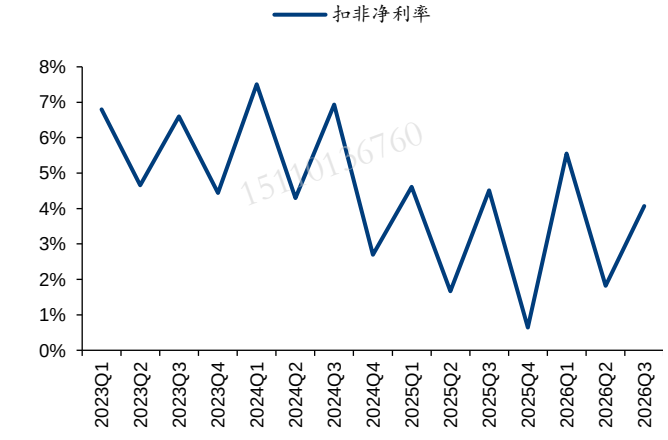
26Q3 毛利率压力增大，费用率下降提供部分对冲。利润端，26Q1—Q3 休闲食品板块毛利率 27.5%，同比-0.4pct；26Q3 毛利率 27.5%，同比-1.4pct，判断主要系油脂、坚果、鱼糜等成本上涨所致。费用端，26Q1—Q3 板块期间费用率 21.2%，同比-1.1pct；26Q3 期间费用率 20.9%，同比-1.2pct，成本上涨背景下，各家企业强化费用管控，最终 26Q1—Q3 板块扣非净利率 4.0%，同比+0.3pct；26Q3 扣非净利率 4.1%，同比-0.4pct。

图表51：休闲食品板块单季度毛利率&期间费用率



资料来源：Wind，华泰研究

图表52：休闲食品板块单季度扣非归母净利率



资料来源：Wind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

短期关注四季度旺季备货情况，中长期渠道增长仍有红利空间。展望来看，短期随着 26Q4 进入休食旺季，关注行业春节备货需求带来的潜在业绩催化。中长期来看，我们认为行业仍有结构性渠道增量。量贩零食、会员制商超、即时零售及渠道自有品牌业务仍处于良好增长阶段，为具备产品和供应链优势的企业提供增长机会；此外后续随着流通渠道企稳，行业需求有望进一步修复。推荐标的上，当前重点推荐健康食品龙头企业**西麦食品/五谷磨房**；盈利有望持续修复，股息率较优的**洽洽食品。**

图表53：26Q1—Q3 上市休闲食品企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
300783 CH	三只松鼠	73.2	-5.6%	1.9	236.7%	25.9%	0.7pct	22.0%	-2.0pct	2.6%	1.9pct
002557 CH	洽洽食品	53.6	19.1%	3.3	191.3%	26.1%	4.2pct	17.8%	-0.5pct	6.2%	3.7pct
002847 CH	盐津铺子	45.3	2.4%	5.2	-5.5%	31.3%	1.0pct	16.9%	2.0pct	11.6%	-1.0pct
603719 CH	良品铺子	44.4	7.1%	0.1	扭亏	27.1%	2.2pct	26.2%	-2.5pct	0.2%	3.7pct
603866 CH	桃李面包	39.6	-2.2%	1.9	-34.1%	21.4%	-1.7pct	11.8%	0.0pct	4.8%	-2.3pct
603517 CH	绝味食品	38.6	-9.5%	1.1	-54.3%	25.3%	-5.0pct	19.2%	-0.5pct	2.9%	-2.8pct
300973 CH	立高食品	32.9	4.5%	1.5	-37.5%	29.4%	-0.5pct	21.9%	2.5pct	4.6%	-3.1pct
603777 CH	来伊份	26.1	-8.6%	-1.6	增亏	21.7%	-9.9pct	26.2%	-9.5pct	-6.2%	-1.5pct
605339 CH	南侨食品	21.7	-4.4%	-0.5	转亏	17.8%	-1.2pct	18.5%	1.5pct	-2.2%	-3.3pct
003000 CH	劲仔食品	21.4	18.4%	1.4	0.6%	25.6%	-3.6pct	17.4%	-2.5pct	6.7%	-1.2pct
002956 CH	西麦食品	20.6	21.7%	2.2	71.7%	43.9%	0.3pct	30.9%	-3.6pct	10.6%	3.1pct
000716 CH	黑芝麻	18.8	27.9%	0.7	扭亏	24.3%	1.7pct	16.5%	-4.5pct	3.6%	4.1pct
605300 CH	佳禾食品	17.5	-0.9%	0.2	53.4%	13.9%	1.4pct	12.4%	1.0pct	0.9%	0.3pct
603697 CH	有友食品	17.0	36.4%	1.7	13.0%	21.8%	-5.5pct	8.8%	-2.8pct	10.2%	-2.1pct
002695 CH	煌上煌	16.3	18.4%	0.9	3.0%	29.8%	-3.2pct	20.9%	-2.5pct	5.6%	-0.8pct
002991 CH	甘源食品	16.2	5.7%	1.5	5.5%	33.3%	-1.7pct	21.4%	-2.3pct	9.1%	0.0pct
603886 CH	元祖股份	15.3	-1.1%	0.7	-19.7%	65.0%	0.7pct	55.9%	3.4pct	4.7%	-1.1pct
300997 CH	欢乐家	11.6	11.0%	0.5	480.2%	29.1%	-0.1pct	21.8%	-3.6pct	4.0%	3.2pct
002582 CH	好想你	10.3	-3.5%	-0.4	转亏	32.9%	4.2pct	35.9%	7.5pct	-3.8%	-4.7pct
300915 CH	海融科技	8.1	10.5%	-0.03	减亏	25.1%	1.2pct	24.6%	-3.2pct	-0.4%	3.1pct
300892 CH	品渥食品	6.2	5.2%	-0.02	转亏	19.9%	3.3pct	19.7%	5.7pct	-0.3%	-1.9pct
002820 CH	桂发祥	3.6	-3.5%	-0.1	转亏	46.1%	0.9pct	46.2%	2.3pct	-1.6%	-1.7pct
合计		**558.2**	**4.0%**	**22.3**	**12.0%**	**27.5%**	**-0.4pct**	**21.2%**	**-1.1pct**	**4.0%**	**0.3pct**

资料来源：Wind，华泰研究

图表54：26Q3 上市休闲食品企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
300783 CH	三只松鼠	20.4	-10.5%	0.01	-87.9%	24.0%	-1.7pct	23.7%	-1.5pct	0.0%	-0.2pct
002557 CH	洽洽食品	18.6	6.1%	1.3	84.5%	26.6%	2.1pct	16.5%	-1.0pct	7.1%	3.0pct
002847 CH	盐津铺子	14.6	-1.7%	1.3	-39.3%	29.4%	-2.2pct	17.6%	4.1pct	9.1%	-5.6pct
603866 CH	桃李面包	14.0	-2.6%	0.5	-43.5%	20.9%	-2.3pct	11.2%	-0.9pct	3.8%	-2.8pct
603517 CH	绝味食品	13.4	-6.8%	0.3	-71.9%	23.3%	-7.6pct	19.4%	0.2pct	2.2%	-5.2pct
603719 CH	良品铺子	12.9	-1.6%	-0.02	减亏	28.1%	1.9pct	27.4%	-1.1pct	-0.1%	2.0pct
300973 CH	立高食品	10.8	0.6%	0.3	-65.0%	28.5%	-0.4pct	23.5%	4.9pct	2.5%	-4.6pct
603777 CH	来伊份	8.0	-12.8%	-0.5	减亏	17.3%	-12.1pct	23.0%	-14.7pct	-6.7%	2.0pct
603886 CH	元祖股份	7.8	8.8%	1.4	13.8%	68.5%	1.2pct	41.4%	0.0pct	18.5%	0.8pct
003000 CH	劲仔食品	7.6	10.7%	0.5	-15.8%	26.3%	-2.7pct	18.7%	-0.7pct	6.1%	-1.9pct
605339 CH	南侨食品	7.0	-1.5%	-0.4	增亏	15.8%	-1.2pct	19.3%	1.0pct	-5.3%	-4.2pct
000716 CH	黑芝麻	6.9	27.0%	0.4	扭亏	26.2%	2.4pct	15.0%	-7.7pct	5.4%	5.8pct
603697 CH	有友食品	6.6	40.2%	0.7	10.0%	19.9%	-7.1pct	7.8%	-3.4pct	10.1%	-2.8pct
002956 CH	西麦食品	6.6	21.0%	0.8	56.2%	43.6%	-0.2pct	29.3%	-3.5pct	11.6%	2.6pct
605300 CH	佳禾食品	6.2	6.6%	0.02	-72.9%	12.9%	0.0pct	12.8%	1.0pct	0.4%	-1.0pct
002991 CH	甘源食品	5.5	-6.4%	0.8	4.3%	35.7%	-1.5pct	18.3%	-3.6pct	14.4%	1.5pct
300997 CH	欢乐家	4.2	43.5%	0.3	扭亏	27.6%	-0.8pct	19.0%	-9.9pct	6.1%	8.8pct
002695 CH	煌上煌	4.1	3.0%	0.1	-37.8%	35.1%	-0.5pct	27.4%	0.7pct	3.1%	-2.0pct
002582 CH	好想你	3.2	-14.8%	-0.2	增亏	31.4%	4.2pct	36.0%	9.6pct	-5.5%	-3.4pct
300915 CH	海融科技	2.8	29.4%	-0.1	减亏	20.9%	2.3pct	25.0%	-4.9pct	-4.8%	4.9pct
300892 CH	品渥食品	2.3	4.1%	0.05	扭亏	20.4%	4.9pct	18.0%	0.9pct	2.1%	3.0pct
002820 CH	桂发祥	1.2	-2.9%	0.02	-55.4%	47.6%	0.2pct	44.0%	1.8pct	1.7%	-2.0pct
合计		**184.8**	**1.7%**	**7.5**	**-8.3%**	**27.5%**	**-1.4pct**	**20.9%**	**-1.2pct**	**4.1%**	**-0.4pct**

资料来源：Wind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表55：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级	最新收盘价 (当地币种)	目标价 (当地币种)	市值 (百万) (当地币种)	EPS (元) 2025	2026E	2027E	2028E	PE (倍) 2025	2026E	2027E	2028E
五谷磨房	1837 HK	买入	1.32	2.54	2,889	0.12	0.17	0.21	0.24	9.31	6.76	5.48	4.67
华润啤酒	291 HK	买入	19.91	27.51	64,592	1.04	1.70	1.75	1.81	16.40	10.05	9.75	9.40
H&H 国际控股	1112 HK	买入	24.12	33.14	15,571	0.30	1.56	1.90	2.22	67.95	13.20	10.85	9.29
今世缘	603369 CH	买入	34.76	45.78	43,339	2.09	2.09	2.18	2.33	16.65	16.60	15.95	14.92
山西汾酒	600809 CH	买入	130.95	166.53	159,754	10.04	7.38	7.93	8.58	13.05	17.75	16.51	15.27
贵州茅台	600519 CH	买入	1,439.10	1,785.75	1,798,992	65.85	67.04	71.43	74.87	21.85	21.47	20.15	19.22
青岛啤酒股份	168 HK	买入	40.12	49.66	54,732	3.36	3.18	3.27	3.37	10.21	10.78	10.51	10.18
蒙牛乳业	2319 HK	买入	20.52	25.30	79,437	0.40	1.28	1.46	1.56	44.00	13.73	12.03	11.25
农夫山泉	9633 HK	买入	43.46	53.41	488,771	1.41	1.62	1.82	1.99	26.36	23.02	20.48	18.66
泸州老窖	000568 CH	买入	79.77	97.00	117,414	7.36	4.24	4.85	5.51	10.84	18.84	16.43	14.47
千禾味业	603027 CH	买入	7.03	8.50	9,355	0.26	0.26	0.34	0.41	26.92	26.59	20.43	17.15
燕京啤酒	000729 CH	买入	10.88	12.75	30,666	0.60	0.74	0.85	0.94	18.26	14.72	12.80	11.61
康师傅控股	322 HK	买入	12.73	14.71	71,764	0.80	0.80	0.86	0.89	13.65	13.64	12.74	12.26
伊利股份	600887 CH	买入	30.62	35.19	193,683	1.83	1.59	2.07	2.15	16.75	19.29	14.80	14.26
统一企业中国	220 HK	买入	7.94	9.11	34,296	0.47	0.49	0.53	0.57	14.32	13.82	12.86	11.84
东鹏饮料	605499 CH	买入	110.40	124.20	81,056	6.01	6.41	6.21	7.27	18.36	17.21	17.79	15.19
迎驾贡酒	603198 CH	买入	48.53	53.77	38,824	2.48	2.60	2.83	3.09	19.55	18.65	17.15	15.72
西麦食品	002956 CH	买入	20.25	22.00	6,329	0.55	0.90	1.10	1.36	36.86	22.46	18.35	14.90
古井贡酒	000596 CH	买入	103.80	111.10	54,869	6.71	4.25	5.05	5.55	15.46	24.43	20.56	18.71
东鹏饮料	9980 HK	买入	99.20	105.57	72,833	6.01	6.41	6.21	7.27	14.12	13.24	13.68	11.68
洽洽食品	002557 CH	买入	19.28	20.48	9,753	0.63	1.13	1.28	1.52	30.63	17.11	15.01	12.68
中炬高新	600872 CH	买入	19.89	21.09	15,335	0.70	0.99	1.11	1.25	28.55	20.08	17.91	15.94
海天味业	3288 HK	增持	26.00	38.61	151,943	1.20	1.20	1.27	1.37	18.48	18.60	17.49	16.19
海天味业	603288 CH	增持	35.20	38.10	205,708	1.20	1.20	1.27	1.37	29.23	29.43	27.67	25.60

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表56：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
五谷磨房 (1837 HK)	26H1 实现收入/归母净利润 14.5/1.6 亿元，同比+27.8%/+46.0%，符合前次业绩预告（前次预告 H1 归母净利润 1.5-1.6 亿元，同比+40-50%）。26H1 收入端延续快速增长态势，商超专柜呈现稳健增长、线下货架及电商渠道同比实现高增，公司在食养谷物粉品类的市占率持续提升；利润端增长提速主要得益于收入规模扩大带来的经营杠杆效应及人效持续提升，26H1 销售费用率及管理费用率同比明显下行。展望未来，养生全民化趋势下中式食养赛道景气度延续，药食同源市场规模持续扩容，龙头有望充分享受行业增长红利，公司持续升级三大产品矩阵，以大单品核桃芝麻黑豆粉为核心，积极培育冲调品类第二增长曲线，增长动能充沛，维持“买入”评级。 我们看好公司作为中式食养赛道领先者，在专柜渠道壁垒深厚、核心单品持续放量、会员店等新渠道贡献增量等多重驱动下，成长势能有望持续向上。考虑到公司线下渠道增长势头强劲，功能改善型产品在高端价格带的差异化竞争优势持续凸显，我们上调盈利预测，预计 26-28 年 EPS 0.17/0.21/0.24 元（较前次上调 10%/13%/16%），参考可比公司 26 年 PE 均值 13x，给予公司 26 年目标 PE 13x，目标价 2.54 港币（前次 2.10 港币，对应 26 年 12x PE），维持“买入”。 风险提示：消费复苏不及预期、行业竞争加剧、新品推广不及预期 报告发布日期：2026 年 08 月 28 日 **点击下载全文：五谷磨房(1837 HK,买入)：养生全民化趋势下 26H1 业绩亮眼**
华润啤酒 (291 HK)	公司公布上半年业绩：26H1 收入 242.4 亿元（同比+1.2%），归母净利润 51.7 亿（同比-10.7%），利润下滑主因 25H1 确认土地转让收益 8.27 亿元（26H1 仅确认 0.8 亿）。分业务看，26H1 啤酒/白酒收入同比+2.2%/-27.2%，啤酒受益喜力等高增带动量价齐升（H1 量/价同比+1.7%/+0.5%），费用精益化带动核心 EBIT 同比+1.2%；白酒延续承压趋势。展望未来，H2 在量价低基数下啤酒业务有望维持增长、喜力快增&即时零售渠道发力有望带动份额持续上行；白酒聚焦价格修复、推动光瓶酒复用啤酒渠道并提高华润系客户系统覆盖，经营有望好转，维持“买入”评级。 展望下半年，公司把握新消费趋势，聚焦区域品牌复苏+即时零售布局以应对行业新需求，有望继续高质量发展。考虑外围环境导致运费等成本上涨较多且行业需求恢复不及预期，我们略下调公司盈利预测，预计 26-28 年 EPS 1.70/1.75/1.81 元（较前次下调 5%/6%/5%），参考可比公司 26 年 PE 均值 14x，给予 26 年目标 PE 14x，目标价 27.51 港元（前次目标价 30.47 港元，对应 26 年 15xPE），维持“买入”。 风险提示：消费恢复不及预期，成本波动，食品安全事件。 报告发布日期：2026 年 08 月 20 日 **点击下载全文：华润啤酒(291 HK,买入)：量价齐升驱动龙头稳健经营**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
H&H 国际控股 (1112 HK)	26Q1-3 公司收入为 134.5 亿元（同比+24.5%），其中 ANC 业务收入 61.7 亿元（同比+17.7%），BNC 业务收入 57.4 亿元（同比+44.6%），PNC 业务收入 15.3 亿元（同比-3.6%）；26Q3 公司收入为 47.5 亿元（同比+25.5%），具体来看，ANC 业务 26Q3 收入 22.0 亿元（同比+21.9%），Swisse 在中国内地及澳新国内市场维持强势表现，东南亚等新兴市场稳步开拓，BNC 业务 26Q3 收入 21.1 亿元（同比+43.5%），其中婴配粉业务收入 18.2 亿元（同比+47.9%），PNC 业务 26Q3 收入 4.4 亿元（同比-13.5%）。利润端，受益于 26Q1-3 收入双位数增长带来的经营杠杆效应、公司费用投放相对克制及债务成本下降等，26Q1-3 公司盈利能力显著改善。此外，稳健的现金流表现带动 26 年全年化债进程加速。伴随公司费效比持续提升、经营杠杆改善、债务结构优化等，我们预计公司全年盈利有望持续改善，“买入”。 我们看好公司三大业务板块经营持续向上，我们上调 26-28 年收入至 173.7/191.8/206.4 亿元（较前次+4%/+7%/+8%），考虑公司产品结构持续优化、化债加速带动财务费用下行，我们上调盈利预测，预计 26-28 年归母净利 10.1/12.3/14.4 亿元（较前次+11%/+21%/+28%），对应 EPS 1.56/1.90/2.22 元，参考可比公司 27 年 PE 均值 15x，给予其 27 年 15x PE，上调目标价至 33.14 港元（前值 27.55 港元，对应 26 年 17xPE），维持“买入”。 风险提示：行业需求不达预期、食品安全问题、宏观经济表现低于预期。 报告发布日期：2026 年 10 月 26 日 **点击下载全文：H&H 国际控股(1112 HK,买入): 26Q3 亮眼的经营业绩进一步延续**
今世缘 (603369 CH)	公司公告 26Q1-3 收入/归母净利润/扣非归母净利润 86.66/25.03/25.21 亿元，同比-2.42%/-1.80%/-0.93%；其中 Q3 收入/归母净利/扣非净利 22.30/4.22/4.25 亿元，同比+15.54%/+31.59%/+32.60%。26 年三季度在需求弱复苏背景下，公司表现依然坚挺。产品端，公司产品结构完善，以特 A 类为代表的大众价位产品表现相对较好。市场端，公司省内精耕攀顶，分品系、分区域专项提升；省外攻城拔寨，周边化、板块化举措稳步落实。展望未来，公司省内有望继续保持势能，省外在“三聚焦”战略下具备增长空间，维持“买入”评级。 公司将持续受益于江苏市场的庞大需求和省外市场稳健布局，看好其中长期省内市占率稳步提升，省外市场体量增长。考虑到公司 26Q3 业绩高增，逐步走出调整，我们上调盈利预测 EPS 为 2.09/2.18/2.33 元（较前次+6%/+4%/+2%）。参考可比公司 27 年平均 PE 19 倍（Wind 一致预期），给予公司 27 年 21xPE，目标价给予 45.78 元（前次目标价 35.46 元，可比公司估值 26 年 16xPE，给予公司 26 年 18xPE），维持“买入”。 风险提示：行业竞争加剧，消费需求不达预期，食品安全问题，提价传导不及预期。 报告发布日期：2026 年 10 月 31 日 **点击下载全文：今世缘(603369 CH,买入): 大众价位支撑 26Q3 营收净利高增**
山西汾酒 (600809 CH)	公司公告 2026 年三季度报，26 年 Q1-Q3 总营收/归母净利/扣非净利 283.82/83.38/83.37 亿，同比-13.80%/-26.89%/-26.94%；26Q3 总营收/归母净利/扣非净利 73.38/18.99/18.98 亿，同比-18.11%/-34.52%/-34.45%。 公司主动调整短期发货节奏，有助于维护渠道健康、推动库存去化并稳定价盘，为后续动销修复和全国化拓展奠定基础。公司全价格带产品矩阵完善，玻汾及大众腰部产品支撑基本盘，青花系列具备长期结构升级潜力。考虑外部需求恢复节奏，我们下调 26-28 年营业收入为 336.7/360.6/389.7 亿元（较前值-2%/-2%/-2%）；下调 26-28 年 EPS 为 7.38/7.93/8.58 元（较前值-6%/-6%/-6%）。考虑到部分可比公司 26 年业绩波动较大，27 年利润表现趋于平稳，参考可比公司 27 年均 21xPE（Wind 一致预期），给予公司 27 年 21xPE，目标价 166.53 元（前次目标价 169.00 元，可比公司估值 27 年 20xPE，给予公司 27 年 20xPE），维持“买入”。 风险提示：行业竞争加剧，消费需求不达预期，食品安全问题，提价传导不及预期。 报告发布日期：2026 年 10 月 29 日 **点击下载全文：山西汾酒(600809 CH,买入): 26Q3 延续调整出清节奏**
贵州茅台 (600519 CH)	公司公告 26Q1-3 收入/归母净利润/扣非归母净利润 1309.7/644.7/643.2 亿元，同比+2.0%/-0.3%/-0.6%；其中 Q3 收入/归母净利/扣非净利 402.7/199.5/198.6 亿元，同比+3.1%/+3.8%/+3.0%。2026 年以来公司全面推进市场化营销改革，通过产品结构调整、渠道重构及动态定价主动适配真实需求，飞天茅台批价和渠道库存总体保持健康。7 月飞天茅台年内第二次提价部分增厚下半年业绩并稳定市场预期，我们看好公司领先的品牌力、日趋精细化的量价策略和治理能力，维持“买入”评级。 公司作为行业龙头，治理更趋市场化和精细化，前期批价和股价波动充分释放市场风险，未来高质量发展可期。考虑到 26 年前三季度经营情况，以及 27 年需求稳步恢复，我们略下调 26 年盈利预测，调高 27-28 年盈利预测，26-28 年营业收入 1763.6/1836.9/1914.1 亿元（较前次-2%/-1%/-1%），给予 EPS 为 67.04/71.43/74.87 元（较前次-0.5%/+3%/+3%），参考可比公司 27 年平均 PE18 倍（Wind 一致预期），作为强品牌力龙头，给予公司 27 年 25xPE，目标价 1785.75 元（前值 1683.50 元，对应 26 年 25xPE，可比公司估值对应 26 年 16xPE），维持“买入”。 风险提示：行业竞争加剧，消费需求不达预期，食品安全问题，提价传导不及预期。 报告发布日期：2026 年 10 月 31 日 **点击下载全文：贵州茅台(600519 CH,买入): 主品牌稳健，Q3 营收利润环比转正**
青岛啤酒股份 (168 HK)	公司发布 26Q1-3 业绩：26Q1-3 营收/归母净利/扣非归母净利 280.4/50.5/46.3 亿元，同比-4.5%/-4.2%/-5.9%；对应 26Q3 营收/归母净利/扣非归母净利 83.8/11.4/9.6 亿元，同比-5.6%/-17.1%/-25.3%。收入端，26Q3 啤酒销量/吨酒收入同比-9.1%/+3.9%，由于库存去化、雨水天气、餐饮需求偏弱，Q3 销量显著承压，低档酒缩量，叠加青干、白啤、经典增长拉动结构升级与吨价提升；盈利端，吨成本上行与费用率抬升致 Q3 毛利率/归母净利率同比-1.4/-1.9pct。展望来看，公司经营修复仍待消费与天气带动需求复苏，青干作为低卡健康产品具备放量、有望成为下一代大单品，"买入"。考虑旺季雨水天气影响与成本压力较大，我们下调盈利预测，预计 26-28 年 EPS3.18/3.27/3.37 元（较前次下调 7%/7%/7%），参考可比公司 27 年平均 PE 18x，给予 A 股 27 年 18x PE，目标价 58.86 元（前值 61.74 元，对应 26 年 18x PE），H 股参照 24H2 以来 AH 比价 72%，给予 27 年 13x PE，目标价 49.66 港币（前值 51.54 港币，对应 26 年 13x PE），维持“买入”评级。 风险提示：竞争加剧、行业需求不达预期、食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 10 月 31 日 **点击下载全文：青岛啤酒(600600 CH,买入;168 HK,买入): 销售承压与成本上涨致 Q3 业绩承压**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
蒙牛乳业 (2319 HK)	跨越周期，扬帆起航，我们认为蒙牛已走过本轮行业调整最困难的阶段，原奶供需改善、液奶/奶粉/冰品收入恢复、减值减少及联营企业扭亏，将共同推动公司在新周期下收入与利润加速修复。液奶竞争趋缓与费用收敛是短期利润修复的核心，促销投入收窄有望改善毛销差；低温鲜奶/奶粉/冰品/奶酪等提供结构性增量，26H1 奶粉与冰品的盈利能力已进入修复通道。此外，我们判断 26 年公司的经营修复逻辑主要来自自身积极拥抱新渠道、渠道变革效果兑现、减值出清等 α，液奶行业需求仍较为平淡；展望 27 年，我们预计液奶行业的 β 有望改善，公司或将迎来 α+β 共振，修复弹性持续显现。公司经营现金流保持稳定，资本开支与债务持续下降，盈利修复有望逐步传导至股东回报。我们给予公司 26 年 17x PE，目标价 25.30 港币，“买入”。 考虑液奶需求温和修复，叠加公司多元化业务进展卓有成效，我们小幅上调 26-28 年公司 EPS 预期至 1.28/1.46/1.56 元（较前次+5%/+5%/+4%），参考可比公司 26 年平均 PE 17x（Wind 一致预期），给予其 26 年 17x PE，目标价 25.30 港币（前值 25.65 港币，对应 26 年 18xPE），维持“买入”。 风险提示：原奶价格波动超预期风险、食品安全问题、行业竞争加剧、商誉及无形资产减值超预期风险。 报告发布日期：2026 年 10 月 13 日 **点击下载全文：蒙牛乳业(2319 HK,买入)：新周期下盈利重估有望开启**
农夫山泉 (9633 HK)	我们持续看好农夫山泉是软饮料板块内相对稀缺的平台型企业，维持“买入”，给予其 26 年 30x PE，目标价 53.41 港元。我们认为，包装水/即饮茶/健康饮品等多条业务线重新形成更清晰的增长分工：1）包装水行业由总量扩容转向结构分化，中大规格产品放量提升了消费者对水源地/产品品质/履约稳定性的重视；24-25 年价格战强化了天然水和纯净水的消费者认知。2）日本经验验证无糖饮品具备长期属性，中国无糖茶品类在低线市场的渗透率仍较低，东方树叶有望承接品类扩容红利。3）公司的长期价值来自“提前布局-耐心等待-趋势兑现”的品类培育机制，NFC 果汁或为潜在大单品。 我们维持盈利预测，预计 26-28 年 EPS 为 1.62/1.82/1.99 元，参考可比公司 26 年 PE 均值 24x（Wind 一致预期），公司 26-28 年净利 CAGR（12%）高于可比公司均值（4%），叠加考虑农夫山泉凭借其重资产布局全国优质水源地所构建的供应链护城河，公司的增长质量和盈利韧性在板块内具备稀缺性，我们给予其 26 年 30xPE，目标价 53.41 港元，“买入”。 风险提示：净水器冲击、食品安全问题、行业竞争加剧、原料成本波动。 报告发布日期：2026 年 08 月 27 日 **点击下载全文：农夫山泉(9633 HK,买入)：水稳茶进，健康饮品平台价值渐显**
泸州老窖 (000568 CH)	公司公布 26Q1-3 业绩：收入/归母净利润/扣非归母净利润 146.7/56.7/56.2 亿元，同比-36.6%/-47.3%/-47.7%；其中 Q3 收入/归母净利/扣非净利 42.0/13.3/13.3 亿元，同比-37.1%/-57.0%/-57.0%。26 年白酒消费需求仍处于弱复苏阶段，高度国窖及部分非核心市场预计继续承压，公司坚持以渠道健康和长期品牌价值为核心，主动控制发货节奏、稳定价格体系；低度国窖表现相对稳健。展望 26Q4，传统商务需求、渠道周转及高度产品动销仍需持续观察。公司品牌和渠道管控能力突出，同时重视股东长期回报，维持“买入”评级。 公司品牌核心竞争力突出，组织管理市场化且渠道数字化能力较强，在行业调整期坚持价盘稳定和渠道健康，有助于维护长期品牌价值。考虑外部需求恢复节奏，我们下调 26-28 年营业收入为 165.9/180.3/199.2 亿元（较前值-11%/-9%/-9%）；下调 26-28 年 EPS 为 4.24/4.85/5.51 元（较前值-15%/-11%/-8%）。参考可比公司 27 年均 20xPE（Wind 一致预期），给予公司 27 年 20xPE，目标价 97.00 元（前次目标价 100.20 元，可比公司估值 26 年 20xPE，给予公司 26 年 20xPE），维持“买入”。 风险提示：行业竞争加剧，消费需求不达预期，食品安全问题，提价传导不及预期。 报告发布日期：2026 年 10 月 30 日 **点击下载全文：泸州老窖(000568 CH,买入)：26Q3 延续调整趋势**
千禾味业 (603027 CH)	公司公布 26Q1-3 业绩：26Q1-3 收入/归母净利润/扣非归母净利润 20.1/2.5/2.4 亿，同比+1.0%/-5.2%/-5.3%；对应 26Q3 收入/归母净利润/扣非归母净利润 6.1/0.5/0.4 亿，同比-9.4%/-47.5%/-49.7%。收入端，26Q3 线上/线下收入同比+55.7%/-15.5%，线上高增主要得益于内容电商（直播、短视频、种草等）加速布局，线下承压主因新包装切换期的主动发货管控；盈利端，26Q3 毛利率/归母净利率同比-3.8/-5.4pct，主因线上投流及线下去库费用加大，规模效应减弱。展望来看，随着零添加赛道的持续规范，公司积极调整产品营销策略，线下控货完成与线上加速布局有望驱动公司进入增长新拐点，维持“买入”评级。 考虑公司短期将战略性增加直播电商费用投放，我们下调盈利预测，预计 26-28 年 EPS 0.26/0.34/0.41 元（较前次-21%/-11%/-10%），参考可比公司 27 年平均 PE 25x，给予 27 年 25x，目标价 8.50 元（前值 8.91 元，对应 26 年 27x PE），维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济表现低于预期，行业竞争加剧，食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 10 月 31 日 **点击下载全文：千禾味业(603027 CH,买入)：线下控货与线上投流导致业绩承压**
燕京啤酒 (000729 CH)	公司 26Q1-3 收入/归母净利润/扣非归母净利润 140.2/21.3/21.1 亿元，同比+4.3%/+20.6%/+25.1%，其中 26Q3 收入/归母净利润/扣非归母净利润 49.8/7.4/7.3 亿元，同比+2.3%/+10.2%/+12.2%。Q3 利润增长环比有所降速，我们判断核心在于成本压力环比提升、少数股东损益占比同比提升 3.8pct。U8 全国化进程继续提速，Q3 销量同比增幅达到 38%，进一步提速，成为公司业绩增长的核心支撑。展望来看，A10 有望在市场化体系下持续导入现有渠道、拉动结构继续向上，U8 全国化势头仍强，看好业绩延续景气态势，维持"买入"评级。 考虑 U8 增长持续加速、表现超预期，我们上调公司盈利预测，预计 26-28 年 EPS0.74/0.85/0.94 元(较前次上调 1%/3%/2%)，参考 27 年可比公司 PE 均值 15x，给予公司 27 年 15xPE，目标价 12.75 元(前次目标价 14.60 元，对应 26 年 20xPE)，维持“买入”评级。 风险提示：竞争加剧，行业需求不及预期，食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 10 月 28 日 **点击下载全文：燕京啤酒(000729 CH,买入)：三季度 U8 延续加速增长**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
康师傅控股 (322 HK)	26H1 收入 405.4 亿元，同比+1.1%；归母净利 24.3 亿元，同比+7.1%；经调整归母净利 24.3 亿元，同比+15.2%；收入端符合预期，利润端略超预期（此前预期归母净利同比增长中低单位数，经调整归母净利同比增长双位数）。26H1 公司收入维持韧性，其中饮料业务收入同比+0.7%，方便食品业务收入同比+2.0%，主要受益于核心品类稳健增长及产品结构持续优化；利润端，26H1 公司毛利率同比+1.3pct，原材料价格同比下滑、产品结构改善及产能利用率提升提供正向贡献，叠加精准的费用投放策略，共同驱动 26H1 净利率表现亮眼，考虑 25H1 存在一次性收益，26H1 核心利润率表现更优。展望来看，公司饮料及食品业务均有望延续需求韧性，核心单品稳健增长与新品放量共同贡献收入增量；26 年综合成本压力预计整体可控，公司有望通过产品结构优化与经营效率提升，保持利润率平稳。我们预计公司未来 2-3 年的分红比例有望保持 100%，股息率具备吸引力，“买入”。 展望 26H2，食品业务需求有望保持韧性，饮料业务中核心单品与新品放量有望贡献增量；综合考虑成本波动与经营效率的提升，我们预计公司利润率整体有望保持稳定。我们上调盈利预测，预计 26-28 年 EPS 为 0.80/0.86/0.89 元（较前次+5%/+4%/+4%），参考可比公司 26 年 PE 16x（Wind 一致预期），给予其 26 年 16x PE，对应目标价 14.71 港元（前值 15.03 港元，对应 26 年 18x，目标价下调主因可比公司 26 年 PE 均值较前次下降），维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧、新品表现不及预期、食品安全风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 11 日 **点击下载全文：康师傅控股(322 HK,买入): 26H1 收入与核心利润均保持韧性**
伊利股份 (600887 CH)	26Q1-3 营业总收入/归母净利/扣非净利为 938.1/88.0/85.3 亿元，同比+3.6%/-15.6%/-15.6%；其中 26Q3 营业总收入/归母净利/扣非净利为 293.2/30.5/29.4 亿元，同比+2.4%/-5.6%/-4.9%。收入端，26Q1-3 公司液奶业务收入恢复至同比正增通道，伴随散奶价格提升，小乳企发动价格战的能力减弱，公司主要单品的价盘同比提升，26Q3 双节备货&动销均表现平稳，产品结构有所改善，我们预计公司经营表现好于白牌及渠道品牌；26Q1-3 奶粉业务中，金领冠品牌的收入增长保持稳健，公司在婴配粉行业的竞争力持续显现。利润端，26Q1-3 毛销差同比+0.9pct（Q3 同比+0.8pct），受税收缴纳等影响，最终 26Q1-3 归母净利率同比-2.1pct（Q3 同比-0.9pct）。展望来看，考虑春节备货时间的影响，我们预计 26Q4 收入表现有望好于 26Q3，液奶行业竞争有望趋于平稳，公司液奶业务基本盘不断夯实，多元化业务持续拓展，后续澳优商誉减值的压力预计可控；此前公司承诺 26 年分红金额不低于 24 年分红金额（77 亿元），高股息价值仍存，维持“买入”。 我们维持盈利预测，预计 26-28 年 EPS 1.59/2.07/2.15 元，参考可比公司 27 年平均 PE 17x（Wind 一致预期），给予 27 年 17xPE，目标价 35.19 元（前值 33.39 元，对应 26 年 PE 21x），维持“买入”。 风险提示：原材料价格波动，行业需求不及预期，食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 10 月 29 日 **点击下载全文：伊利股份(600887 CH,买入): 26Q3 经营稳健性凸显**
统一企业中国 (220 HK)	公司发布半年报，26H1 实现营收/归母净利润 173.2/14.0 亿元，同比+1.4%/+9.0%，收入端符合预期（此前预期同比微增），利润端略超预期（此前预期同比增长低个位数），主因原材料成本的不利影响小于预期、公司整体费用投放保持理性等。26H1 公司收入维持韧性，其中饮料业务收入 107.5 亿元，同比-0.3%；食品业务收入 56.3 亿元，同比+4.7%；其他业务（联盟代工）收入 9.4 亿元，同比+2.2%。利润端，26H1 公司毛利率同比+0.7pct，主要受原材料价格、行业竞争演化及产品结构变化影响；26H1 销售/管理费用率同比+0.7/-0.1pct，最终归母净利率同比+0.6pct 至 8.1%。展望下半年，公司收入端有望维持韧性，公司持续加速产品推新，有望贡献收入增量；利润端，7 月已观察到部分大宗原料价格较 5-6 月显著回落，公司判断全年原材料成本的不利影响预计可控，且有望通过经营效率的提升、实现利润率的平滑。我们预计公司未来 2-3 年的分红比例将保持在 100%的水平，“买入”。 考虑 26Q2 天气及行业竞争等因素对于软饮料行业的不利影响，我们小幅下调 26 年全年收入预期。展望 26H2，我们预计食品业务的收入增长具备韧性，原材料价格波动及费用投入仍是核心变量，我们小幅调整盈利预测，预计 26-28 年 EPS 为 0.49/0.53/0.57 元（较前次-2%/-1%/+4%），参考可比公司 26 年 PE 均值 16x（Wind 一致预期），给予公司 26 年 16x PE，目标价 9.11 港元（前值 9.89 港元，对应 26 年 18xPE），维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格波动；市场竞争加剧；新品推广低于预期；食品安全风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 05 日 **点击下载全文：统一企业中国(220 HK,买入): 软饮行业承压的背景下 26Q2 经营韧性凸显**
东鹏饮料 (9980 HK) 东鹏饮料 (605499 CH)	东鹏饮料发布三季报：26Q3 实现营收 61.53 亿元（yoy+0.75%），归母净利 12.78 亿元（yoy-7.80%），扣非净利 12.53 亿元（yoy-1.26%）。2026 年 Q1-Q3 实现营收 185.96 亿元（yoy+10.40%），归母净利 41.45 亿元（yoy+10.21%），扣非净利 38.51 亿元（yoy+8.79%）。展望未来，我们继续看好公司相对饮料行业的 alpha 以及平台化能力，维持"买入"评级。 考虑外部需求较弱以及公司 26Q3 营收动能偏弱，以及通胀环境，我们下调公司 26-28 年归母净利润为 47.10/45.57/53.37 亿元（较前值分别调整-9.36%/-21.24%/-16.99%，三年复合增速为 6.50%），对应 EPS 为 6.41/6.21/7.27 元。参考可比公司 27 年 PE 均值 19x（Wind 一致预期），考虑到虽然公司增速放缓但多品类平台化能力在板块内仍具稀缺性，给予 A 股 27 年 20xPE，目标价 124.2 元（前值 169.92 元，对应 26 年 24xPE）。参考同行业青岛啤酒过去半年 HA 平均折价率为 29%，考虑公司成长性在软饮料板块内较为稀缺，且 26 年以来港股流动性有所改善，我们给予东鹏港股 15%折价，目标价 105.57 港币（前值 167.71 港币，对应 15%折价），对应 27 年 17xPE，"买入"。 风险提示：行业竞争加剧，新品推广效果不及预期，原材料价格波动，食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 10 月 30 日 **点击下载全文：东鹏饮料(605499 CH,买入;9980 HK,买入): 季度短期承压不改平台化本色**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
迎驾贡酒 (603198 CH)	公司公布 26Q1-3 业绩：收入/归母净利润/扣非归母净利润 48.3/15.8/15.3 亿元，同比+6.9%/+4.3%/+3.9%；其中 Q3 收入/归母净利/扣非净利 14.1/4.1/4.1 亿元，同比+4.3%/+8.6%/+8.1%。26H1 公司收入及利润表现亮眼，Q3 延续良好表现。长期看，安徽市场 100—300 元主流价格带消费基础仍较稳固，公司以“文化迎驾”战略为引领，资源继续聚焦洞藏系列，强化省内市场基础并稳步拓展省外市场；期待后续经营持续向好，维持“买入”评级。 我们看好公司聚焦大众价位，省内、省外均衡发展，洞藏系列长期势能有望延续，产品结构仍具升级潜力。考虑需求恢复节奏，我们下调 26-28 年营业收入为 64.7/69.9/75.8 亿元（较前值-3%/-5%/-8%）；略下调 26-28 年 EPS 为 2.60/2.83/3.09 元（较前值-0.4%/-5%/-8%）。参考可比公司 27 年均 19xPE（Wind 一致预期），给予公司 27 年 19xPE，目标价 53.77 元（前次目标价 54.81 元，可比公司估值 26 年 21xPE，给予公司 26 年 21xPE），维持“买入”。 风险提示：行业竞争加剧，消费需求不达预期，食品安全问题，提价传导不及预期。 报告发布日期：2026 年 10 月 30 日 **点击下载全文：迎驾贡酒(603198 CH,买入)：省内市场稳固 26Q3 延续增长**
西麦食品 (002956 CH)	西麦食品发布三季报：26Q3 实现营收 6.62 亿元（yoy+20.99%），归母净利 0.78 亿元（yoy+54.95%）。2026 年 Q1-Q3 实现营收 20.64 亿元（yoy+21.70%），归母净利 2.27 亿元（yoy+71.56%）。展望未来，考虑燕麦行业持续较高景气度，以及公司新产品新渠道持续发力，看好后续公司业绩维持较快成长。维持“买入”评级。 考虑公司新品新渠道的持续提速，我们调整公司 26-28 年归母净利润为 2.82/3.45/4.25 亿元（较前值分别调整+0.04%/+1.63%/+7.92%，三年复合增速为 35.24%），对应 EPS 为 0.90/1.10/1.36 元。参考可比公司 27 年平均估值为 12.5XPE（wind 一致预期），且考虑公司的持续较高成长性（26-28 年归母净利润 CAGR=35.24%，高于可比公司 26-28 年归母净利润 CAGR 均值 17.91%），给予公司 27 年 20XPE，对应目标价 22 元（前值目标价 27.00 元，对应 26 年 30XPE），维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格波动、渠道拓展不及预期、食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 10 月 26 日 **点击下载全文：西麦食品(002956 CH,买入)：单三季度高成长延续，盈利继续强劲**
古井贡酒 (000596 CH)	公司公布 26Q1-3 收入/归母净利润/扣非归母净利润 127.7/22.6/22.4 亿元，同比-22.25%/-42.94%/-42.76%；其中 Q3 收入/归母净利/扣非净利 26.4/1.0/0.9 亿元，同比+3.69%/-68.04%/-69.18%。公司主动调整经营节奏，以省内基地市场为依托，聚焦库存去化、价盘稳定和渠道健康。当前白酒行业进入存量竞争阶段，中低端大众价格带成为去库存和动销主力，公司费用投放进一步向真实动销和消费者培育倾斜。公司以保障健康可持续发展为核心，长期看省内市场份额、核心产品矩阵及省外重点市场仍具增长潜力，维持“买入”评级。 公司主动调整并释放渠道压力，省内基地市场品牌基础和渠道掌控力较强，大众价格带及宴席场景仍具韧性；省外聚焦核心板块、优化经销商结构，有望为后续经营修复奠定基础。考虑外部需求恢复节奏，我们下调公司 26-28 年营业收入为 147.3/156.9/170.0 亿元（较前值-8%/-11%/-12%）；下调 26-28 年 EPS 为 4.25/5.05/5.55 元（较前值-21%/-17%/-18%）。参考可比公司 27 年均值 PE 22 倍（Wind 一致预期），给予公司 27 年 22xPE，目标价 111.10 元（前次目标价 127.47 元，可比公司估值 27 年 21xPE，给予公司 27 年 21xPE），维持“买入”。 风险提示：行业竞争加剧，消费需求不达预期，食品安全问题，提价传导不及预期。 报告发布日期：2026 年 10 月 30 日 **点击下载全文：古井贡酒(000596 CH,买入)：26Q3 主动调整出清**
洽洽食品 (002557 CH)	洽洽食品发布三季报：Q3 实现营收 18.56 亿元(yoy+6.09%)，归母净利 1.42 亿元(yoy+79.13%)。2026 年 Q1-Q3 实现营收 53.62 亿元(yoy+19.11%)，归母净利 3.88 亿元（yoy+130.97%），扣非净利 3.34 亿元（yoy+191.33%）。展望未来，随着新渠道持续拓展，以及消费力复苏，看好后续公司经营业绩继续改善。维持“买入”评级。 考虑到公司盈利修复程度不及预期，以及当前通胀背景下的综合成本压力，我们下调公司 26-28 年归母净利润至 5.70/6.50/7.69 亿元（较前值分别调整-7.27%/-7.97%/-1.23%，三年复合增速为 34.16%），对应 EPS 为 1.13/1.28/1.52 元。参考可比 27 年均 PE 13.72x（Wind 一致预期），考虑公司的利润增速较快，给予 27 年 16xPE（前次 26 年 18X 估值），目标价 20.48 元（前次 21.96 元），“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧、宏观经济表现低于预期、食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 10 月 23 日 **点击下载全文：洽洽食品(002557 CH,买入)：收入稳定增长，盈利维持修复**
中炬高新 (600872 CH)	公司公布 26Q1-3 业绩：26Q1-3 收入/归母净利润/扣非归母净利润 37.2/6.1/5.6 亿，同比+17.8%/+60.7%/+45.7%；对应 26Q3 收入/归母净利润/扣非归母净利润 11.8/2.0/1.9 亿，同比+14.8%/+59.6%/+59.5%，延续高增长。主业端，26Q3 美味鲜收入/归母净利润同比+7.1%/+66.7%，低基数补库与精细化运营带动收入恢复性增长，成本改善/采购优化/费效提升带动美味鲜净利率同比提升 6.6pct 至 18.5%；味滋美并表对 Q3 形成增量贡献，公司借助主业渠道优势进行底料上新推广。展望来看，看好公司内生经营的持续修复以及与味滋美的协同效应，“买入”。 元（较前次上调 8%/8%/7%），参考可比公司 27 年目标 PE 均值 19x，给予 27 年目标 PE 19x，目标价 21.09 元，（前次 23.00 元，对应 26 年 25x），维持“买入”。 风险提示：行业竞争加剧、宏观经济表现低于预期、食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 10 月 28 日 **点击下载全文：中炬高新(600872 CH,买入)：成本红利与控费提效驱动利润高增**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
海天味业 (3288 HK) 海天味业 (603288 CH)	公司公布 26Q1-3 业绩：26Q1-3 收入/归母净利润/扣非归母净利润 225.5/53.8/50.8 亿元，同比+4.3%/+1.2%/-1.5%；对应 26Q3 收入/归母净利/扣非净利 64.1/11.9/11.2 亿元，同比+0.1%/-15.4%/-16.6%。26Q3 经营压力显著增加，核心在于 26Q3 淡季餐饮偏弱、叠加库存影响，收入增长动能减弱；利润端，Q3 大豆/PET 等成本压力进一步上行，叠加汇兑损失与投资收益减少，Q3 净利率同比-3.4pct。展望来看，国内需求偏弱且竞争激烈，公司凭借品牌/渠道的龙头地位实现份额提升，海外市场加速布局，期待形成突破，维持“增持”。 考虑外部因素导致成本上涨、汇兑理财等收益减少，我们下调公司盈利预测，预计 26-28 年 EPS 1.20/1.27/1.37 元（较前次-9%/-10%/-11%），参考可比公司 27 年 PE 均值 26x，考虑公司在成本压力下具有较强调节能力，龙头地位显著，给予 27 年目标 PE 30x，目标价 38.10 元（前次目标价 40.61 元、对应 26 年 31x PE），参考 H 股上市以来 H/A 折价均值 20%，给予 27 年 24x PE，对应 38.61 港币目标价（前次 39.37 港币，对应 26 年 26x PE），维持“增持”评级。 风险提示：行业竞争加剧、宏观经济表现低于预期、食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 11 月 01 日 **点击下载全文：海天味业(603288 CH,增持;3288 HK,增持)：需求偏弱、成本上涨致 Q3 增长降速**

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

1）宏观经济增长不达预期。如果宏观经济复苏的持续性弱于预期，居民收入与消费意愿修复放缓，食品饮料各子板块需求将承压。

2）行业竞争激烈程度高于预期。在需求偏弱的背景下，企业为争夺份额可能加大费用投放与促销力度，导致价格体系承压、费用率上行，盈利能力面临下行风险。

3）原材料成本上涨超预期。农产品、原奶、大麦、包材及能源价格若出现超预期上行，而企业提价或产品结构升级无法同步对冲，将直接压缩毛利率。

4）食品安全及监管政策变化风险。如果行业出现食品安全事件，或相关标准、标签标识、添加剂使用等监管要求趋严，可能引发消费者担忧、增加企业合规成本，并对行业需求与盈利产生负面影响。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，颜慧菁、王可欣、张宇轩、倪欣雨、宋英男、胡东，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 西麦食品（002956 CH）、东鹏饮料（605499 CH）、贵州茅台（600519 CH）、今世缘（603369 CH）、东鹏饮料（9980 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 蒙牛乳业（2319 HK）、康师傅控股（322 HK）、华润啤酒（291 HK）、青岛啤酒股份（168 HK）、统一企业中国（220 HK）、海天味业（3288 HK）、农夫山泉（9633 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师颜慧菁、王可欣、张宇轩、倪欣雨、宋英男、胡东本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 东鹏饮料（605499 CH）、海天味业（603288 CH）、东鹏饮料（9980 HK）、海天味业（3288 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 东鹏饮料（605499 CH）、海天味业（603288 CH）、东鹏饮料（9980 HK）、海天味业（3288 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 东鹏饮料（605499 CH）、海天味业（603288 CH）、东鹏饮料（9980 HK）、海天味业（3288 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 西麦食品（002956 CH）、东鹏饮料（605499 CH）、贵州茅台（600519 CH）、今世缘（603369 CH）、东鹏饮料（9980 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 蒙牛乳业（2319 HK）、康师傅控股（322 HK）、华润啤酒（291 HK）、青岛啤酒股份（168 HK）、统一企业中国（220 HK）、海天味业（3288 HK）、农夫山泉（9633 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019
电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster