研究早观点

2026 年 5 月 15 日　星期五

市场走势



资料来源：常闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	4,177.92	-1.52
深证成指	15,745.74	-2.14
沪深 300	4,914.60	-1.68
中小板指	9,635.62	-2.65
创业板指	3,951.14	-2.16
科创 50	1,725.09	-2.55

资料来源：常闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【行业评论】食品饮料：2026 年食饮年度策略报告-筑底渐明，修复启航

【行业评论】消费者服务：整装专题报告社会服务行业 2025 年报&2026 一季报综述-2025 行业内经营情况表现分化，2026Q1 各子板块营收同比均增长

【公司评论】欧林生物(688319.SH)：欧林生物（688319）：专注“超级细菌”疫苗赛道，金葡菌疫苗或即将实现突破-专注“超级细菌”疫苗赛道，金葡菌疫苗或即将实现突破

【山证纺服】裕元集团 2026Q1 季报点评-2026Q1 制造业务延续承压，零售业务经营及盈利能力改善

【公司评论】中国中免(601888.SH)：中国中免（601888.SH）2025 年报 2026 一季报点评-政策红利释放带动公司经营情况恢复

【今日要点】

【行业评论】食品饮料：2026 年食饮年度策略报告-筑底渐明，修复启航

和芳芳 hefangfang@sxzq.com

【投资要点】

- **25 年食品饮料行业回顾：**板块跑输大盘，大众品相对较好。2025 年食品饮料板块下跌 3.82%，在申万 31 个行业中涨幅排名倒数第一，大幅跑输沪深 300，机构持仓回落。全年呈现多轮波动，受春节动销、中美关税、节约条例等多重因素影响；其中子板块分化显著：大众食品表现亮眼，零食（+47.6%）、预加工食品（+16.31%）超额收益明显；酒类板块延续下跌，啤酒（-12.89%）、白酒（-9.38%）、调味发酵品（-5.29%）排名垫底；但是估值安全边际较高，食品饮料板块及白酒行业市盈率（TTM）均回落至 20X 左右，较历史高点（60X）大幅修正，接近绝对估值低点（15X），回落空间有限。

- **26 年投资展望：**传统大众消费筑底开始修复，白酒预计 H2 或迎拐点。2025 年已出现消费回暖迹象，消费者信心指数回升，2026 年消费预计维持温和复苏，PPI 同比有望年底转正，CPI 同比逐步向 2% 靠拢。政策层面强调 “恢复和扩大消费”，但居民消费能力与意愿修复尚需时间，行业呈现结构性机会而非全面爆发。投资主线：1）立足业绩抓确定：聚焦功能饮料、低温奶、零食等渗透率低、成长空间大的细分赛道，关注西麦食品、东鹏饮料等企业；2）底部反转渐布局：受益于顺周期复苏的啤酒、乳制品、调味品、白酒等板块，关注贵州茅台、海天味业；3）优选龙头重分红：行业龙头凭借品牌与渠道优势逆势抢占份额，低估值 + 高分红提供安全垫，关注伊利股份等。

- **白酒板块:曙光渐现，重视配置时机。**2025 年表现：供需矛盾加剧，报表降速，25Q2 动销见底，量价双承压；高端酒受政策冲击明显，次高端深度出清，区域酒全面出清，多数酒企放弃全年增长目标。2026 年展望：供给端继续出清，需求端政策影响减弱，消费场景稳步修复，预计下半年迎来拐点，分价格带看，高端酒筑底企稳，次高端弱复苏（依赖经济复苏），区域酒分化加剧。重点关注贵州茅台、五粮液、山西汾酒等。

- **调味品板块：**需求弱复苏，重视提价拐点。2025 年需求疲软导致业绩承压。近期原油价格超预期上涨，原油价格走高将直接影响运输费用及燃料价格，并间接驱动 PET 等食品包材生产成本提升。整体看，美伊冲突对调味行业整体是短期成本冲击、中期利好龙头、长期格局优化。如果成本上行，龙头有强定价权与提价能力，最终加速小厂出清，集中度提升。建议逢低布局经营周期处于向上趋势中，且有提价预期海天味业。

- **乳制品板块：**原奶周期反转，低温和深加工奶制品良性增长。2025 年行业需求承压，品类分化明显（低温奶、成人奶粉增长，常温奶需求偏弱）；2026 年原奶周期迎来拐点，价格有望温和上行，叠加政策红利与结构升级，行业从 “价格战” 转向 “价值战”，关注伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多。

- **啤酒板块：**餐饮修复 + 通胀预期带动吨价上行。2025 年产量承压，结构升级放缓；站在目前时间节点，行业性升级难度增加，建议关注核心大单品驱动型升级，对应标的为燕京啤酒、珠江啤酒。
- **零食板块：**渠道红利不减，品类扩张打开空间。2025 年需求相对景气但增速回落，受益于量贩零食门店下沉、会员商超布局及电商流量红利；2026 年关注潜在爆品与新渠道开发，关注西麦食品、盐津铺子、三只松鼠、有友食品。
- 风险提示：经济增速不及预期、行业竞争加剧、原材料价格上升超预期、、食品安全问题。

【行业评论】消费者服务：整装专题报告社会服务行业 2025 年报&2026 一季报综述-2025 行业内经营情况表现分化，2026Q1 各子板块营收同比均增长

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **投资要点：**
- **2025 年行业情况：**营收规模增长、利润同比下滑近 10%。2025 年社会服务行业（申万分类）整体实现营收 2105.79 亿元/+2.99%，除一季度同比略有下滑，全年行业营收规模均保持增长。年内行业整体归母净利润为 102.51 亿元/-9.12%，前三季度归母净利润规模均有下滑，行业内竞争激烈。我们所统计 35 家行业内上市公司 2025 年归母净利润，5 家公司表现亏损，其中云南旅游、西安饮食年内各季度均表现亏损，曲江文旅、华天酒店较上年亏损增加，天府文旅亏损减少。30 家公司实现盈利，11 家公司归母净利润同比增长，主要集中在酒店板块、人力资源服务板块；16 家公司归母净利润同比下滑，主要集中在自然景区、旅游综合板块；大连圣亚、桂林旅游、凯撒旅业归母净利润较上年扭亏为盈。
- **2026Q1 行业情况：**酒店板块盈利能力大幅提升。期内行业整体营收、利润规模同比均实现增长。2026Q1 社会服务行业实现营收 476.64 亿元/+4.39%，归母净利润 37.21 亿元/+6.35%。35 家行业内上市公司中，8 家公司表现亏损，其中 3 家亏损增加，5 家公司亏损减少。27 家盈利公司中，14 家公司归母净利润同比增长，主要集中在酒店板块：锦江酒店 2026Q1 归母净利润同比增长 280%，君亭酒店同比增长 135%；11 家公司同比下滑；大连圣亚、凯撒旅业同比扭亏为盈。
- **投资建议：**2025 年社会服务行业内经营情况表现分化。其中自然景区、旅游综合、人力资源服务均实现收入、利润规模同比增长；人工景区、餐饮板块收入规模同比增长但利润有所下滑，行业竞争愈发激烈；离岛免税新政和海南自贸港封关带动中国中免经营情况自 2025 年 12 月起逐渐恢复，看好免税板块经营能力持续修复。2026Q1 各子板块营收规模均同比增长，酒店板块盈利能力大幅提升。按营收同比增速由高到低分别为：旅游综合营收 27.96 亿元/+8.4%，人工景区营收 32.69 亿元/+7.08%，人力资源服务营收 218.13 亿元/+6.86%，餐饮营收 23.23 亿元/+4.03%，酒店营收 55.96 亿元/+2.96%，自然景区营收 19.62 亿元/+2.88%，旅游零售营收 169.06 亿元/+0.96%。酒店板块盈利能力显著提升，2026Q1 归母净利润 2.59 亿元/+107.46%，存量周期下特许经营模式呈显著扩张态势。建议关注以酒店为核心出

行链上游景区，下游餐饮、旅行社等板块恢复情况。

- 重点公司关注：中国中免、锦江酒店、首旅酒店、宋城演艺、众信旅游。
- 风险提示：居民消费意愿不及预期风险；免税政策变化风险；酒店行业供需变化风险；出入境旅游受突发事件影响风险；突发事件或不可控灾害风险。

【公司评论】欧林生物(688319.SH)：欧林生物（688319）：专注“超级细菌”疫苗赛道，金葡菌疫苗或即将实现突破-专注“超级细菌”疫苗赛道，金葡菌疫苗或即将实现突破

邓周宇 dengzhouyu@sxzq.com

【投资要点】

- **主营稳健，研发专注以金葡菌疫苗为首的“超级细菌”疫苗赛道。**欧林生物主营破伤风疫苗，是公司最核心上市销售产品；在研创新疫苗主攻院内耐药菌感染赛道，核心在研产品金葡菌疫苗已进入 3 期临床尾声，有望成为全球首个上市产品。除了金葡菌疫苗外，公司还布局口服重组幽门螺杆菌疫苗、重组铜绿假单胞菌疫苗、重组鲍曼不动杆菌蛋白疫苗、A 群链球菌疫苗等“耐药细菌”，均为全球 1.1 类创新候选疫苗，是目前国内已知在“超级细菌”疫苗领域布局最为完善的疫苗企业。
- **金葡菌疫苗研发进入尾声，有望全球首发。**在创新管线布局上，公司拥有全球领先的靶向“超级细菌”的疫苗研发管线，针对世界卫生组织列为优先级的多种耐药细菌展开疫苗研发。核心在研产品包括重组金葡菌疫苗、口服重组幽门螺杆菌疫苗、重组铜绿假单胞菌疫苗、重组鲍曼不动杆菌蛋白疫苗及 A 群链球菌疫苗。其中，重组金葡菌疫苗（rFSAV）作为全球同类项目中进展领先的候选疫苗，已于 2025 年年报期内完成 III 期临床试验全部受试者入组，预计将在 2026 年上半年完成数据揭盲，有望率先填补该领域全球空白。
- **主营破伤风疫苗经营稳健。**吸附破伤风疫苗作为公司的基石产品，自上市以来在中国市场始终保持领先地位，根据行业批签发数据，近年来市场份额稳居行业前列，稳定的现金流为公司的持续创新与发展奠定了坚实基础。2025 年吸附破伤风疫苗贡献 6.14 亿收入，占整个营收 87.1%，且仍在放量中。传统被动免疫制剂保护周期短，且容易产生过敏反应，而主动免疫（疫苗）保护作用更长久且过敏率低。为规范非新生儿破伤风诊疗行为，2019 年 10 月，国家卫生健康委办公厅发布《非新生儿破伤风诊疗规范（2019 年版）》，该规范指导基层医疗机构做好外伤后破伤风的预防控制工作，尤其是外伤后的预防处置，降低破伤风发病率和死亡。政策明确要求非新生儿破伤风预防以疫苗为主，被动制剂为辅，推动破伤风疫苗市场放量。
- **盈利预测、估值分析和投资建议。**暂不考虑金葡菌疫苗、AC-hib 结合疫苗、四价流感病毒裂解疫苗未来销售情况下，预计 2026-2028 年公司营收分别为 8.1/9.3/10.7 亿元，归母净利润 0.45/0.53/0.65 亿元，对应 EPS 为 0.11/0.13/0.16 元，根据 5 月 14 日收盘价，对应 PE 为 349/295/240 倍。公司是全球领先的“超级细菌”疫苗研发企业，现已完成 III 期临床试验全部受试者入组，预计将在 2026H1 完成数据揭

盲，有望超越辉瑞、赛诺菲、GSK 等疫苗巨头，实现该领域全球突破。公司瞻性布局多个“超级细菌”创新疫苗研发，我们预计未来 2 年将陆续进入临床研究，基于公司在“超级细菌”疫苗赛道的稀缺属性，未来成长属性突出，但鉴于当前估值较高，给予公司“增持-B”评级。

- 风险提示：产品研发失败或进度不及预期风险；破伤风疫苗产品市场竞争加剧以及销售不及预期风险；AC 结合疫苗和 Hib 结合疫苗纳入免疫规划风险；公司短期高估值风险。

【山证纺服】裕元集团 2026Q1 季报点评-2026Q1 制造业务延续承压，零售业务经营及盈利能力改善

王冯　wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 5 月 13 日，公司披露 2026Q1 季度业绩，2026Q1，公司实现收入 19.85 亿美元，同比下降 2.2%，实现归母净利润 3520 万美元，同比下降 53.6%。
- **事件点评**
- **2026Q1 鞋履销量延续下滑中单位数下滑，盈利能力承压明显。**制造业务方面，2026Q1，制造业务实现收入 12.55 亿美元，同比下降 5.5%。量价拆分看，2026Q1，公司成品鞋履出货量为 5690 万双，同比下降 8.1%，销售均价同比增长 2.4%至 20.52 美元/双。2026Q1，产能利用率同比下滑 1pct 至 90%，制造业务毛利率同比下滑 2.9pct 至 14.8%，主因短期订单波动，生产基地集中假期导致生产排产难度加大，人工成本上升，关税分担影响，共同推升单位成本。2026Q1，销售、分销及行政开支占营收比重同比下滑 0.1pct 至 10.7%；其他净开支占营收比重同比提升 0.9pct 至 2.1%，主因汇兑损失增加及加强研发投入；经营利润率为 2.0%，同比下滑 3.7pct。叠加所得税下降，2026Q1，制造业务实现归母净利润 1.86 亿美元，同比下降 70.9%，归母净利润率 1.5%，同比下滑 3.3pct。
- **店铺数量下降但经营效率提升，零售业务营收降幅收窄。**零售业务方面，2026Q1，零售业务实现收入 50.52 亿元，同比下降 1.1%，跌幅较 2025Q4 有所收窄。截至 2026Q1 末，中国大陆直营门店为 3205 家，较年初净减少 105 家，同比下降幅度为 6.8%。2026Q1，零售业务毛利率为 33.6%，同比提升 0.9pct；销售、分销及行政开支占营收比重为 28.5%，同比下滑 1.0pct；净其它收入占营收比重为 0.7%，同比下滑 0.6pct；零售业务经营利润率为 5.8%，同比提升 1.3pct。综合影响下，2026Q1，零售业务实现归母净利润 1.83 亿元，同比增长 32.5%，归母净利润率 3.6%，同比提升 0.9pct。
- **投资建议**
- **2026Q1，公司制造业务出货量延续去年下半年以来中单位数下跌趋势，受益于产品组合延续优化，销售均价保持坚挺。**制造业务本季度盈利压力有所加大，预计伴随各生产基地产能调配能力强化，2 季度有望环比改善。公司零售业务营收降幅收窄，盈利能力提升，经营呈现边际改善趋势。2026 年 4 月，

公司营收同比增长 6.6%，其中制造业务营收同比增长 6.9%，零售业务营收（人民币计）同比增长 0.1%。考虑制造业务 1 季度盈利能力下滑超预期，下调盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润为 3.58/3.82/4.14 亿美元，同比增长-5.9%/6.6%/8.5%，5 月 13 日收盘价对应公司 2026-2028 年 PE 分别为 8.5、8.0、7.4 倍，维持“买入-A”评级。

- **风险提示**
- 制造业务订单不及预期；国内消费恢复不及预期；汇率大幅波动；关税风险。

【公司评论】中国中免(601888.SH)：中国中免（601888.SH）2025 年报 2026 一季报点评-政策红利释放带动公司经营情况恢复

王冯　wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2025 年财务报告。**期内实现营收 536.94 亿元/-4.92%，归母净利润 35.86 亿元/-15.96%，扣非归母净利润 35.44 亿元/-14.47%，EPS 为 1.73 元。其中 2025Q4 实现营收 138.31 亿元/+2.81%，归母净利润 5.34 亿元/+53.59%，扣非归母净利润 5.08 亿元/+87.17%。公司拟对全体股东每 10 股派发现金红利 7 元（含税），占 2025 年归母净利润 40.5%。
- **事件点评**
- **免税新政提振海南地区业务恢复增长。**海南地区实现营收 285.37 亿元/-1.23%，营收占比 53.15%/+1.99pct，毛利率 22.91%/-0.82pct，其中三亚市内免税店/海口免税城/海免公司分别实现营收 198.3 亿元/57.99 亿元/33.13 亿元；上海地区实现营收 120.1 亿元/-25.1%，毛利率 26.58%/+0.78pct，营收占比 22.37%/-6.03pct，日上上海实现营收 120.1 亿元，净利润亏损 2.08 亿元。
- **2025Q4 经营情况改善带动，公司全年毛利率微增。**期内毛利率 32.75%/+0.72pct，净利率 6.87%/-1.74pct。其中免税业务毛利率 36.97%/-2.53pct，有税业务毛利率 17.13%/+3.68pct。整体费用率 19%/+1.03pct，其中销售费用率 16.17%/+0.12pct，管理费用率 4.11%/+0.58pct，研发费用率 0.17%/+0.13pct，财务费用率-1.45%/+0.19pct。经营活动现金流净额 60.59 亿元/-23.69%。
- **2026Q1 海南地区销量客流双增，国际化业务布局有序开展。**2026Q1 公司实现营收 169.06 亿元/+0.96%，归母净利润 23.49 亿元/+21.18%，扣非归母净利润 23.37 亿元/+20.76%，EPS 为 1.14 元。毛利率 33.63%/+0.65pct，净利率 14.02%/+1.74pct。整体费用率 13.76%/-0.76pct，其中销售费用率 12.06%/-1.06pct，管理费用率 2.69%/+0.16pct，研发费用率 0.02%/-0.06pct，财务费用率 1.01%/+0.2pct。经营活动现金流净额 38.9 亿元/-18.89%。销售客流方面，春节期间海南地区销售增长亮眼，三亚国际免税城单日最高销售额突破 2 亿元，单日最高客流达 9.2 万人次；业务布局方面，公司完成向 LVMH

集团、Miller 家族增发 H 股股份，国家化布局和品牌协同能力进一步增强。

- **投资建议**
- **公司积极把握海南自贸港封关机遇推动免税+文旅融合、打造差异化消费场景；同时推进渠道融合升级，上海、北京等重点机场免税店顺利运营带动品牌招商和业务布局有序进行；关注海外市场机会，拓展海外业务、培育国际化能力，带动品牌出海构建国际化发展新格局。**我们预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 2.55\2.79\3.07 元，对应公司 5 月 13 日收盘价 61.38 元，2026-2027 年 PE 分别为 24\22\20 倍，维持“买入-B”评级。
- **风险提示**
- 居民消费需求不及预期风险；汇率变动风险；免税市场政策变化风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼
太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn
深圳
广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号华润金融大厦 23 楼
北京
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

