

2026年中报总结：需求延续弱复苏，供给端出清加快

行业研究 · 行业投资策略

食品饮料

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

S0980523090001

证券分析师：杨苑

021-60933124

yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090003

证券分析师：柴苏苏

021-61761064

chaisusu@guosen.com.cn

S0980524080003

证券分析师：王新雨

021-60875135

wangxinyu8@guosen.com.cn

S0980526070003

核心观点：需求弱复苏，供给出清加快

■ **上半年食品饮料行业仍处于需求弱复苏、供给出清加快阶段，二季度淡季效应更加明显，多数板块收入增速环比放缓。**目前多品类已由增量扩张转向存量竞争，企业增长多依赖份额提高、渠道扩张和新品开发推广。**利润表现呈现分化：**其中饮料、零食龙头表现最好，凭借大单品规模效应和供应链效率，韧性更强；啤酒处于结构优化阶段，利润增速快于收入；白酒场景仍受限，叠加主动去库存，利润大幅下滑；而部分乳企和餐饮供应链公司的表现利润还受到减值、汇兑、补税等一次性因素扰动。

- ✓ **酒类：二季度酒类需求整体承压，白酒主动去库存、加速出清，啤酒则面临现饮疲弱与阶段性缩量压力。**（1）白酒：二季度白酒进入传统淡季，商务宴请、礼赠等消费场景仍未充分恢复，酒企主动出清库存的共识进一步增强，报表收入与真实经营之间的对应关系减弱。高端酒仍处于渠道和产品结构调整期；中秋、国庆有望带来动销环比改善，但需求强度较前期正常年份仍有距离。本轮主动出清有助于降低渠道风险，真实动销的能见度也在提升。（2）啤酒：现饮场景疲弱叠加天气扰动，二季度行业销量承压，企业之间的份额表现取决于渠道和费用策略。龙头加快进入O2O、会员店等非现饮渠道，以对冲餐饮渠道下滑。尽管总量偏弱，次高端及以上产品仍明显好于中低档，吨价整体保持韧性，结构升级仍是行业最清晰的盈利支撑。
- ✓ **食品：食品板块终端需求延续弱修复，增长更多来自渠道变革、品类创新与供给集中。**（1）零食：零食行业的核心逻辑仍是渠道结构重塑。量贩零食龙头依靠快速开店、供应链效率和数字化运营延续高增长，门店密度提升后，其对消费者和上游厂商的议价能力同步增强。厂商端则明显分化，收入增量主要来自量贩零食、会员店和即时零售，传统商超、流通渠道及传统电商继续承压。健康化、高蛋白等新品成为共同方向。（2）餐饮供应链：餐饮需求仅呈弱修复，调味品和预加工食品的增长更多来自行业集中度提升、新品、新渠道及客户扩张，份额逻辑强于需求逻辑。线上、直营和新零售增长较快，但也增加相关费用。二季度淡季利润规模较小，减值、汇兑等固定金额因素放大了盈利波动，下半年利润率具备边际修复条件。
- ✓ **乳饮：乳饮板块需求总体平稳，乳品受益于上游供给逐步去化，饮料龙头依靠核心单品和渠道扩张持续提升份额。**（1）乳品：淡季收入稳健，一次性扰动利润。Q2主要乳企收入维持正增、且库存普遍健康，节后淡季行业需求基本平稳，其中深加工业务进入快速增长阶段。业绩端原奶成本基本持平，受益于精细化运营及费投管控。（2）软饮料：需求、成本承压；龙头韧性较强。主要龙头核心单品经营强劲，核心单品份额持续提升；且26H1普遍锁价得当，降本增效精益费投，利润率稳中有升。展望H2，7-8月消费场景仍承压；但考虑锁价期PET压力或进一步放大，预计H2利润率环比放慢。

■ **展望及投资建议：**下半年行业整体需求大概率延续温和修复，全面性高增长的概率较低，建议重点关注三类机会：一是库存先回归健康、业绩即将进入平台期的白酒龙头与区域酒，如贵州茅台、古井贡酒、迎驾贡酒等；二是具备份额提升、渠道红利和改革兑现能力的公司，如燕京啤酒、量贩零食龙头及西麦食品、颐海国际、巴比食品等；三是需求稳定、现金流较好且供给格局改善的乳饮龙头，如农夫山泉、东鹏饮料等。

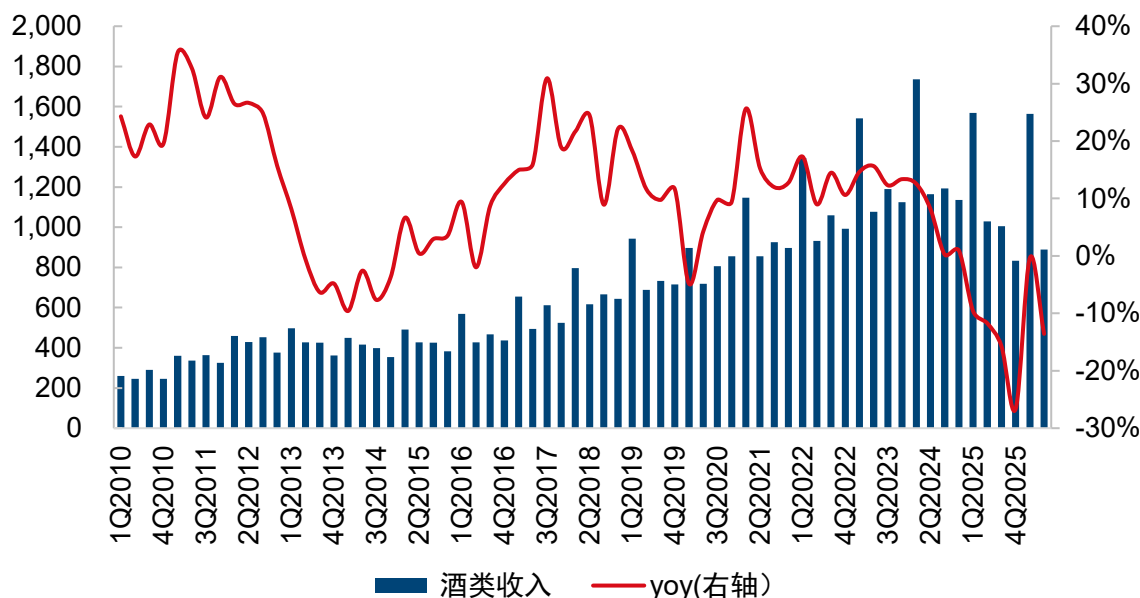
1

酒类：消费场景受损，基本面环比承压

酒类（白酒/啤酒/其他酒类）：消费场景受损，基本面环比承压

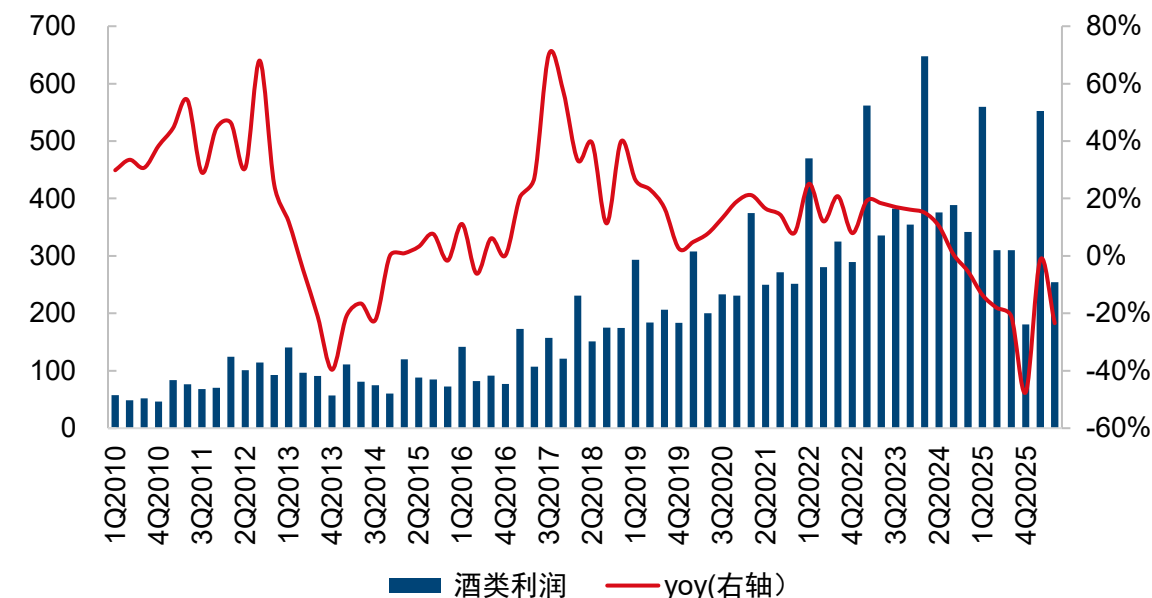
- 2026年二季度A股酒类上市公司实现销售总收入889亿元，同比-13.6%；净利润254亿元，同比-23.4%。环比2026Q1看，收入降幅扩大，利润下降幅度更加显著，主要系Q2白酒进入淡季，啤酒需求疲弱，叠加白酒行业包袱出清所致。
- **白酒**：上半年板块延续调整，二季度降幅扩大。二季度是行业传统淡季，受多种内外部压力影响，6月份以来，主要酒企出清共识增强，加快清理库存；报表口径被打乱后，分产品/渠道等指导性不强。展望中秋国庆，预计动销量环比增长，但终端需求强度较2024年同期仍有缺口，公司层面茅台、迎驾贡酒、金徽酒表现可能相对较好。
- **啤酒**：2026Q2啤酒行业景气度有所走弱，主因现饮需求持续疲弱、不利天气影响，龙头销量/份额表现分化，啤酒行业整体仍是存量市场并伴随着阶段性的缩量压力，啤酒龙头主要通过加码非现饮渠道，尤其是O2O等新兴渠道来部分对冲外部不利影响，其中润啤、百威管理层对于总销量规模的重视程度边际提升；结构升级趋势延续，次高及以上表现显著优于中低档表现。展望2026H2，啤酒龙头普遍反馈Q3暂未看到景气反转，预计2026H2行业维持总销量表现偏弱、结构仍有升级的趋势，H1大宗商品涨价或在啤酒公司报表上滞后反应。

图：酒类季度收入变化



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：酒类季度利润变化



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

1.1 白酒：二季度加速出清，真实动销能见度提升

- **上半年板块延续调整，二季度降幅扩大。**2026H1白酒板块实现营业收入1973亿元，同比下降6.7%；归母净利润731亿元，同比下降8.3%。其中，2026Q2收入651亿元，同比下降17.0%；归母净利润211亿元，同比下降21.3%，收入、利润降幅均较一季度扩大。行业盈利进一步向茅台集中，2026Q2茅台收入、利润占板块比例分别达到58%和82%；剔除茅台后，2026Q2收入275亿元，同比下降29%，归母净利润38亿元，同比下降54%；剔除茅五后，2026Q2收入、利润分别同比下降32%和61%，多数酒企仍处于深度调整期。
- **加速出清，报表投资指导性变弱。二季度是行业传统淡季，受多种内外部压力影响，6月份以来，主要酒企出清共识增强，加快清理库存报表被破坏后、指导性不强（分产品/渠道等）。**
 - 二季度是白酒传统淡季，叠加商务宴请等消费场景承压，6月以来主要酒企出清共识增强，通过减少发货、调整收入确认、加大费用投入等方式处理渠道库存。2026Q2板块收入+ Δ 预收同比下降21.2%，降幅大于报表收入的17.0%；其中次高端同比下降35.2%。
 - 2026H1板块销售收现约1962亿元，同比下降22.7%；Q2销售收现742亿元，同比下降28.2%，剔除茅五后下降约39.8%。2026Q2末合同负债约320亿元，同比下降约14%、环比下降约22%，渠道打款意愿仍弱。板块H1经营性现金流净额约807亿元，同比增长约34%，2026Q2同比增长约79%，但剔除茅五后2026Q2经营性现金流仍下降25%。真实动销能见度提升主要体现为渠道蓄水减少、报表逐渐接近终端需求。
 - 盈利能力仍在筑底。2026H1板块销售费用率同比上升1.4pcts，净利率下降0.7pcts；2026Q2销售费用率/管理费用率分别同比上升3.1/0.8pcts，净利率下降1.7pcts。收入收缩背景下，费用刚性和促销投入增加使利润降幅普遍高于收入，次高端及区域酒的经营杠杆压力明显。
- **展望：**中秋、国庆，预计宴席、走亲访友和商务聚饮需求将带动白酒动销量环比增长，渠道亦会进行季节性备货，但终端需求强度较2024年同期仍有缺口。一方面，商务宴请和高客单价消费场景尚未完全恢复；另一方面，经销商资金压力仍大，销售收现和合同负债偏弱，旺季补库预计更加谨慎。公司层面，贵州茅台、迎驾贡酒、金徽酒表现可能相对较好。
- **投资建议：**中报后，白酒领先经济出清，早于行业见底的个股投资价值更大，行业真实动销能见度提升，交易难度有望降低，短期或将交易政策交易工具和低波，中期则有望交易红利资产属性，推荐业绩即将步入平台期的古井贡酒、贵州茅台、迎驾贡酒、今世缘、泸州老窖。

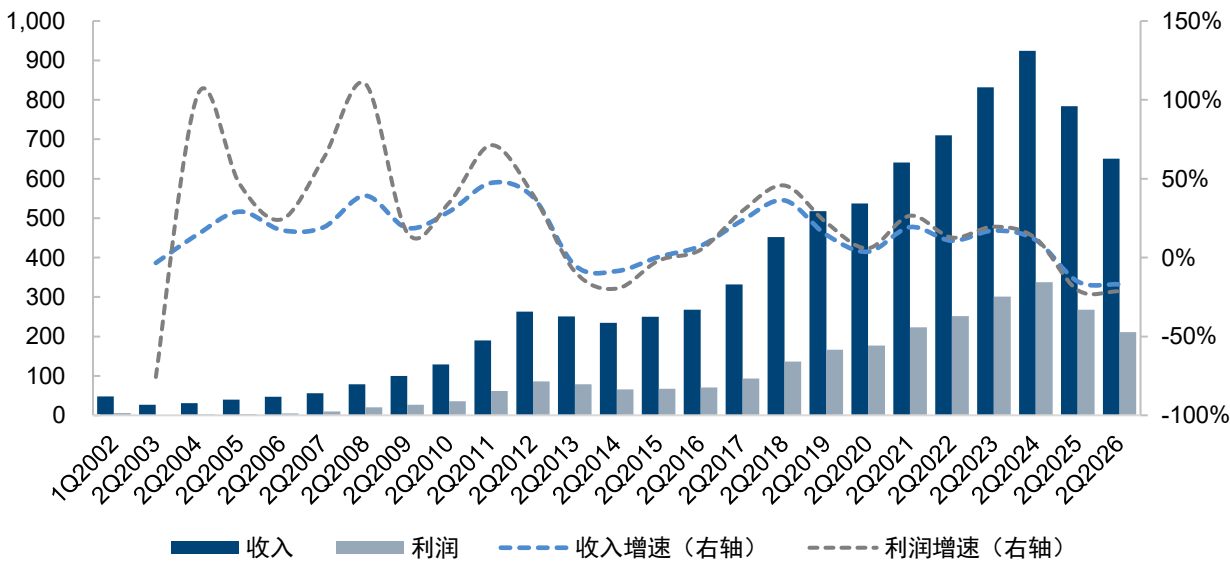
总体上加速出清，2026Q2收入/利润降至2021年水平，今世缘/珍酒表现较好



■ 2026年中报，白酒上市公司（20家）实现销售总收入2005亿元，同比-6.7%；净利润737亿元，同比-8.3%。

- 高端（茅五泸）销售收入1312亿元，占上市公司65%，同比+0.1%，快于其他价位；利润576亿元，占上市公司78%，同比-0.1%
- 次高端（舍得/水井/酒鬼/珍酒）销售收入64亿元，占上市公司3%，同比-11.2%，利润7.3亿元，占上市公司1.0%，同比-35.4%。
- 区域白酒销售收入590亿元，占上市公司29%，同比-17.9%；利润153亿元，占上市公司21%，同比-28%。

图：白酒板块收入、利润



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：白酒板块收入、利润

价位	公司	收入	收入增速	净利润	利润增速
全国化高端	贵州茅台	923	1.3%	445.2	-2.0%
	五粮液	284	20.9%	87.5	89.3%
	泸州老窖	105	-36.4%	43.4	-43.4%
	合计	1312	0.1%	576.1	-0.1%
全国化次高端	珍酒李渡	25	2.0%	5.8	1.0%
	酒鬼酒	5	-5.6%	0.1	37.6%
	舍得酒业	23	-15.3%	1.5	-67.3%
	合计	64	-11.2%	7.3	-35.4%
区域性白酒	山西汾酒	210	-12.2%	64.4	-24.3%
	洋河股份	105	-28.8%	26.0	-40.1%
	古井贡酒	101	-27.0%	21.6	-40.9%
	今世缘	64	-7.4%	20.8	-6.6%
	迎驾贡酒	34	8.1%	11.6	2.8%
	口子窖	20	-22.9%	3.6	-49.0%
	老白干酒	21	-15.2%	2.6	-18.5%
	金徽酒	18	3.2%	2.1	-28.2%
	伊力特	7	-32.1%	0.8	-49.6%
	天佑德酒	6	-14.7%	0.1	-79.7%
	金种子酒	2	-51.2%	-0.6	-10.2%
	青海春天	1	-52.7%	-0.4	-2840.8%
	合计	590	-17.9%	152.8	-28.4%
光瓶酒	顺鑫农业	38	-17.2%	0.4	-76.7%
上市公司合计		2005	-6.7%	737	-8.3%
白酒行业			11.1%		15.0%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

收入、预收及收现：2026Q2出清力度进一步加大，报表破坏后，渠道/产品结构指导性变弱



图：白酒板块2026H1收入表现

	2026H1		2026Q1				2026Q2			
证券简称	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy	收入+Δ预收	yoy	营业总收入	yoy	收入+Δ预收	yoy
贵州茅台	922.78	1.3%	547.03	6.3%	497.23	-1.8%	375.75	-5.2%	377.26	3.7%
五粮液	284.17	20.9%	228.38	33.7%	235.17	51.1%	55.79	-13.2%	18.82	-70.3%
泸州老窖	104.72	-36.4%	80.25	-14.2%	74.51	-11.7%	24.47	-65.5%	20.91	-72.4%
高端合计	1,311.67	0.1%	855.66	9.9%	806.91	8.1%	456.01	-14.2%	416.98	-17.1%
珍酒李渡	25.46	2.0%	-	-	-	-	-	-	-	-
山西汾酒	210.44	-12.2%	149.23	-9.7%	158.20	15.7%	61.21	-17.7%	48.76	-35.9%
舍得酒业	22.87	-15.3%	14.81	-6.0%	14.65	-9.4%	8.06	-28.4%	8.36	-22.3%
酒鬼酒	5.30	-5.6%	3.17	-7.8%	2.83	1.8%	2.13	-2.1%	1.93	11.5%
次高端合计	274.89	-12.0%	175.38	-9.6%	182.67	10.6%	74.05	-20.6%	61.22	-35.2%
洋河股份	105.40	-28.8%	81.86	-26.0%	60.72	-21.6%	23.55	-36.9%	12.44	-51.9%
古井贡酒	101.31	-27.0%	74.46	-18.6%	82.31	-11.5%	26.86	-43.3%	12.14	-51.2%
今世缘	64.36	-7.4%	43.23	-15.2%	41.74	3.2%	21.13	14.1%	13.96	-27.0%
迎驾贡酒	34.16	8.1%	22.30	8.9%	22.78	18.2%	11.86	6.6%	10.74	-2.0%
口子窖	19.52	-22.9%	13.75	-24.0%	12.42	-18.3%	5.76	-20.0%	5.04	-32.7%
老白干酒	21.04	-15.2%	12.20	4.5%	14.03	-14.8%	8.83	-32.8%	6.29	-11.6%
伊力特	7.26	-32.1%	6.06	-23.8%	5.99	-25.2%	1.20	-56.3%	1.10	-56.7%
金种子酒	2.36	-51.2%	1.90	-35.7%	1.61	-38.1%	0.46	-75.6%	0.52	-67.0%
金徽酒	18.16	3.2%	10.92	-1.5%	11.43	8.6%	7.24	11.1%	5.90	-11.5%
区域酒合计	373.57	-20.7%	266.68	-18.0%	253.03	-10.6%	106.88	-26.7%	68.13	-35.8%
合计	1,960.13	-6.4%	1,297.72	0.0%	1,242.62	4.0%	636.95	-17.4%	546.34	-22.3%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：白酒板块销售收现表现

	2026H1		2026Q2	
证券简称	销售收现	yoy	销售收现	yoy
贵州茅台	984.22	3.5%	420.2911	7.9%
五粮液	254.84	-63.3%	121.7316	-61.0%
泸州老窖	107.44	-40.1%	18.5943	-77.0%
高端合计	1,346.50	-26.2%	560.62	-28.4%
珍酒李渡	-	-	-	-
山西汾酒	217.77	5.0%	57.5491	-17.1%
舍得酒业	23.84	-14.1%	11.6322	0.9%
酒鬼酒	5.48	20.7%	2.3272	4.6%
次高端合计	255.78	-0.4%	74.20	-20.3%
洋河股份	87.38	-29.4%	24.8010	-3.6%
古井贡酒	104.21	-31.5%	29.5774	-57.6%
今世缘	65.95	-1.6%	18.0734	-10.7%
迎驾贡酒	38.43	10.2%	12.0633	-5.6%
口子窖	16.04	-28.8%	7.4022	-30.0%
老白干酒	21.63	-13.9%	6.7947	-18.1%
伊力特	5.49	-32.7%	1.3398	-41.4%
金种子酒	1.85	-53.1%	0.8153	-45.0%
金徽酒	19.23	-0.3%	6.5029	-13.1%
区域酒合计	360.20	-21.2%	107.37	-32.3%
合计	1,962.49	-22.7%	742.18	-28.2%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

毛销差表现及净利润：反映产品结构贴近需求，酒企亦呵护渠道



图：白酒板块2026H1费用表现

证券简称	2026H1						2026Q2					
	毛利率	yoy	销售费率	yoy	毛销差	yoy	毛利率	yoy	销售费率	yoy	毛销差	yoy
贵州茅台	88.0%	-1.6pcts	3.5%	-0.1pcts	84.6%	-1.5pcts	87.4%	0.5pcts	4.3%	0.5pcts	83.1%	-1.6pcts
五粮液	80.3%	2.4pcts	22.2%	7.4pcts	58.0%	-4.9pcts	75.6%	42.5pcts	65.8%	42.5pcts	9.8%	-41.6pcts
泸州老窖	85.3%	-1.7pcts	12.7%	3.5pcts	72.6%	-5.2pcts	83.8%	17.3pcts	28.1%	17.3pcts	55.7%	-21.4pcts
高端合计	86.1%	-1.0pcts	0.0%	0.0%	86.1%	-1.0pcts	85.8%	0.0%	0.0%	0.0%	85.8%	-0.9pcts
珍酒李渡	59.7%	0.7pcts	22.4%	0.2pcts	37.3%	0.5pcts						
山西汾酒	75.4%	-1.3pcts	12.4%	2.5pcts	63.0%	-3.8pcts	76.3%	1.1pcts	21.6%	1.1pcts	54.6%	3.2pcts
舍得酒业	61.2%	-4.5pcts	25.6%	4.5pcts	35.6%	-8.9pcts	51.8%	12.0pcts	39.1%	12.0pcts	12.8%	-20.7pcts
酒鬼酒	66.6%	-2.0pcts	28.8%	-3.8pcts	37.8%	1.8pcts	65.5%	-8.0pcts	35.9%	-8.0pcts	29.6%	8.3pcts
次高端合计	72.6%	-1.6pcts	0.0%	0.0%	72.6%	-1.6pcts	72.9%	0.0%	0.0%	0.0%	72.9%	2.4pcts
洋河股份	73.4%	-1.7pcts	15.7%	1.2pcts	57.6%	-2.9pcts	66.2%	6.7pcts	43.5%	6.7pcts	22.7%	-13.9pcts
古井贡酒	80.3%	0.5pcts	30.3%	5.0pcts	50.0%	-4.6pcts	87.2%	22.6pcts	74.0%	22.6pcts	13.2%	-15.6pcts
今世缘	74.1%	0.7pcts	14.5%	-0.3pcts	59.6%	1.1pcts	73.6%	-6.4pcts	30.2%	-6.4pcts	43.4%	7.2pcts
迎驾贡酒	74.1%	0.4pcts	11.2%	1.5pcts	62.8%	-1.1pcts	71.2%	3.2pcts	17.4%	3.2pcts	53.8%	-0.3pcts
口子窖	67.4%	-5.7pcts	17.9%	3.8pcts	49.4%	-9.5pcts	66.7%	4.0pcts	35.3%	4.0pcts	31.4%	-2.5pcts
老白干酒	63.4%	-4.5pcts	21.0%	-6.5pcts	42.4%	2.0pcts	62.5%	5.4pcts	29.9%	5.4pcts	32.7%	-10.3pcts
伊力特	51.5%	2.2pcts	11.3%	4.1pcts	40.2%	-1.8pcts	51.5%	17.3pcts	32.4%	17.3pcts	19.1%	-16.6pcts
金种子酒	49.1%	6.2pcts	32.2%	0.9pcts	16.9%	5.3pcts	40.7%	47.6pcts	93.7%	47.6pcts	-53.0%	-51.6pcts
金徽酒	62.6%	-3.1pcts	18.6%	-0.4pcts	44.0%	-2.7pcts	62.1%	-5.1pcts	23.5%	-5.1pcts	38.5%	3.5pcts
区域酒合计	73.5%	-0.9pcts	19.6%	1.4pcts	53.8%	-2.3pcts	72.7%	5.1pcts	42.8%	5.1pcts	29.9%	-5.4pcts
合计	81.8%	-0.5pcts	11.5%	1.4pcts	70.3%	-1.9pcts	82.1%	4.7pcts	19.5%	4.7pcts	62.5%	-4.8pcts

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：白酒板块2026H1利润表现

证券简称	2026H1		2026Q2	
	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy
贵州茅台	445.17	-2.0%	172.74	-6.9%
五粮液	87.53	89.3%	6.90	232.6%
泸州老窖	43.39	-43.4%	6.31	-79.5%
高端合计	576.09	-0.1%	185.95	-14.8%
珍酒李渡	5.81	1.0%		
山西汾酒	64.39	-24.3%	10.57	-43.1%
舍得酒业	1.45	-67.3%	-0.86	-188.9%
酒鬼酒	0.12	37.6%	-0.21	8.3%
次高端合计	71.71	-25.6%	7.72	-58.2%
洋河股份	26.02	-40.1%	1.55	-78.0%
古井贡酒	21.64	-40.9%	5.58	-58.1%
今世缘	20.82	-6.6%	6.97	19.2%
迎驾贡酒	11.62	2.8%	3.27	8.4%
口子窖	3.65	-49.0%	0.36	-65.4%
老白干酒	2.62	-18.5%	0.96	-42.9%
伊力特	0.82	-49.6%	-0.23	-225.4%
金种子酒	-0.65	10.2%	-0.50	-49.1%
金徽酒	2.14	-28.2%	0.10	-85.3%
区域酒合计	88.67	-30.7%	18.06	-44.4%
合计	736.47	-8.1%	211.73	-21.4%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

市场跟踪：多产品价格步入平台期



- 全国性动销单品价格下跌趋势不大。23-25年次高端酱酒普遍采用以价换量策略，在大众价位抢夺份额。
- 区域次高端价格基本走稳（主因库存也没再边际累加）。100-300元动销好于其他价位，酒企价格策略分化：国缘淡雅继续以价换量（跌至100以下），洋河海之蓝第七代消费者自点率和渠道利润率都有提升，洞6动销明显挤压竞品、但渠道利润也很薄。

图：白酒全国性核心单品价格下跌趋势不大

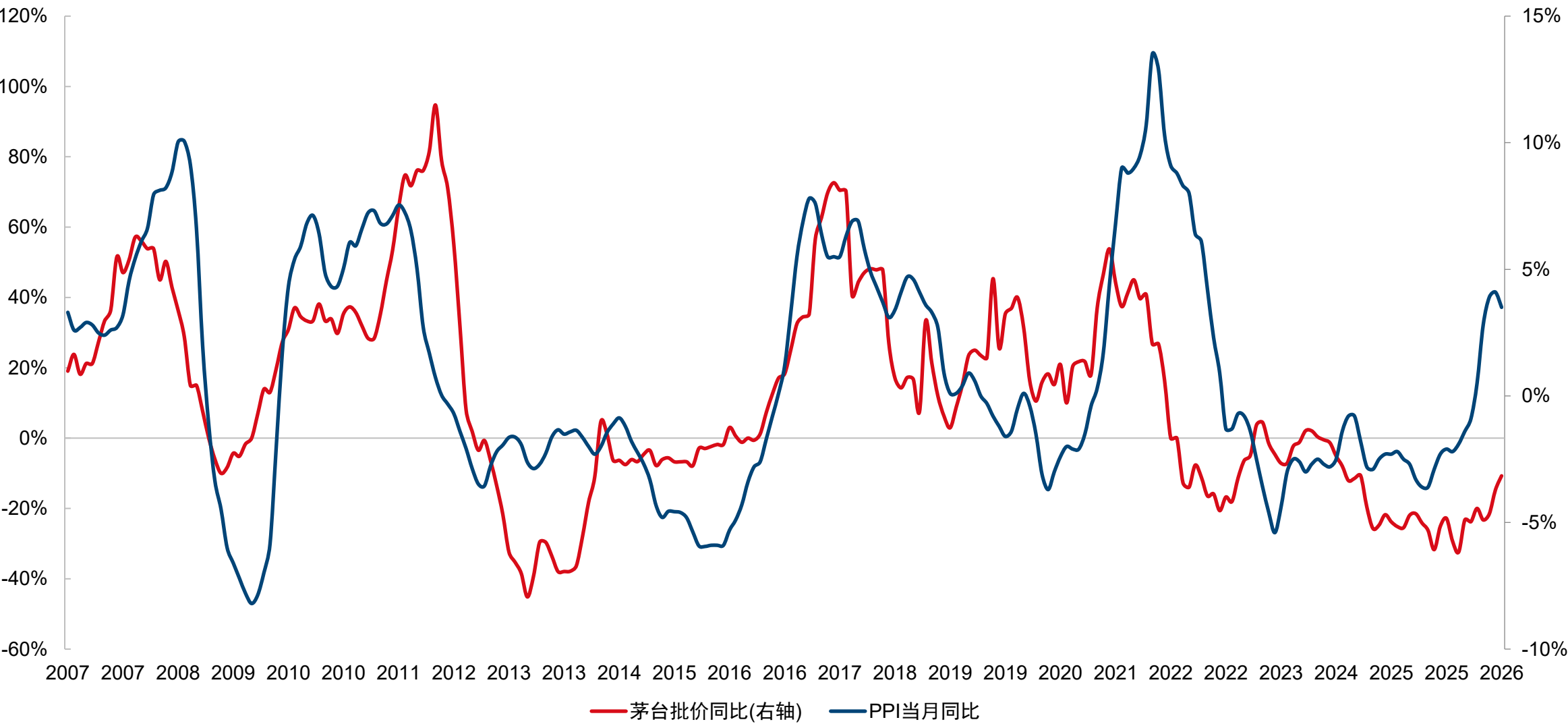
公司		核心单品	销售体量 (亿元)	价格（元）						
				现在	2026年春节	2025年双节	2025年春节	2024年中秋	2024年春节	2023年中秋
全国化 高端	贵州茅台	茅台·年份15	130	4120↓(环比)	4300（同比↓，环比↑）	3920	5060	5300	5690	5850
		茅台·精品	110	2350↑	2320↓↓	2350	2790	2950	3300	3320
		茅台·生肖	180	1910↓	2100↑	1855	2700	2600	3450	3040
		53度飞天茅台酒	516	1730↑	1660↓↓	1780	2290	2500	3000	2980
		茅台1935	97	645↑	640↑↑	630	685	750	930	990
	五粮液	八代五粮液	501	790↑	780-790↓↓	815	920	930	925	935
	泸州老窖	52度国窖	117	840↓	850↓↑	835	870	870	870	880
		38度国窖	81	620↓	630-640↑	620	630	640	650	650
全国化 次高端	习酒	君品习酒	44	586↓	596↓↓	633	720	770	815	835
		习酒窖藏系列-1988	87	348↓	355↓↓	360	390	440	480	482
		青花郎	70	660↑	650↓↓	670	805	840	815	825
	郎酒	红花郎·红10	56	240↑	229↓↓	231	260	280	290	293
		水晶剑	144	400-	405↑↑	380	385	400	400	400
	珍酒李渡	珍十五	20	270-	270↓↓	275	300	310	330	345
	舍得酒业	品位舍得	37	320↑	315↑↑	305	320	325	325	325
	酒鬼酒	酒鬼·内参	7	565↓	640-	640	640	700	850	750
	洋河股份	梦之蓝M6+	52	520-	525↓↓	530	540	540	560	570
区域性 白酒	山西汾酒	梦之蓝M3	45	350↓	355↓↓	365	370	370	380	390
		青花30复兴版	35	710-	710↓↑	700	750	770	820	790
		青花系列（20&25）	106	355↓	365↑↑	350	360	350	350	350
		玻汾-红盖/黄盖	80	40↓	41↑↑	37/38	38/39	38/39	40/41	40/41
		古20	29	460↑	455↓↓	460	470	470	470	470
	古井贡酒	古16-高度		310↑	305↓↑	290	310	340	340	345
		古8		195↓	200↑↑	190	195	195	200	205
	今世缘	四开	28	388-	388↓↑	385	390	390	400	405
	迎驾贡酒	洞9	30	185-	185↓↓	190	190	190	190	190

资料来源：今日酒价，Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

核心指标：短期看，飞天茅台批价呈周期变化



图：茅台批价同比和PPI拟合

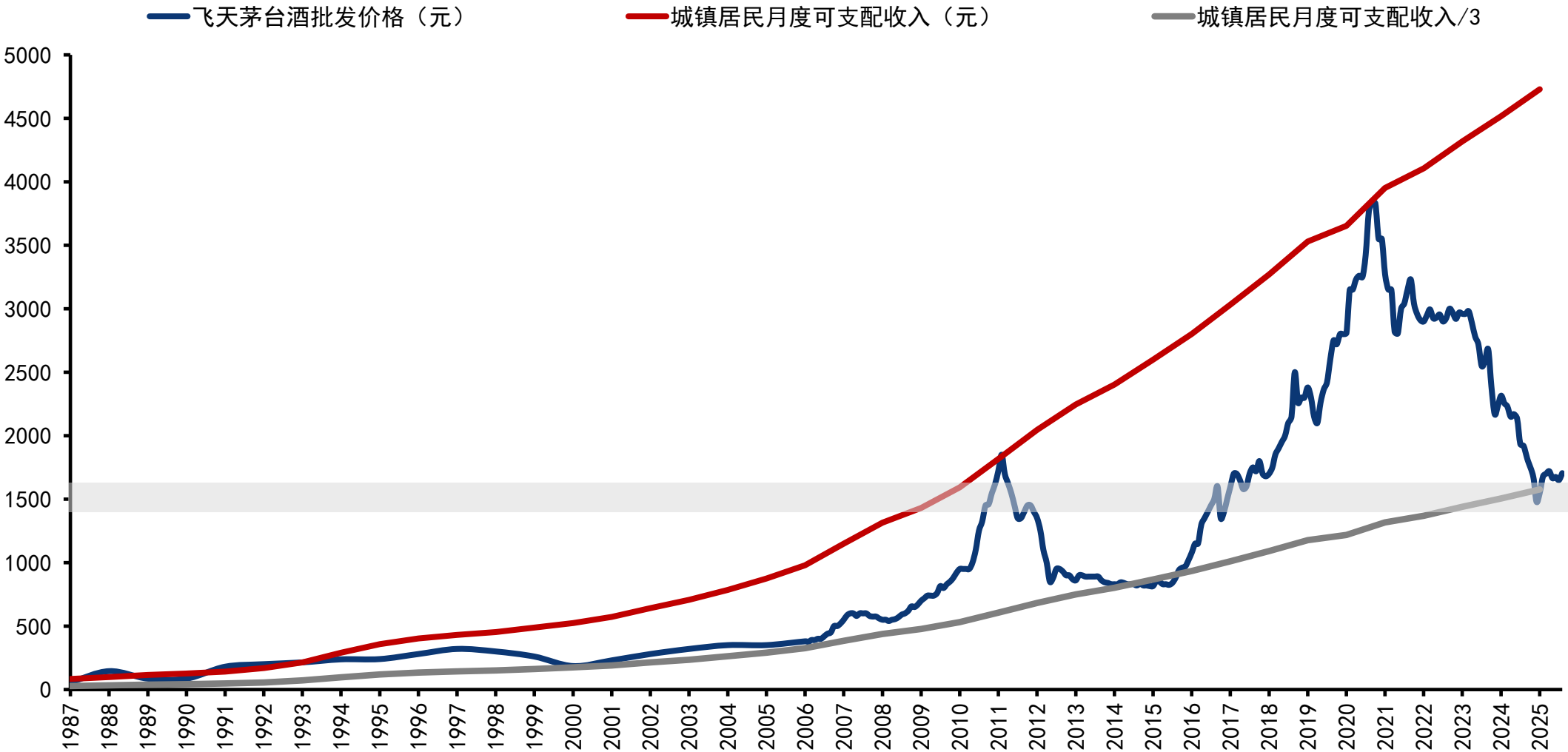


资料来源：Wind、公司公告、国家统计局，国信证券经济研究所整理

核心指标：长期看，大众需求承接，价格或将随居民收入增长，预计2030年可达2100元+



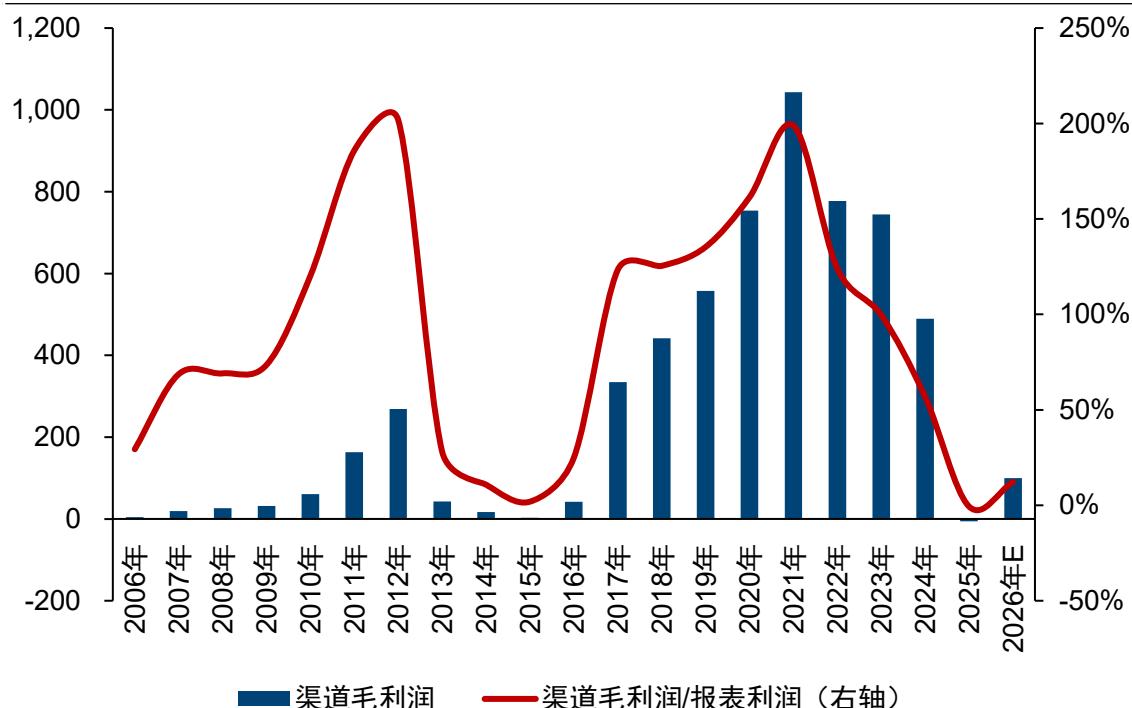
图：飞天茅台酒批发价格与城镇居民可支配收入共同增长



资料来源：Wind、公司公告、国家统计局，国信证券经济研究所整理

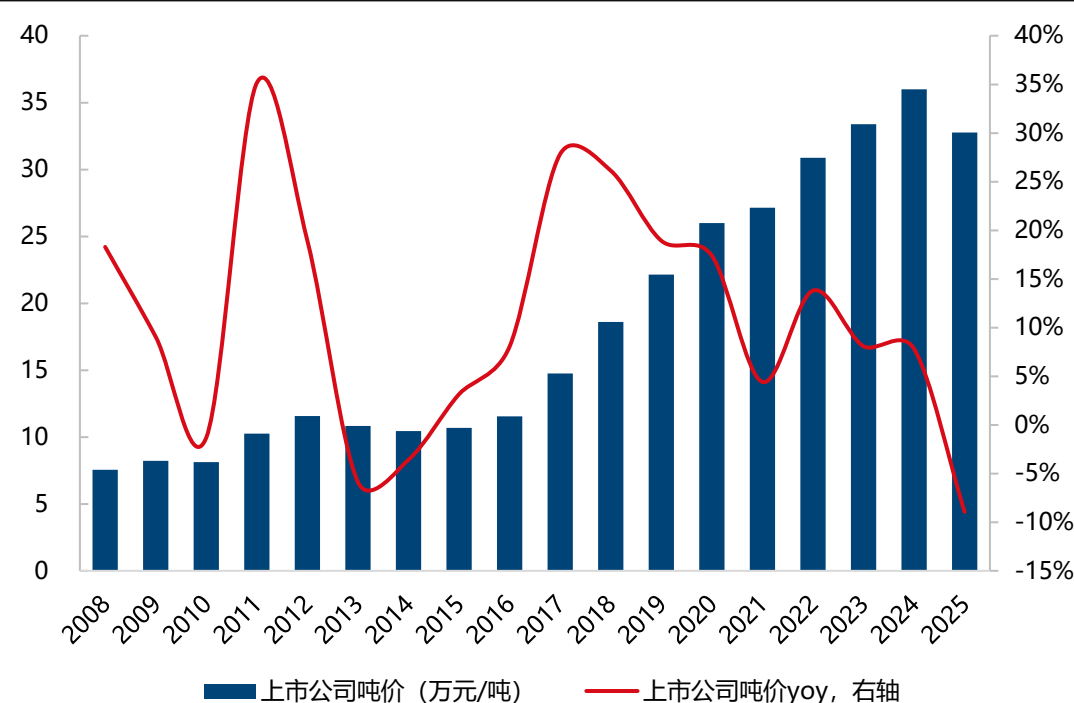
- 茅台批价同比变化与PPI当月同比拟合度较高，如我们在《宏观经济指标如何指引白酒行业投资？》报告中阐述，白酒行业是经济活跃度的重要指标，PPI回升→商务需求增加→白酒景气度提升；当前PPI伴随输入型通胀同比回正，若顺利传导至工业利润/CPI端，白酒消费低基数下也有望温和修复。
- 复盘历史看，白酒行业及上市公司吨价在2010-12年、2016-22年提升较快，大体上与PPI同比峰值阶段吻合。本轮周期吨价提升(23-24年)更多是集中度提升和龙头公司结构仍略有向上驱动，伴随2025年供给端更加贴近真实消费需求结构，吨价同比下降双位数。我们预计26年白酒行业仍是调整结构和释放包袱的阶段，若26H2经济指标修复较好，价格周期也有望走稳。

图：茅台渠道毛利/报表利润呈现周期变化



资料来源：Wind、公司公告、国家统计局，国信证券经济研究所整理

图：白酒上市公司吨价及同比增速



资料来源：Wind、公司公告、国家统计局，国信证券经济研究所整理 注：数据已经经过同比口径调整，并剔除顺鑫农业

1.2 啤酒：外部环境逆风，产品结构升级展现韧性

- 业绩回顾：26Q2 A股四大啤酒公司收入205.9亿/-3.0%，归母净利41.1亿/+3.2%，收入、利润增速均环比Q1下降（26Q1收入/利润同比+0.9%/+7.0%），其中燕京啤酒继续表现优于行业，收入+4.3%/利润+21.0%/扣非+26.9%。H股方面，26H1华润啤酒收入+1.2%/归母净利-10.7%/核心EBIT-0.9%，百威亚太收入-1.4%/正常化EBIT -9.0%。 <百分比为同比增速>
- 行业洞察：1) 啤酒行业景气度在Q2有所走弱，主因现饮需求持续疲弱、不利天气影响，龙头销量/份额表现分化，啤酒行业整体仍是存量市场并伴随着阶段性的缩量压力，啤酒龙头主要通过加码非现饮渠道，尤其是O2O等新兴渠道来部分对冲外部不利影响，其中润啤、百威管理层对于总销量规模的重视程度边际提升；2) 结构升级趋势延续，次高及以上表现显著优于中低档表现，多数啤酒公司在26H1实现ASP稳中有升，其中高档大单品销量：喜力超+20%、老雪超+40%、红爵超+80%；次高档大单品销量：燕京U8+25.8%、SuperX 单位数增长；3) 啤酒企业费用投放策略有差异，百威显著加大投入，润啤、重啤适度增加费用投放，青啤费投克制但份额也有所下滑。 <注：此处百威中国同比增速数据为公司披露的内生增速口径，非表现口径>

表：啤酒公司2026H1财务表现

公司	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	毛利率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy	归母净利率	yoy
青岛啤酒	196.55	-4.1%	39.20	0.4%	44.9%	1.2pp	9.7%	-0.9pp	3.5%	0.2pp	19.9%	0.9pp
重庆啤酒	85.76	-3.0%	7.96	-8.0%	50.2%	0.3pp	16.4%	1.3pp	3.5%	0.2pp	9.3%	-0.5pp
燕京啤酒	90.31	5.5%	13.99	26.9%	49.5%	4.0pp	10.3%	-0.1pp	9.5%	-0.9pp	15.5%	2.6pp
珠江啤酒	33.59	5.0%	6.74	10.0%	52.4%	0.6pp	13.1%	-1.1pp	6.9%	0.3pp	20.1%	0.9pp
百威亚太	215.97	1.1%	32.22	15.6%	51.9%	0.4pp	25.8%	1.9pp	6.9%	-0.3pp	14.9%	1.9pp
华润啤酒	242.40	1.2%	51.69	-10.7%	47.7%	-1.2pp	15.7%	0.1pp	6.6%	-1.0pp	21.3%	-2.9pp

资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

表：啤酒公司2026H1财务表现

2026年	2026Q1				2026Q2				2026H1			
公司	销量	yoy	均价	yoy	销量	yoy	均价	yoy	销量	yoy	均价	yoy
青岛啤酒	220.2	-2.6%	4,670.8	1.1%	229.8	-7.0%	4,077.3	0.3%	450.0	-4.9%	4,297.1	0.6%
重庆啤酒	88.7	0.3%	4,797.0	-0.1%	86.3	-6.0%	4,753.3	0.0%	174.9	-2.9%	4,775.5	-0.1%
燕京啤酒	104.0	4.5%	3,939.9	2.4%	138.7	2.2%	3,557.6	2.0%	242.7	3.2%	3,429.9	2.2%
珠江啤酒	29.8	1.0%	4,365.2	4.8%	45.3	3.0%	4,551.5	1.5%	75.0	2.2%	4,346.7	2.9%
百威亚太	197.4	0.1%	5,234.9	-0.8%	228.9	-4.1%		2.1%	426.2	-2.2%	5,067.8	0.8%
百威-中国	-	-1.5%	-	-2.5%	-	-9.7%	-	1.2%	-	-6.0%	-	-0.4%
华润啤酒	-	-	-	-	-	-	-	-	660.0	1.7%	3,586.4	0.4%

资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：精选个股，推荐具备alpha属性的燕京啤酒



■ 投资建议：展望2026H2，啤酒龙头普遍反馈2026Q3暂未看到景气反转，预计2026H2行业维持总销量表现偏弱、结构仍有升级的趋势，H1大宗商品涨价或在啤酒公司报表上滞后反应。短期等待啤酒龙头通过加深与超级B端（例如山姆、胖东来、歪马等新兴渠道）的合作、更加高效研发及推广契合新需求趋势的产品来实现破局。建议坚持精选个股的投资策略，推荐燕京啤酒，公司alpha属性来自于8-10元档的及早占位+U8不断提升份额、以及全面深化改革带来的效益释放。

表：啤酒公司26H1业绩回顾及盈利预测

公司名称	26H1业绩回顾	营业收入（百万元）		营业收入yoy		归母净利（百万元）		归母净利yoy		PE估值	
		2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
青岛啤酒	啤酒量减价微升、Q2销量降幅扩大，表现弱于行业；H1毛利率提升幅度略超预期，且销售费用收缩带动利润率小幅提升	31,408.5	31,803.3	-3.3%	1.3%	4,608.8	4,760.7	0.5%	3.3%	12.8	12.4
华润啤酒	啤酒量增价微升、白酒大幅下滑；Q2成本压力增大、增加费用投放，合营公司收益减少	38,654.8	39,390.9	1.8%	1.9%	5,445.6	5,708.7	61.5%	4.8%	10.0	9.5
重庆啤酒	啤酒量跌价平；增加费用投放、有效税率略提升	14,242.3	14,396.6	-3.3%	1.1%	1,159.0	1,170.2	-5.8%	1.0%	16.7	16.5
燕京啤酒	啤酒量价齐升，Q2单品增速边际放缓；结构改善、降本控费效果显著	16,123.7	16,930.1	5.2%	5.0%	2,111.2	2,390.7	25.7%	13.2%	15.2	13.4
百润股份	预调酒收入增速回升，受益于与量贩零食等新渠道的合作深入以及渠道数字化改革，威士忌新品铺市；增加费用投放，有效税率下降	3,262.8	3,599.0	10.8%	10.3%	780.6	867.2	22.5%	11.1%	23.6	21.3

资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理；注：PE估值以2026/08/31收盘价计

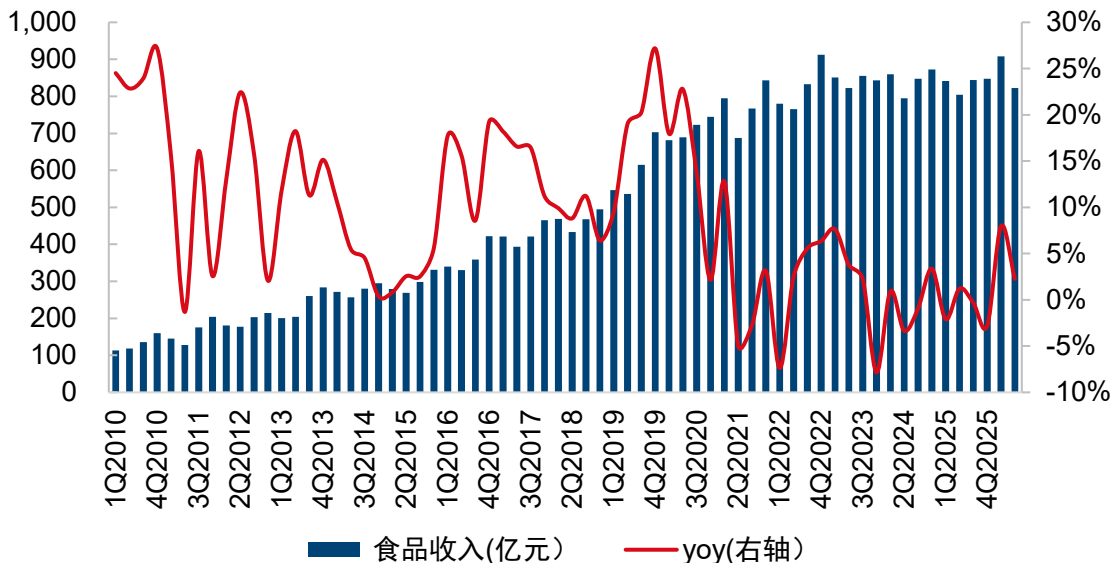
2

食品：Q2需求平淡，份额逻辑主导，多数公司盈利能力承压

食品：2026Q2需求平淡，份额逻辑主导，多数公司盈利能力承压

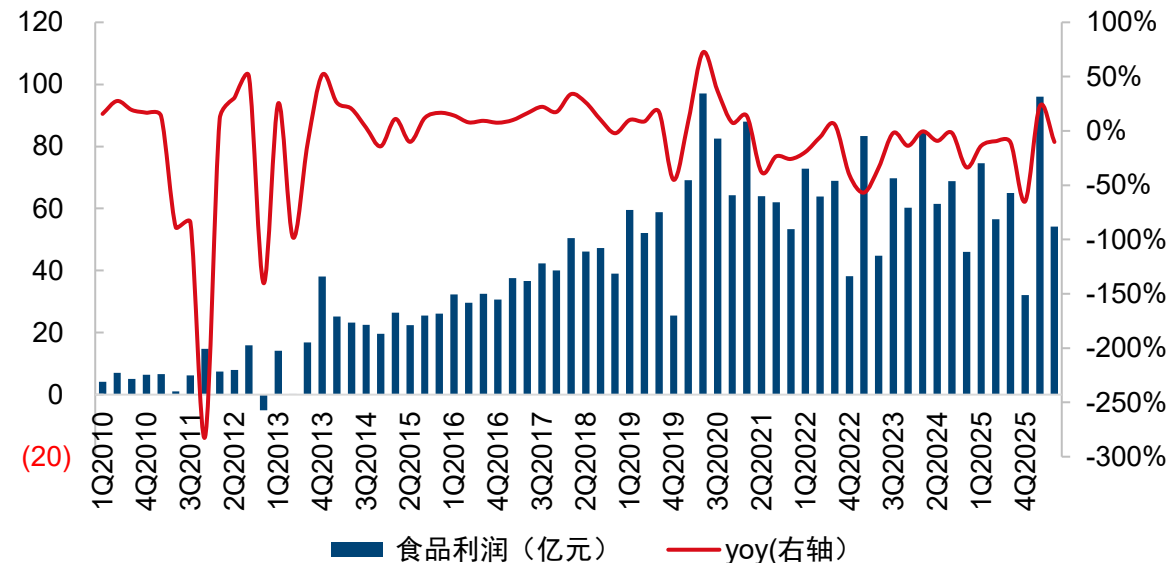
- 2026Q2食品板块收入822.8亿元，同比+2.3%；利润54.1亿元，同比-10.2%。环比2026Q1看，收入增速降低、利润增速转负，主要系Q2行业景气度环比走弱，以及成本压力边际增大，个股间分化显著。
- **零食行业：**渠道结构性重塑仍是行业主旋律，在此浪潮下，量贩零食渠道、即时零售等效率更高的新兴渠道高速发展，与此同时传统渠道受到挤压，零食厂商的收入增长主要由量贩零食渠道放量驱动。利润端，零食产业链利润向下游超级B端集中，量贩零食龙头利润率稳步提升，零食厂商利润率则受到渠道结构变化、成本波动的多重影响，少部分品类的成本回落贡献利润弹性。
- **餐饮供应链：**2026Q2行业进入淡季，终端需求修复力度不及Q1，上市公司主要依靠新品、渠道迁移与份额集中跑赢餐饮大盘。其中调味发酵品的增长相对更稳健，多数龙头Q2维持双位数增长，而速冻食品受需求环比走弱的影响更明显。利润端，费投增加、汇兑损失、减值损失等因素扰动利润。

图：食品季度收入变化



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：食品季度利润变化



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

2.1 零食：渠道结构性重塑，量贩零食高景气延续



- 业绩回顾：厂商端，零食板块（洽洽/盐津/劲仔/西麦/有友/甘源）合计收入+11.5%、归母净利+19.3%，对比25Q4+26Q1（收入+8.1%、利润+7.7%）边际转好，但分化显著，卫龙、盐津、甘源Q2面临渠道/产品调整阵痛收入增速降至个位数，劲仔、洽洽在25年深度调整之后处于经营改善阶段，西麦食品则延续良好的景气度。H股方面，26H1卫龙收入+6.7%、归母净利+4.6%。渠道端，26H1鸣鸣+万辰合计收入+57.4%、归母净利+155.8%，两者均表现经营高景气。〈百分比为同比增速〉
- 行业洞察-渠道端：量贩零食行业延续极高景气度，龙头在25年致力于提升单店运营质量后，26H1呈现加速开店状态，26H1鸣鸣/万辰分别净开门店4457/5488家门店，同时单店收入、闭店率、周转率等指标同步走强。利润端，规模效应+端到端供应链效率提升驱动毛利率、净利率同步提升，现金流大幅改善。
- 行业洞察-厂商端：1）渠道结构性重塑仍是行业主要矛盾，中报显示零食厂商收入增长驱动主要来自量贩零食渠道，会员店、即时零售等新渠道亦有增量贡献但体量还不小，而传统商超/流通及传统电商普遍承压，零食厂商通过经销商优化、渠道精耕、定量装扩容等方式来对冲传统渠道压力。2）产品端，健康化、高蛋白等新品类继续成为厂商共同押注方向，例如盐津海味零食/鹌鹑蛋收入同比+50%以上。3）成本端普遍承压但分化明显，棕榈油、鳕鱼、鲢鱼、坚果、包材原料价格上涨，燕麦、瓜子原料价格下行，厂商普遍通过加强采购能力以及提升供应链效率来对冲成本压力。

表：零食公司2026H1财务表现

公司	营业总收入	yoy	归母净利润	yoy	毛利率	yoy	销售费用率	yoy	管理费用率	yoy	归母净利率	yoy
洽洽食品	35.06	27.4%	2.46	177.4%	25.9%	5.6pp	11.7%	-0.4pp	5.6%	-0.2pp	7.0%	3.8pp
盐津铺子	30.70	4.4%	4.25	14.1%	32.2%	2.6pp	11.2%	0.6pp	3.6%	0.0pp	13.9%	1.2pp
甘源食品	10.70	13.2%	0.80	7.3%	32.0%	-1.6pp	17.6%	-1.0pp	4.4%	-0.7pp	7.5%	-0.4pp
劲仔食品	13.83	23.1%	1.06	-5.0%	25.3%	-4.2pp	10.6%	-3.2pp	4.5%	0.1pp	7.7%	-2.3pp
西麦食品	14.02	22.0%	1.48	81.9%	44.0%	0.4pp	26.4%	-3.5pp	4.7%	-0.2pp	10.6%	3.5pp
有友食品	10.34	34.1%	1.24	14.4%	23.1%	-4.5pp	6.6%	-1.8pp	2.6%	-0.5pp	12.0%	-2.1pp
卫龙美味	37.15	6.7%	7.67	4.6%	47.8%	0.6pp	18.0%	2.9pp	6.0%	0.3pp	20.6%	-0.4pp
万辰集团	348.36	54.3%	12.10	156.6%	12.8%	1.4pp	3.0%	-0.1pp	2.7%	-0.1pp	3.5%	1.4pp
鸣鸣很忙	449.97	60.0%	22.40	155.4%	11.5%	2.2pp	3.5%	-0.1pp	1.3%	-0.2pp	5.0%	1.9pp

资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议： 优先推荐量贩零食龙头， 关注渠道红利与成本红利共振的零食厂商

国信证券
GUOSEN SECURITIES

■ 投资建议： 凭借极高的商品流转效率、市场下沉能力，我们预计量贩零食在食品饮料零售领域的渗透率还将继续提升，渠道体系的重塑尚未结束。我们继续看好量贩零食龙头： 1) 加盟商盈利状态稳中趋好，除高度密集区域外，加盟意愿依然强烈； 2) 随着门店密度来带品牌势能，进而改变消费习惯，量贩零食门店正逐步成为一种社区基础设施，支撑更大的开店空间； 3) 量贩零食龙头在零食产业链中的议价权进一步增强，除规模优势外，未来货盘差异化、深度数字化运营支撑盈利能力继续提升。 厂商端，短期看渠道红利——量贩零食、会员店等新渠道仍是最大增量， 优先关注渠道能力领先、新品储备丰富、且有上游供应链掌控力的公司，推荐洽洽食品、西麦食品，关注盐津铺子、劲仔食品核心品类的渠道拓展进度。

表：零食公司26H1业绩回顾及盈利预测

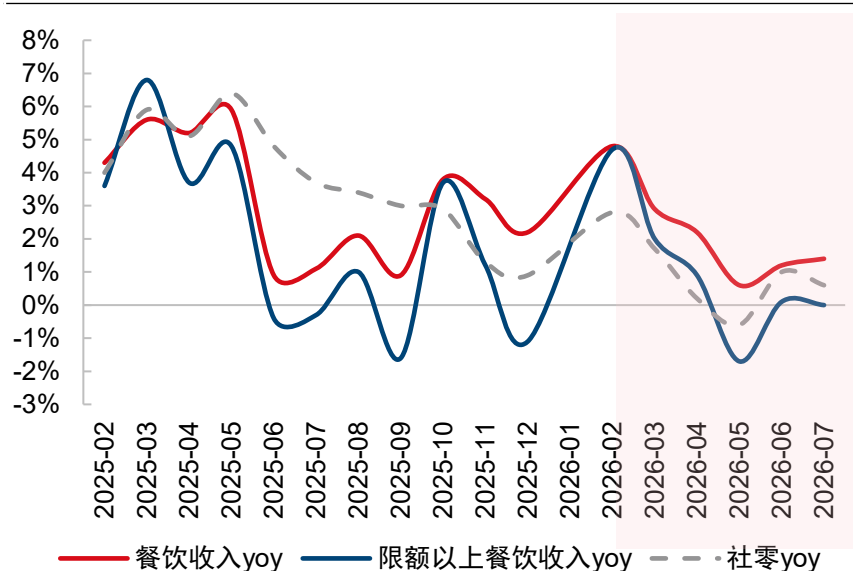
公司名称	26H1业绩回顾	营业收入（百万元）		营业收入yoy		归母净利（百万元）		归母净利yoy		PE估值	
		2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
鸣鸣很忙	H1净开店4457家同时店均GMV平稳、店均营收低单增长；盈利水平超预期提升，主因议价能力提升、成本管控、规模效益；资产负债表同样反映公司对上下游的溢价能力提升	96,056.8	119,149.1	45.2%	24.0%	4,971.4	6,675.0	113.4%	34.3%	16.2	12.1
万辰集团	H1净开店5488家、店均收入同比正增修复；量贩零食业务剔除股权激励费用后Q2净利率5.4%，主要受政府补助减少的影响，剔除政府补助减少影响，核心盈利能力环比小幅提升	75,646.6	96,716.1	47.0%	27.9%	2,610.5	3,519.9	94.1%	34.8%	13.5	10.0
西麦食品	Q2三大品类均双位数增长，其中零食量贩、会员店渠道高增、传统渠道仅略增，B2B及OEM业务高增；利润高弹性来自成本红利、费用控制	2,717.9	3,233.3	21.4%	19.0%	278.5	341.9	62.2%	22.8%	19.3	15.7
卫龙美味	Q2主动调整渠道，H1辣条下滑、魔芋降速、新品类豆制品初步推向市场；增加费用投放、有效税率降低	7,930.7	8,845.2	9.8%	11.5%	1,543.3	1,791.1	8.3%	16.1%	10.6	9.1
洽洽食品	H1收入高增速主因新兴渠道及海外渠道放量，以及春节错期集中备货在Q1；利润端，瓜子成本大幅回落，瓜子毛利率修复，坚果毛利率同样在低基数上大幅修复，费用率整体略有下行，利润率同比改善5.1pp	7,578.2	8,377.5	15.3%	10.5%	611.5	707.0	92.0%	15.6%	15.5	13.4
盐津铺子	Q2主动调整定量流通渠道、电商仍在调整周期，量贩及山姆渠道高增，H1魔芋降速、深海零食及健康蛋制品高双位数增长，其他品类整体有所下滑；增加费用投放、其他收益减少、信用减值损失增多	6,258.9	7,068.1	8.6%	12.9%	852.1	1,032.8	13.8%	21.2%	14.3	11.8
劲仔食品	收入增长主要受益于量贩零食渠道高增、传统经销及电商下滑；毛利率下降主要受到鱼胚原料价格上涨、渠道结构变化等多重影响，销售费用率下降有小部分对冲，最终盈利水平下降，同时政府补助大幅减少导致归母净利润与扣非归母净利润增速背离	2,941.0	3,443.5	20.4%	17.1%	239.2	274.9	-1.4%	14.9%	18.5	16.1

资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理；注：PE估值以2026/08/31收盘价计

2.2 餐饮供应链：宏观需求延续弱复苏，二季度淡季进一步压制报表弹性

- 收入端：宏观需求延续弱复苏，二季度淡季进一步压制报表弹性。2026年4—7月社零分别同比增长0.2%/-0.6%/1.0%/0.6%，餐饮收入增长2.2%/0.6%/1.2%/1.4%，限额以上餐饮收入增长0.9%/-1.7%/0.1%/0.0%。餐饮消费仍好于整体社零，但5月后增速处于低位，限额以上餐饮表现更弱，反映连锁餐饮、商务聚餐及较高客单价场景恢复偏慢。二季度又是速冻食品、复合调味品的传统淡季，客户备货及经销商补库意愿较弱。板块公司收入多数保持增长，其中安井、天味、宝立、立高相对较好，海天、涪陵榨菜、巴比增速偏低；较高增速中也包含低基数、并购并表和新渠道贡献。综合来看，板块收入已经企稳，但终端客流、同店增长和大客户订单尚未形成合力，当前仍是低斜率修复。

图：2026年上半年餐饮行业需求较为疲软



资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图：2026H1各家公司收入情况

(亿元)	2026H1		2026Q1		2026Q2	
证券简称	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy	营业总收入	yoy
海天味业	161.46	6.0%	90.29	8.6%	71.17	2.9%
恒顺醋业	12.24	8.8%	6.48	3.6%	5.76	15.3%
千禾味业	14.01	6.3%	8.18	-1.6%	5.84	19.9%
涪陵榨菜	13.65	4.0%	7.54	5.7%	6.12	2.0%
安琪酵母	91.87	16.3%	45.34	19.5%	46.53	13.4%
天味食品	20.28	45.8%	11.30	76.2%	8.97	19.8%
宝立食品	16.02	16.1%	7.76	16.0%	8.26	16.1%
日辰股份	2.37	16.3%	1.25	23.7%	1.11	8.8%
安井食品	92.66	21.9%	47.10	30.8%	45.56	13.8%
千味央厨	10.47	18.2%	5.83	23.8%	4.64	11.8%
三全食品	39.06	9.5%	24.53	10.6%	14.53	7.7%
立高食品	22.05	6.5%	10.48	0.3%	11.57	12.9%
巴比食品	8.52	2.0%	3.80	2.8%	4.72	1.4%
味知香	3.45	0.7%	1.76	1.5%	1.69	-0.2%
颐海国际	33.47	14.3%	-	-	-	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 前期油脂、包材、能源及部分农产品价格下降带来的普遍性成本红利减退，2026H2同比基数抬升后对毛利率的贡献或将进一步收窄。猪肉等部分原材料价格仍处于相对有利区间，对早餐连锁、速冻面米及部分含肉调理食品形成支撑，成本端整体压力暂时不大。价格方面，行业竞争和促销力度没有继续明显恶化，主要产品价格体系基本企稳；但消费需求偏弱、客户价格敏感度较高，大客户议价能力较强，企业缺乏普遍提价的基础。2026Q2多数公司毛利率同比波动较小，后续毛利率改善将主要依靠产品结构、采购效率和产能利用率，预计板块整体维持窄幅波动，难以复制此前成本快速下降带来的利润率扩张。

图：2026年部分原材料价格提升

	棕榈油	白鲢鱼	豆粕	猪肉	面粉	豆油	大豆	白糖
2025年1月	32%	8%	-22%	14%	-3%	-2%	-19%	-7%
2025年2月	32%	10%	-8%	7%	-3%	-2%	-17%	-8%
2025年3月	17%	6%	-3%	6%	-2%	-2%	-14%	-7%
2025年4月	10%	1%	-4%	4%	-2%	-2%	-11%	-8%
2025年5月	8%	0%	-5%	2%	-2%	-2%	-11%	-8%
2025年6月	11%	-1%	-9%	-11%	-2%	-1%	-10%	-9%
2025年7月	11%	0%	-8%	-13%	-1%	-1%	-12%	-8%
2025年8月	17%	-1%	-3%	-20%	-1%	-1%	-11%	-8%
2025年9月	14%	-2%	-3%	-22%	-2%	-1%	-8%	-8%
2025年10月	0%	-1%	-3%	-22%	-2%	0%	-2%	-11%
2025年11月	-13%	-1%	-2%	-20%	-1%	-1%	0%	-12%
2025年12月	-15%	0%	1%	-19%	-1%	-1%	1%	-14%
2026年1月	-9%	4%	2%	-16%	-1%	-1%	3%	-14%
2026年2月	-8%	3%	-7%	-14%	-1%	-2%	4%	-15%
2026年3月	-1%	4%	-8%	-16%	-1%	-2%	10%	-13%
2026年4月	6%	3%	-7%	-22%	-1%	-2%	10%	-13%
2026年5月	11%	2%	-8%	-22%	-1%	-1%	9%	-12%
2026年6月	7%	4%	-5%	-22%	-1%	-2%	9%	-12%
2026年7月	6%	2%	-3%	-19%	-1%	-2%	9%	-13%
2026年8月	3%	2%	-2%	-16%	-2%	-2%	8%	-13%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：2026Q2板块毛利率小幅波动

证券简称	2026H1		2026Q1		2026Q2	
	毛利率	yoy	毛利率	yoy	毛利率	yoy
海天味业	41.0%	0.9pcts	42.0%	2.0pcts	39.8%	-0.4pcts
恒顺醋业	36.1%	-2.3pcts	35.8%	0.3pcts	36.4%	-5.6pcts
千禾味业	39.4%	2.9pcts	40.8%	1.9pcts	37.5%	4.9pcts
涪陵榨菜	52.9%	-1.2pcts	54.9%	-1.1pcts	50.6%	-1.4pcts
安琪酵母	26.8%	0.7pcts	26.5%	0.5pcts	27.1%	0.9pcts
天味食品	42.3%	3.6pcts	45.0%	4.3pcts	38.9%	1.9pcts
宝立食品	33.6%	0.0pcts	33.5%	0.9pcts	33.8%	-0.9pcts
日辰股份	35.7%	-2.5pcts	35.6%	-3.6pcts	35.9%	-1.5pcts
安井食品	21.2%	0.7pcts	25.0%	1.7pcts	17.4%	-0.6pcts
千味央厨	23.7%	0.1pcts	24.7%	0.3pcts	22.5%	-0.2pcts
三全食品	24.2%	-0.1pcts	25.5%	0.2pcts	21.9%	-0.8pcts
立高食品	29.8%	-0.5pcts	29.7%	-0.3pcts	29.9%	-0.8pcts
巴比食品	29.3%	2.3pcts	27.9%	2.4pcts	30.4%	2.2pcts
味知香	24.0%	3.1pcts	24.6%	1.7pcts	23.3%	4.5pcts
颐海国际	33.6%	4.0pcts	-	-	-	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2026Q2利润表现不及收入，淡季平稳过渡

- **淡季费用刚性，2026Q2利润表现不及收入。**二季度收入规模偏低，销售人员、仓储物流、管理和研发费用相对刚性，新品推广、商超及零食渠道开拓、门店扩张和并购整合投入进一步放大淡季费用率。政府补助、投资收益、资产处置、减值及并购相关项目也会造成归母净利润与扣非利润偏离，利润基数较小时同比波动更大。板块当前的主要压力已转向费用效率与经营杠杆。展望2026H2，比较基数逐步提高，低基数对收入和利润增速的贡献减弱；需求尚未显示明显加速，预计行业收入保持温和增长，中秋、国庆旺季可能带来环比改善，但大客户订单、经销商补库和终端客流尚需验证。
- **投资建议：**我们预计板块更可能维持弱复苏，行业整体业绩弹性有限。随着上年同期基数逐步提高，低基数带来的表现增速改善将减弱，另外原材料成本和价格体系也未继续恶化。推荐依靠自身经营变化实现增长的公司。看好巴比食品的门店加密、区域并购整合和供应链切换，关注单店收入与产能利用率改善；颐海国际H1收入增长14.3%、扣非利润增长5.0%，第三方客户拓展、产品创新及渠道调整仍有空间。

图：2026年上半年上市公司扣非归母净利润表现

证券简称	2026H1		2026Q1		2026Q2	
	扣非归母 净利润	yoy	扣非归母 净利润	yoy	扣非归母 净利润	yoy
海天味业	39.60	3.8%	23.47	9.3%	16.13	-3.4%
恒顺醋业	1.18	17.8%	0.60	25.0%	0.58	11.1%
千禾味业	2.00	16.9%	1.44	-9.5%	0.57	349.3%
涪陵榨菜	3.87	-6.6%	2.63	2.1%	1.25	-20.8%
安琪酵母	7.94	7.0%	3.86	14.5%	4.08	0.8%
天味食品	3.55	118.2%	2.34	360.1%	1.21	8.2%
宝立食品	1.26	13.2%	0.64	10.6%	0.62	16.0%
日辰股份	0.29	-16.8%	0.18	2.7%	0.11	-36.4%
安井食品	7.53	24.8%	5.25	53.0%	2.28	-12.4%
千味央厨	0.30	-13.0%	0.21	1.0%	0.08	-35.3%
三全食品	2.56	14.4%	1.95	18.8%	0.62	2.5%
立高食品	1.25	-25.0%	0.61	-29.6%	0.64	-20.0%
巴比食品	1.06	4.5%	0.41	6.4%	0.64	3.3%
味知香	0.33	30.8%	0.19	21.6%	0.14	45.3%
颐海国际	3.25	5.0%	-	-	-	-

图：2026年上半年上市公司扣非归母净利率表现

证券简称	2026H1		2026Q1		2026Q2	
	扣非净利率	yoy	扣非净利率	yoy	扣非净利率	yoy
海天味业	24.5%	-0.5pcts	26.0%	0.2pcts	22.7%	-1.5pcts
恒顺醋业	9.6%	0.7pcts	9.3%	1.6pcts	10.0%	-0.4pcts
千禾味业	14.3%	1.3pcts	17.6%	-1.5pcts	9.7%	7.1pcts
涪陵榨菜	28.4%	-3.2pcts	34.8%	-1.2pcts	20.4%	-5.9pcts
安琪酵母	8.6%	-0.7pcts	8.5%	-0.4pcts	8.8%	-1.1pcts
天味食品	17.5%	5.8pcts	20.7%	12.8pcts	13.5%	-1.4pcts
宝立食品	7.9%	-0.2pcts	8.2%	-0.4pcts	7.5%	0.0pcts
日辰股份	12.3%	-4.9pcts	14.4%	-2.9pcts	10.0%	-7.1pcts
安井食品	8.1%	0.2pcts	11.1%	1.6pcts	5.0%	-1.5pcts
千味央厨	2.8%	-1.0pcts	3.6%	-0.8pcts	1.8%	-1.3pcts
三全食品	6.6%	0.3pcts	7.9%	0.5pcts	4.2%	-0.2pcts
立高食品	5.7%	-2.4pcts	5.8%	-2.5pcts	5.5%	-2.3pcts
巴比食品	12.4%	0.3pcts	10.9%	0.4pcts	13.7%	0.3pcts
味知香	9.6%	2.2pcts	10.7%	1.8pcts	8.4%	2.6pcts
颐海国际	9.7%	-0.9pcts	-	-	-	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

03

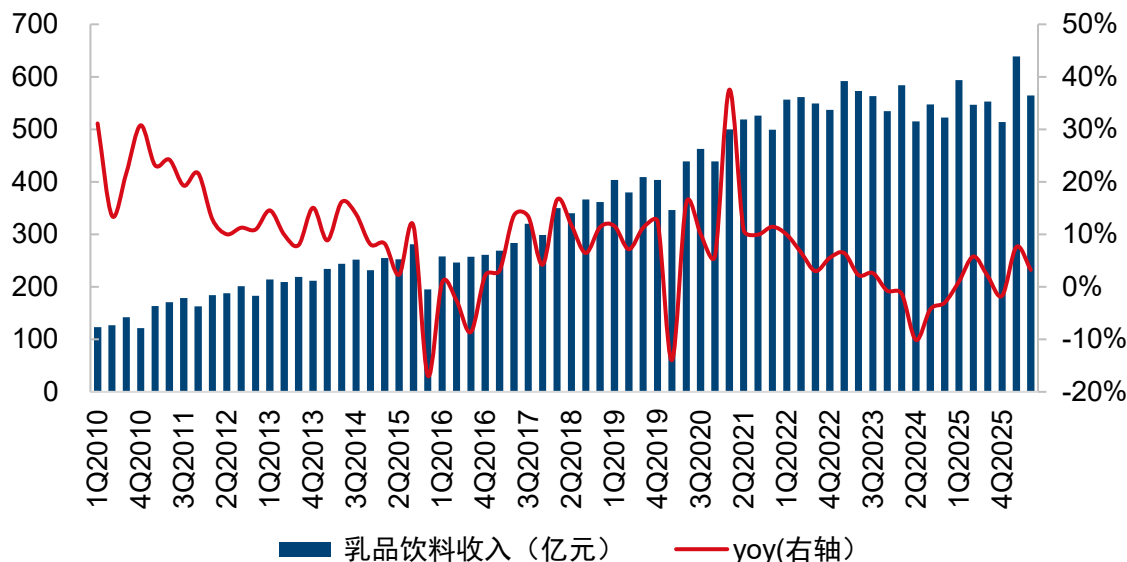
乳饮：乳制品绝对收益首选，关注饮料潜在买点

乳饮：2026Q2需求平淡，份额逻辑主导，多数公司盈利能力承压



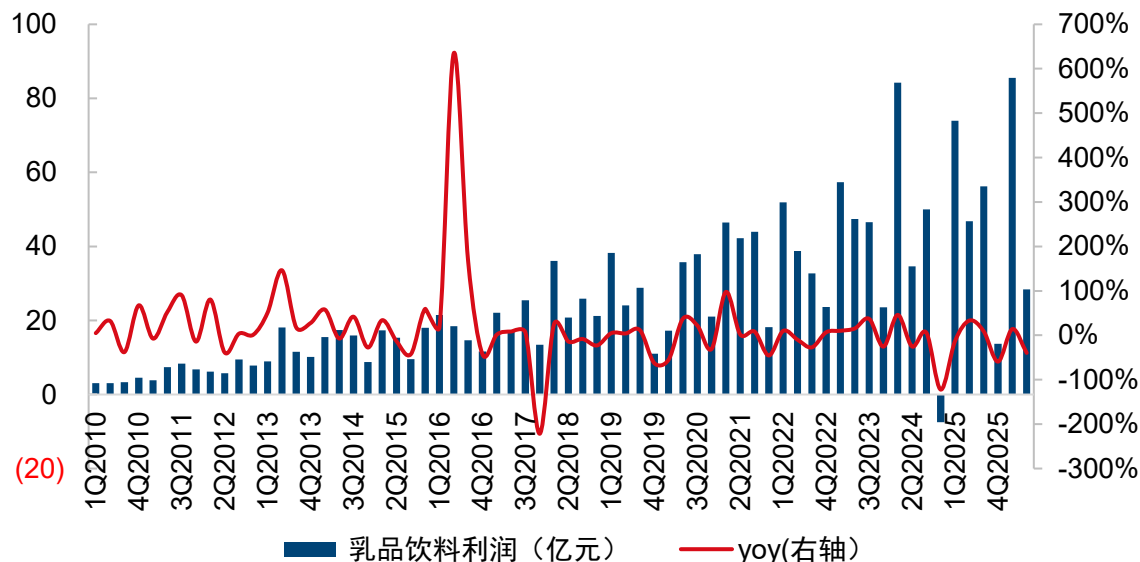
- 2026Q2乳饮板块收入564.3亿元，同比+3.2%；利润28.4亿元，同比-39.6%。环比2026Q1看，收入增速放缓、利润增速大幅转负，主要系二季度消费场景偏弱，叠加部分乳企减值、补税等一次性因素及饮料包材成本压力扰动。
- **乳制品：**淡季收入稳健；一次性扰动利润。2026H1原奶产量增长2.4%/单二季度增长1.5%，全国奶牛存栏较2025年末减少了14.3万头，降至577万头（同比降2.4%），行业供需去化逻辑持续演化。2026Q2主要乳企收入维持正增长且库存普遍健康，节后淡季行业需求基本平稳。业绩端原奶成本基本持平，受益于精细化运营及费投管控，伊利新乳业（同比）/蒙牛（环比）经营利润率普遍提升，但受到减值及补税等一次性扰动，表观利润有所承压。
- **软饮料：**需求及成本承压；龙头韧性较强。主要龙头核心单品经营强劲（农夫东方树叶/康师傅冰红茶/统一阿萨姆/东鹏特饮/中国食品可口可乐），核心单品份额持续提升；且2026H1普遍锁价得当（东鹏露露养元有成本红利，康统面亦正向贡献），降本增效精益费投，利润率稳中有升。

图：乳饮季度收入变化



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：乳饮季度利润变化



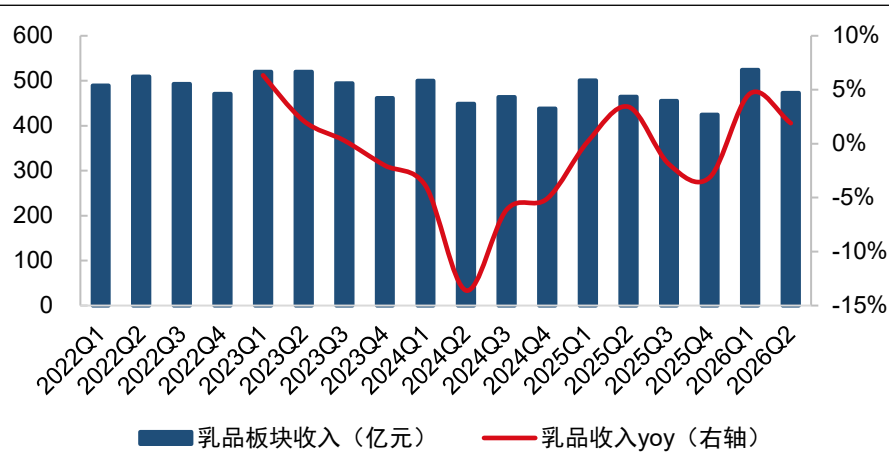
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

3.1 乳制品：牧场扭亏为盈，需求企稳供给去化，2026H2板块催化较多



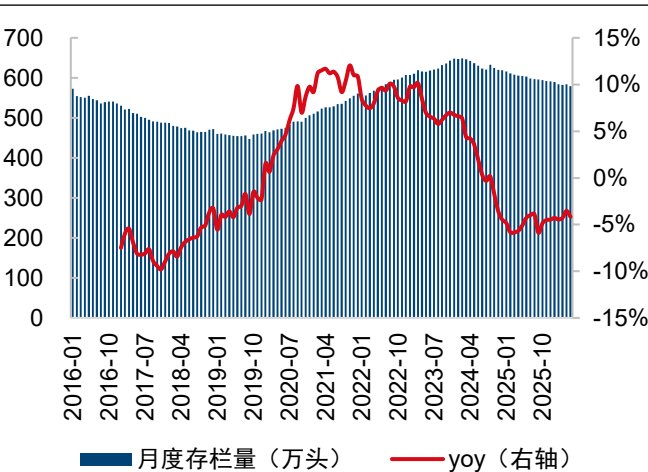
- 2026H1乳制品行业收入/利润分别+4.17%/0.62%（剔除伊利后+29.7%），盈利改善明显。其中（H股）26H1收入+5.30%、利润+14.22%，盈利改善明显；2026Q2（A股）收入+1.88%、利润-61.51%，剔除伊利后收入/利润增速+0.67%/20.77%。
- 2026 年上半年我国乳制品产量同比增长 5.8%，略快于同期原料奶产量4%的增速，表明供需情况有所改善。
- 2026H1行业去化14.7万头，存栏头数去化2.5%左右。合同奶价及散奶价格均企稳回升，预计奶价将持续温和回升。

图：乳制品板块分季度收入及增速



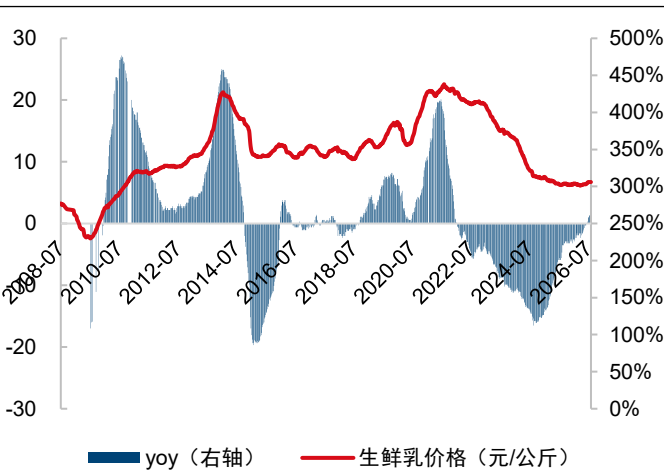
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上游牧场去化情况



资料来源：Wind，农业农村部，国信证券经济研究所整理

图：生鲜乳价格自2025H2起在3元/公斤左右磨底



资料来源：Wind，农业农村部，国信证券经济研究所整理

表：伊利蒙牛液奶分季度表现，体现需求基本企稳

	2023Q1				2024Q1			
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
伊利	-2.6%	0.5%	8.5%	-3.4%	-6.8%	-19.6%	-10.3%	-13.1%
蒙牛	3.0%	6.0%	3.0%	5.5%	-5.0%	-20.0%	-15.0%	-7.0%
新乳业	8.8%	12.7%	7.3%	10.6%	3.7%	-0.9%	-3.8%	-9.9%
行业	行业预计个位数增长				行业下滑高单，伊蒙去库调整			
	2025Q1				2026Q1			
	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3	2026Q4
伊利	-3.1%	-0.8%	-8.8%	-7.0%	2-3%	0.1%		
蒙牛	-14.0%	-7.0%	-12.0%	-10.0%	7.5%	4.0%		
新乳业	0.4%	5.5%	4.4%	11.3%	6.0%	5.0%		
行业	行业负5-6%，蒙牛自身调整				春节企稳 淡季平稳			

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

成本红利收窄，但格局改善需求回暖，推荐伊利股份、新乳业



- 供给持续去化、需求企稳修复，原奶周期向上背景下，乳企成本红利收窄，但受益于减值缺口收窄或产品结构升级，头部乳企经营利润率有所提升。推荐竞争优势持续强化的伊利股份、新乳业。
- 伊利股份：估值低位基本面边际改善，分红额努力争取逐年提升。指引全年收入目标不变中个位数增长（液奶2026H2加速）& 核心经营利润率希望继续有所提升，指引分红额不低于每股1.22元，也不低于75%分红率。以我们保底股息率4.6%（含回购5.2%），当前对应2026/2027年P/E约17/13倍，本次补税及澳优减值出清力度较大，延续推荐。
- 新乳业：稀缺的成长性乳企，盈利提升持续加速。2026H1低温奶增长双位数，2026Q2表现略弱于2026Q1，核心单品如活润大双位数增长（活润/唯品/24h）往10亿元规模推进，全年维持收入正增及净利率正增指引，提前完成净利率倍增计划，未来盈利能力持续提升，考虑到2025H2盈利低基数，业绩增长环比加速，当前对应2026/2027年P/E约16/13倍。

图：乳制品各企业分季度财务指标对比

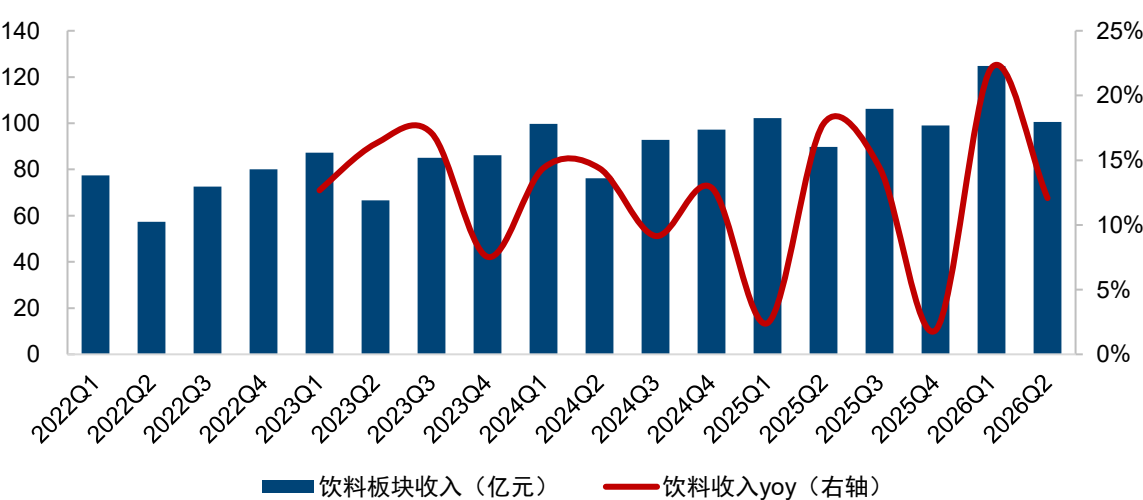
	毛利率yoy						销售费用率yoy						管理费用率yoy						净利率yoy					
	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
伊利股份	1.88%	0.61%	-1.09%	1.12%	0.71%	-0.04%	-1.53%	-1.10%	-1.00%	-0.41%	-0.20%	-0.95%	-0.70%	-0.14%	0.04%	0.19%	-0.10%	0.25%	-3.30%	2.00%	-0.29%	13.41%	0.64%	-7.66%
新乳业	0.12%	1.40%	-0.39%	2.32%	0.47%	-0.98%	-0.06%	0.31%	0.14%	0.55%	0.12%	-2.52%	-1.57%	-1.26%	-1.19%	-0.39%	-0.08%	-0.46%	1.68%	1.67%	1.45%	1.55%	1.49%	0.24%
妙可蓝多	-1.60%	-5.83%	5.73%	0.31%	-1.69%	0.26%	-5.63%	-5.38%	-1.78%	-1.28%	2.05%	1.80%	-0.41%	0.10%	0.60%	-0.40%	-0.74%	-2.28%	2.33%	0.14%	2.60%	-5.72%	-2.03%	0.72%
三元股份	0.55%	-1.86%	-2.06%	0.41%	-1.31%	-3.44%	0.91%	0.85%	-0.86%	-2.13%	-1.36%	-3.96%	1.05%	0.56%	0.48%	0.78%	-0.55%	-0.03%	1.32%	2.11%	4.83%	-28.40%	0.35%	-0.70%
燕塘乳业	-0.12%	0.20%	-1.40%	-0.38%	1.12%	-0.41%	0.79%	1.43%	0.83%	1.69%	3.28%	0.71%	1.16%	0.73%	0.65%	0.71%	-0.08%	0.15%	-1.72%	-2.33%	-1.03%	-3.88%	-2.53%	-2.85%
蒙牛乳业		1.48%		-0.90%		-0.99%		-0.45%		0.90%		-0.34%		0.34%		0.20%		-0.35%		-0.49%		4.10%		0.40%
飞鹤乳业		-6.30%		3.60%		0.37%		-0.33%		10.30%		1.89%		1.14%		1.30%		0.98%		-7.65%		-5.40%		-1.66%

资料来源：Wind，公司公告国信证券经济研究所整理 注：蒙牛乳业、飞鹤乳业为半年度数据

3.2 软饮料：板块收入延续双位数增长，品类健康化、性价比依然是大趋势

- 2026Q2行业（A股）收入100.61亿元/同比 +12.07%，利润 16.96亿元/+9.91%；2026H1行业（H股）收入 486.11亿元/同比 +15.70%，归母净利润 123.84亿元/+13.88%。
- 行业增长承压，景气品类增速放慢，份额像头部集中。受到雨水天气及消费力影响，饮料消费场景承压明显。相对景气的有无糖茶、电解质水，以及较早触底企稳的植物奶。
- 推新明显减少，主要龙头核心单品经营强劲：典型是农夫东方树叶/康师傅冰红茶/统一阿萨姆/东鹏特饮/中国食品可口可乐，核心单品份额持续提升；且2026H1普遍锁价得当，降本增效精益求精，利润率稳中有升。

图：饮料季度收入变化



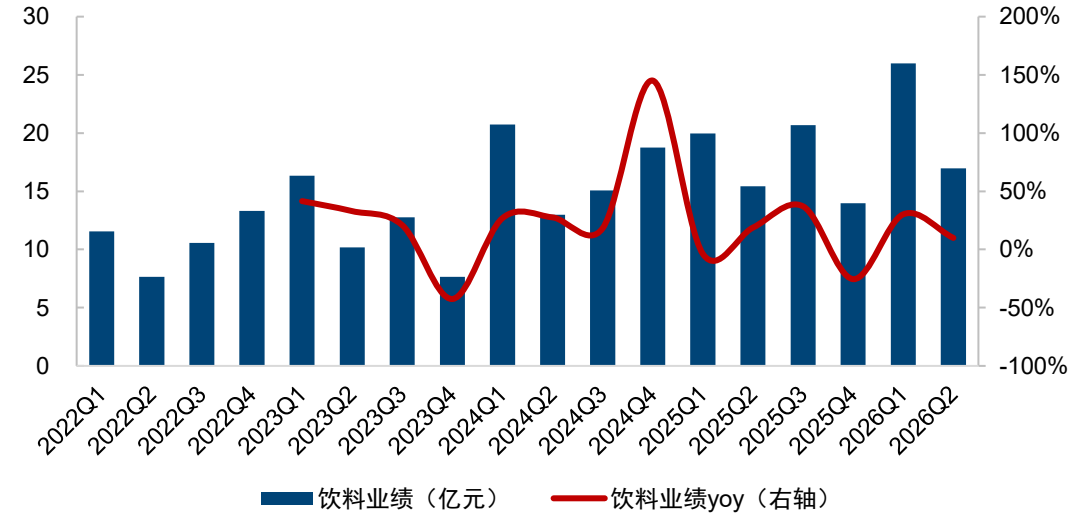
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

表：软饮料细分赛道表现

	2026H1
软饮料整体	持平略降
运动饮料	≈5%（有增长但放慢,东鹏/农夫增长）
瓶装水	低单下滑（Q2雨水消费场景承压，农夫增长）
碳酸饮料	低单增长（可乐以价换量）
果汁	持平（农夫高浓度/nfc好，康统一般）
即饮咖啡	低单增长
即饮茶	持平略增（康师傅+9%/其他承压）
无糖茶	双位数增长（农夫贡献增量）

资料来源：国家统计局，农业农村部，WIND, 马上赢，欧睿，国信证券经济研究所整理

图：饮料季度业绩变化



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

软饮料：景气品类边际降速，2026Q2成本压力部分体现，下半年预计影响加大



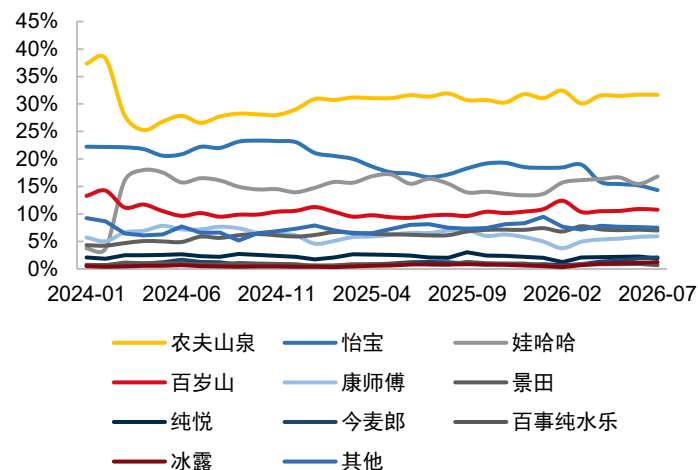
- 行业竞争加剧，挤压式扩容下份额往龙头集中。龙头这几年基础设施做得更好，力度也更大，包括扫码红包、冰柜、产品等。
- 锁价对冲成本扰动，含糖饮料税短期影响不大。2025H2成本红利已有所收窄，3月起大宗影响下PET成本压力较大，但大部分龙头锁价，部分饮料公司2026Q2成本压力已有所体现，**展望2026H2，厄尔尼诺影响下成本压力或放大，对主要饮料企业毛利率影响约1pcts。**

图：PET、白砂糖等软饮主要原材料价格2025Q3后延续下行



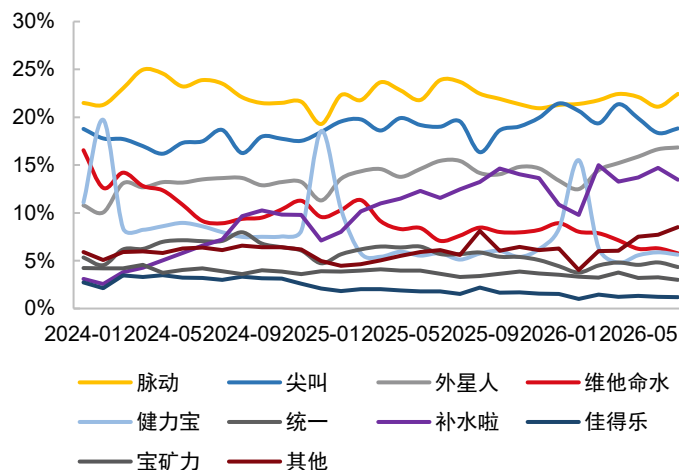
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：包装水份额表现



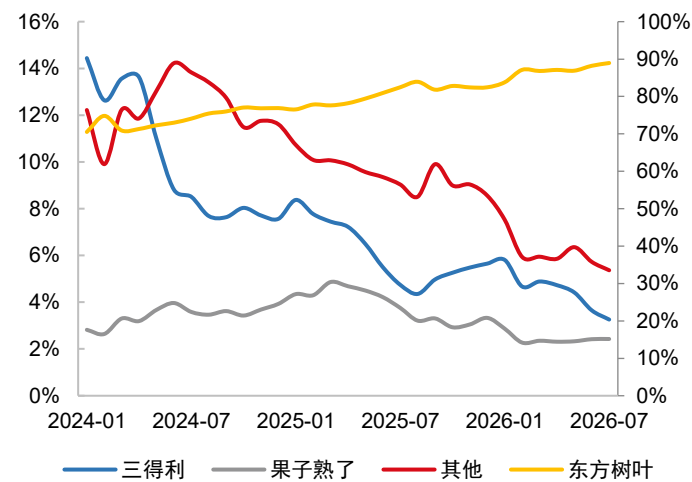
资料来源：Wind, 马上赢，欧睿，国信证券经济研究所整理

图：电解质水份额表现



资料来源：Wind, 马上赢，欧睿，国信证券经济研究所整理

图：无糖茶份额表现（农夫：右轴）



资料来源：Wind, 马上赢，欧睿，国信证券经济研究所整理

产品结构

与成本压力共同影响毛利率，费率分化，龙头盈利提升放慢

国信证券
GUOSEN SECURITIES

2026Q2成本压力体现，产品结构影响放大，加大费投，盈利提升速度放慢，但大部分饮料公司优于市场悲观预期。康师傅上调全年指引、农夫山泉从收入双位数指引提升至全年收入利润双位数指引，短期跟随板块经历一轮估值修复后，后续仍需看到基本面明显改善或taco带来H2及明年业绩能见度提升，**推荐经营扎实的农夫山泉、东鹏饮料。**

- 农夫山泉：看好公司在板块的超额收益，当前对应2026/2027年P/E约23/20倍，在包装水改善、树叶再加速背景下有望修复。
- 东鹏饮料：特饮虽然降速，但补水/果之茶等依然较好增长，公司持续回购，分红注重投资者回报。当前股价对应2026年P/E约19倍，双位数增长匹配股息率4%+（分红率不低于80%），短期成长预期有所下降，关注TACO及旺季经营改善。

图：软饮料细分企业分季度毛利率、费用率及净利率同比情况

	毛利率yoy						销售费用率yoy						管理费用率yoy						净利率yoy					
	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
东鹏饮料	1.70%	-0.35%	-0.60%	-0.09%	2.42%	3.99%	-0.45%	0.10%	-0.91%	-0.62%	0.51%	2.36%	-0.48%	-0.22%	-0.07%	-0.03%	0.31%	0.70%	1.15%	-0.61%	1.83%	-2.64%	1.13%	0.88%
养元饮品	-0.96%	-2.37%	-2.77%	-8.46%	-1.44%	-11.73%	1.68%	2.59%	-0.23%	0.40%	-2.43%	-11.92%	0.20%	0.12%	-0.07%	0.55%	-0.25%	0.95%	-3.43%	-7.29%	10.57%	-17.10%	-2.94%	-11.90%
承德露露	4.38%	4.45%	4.05%	3.50%	1.23%	3.22%	2.13%	3.62%	3.66%	4.14%	0.61%	3.72%	0.54%	0.42%	0.36%	-0.30%	0.06%	0.32%	1.43%	-0.34%	-2.02%	-1.91%	0.30%	1.10%
李子园	4.64%	-1.62%	-2.49%	0.41%	-5.08%	-4.90%	-0.12%	0.25%	0.28%	0.63%	1.16%	-4.81%	0.15%	0.66%	0.57%	0.94%	0.61%	1.02%	3.64%	-1.12%	-1.45%	-4.07%	-2.93%	-6.34%
欢乐家	-7.32%	-5.14%	-1.93%	-2.97%	1.18%	-0.57%	0.17%	-1.28%	-1.15%	-1.26%	-1.41%	-2.63%	1.56%	1.92%	1.69%	1.40%	1.11%	0.21%	-7.27%	-5.35%	-3.06%	-5.02%	0.97%	0.65%
香飘飘	-2.44%	1.31%	-2.37%	-0.78%	9.65%	-4.57%	2.89%	3.60%	2.20%	0.72%	-7.38%	-4.47%	1.80%	0.43%	0.40%	0.41%	-3.26%	4.98%	-6.72%	-5.23%	-4.99%	-2.58%	13.86%	-3.43%
农夫山泉		1.50%		3.40%		0.58%		-1.90%		-2.50%		0.11%		0.20%		0.10%		-0.38%		2.90%		2.20%		0.16%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 注：农夫山泉为半年度财务数据

04

盈利预测与估值

盈利预测与估值



表：食品饮料板块盈利预测与估值

(亿元)		收入			yoy		归母净利润			yoy		P/E		股息率 (TTM)
股票名称	总市值	2025A	2026E	2027E	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	
贵州茅台	16,626	1,721	1,733	1,838	0.7%	6.0%	823.2	823.7	886.3	0.1%	7.6%	20.2	1.9	3.9%
五粮液	2,794	405	449	486	10.7%	8.3%	89.5	148.0	165.0	65.3%	11.5%	18.9	2.5	7.2%
泸州老窖	1,176	257	180	188	-30.1%	4.6%	108.3	67.2	72.3	-37.9%	7.5%	17.5	3.6	7.2%
山西汾酒	1,495	387	331	343	-14.4%	3.4%	122.5	100.3	104.9	-18.1%	4.6%	14.9	3.7	5.4%
洋河股份	596	192	180	192	-6.1%	6.3%	22.1	30.9	34.9	40.3%	12.8%	19.3	5.5	3.7%
古井贡酒	535	188	180	187	-4.6%	4.3%	35.5	35.2	37.7	-0.7%	6.9%	15.2	5.0	4.3%
今世缘	385	102	102	106	0.1%	4.3%	26.0	26.4	27.8	1.4%	5.3%	14.6	3.7	3.9%
迎驾贡酒	328	60	64	67	6.6%	5.2%	324.7	21.4	22.6	-93.4%	5.3%	15.3	2.7	3.7%
金徽酒	90	29	30	32	3.0%	7.0%	3.5	2.8	3.9	-19.9%	38.0%	31.7	7.4	3.9%
舍得酒业	118	44	40	43	-8.5%	7.1%	2.2	2.0	2.7	-8.5%	31.9%	58.1	16.4	0.9%
青岛啤酒	702	325	314	318	-3.3%	1.3%	45.9	46.1	47.6	0.4%	3.3%	15.2	6.8	4.6%
重庆啤酒	193	147	142	144	-3.3%	1.1%	12.3	11.6	11.7	-5.8%	0.9%	16.7	12.6	3.0%
华润啤酒	613	380	387	394	1.8%	1.9%	33.7	54.4	57.1	61.5%	4.9%	11.3	6.7	6.1%
燕京啤酒	318	153	161	169	5.2%	5.0%	16.8	21.1	23.9	25.7%	13.4%	15.1	6.4	3.5%
东鹏饮料	884	209	241	268	15.3%	11.5%	44.2	50.7	53.8	14.7%	6.1%	17.5	3.9	4.0%
农夫山泉	4,769	526	600	666	14.1%	11.0%	158.7	177.2	196.2	11.7%	10.7%	26.9	2.7	2.7%
伊利股份	1,699	1,159	1,202	1,231	3.6%	2.5%	115.7	100.6	130.3	-13.0%	29.6%	16.9	8.9	5.1%
新乳业	134	112	118	124	4.8%	5.5%	7.3	8.6	10.1	16.9%	17.9%	15.7	11.1	3.0%
海天味业	2,013	289	306	328	5.9%	7.3%	70.4	75.3	82.5	7.0%	9.5%	26.7	3.5	3.2%
安琪酵母	364	167	189	211	13.1%	11.7%	15.4	18.3	21.5	18.5%	17.3%	19.9	7.8	1.3%
涪陵榨菜	131	24	26	27	6.2%	6.0%	7.7	8.3	8.9	8.2%	6.5%	15.8	2.7	3.7%
天味食品	144	34	39	42	11.8%	9.2%	5.7	6.8	7.7	18.8%	13.7%	21.3	4.5	4.0%
颐海国际	159	66	74	79	12.2%	6.9%	8.5	10.0	10.9	17.1%	8.5%	15.9	6.1	6.6%
千禾味业	100	26	28	32	10.6%	12.6%	3.5	4.7	5.7	35.8%	20.3%	21.2	4.5	3.7%
安井食品	255	162	184	201	13.4%	9.5%	13.6	16.9	19.9	24.3%	17.8%	15.1	8.1	4.1%
千味央厨	30	19	21	24	11.8%	10.9%	0.6	0.8	0.9	22.7%	10.3%	38.2	22.1	0.0%
三全食品	105	65	71	77	9.0%	7.5%	5.4	6.2	6.6	12.9%	8.0%	17.1	9.9	4.8%
立高食品	46	44	49	54	13.2%	9.3%	3.0	3.9	4.4	27.3%	14.2%	11.8	9.8	2.5%
巴比食品	46	19	19	21	4.5%	7.6%	2.7	2.9	3.2	5.5%	10.4%	16.1	5.8	6.2%
洽洽食品	96	66	76	84	15.3%	10.5%	3.2	6.1	7.1	92.8%	15.1%	15.6	9.3	5.2%
盐津铺子	123	58	63	71	8.6%	12.9%	7.5	8.5	10.3	13.7%	21.2%	14.4	5.6	3.1%
万辰集团	364	515	756	967	47.0%	27.9%	13.4	26.1	35.2	94.0%	34.8%	13.9	14.6	0.6%
劲仔食品	44	24	29	34	20.4%	17.1%	2.4	2.4	2.7	-1.5%	14.6%	18.5	8.9	4.0%
卫龙美味	181	72	79	88	9.8%	11.5%	14.3	15.4	17.9	8.3%	15.8%	11.7	4.0	7.0%
鸣鸣很忙	883	662	961	1,191	45.2%	24.0%	23.3	49.8	66.8	113.6%	34.1%	17.7	9.9	0.0%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理、预测 注：数据截至2026年9月5日

- 需求恢复进程不及预期；
- 国际贸易摩擦导致经济环境出现不可控变化；
- 原材料价格大幅上涨；
- 行业竞争加剧；
- 市场资金波动加剧。

免责声明



国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032