



食品饮料行业研究

买入（维持评级）
行业专题研究报告

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

chen_yujun@gjzq.com.cn

大众品中报总结：需求整体承压，关注成长+分红主线

投资逻辑：

多数大众品子板块进入 Q2 需求疲软、动销平淡，尤其以软饮料、餐饮链为代表的板块 Q2 收入增速有所放缓；且同期原材料上涨、汇兑损失、补缴社保、税率调整等均因素对利润造成负面影响，导致利润率下行。从中报业绩来看，我们主要从几个维度出发，1) 量价维度，在需求走弱背景下行业销量增速放缓，但多数行业经历前期持续价格战，报表均价已经企稳甚至修复，显示出行业竞争趋缓的特征，典型如乳制品、复合调味品、速冻食品板块。2) 品类维度，去年同期景气度较高且能带动报表利润率改善的品类收入增速显著放缓，如健康概念食品（魔芋、坚果）、低温奶、功能饮料，一方面系产品铺货率及核心人群复购率已经较高，另一方面系新进入竞争对手较多，甚至吸引渠道推广自有品牌低价产品。3) 渠道维度，零食量贩、会员店、即时零售等渠道上半年加速开店扩张，对传统渠道造成明显的分流效果。对于上游生产型企业而言，需加速经销转直营改革，清理低效渠道和经销商，以此提高效率顺应变革趋势，进而短期对销量造成一定影响，同时各项人员、物流等费用均有增长。

整体来看，大众品板块 Q2 收入和业绩总体处于承压阶段，其中仅乳制品需求呈弱改善趋势，餐饮链、软饮料、零食板块景气度逐步减弱。在此背景下，仅有少数企业因行业竞争趋缓、渠道效率提升、品类高景气延续带来的业绩超预期表现，如复调龙头（颐海国际、天味食品）、零食量贩龙头（鸣鸣很忙）、无糖茶龙头（农夫山泉）。

具体细分子板块来看：

休闲食品：1) 休闲零食：量贩零食两强依托门店加速扩张实现收入业绩高增；魔芋两强略有降速，H1 收入保持个位数稳健增长；而多数企业受传统渠道分流及部分新品放量不及预期影响增速放缓。利润端，上游偏生产型企业毛利率普遍承压，主要系原材料成本上涨及渠道结构变化；而下游渠道型企业受益于规模效应毛利率逆势提升。2) 卤味连锁：低基数下企稳改善，多数企业通过门店模型优化收入恢复正增长。成本端鸭副价格平稳但禽类、畜牧类价格上涨，板块整体盈利能力仍待修复。

餐饮链：1) 基础调味品：步入 Q2 餐饮大盘需求逐步走弱，其中以龙头海天收入增速放缓为代表，而中炬、千禾实现低基数改善；安琪酵母国内衍生品保持高增，酵母蛋白等新品类贡献增量。2) 复合调味品：C 端行业竞争趋缓，天味、颐海底料产品恢复增长，B 端企业根据自身供应研发能力、客户发展情况业绩表现有所分化。3) 速冻食品：速冻米面、调制食品、冷冻菜肴等龙头依靠新品开发及新零售渠道维持收入稳健增长，但渠道结构变化致毛利率普遍有所下降。

软饮料：受雨水天气扰动，行业动销放缓，分品类来看，无糖茶、电解质水等健康功能品类持续渗透，其中农夫茶饮 26H1 同增 30% 表现亮眼；运动饮料市场竞争加剧，东鹏第二曲线增速有所放缓。利润端，PET 成本上涨压力暂未传导至报表，受产品结构升级、囤货锁价影响板块整体实现利润率提升。

乳制品：需求逐步修复改善，收入端，Q2 液奶需求逐步改善、两强收入恢复正增；低温奶、奶粉、冰淇淋等多元化业务表现更优，助力收入增长。利润端，原奶价格经历长时间磨底已有企稳改善迹象，企业 Q2 并未享受成本红利，但通过收缩促销、优化费率，经营利润实质转好，表现不及预期主要系提价提减值损失仍形成负面扰动。

展望后续，我们推荐 2 条主线：1) 基本面扎实，业绩兑现能力强，未来 2-3 年仍有成长性看点的赛道（如无糖茶、酵母蛋白、量贩零食等），推荐农夫山泉、安琪酵母、鸣鸣很忙、万辰集团。2) 供需关系持续改善，顺周期环境有望迎来业绩弹性，且当前个股在分红回购等加持下股息率可形成较强支撑，推荐乳制品龙头及颐海国际。

风险提示

宏观经济增速放缓、原材料价格上涨风险、区域市场竞争风险、食品安全问题风险



内容目录

一、休闲食品：零食上下游表现分化，卤味连锁逐步修复	4
收入端：零食 Q2 表现分化，卤味连锁持续改善	4
盈利端：成本压力增加，费用投放结构性收缩	6
盈利预测及投资建议	7
二、餐饮链：餐饮需求平淡，龙头仍具韧性	8
收入端：受餐饮需求扰动，行业总体承压	8
盈利端：加权成本低位叠加竞争缓和，利润率有所提升	10
盈利预测与投资建议	12
三、软饮料：雨水天气扰动出货，成本压力延缓反馈	13
收入端：无糖茶延续高景气，多数品类动销放缓	13
盈利端：原材料成本短期锁价，净利率仍有阶段性红利	13
盈利预测与投资建议	15
四、乳制品：液奶需求持续修复，成本企稳竞争改善	15
收入端：行业需求边际改善，多元化业务提供增量	15
盈利端：原奶价格磨底叠加竞争趋缓，毛销差稳步改善	16
投资建议	17
五、风险提示	17

图表目录

图表 1：休闲食品板块标的 26H1/26Q2 营收和净利润对比	4
图表 2：22 年-26H1 年鸣鸣很忙、万辰集团收入快速增长	5
图表 3：山姆、奥乐齐在中国门店数稳步提升	5
图表 4：26H1 魔芋增速有所放缓（单位：亿元）	5
图表 5：洽洽、甘源大单品营收增速放缓（单位：亿元）	5
图表 6：休闲食品板块标的 26H1/26Q2 毛利率和净利率对比	6
图表 7：棕榈油价格持续上涨	7
图表 8：鸭苗价格较高点明显回落	7
图表 9：休闲食品板块标的 26H1/26Q2 销售、管理和研发费率对比	7
图表 10：休闲食品板块 26-28 年重点标的盈利预测	8
图表 11：海天酱油品类维持稳健增长态势（单位：亿元）	9
图表 12：26Q2 社零餐饮收入总额增速放缓	9
图表 13：26Q2 限额以上餐饮企业收入增速放缓	9



图表 14: 餐饮链板块标的 26H1/26Q2 营收和净利润对比	9
图表 15: 复合调味品 T0 C 端 26H1 恢复增长	10
图表 16: 基础调味品核心原材料成本略有抬升	11
图表 17: 26H1 复合调味品核心原材料成本略有抬升	11
图表 18: 餐饮链板块标的 26H1/26Q2 毛利率和净利率对比	11
图表 19: 餐饮链板块标的 26H1/26Q2 销售、管理及研发费率对比	12
图表 20: 餐饮链重点公司 26-28 年盈利预测	12
图表 21: 软饮料板块标的 26H1/26Q2 营收和归母净利润对比	13
图表 22: 农夫山泉包装水稳步修复	13
图表 23: 无糖茶、电解质水持续增长 (单位: 亿元)	13
图表 24: 软饮料板块标的 26H1/26Q2 毛利率和净利率对比	14
图表 25: 26H1 软饮料行业原材料成本有所抬升	14
图表 26: 26H1 统一和康师傅饮料净利率略有下降	14
图表 27: 软饮料板块标的 26H1/26Q2 销售、管理及研发费率对比	14
图表 28: 软饮料板块重点公司 26-28 年盈利预测	15
图表 29: 乳制品板块标的 26H1/26Q2 营收和归母净利润对比	15
图表 30: 伊利液态奶营收稳步修复	16
图表 31: 蒙牛液态奶营收稳步修复	16
图表 32: 生鲜乳价格逐步企稳 (单位: 元/KG)	16
图表 33: 乳制品产量累计同比增速放缓 (单位: 万吨)	16
图表 34: 乳制品板块标的 26H1/26Q2 毛利率、净利率对比	16
图表 35: 乳制品板块标的 26H1/26Q2 销售、管理及研发费率对比	17
图表 36: 乳制品板块重点公司 26-28 年盈利预测	17



一、休闲食品：零食上下游表现分化，卤味连锁逐步修复

收入端：零食 Q2 表现分化，卤味连锁持续改善

1. 休闲零食：零食板块行业红利由过去全渠道普涨，转为品类+渠道结构性机会，量贩零食赛道继续保持高景气，传统商超、流通渠道流量持续萎缩。从营收增速看，26H1 收入增速排名前三标的分别为万辰集团（+54%）、鸣鸣很忙（+60%）、有友食品（+34%）。万辰集团、鸣鸣很忙依托零食量贩门店快速扩张实现高增；有友食品受益鸭掌筋大单品在山姆渠道放量亦实现高增。其余企业业绩表现分化，盐津铺子、卫龙美味因魔芋增速放缓，收入仅实现小幅增长；劲仔食品受益于线下零食量贩渠道拓展及经销商数量增加，26H1 收入保持 20%+增速；洽洽食品、甘源食品受传统渠道流量下滑冲击增速有所放缓，三只松鼠、良品铺子收入端仍承压。

图表1：休闲食品板块标的 26H1/26Q2 营收和净利润对比

公司名称	营业收入(亿元, %)						归母净利润(亿元, %)					
	26H1	YOY	26Q1	YOY	26Q2	YOY	26H1	YOY	26Q1	YOY	26Q2	YOY
盐津铺子	30.7	4%	15.8	3%	14.9	6%	4.3	14%	2.3	29%	1.9	0%
甘源食品	10.7	13%	6.2	23%	4.5	3%	0.8	7%	0.7	26%	0.1	-37%
劲仔食品	13.8	23%	7.4	24%	6.4	22%	1.1	-5%	0.7	5%	0.4	-21%
洽洽食品	35.1	27%	22.2	41%	12.8	9%	2.5	177%	1.7	118%	0.8	581%
有友食品	10.3	34%	5.3	40%	5.0	29%	1.2	14%	0.7	31%	0.6	0%
卫龙美味	37.1	7%					7.7	5%				
三只松鼠	52.8	-4%	38.4	3%	14.4	-18%	2.5	80%	2.7	14%	-0.2	NA
良品铺子	31.4	11%	20.4	18%	11.0	1%	0.2	NA	0.5	NA	-0.3	NA
万辰集团	348.4	54%	166.3	54%	182.0	55%	12.1	157%	6.3	193%	5.8	126%
鸣鸣很忙	450.0	60%					22.4	155%				
绝味食品	26.1	-11%	12.7	-16%	12.5	-5%	1.3	-23%	0.7	-41%	0.6	14%
煌上煌	12.3	26%	5.2	16%	7.1	32%	0.9	12%	0.5	3%	0.4	26%
紫燕食品	16.6	13%	7.0	26%	9.6	6%	0.7	-36%	0.8	447%	-0.2	-118%
周黑鸭	14.6	20%					0.9	-15%				

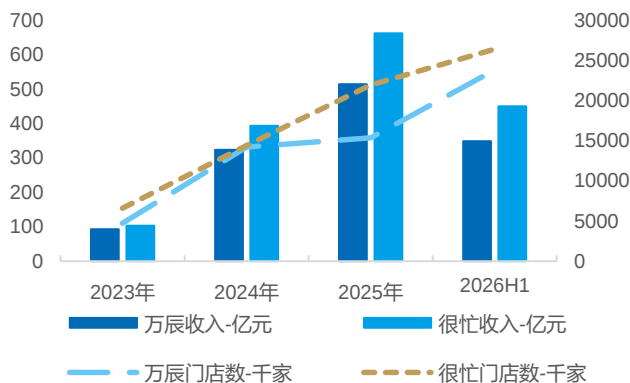
来源：Wind, 国金证券研究所(注：港股不披露季报故没有 Q2 财务数据拆解，下同；NA 代表持续亏损或者扭亏为盈)

从渠道表现来看，流量持续向高性价比的零食量贩、会员商超转移；传统天猫京东等线上平台流量竞争激烈，获客成本走高；传统商超、流通渠道人流持续下滑。1) 抖音、拼多多、020 到家等持续瓜分线上流量，流量竞争越演越烈，相关费用持续攀升。2) 线下商超人流持续下滑，部分流通渠道受损明显，但新兴会员商超、零食专营、CVS 等业态持续发力。如量贩零食龙头鸣鸣很忙 26H1 门店数量超 26405 家，上半年加速开店。山姆会员店 22 年底约 40 家，25 年底开设至 63 家。

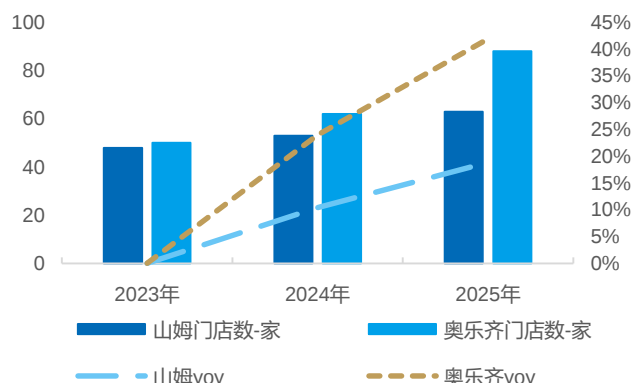
分公司来看，1) 盐津铺子 26H1 线下/线上渠道销售额分别为 27.79/2.91 亿元，同比 +17.46%/-49.30%。线下渠道保持稳健增长，系零食量贩、会员店、定量流通渠道引领。线上渠道收缩系公司自 25 年下半年起主动优化渠道结构，提升经营质量，预计 H2 低基数下有望转正。2) 劲仔食品 26H1 线下/线上渠道收入分别同比+29.13%/-7.54%；线上业务仍处于调整周期中，毛利率逐步提升。26H1 经销商数量净增 174 家，同比+4.97%。3) 甘源食品 2026 年上半年经销/电商/直营及其他模式分别实现收入 8.0/1.8/0.8 亿元，同比 +15.1%/+16.0%/+2.2%，主要增量来自零食量贩、电商自营和海外渠道。但直营 KA 渠道仍同比仅+2.2%，传统商超渠道的调整尚未结束，对整体增速形成拖累。公司持续深化和万辰集团、鸣鸣很忙等主流系统的合作，加强新品导入和 SKU 扩充，有效提高单店产出；电商渠道作为新品首发和品牌营销主阵地，有效拉动新品放量。上半年公司稳步拓展海外渠道，境外收入 0.6 亿元，同比增长 44.2%。



图表2：22年-26H1年鸣鸣很忙、万辰集团收入快速增长



图表3：山姆、奥乐齐在中国门店数稳步提升



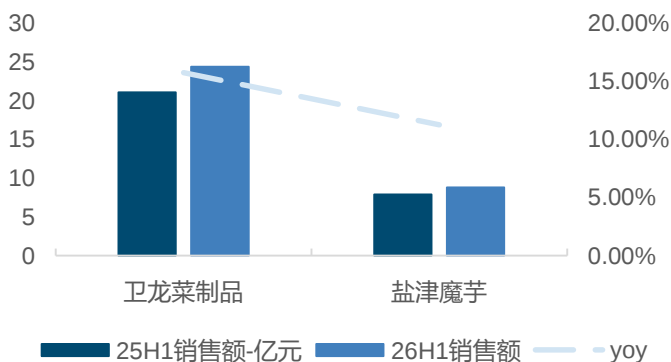
来源：鸣鸣很忙公司公告，万辰集团公司公告，国金证券研究所

来源：中国连锁经营协会，联商网、21 经济网，国金证券研究所

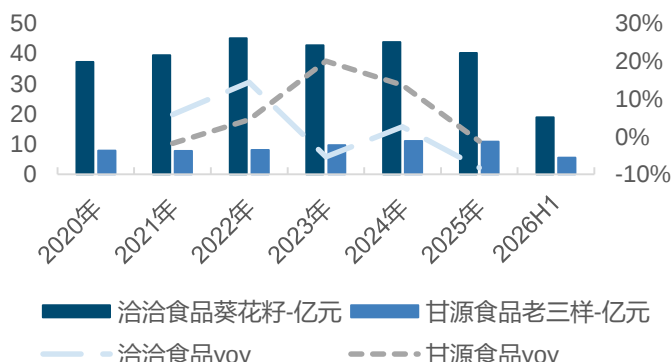
从产品表现来看，魔芋、肉干、豆制品等高蛋白健康食材依旧保持双位数增长；瓜子、辣条等传统零食大单品增长乏力。盐津铺子魔芋、卫龙美味菜制品依旧贡献核心增量；洽洽、甘源的传统大单品增速放缓。1) 盐津魔芋/卫龙菜制品 26H1 分别实现营收 8.8/24.41 亿元，分别同比增长 11.27%/15.74%。2) 劲仔三大品相实现较快增长主要系爆嫩豆干、肉干、盒装小鱼等新品进驻零食量贩渠道放量，传统渠道受竞争加剧影响承压。洽洽食品的瓜子大单品表现稳健，坚果受益于春节备货实现高增。但 Q2 进入淡季后收入增速已从 Q1 的+41%回落至+9%，增速环比放缓明显。公司围绕核心品类持续优化产品结构，同时重点推进风味坚果、魔芋及冰淇淋等新品，拓展瓜子、坚果之外的增量品类。

魔芋、蒟蒻、鹌鹑蛋仍为相对景气赛道，因其食材具备高蛋白、低卡路里、营养素丰富等特征，满足消费者对于健康、减脂的需求。分公司来看，盐津 26H1 魔芋零食/海味零食/健康豆制品/烘焙薯类/果干果冻/休闲豆制品/其他分别实现收入 8.80/5.65/4.68/4.43/3.54/1.92/1.69 亿元，同比+11.25%/+55.65%/+51.46%/-3.49%/-17.29%/+2.67%/-58.06%。甘源 26H1 青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁及豆果分别实现收入 2.6/1.5/1.5/2.6 亿元，同比分别+11.3%/+16.3%/+16.8%/-5.9%。青豌豆、瓜子仁、蚕豆三样合计同比+14.0%；综合果仁及豆果仍处调整期。劲仔 26H1 鱼制品/豆制品/禽肉制品/蔬菜制品及其他收入分别 9.98/1.38/2.86/0.62 亿元，同比 +18.73%/+20.20%/+45.63%/+9.00%。

图表4：26H1 魔芋增速有所放缓（单位：亿元）



图表5：洽洽、甘源大单品营收增速放缓（单位：亿元）



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

2、卤味连锁：绝味食品、煌上煌、紫燕食品、周黑鸭四家中，煌上煌、周黑鸭、紫燕食品 26H1 收入均实现正增长，绝味食品仍承压。从 26H1 收入情况来看，煌上煌收入 12.3 亿元，同比+26%，其增速领先，受益于门店优化及新品拓展；周黑鸭同比+20%，经营有所恢复；绝味食品 26H1 收入同比-11%，仍受门店收缩及客单价下降影响。板块整体尚处于调整过程中，趋势性回暖仍需观察。



盈利端：成本压力增加，费用投放结构性收缩

1、休闲零食：26H1 企业间毛利率表现分化。传统生产型企业毛利率普遍承压，甘源食品 26Q2 毛利率 29%，同比-3pct；劲仔食品 26Q2 毛利率 23%，同比-6pct；有友食品 26Q2 毛利率 22%，同比-6pct。毛利率下滑的主要原因系部分原材料成本上升，如鳀鱼干、棕榈油等价格维持高位、渠道结构调整以及行业竞争加剧导致促销力度加大。

渠道型企业万辰集团 26Q2 毛利率 13%，同比+1pct，主要受益于零食量贩门店快速扩张带来的规模效应，门店数量增加摊薄固定成本，同时对上游供应商议价能力增强，毛利率逆势提升。鸣鸣很忙 26H1 毛利率 12%，同比+2pct，同样反映规模效应逻辑。洽洽食品 26H1 毛利率 26%，同比+6pct，主要系瓜子原材料成本回落及坚果业务结构优化，毛利率改善幅度领先板块。卫龙美味 26H1 毛利率 48%，同比+1pct，基本保持稳定。

从费用端来看，26Q2 零食企业费用投放有所分化，但整体呈现下降趋势。盐津铺子 26Q2 销售费率 11%，同比+1pct，主要系加大品牌推广力度；甘源食品 26Q2 销售费率 18%，同比-2pct，费用控制有所优化；劲仔食品 26Q2 销售费率 11%，同比-4pct，渠道效率提升；洽洽食品 26Q2 销售费率 12%，同比-2pct。

管理及研发费率方面，行业整体呈稳中有降趋势，多数公司延续降本增效策略。仅洽洽食品 26Q2 管理+研发费率 11%，同比+2pct，系管理费用的刚性支出及研发投入增加。

图表6：休闲食品板块标的 26H1/26Q2 毛利率和净利率对比

公司名称	毛利率(%)						净利率(%)					
	26H1	同比变动	26Q1	同比变动	26Q2	同比变动	26H1	同比变动	26Q1	同比变动	26Q2	同比变动
盐津铺子	32%	3%	32%	3%	33%	2%	14%	1%	15%	3%	13%	-1%
甘源食品	32%	-1%	34%	0%	29%	-3%	7%	0%	11%	0%	3%	-2%
劲仔食品	26%	-4%	27%	-3%	23%	-6%	8%	-2%	10%	-2%	5%	-3%
洽洽食品	26%	6%	26%	6%	27%	6%	7%	4%	8%	3%	6%	5%
有友食品	23%	-4%	24%	-3%	22%	-6%	12%	-2%	12%	-1%	12%	-3%
卫龙美味	48%	1%					21%	0%				
三只松鼠	27%	2%	27%	1%	26%	3%	5%	2%	7%	1%	-2%	4%
良品铺子	27%	3%	27%	3%	26%	2%	1%	4%	2%	4%	-3%	2%
万辰集团	13%	1%	13%	2%	13%	1%	3%	1%	4%	2%	3%	1%
鸣鸣很忙	12%	2%					5%	2%				
绝味食品	26%	-3%	27%	-4%	26%	-3%	5%	-1%	6%	-2%	5%	1%
煌上煌	28%	-3%	33%	-2%	26%	-5%	7%	-1%	9%	-1%	6%	0%
紫燕食品	20%	-1%	19%	1%	21%	-4%	4%	-3%	12%	9%	-2%	-12%
周黑鸭	55%	-4%					6%	-3%				

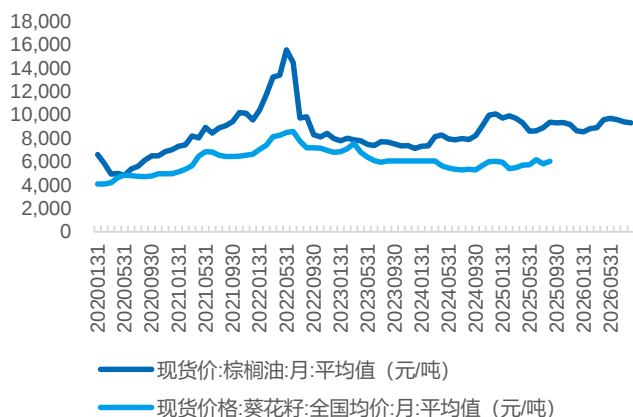
来源：Wind, 国金证券研究所

2、卤味连锁：原材料成本短期承压，盈利能力改善可期

26H1 鸭副、禽肉价格略有上涨，原材料成本压力逐步显现。煌上煌 26H1 毛利率 28%，同比-3pct，毛利率下滑主要系行业竞争加剧、门店促销增加。绝味食品 26H1 毛利率 26%，同比-3pct；周黑鸭 26H1 毛利率 55%，同比-4pct。板块整体毛利率仍有所承压，但成本端压力已大幅减轻，后续需观察规模效应释放、门店调改带来的利润率企稳修复。

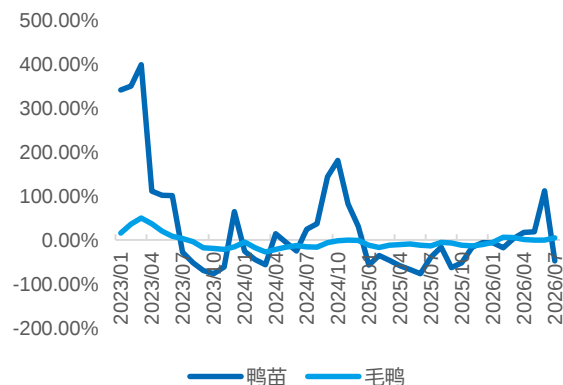


图表7：棕榈油价格持续上涨



来源：Wind，国金证券研究所

图表8：鸭苗价格较高,点明显回落



来源：Wind，国金证券研究所

从费用端来看，门店调改带动效率提升，规模效应释放后各项费率得到优化。绝味食品 26H1 销售费率 8%，同比-2pct；煌上煌 26H1 销售费率 9%，同比-2pct；紫燕食品 26H1 销售费率 7%，同比+1pct，系新渠道拓展费用增加；周黑鸭直营模式下 26H1 销售费率 40%，同比+2pct。管理费用总体偏刚性，费率通过收入增长有所稀释，绝味食品/紫燕食品管理及研发费率分别同比+1pct/持平，煌上煌同比-2pct，周黑鸭同比-2pct。

图表9：休闲食品板块标的 26H1/26Q2 销售、管理和研发费率对比

公司名称	销售费率(%)						管理+研发费率(%)					
	26H1	同比变动	26Q1	同比变动	26Q2	同比变动	26H1	同比变动	26Q1	同比变动	26Q2	同比变动
盐津铺子	11%	1%	11%	0%	11%	1%	5%	0%	5%	0%	5%	0%
甘源食品	18%	-1%	17%	0%	18%	-2%	5%	-1%	5%	-1%	7%	-1%
劲仔食品	11%	-3%	11%	-3%	11%	-4%	6%	-1%	5%	-1%	7%	0%
洽洽食品	12%	0%	12%	1%	12%	-2%	7%	0%	4%	-1%	11%	2%
有友食品	7%	-2%	7%	-2%	6%	-2%	3%	-1%	3%	-1%	3%	0%
卫龙美味	18%	3%					6%	0%				
三只松鼠	18%	-3%	16%	-3%	22%	-2%	4%	1%	3%	1%	6%	1%
良品铺子	22%	-3%	21%	-3%	24%	-2%	4%	-1%	3%	0%	5%	-1%
万辰集团	3%	0%	3%	-1%	3%	0%	3%	0%	3%	0%	3%	0%
鸣鸣很忙	4%	0%					1%	0%				
绝味食品	8%	-2%	8%	-2%	9%	-2%	10%	1%	10%	1%	11%	0%
煌上煌	9%	-2%	9%	-2%	8%	-3%	10%	-2%	12%	-1%	9%	-2%
紫燕食品	7%	1%	8%	2%	7%	2%	7%	0%	8%	-1%	6%	0%
周黑鸭	40%	2%					7%	-2%				

来源：Wind，国金证券研究所

盈利预测及投资建议

零食板块业绩在产业链不同环节存在较为明显的分化，下游零食量贩渠道两强 26H1 开店持续超预期，且同店均有不同程度改善，净利率同环比大幅提升，呈现较强的景气度，为大众品稀缺超预期标的。相对应的上游品牌供应商如盐津、卫龙等多数企业收入端显著降速，且利润端亦表现平淡，这主要受 1) 零食量贩渠道快速开店，对传统商超、流通渠道形成挤压，新渠道红利逐步减退。2) 品类方面，魔芋景气度逐步减弱，多品类布局速度及消费者复购率尚不及预期。3) 成本端，油脂、面粉、禽类、鱼类等价格仍处于高位，对毛利率端造成压力。魔芋成本当前尚未出现明显改善，预计 26H2 红利逐步释放。4) 市场偏存量背景下，竞争有所加剧，销售费用普遍投放加大。而卤味连锁板块因主动关店和门店优化调改措施具备成效，从 Q1 开始收入端企稳修复，门店质量提升、模型调改后净利率有望修复。



当前基于零食板块渠道、品类势能减弱，我们仍沿着成长主线出发，优选未来 2-3 年仍具备业绩释放空间的龙头；建议关注具备较强渠道反应能力、有望抓住后续渠道或者品类变革机遇的企业。推荐 1) 经营效率持续提升，开店+单店收入双轮驱动的量贩零食龙头，推荐鸣鸣很忙、万辰集团。2) 健康低脂成为主流消费趋势，仍看好魔芋、鹌鹑蛋、鱼类、豆类、燕麦零食等品类红利，随着市场关注度提升及企业端主动创新诞生下一个大品类，建议关注渠道能力较强的盐津铺子、西麦食品。

图表 10：休闲食品板块 26-28 年重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入（亿元）			YOY			归母净利（亿元）			YOY			PE		
		26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
休闲零食	盐津铺子	63.2	71.4	80.0	10%	13%	12%	8.7	10.6	12.2	16%	23%	15%	15	12	10
	劲仔食品	29.7	34.9	40.6	22%	17%	16%	2.2	2.6	3.4	-10%	18%	29%	20	17	13
	万辰集团	740.0	955.1	1059.7	44%	29%	11%	27.4	38.0	42.9	104%	39%	13%	14	10	8
	鸣鸣很忙	964.5	1179.4	126.3	46%	22%	7%	48.0	64.7	73.8	106%	35%	14%	16	12	10
	卫龙美味	78.6	87.8	98.2	9%	12%	12%	15.5	18.3	20.9	9%	18%	14%	10	9	7
连锁卤味	绝味食品	55.0	56.8	60.5	1%	3%	6%	3.0	3.2	3.5	265%	8%	10%	23	21	19
	紫燕食品	34.9	37.7	40.7	8%	8%	8%	3.9	4.4	4.9	65%	13%	11%	21	19	17

来源：Wind，国金证券研究所（注：股价截至 8 月 31 日，港币汇率为 1 HKD=0.86CNY，绝味食品和紫燕食品采用 ifind 一致预期）

二、餐饮链：餐饮需求平淡，龙头仍具韧性

收入端：受餐饮需求扰动，行业总体承压

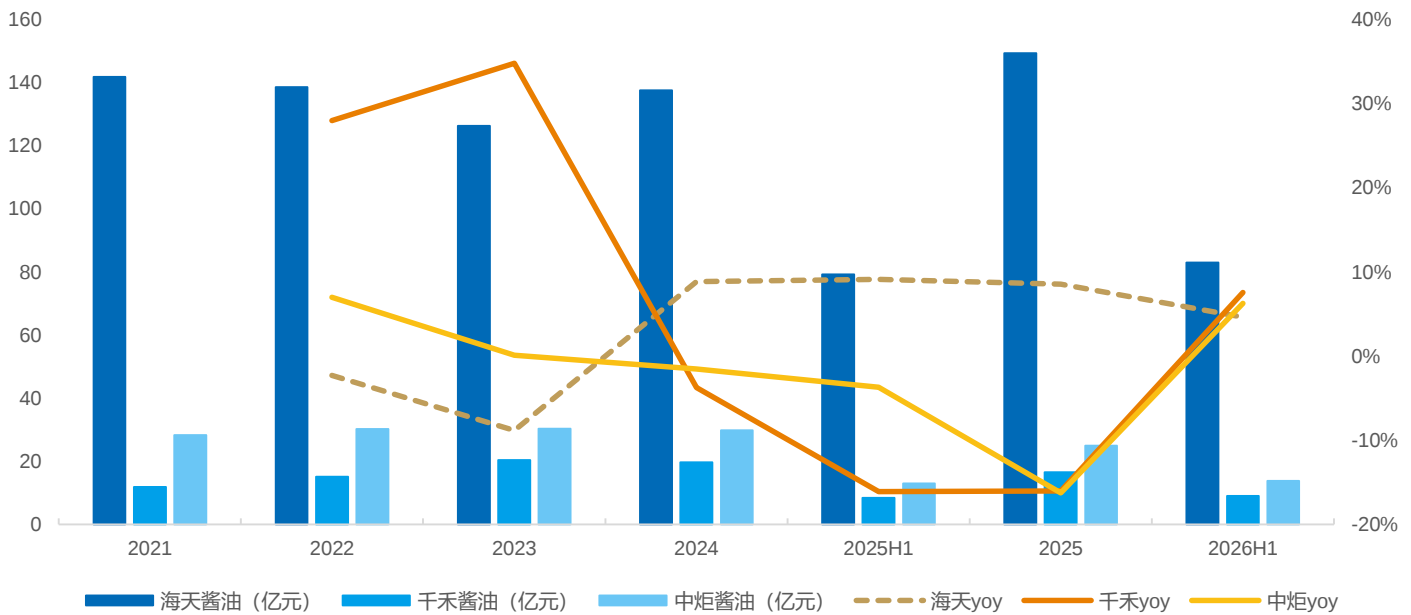
1. 基础调味品：存量市场竞争加剧，龙头具备经营韧性

整体来看，餐饮大盘需求仍较平淡，社零餐饮进入 Q2 淡季后增速明显放缓，但受益于上年同期低基数，26Q2 餐饮增速较 25Q2 有所修复。

从龙头企业 Q2 表现来看：海天味业收入 71.2 亿元，同比+3%，Q2 收入增速较 Q1 的+9%有所放缓，但在餐饮需求偏弱的背景下仍保持正增长，其核心驱动因素在于：1) 渠道结构更加均衡，B/C 端兼备，抗周期能力强；2) 产品矩阵丰富，全品类基本实现增长；3) 经营管理效率领先，品牌力持续巩固。中炬高新收入 12.2 亿元，同比+19%；千禾味业收入 5.8 亿元，同比+20%。中炬、千禾主要受同期低基数影响，内部理顺后实现较为明显的改善。另外安琪酵母 26Q2 收入 46.5 亿元，同比+13%，增速较 Q1 的+19%有所放缓，主要系海外市场受战争影响表现不及预期，下半年有望加速回补。国内整体仍延续稳健增长态势，酵母蛋白等新品类持续贡献增量。

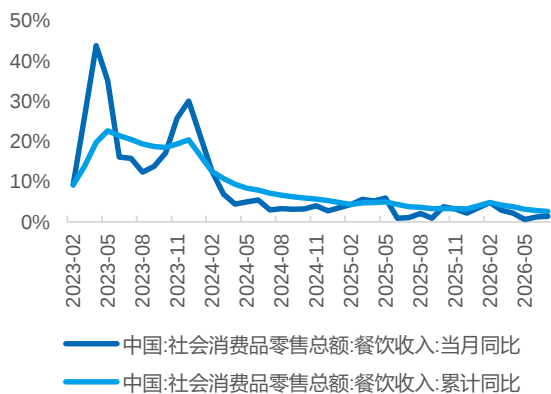


图表11：海天酱油品类维持稳健增长态势（单位：亿元）

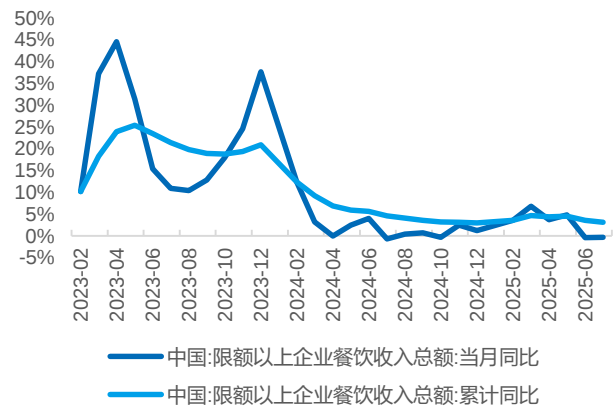


来源：各公司公告，国金证券研究所

图表12：26Q2 社零餐饮收入总额增速放缓



图表13：26Q2 限额以上餐饮企业收入增速放缓



来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

图表14：餐饮链板块标的 26H1/26Q2 营收和净利润对比

公司名称	营业收入(亿元, %)						归母净利润(亿元, %)					
	26H1	YOY	26Q1	YOY	26Q2	YOY	26H1	YOY	26Q1	YOY	26Q2	YOY
海天味业	161.5	6%	90.3	9%	71.2	3%	41.9	7%	24.4	11%	17.5	2%
中炬高新	25.4	19%	13.2	20%	12.2	19%	4.1	61%	2.6	45%	1.5	100%
千禾味业	14.0	6%	8.2	-2%	5.8	20%	2.0	16%	1.5	-8%	0.5	313%
天味食品	20.3	46%	11.3	76%	9.0	20%	3.8	100%	2.5	235%	1.3	13%
颐海国际	33.5	14%					3.8	21%				
宝立食品	16.0	16%	7.8	16%	8.3	16%	1.3	10%	0.7	13%	0.6	8%
日辰股份	2.4	16%	1.3	24%	1.1	9%	0.3	-17%	0.2	3%	0.1	-36%
恒顺醋业	12.2	9%	6.5	4%	5.8	15%	1.2	9%	0.7	18%	0.5	0%



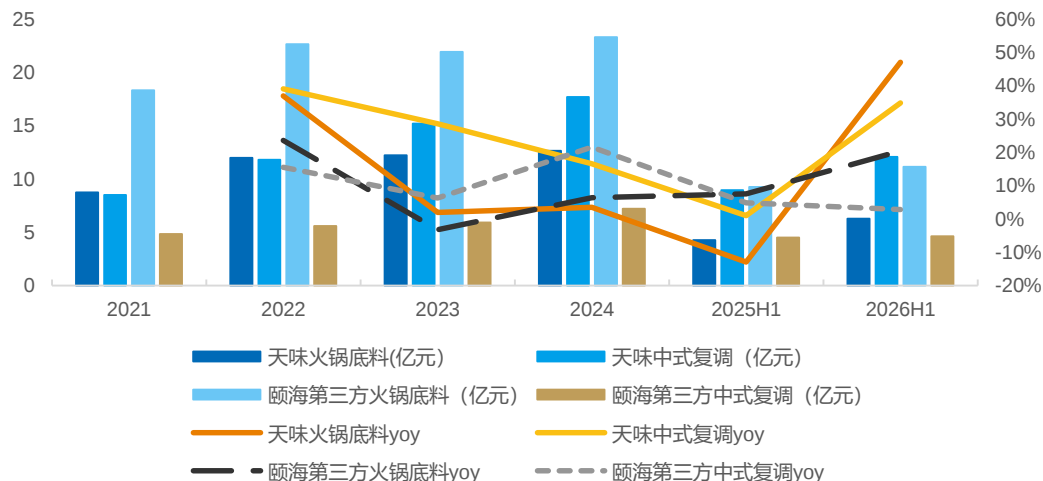
安琪酵母	91.9	16%	45.3	19%	46.5	13%	8.8	10%	4.3	15%	4.6	6%
涪陵榨菜	13.7	4%	7.5	6%	6.1	2%	4.1	-7%	2.7	0%	1.4	-19%
仲景食品	5.7	8%	3.0	7%	2.7	9%	1.1	8%	0.5	11%	0.5	5%
安井食品	92.7	22%	47.1	31%	45.6	14%	8.2	22%	5.6	43%	2.6	-8%
三全食品	39.1	9%	24.5	11%	14.5	8%	3.6	16%	2.7	29%	1.0	-9%
千味央厨	10.5	18%	5.8	24%	4.6	12%	0.3	-11%	0.2	5%	0.1	-35%
立高食品	22.1	7%	10.5	0%	11.6	13%	1.3	-26%	0.6	-28%	0.6	-24%

来源：Wind, 国金证券研究所

2、复合调味品：定制餐调持续拓客，天味食品 Q2 显著修复

复调表现优于基调，但内部仍有分化。行业体现为 C 端需求稳健，B 端表现分化，系各家挖潜新客户能力差异。其中天味食品 26H1 收入 20.3 亿元，同比+46%，其中 Q2 收入 9.0 亿元，同比+20%，公司持续推动采购、研发、生产和销售资源与并购子公司共享，进一步拓宽产品矩阵。随着下半年进入火锅底料消费旺季，收入增长和盈利改善趋势有望延续。宝立食品 26H1 收入 16.0 亿元，同比+16%，B 端客户持续扩展，西式快餐需求稳健。C 端围绕意面拓宽消费场景，鲜熟意面、披萨、鸡排等新品贡献增量。随着新品放量及渠道拓展，收入有望延续增长，规模效应及产品结构优化有望带动盈利能力提升，利润弹性逐步释放。颐海国际 26H1 收入 33.5 亿元，同比+14%，公持续补齐产品矩阵，推进小 B、海外业务拓展；随着规模效应释放，供应链持续优化，直营渠道调整结束后费效比大幅提升，预计后续利润率有望持续改善。

图表15：复合调味品 T0 C 端 26H1 恢复增长



来源：各公司公告，国金证券研究所

3、速冻食品：餐饮 B 端承压，C 端新品驱动增长

26Q2 速冻板块整体需求略有好转，受益于低基数效应，多数企业收入增速实现双位数增长。安井食品 26Q2 收入 45.6 亿元，同比+14%，菜肴类延续增长，火锅料有所恢复。立高食品 26Q2 收入 11.6 亿元，同比+13%，稀奶油放量+会员商超渠道贡献。千禾食品 26Q2 收入 4.6 亿元，同比+12%，大 B 端平稳，新零售渠道拓展。其中安井 26Q2 收入增速较 26Q1 的+31%明显放缓，主要系 Q1 受益于春节备货高基数，Q2 进入淡季后需求回归平淡。

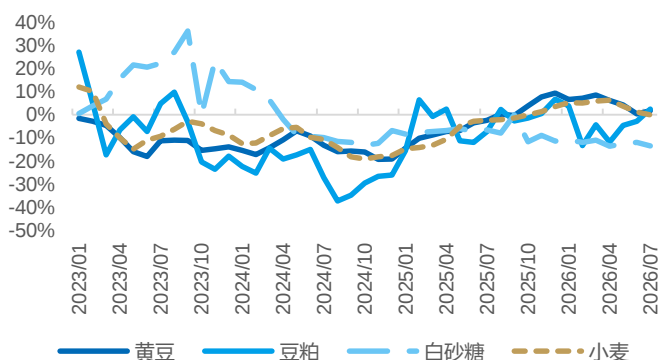
盈利端：加权成本低位叠加竞争缓和，利润率有所提升

1、基础调味品：26Q2 基础调味品企业毛利率普遍同比改善，核心系原材料成本持续处于低位、生产效率优化：海天味业 26Q2 毛利率 40%，同比持平；中炬高新 26Q2 毛利率 43%，同比+4pct，系原材料红利、产品结构优化和工厂效率提升；千禾味业 26Q2 毛利率 38%，同比+5pct，改善幅度较大，受益于原材料成本下行及产品结构优化。

从费率角度看，基础调味品偏向于存量竞争市场，但龙头费用投放增幅有所收窄，预计系行业集中度提升。26Q2 海天/中炬/千禾/恒顺销售费率分别同比-1pct/持平/-1pct/-4pct。管理费方面，各公司基本维持稳定。整体来看，基础调味品板块企业费用管理更精细化。

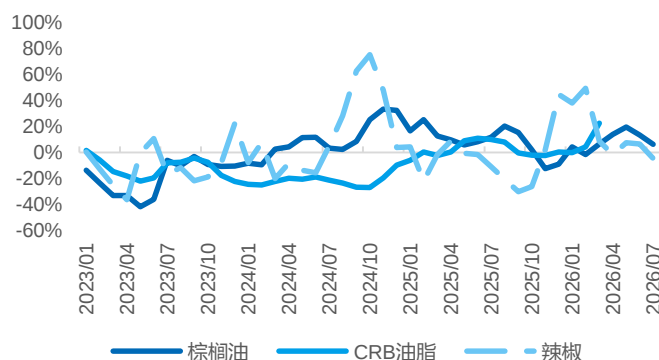


图表16：基础调味品核心原材料成本略有抬升



来源：Wind, 国金证券研究所

图表17：26H1 复合调味品核心原材料成本略有抬升



来源：Wind, 国金证券研究所

图表18：餐饮链板块标的 26H1/26Q2 毛利率和净利率对比

公司名称	毛利率(%)						净利率(%)					
	26H1	同比变动	26Q1	同比变动	26Q2	同比变动	26H1	同比变动	26Q1	同比变动	26Q2	同比变动
海天味业	40%	1%	42%	2%	40%	0%	26%	0%	27%	1%	25%	0%
中炬高新	43%	4%	42%	4%	43%	4%	16%	4%	20%	3%	12%	5%
千禾味业	39%	3%	41%	2%	38%	5%	14%	1%	18%	-1%	9%	6%
天味食品	42%	4%	45%	4%	39%	2%	19%	5%	22%	10%	15%	-1%
颐海国际	34%	4%					11%	1%				
宝立食品	34%	0%	33%	1%	34%	-1%	8%	0%	8%	0%	8%	-1%
日辰股份	36%	-2%	36%	-4%	36%	-1%	12%	-5%	15%	-3%	10%	-7%
恒顺醋业	36%	-2%	36%	0%	36%	-6%	10%	0%	10%	1%	9%	-1%
安琪酵母	27%	1%	26%	0%	27%	1%	10%	-1%	9%	0%	10%	-1%
涪陵榨菜	53%	0%	55%	-1%	51%	-1%	30%	-4%	36%	-2%	22%	-6%
仲景食品	45%	0%	44%	-1%	45%	1%	19%	0%	18%	1%	20%	-1%
安井食品	21%	1%	25%	2%	17%	-1%	9%	0%	12%	1%	6%	-1%
三全食品	24%	1%	26%	0%	22%	-1%	9%	1%	11%	2%	7%	-1%
千味央厨	24%	1%	25%	0%	22%	0%	3%	-1%	4%	-1%	2%	-1%
立高食品	30%	0%	30%	0%	30%	-1%	6%	-3%	6%	-2%	5%	-3%

来源：Wind, 国金证券研究所

2. 复合调味品：复调企业因客户结构不同，毛利率表现存在差异。从原材料端看，油脂、辣椒、花椒单价稳中有降。天味食品 26H1 毛利率 42%，同比+4pct，毛利率改善系原材料采购价格下降、供应链成本管控及产品结构优化；颐海国际 26H1 毛利率 34%，同比+4pct，三方高毛利业务占比抬升带动整体毛利率上行；其中 26H1 关联方/第三方综合毛利率分别为 14.3%/41.8%，同比+0.5pct/+5.7pct。宝立食品 26H1 毛利率 34%，毛利率略有下降主要系成本上涨、叠加产品结构扰动，B 端业务占比持续提升。从费率角度看，天味食品 26H1 销售费率 13%，同比-2pct，经营效率提升显著。颐海国际 26H1 销售费率 13%，同比+1pct。

3. 速冻食品：板块 Q2 毛利率略有下降，主要系产品、渠道结构扰动。安井食品 26Q2 毛利率 17%，同比-1pct，主要系低毛利的菜肴产品占比提升；立高食品 26Q2 毛利率 30%，同比-1pct，主要系棕榈油成本上涨。整体来看，速冻板块成本压力不大、价格竞争趋于稳定，对毛利率形成支撑。



图表19：餐饮链板块标的 26H1/26Q2 销售、管理及研发费率对比

公司名称	销售费率(%)						管理+研发费率(%)					
	26H1	同比变动	26Q1	同比变动	26Q2	同比变动	26H1	同比变动	26Q1	同比变动	26Q2	同比变动
海天味业	6%	-1%	6%	0%	6%	-1%	5%	1%	5%	0%	7%	1%
中炬高新	14%	0%	9%	0%	19%	0%	11%	-1%	11%	0%	10%	-1%
千禾味业	17%	1%	14%	2%	21%	-1%	6%	-1%	5%	0%	6%	-3%
天味食品	13%	-2%	13%	-9%	14%	4%	6%	-2%	5%	-3%	7%	-1%
颐海国际	13%	1%					4%	-1%				
宝立食品	17%	1%	17%	3%	17%	1%	4%	0%	4%	0%	4%	-1%
日辰股份	4%	-1%	4%	-1%	4%	0%	13%	1%	12%	-1%	15%	4%
恒顺醋业	16%	-2%	17%	0%	15%	-4%	8%	-1%	7%	-1%	9%	-2%
安琪酵母	5%	0%	5%	0%	5%	0%	7%	0%	7%	0%	8%	0%
涪陵榨菜	17%	2%	13%	0%	21%	4%	4%	0%	3%	0%	5%	0%
仲景食品	14%	-1%	15%	-4%	13%	2%	9%	1%	9%	1%	10%	1%
安井食品	6%	0%	6%	-1%	4%	-1%	3%	0%	3%	-1%	3%	0%
三全食品	12%	0%	12%	0%	12%	0%	3%	0%	2%	0%	5%	0%
千味央厨	9%	2%	11%	3%	6%	1%	10%	-1%	9%	-1%	12%	-1%
立高食品	11%	0%	11%	0%	11%	0%	9%	1%	10%	2%	9%	0%

来源：Wind, 国金证券研究所

盈利预测与投资建议

宏观餐饮社零及微观业绩数据结合来看，均显示进入 Q2 以后餐饮大盘需求依旧疲软，终端动销放缓，企业为了维持稳健的库存水平，出货增速亦较 Q1 有所放缓。另一方面，受规模效应减弱、成本上涨、补缴社保等影响，企业利润率环比亦有所下降。其中基础调味品偏存量竞争，尤其受复调等产品分流，板块表现相对偏弱，企业量价均有压力。复合调味品在经历了 4 年左右的行业调整后，26H1 龙头企业呈现复苏态势，价增、降费均为前瞻性修复信号。速冻食品板块从 Q2 收入端来看，龙头企业仍保持双位数增速，主要受益于场景扩容、品类创新带动行业量增，价格维度亦企稳修复。

展望下半年，在需求疲软成本上涨背景下，我们认为行业仍将呈现龙头份额集中态势，且酱油等品类偏刚需、品牌积淀较深、消费者价格敏感度低，行业龙头依旧具备较强的提价转移能力，推荐海天味业。同时我们建议关注推广新业务增长机会的安琪酵母、颐海国际。

速冻食品方面，随着 C 端消费场景扩容、餐饮连锁化率提升，当前更多增量机会来自品质升级、产品创新、质价比供给。我们建议关注在 C 端持续发力新品、在 B 端借助经销商优势、产能优势持续提升市占率的安井食品，虾滑、锁鲜装、烤肠等大单品渗透率提升有望贡献稳健的业绩增量；后续倘若餐饮需求改善，将带来较大的业绩弹性。

图表20：餐饮链重点公司 26-28 年盈利预测

板块	公司名称	收入（亿元）			YOY			归母净利（亿元）			YOY			PE		
		26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
基础调味品	海天味业	308.8	332.1	358.8	7%	8%	8%	77.3	86.6	96.2	10%	12%	11%	27	24	21
	中炬高新	48.1	53.2	58.5	15%	11%	10%	7.0	8.0	9.1	29%	15%	13%	20	18	15
	千禾味业	28.3	31.7	35.6	10%	12%	12%	4.3	5.1	5.9	23%	19%	16%	22	19	16
	安琪酵母	183.8	198.7	213.8	15%	14%	13%	18.4	22.2	25.7	19%	20%	16%	20	17	14
复合调味品	天味食品	27.2	24.3	21.8	27%	15%	10%	7.3	8.5	9.4	29%	15%	11%	19	16	15
	宝立食品	33.2	37.2	41.1	13%	12%	11%	3.0	3.5	4.0	16%	14%	14%	16	14	12
速冻食品	立高食品	47.4	52.3	57.2	9%	10%	9%	3.2	3.8	4.3	4%	19%	14%	13	11	10
	千味央厨	22.1	24.5	27.0	17%	11%	10%	0.9	1.0	1.2	36%	19%	18%	35	29	25
	安井食品	183.8	198.7	213.8	13%	8%	8%	17.2	20.5	22.5	27%	19%	10%	15	12	11

来源：Wind, 国金证券研究所（注：股价截至 8 月 31 日，立高食品、千味央厨采用 ifind 一致预期）



三、软饮料：雨水天气扰动出货，成本压力延缓反馈

收入端：无糖茶延续高景气，多数品类动销放缓

从收入端来看，茶饮料延续高景气，无糖茶为增长核心驱动力。农夫山泉/康师傅/统一企业中国 26H1 茶饮料规模分别为 131.22/116.4/48.89 亿元，增速分别为+30.06%/+9.09%/-3.51%。农夫山泉受益于无糖茶品类持续放量，茶饮料实现 30%+高增长，叠加包装水市占率修复，整体收入同比增长 16%；康师傅茶饮料实现高个位数增长，但其他品类有所下滑，整体表现相对稳健；统一茶饮料受竞争分流影响略有承压，但奶茶业务增长可观。

东鹏饮料 Q2 受雨水天气扰动，大单品增速放缓，其他品类表现亮眼。26Q2 东鹏特饮/补水啦/其他产品分别实现收入 45.25/10.26/9.91 亿元，分别同比+1.4%/11.2%/97.3%，特饮、补水啦有所降速主要系雨水天气扰动终端动销、叠加中奖比例增加。其他饮料受港式奶茶、无糖茶等新品带动，收入贡献进一步提升。

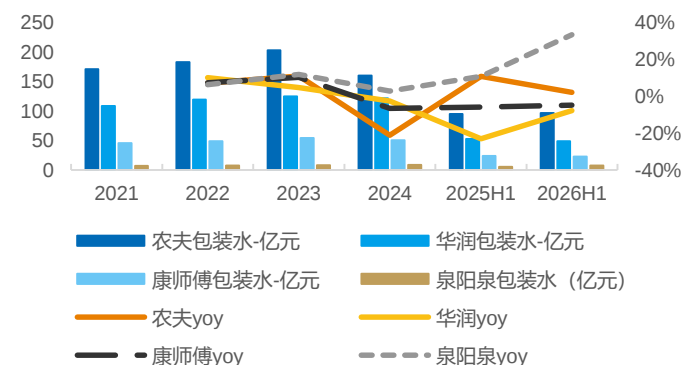
百润股份 26H1 收入 16.6 亿元，同比+11%，Q2 增速+14%、环比改善，预调酒库存管理得当，持续开发新渠道，动销持续提速；烈酒整体保持稳健，渠道改革持续推进，H2 “百利得”小酒、“乐调”系列伏特加及金酒有望放量。

图表21：软饮料板块标的 26H1/26Q2 营收和归母净利润对比

公司名称	营业收入(亿元, %)						归母净利润(亿元, %)					
	26H1	YOY	26Q1	YOY	26Q2	YOY	26H1	YOY	26Q1	YOY	26Q2	YOY
东鹏饮料	124.4	16%	58.9	21%	65.5	11%	28.7	21%	12.6	28%	16.1	15%
百润股份	16.6	11%	8.0	9%	8.6	14%	4.8	23%	2.2	19%	2.6	26%
李子园	6.0	-3%	3.0	-6%	3.1	1%	0.7	-32%	0.5	-19%	0.1	-62%
香飘飘	12.8	23%	8.8	51%	4.0	-12%	0.1	NA	0.9	NA	-0.8	NA
承德露露	15.4	11%	11.4	14%	4.0	5%	3.0	15%	2.5	15%	0.5	15%
养元饮品	35.0	42%	25.6	38%	9.4	56%	8.5	15%	8.1	26%	0.5	-55%
农夫山泉	297.2	16%					88.9	17%				
华润饮料	54.6	-12%					5.9	-26%				
康师傅控股	405.4	1%					24.3	7%				
统一企业中国	173.2	1%					14.0	9%				

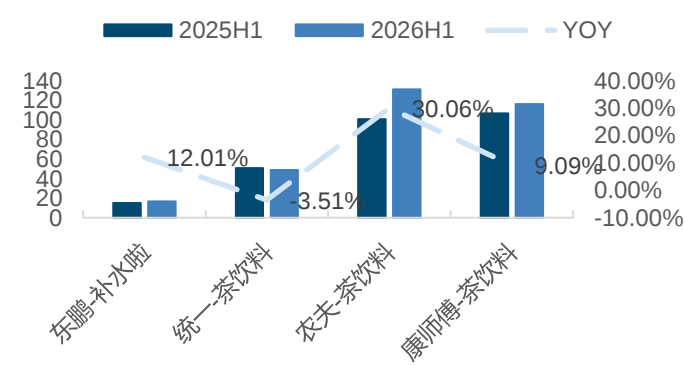
来源：Wind, 国金证券研究所(注：港股不披露季度数据，康师傅和统一因饮料业务占比高故放在软饮料板块进行分析)

图表22：农夫山泉包装水稳步修复



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表23：无糖茶、电解质水持续增长（单位：亿元）



来源：各公司公告，国金证券研究所

盈利端：原材料成本短期锁价，净利率仍有阶段性红利

从成本端来看，PET、纸箱等原材料价格逐步抬高，但企业均有效锁价，26H1 板块毛利率持续改善。东鹏饮料 26H1 毛利率 48%，同比+3pct，系原材料成本下行和产品结构优化；农夫山泉 26H1 毛利率 61%，同比+1pct，主要受益于茶饮料占比提升；另外包装水、功能性饮料经营净利率下降预计系 PET 成本上涨压力叠加产品结构扰动。



图表24：软饮料板块标的 26H1/26Q2 毛利率和净利率对比

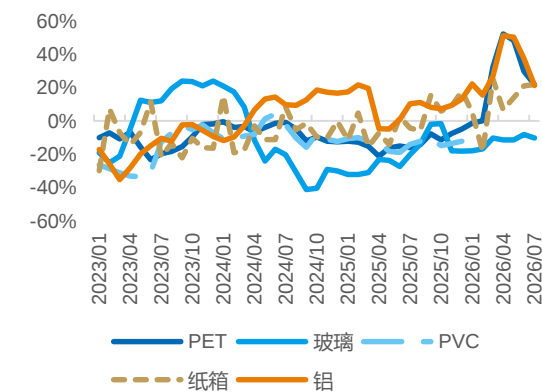
公司名称	毛利率(%)						净利率(%)					
	26H1	同比变动	26Q1	同比变动	26Q2	同比变动	26H1	同比变动	26Q1	同比变动	26Q2	同比变动
东鹏饮料	48%	3%	47%	2%	50%	4%	23%	1%	21%	1%	25%	1%
百润股份	69%	0%	70%	1%	71%	0%	29%	3%	27%	2%	31%	3%
李子园	35%	-4%	38%	-5%	32%	-5%	11%	-5%	18%	-3%	4%	-6%
香飘飘	35%	7%	41%	10%	22%	-5%	1%	10%	11%	14%	-21%	-3%
承德露露	48%	2%	49%	1%	44%	3%	19%	1%	22%	0%	12%	1%
养元饮品	41%	-4%	45%	-1%	32%	-12%	24%	-6%	32%	-3%	5%	-12%
农夫山泉	61%	1%					30%					
华润饮料	48%	1%					11%	-2%				
康师傅控股	36%	1%					6%	0%				
统一企业中国	35%	1%					8%	1%				

来源：Wind, 国金证券研究所

从费率端来看，A 股多数软饮料企业 26Q2 销售费率普遍同比提升，东鹏饮料/百润股份/香飘飘销售费率分别同比+2pct/+2pct/-4pct，主要系品牌宣传、代言费用等投放增加。港股方面，农夫山泉 26H1 销售费率 20%，同比持平，费用管控能力突出；康师傅控股 26H1 销售费率 23%，同比持平；统一企业中国 26H1 销售费率 23%，同比+1pct，费用投放略有增加。

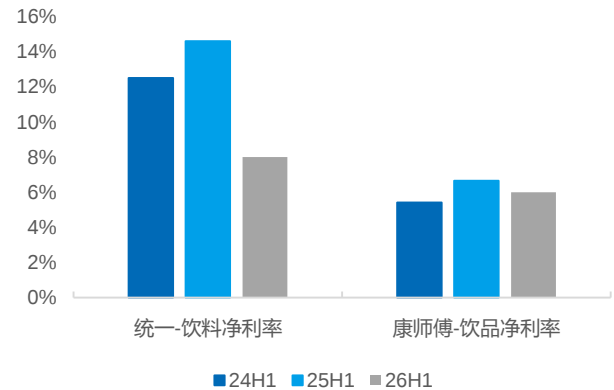
最终从净利率的角度看，多数企业实现同比增长。A 股方面，东鹏饮料 26Q2 净利率 25%，同比+1pct，随新品规模扩大、渠道投入效率提升，后续费用率仍有改善空间；百润股份 26Q2 净利率 31%，同比+3pct。港股方面，农夫山泉 26H1 净利率 30%，同比持平；康师傅控股 26H1 净利率 6%，同比持平；统一企业中国 26H1 净利率 8%，同比+1pct，利润增速快于收入增速，盈利能力有所改善。

图表25：26H1 软饮料行业原材料成本有所抬升



来源：Wind, 国金证券研究所

图表26：26H1 统一和康师傅饮料净利率略有下降



来源：各公司公告, 国金证券研究所

图表27：软饮料板块标的 26H1/26Q2 销售、管理及研发费率对比

公司名称	销售费率(%)						管理+研发费率(%)					
	26H1	同比变动	26Q1	同比变动	26Q2	同比变动	26H1	同比变动	26Q1	同比变动	26Q2	同比变动
东鹏饮料	17%	2%	17%	1%	17%	2%	3%	1%	3%	0%	3%	1%
百润股份	23%	1%	21%	0%	22%	2%	9%	-1%	10%	-1%	9%	-2%
李子园	13%	-2%	12%	1%	15%	-5%	9%	1%	8%	0%	10%	2%
香飘飘	24%	-8%	20%	-7%	34%	-4%	11%	-2%	7%	-4%	18%	4%
承德露露	22%	1%	19%	1%	30%	4%	2%	0%	2%	0%	5%	1%



养元饮品	9%	-5%	7%	-2%	15%	-12%	2%	0%	1%	0%	5%	0%
农夫山泉	20%	0%					4%	0%				
华润饮料	33%	2%					3%	0%				
康师傅控股	23%	0%					4%	0%				
统一企业中国	23%	1%					3%	0%				

来源：Wind，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

上半年行业整体承压较为明显，一方面是雨水天气较多对需求造成干扰，另一方面是内外部竞争加剧、价格战愈演愈烈。与此同时，我们也持续关注到低糖茶、运动饮料、即饮咖啡等品类仍保持相对景气，但多数传统赛道品类如水、有糖茶、果汁、碳酸饮料等品类持续承压，内部呈现出向健康性、功能性品类转化特征。外部视角来看，茶饮连锁企业持续开店，且延续了较低的产品定价策略，对即饮饮料有所分流。

展望下半年，天气因素持续影响行业，需求端预计仍有承压；且同时成本压力预计加剧，因多数企业低价 PET 库存已消耗完毕，H2 多为市价采购模式，但当前 PET 价格仍处于相对高位。因此我们推荐具备无糖品类红利，同时兼具供应链、渠道护城河的龙头农夫山泉。建议关注高股息主线统一企业中国及康师傅控股。

图表28：软饮料板块重点公司 26-28 年盈利预测

板块	公司名称	收入（亿元）			YOY			归母净利润（亿元）			YOY			PE		
		26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
软饮料	东鹏饮料	240.1	274.5	310.5	15%	14%	13%	53.1	60.7	69.8	20%	14%	15%	19	17	14
	农夫山泉	599.7	676.8	757.2	14%	13%	12%	179.4	205.7	233.2	13%	15%	13%	23	20	17
	统一企业中国	331.1	346.2	363.0	4%	4%	4%	22.1	23.7	25.5	8%	7%	8%	13	13	12
	康师傅控股	807.4	828.1	848.8	2%	3%	3%	46.7	50.0	53.3	4%	4%	4%	13	13	13
	华润饮料	116.8	125.2	134.9	6%	7%	8%	11.0	11.0	11.0	12%	17%	15%	14	13	13
	百润股份	32.9	37.1	42.4	12%	13%	14%	7.8	9.1	10.6	22%	18%	16%	26	22	19

来源：Wind，国金证券研究所（注：股价截至 8 月 31 日，汇率采用 1HKD=0.86CNY，康师傅控股、统一企业、华润饮料采用 ifind 一致预期）

四、乳制品：液奶需求持续修复，成本企稳竞争改善

收入端：行业需求边际改善，多元化业务提供增量

26Q2 乳制品行业整体需求持续改善，液奶品类恢复正增，冰淇淋、奶粉等品类维持较好的增长态势。伊利股份 26H1 收入 644.9 亿元，同比+4%，其中 Q2 收入 296.6 亿元，同比+3%，环比 Q1 的+5%略有放缓。分品类看，26Q2 液态奶收入同比+0.1%，同比表现稳健；奶粉同比-3.5%，冷饮受益于补库存及市占率提升同比+13.4%，多元业务持续贡献。蒙牛乳业 26H1 收入 447.9 亿元，同比+8%，主要受益于低基数效应及需求稳步修复，其中 26H1 液奶/奶粉/冰淇淋收入分别同比增长 5.2%/28.6%/8.5%。

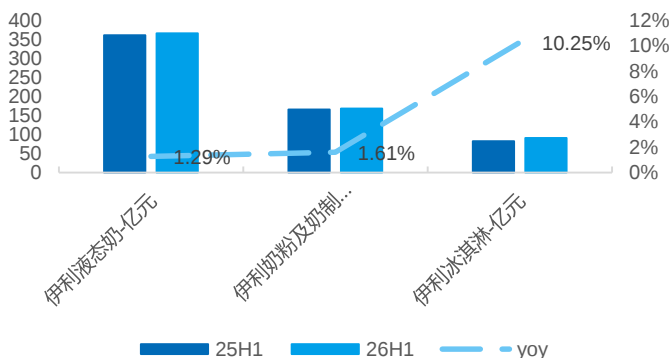
图表29：乳制品板块标的 26H1/26Q2 营收和归母净利润对比

公司名称	营业收入(亿元，%)						归母净利润(亿元，%)					
	26H1	YOY	26Q1	YOY	26Q2	YOY	26H1	YOY	26Q1	YOY	26Q2	YOY
伊利股份	644.9	4%	348.2	5%	296.6	3%	57.6	-20%	53.9	11%	3.6	-84%
妙可蓝多	33.0	29%	16.3	32%	16.8	26%	1.5	14%	0.8	-8%	0.8	50%
新乳业	58.1	5%	28.4	8%	29.7	2%	4.6	17%	1.9	40%	2.8	6%
天润乳业	14.5	4%	6.7	7%	7.8	2%	0.5	NA	0.3	NA	0.2	-52%
蒙牛乳业	447.9	8%					23.7	16%				

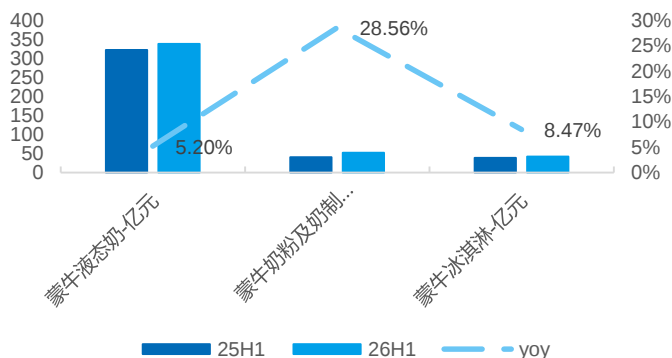
来源：Wind，国金证券研究所



图表30：伊利液态奶营收稳步修复



图表31：蒙牛液态奶营收稳步修复



来源：Wind，国金证券研究所

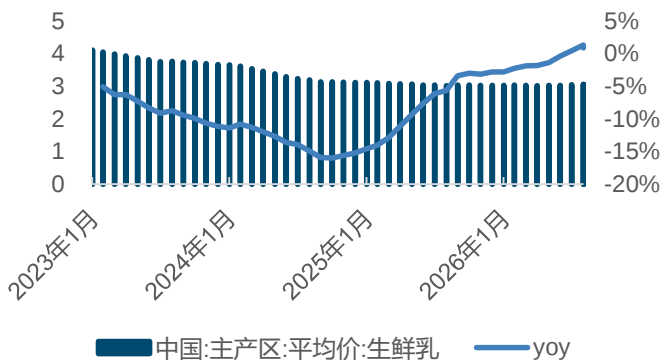
来源：Wind，国金证券研究所

盈利端：原奶价格磨底叠加竞争趋缓，毛销差稳步改善

原奶价格持续低位运行，叠加内部结构优化，行业整体毛利率处于较高水平。伊利股份 26H1 毛利率 36%，同比+1pct；蒙牛乳业 26H1 毛利率 41%，同比-1pct；新乳业 26H1 毛利率 30%，同比持平。

从费率端来看，显示行业竞争趋缓，价格战及促销力度减弱。伊利股份 26H1 销售费率 18%，同比-1pct；管理及研发费率 4%，同比持平。蒙牛乳业 26H1 销售费率 28%，同比持平，管理及研发费率 4%，同比持平。

图表32：生鲜乳价格逐步企稳（单位：元/KG）



图表33：乳制品产量累计同比增速放缓（单位：万吨）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表34：乳制品板块标的 26H1/26Q2 毛利率、净利率对比

公司名称	毛利率(%)						净利率(%)					
	26H1	同比变动	26Q1	同比变动	26Q2	同比变动	26H1	同比变动	26Q1	同比变动	26Q2	同比变动
伊利股份	36%	1%	38%	1%	34%	0%	9%	-3%	15%	1%	1%	-7%
妙可蓝多	30%	0%	30%	-2%		0%	5%	-1%	5%	-2%	5%	1%
新乳业	30%	0%	30%	0%	30%	-1%	8%	1%	7%	1%	9%	0%
天润乳业	18%	2%	18%	4%	18%	-1%	4%	5%	4%	16%	3%	-4%
蒙牛乳业	41%	-1%					5%	0%				

来源：Wind，国金证券研究所


图表35：乳制品板块标的 26H1/26Q2 销售、管理及研发费率对比

公司名称	销售费率(%)						管理+研发费率(%)					
	26H1	同比变动	26Q1	同比变动	26Q2	同比变动	26H1	同比变动	26Q1	同比变动	26Q2	同比变动
伊利股份	18%	-1%	17%	0%	19%	-1%	4%	0%	4%	0%	5%	0%
妙可蓝多	19%	2%	19%	2%	20%	2%	5%	-2%	5%	-1%	5%	-2%
新乳业	15%	-1%	17%	0%	13%	-3%	3%	0%	4%	0%	3%	-1%
天润乳业	7%	1%	9%	2%	6%	0%	4%	0%	5%	0%	4%	0%
蒙牛乳业	28%	0%					4%	0%				

来源：Wind，国金证券研究所

投资建议

从供给端来看，上游牧场亏损持续出清，26H1 主动减少奶牛存栏量；同时从替代品效应来看，随着牛肉价格提升、肉奶协同效应放大，奶牛屠宰率提升；海外率先进入减产周期，进口大包粉价格提升，替代成本高。上半年供需不平衡导致生鲜乳价格持续走低，近期部分地区散奶价格已经企稳回升，预计下半年开始供需有望重获平衡。

从需求端来看，白奶作为蛋白质补充主要来源，仍呈现一定的刚需属性，经历了 3 年左右的价格调整，当前液奶需求已逐步企稳，年初以来龙头收入端均保持低个位数增长。同时行业面临结构转型，随着冷链物流技术发展以及生产成本下降，低温奶占比持续提升，具备低温奶产能和产品优势的企业增长更为迅速。各类乳制品（非液态乳）如黄油、奶酪、奶油随着下游应用场景拓展，需求量持续提升，且国产产能储备逐步释放，国产替代率有望持续提升，乳制品深加工打开行业成长空间。

展望下半年，随着原奶价格企稳回升，行业竞争格局亦将改善；尽管 H1 多数企业具备补税、资产减值影响，但利润压力已过最大时刻，H2 压力预计仍将减轻，企业表现利润率有望恢复常态化增长。当前我们仍建议关注大乳企奶源协同优势、产业链纵深优势，收入有望维持稳健增长，业绩稳步修复向好，高股息率具备吸引力，建议关注伊利股份、蒙牛企业、新乳业。

图表36：乳制品板块重点公司 26-28 年盈利预测

板块	公司名称	收入（亿元）			YOY			归母净利（亿元）			YOY			PE		
		26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
乳制品	伊利股份	1213.0	1271.6	1331.9	5%	5%	5%	114.0	132.0	142.2	-1%	16%	8%	15	13	12
	蒙牛乳业	864.0	900.6	937.9	5%	4%	4%	48.6	54.6	59.7	215%	12%	9%	13	11	10
	新乳业	119.6	127.3	135.3	7%	6%	6%	8.7	10.2	11.5	19%	17%	14%	15	13	11

来源：Wind，国金证券研究所（注：股价截至 8 月 31 日，以上公司盈利预测均采用 ifind 一致预期）

五、风险提示

宏观经济增速放缓——经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏。

原材料价格上涨风险——若原材料价格大幅提升将挤压企业利润。

区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策。

食品安全问题风险——食品安全问题会对所处行业声誉等造成影响。



行业投资评级明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究