

强于大市

食品饮料行业周报

双节消费内部结构分化，板块当前赔率占优

2026.09.21-2026.10.09 食品饮料板块涨跌幅+1.2%，在申万一级行业中排名第7，其中其他酒类、乳品板块涨跌幅排名靠前。双节消费内部结构分化，体验型消费表现好于商品型消费。白酒终端动销表现疲软，行业仍在寻底周期。当前板块赔率较优，防御属性凸显，优选基本面回暖且高股息的大众品龙头。

市场回顾

■ 2026.09.21-2026.10.09 食品饮料板块涨跌幅为+1.2%，涨跌幅在各行业中排名第7。子板块中，其他酒类、乳制品涨跌幅排名靠前，分别为+9.7%、+4.5%，调味发酵品、肉制品涨跌幅排名靠后，分别为-2.2%、-1.1%。截至10月9日，白酒板块估值（PE-TTM）为19.2X，食品饮料板块估值（PE-TTM）为19.9X。

行业数据

- 7月以来，生鲜乳价格企稳，同比实现小幅上涨。截至10月2日，国内生鲜乳价格3.10元/公斤，环比+0.3%，同比+2.0%。
- 截至10月9日，全国生猪出栏价5.16元/斤，环比+1.4%，同比-31.0%。全国猪粮比价4.58，周环比-0.13pct，同比-0.68pct。10月2日，我国白羽肉鸡主产区平均价为5.96元/公斤，周环比持平，同比-13.50%。9月我国鸭肉市场批发价为6.70元/千克，环比-3.60%，同比-10.67%。

主要观点

- **双节消费内部结构分化，体验型消费表现好于商品型消费。**（1）根据交通运输部及文旅部数据，2026年国庆假期，累计全社会跨区域人员流动量21.42亿人次，日均3.06亿人次，同比增长0.6%，居民假期出行意愿较强。国庆节假日7天，全国国内出游8.26亿人次，国内出游总花费7383.75亿元，按可比口径（日均）同比2025年分别增长6.3%、4.3%，出行总花费同比增速低于出游人次同比增速，意味着人均出游消费同比下滑。（2）从内部结构来看，根据中国连锁经营协会及税务总局公布的增值税发票数据，全国服务消费行业日均销售收入同比增长19.5%，其中旅游、文化艺术、餐饮服务分别增长23.6%、20.9%、9.0%；餐饮服务中，头部餐饮品牌表现稳健，现制茶饮及咖啡放量明显。悦己类消费中，宠物服务、健身休闲、美容美发销售收入同比分别增长80.8%、16.7%、37.1%。相比体验型消费，实物消费表现则相对疲软。10月1日至5日，海南离岛免税人均消费同比下降7.4%。根据央视财经新闻，2026年国庆档电影票房11.65亿元，日均下滑27.4%。白酒消费方面，根据名酒研究所新闻，双节期间白酒整体动销下滑20%以上。综上，从双节消费整体表现来看，客流恢复但客单价表现疲软，消费内部分化明显，结构分流。
- **双节期间白酒终端动销表现疲软，行业仍在寻底周期。**白酒板块营业收入自去年3季度基数走低，4季度开始大幅下探。在去年下半年低基数下，2026年双节动销仍为双位数下滑，说明禁酒令对政商务消费、企业福利用酒等场景影响深远，拉长了行业整体的调整周期。宴席用酒方面，根据名酒研究所调查，不同地区多位商家表示，今年国庆假期已预订的宴席场次、用酒规模同比下滑至少在30%以上。宴席场景中，百元盒装酒表现稳定。从不同价格带来看，呈现出高端稳、次高端受损严重、大众酒坚韧的特点。我们判断，下半年白酒利润端仍在持续寻底，虽然渠道反馈库存已降至低位，但是需求端暂未看到回暖信号，当前渠道整体回款进度偏慢，市场量价承压。

投资建议

- **当前板块赔率较优，防御属性凸显，优选基本面回暖且高股息的大众品龙头。**当前外部宏观数据表现平淡，居民收入预期偏弱，叠加地产链拖累，导致板块业绩进入长达五年的周期调整。我们认为，消费企业具备稳定的现金流支撑，在国内庞大的人口基数下，消费需求还在，只是内部结构发生变化，消费分流明显。食品饮料板块当前PE分位数仅为11.9%，行业估值处于历史底部位置。从板块中报业绩来看，大众品率先于白酒企稳，已步入利润修复阶段，上半年一次性资产减值及报表大幅出清对利润端影响较大，但现金流充足的大众品龙头均加大派息力度，板块低估值+高股息的特征显现。从渠道库存、竞争格局、供需结构来看，下半年报表业绩有望环比改善。当前选股倾向看基本面具备韧性及高股息的大众品龙头，在历史估值底部，逢低配置，长线持有。建议关注安井食品、伊利股份、颐海国际、贵州茅台、农夫山泉。

评级面临的主要风险

- 需求复苏不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧，食品安全事件。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

证券分析师：李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300526030002

目录

行情回顾	4
行业数据跟踪	7
酒类	7
奶类	8
肉类	9
重要公告	10
股东大会	12
近期研究报告回顾	13
风险提示	15

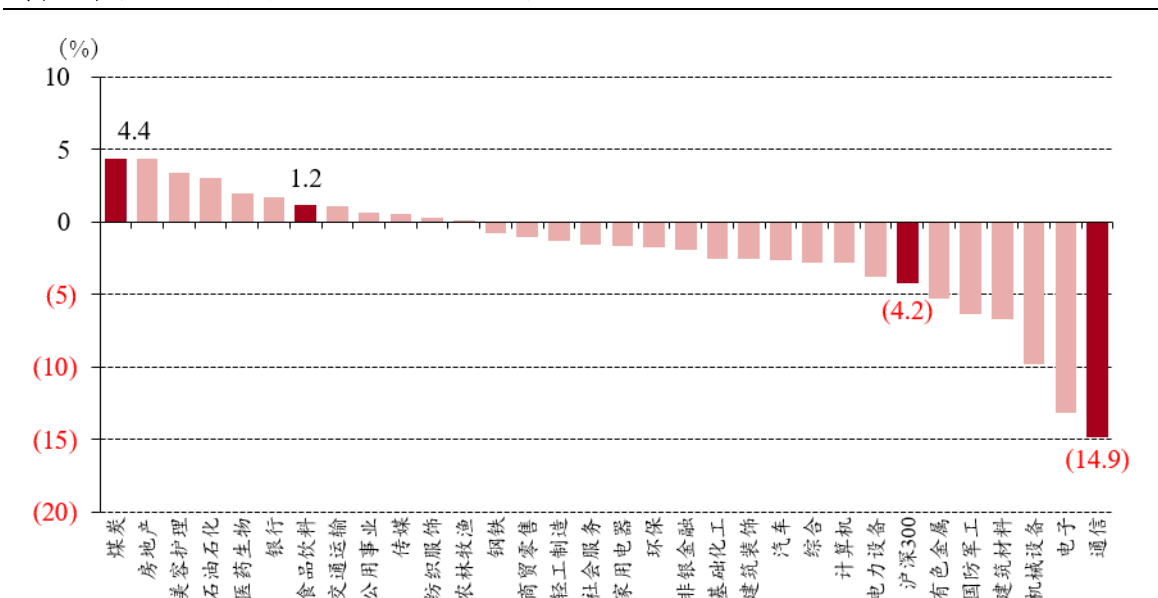
图表目录

图表 1.各板块涨跌幅（2026.09.21-2026.10.09）	4
图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅	4
图表 3. 2026.09.21-2026.10.09 食品饮料子板块涨跌幅	5
图表 4. 过去一个月食品饮料子板块涨跌幅	5
图表 5. 白酒行业市盈率（PE-TTM）	5
图表 6. 白酒行业市盈率相对沪深 300 倍数	5
图表 7. 食品饮料行业市盈率（PE-TTM）	5
图表 8. 食品饮料行业市盈率相对沪深 300 倍数	5
图表 9. 2016 年以来食品饮料各子板块 PE（TTM）	6
图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜	6
图表 11. 茅台批价	7
图表 12. 普五及国窖 1573（高度）批价	7
图表 13. 白酒产量与同比增速	7
图表 14. 啤酒产量与同比增速	7
图表 15. 进口葡萄酒数量与单价	7
图表 16. 进口大麦数量与单价	7
图表 17. IFCN 原奶价格与饲料价格	8
图表 18. 国内主产区生鲜乳价格	8
图表 19. 进口大包粉数量与单价	8
图表 20. 全国生猪出栏价	9
图表 21. 猪粮比	9
图表 22. 国内生猪与能繁母猪存栏量	9
图表 23. 进口猪肉数量与单价	9
图表 24. 我国白羽肉鸡主产区平均价	9
图表 25. 我国鸭肉市场批发价	9
图表 26. 股东大会信息	12

行情回顾

2026.09.21-2026.10.09 食品饮料板块涨跌幅为+1.2%，在申万一级行业中排名第 7。
2026.09.21-2026.10.09 食品饮料板块涨跌幅为+1.2%，高于沪深 300（-4.2%），涨跌幅在各行业中排名第 7。食品饮料子板块中，其他酒类、乳品涨跌幅排名靠前，分别为+9.7%、+4.5%，调味发酵品、肉制品涨跌幅排名靠后，分别为-2.2%、-1.1%。

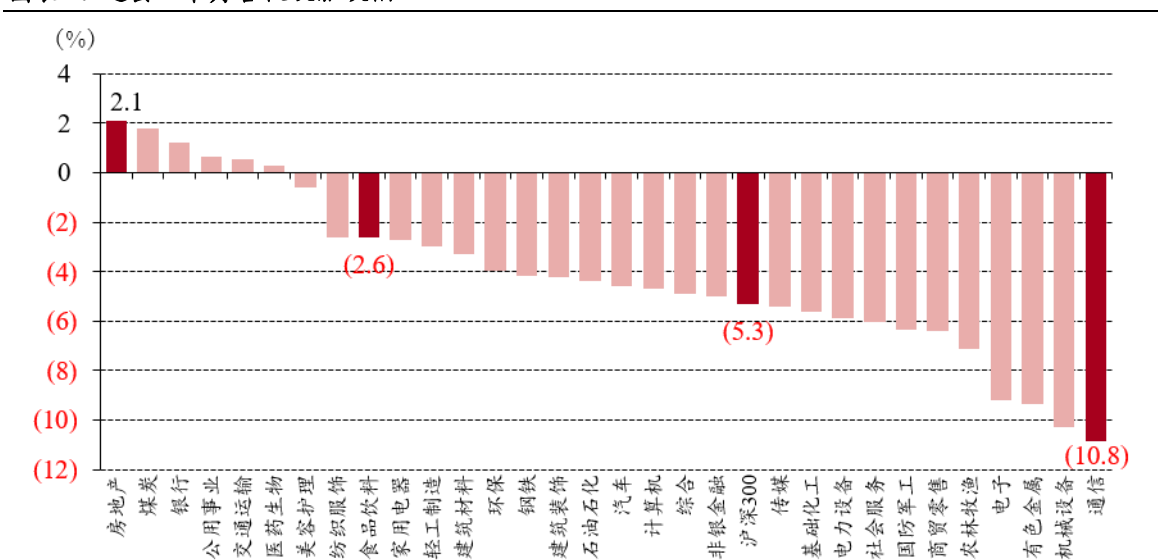
图表 1.各板块涨跌幅（2026.09.21-2026.10.09）



资料来源：iFinD，中银证券

过去一个月，食品饮料板块涨跌幅为-2.6%，涨跌幅在 31 个行业中排名第 9。食品饮料子板块中，啤酒、零食涨跌幅排名靠前，分别为+19.1%、+3.1%，肉制品、软饮料涨跌幅排名靠后，分别为-5.9%、-5.6%。

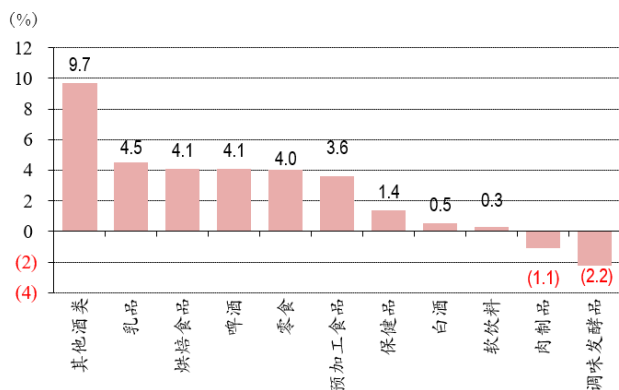
图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅



资料来源：iFinD，中银证券

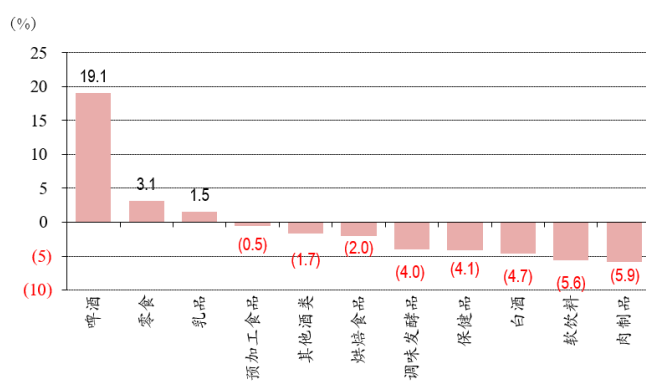
注：涨跌幅计算区间为 2026 年 9 月 9 日 - 2026 年 10 月 9 日

图表 3. 2026.09.21-2026.10.09 食品饮料子板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

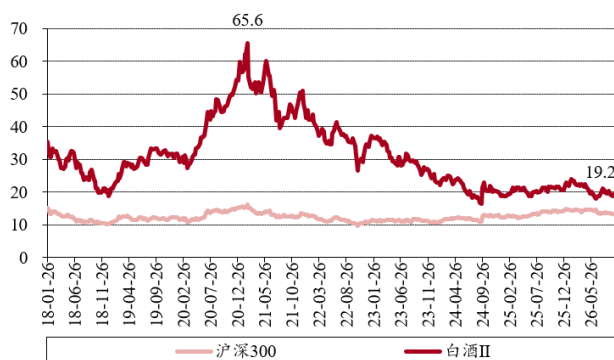
图表 4. 过去一个月食品饮料子板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

截至 10 月 9 日, 白酒板块估值 (PE-TTM) 为 19.2X, 食品饮料板块估值 (PE-TTM) 为 19.9X。

图表 5. 白酒行业市盈率 (PE-TTM)



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 6. 白酒行业市盈率相对沪深 300 倍数



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 7. 食品饮料行业市盈率 (PE-TTM)



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 8. 食品饮料行业市盈率相对沪深 300 倍数



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 9. 2016 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM)

	沪深 300	食品饮料	白酒	啤酒	其他酒类	休闲食品	肉制品	调味发酵品	乳品	软饮料
最大值	16.8	63.0	63.3	93.1	186.7	81.4	42.6	79.5	47.8	47.8
最小值	10.3	17.2	16.4	15.6	24.0	15.9	14.3	22.1	13.4	19.7
现值	13.2	19.9	19.2	16.3	52.6	17.2	16.5	25.6	19.9	22.3

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 最大、最小值截至日期, 现值计算日期均为 2026 年 10 月 9 日

图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜

公司名称	周涨幅(%) 前 10 名	公司名称	周涨幅(%) 后 10 名	公司名称	月涨幅(%) 前 10 名	公司名称	月涨幅(%) 后 10 名
会稽山	22.7	莲花控股	(14.7)	会稽山	75.1	仲景食品	(31.4)
惠泉啤酒	21.2	ST 椰岛	(12.7)	古越龙山	32.5	ST 龙大	(21.5)
均瑶健康	18.1	金字火腿	(11.3)	海融科技	18.2	安记食品	(20.4)
阳光乳业	17.8	ST 龙大	(9.2)	张裕 A	16.2	金字火腿	(15.3)
宝立食品	16.0	ST 加加	(6.4)	惠泉啤酒	12.9	欢乐家	(13.9)
海融科技	15.2	安琪酵母	(4.9)	金枫酒业	11.5	紫燕食品	(13.6)
味知香	11.7	养元饮品	(4.8)	阳光乳业	9.4	莲花控股	(13.2)
日辰股份	11.4	紫燕食品	(4.8)	西麦食品	8.0	华统股份	(12.5)
海欣食品	11.2	ST 绝味	(3.9)	泉阳泉	7.5	黑芝麻	(12.3)
泉阳泉	11.2	ST 麦趣	(3.7)	宝立食品	7.4	好想你	(12.0)

资料来源: iFinD, 中银证券

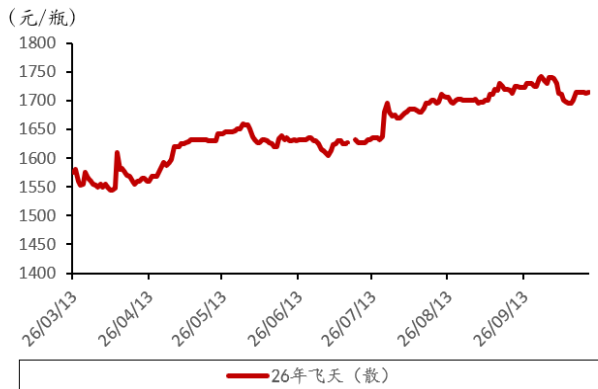
注: 双周涨跌幅计算区间为 2026 年 9 月 21 日 - 2026 年 10 月 9 日, 月涨跌幅计算区间为 2026 年 9 月 9 日 - 2026 年 10 月 9 日, 股价计算方式为前复权。

行业数据跟踪

酒类

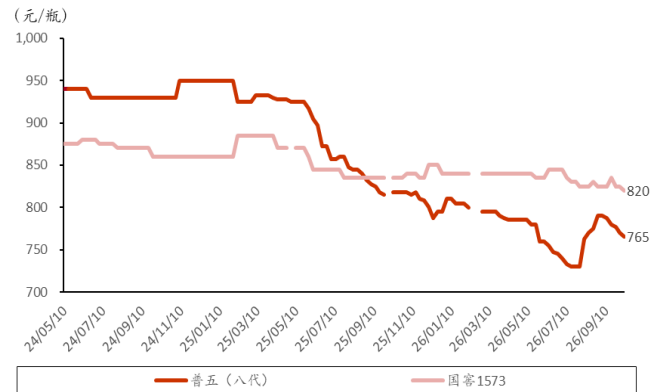
根据百荣酒价及茅粉鲁智深数据, 9.21-10.9 飞天茅台批价 1695-1740 元。9.25-10.9 普五批价 765-777 元, 国窖 1573 批价 820-825 元。

图表 11. 茅台批价



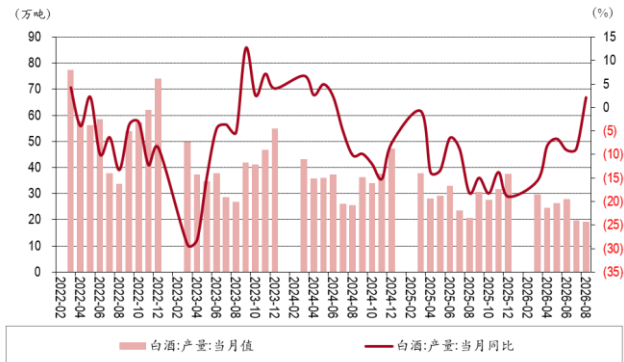
资料来源: 百荣酒价, 茅粉鲁智深, 中银证券

图表 12. 普五及国窖 1573 (高度) 批价



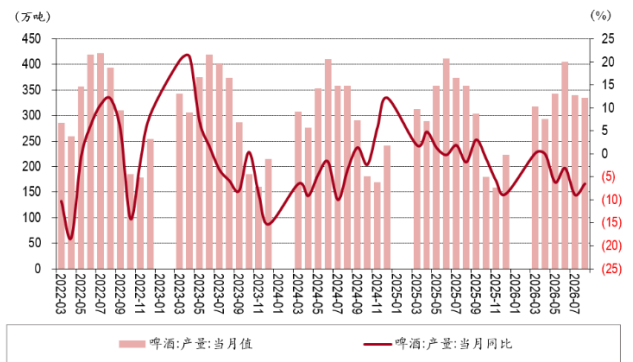
资料来源: 百荣酒价, 茅粉鲁智深, 中银证券

图表 13. 白酒产量与同比增速



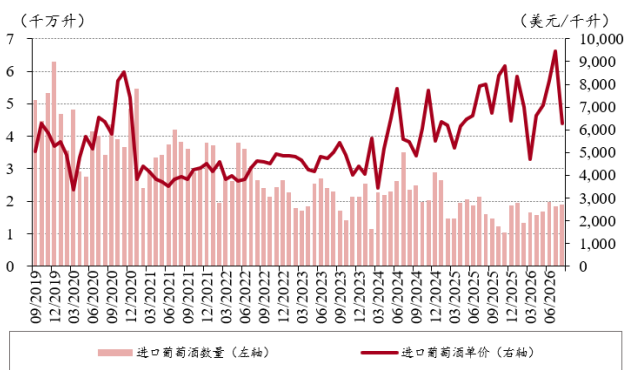
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 14. 啤酒产量与同比增速



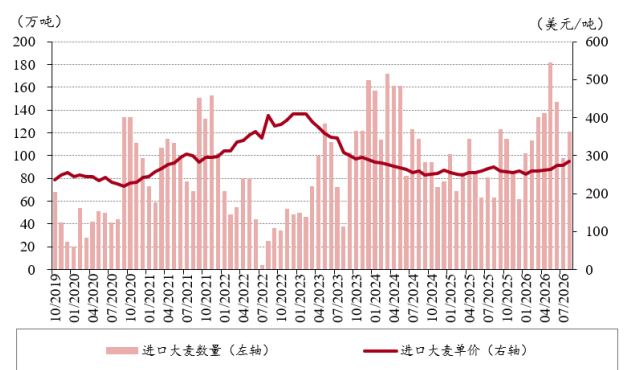
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 15. 进口葡萄酒数量与单价



资料来源: 海关总署, iFinD, 中银证券

图表 16. 进口大麦数量与单价

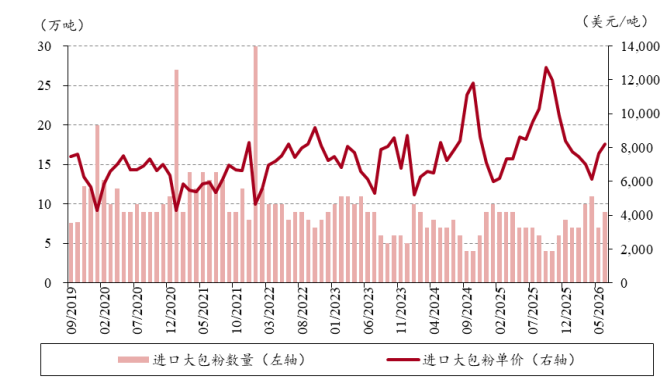


资料来源: 海关总署, iFinD, 中银证券

奶类

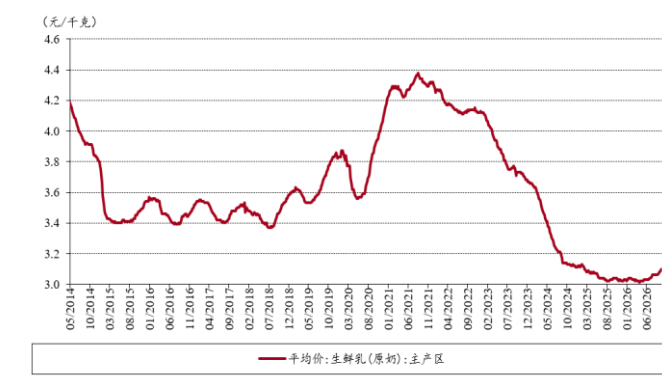
截至 10 月 2 日，国内生鲜乳价格 3.10 元/公斤，环比+0.3%，同比+2.0%。

图表 17. IFCN 原奶价格与饲料价格



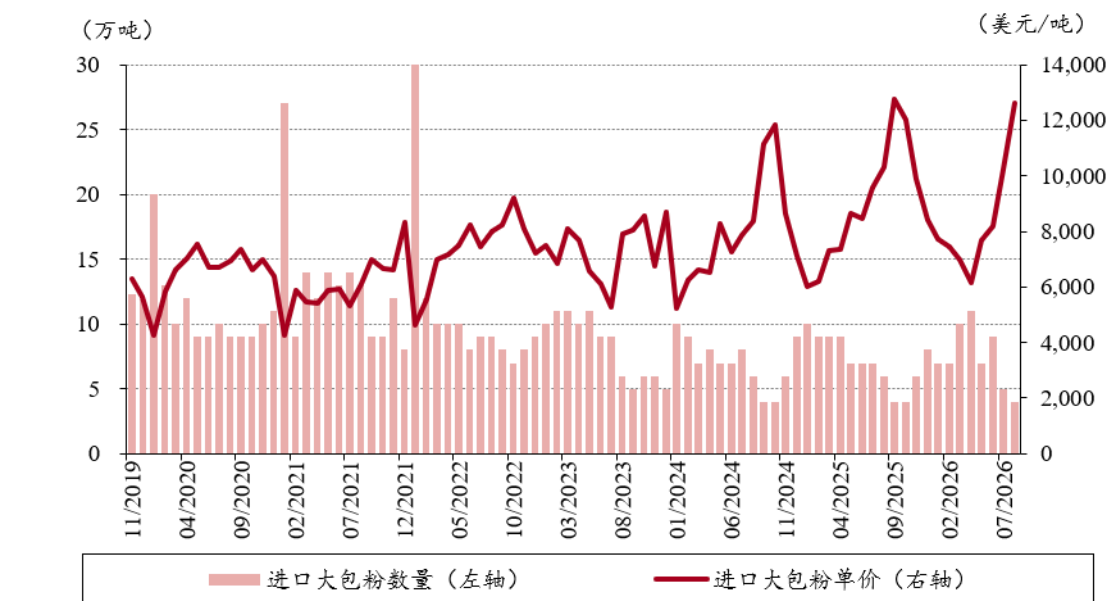
资料来源：IFCN，iFinD，中银证券

图表 18. 国内主产区生鲜乳价格



资料来源：国家农业部，iFinD，中银证券

图表 19. 进口大包粉数量与单价



资料来源：海关总署，iFinD，中银证券

肉类

截至 10 月 9 日，全国生猪出栏价 5.16 元/斤，环周+1.4%，同比-31.0%。全国猪粮比价 4.58，周环比-0.13pct，同比-0.68pct。截至 10 月 2 日，我国白羽肉鸡主产区平均价为 5.96 元/公斤，周环比持平，同比-13.50%。2026 年 9 月我国鸭肉市场批发价为 6.70 元/千克，环比-3.60%，同比-10.67%。

图表 20. 全国生猪出栏价



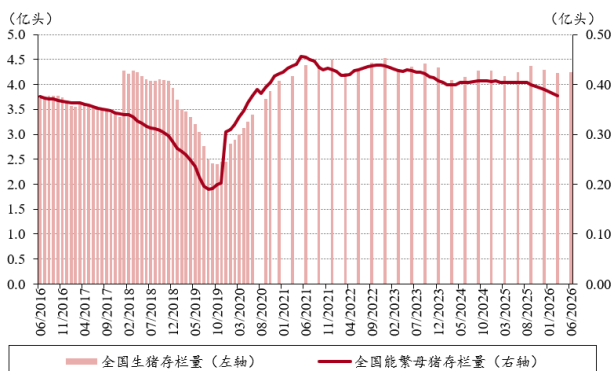
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 21. 猪粮比



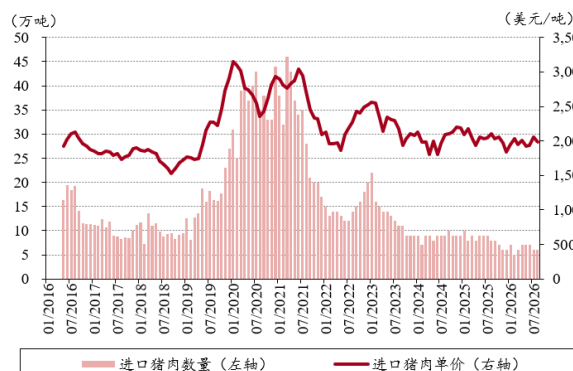
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 22. 国内生猪与能繁母猪存栏量



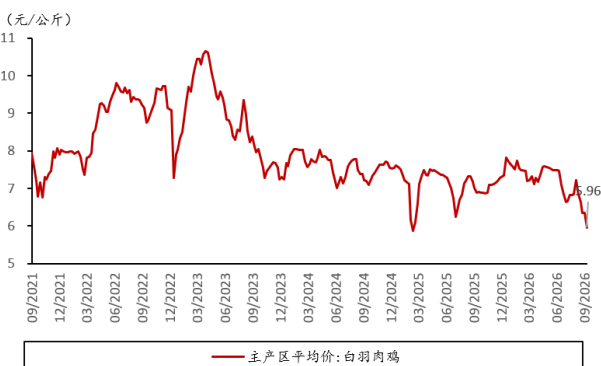
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 23. 进口猪肉数量与单价



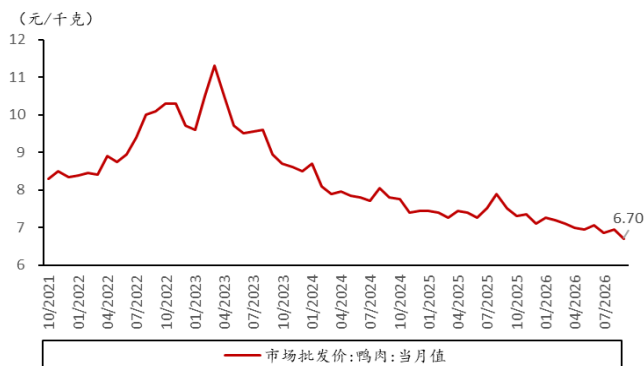
资料来源: 海关总署, iFinD, 中银证券

图表 24. 我国白羽肉鸡主产区平均价



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 25. 我国鸭肉市场批发价



资料来源: iFinD, 中银证券

重要公告

妙可蓝多：获得政府补助及前三季度业绩快报。公司本次获得与收益相关的政府补助金额为 2,300 万元，占公司最近一个会计年度经审计归属于上市公司股东的净利润比例为 19.41%。公司预计 2026 年 1-9 月实现营业收入 486,627.54 万元，同比+22.97%；归母净利润 21,177.95 万元，同比+20.37%；扣非归母净利润 15,343.36 万元，同比+28.15%。（同花顺，9 月 21 日）

燕京啤酒：股东增持计划及权益分派方案。公司控股股东之一致行动人于 2026 年 9 月 21 日通过深圳证券交易所交易系统以集中竞价交易方式增持本公司股份 4,558,300 股，占本公司总股本 0.16%，增持金额人民币 50,250,840.40 元，公司计划自 2026 年 9 月 21 日起六个月内，以集中竞价交易方式增持本公司股份，增持金额不低于人民币 5,000 万元且不超过人民币 10,000 万元（含 2026 年 9 月 21 日已增持金额）公司 2026 年度中期利润分配采取派发现金股利的方式，以固定比例的方式分配。拟按 2026 年 6 月 30 日总股本 2,818,539,341 股为基数，每 10 股派现金 1.00 元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。公司拟共分配现金股利 281,853,934.10 元。分红率为 17.54%，股息率为 0.88%（同花顺，10 月 10 日）

泉阳泉：子公司股权转让及股东减持计划。公司拟于近日向吉林长春产权交易中心递交公开挂牌转让持有的苏州工业园区园林绿化工程有限公司 100%股权的申请文件，待吉林长春产权交易中心审核通过后予以正式挂牌。本次公开挂牌转让的园区园林 100%股权拟拆分为 51%、30%、19%三部分进行挂牌转让，挂牌底价总额为 32,096.22 万元。持股 5%以上股东赵志华出于个人财务需求，计划自 2026 年 9 月 25 日起 15 个交易日之后的 3 个月内（即 2026 年 10 月 26 日至 2027 年 1 月 24 日），通过集中竞价和大宗交易方式合计减持公司股份数量不超过 10,561,523 股，即不超过公司总股本的 1.48%，其中：拟通过集中竞价方式减持的，连续 90 日内减持总数不超过公司股份总数的 1%；拟通过大宗交易方式减持的，连续 90 日内减持总数不超过公司股份总数的 1.48%。（同花顺，9 月 25 日）

庄园牧场：股东减持进展。2026 年 6 月 24 日，公司收到马红富先生出具的《告知函》，马红富先生于 2026 年 6 月 23 日，通过深圳证券交易所系统以集中竞价方式减持公司股份 1,952,100 股，占公司总股本的 1%，持股比例从 13.50%减少至 12.50%，权益变动后的持股比例触及 1%的整数倍。（同花顺，9 月 24 日）

李子园：权益分派方案。截至本公告披露日，公司总股本 387,616,562 股，扣除公司回购专用账户 6,945,462 股，本次实际参与利润分配的股份数为 380,671,100 股，以此计算，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.30 元（含税），共计派发现金红利 49,487,243.00（含税），分红率为 76.09%，股息率为 1.4%。本半年度，公司不进行资本公积转增股本，不送红股。（同花顺，9 月 24 日）

洽洽食品：股份回购方案。公司此次回购的资金将用于后期实施股权激励计划或员工持股计划的股份来源，回购的资金总额不低于人民币 5,000 万元（含），且不超过人民币 10,000 万元（含），回购股份价格不高于人民币 28.03 元/股（含本数）。（同花顺，9 月 24 日）

来伊份：对外财务资助。公司将向公司加盟商或联营商提供财务资助，该资金仅限用于公司加盟或联营门店业务的经营，在 2026 年第二次临时股东会审议通过之日起十二个月内提供财务资助总额合计不超过人民币 8,000 万元。（同花顺，9 月 25 日）

金徽酒：权益分派计划。公司以实施权益分派股权登记日的总股本扣除回购专用证券账户中股份数量后的股份总数为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 2.00 元（含税），不送红股，不以公积金转增股本。公司总股本 507,259,997 股，扣除回购专用证券账户 249,043 股（回购股份已实施完毕），实际以 507,010,954 股为基数计算共计派发现金股利 101,402,190.80 元（含税），股息率为 47.37%。（同花顺，9 月 29 日）

三只松鼠：股份回购进展。截至 2026 年 9 月 30 日，公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购公司股份 3,987,700 股，占公司总股本的 0.9927%，最高成交价为 19.85 元/股，最低成交价为 16.31 元/股，支付的总金额为 71,946,485 元（不含交易费用）。（同花顺，10 月 7 日）

乖宝宠物：股份回购进展。截至 2026 年 9 月 30 日，公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价交易方式已累计回购公司股份 854,600 股，占公司总股本的 0.21%，最高成交价为 41.89 元/股，最低成交价为 37.37 元/股，成交总金额为 33,629,267.60 元（不含交易费用）。（同花顺，10 月 7 日）

天味食品：股份回购进展。截至 2026 年 9 月 30 日，公司已累计回购股份数量 1,328,100 股，占公司目前总股本比例为 0.1250%，成交最高价为 12.67 元/股、最低价为 11.81 元/股，已支付的总金额为 16,096,883 元（不含交易费用）。（同花顺，10 月 7 日）

新乳业：可转债转股情况。2026 年第三季度，“新乳转债”因转股减少金额为 12,000 元，减少数量为 120 张，转股数量为 685 股，转股价格为 17.50 元/股。截至 2026 年 9 月 30 日，剩余可转债金额为 71,776.70 万元，剩余可转债数量 717.767 万张。（同花顺，10 月 8 日）

克明食品：生猪销售情况。子公司兴疆牧歌 2026 年 9 月份销售生猪 5.85 万头，销量环比增长 4.31%，同比增长 54.63%；销售收入 4,146.59 万元，销售收入环比增长 8.14%，同比增长 24.05%。2026 年 1-9 月，兴疆牧歌累计销售生猪 56.76 万头，较去年同期增长 36.25%；累计销售收入 41,703.86 万元，较去年同期下降 3.32%。（同花顺，10 月 8 日）

海天味业：股份回购进展。截至 2026 年 9 月底，公司已累计回购 A 股股份 22,035,253 股，占公司总股本的比例约为 0.3771%，购买的最高价为人民币 37.37 元/股、最低价为人民币 32.94 元/股，已支付的总金额为 754,693,445.36 元（不含交易费用）。（同花顺，10 月 8 日）

煌上煌：股份回购进展。截至 2026 年 9 月 30 日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价方式累计回购公司股份数量为 5,584,900 股，占公司总股本的 0.9980%，成交最高价为 10.99 元/股，成交最低价为 7.99 元/股，成交总金额为 55,994,156.33 元（不含交易费用）。（同花顺，10 月 8 日）

金达威：股份回购进展。截至 2026 年 9 月 30 日，公司本次回购计划通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购公司股份 13,781,487 股，占公司目前总股本 2.26%，其中最高成交价为 17.20 元/股，最低成交价为 12.91 元/股，成交总金额为人民币 200,876,782.43（不含交易费用）。（同花顺，10 月 8 日）

中炬高新：股份回购进展。截至 2026 年 9 月月底，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份 2,127.22 万股，占公司总股本的比例为 2.76%，购买的最高价为 20.52 元/股、最低价为 17.11 元/股，已支付的总金额为 39,588.37 万元（不含交易费用）。（同花顺，10 月 8 日）

五粮液：股份回购进展。2026 年 9 月，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购股份 1,420,347 股，占公司总股本比例 0.0366%，最高成交价为 70.48 元/股，最低成交价为 70.28 元/股，已支付的总金额为人民币 100,005,601.76 元（不含交易费用）。截至 2026 年 9 月 30 日，公司已累计回购股份 16,127,753 股，占公司目前总股本的 0.4155%，最高成交价为 85.25 元/股，最低成交价为 70.28 元/股，已支付的总金额为人民币 1,200,719,041.53 元（不含交易费用）。（同花顺，10 月 10 日）

东鹏饮料：股份回购进展。截至 2026 年 9 月 30 日，公司通过上海证券交易所系统以集中竞价交易方式回购 A 股股份 7,122,551 股，已回购 A 股股份占公司总股本的比例为 0.9701%，成交最高价为 154.90 元/股，成交最低价为 134.20 元/股，成交总金额为 1,038,719,867.57 元（不含交易费用）。（同花顺，10 月 10 日）

股东大会

图表 26. 股东大会信息

证券简称	股东大会类型	召开日期		召开地点
泉阳泉	2026 年第三次临时股东大会	2026/10/12	星期一	长春市延安大街 1399 号公司会议室
立高食品	2026 年第二次临时股东大会	2026/10/16	星期五	广州市增城区石滩镇兴石一路 3 号 3A 楼立高食品会议室
东鹏饮料	2026 年第三次临时股东大会	2026/10/09	星期五	深圳市南山区桃源街道珠光北路 88 号明亮科技园 3 栋东鹏饮料
来伊份	2026 年第二次临时股东大会	2026/10/13	星期二	上海市松江区九新公路 855 号来伊份零食博物馆
安琪酵母	2026 年第四次临时股东大会	2026/10/12	星期一	湖北省宜昌市城东大道 168 号安琪酵母股份有限公司会议室
兰州黄河	2026 年第一次临时股东大会	2026/10/13	星期二	湖南省长沙市湘府西路 31 号鑫远国际大厦 A 座 9 楼东单元
金字火腿	2026 年第二次临时股东大会	2026/10/14	星期三	浙江省金华市婺城区秋滨街道仙华南街 1377 号金字火腿股份有限公司会议室
皇氏集团	2026 年第二次临时股东大会	2026/10/15	星期四	广西南宁市高新区丰达路 65 号公司会议室

资料来源：公司公告，iFinD，中银证券

近期研究报告回顾

《食品饮料行业周报：关注双节终端消费表现》（2026 年 9 月 22 日）

8 月通胀数据及社零数据表现平淡，内需表现持续偏弱。（1）统计局公布通胀数据，8 月 CPI 同比+0.8%，PPI 同比+3.8%。从 CPI 分项来看，8 月食品烟酒及在外餐饮消费同比-0.7%，其他用品及服务、交通通信涨幅靠前，同比分别为+7.3%、+2.5%，我们判断，主要与国际油价及国际金价走高，带动黄金饰品及燃料价格上涨有关。8 月核心 CPI 为+1.0%，环比基本持平，未有明显提升。PPI 方面，8 月 PPI 生产资料、生活资料同比分别为 5.0%、-0.5%，PPI 内部结构分化明显，说明上游原材料价格抬升，成本传导压力较大背景下，中下游企业利润承压。从通胀数据内部结构来看，我们认为当前内需尚未有明显修复。（2）社零数据方面，8 月社零同比+0.4%，较 7 月下降 0.2pct，其中餐饮消费同比+1.1%，较 7 月下降 0.3pct，限额以上餐饮同比-0.7%，较 7 月下降 0.7pct，餐饮数据整体表现较弱。1-8 月，社零同比+1.1%，其中服务消费同比+0.8%，商品消费同比+1.0%，商品类消费表现好于服务类消费。

白酒双节动销预期平淡，但渠道库存处于低位，行业仍处于底部修复阶段。根据酒说新闻，临近中秋国庆，渠道对“双节”期间白酒销售反馈平淡，备货多以“小单快补、按需进货”为主。但是超过六成的商家表示库存下降，希望借助节假日集中消化存量库存，盘活整体销量。根据百荣酒价及茅粉鲁智深数据，9.7-9.18 飞天茅台批价 1710-1730 元。9.7-9.18 普五批价 780-788 元，国窖 1573 批价 825-835 元。茅台批价在酒厂价格动态调整机制下批价整体保持稳定，五粮液批价环比 8 月出现回落，我们判断主要与厂家政策调整及节前放量有关。国窖高度坚持挺价策略，年初以来批价未有明显变化。受外部经济环境及政策影响，白酒消费旺季从以前的中秋、端午、春节逐渐演变至只有春节较旺的特征，且集中表现为高端及大众价格带白酒动销周转较快，次高端价格带白酒因政商务宴请场景受损显著承压。从上半年中报表现来看，行业仍在大幅出清，合同负债及销售收现表现较弱。下半年在低基数影响下报表端将有所修复，经历中秋及春节旺季的持续去库，渠道动能有望逐渐恢复。

本周其他酒类在食品饮料子板块中涨幅第一，主要为两家黄酒龙头（会稽山、古越龙山）贡献。我们认为，黄酒热的背后更多的是传统酒类业态的升级迭代，需持续关注终端复购情况。根据酒业家新闻及中国酒业协会发布的《2026 年白酒市场中期研究报告》，在商务场景大幅萎缩的背景下，“低度微醺、松弛健康”的新饮酒习惯逐渐成为未来行业的潜在增量。此外，从渠道业态来看，名酒批价倒挂及酒企政策变化导致渠道利润变薄，烟酒店通过线上综合渠道（京东酒世界、即时零售等）、高毛利产品进行销售补充。近几年，传统烟酒店的销售业态也在行业调整的大背景下持续迭代。在此背景下，黄酒自身高毛利、低度自饮的特性从外观上来看较为契合当前的渠道需求。叠加两家黄酒上市公司近期密集签约多家白酒大商，对股价形成一定催化。但是我们认为，从黄酒自身的饮用属性来看，有两点需要关注：（1）黄酒为低度酒，饮用节奏慢，单人的日均饮用量远高于白酒，因此在高端宴请场景中，消费单价并不低。因此黄酒商务消费场景的培育仍需时间。（2）黄酒保质期仅为 3 年，大规模铺货若无复购支持，则容易引发退货。因此在前期招商放量式增长的同时，还需关注产品库存及终端复购情况。综上，从行业底层逻辑来看，我们认为黄酒迎合自饮需求增加、饮用场景多元化等趋势。两家上市公司因股东背景不同，展现出不同的经营节奏。在情绪催化下，两家龙头上市公司股价涨幅较大。从基本面来看，后续仍需关注渠道复购及产品结构提升情况。

《鲟龙科技：全球鱼子酱绝对龙头，稀缺资源铸就高壁垒》（2026 年 9 月 22 日）

全球鱼子酱市场长期供不应求，中国作为核心供给方，出口呈量价齐升态势。（1）需求端，全球精致食品市场持续扩容，鱼子酱作为稀缺高端品类深度受益消费升级趋势，据公司招股说明书，2020-2025 年全球鱼子酱销量 CAGR 达 15.7%。以中国为代表的新兴市场增长较快，同期中国市场销量 CAGR 高达 47.5%，消费场景从高端餐饮向 C 端电商加速渗透；传统市场亦维持稳定中高个位数增长。（2）供给端，2010 年野生鱼子酱全面禁贸后，人工养殖成为唯一合法来源，当前全球供应仍远低于 1977 年 1988 吨的历史峰值，由于产能受客观约束释放缓慢，供需缺口长期存在。（3）在此格局下，据公司招股说明书，2025 年中国供应了全球 54% 的消费量，成为核心供给增量，预计 2030 年提升至 67%；出口价格亦逐年稳步上行，市场对优质鱼子酱的旺盛需求有望持续。

鱼子酱行业具备长周期养殖、高资金、高技术的高准入壁垒，竞争格局高度集中，2025 年全球 CR5 达 57.7%。鲟鱼为亚冷水性鱼类，对水温、水质环境要求严苛，最适生长水温为 18-25℃，雌鱼培育周期长达 7-15 年，叠加性别鉴定难、怀卵率偏低等技术难题，新进入者难以快速突破资源与技术壁垒，行业格局稳定性较强。

公司独占稀缺资源，技术成熟、渠道完善，核心壁垒突出，具备较强行业定价权。公司充分依托国内得天独厚的水系资源，差异化布局八大养殖基地，手握全球最大鲟鱼活体资源库，整体产能利用率持续三年超过 90%。技术端公司持续迭代优化育种、性别鉴定、养殖技术，产能增长显著领跑行业，2020-2025 年公司及行业产量 CAGR 分别为 26.8%、15.7%。截至 2 季度末，公司生物资产账面价值为 19.7 亿元，其中成熟雌鲟鱼、非成熟雌鲟鱼的占比分别是 46.8%、52.6%。根据公司招股书，公司此次募集资金拟用于扩张及升级中国水产养殖及加工基地，新增鲟鱼养殖年产能 4400 吨，约为 2025 年公司鲟鱼实际养殖量（1.4 万吨）的 30.7%。整体来看，公司产能储备充足、鱼群梯队完善，规模优势显著。凭借行业绝对供给优势，公司掌握鱼子酱核心定价权，可依托行业供需变化，维持 2-3 年一轮的提价节奏。

自有品牌高溢价优势显著，品牌渠道升级有望打开长期增长空间。2025 年公司自有品牌营收占比 31.4%，鱼子酱自有品牌 ASP 达 2824 元 / 千克，相较代工第三方品牌溢价 23.9%。公司 2026 年 6 月港股 IPO 全球发售所得款项中 20% 资金用于全球渠道与品牌建设，其中 10% 投向线下零售门店，计划未来在中国及经筛选的海外市场开设约 50 间零售店铺，并持续拓展高端消费场景。目前国内鱼子酱人均消费量仍远低于海外成熟市场，B 端高端餐饮仍是主要销量来源。伴随 C 端产品与消费场景持续拓展、消费教育不断深化，自有品牌占比有望继续抬升，带动产品结构优化与估值提升。

风险提示

- 1) 需求复苏不及预期
- 2) 原材料价格波动
- 3) 市场竞争加剧
- 4) 食品安全事件

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371