



万联晨会

2026 年 09 月 07 日 星期一

概览

核心观点

【市场回顾】
上周五，A 股震荡走低，上证指数收跌 0.3%报 3930.12 点，深证成指跌 0.79%，创业板指跌 0.78%。两市 A 股成交额 2.05 万亿元人民币，2400 多股上涨。申万行业方面，农林牧渔、传媒行业涨幅居前，电子、建筑材料行业跌幅居前；概念板块方面，猪肉、养鸡概念涨幅居前，国家大基金持股、MLCC 概念跌幅居前。港股方面，恒生指数上涨 1.74%，恒生科技指数上涨 2.27%。海外方面，美国股市三大股指小幅收跌，道指下跌 0.51%，标普 500 下跌 0.38%，纳指下跌 0.29%。欧洲主要股指涨跌不一，韩国综合指数上涨 1.64%。

(资讯来源：同花顺、万联证券研究所整理)

【重要新闻】
【我国粮食企业年工业总产值超 4 万亿元】9 月 5 日第八届中国粮食交易大会期间，国家粮食和物资储备局局长刘焕鑫介绍，截至目前，全国粮食企业达到 2.4 万家，年实现工业总产值超 4 万亿元，三分之一以上省份产值超过千亿元，全国共形成 33 个省级区域公用品牌、117 个市县级粮食区域公用品牌。

(资料来源：中国政府网、万联证券研究所)

【医保高质量发展助力中国式现代化建设】9 月 4 日，国务院新闻办公室举行“开局起步‘十五五’”系列主题新闻发布会。国家医保局有关负责人介绍，“十五五”时期，我国将持续夯实全民医保基础，稳步提升参保质量，不断优化全民参保结构，扩大灵活就业人员、农民工、新就业形态人员等重点人群参加职工医保规模。

(资料来源：中国政府网、万联证券研究所)

研报精选

板块增收不增利，酒旅盈利逆势改善
猪价下行板块承压，分化加剧结构突围
销量短期承压，产品结构升级减缓利润下滑

国内市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,930.12	-0.30%
深证成指	13,516.97	-0.79%
沪深 300	4,548.05	-0.10%
科创 50	1,577.36	-2.10%
创业板指	3,286.55	-0.78%
上证 50	2,923.81	0.15%
上证 180	9,753.15	-0.08%
上证基金	7,109.36	-0.14%
国债指数	230.32	0.00%

国际市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	53,414.25	-0.51%
S&P500	7,718.60	-0.38%
纳斯达克	26,506.99	-0.29%
日经 225	65,020.94	1.26%
恒生指数	25,650.87	1.74%
美元指数	99.18	-0.42%

主持人： 张文博
Email: zhangwb@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

上周五，A股震荡走低，上证指数收跌0.3%报3930.12点，深证成指跌0.79%，创业板指跌0.78%。两市A股成交额2.05万亿元人民币，2400多股上涨。申万行业方面，农林牧渔、传媒行业涨幅居前，电子、建筑材料行业跌幅居前；概念板块方面，猪肉、养鸡概念涨幅居前，国家大基金持股、MLCC概念跌幅居前。港股方面，恒生指数上涨1.74%，恒生科技指数上涨2.27%。海外方面，美国股市三大股指小幅收跌，道指下跌0.51%，标普500下跌0.38%，纳指下跌0.29%。欧洲主要股指涨跌不一，韩国综合指数上涨1.64%。

(资讯来源：同花顺、万联证券研究所整理)

【重要新闻】

【我国粮食企业年工业总产值超4万亿元】9月5日第八届中国粮食交易大会期间，国家粮食和物资储备局局长刘焕鑫介绍，截至目前，全国粮食企业达到2.4万家，年实现工业总产值超4万亿元，三分之一以上省份产值超过千亿元，全国共形成33个省级区域公用品牌、117个市县级粮食区域公用品牌。

(资料来源：中国政府网、万联证券研究所)

【医保高质量发展助力中国式现代化建设】9月4日，国务院新闻办公室举行“开局起步‘十五五’”系列主题新闻发布会。国家医保局有关负责人介绍，“十五五”时期，我国将持续夯实全民医保基础，稳步提升参保质量，不断优化全民参保结构，扩大灵活就业人员、农民工、新就业形态人员等重点人群参加职工医保规模。(资料来源：中国政府网、万联证券研究所)

分析师 李中港 执业证书编号 S0270524020001

研报精选

板块增收不增利，酒旅盈利逆势改善

——社会服务行业 2026H1 业绩综述报告

投资要点：

社会服务板块营收增速放缓，利润有所承压。2026年上半年上市公司业绩公布，社会服务板块营收延续增长但增速趋缓，利润端由增转降，整体呈现增收不增利特征，营业收入合计1018.04亿元，同比增长4.13%，在申万一级行业中排名第15；归母净利润合计51.07亿元，同比下降4.30%，在申万一级行业中排名第20。

旅游及景区板块：2026年上半年旅游及景区板块实现营收179.40亿元，同比+2.43%，归母净利润14.52亿元，同比+10.78%。板块营收、利润实现双增，个股利润端表现分化显著。今年上半年国内旅游市场稳中有进，国内居民出游人次同比增长5.4%，入境外国人次同比增长20.4%，入境游成为市场重要增量。游客消费偏好由“打卡式观光”加速转向深度体验与情绪价值，更加关注目的地生活、美食、文化及休闲娱乐等多元场景，利好具备资源整合、定制服务及“一站式”行程安排能力的OTA平台与综合类旅行社。

酒店餐饮板块：2026年上半年酒店餐饮板块实现营收140.59亿元，同比+0.75%，归母净利润8.52亿元，同比+20.46%。板块利润增速明显快于营收增速，毛利率与净利率均同比提升，君亭酒店与锦江酒店实现营收、利润双增。板块整体处于温和复苏、盈利修复阶段。

投资建议：当前社会服务板块估值已回落至历史底部，市场对“弱现实”的定价较为充分。商务出行、入境游、餐饮同店三大信号在Q3-Q4有明确的数据验证窗口，边际改善一旦兑现，估值修复的弹性可观。长期来看，我国服务消费占比已接近结构性临界点，服

务消费有望进入加速渗透阶段。建议关注：（1）受益于入境游加速放量及假期制度改革的出行链相关标的；（2）同店数据率先企稳、供应链能力突出的连锁餐饮龙头与下沉市场单店模型已获验证、加盟商管理体系成熟的茶饮品牌；（3）拥有稀缺赛事 IP 资源、版权与赞助收入快速增长的体育赛事龙头。

风险因素：1、自然灾害和安全事故风险；2、政策风险；3、宏观经济不及预期风险。

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

猪价下行板块承压，分化加剧结构突围

——农林牧渔行业 1H2026 业绩综述

投资要点：

行业整体：1H2026 农牧板块业绩受猪价走低影响有所承压，实现营收 6087.9 亿元，同比-1.0%，在申万一级行业中排名第 24；实现归母净利润-125.3 亿元，同比-146.1%，在申万一级行业中排名第 31。盈利端，1H2026 农牧板块实现 ROE-2.3%，同比-7.2pct；实现毛利率/净利率 6.6%/-2.1%，同比分别-5.1pct/-6.7pct，板块盈利能力有所下滑。费用端，1H2026 农牧板块销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 2.4%/3.2%/1.0%，同比保持稳健。

养殖业板块：1H2026 养殖业板块实现营收 1727.7 亿元，同比-8.8%；实现归母净利润-155.4 亿元，同比-194.7%，受猪价下行影响板块亏损严重。盈利端，1H2026 养殖业板块实现毛利率/净利率 0.6%/-9.0%，同比分别-14.6pct/-17.7pct。费用端，1H2026 养殖期间费用率为 7.1%，同比+0.2pct。

饲料板块：1H2026 饲料板块实现营收 1997.9 亿元，同比+6.9%；实现归母净利润-25.0 亿元，同比-147.4%，深耕饲料细分赛道的纯饲料企业展现出较强经营韧性，而涉足生猪养殖的一体化企业受猪价下行拖累，业绩普遍承压。盈利端，1H2026 饲料板块毛利率/净利率分别为 7.6%/-0.7%，同比分别-3.1pct/-3.5pct。费用端，1H2026 饲料板块期间费用率为 7.6%，同比-0.1pct。

农产品加工板块：1H2026 农产品加工板块实现营收 1681.6 亿元，同比+1.2%，总体增长稳健；实现归母净利润 38.9 亿元，同比+12.9%。盈利端，1H2026 农产品加工板块毛利率/净利率分别为 7.5%/2.3%，同比分别-0.3pct/+0.2pct。费用端，1H2026 农产品加工板块期间费用率为 5.0%，同比-0.3pct，费用控制总体较好。

种植业板块：1H2026 种植业板块实现营收 427.4 亿元，同比-10.0%；实现归母净利润 5.8 亿元，同比-63.4%，由于受海外极端天气与行业高库存双重压制，业绩普遍承压。盈利端，1H2026 种植业板块毛利率/净利率分别为 15.9%/1.4%，同比分别+2.7pct/-2.0pct。费用端，1H2026 种植业板块期间费用率为 12.4%，同比+1.9pct。

动物保健板块：1H2026 动物保健板块实现营收 98.6 亿元，同比+2.5%；实现归母净利润 8.9 亿元，同比-8.7%，行业业绩总体呈分化态势，与传统生猪养殖强相关的企业普遍承压，而业务结构多元化的企业表现较好。盈利端，1H2026 动物保健板块毛利率/净利率分别为 33.5%/9.0%，同比分别+1.1pct/-1.1pct。费用端，1H2026 动物保健板块期间费用率为 21.5%，同比-0.9pct。

渔业板块：1H2026 渔业板块实现营收 66.7 亿元，同比+1.8%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比+136.0%，行业龙头有所复苏。盈利端，1H2026 渔业板块毛利率/净利率分别为 14.2%/3.1%，同比分别+2.3pct/+8.1pct。费用端，1H2026 渔业板块期间费用率为 13.5%，同比-1.6pct，费用控制能力持续提升。

投资建议：1H2026 农牧板块业绩受猪价下行影响有所承压，子板块业绩分化明显。我们预计 2026 年下半年行业将以产能去化为主线，随着板块内部基本面分化加剧，结构性投资机会将逐步显现，建议关注：

1) 生猪养殖：产能去化持续，静待周期反转。根据农业农村部数据，截至 2026Q2 末，全国能繁母猪存栏降至 3780 万头，同比-6.5%，较 2025 年末减少 181 万头，且随着未来天气转冷，北方猪瘟疫病防控难度加大，产能被动去化有望进一步加速，行业周期底部信号渐明，建议关注成本优势显著、资金充裕的头部养殖企业。

2) 宠物食品：总量慢牛，聚焦多品牌矩阵龙头。当前，我国宠物食品行业正处于总量稳健增长与结构深度变革并行的阶段。从总量上看，我国宠物数量增速已逐步放缓，但家庭渗透率较成熟市场仍有较大差距，单宠消费金额持续提升，行业在渗透率提升与消费升级的双轮驱动下维持慢牛走势。从结构上看，对标美国等成熟市场，我国宠物食品行业处于从单品牌运营向多品牌矩阵化跨越的早期阶段，品牌端集中度仍处低位。未来，随着行业集中度提升与国货认知升级两大趋势加速汇聚，拥有品牌基因、率先构建多品牌矩阵的龙头企业将迎来集中度跃迁的时代红利。

3) 种植业：超级厄尔尼诺将现，农产品价格有望上行。据 NOAA 监测，2026 年 5 月全球已进入厄尔尼诺，且 2026 年四季度厄尔尼诺达超强级别的概率高达 95%，峰值强度突破 1950 年以来纪录的概率为近 70%，可能对全球农产品产能造成冲击，农产品价格有望上行，建议关注种业龙头及种植相关标的。

风险因素：产能去化不及预期风险，市场竞争加剧风险，成本上升风险，疫病防控风险。

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

销量短期承压，产品结构升级减缓利润下滑

——青岛啤酒（600600）2026 年中期业绩点评报告

报告关键要素：

近期，公司发布 2026 年半年度报告。2026H1 营业收入 196.55 亿元（同比-4.08%），归母净利润 39.20 亿元（同比+0.40%），扣非归母净利润 36.67 亿元（同比+0.99%）。2026Q2 单季营收 93.70 亿元（同比-6.73%），归母净利润 21.20 亿元（同比-3.37%），扣非归母净利润 19.62 亿元（同比-3.31%）。总体来看，上半年收入承压、但中高端销量仍增、新兴渠道叙事延续；利润韧性主要体现在 H1 累计毛利率与费率改善，2026Q2 归母已同比下滑，需观察旺季量价能否回正。

投资要点：

收入端承压主因啤酒销量回落。2026H1 公司啤酒产品销量 450.00 万千升（同比-4.90%），啤酒等收入 193.37 亿元（同比-4.34%），按啤酒收入/总销量粗算吨价 4,297.10 元/千升，较 2025H1 的 4,271.78 元/千升同比+0.59%，属量减价稳（略升）。半年报将营收下滑主因归结为销量影响，我们判断，亦或与消费场景偏弱等因素有关。

产品结构持续优化，中高端产品增长表现较好。2026H1 公司啤酒主品牌销量 270.80 万千升，占总销量 60.18%，其中中高端以上销量 204.40 万千升（同比+2.60%，公司披露口径），增速明显高于整体销量增速（-4.90%），占总销量 45.42%，较 2025H1 的 42.10% 占比提升+3.33pct。公司未单独披露中高端收入金额，结构结论以销量口径为主。公司持续推进产品结构优化升级，深化“青岛啤酒+崂山啤酒”品牌矩阵，依托“1+1+1+2+N”产品矩阵，构建多元化增长引擎。经典系稳健增长，白啤/轻干等健康品类强势增长，与德国保拉纳合作的全麦拉格啤酒补充高端叙事。

毛利率提升、销售费率改善减缓利润降幅。2026H1 综合毛利率 44.86%（同比+1.17pct），销售费用率 9.73%（同比-0.94pct），销售费用同比-12.52%，明显下降，管理费用率 3.54%（同比+0.21pct），研发费用率 0.26%（同比+0.05pct），财务费用率-0.72%（同比+0.29pct），归母净利率 19.94%（同比+0.89pct）。2026Q2 销售费用率 7.79%（同比-0.95pct），管理费用率 3.59%（同比+0.12pct），研发费用率 0.34%（同比+0.08pct），同期毛利率 47.19%（同比+1.35pct）、归母净利率 22.63%（同比+0.79pct）。上半年在销

量下滑背景下，原料等成本改善叠加产品结构升级支撑毛利率提升，同时销售费率改善减缓利润降幅。

深化市场运营与渠道变革，即时零售连续 6 年保持高速增长。面对需求偏弱，公司深化市场运营与渠道变革，聚焦新产品/新渠道/新人群/新场景/新需求培育新增量。海外分销网络扩大、出口销量稳步增长，青岛啤酒上榜凯度 BrandZ “2026 年中国全球化品牌 50 强”。加速布局即时零售、高端餐饮等高潜力渠道，新兴渠道增速持续领跑行业。报告期内，线上、即时零售及现代零售销量均创历史新高，其中即时零售通过全品类覆盖与创新营销模式，连续 6 年保持高速增长，激活增量市场新动能。

分区域来看，拖累在山东、华东与华北，而华南/东南相对贡献正增长。山东营收 124.33 亿元（同比-5.16%），占比 63.26%，毛利率 33.11%（同比+3.24pct）；华北 37.11 亿元（同比-2.86%），占比 18.88%，毛利率 9.82%（同比-0.58pct）；华南 15.01 亿元（同比+2.92%），占比 7.64%，毛利率 15.42%（同比+3.21pct）；华东 13.63 亿元（同比-6.52%），占比 6.93%，毛利率 19.49%（同比-3.10pct）；东南 3.60 亿元（同比+1.62%），占比 1.83%，毛利率 24.23%（同比+4.12pct）；港澳及其他海外 2.81 亿元（同比-1.88%），占比 1.43%，毛利率受成本归集/内部抵销等影响为负。从区域分布来看，上半年拖累在山东、华东与华北，华南/东南相对贡献正增长，但山东毛利率提升对综合毛利率形成支撑。

盈利预测与投资建议：考虑总量销量仍承压，我们下调此前盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润为 47.20/49.17/50.78 亿元（更新前为 49.27/51.45/53.14 亿元），同比增长 2.87%/4.19%/3.25%，9 月 3 日收盘价对应 PE 为 14.67/14.08/13.63 倍。公司作为国产啤酒龙头，近年来在高端/超高端市场均布局，产品结构提升仍有空间，同时积极布局新兴渠道，即时零售发展势能较强，维持“增持”评级。

风险因素：销量持续下滑或旺季动销不及预期风险、产品结构升级放缓风险、销售费用再度投放拖累利润风险、原材料及包材价格波动风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险、经济复苏不及预期风险

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场