

食品饮料

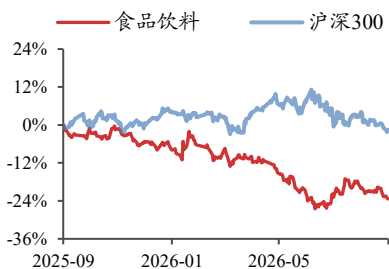
2026 年 09 月 17 日

消费筑底，寒梅将绽

——行业投资策略

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《原奶周期反转确认，鱼子酱行业红利可期—行业周报》-2026.9.13

《市场风格轮动，板块修复弹性充足—行业周报》-2026.9.6

《中报承压，结构为先—行业周报》-2026.8.30

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

张思敏（分析师）

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790525080001

● 市场表现：食品饮料年初至今跑输大盘

食品饮料跑输大盘，零食板块表现较好。2026 年 1-9 月截至 9 月 4 日食品饮料板块下降 7.8%，跑输沪深 300 约 14.6pct，在一级子行业中排名靠后（第二十三）。分子行业看，调味品板块涨幅较好（+2.1%）且是唯一取得正收益子行业，熟食（-3.3%）、乳品（-4.3%）表现相对靠前。保健品（-20.6%）、~~烘焙~~、零食（-16.6%）走势较弱。调味品板块表现较好，主要是莲花控股（+98.7%）涨幅较多。整体来看在市场更多关注科技主题的背景下，食品饮料传统板块表现相对偏弱。

● 总量判断：消费压力仍存

从宏观层面来看，2026Q2 我国 GDP 增速为 4.3%，环比 2026Q1 有所回落，也在市场预期之内。观测季度数据变化情况，2026 年 Q2 消费品零售额同比+0.16%，增速相较 2026Q1 回落 2.24pct，消费板块压力仍存，部分原因在于春节时间错配导致一季度增速较快，更重要的在于二季度为传统消费淡季，叠加厄尔尼诺推动雨水天气增多，影响消费复苏进度。从微观层面来看产业表现，产量增速回暖，收入与利润增速也逐渐回升。

● 2026Q2 总结：整体承压，结构分化

上市公司中报已经全部披露，整体来看 2026Q2 食品饮料板块营收同比下降 12.6%，增速较 2026Q1（-6.2%）有所回落；利润同比下降 27.1%，增速较 2026Q1（-10.4%）也有较大幅度回落。二季度业绩整体承压，原因可归结为淡季需求偏弱、公司主动出清、成本扰动等多因素合力的结果。消费端社零 2026Q2 同比增长 0.16%反映出淡季需求的弱复苏状态，而厄尔尼诺带来的雨水偏多也拖累啤酒、饮料等即饮场景，白酒主动控货去库使报表加速贴近真实动销，PET 等包材阶段性上行压缩利润率。但更深层的产业逻辑是行业增长方式的切换，在需求整体承压的背后下，行业由增量逻辑转化为存量博弈，开始转向“结构驱动”。过去依赖提价、压货、行业景气上行的粗放扩张模式逐渐失效，未来企业重点解决终端动销、费用效率、渠道结构和供应链韧性等问题。

● 投资机会展望：基本面触底，配置价值突显

进入三季度以来，食品饮料板块表现相对收益显著，重要原因在于市场资金再平衡下背景的风格切换。当前板块估值处于近几年低位，叠加机构持仓降到底部区间、筹码结构经过出清，在市场从成长风格向均衡配置切换过程中，食品饮料凭借较高安全边际和业绩确定性，成为资金回补的重要方向，板块估值修复弹性充足。从中报业绩维度看，行业基本面已基本触底。二季度为食品饮料传统消费淡季，叠加宏观需求偏弱，多数子行业收入与利润增速环比收窄，白酒、啤酒、饮料等板块承压明显。二季度业绩增速下滑更多是季节性因素与主动去库共同作用的结果，而非行业基本面持续恶化。我们判断随着中秋、国庆双节旺季临近，终端需求逐步回暖，渠道备货意愿提升，下半年行业大概率企稳向上，业绩弹性将逐步释放。建议积极布局，优先配置业绩确定性强的龙头标的与景气度向上的细分赛道。白酒重点推荐：贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒，同时关注区域龙头古井贡酒，受益标的今世缘等。大众品推荐优然牧业、伊利股份、安琪酵母、西麦食品等。

● 风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原料价格波动风险。

目 录

1、食品饮料跑输市场，调味品板块表现较好	4
1.1、2026年1-9月食品饮料板块跑输市场	4
1.2、个股涨跌幅：行业景气度较高、与科技相关的股票表现较好	6
1.3、2026Q2食品饮料配置比例降至新低，成交金额占比收缩	7
2、投资主线：底部布局，柳暗花明	8
2.1、总量判断：消费环境压力仍存	8
2.2、2026年中报总结：整体承压，结构分化	10
3、行业：白酒调整蓄势，大众品持续分化	11
3.1、白酒：行业主动出清筑底，改善信号逐步显现	11
3.1.1、行业出清加速，厂商、渠道、消费场景均进入新阶段	11
3.1.2、2026年二季度白酒报表下滑幅度进一步加大，利润端压力高于收入端	11
3.1.3、行业趋势更加清晰，边际改善信号显现	14
3.2、乳制品：二季度需求稳健修复，乳企经营业绩有所改善	15
3.3、肉制品：低猪价背景下行业承压，龙头稳利扩量	17
3.4、调味品：二季度板块淡季降速，龙头优势凸显	19
3.5、休闲食品：2026Q2零食企业进入自然淡季	22
4、投资机会展望：基本面触底，配置价值突显	24
5、风险提示	25

图表目录

图 1：2026年1-9月食品饮料涨跌幅市场排名 23/31	4
图 2：2026年1-9月调味品在食品饮料子行业中表现较好	4
图 3：2026年1-9月食品饮料板块市值下降，主要来自于估值下降	5
图 4：当前食品饮料估值处于行业中等偏下水平	5
图 5：2026年9月初食品饮料估值环比基本持平	5
图 6：2026年7-9月食品饮料涨跌幅市场排名靠前	6
图 7：2026年7-9月其他酒类在食品饮料子行业中涨幅最好	6
图 8：2026年1-9月行业景气度高、与科技相关的公司表现居前	7
图 9：2026Q2食品饮料基金重仓比例回落至 2.7%	7
图 10：主动权益基金食品饮料重仓比例略回落至 1.5%	7
图 11：2026Q2白酒重仓比例回落	8
图 12：2026Q2非白酒子行业配置比例也有回落	8
图 13：2026Q2 GDP 同比增 4.3%	9
图 14：2026Q2社零同比增速+0.16%，环比回落	9
图 15：2026年1-7月食品制造企业营收与利润增速较 2025 年呈回暖趋势	9
图 16：2026年1-7月多数子行业产量增速较 2025 年有所回暖	9
图 17：2017年起全国白酒企业产量下滑（万千升）	11
图 18：规模以上白酒企业数量 2018 年以来下降明显	11
图 19：2026Q2上市白酒企业收入同比减少 17%	12
图 20：2026Q2上市酒企归母净利润同比减少 21.35%	12
图 21：2026Q2白酒企业预收账款规模同比继续减少	12
图 22：2026Q2白酒企业销售收现下滑幅度进一步加大	12

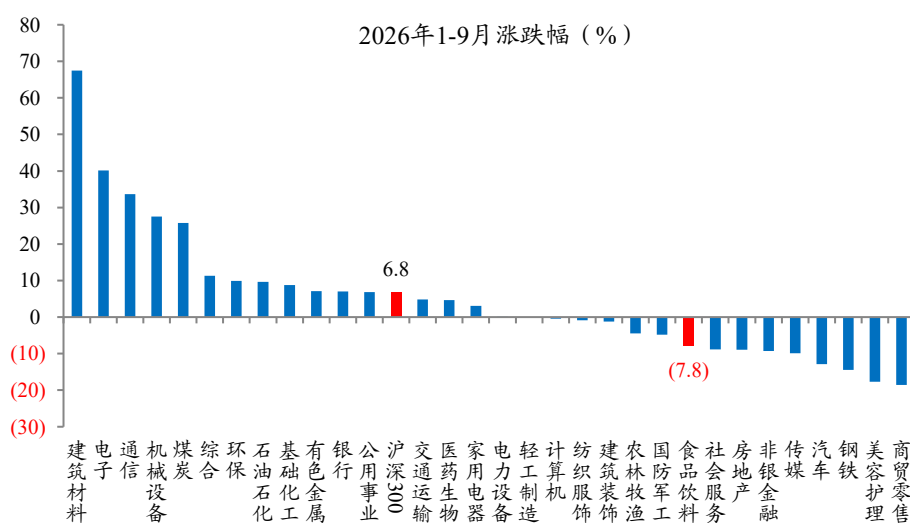
图 23:	2026Q2 企业整体毛利率同比下降.....	13
图 24:	2026Q2 白酒企业净利率同比下降.....	13
图 25:	2026Q2 酒企业管理费用率同比下降.....	13
图 26:	2026Q2 酒企业销售费用率同比上升.....	13
图 27:	2026Q2 大众价格带收入增速相对较好.....	13
图 28:	2026Q2 大众价格带利润增速表现最好.....	13
图 29:	2026Q2 A 股上市乳企营收同比增 1.9%，归母净利同比减少 61.5%.....	15
图 30:	2026 年 9 月 1 日全脂奶粉中标价同比-5.9%.....	16
图 31:	2026 年 8 月 27 日生鲜乳价格同比+1.3%.....	16
图 32:	2026Q2 全国及地方乳企营收均增长.....	17
图 33:	2026Q2 区域及地方乳企归母净利均增长.....	17
图 34:	2026Q2 A 股上市肉企营收同比减少 5.6%，归母净利同比减少 35.3%.....	18
图 35:	2026 年 9 月 12 日生猪出栏价格同比降 18.2%.....	18
图 36:	2026Q2 生猪定点屠宰量同比增 25.1%.....	18
图 37:	2026 年 6 月生猪存栏数量同比+0.1%.....	19
图 38:	2026 年 6 月能繁母猪数量同比-6.5%.....	19
图 39:	2026Q2 调味品营收净利分别同增 5.8%/5.1%.....	20
图 40:	2026Q2 酱醋公司营收净利分别同增 4.8%/7.4%.....	20
图 41:	2026Q2 调味品上市公司毛销差同比+0.6pct.....	20
图 42:	2026Q2 调味品上市公司归母净利率同比-0.1pct.....	20
图 43:	2026 年二季度大豆市场价均价（元/吨）保持震荡、略有上行.....	20
图 44:	2026Q2 休闲食品行业整体营收增速环比有所下降，利润增速环比提升.....	22
图 45:	2026Q2 零食上市公司毛销差环比收窄.....	23
图 46:	2026Q2 零食上市公司整体净利率环比承压.....	23
表 1:	2026Q2 食品饮料板块整体营收与利润增速回落.....	10
表 2:	不同价格带、不同企业的业绩分化加剧.....	14
表 3:	调味品重点公司 2026Q2 业绩增长分化，龙头优势凸显.....	21
表 4:	2026Q2 休闲食品重点公司经营表现不乏亮点.....	23
表 5:	重点公司盈利预测及估值.....	24

1、食品饮料跑输市场，调味品板块表现较好

1.1、2026 年 1-9 月食品饮料板块跑输市场

食品饮料跑输大盘，调味板块表现较好。2026 年 1-9 月截至 9 月 4 日食品饮料板块下降 7.8%，跑输沪深 300 约 14.6pct，在一级子行业中排名靠后（第二十三）。分子行业看，调味品板块涨幅较好（+2.1%）且是唯一取得正收益子行业，熟食（-3.3%）、乳品（-4.3%）表现相对靠前。保健品（-20.6%）、烘焙（-19.1%）、零食（-16.6%）走势较弱。调味品板块表现较好，主要是莲花控股（+98.7%）涨幅较多。整体来看在市场更多关注科技主题的背景下，食品饮料传统板块表现相对偏弱。

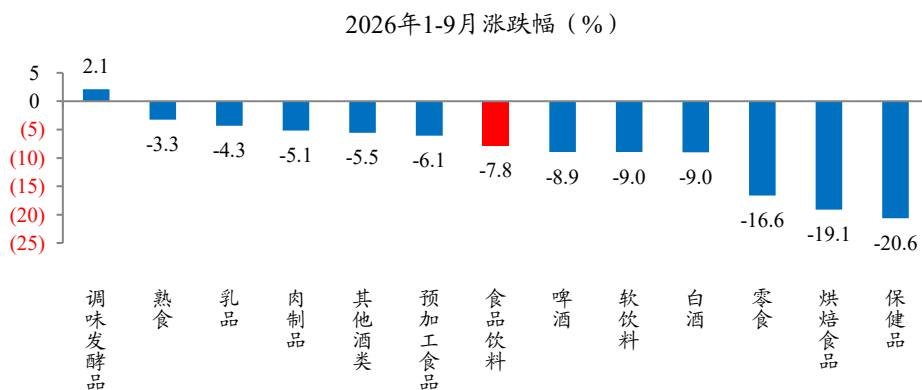
图1：2026 年 1-9 月食品饮料涨跌幅市场排名 23/31



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：板块涨跌幅为总市值加权平均，股价涨跌幅截至 2026 年 9 月 4 日

图2：2026 年 1-9 月调味品在食品饮料子行业中表现较好



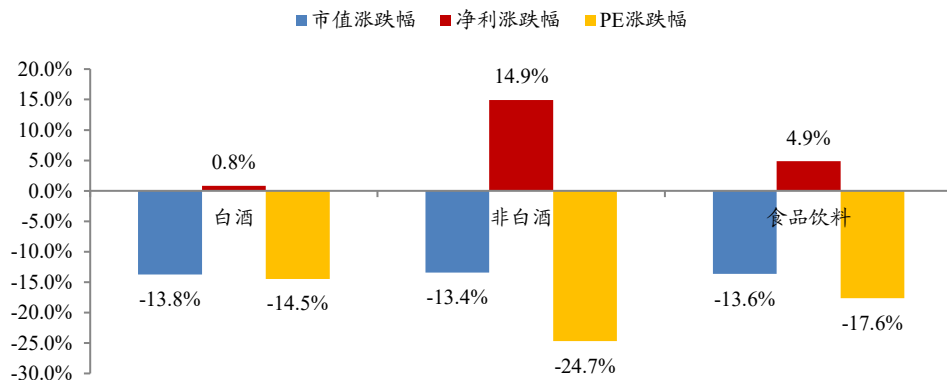
数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：板块涨跌幅为总市值加权平均，股价涨跌幅截至 2026 年 9 月 4 日

2026 年 1-9 月食品饮料板块市值下降，主要来自于估值下降。我们从市值分解

角度观察，食品饮料 2026 年 1-9 月 PE 较 2025 年底回落 17.6%，预计 2026 年净利增长 4.9%，两者共同作用，年初至今板块市值下降 13.6%。其中：白酒估值同比下降 14.5%，预计 2026 年净利增长 0.8%，白酒板块市值下降 13.8%；非白酒估值下降 24.7%，预计 2026 年净利增长 14.9%，板块市值下降 13.4%。整体来看 2026 年初以来食品饮料板块市值下降，估值下降是主要原因。

图3：2026 年 1-9 月食品饮料板块市值下降，主要来自于估值下降

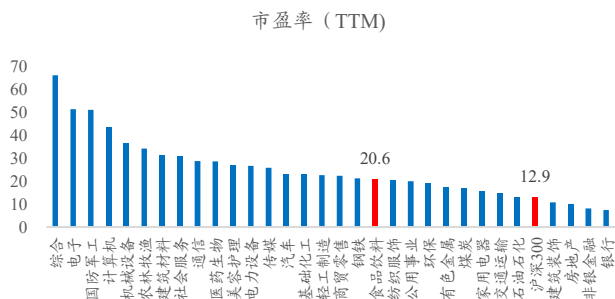


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至 2026 年 9 月 4 日

食品饮料板块估值在 31 个行业处于中等偏下水平，环比基本持平。截至 9 月 4 日食品饮料估值（TTM）约 20.6 倍，与其他行业相比处于中等偏下位置，近期估值环比变化不大，但当前估值水平仍处于低位。

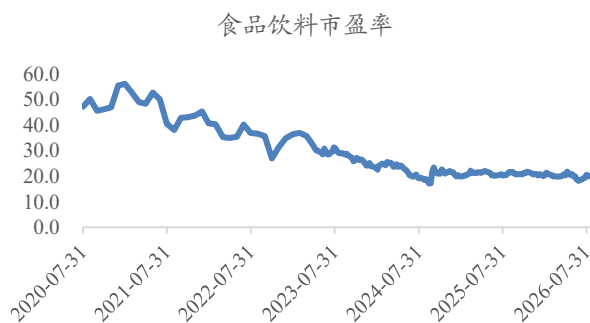
图4：当前食品饮料估值处于行业中等偏下水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：市盈率截至 2026 年 9 月 4 日

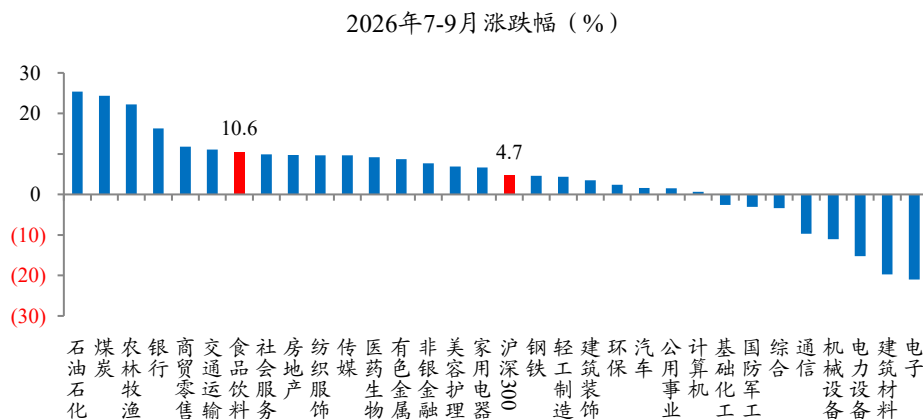
图5：2026 年 9 月初食品饮料估值环比基本持平



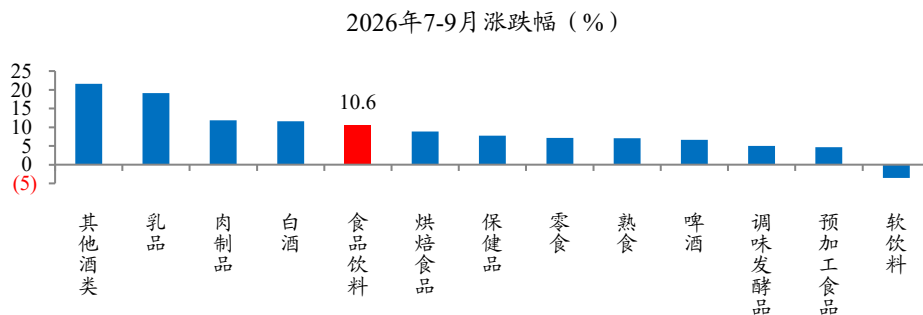
数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：估值截至 2026 年 9 月 4 日

2026 年 7-9 月食品饮料股价跑赢市场。2026 年 7-9 月食品饮料板块上涨 10.6%，跑赢沪深 300 约 5.8pct，在一级子行业中排名靠前。分子行业看，其他酒类（+21.6%）、乳品（+19.1%）、肉制品（+11.8%）增速较快。

图6：2026 年 7-9 月食品饮料涨跌幅市场排名靠前


数据来源：Wind、开源证券研究所、备注：股价涨跌幅截至 2026 年 9 月 4 日

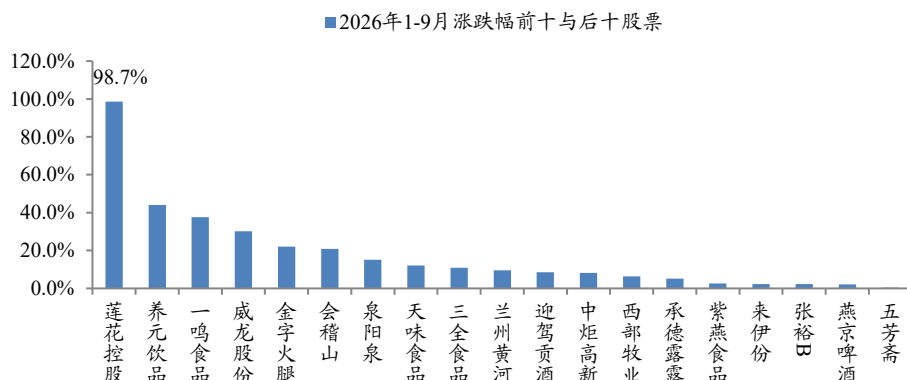
图7：2026 年 7-9 月其他酒类在食品饮料子行业中涨幅最好


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至 2026 年 9 月 4 日

1.2、个股涨跌幅：行业景气度较高、与科技相关的股票表现较好

行业景气度高、与科技相关的公司股价表现居前。2026 年 1-9 月食品饮料板块整体呈现震荡复苏、结构分化格局。受到经济大环境影响，多数子行业需求承压。叠加多数公司中报业绩增速回落，食品饮料板块表现仍相对偏弱，资金持续向高景气、高成长、可享受科技赛道红利企业集中。2026 年 1-9 月板块涨幅前 10 股票中：莲花控股（+98.7%）除调味品主业高增外，AI 赛道以及 ABF 膜红利带动公司估值与市场关注度大幅提升；养元饮品（+44.0%）投资长江存储、金字火腿（+22.0%）投资光芯片企业中晟微，均享受科技红利。泉阳泉（+15.2%）受益于区域企业的市场扩张、天味食品（+12.0%）依托复合调味品赛道的高景气与自身业绩超预期增长，带动股价上行。

图8：2026年1-9月行业景气度高、与科技相关的公司表现居前


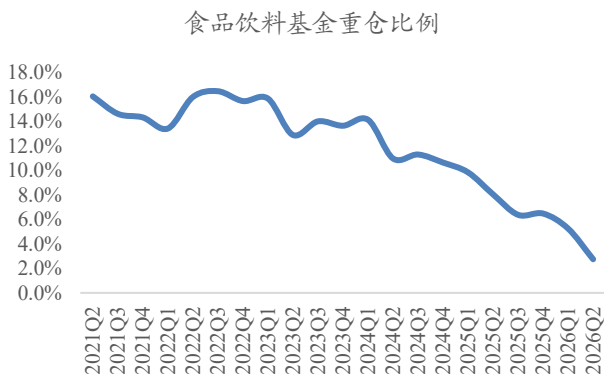
数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2026年9月4日

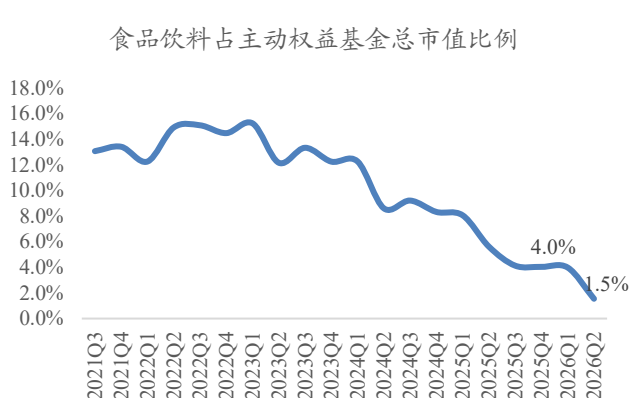
1.3、2026Q2 食品饮料配置比例降至新低，成交金额占比收缩

2026Q2 食品饮料配置比例降至新低。从基金重仓持股情况来看（Wind 中全市场基金，一级子行业），2026Q2 末食品饮料配置比例（重仓持股市值占重仓股票总市值比例）由 2026Q1 末的 5.3% 回落至 2.7% 水平，环比回落 2.6pct，处于 2020 年以来新低位置。

2026Q2 主动权益基金持仓食品饮料比例大幅缩减，减仓势头明显加快。我们选取主动权益基金（普通股票、偏股混合、灵活配置三类基金），从基金重仓持股情况来看，2026Q2 末食品饮料配置比例为 1.5%，和 2026Q1 末的 4.0% 相比，下降 2.5pct。下降幅度较大，表明二季度主动权益基金大幅减仓食品饮料。二季度为传统消费淡季，社零数据也较平淡，整体消费行业仍在缓慢修复进程中。白酒板块茅市场化改革初见成效，年内二次提价，板块触底趋势明显。大众品受到淡季需求走弱影响，二季度营收增速环比回落。当前估值、基本面均处于较低位置，预计 2026Q3 行业板块轮动，叠加科技板块已有明显超额收益，部分资金有换仓需求，我们预计会有部分资金回流。但整体来看，食品饮料板块配置比例仍是处于低位。

图9：2026Q2 食品饮料基金重仓比例回落至 2.7%


数据来源：Wind、开源证券研究所

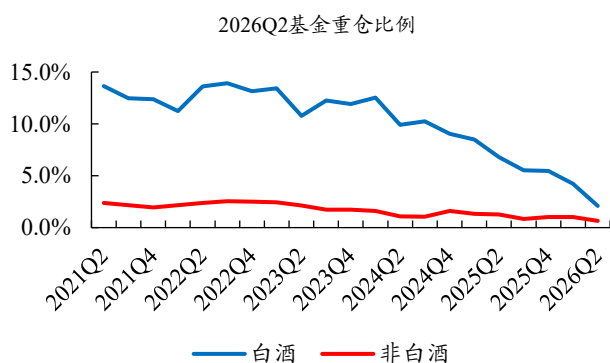
图10：主动权益基金食品饮料重仓比例略回落至 1.5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

从子行业分解来看，基金重仓白酒比例由 2026Q1 末的 2.9% 大幅回落至 2026Q2

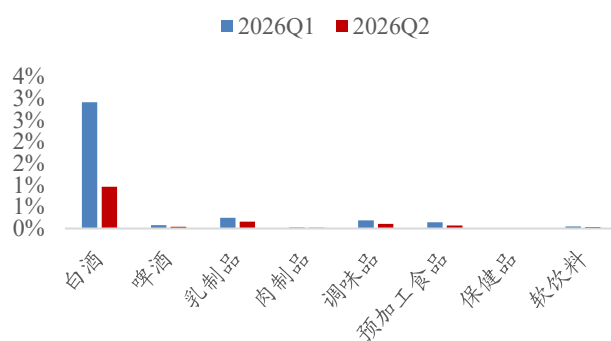
末的 1.0%水平，环比回落 1.9pct，基金大幅减仓白酒公司，应是与科技板块更具吸引力有关。2026Q2 扣除贵州茅台后的白酒重仓比例为 0.4%，较 2026Q1 回落 0.9pct，说明市场同步减仓贵州茅台及其他白酒公司。如果观察全市场基金口径，基金重仓白酒比例由 2026Q1 末的 4.2%回落到 2026Q2 末的 2.1%。这反映出被动基金与主动权益基金同步操作，是市场普遍行为。从主动权益基金二季度重仓白酒的持股数量来看，古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖、洋河股份、顺鑫农业等被基金增持（持仓变动股份数为正）；其余白酒公司大多被基金减持。从持仓市值（金额）变化情况来看，古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖、顺鑫农业等基金持仓市值是正向变动，与持股数量变化方向一致，其余白酒持仓市值大多为负向变动。这反映出二季度市场对于白酒配置思路趋同，整体减仓减配，相应市值也有所回落。

图11：2026Q2 白酒重仓比例回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2026Q2 非白酒子行业配置比例也有回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、投资主线：底部布局，柳暗花明

2.1、总量判断：消费环境压力仍存

从宏观层面来看，2026Q2 我国 GDP 增速为 4.3%，环比 2026Q1 有所回落，也在市场预期之内。观测季度数据变化情况，2026 年 Q2 消费品零售额同比+0.16%，增速相较 2026Q1 回落 2.24pct，消费板块压力仍存，部分原因在于春节时间错配导致一季度增速较快，更重要的在于二季度为传统消费淡季，叠加厄尔尼诺推动雨水天气增多，影响消费复苏进度。展望 2026H2，我们预判消费复苏仍在缓慢进行中，在基数效应下，预计下半年消费可能会有较为明显改善。

图13: 2026Q2 GDP 同比增 4.3%



数据来源: Wind、开源证券研究所

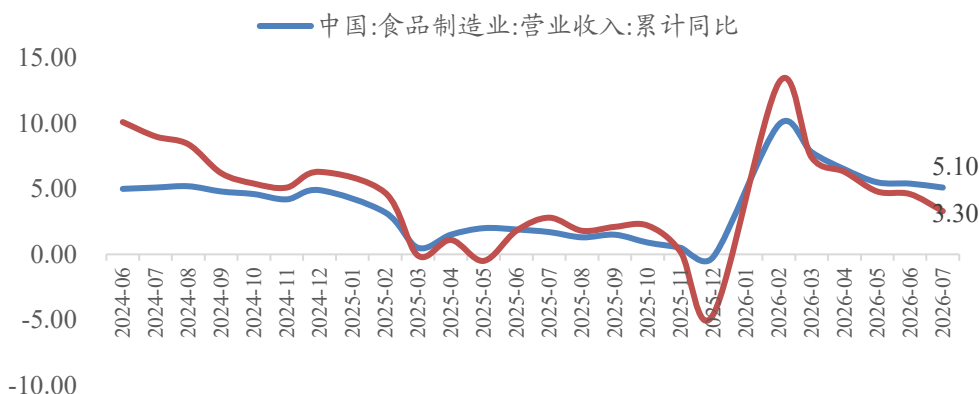
图14: 2026Q2 社零同比增速+0.16%，环比回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

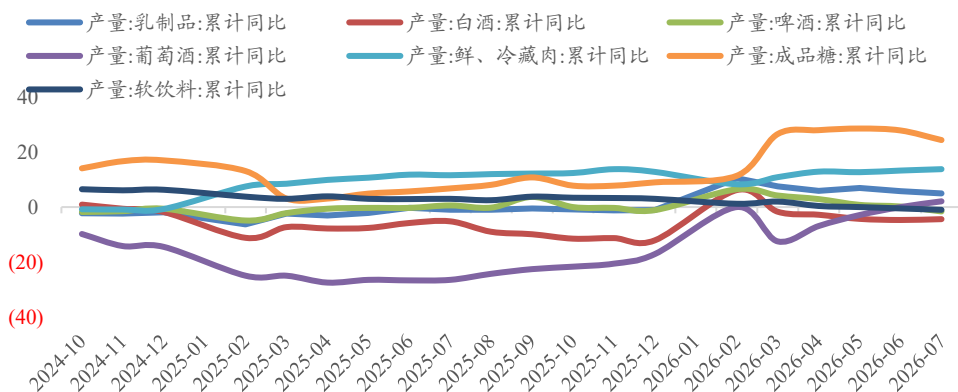
从微观层面来看产业表现，产量增速回暖，收入与利润增速也逐渐回升：食品制造企业 2026 年 1-7 月营收增速 5.1%，累计增速较 2025 年有上行趋势；利润总额同比增 3.3%，增速也呈回暖趋势，表明行业需求较 2025 年有所改善。观察行业产量数据，与 2025 年相比，2026 年 1-7 月除啤酒与软饮料产量增速回落外（夏季雨水天气增多应是主因），其余子行业产量增速均有回暖。整体来看行业产量压力逐渐好转。

图15: 2026 年 1-7 月食品制造企业营收与利润增速较 2025 年呈回暖趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2026 年 1-7 月多数子行业产量增速较 2025 年有所回暖



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、2026 年中报总结：整体承压，结构分化

上市公司中报已经全部披露,整体来看 2026Q2 食品饮料板块营收同比下降 9.3%,增速较 2026Q1(-0.1%)有所回落;归母净利润同比下降 19.0%,增速较 2026Q1(+3.0%)也有较大幅度回落。二季度业绩整体承压,原因可归结为淡季需求偏弱、公司主动出清、成本扰动等多因素合力的结果。消费端社零 2026Q2 同比增长 0.16%反映出淡季需求的弱复苏状态,而厄尔尼诺带来的雨水偏多也拖累啤酒、饮料等即饮场景,白酒主动控货去库使报表加速贴近真实动销,PET 等包材阶段性上行压缩利润率。但更深层的产业逻辑是行业增长方式的切换,在需求整体承压的背景下,行业由增量逻辑转化为存量博弈,开始转向“结构驱动”。过去依赖提价、压货、行业景气上行的粗放扩张模式逐渐失效,未来企业重点解决终端动销、费用效率、渠道结构和供应链韧性等问题。

看 2026Q2 各子行业的表现,白酒 2026Q2 营收增速(-17.0%)较 2026Q1(-0.7%)继续回落,仍处在报表业绩出清过程中。白酒仍处于深度调整周期,核心在于酒企主动减少发货、控制回款、降低渠道库存,以牺牲短期报表换取渠道的良性发展。这背后体现出的产业逻辑,是当前白酒正从“提价-压货-渠道加杠杆”的旧商业模式,转向以开瓶率、真实动销、库存治理和价格体系稳定性为核心的新阶段,行业进入“缩量集中”时期,未来胜出取决于品牌力、渠道掌控力、库存调整能力等多个方面。价格端,飞天茅台批价稳定在 1700 元左右,为行业整体价格盘奠定坚实基础,头部酒企价格带的稳固有助于缓解行业价格战压力。展望下半年,随着中秋、国庆消费旺季到来,商务宴请、节庆送礼等场景需求修复,白酒动销有望边际改善,酒企报表端有望逐季好转,板块悲观预期有望逐步修复。

多数大众品行业 2026Q2 增速环比 2026Q1 回落,大众品呈现分化特点:量贩零食景气较强(两家零食量贩公司万辰集团与鸣鸣很忙,2026H1 营收分别增长 54.3%与 60.0%,均取得较高增长),开店与同店均有较好增长;调味品韧性突出,多家龙头收入双位数增长且费用率下行;乳制品收入环比基本持平,上游牧场受益奶价回升盈利转正;啤酒“量弱价强”受天气扰动但结构升级与成本红利支撑利润;速冻与休闲零食则盈利能力明显下降,渠道结构变化压缩利润率。利润弹性普遍弱于收入。2026Q2 业绩表现不佳,除了需求端消费偏弱、淡季雨水偏多拖累即饮场景以外,我们认为,渠道端新渠道崛起重构流通格局,传统渠道效率下降;竞争端总量不增长背景下存量博弈,龙头挤压中小企业份额,也是导致企业承压的重要因素。一方面,量贩零食、会员店、即时零售、内容电商等新渠道优先于品牌重构,率先适应新渠道并跑通毛利模型的企业才能将收入转化为利润,当前“增收不增利”正是渠道适应期的典型特征;另一方面,总量低速增长时,龙头企业增长来自抢份额,品牌、渠道、供应链、新品能力更强的企业持续挤压中尾部,行业集中度被动提升。展望下半年,随着中秋国庆旺季到来、消费需求进一步释放,重点看好牧场/乳制品、健康食品的细分机会,投资逻辑聚焦业绩确定性强、成长性突出的行业龙头,优先选择具备成本控制能力、产品迭代能力与渠道优势的标的。

表1: 2026Q2 食品饮料板块整体营收与利润增速回落

	营收增速						归母净利润增速					
	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
食品饮料	-1.7%	1.6%	-5.3%	-11.7%	-0.1%	-9.3%	-12.6%	-11.8%	-14.5%	-40.2%	3.0%	-19.0%
肉制品	1.9%	3.8%	-4.0%	-8.9%	-1.4%	-5.6%	2.1%	-8.3%	-14.2%	-74.5%	-11.2%	-35.3%
预加工食品	-4.5%	0.7%	1.6%	7.2%	18.1%	6.0%	-3.1%	-19.5%	5.4%	-14.1%	28.5%	-13.3%

保健品	6.8%	22.4%	17.7%	6.0%	6.2%	0.8%	-19.9%	38.0%	122.1%	166.5%	-24.6%	41.2%
白酒	-11.5%	-15.1%	-19.5%	-29.6%	-0.7%	-17.0%	-14.6%	-20.6%	-22.7%	-46.1%	-1.8%	-21.3%
啤酒	3.7%	1.8%	0.6%	2.1%	1.0%	-2.6%	10.9%	12.8%	11.3%	-18.5%	6.1%	3.5%
其他酒类	-4.3%	-3.9%	-2.7%	-3.1%	7.4%	3.6%	-1.6%	-28.2%	9.9%	-86.1%	9.7%	20.4%
软饮料	3.7%	17.0%	13.1%	2.2%	22.1%	12.1%	-3.8%	18.8%	36.6%	-25.9%	29.9%	9.9%
乳品	0.2%	3.4%	-1.8%	-3.0%	4.8%	1.9%	-16.9%	42.6%	0.7%	-101.3%	11.6%	-61.5%
零食	81.3%	151.2%	22.4%	4.8%	-39.6%	-58.2%	-14.9%	7.8%	8.6%	112.6%	128.6%	-139.4%
烘焙食品	2.3%	3.0%	-1.4%	4.2%	3.7%	1.9%	-24.7%	-25.7%	-16.6%	-49.8%	-28.4%	-36.9%
熟食	-11.8%	-14.0%	-6.9%	1.4%	-1.1%	5.6%	-28.6%	-41.5%	-29.8%	78.0%	11.5%	-50.5%
调味发酵品	3.2%	6.0%	2.3%	5.4%	14.2%	8.8%	7.1%	9.1%	2.3%	1.8%	18.0%	7.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

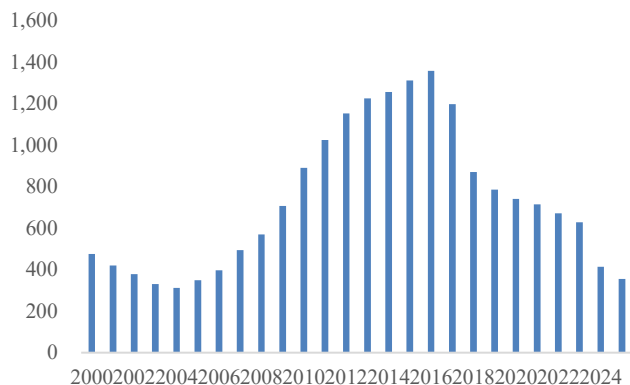
3、行业：白酒调整蓄势，大众品持续分化

3.1、白酒：行业主动出清筑底，改善信号逐步显现

3.1.1、行业出清加速，厂商、渠道、消费场景均进入新阶段

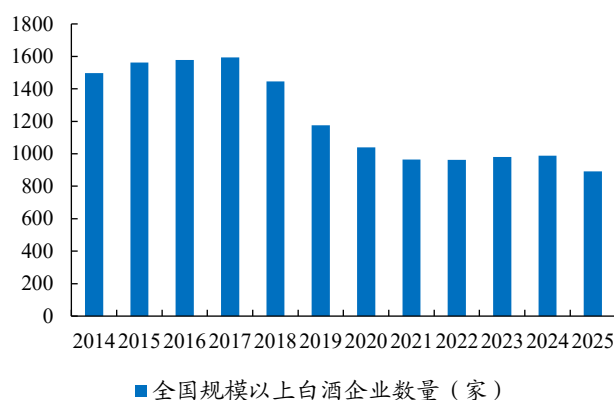
2026 年上半年白酒行业处于深度调整、主动出清的筑底阶段，整体呈现总量承压、利润降幅大于收入、内部分化加剧的格局，行业告别过去压货冲量模式，普遍转向控货去库、重视真实动销，部分边际改善信号逐步显现，但需求端尚未出现全面反转。

图17：2017 年起全国白酒企业产量下滑（万千升）



数据来源：Wind、开源证券研究所

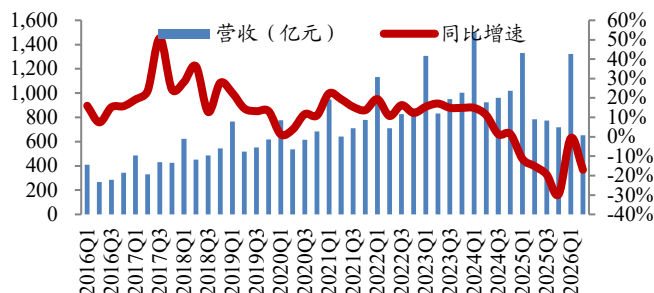
图18：规模以上白酒企业数量 2018 年以来下降明显



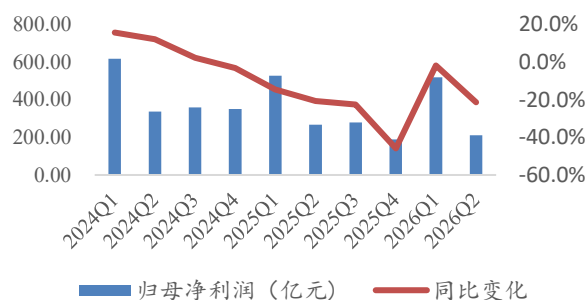
数据来源：新浪财经等、开源证券研究所

3.1.2、2026 年二季度白酒报表下滑幅度进一步加大，利润端压力高于收入端

2026 年上半年白酒上市公司整体放弃了回款要求，报表出现加速下滑。一季度受春节旺季支撑，业绩降幅相对温和；二季度淡季之下，多数酒企主动减少发货、推动渠道去库存，单季营收、净利润同比降幅明显扩大，报表压力放大，但渠道库存得到实质性修复，属于主动调整带来的阶段性结果，并非终端需求完全崩塌。我们可以看到，2026Q2 上市白酒公司整体收入 651.04 亿元，同比减少 17%，实现归母净利润 210.86 亿元，同比减少 21.35%。利润端压力显著高于收入端，主要源于产品结构下移、渠道费用刚性投放、部分企业主动控量牺牲短期利润换取渠道健康度。

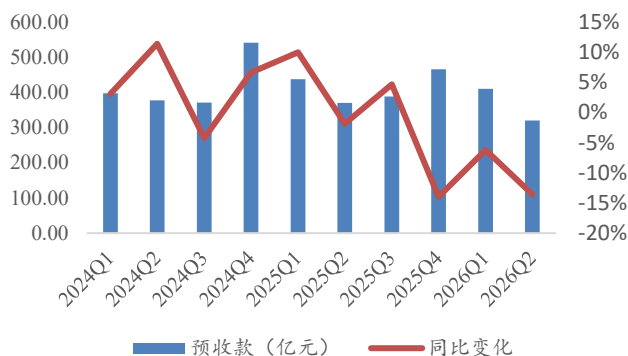
图19: 2026Q2 上市白酒企业收入同比减少 17%


数据来源: Wind、开源证券研究所

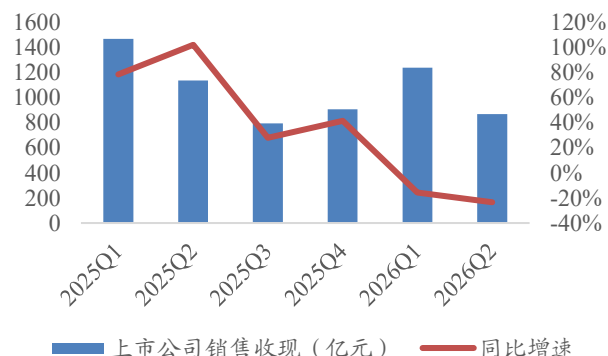
图20: 2026Q2 上市酒企归母净利润同比减少 21.35%


数据来源: Wind、开源证券研究所

2026Q2 末预收款规模环比减少，销售收现同比下滑，主要因为行业告别过去压货冲量模式，普遍转向控货去库、重视真实动销。经历多年高库存运行，经销商资金压力较大，为了能长期健康发展，大部分厂家选择主动调整，放弃强势回款，消化渠道库存，酒企整体预收款规模相对表现较弱，2026Q2 白酒公司销售收现同比下滑 23%。

图21: 2026Q2 白酒企业预收账款规模同比继续减少


数据来源: Wind、开源证券研究所

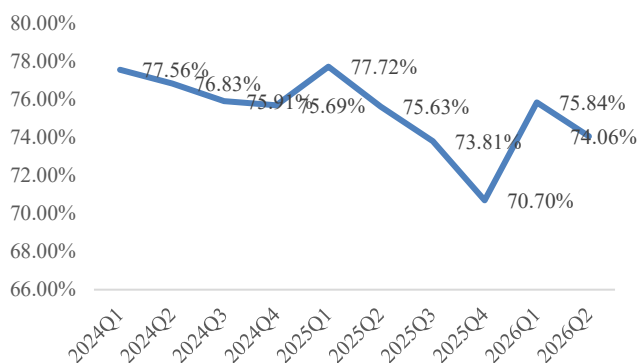
图22: 2026Q2 白酒企业销售收现下滑幅度进一步加大


数据来源: Wind、开源证券研究所

上市酒企毛利率下降，销售费用率提升，净利率同比下降。为应对商务需求下降，头部公司开始做大众化产品，整体产品结构都有下移，同时存量竞争条件下，市场仍需要保持必要开支，盈利能力普遍下降。2026Q2 上市白酒公司（剔除茅五）毛利率为 74.06%，同比 2025Q2 减少 1.56pct，

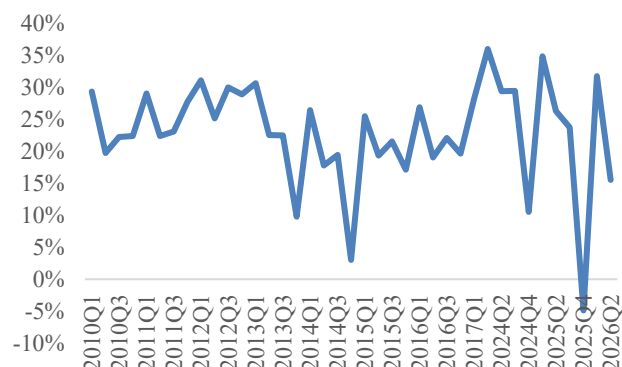
2026Q2 上市公司整体（剔除茅五）管理费用率和销售费用率分别为 7.62%和 25.50%，同比分别下降 3.26pct 和增加 8.25pct；净利率为 15.55%，同比下降 10.74pct。

图23：2026Q2 企业整体毛利率同比下降



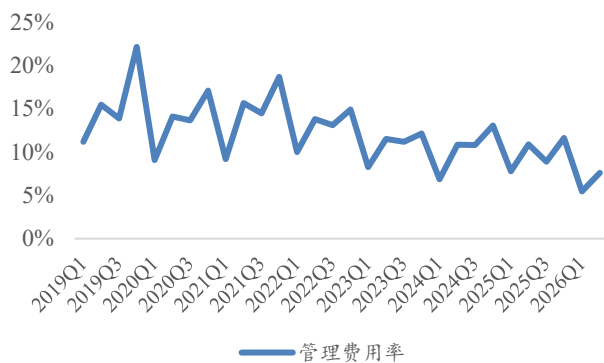
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2026Q2 白酒企业净利率同比下降



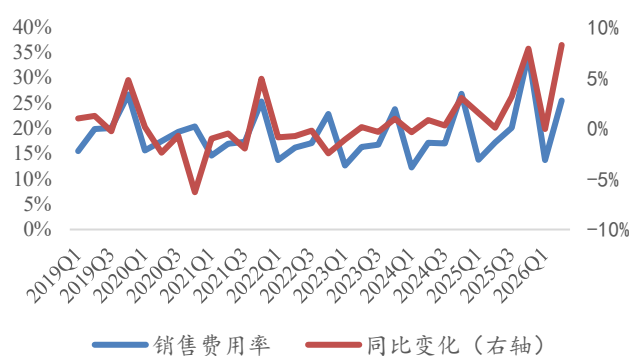
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2026Q2 酒企业管理费用率同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

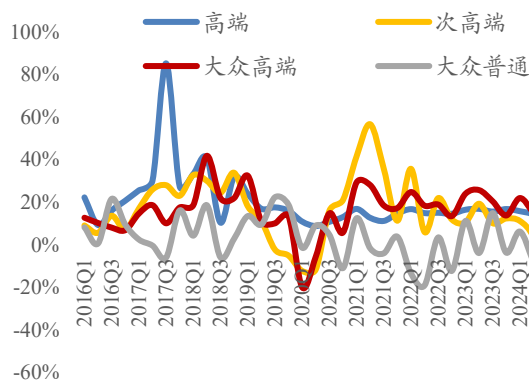
图26：2026Q2 酒企业销售费用率同比上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

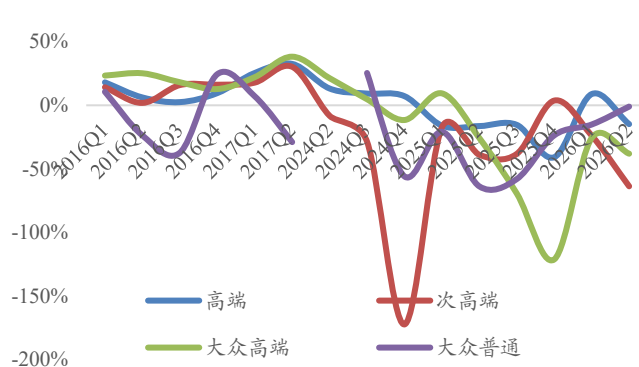
分价格带看：2026Q2 高端价格带、次高端价格带、大众高端价格带收入下滑幅度均环比一季度加大，大众普通价格带收入增速环比出现修复。2026Q2，高端白酒、次高端、大众高端、大众普通价格带收入增速分别为-25%、-25%、-6%；归母净利润增速分别为-15%、-64%、-38%、-1%。

图27：2026Q2 大众价格带收入增速相对较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2026Q2 大众价格带利润增速表现最好



数据来源：Wind、开源证券研究所

高端白酒 Q2 业绩承压，主动进行调整，蓄力未来发展。高端酒企前期依托品牌优势和多元化需求保持了相对稳健增长，但经销商渠道积累了较大库存和资金压力，2026 年开始集中释放。贵州茅台通过价格、渠道的市场化改革，日常饮用场景提升弥补了金融囤货场景的消失，下降幅度相对可控。五粮液、泸州老窖迫于市场压力，开始报表大幅度出清。

表2：不同价格带、不同企业的业绩分化加剧

档位	代码	简称	收入同比增速					
			2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
高端	600519.SH	贵州茅台	10.70%	7.30%	0.30%	-19.30%	6.30%	-5.20%
	000858.SZ	五粮液	-50.90%	-59.40%	-58.70%	-53.50%	33.70%	-13.20%
	000568.SZ	泸州老窖	1.80%	-8.00%	-9.80%	-62.20%	-14.20%	-65.50%
次高端	600779.SH	水井坊	2.70%	-31.40%	-58.90%	-51.70%	-14.90%	-50.70%
	600702.SH	沱牌舍得	-25.10%	-3.40%	-15.90%	-20.00%	-6.00%	-28.40%
	600809.SH	山西汾酒	7.70%	0.40%	4.10%	24.50%	-9.70%	-17.70%
	000799.SZ	酒鬼酒	-30.30%	-56.60%	0.80%	49.90%	-7.80%	-2.10%
大众高端	002304.SZ	洋河股份	-31.90%	-43.70%	-29.00%	-17.60%	-26.00%	-36.90%
	000596.SZ	古井贡酒	10.40%	-14.20%	-51.60%	-46.60%	-18.60%	-43.30%
	603589.SH	口子窖	2.40%	-48.50%	-46.20%	-50.60%	-24.00%	-20.00%
	603369.SH	今世缘	9.20%	-29.70%	-26.80%	-18.90%	-15.20%	14.10%
	603919.SH	金徽酒	3.00%	-4.00%	-4.90%	-11.60%	-1.50%	11.10%
	600559.SH	老白干酒	3.40%	-1.90%	-47.50%	-37.70%	4.50%	-32.80%
大众	603198.SH	迎驾贡酒	-11.90%	-23.80%	-21.60%	-17.90%	8.90%	6.60%
	600199.SH	金种子酒	-29.40%	-24.20%	3.70%	-21.20%	-35.70%	-75.60%
	600197.SH	伊力特	-4.30%	-44.90%	-29.40%	-22.90%	-23.80%	-56.30%
	000995.SZ	皇台酒业	6.40%	-34.60%	-38.80%	40.30%	-17.40%	-13.10%

数据来源：Wind、开源证券研究所

商务消费活动持续疲软，次高端产品仍处于承压阶段，业绩延续分化增长。受宏观经济影响，商务消费场景持续低迷，次高端下降幅度并没有显著收敛。当下白酒消费场景中，商务消费预计持续低迷，酒企需要积极寻找新的增长场景和人群，来弥补商务场景的缺失。

区域头部酒企主动放缓经营节奏，整体增长骤降。头部酒企主动调整经营节奏，释放报表压力，因此收入普遍下滑幅度较大。比如古井，过去一直对团队、经销商回款都有较高要求，春节也不再做强制性的回款要求，积极促进去库存，连最优秀、最努力的企业也放弃回款执念，代表行业压力真的到达了峰值。但区域酒企需求场景其实相对稳定，因此报表下滑不代表市场失控，只是一次性压力集中释放，未来恢复难度会小，恢复节奏也会相对快。因此我们可以看到 Q2 迎驾、今世缘、金徽酒等区域酒企收入都有不错表现。

3.1.3、行业趋势更加清晰，边际改善信号显现

2026 年开始，行业变化趋势逐步清晰：

（1）渠道逻辑彻底转变。酒企普遍放弃过去压货冲报表模式，转为控量挺价、去库存、保护经销商利润。合同负债、预收款不再简单作为业绩先行指标，真实终

端动销成为企业经营核心考核目标。茅台等龙头渠道库存维持健康水平，多数次高端、区域酒企仍处在库存消化进程中，价格倒挂现象有所缓解但并未完全消除。

（2）消费结构持续下移：消费理性化成为主流，商务礼赠需求收缩，自饮、家庭小聚等日常消费占比提升，高性价比产品需求走强；宴席市场受婚庆总量下行影响整体偏弱。消费者更加看重产品本身，品牌溢价被弱化，价格泡沫持续出清。

（3）产品结构调整：企业一方面坚守核心大单品，另一方面加大大众价位产品布局，部分企业收缩高线产品资源，资源向动销更好的中端产品倾斜。

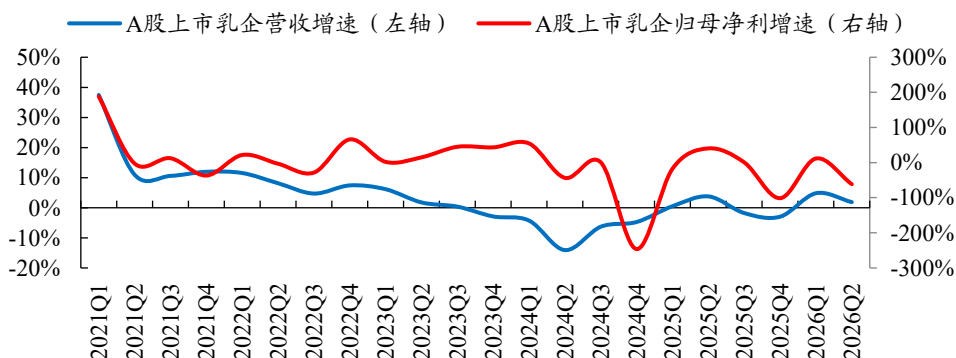
行业由被动承受周期下行，转向主动控货出清，渠道库存压力得到实质性缓解，部分企业二季度终端动销出现边际改善：

（1）首先标杆产品飞天茅台价格已经触底，2026 年春节旺季 i 茅台明显放量，但价格依然坚挺，说明在 1600-1800 元区间飞天茅台有扎实的需求支撑。（2）报表压力逐渐释放，部分区域酒企二季度单季经营数据已经出现修复迹象。（3）从报表基数节奏来看，从 2025Q3 开始，基数逐步下降。预计 2026 年下半年白酒板块业绩大概率呈现前低后高，中秋国庆旺季是重要观察窗口。行情驱动不再是简单的提价逻辑，需要跟踪终端真实动销、渠道库存周转、批价企稳三大信号。投资层面优先关注库存健康、根据地市场稳固、现金流扎实的龙头企业，次高端板块需要等待场景修复、库存出清完成后，才会迎来更大级别修复机会。

3.2、乳制品：二季度需求稳健修复，乳企经营业绩有所改善

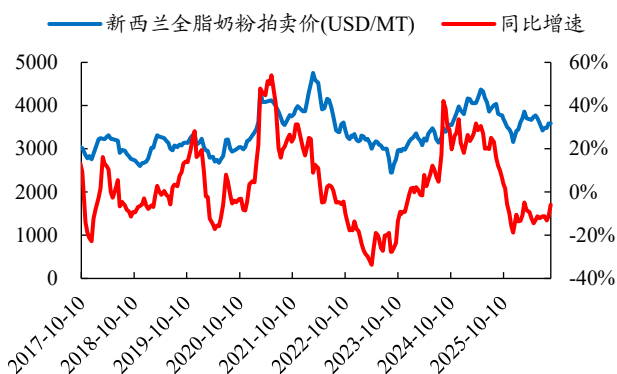
2026Q2 乳制品需求仍保持稳健修复，乳企经营业绩有所改善。二季度行业进入淡季，需求仍然保持稳健，各乳企经过底部的调整，已经恢复到正向的经营态势。A 股上市乳企 2026Q2 营收同比增 1.9%；2026Q2 上市乳企归母净利润同比减少 61.5%，主要是龙头伊利股份的大额减值导致，剔除大额减值后利润仍保持增长。除了伊利股份以外行业其他乳企归母净利润同比增长 20.8%，增长幅度超过营收增幅，收入和盈利水平平均实现优化。展望 2026 年全年，液奶终端需求已呈现企稳态势，叠加下半年双节效应及全年深加工产能的持续释放，行业供需环境将持续改善，乳企经营业绩有望继续改善。

图29：2026Q2 A 股上市乳企营收同比增 1.9%，归母净利润同比减少 61.5%

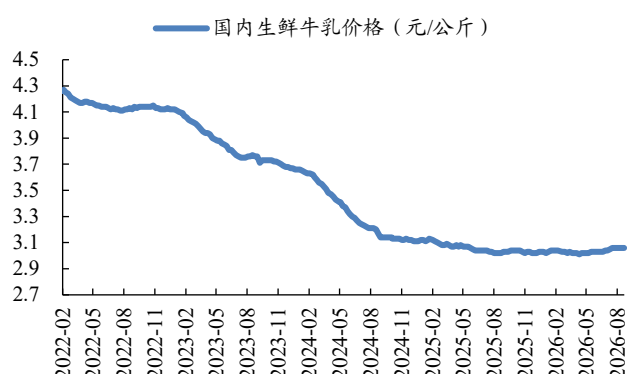


数据来源：Wind、开源证券研究所

奶价底部基本确立，预计 2026 年奶价企稳回升。2026 年二季度主产区散奶价格在供需持续好转、奶牛热应激的双重背景下超预期上行，同时，8 月 27 日，国内生鲜乳价格 3.06 元/公斤，环比持平，同比+1.3%，已连续多周同比转正。9 月 1 日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3585 美元/吨，环比-0.2%，同比-5.9%，进口大包粉价格下降，但国产大包粉仍有价格优势。展望下半年，受厄尔尼诺、国际形势等因素影响饲料价格或将有上涨压力，叠加青贮季集中采购资金压力，有望进一步推进社会牧场后续存栏出清；同时，液奶企稳、下半年双节效应推动，叠加全年深加工产能持续释放，行业需求有望呈现改善态势，预计 2026 年下半年奶价呈现温和上涨趋势。长期看，牧场规模化趋势显著、产业链上下游合作深化，产能扩张越来越趋于理性，预计未来原奶供需将处于紧平衡状态，价格波动会相对平缓。

图30：2026 年 9 月 1 日全脂奶粉中标价同比-5.9%


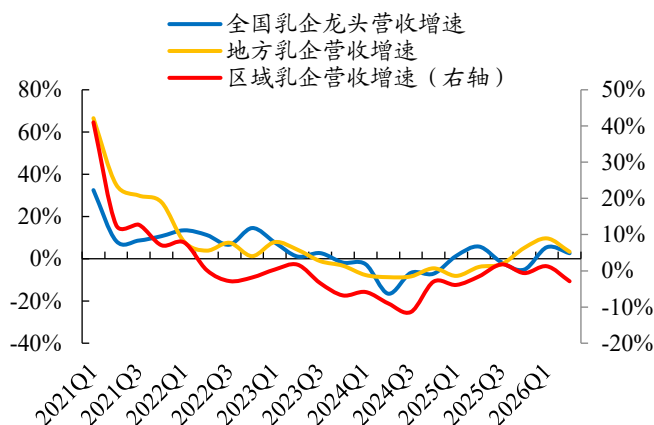
数据来源：GDT、开源证券研究所

图31：2026 年 8 月 27 日生鲜乳价格同比+1.3%


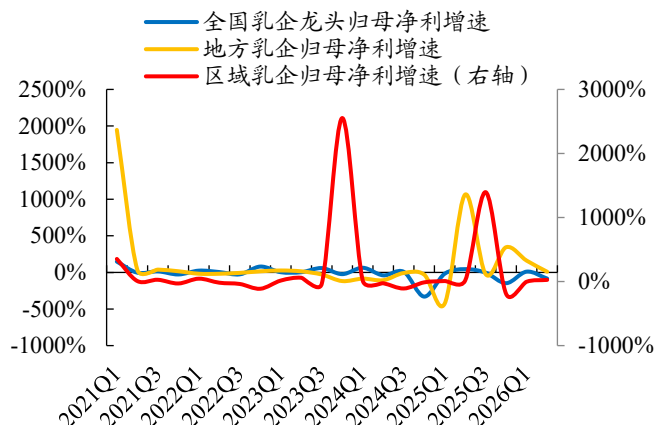
数据来源：Wind、开源证券研究所

预计 2026 年促销费用继续优化，长期看行业竞争将较为理性。2026 年二季度以来散奶价格上涨，乳制品行业竞争趋缓，全国性及区域性乳企的毛销差指标均有所改善。展望全年，原奶价格有望企稳回升，市场竞争环境将有所好转，促销费用有望进一步优化。长期来看，龙头乳企伊利股份、蒙牛乳业均要求保证盈利能力基础上的收入增长，费用投放更倾向于品牌等方面，形成品牌渠道合力，进一步增强企业核心竞争力，预计行业竞争会较为理性。

全国性乳企经营稳健，区域及地方乳企净利均实现增长。根据乳企规模和经营地域大小分类来看，全国性乳业（伊利股份）多业务发展，在终端需求延续弱势的背景下经营韧性十足，2026Q2 营收同比增 2.6%，其中液体乳同比增 0.1%；2026Q2 销售毛利率 34.2%，同比保持持平，主因上半年奶价降幅小幅收窄；同时渠道库存健康、费用投放保持平稳，公司通过精准营销驱动营销效率显著提升，销售费用率同比-1.0pct；2026Q2 核心经营利润率同比增 0.44pct 至 9.1%。区域乳企（如光明乳业、新乳业、三元股份）2026Q2 营收同比降 2.9%，归母净利同比增 25.9%，毛利率同比降 0.4pct 至 22.6%，归母净利率同比增 1.2pct 至 5.3%。区域性乳企经营各有分化。地区乳企（如燕塘乳业、天润乳业等）2026Q2 营收同比增 3.3%，归母净利同比增 9.1%，毛利率同比降 0.5pct 至 22.0%，归母净利率同比提升 0.3pct 至 5.9%。

图32：2026Q2 全国及地方乳企营收均增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：2026Q2 区域及地方乳企归母净利均增长


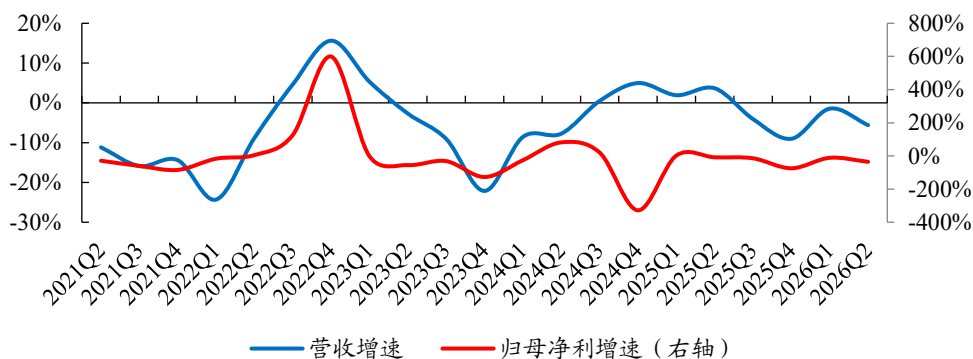
数据来源：Wind、开源证券研究所

乳制品行业周期有望企稳向上，目前估值较低仍具配置价值。原奶周期反转在即，奶价回升后有望改善竞争环境，促进毛销差修复、收窄原奶相关减值，下游乳企有望受益。展望未来，龙头乳企方面，双寡头格局稳定、渠道及品牌壁垒深厚，在液奶产品同质化程度较高的背景下中小品牌很难复制龙头的成功路径，竞争趋缓后龙头有望回收市场份额；区域乳企方面，部分低温乳企在奶价下行期中相比龙头有更好的业绩表现和稳定性，主要是源于低温品类的渗透率提升空间较大，随着消费者对于健康、美味、功能性的追求，低温奶品类势能强劲，同时本土品牌在当地消费者的心智渗透很深、不易替代。此外，整体来看国内乳制品市场发展仍未完善，产品仍停留在初级加工的液态奶，渠道铺设率也已经较高，因此近年来乳企一方面不断进行产品功能创新、新兴渠道、B 端渠道的覆盖，有望在餐饮端、现制茶饮、烘焙店、零食量贩店、会员超市等渠道贡献增量，另一方面也在加快深加工产能布局，提升产品附加值，有望提升全产业链竞争力的同时平滑奶价波动影响、提升经营稳健性。

综合来看：（1）行业整体复苏、原奶周期反转后，率先实现份额提升、报表修复确定性强、估值也有望修复的龙头乳企有望受益，推荐伊利股份、受益标的蒙牛乳业；（2）可关注所处子行业仍快速增长、盈利能力持续改善的公司，推荐在低温板块壁垒深厚、结构优化支撑毛利率持续提升的新乳业。

3.3、肉制品：低猪价背景下行业承压，龙头稳利扩量

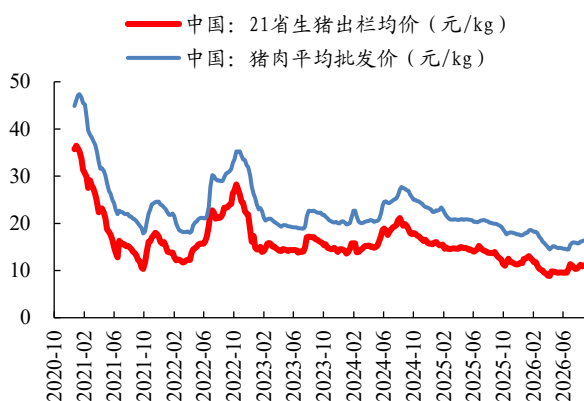
2026Q2 行业营收、净利均下降。肉制品上市企业 2026Q2 实现收入 247.8 亿元，同比降 5.6%；实现归母净利 7.5 亿元，同比降 35.3%。双汇发展 2026Q2 实现营收 135.4 亿元，同比-4.3%，实现归母净利 10.1 亿元，同比-14.5%，二季度公司收入及利润同比减少，主因猪价进一步下跌（同比-33.8%），肉价低迷行情影响了生鲜品和养猪业盈利。在低猪价的行业背景下，公司把握窗口、进一步加大市场投入、大力开发客户及终端网点，实现肉类外销量同比双位数增长。

图34: 2026Q2 A股上市肉企营收同比减少5.6%，归母净利润同比减少35.3%


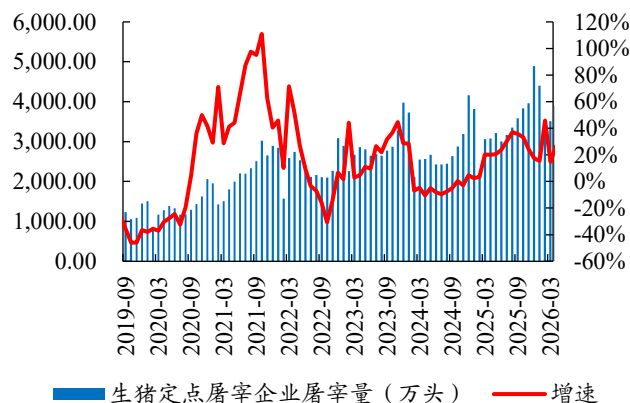
数据来源: Wind、开源证券研究所

二季度生猪价格仍然下降。9月12日,生猪出栏价格10.9元/公斤,同比-18.2%,环比-1.5%;猪肉价格16.3元/公斤,同比-18.1%,环比-0.2%。2026年二季度猪价同比仍然下降。

二季度屠宰稳步提升,能繁母猪同比降幅扩大,预计全年龙头屠宰量稳步提升。2026Q2生猪定点屠宰企业屠宰量11630万头,同比增25.1%,屠宰量明显增长;生猪存栏同比上升,2026年6月生猪存栏同比+0.1%,能繁母猪存栏3780万头,同比-6.5%,环比-3.2%,降幅有所扩大。2026年上半年双汇发展屠宰规模达818万头,同比+40.6%、二季度增长快于一季度,未来公司继续实行稳利扩量策略,保持头均利润稳定的前提下持续扩张屠宰量;同时加快新客户和网点开发,顺应消费趋势、优化产品结构,加大生鲜包装产品等中高端产品的占比,不断提升盈利水平。

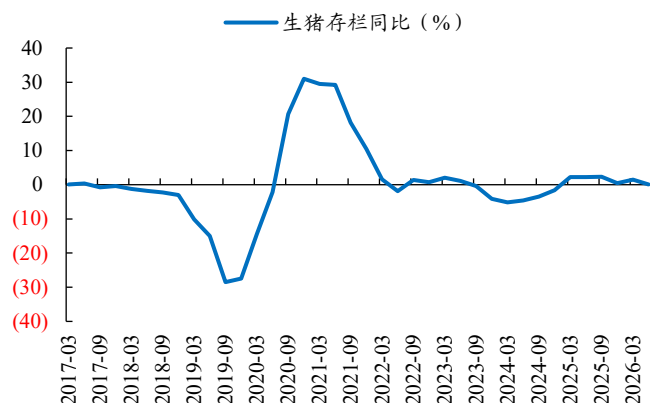
图35: 2026年9月12日生猪出栏价格同比降18.2%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图36: 2026Q2生猪定点屠宰量同比增25.1%


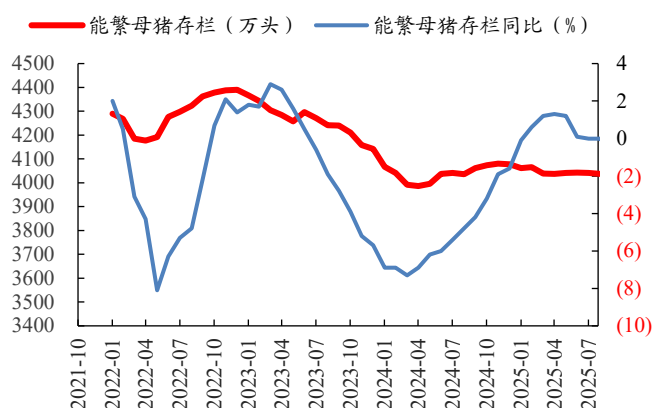
数据来源: Wind、开源证券研究所

图37: 2026 年 6 月生猪存栏数量同比+0.1%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图38: 2026 年 6 月能繁母猪数量同比-6.5%



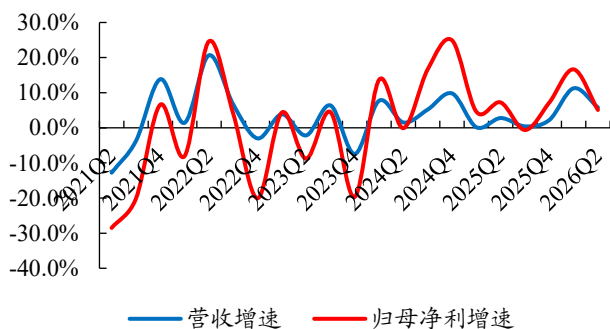
数据来源: Wind、开源证券研究所

生猪价格低迷背景下肉制品吨利维持高位。2026Q2 龙头双汇发展肉制品实现营收 56.7 亿元, 同比增 0.9%, 其中销量/单价分别约为 34.1 万吨、16.6 元/公斤, 同比分别+3.5%、-2.5%, 销量平稳、单价承压。二季度肉制品营业利润 13.8 亿元, 同比减少 7.7%, 吨均利润约 4059 元, 同比减少 10.8%, 核心源于市场化投入增加。全年来看, 肉制品方面继续坚持“稳利扩量”策略, 同时优化市场费用投入规模及节奏, 预计下半年及全年肉制品销量有望维持平稳扩容节奏, 吨均利润同比 2025 年回落, 但仍会保持在较高水平。

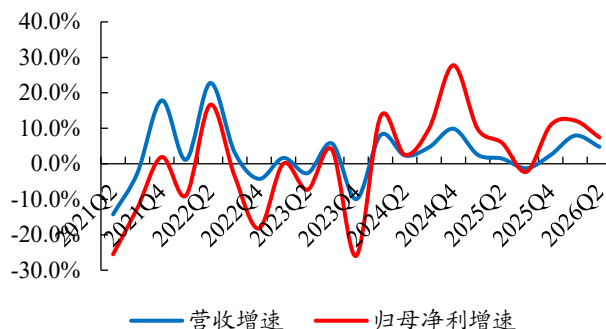
推荐已形成产业闭环, 布局新赛道, 吨利长期保持高位的龙头双汇发展。双汇发展构建养殖、屠宰、肉制品加工和销售的产业闭环后, 可进一步平滑成本波动, 增强产业协同效应, 提升屠宰及肉制品业务的盈利能力。2026 年上半年公司的专业化改革效果继续显现, 传统渠道销量结束下滑态势, 同比回升 1.4%; 新兴渠道增长势能强劲, 销量同比增加 43.8%, 占比提升 5.8pct。未来公司各项市场改革措施市场投放成效显著, 有望实现销量持续增长。屠宰业务实行稳利扩量策略, 在保持头均利润基本稳定的前提下持续扩张屠宰量。此外养禽业持续改善, 经营利润同比由亏转盈, 全年有望贡献利润。

3.4、调味品: 二季度板块淡季降速, 龙头优势凸显

调味品上市公司在 2026Q2 淡季背景下业绩环比有所降速。2026Q2 调味品上市公司 (扣除莲花控股以及星湖科技, 中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据) 整体实现营业收入 117.8 亿元, 同比增长 5.8%; 整体归母净利润 (中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据) 为 23.2 亿元, 同比+5.1%。二季度进入调味品传统淡季、动销转弱, 调味品公司整体营收增长环比一季度有所降速。利润端, 2026 年黄豆价格相较 2025 年同期呈现震荡上行趋势, 白砂糖仍然延续下跌趋势, PET 等包材受原油链条影响有所上行, 综合来看成本红利减弱但总体可控, 利润增速略慢于收入表现。

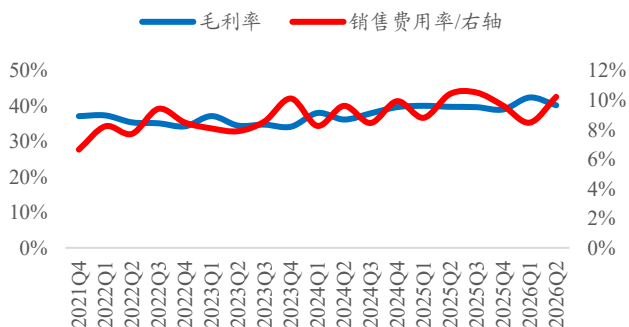
图39：2026Q2 调味品营收净利分别同增 5.8%/5.1%


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中炬高新采用调味品业务美味鲜子公司数据）

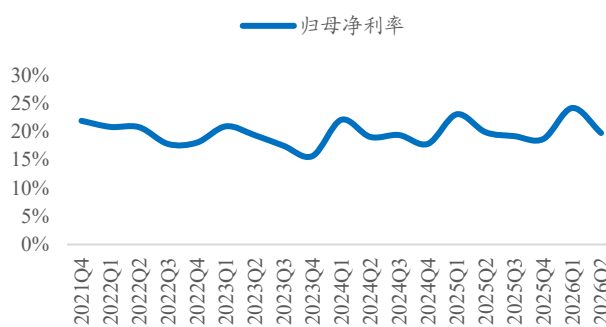
图40：2026Q2 酱醋公司营收净利分别同增 4.8%/7.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中炬高新采用调味品业务美味鲜子公司数据）

从盈利能力看，2026Q2 调味品上市公司（扣除莲花控股以及星湖科技）毛利率为 40.2%，同比+0.4pct，毛利率同比提升主要系综合原材料成本同比下降；2026Q2 调味品上市公司整体销售费用率为 10.2%，同比-0.2pct，销售费用投放力度有所收缩，费用更多由返利转向终端，费效比提升。毛销差角度来看，2026Q2 毛销差呈现同比提升 0.6pct。综合成本及费用投放情况，2026Q2 调味品上市公司整体盈利能力基本保持平稳，2026Q2 调味品上市公司归母净利率为 19.7%，同比微降 0.1pct。

图41：2026Q2 调味品上市公司毛销差同比+0.6pct


数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：2026Q2 调味品上市公司归母净利率同比-0.1pct


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中炬高新采用调味品业务美味鲜子公司数据）

图43：2026 年二季度大豆市场价均价（元/吨）保持震荡、略有上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

2026Q2 调味品公司营收利润表现分化，龙头海天味业保持稳健，中炬高新改革成效显著。就调味品六家重点公司（海天味业、中炬高新、恒顺醋业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品）来看，基础调味品板块龙头海天味业保持稳健，2026Q2 收入/归母净利润分别增长 2.9%/2.0%，实现连续 7 个季度稳健增长。其他调味品公司中，中炬高新改革成效继续显现；千禾味业收入及利润均同比转正、实现良好修复。复合调味料板块天味食品二季度收入/利润分别同比+19.8%/+13.4%，主因行业竞争秩序优化、线下经销商回补库存、线上渠道高增。

表3：调味品重点公司 2026Q2 业绩增长分化，龙头优势凸显

		2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
营收增速	海天味业	10.0%	8.1%	7.0%	2.5%	11.4%	8.6%	2.9%
	中炬高新	32.6%	-25.8%	-9.1%	-22.8%	-33.7%	19.9%	18.5%
	恒顺醋业	41.9%	36.0%	-8.2%	-4.6%	-0.9%	3.6%	15.3%
	千禾味业	-10.3%	-7.1%	-29.9%	-4.3%	-25.5%	-1.6%	19.9%
	涪陵榨菜	-14.8%	-4.8%	7.6%	4.5%	2.0%	5.7%	2.0%
	天味食品	21.6%	-24.8%	21.9%	13.8%	-6.7%	76.2%	19.8%
毛利率	海天味业	37.7%	40.0%	40.2%	39.6%	41.0%	42.0%	39.8%
	中炬高新	45.8%	38.7%	39.4%	39.5%	39.1%	42.4%	43.2%
	恒顺醋业	31.3%	35.5%	42.1%	34.7%	20.4%	35.8%	36.4%
	千禾味业	40.1%	38.9%	32.6%	39.0%	39.3%	40.8%	37.5%
	涪陵榨菜	43.4%	56.0%	52.0%	52.9%	41.9%	54.9%	50.6%
	天味食品	40.8%	40.7%	37.0%	40.5%	43.5%	45.0%	38.9%
销售费用率	海天味业	6.6%	5.9%	7.0%	7.4%	6.7%	5.8%	5.8%
	中炬高新	8.8%	8.6%	18.9%	14.3%	9.6%	8.6%	18.8%
	恒顺醋业	19.0%	17.1%	19.4%	17.2%	13.1%	17.3%	15.1%
	千禾味业	13.0%	12.5%	22.4%	16.9%	20.2%		20.9%
	涪陵榨菜	12.3%	12.9%	17.2%	18.1%	14.8%	13.2%	21.2%
	天味食品	15.3%	22.3%	10.0%	10.9%	15.5%	12.8%	14.1%
净利率	海天味业	23.5%	26.5%	24.8%	22.0%	23.7%	27.1%	24.5%
	中炬高新	20.1%	16.4%	7.4%	12.0%	15.1%	19.9%	12.4%
	恒顺醋业	1.1%	9.0%	10.8%	6.2%	0.3%	10.3%	9.4%
	千禾味业	20.7%	19.3%	2.6%	12.9%	15.0%	18.1%	9.0%
	涪陵榨菜	30.3%	38.2%	28.1%	33.9%	21.9%	36.2%	22.3%
	天味食品	17.3%	11.6%	15.4%	19.8%	17.1%	22.1%	14.6%
净利增速	海天味业	17.8%	14.8%	11.6%	3.4%	12.2%	11.0%	2.0%
	中炬高新	-89.3%	-24.2%	-31.6%	-45.7%	-50.4%	45.1%	99.8%
	恒顺醋业	-114.0%	2.4%	40.6%	17.7%	-73.6%	17.9%	0.1%
	千禾味业	13.4%	3.7%	-86.7%	-14.6%	-45.9%	-7.7%	313.0%
	涪陵榨菜	-23.1%	0.2%	-4.6%	4.3%	-26.1%	0.1%	-18.9%
	天味食品	41.0%	-57.5%	62.7%	8.9%	-7.6%	234.7%	13.4%

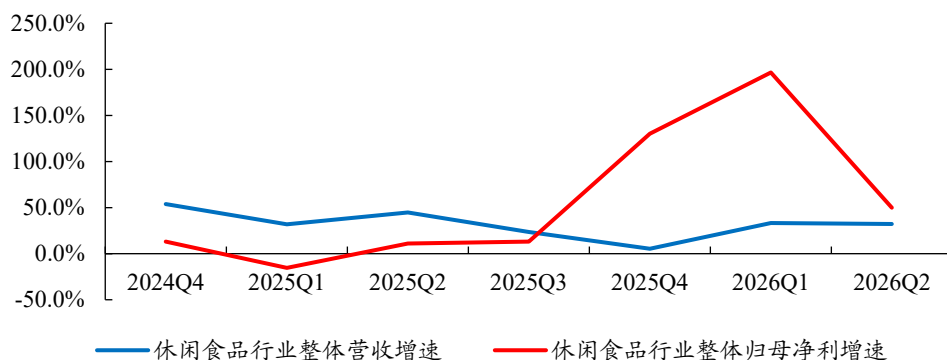
数据来源：Wind、开源证券研究所

展望 2026 年全年，龙头有望优先受益终端需求复苏及竞争秩序优化，同时能把握产业趋势变化的公司也有望受益。收入端来看：（1）调味品需求与餐饮渠道相关性较大，为刺激内需，各地餐饮等消费政策频频推出，我们认为调味品板块需求也有望逐步改善；（2）部分调味品公司内部改革仍在推进，随着改革的进一步深化，我们预期改革效果有望逐步推动经营改善；（3）行业中减盐、清洁标签等健康化升级需求持续提升，高景气复合调味品需求也持续推动大盘增长。盈利端来看：目前成本红利已经逐步释放，在费用可控的前提下有望逐步释放利润弹性。从 2026 年全年维度，我们仍然坚定我们的观点，建议调味品两条布局思路：一是关注高景气度复合调味料赛道；二是关注基础调味品板块行业龙头的个股改善性机会。

3.5、休闲食品：2026Q2 零食企业进入自然淡季

2026Q2 零食企业进入自然淡季，利润增速环比回落。2026Q2 休闲食品上市公司进入春节后自然淡季，渠道和零售端消化库存，产业端延续渠道变革和品类创新趋势。各零食企业中，劲仔食品、有友食品 2026Q2 收入增速分别达 21.9%、28.6%，表现较为亮眼，主要受益于会员店和零食量贩渠道景气度较高，且基数相对较低；渠道端零食量贩龙头万辰集团 2026Q2 实现收入 182.0 亿元，同比增长 54.8%，港股的零食量贩龙头鸣鸣很忙 2026 上半年实现收入 449.97 亿，同比增长 60.0%，渠道产业趋势红利持续释放；除万辰集团外，休闲食品行业 A 股上市公司 2026Q2 合计实现收入 78.93 亿元，同比下降 0.8%，淡季表现较为平淡，其中三只松鼠、好想你收入分别下滑 17.6%、27.8%。2026Q2 休闲食品行业 A 股上市公司整体实现营业收入 260.94 亿元，同比增长 32.3%；整体归母净利润 4.6 亿元，同比增长 49.8%，其中万辰集团高景气贡献较大。

图44：2026Q2 休闲食品行业整体营收增速环比有所下降，利润增速环比提升

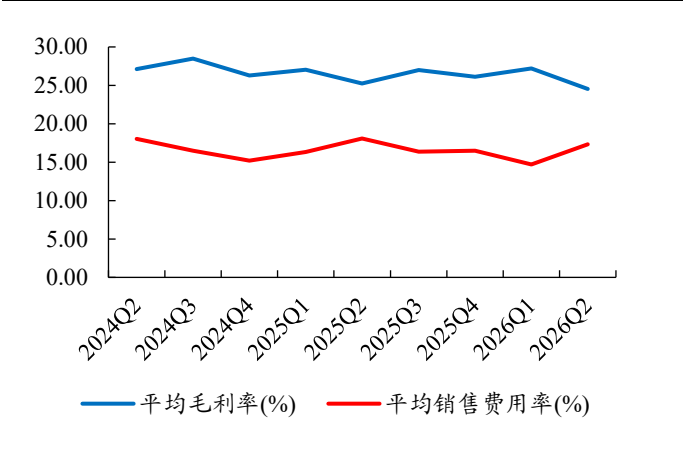


数据来源：Wind、开源证券研究所

从盈利能力看，2026Q2 休闲食品 A 股上市公司的平均毛利率为 24.5%，同比下降 0.73pct，成本端及渠道结构变化有小幅影响；2026Q2 休闲食品 A 股上市公司整体销售费用率为 17.3%，同比下降 0.77pct，部分公司对抖音电商等高费用渠道主动调整，2026Q1 整体毛销差环比有所缩小。2026Q2 休闲食品 A 股上市公司整体归母净利率为 1.76%，同比提升 0.21pct，万辰集团量贩业态高景气贡献较大，剔除万辰集团影响，其他 A 股上市公司归母净利润亏损 1.21 亿元，其中二季度淡季以及好想

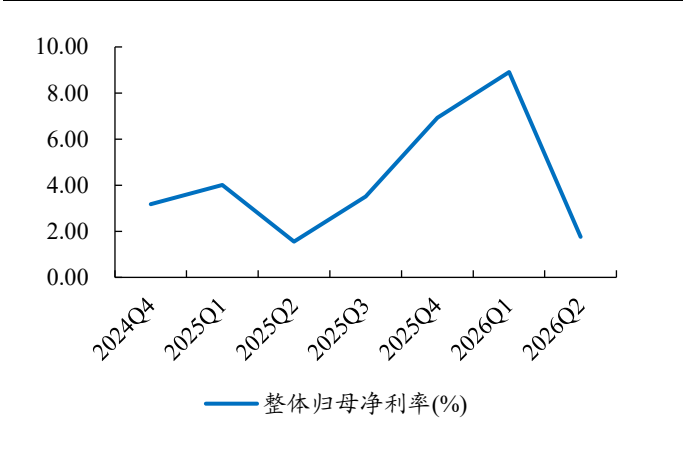
你亏损 3.67 亿元影响较大。

图45：2026Q2 零食上市公司毛销差环比收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：2026Q2 零食上市公司整体净利率环比承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

2026Q2 休闲食品重点公司表现各有不同，优质公司受益于渠道变革和新品发展，取得较好增长。观察重点休闲食品六家 A 股上市公司（盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、有友食品、洽洽食品、万辰集团）2026Q2 表现，收入端增速各有不同，劲仔食品、有友食品、万辰集团受益于调整量贩零食景气和产品重心调整，收入在淡季背景下增长较好，其他公司淡季表现相对平稳。毛利率端，各家公司大宗原材料涨价对甘源食品、劲仔食品有所影响，洽洽食品原材料降价有所受益，整体环比毛利率有所下降；销售费用率端大部分重点公司 2026Q2 变化不大。零食量贩产业红利凸显，万辰集团和鸣鸣很忙规模效应持续提升，净利润表现亮眼。

展望未来，重点关注各家零食企业新品新渠道表现。零食企业整体 2026Q2 进入自然淡季，表现相对平稳，渠道端量贩业态红利延续，展望未来，我们持续看好后续积极拥抱零食量贩、高端会员店和海外市场等新渠道新市场的上市公司，以及看好积极拥抱新豆制品、调味坚果等新品趋势的上市公司；另外关注各家零食企业产品出海拓展情况。

表4：2026Q2 休闲食品重点公司经营表现不乏亮点

		2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
营收增速（%）	盐津铺子	25.7	13.5	6.0	-7.5	2.9	6.0
	劲仔食品	10.3	-10.4	6.5	-0.9	24.2	21.9
	甘源食品	-14.0	-3.4	4.4	-13.6	22.5	2.5
	有友食品	39.2	52.4	32.7	16.4	39.6	28.6
	洽洽食品	-13.8	9.7	-5.9	-12.7	41.5	8.7
	万辰集团	124.0	93.3	44.2	27.2	53.7	54.8
毛利率（%）	盐津铺子	28.5	31.0	31.6	32.4	31.8	32.6
	劲仔食品	29.9	28.9	28.9	29.4	27.0	23.3
	甘源食品	34.3	32.8	37.1			
	有友食品	27.1	28.0	26.9	19.9	24.3	21.8
	洽洽食品	19.5	21.4	24.5	26.6	25.1	27.2
	万辰集团	11.0	11.8	12.1	14.2	12.9	12.8

销售费用率 (%)	盐津铺子	11.2	9.8	8.6	12.5	11.2	11.1
	劲仔食品	13.4	14.3	13.8	11.0	10.6	10.6
	甘源食品	17.3	20.0	17.3	16.6	17.3	18.1
	有友食品	8.9	8.0	8.3	11.0	6.9	6.4
	洽洽食品	10.6	14.1	10.1	11.0	11.7	11.8
	万辰集团	3.31	2.88	2.65	3.20	2.64	3.26
净利率 (%)	盐津铺子	11.5	13.8	15.6	10.6	14.6	13.0
	劲仔食品	11.4	8.4	8.8	10.9	9.6	5.3
	甘源食品	10.5	4.9	13.9	9.2	10.7	2.9
	有友食品	13.1	15.0	13.8	3.4	12.3	11.7
	洽洽食品	4.9	1.0	4.6	7.3	7.6	5.9
	万辰集团	3.6	4.1	5.2	5.6	5.8	5.0
净利增速 (%)	盐津铺子	11.6	21.7	33.5	-2.1	29.5	0.01
	劲仔食品	-8.2	-36.3	-14.8	-8.8	5.5	-20.9
	甘源食品	-42.2	-71.0	-26.3	-47.2	25.7	-37.1
	有友食品	16.2	77.0	44.8	-67.4	30.7	0.3
	洽洽食品	-67.9	-88.2	-72.6	-32.6	117.8	581.2
	万辰集团	3,344.13	4,940.33	361.22	133.76	193.12	125.99

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、投资机会展望：基本面触底，配置价值突显

进入三季度以来，食品饮料板块表现相对收益显著，重要原因在于市场资金再平衡下背景的风格切换。当前板块估值处于近几年低位，叠加机构持仓降至底部区间、筹码结构经过出清，在市场从成长风格向均衡配置切换过程中，食品饮料凭借较高安全边际和业绩确定性，成为资金回补的重要方向，板块估值修复弹性充足。从中报业绩维度看，行业基本面已基本触底。二季度为食品饮料传统消费淡季，叠加宏观需求偏弱，多数子行业收入与利润增速环比收窄，白酒、啤酒、饮料等板块承压明显。二季度业绩增速下滑更多是季节性因素与主动去库共同作用的结果，而非行业基本面持续恶化。我们判断随着中秋、国庆双节旺季临近，终端需求逐步回暖，渠道备货意愿提升，下半年行业大概率企稳向上，业绩弹性将逐步释放。建议积极布局，优先配置业绩确定性强的龙头标的与景气度向上的细分赛道。白酒重点推荐：贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒，同时关注区域龙头古井贡酒，受益标的今世缘等。大众品推荐优然牧业、伊利股份、安琪酵母、西麦食品等。

表5：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
贵州茅台	买入	1272.8	68.02	71.60	74.56	18.7	17.8	17.1
泸州老窖	买入	72.0	4.38	4.71	4.93			
山西汾酒	买入	112.3	7.61	8.47	9.09	14.8	13.3	12.4
古井贡酒	增持	93.5	5.43	5.79	6.41	17.2	16.2	14.6
金徽酒	增持	16.4	0.63	0.89	0.99	26.0	18.4	16.6
伊利股份	买入	26.3	1.60	2.08	2.22	16.4	12.6	11.9

新乳业	增持	14.5	0.98	1.11	1.25	14.7	13.0	11.6
双汇发展	增持	23.4	1.54	1.59	1.65	15.2	14.7	14.2
中炬高新	增持	17.8	0.93	1.03	1.16	19.2	17.2	15.4
涪陵榨菜	增持	11.1	0.71	0.75	0.81	15.6	14.7	13.7
海天味业	买入	34.1	1.35	1.51	1.68	25.2	22.6	20.3
西麦食品	增持	15.2	0.84	1.01	1.19	18.1	15.1	12.8
广州酒家	增持	13.1	0.95	1.00	1.04	13.8	13.1	12.6
甘源食品	买入	37.3	2.80	3.72	4.25	13.3	10.0	8.8
劲仔食品	增持	9.4	0.59	0.67	0.77	15.9	14.0	12.2
天味食品	增持	12.7	0.72	0.81	0.90	17.6	15.6	14.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价日期为 2026 年 9 月 15 日，盈利预测均为开源证券预测值）

5、风险提示

（1）宏观经济波动风险：宏观经济环境直接影响居民收入水平和消费意愿，如果宏观经济下行，将影响白酒、大众品消费需求。

（2）消费复苏进度低于预期风险：消费复苏进度影响终端需求，若复苏进度低于预期、市场需求偏弱，公司终端动销将会承压，进而影响业绩。

（3）原材料价格波动风险：部分子行业中原材料占成本的比例较高，若原材料价格波动较大，将影响企业生产成本，从而影响公司盈利能力。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》自2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn