2026 年 11 月 01 日

食品饮料行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

食品饮料组
分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）
liuchenqian@gjzq.com.cn chenyujun@gjzq.com.cn

大众品三季报总结：业绩集中承压，关注龙头分红价值

投资逻辑：

总的来看，三季报大众品板块呈现以下特征，1）收入端，Q3 普遍降速，主要系下游餐饮需求疲软、雨水天气扰动、传统渠道持续承压、以及部分景气赛道高基数抬升。2）业绩端，Q3 多数板块成本压力加剧，叠加汇兑、海运费、税费等扰动，利润率同比下行。3)分赛道来看，乳制品需求稳健修复，尽管成本红利减退但竞争持续改善，其中龙头企业市占率持续提升，实质经营利润率提升。软饮料、餐饮链（调味品、速冻）整体动销较 Q2 环比减弱，拖累报表收入表现，其中龙头企业利润端受成本、汇兑影响较大；休闲零食高基数叠加下游渠道红利减退，收入显著降速且利润端受制于竞争普遍承压。

当前展望后续，乳制品供需有望进一步实现紧平衡，需求持续边际改善，成本上涨将进一步挤压小企业出清或放弃低价策略，龙头份额有望稳健提升。其他板块从需求和成本来看压力仍存，其中餐饮链基数逐步抬升且需求疲软态势难以快速扭转；软饮料进入淡季，渠道库存持续清理；休闲零食新渠道红利行至过半，短期行业内难以出现类似魔芋的爆品。因此我们当前推荐行业需求稳健、竞争格局稳定、护城河较深的个股，同时兼顾高分红率，推荐海天味业、颐海国际、天味食品、安井食品，关注农夫山泉、安琪酵母。

乳制品：2026 前三季度行业实现收入/利润 1455/104 亿元，分别同比+2.5%/-12.3%。第三季度行业实现收入/利润 458/33 亿元，分别同比+0.7%/-7.3%。行业需求稳步修复，上游原奶供给逐步收缩，供需逐步实现平衡。Q3 表观业绩受税率、减值等影响有所下滑，但下滑幅度较 Q2 大幅收窄，且龙头企业核心经营利润率同比改善。展望 Q4，预计春节备货窗口提前开启，送礼需求持续改善，且随着上游奶牛去化、原奶价格逐步温和上行，行业促销持续收窄。

调味品：2026 前三季度行业实现收入/利润 730/101 亿元，分别同比+6.7%/-14.7%。第三季度行业实现收入/利润 228/24 亿元，分别同比+3.4%/-37.8%。1）基础调味品：龙头 Q3 降速主要系餐饮需求持续走弱，另大豆、PET、运费等成本抬升，毛利率承压。存量竞争背景下费率抬升，最终利润率同比下滑。2）复合调味品：定制餐调企业 Q3 收入提速，系下游连锁餐饮企业具备经营韧性。天味因收并购带动收入提速，但并表费用提升，高基数下净利率回落。

休闲食品：2026 前三季度行业实现收入/利润 926/49 亿元，分别同比+29.9%/+109.7%。第三季度行业实现收入/利润 327/16 亿元，分别同比+26.4%/+20.2%。渠道红利行至后半程，新品渗透速度放缓，高基数下收入普遍降速。业绩端，受竞争加剧、渠道挤压、成本上涨等因素，生产型企业利润率逐步下行，渠道型企业如万辰净利率环比回落。

软饮料：2026 前三季度行业实现收入/利润 324/60 亿元，分别同比+8.8%/+7.0%。第三季度行业实现收入/利润 99/17 亿元，分别同比-6.8%/-17.5%。行业依旧受雨水天气影响，动销不及预期，收入端单 Q3 转向负增长，其中东鹏核心大单品 Q3 收入下滑，但茶饮品类增长亮眼。另 PET 成本大幅抬升叠加行业促销竞争加剧，整体净利率亦承压。

食品加工：2026 前三季度行业实现收入/利润 323/20 亿元，分别同比+10.6%/+2.2%。第三季度行业实现收入/利润 101/4 亿元，分别同比+7.8%/-13.4%。餐饮需求疲软的背景下，板块 Q3 收入降速，安井为代表的龙头企业通过多途径积极促增长，市占率稳步提升。利润端，多数企业向新零售渠道转型，叠加品类结构变化影响，以价换量策略下仍有承压。

风险提示

宏观经济增速放缓、原材料价格上涨风险、区域市场竞争风险、食品安全问题风险

内容目录

一、乳制品：需求稳步修复，竞争格局改善 4
二、调味品：餐饮需求疲软，龙头仍具备竞争优势 7
三、休闲食品：高基数下增速回落，渠道竞争持续加剧 11
四、软饮料：雨水天气持续扰动，PET 成本上涨挤压利润 14
五、食品加工：新渠道带来收入增量，竞争加剧利润仍承压 18
六、风险提示 19

图表目录

图表 1： 26Q3 乳制品板块收入同比增长 0.7% 4
图表 2： 26Q3 乳制品板块归母净利润同比下降 7.3% 4
图表 3： 26Q3 乳制品板块毛利率同比增长 0.6pct 4
图表 4： 26Q3 乳制品板块净利率同比下降 0.6pct 4
图表 5： 26Q3 乳制品板块销售费率同比下降 0.1pct 5
图表 6： 26Q3 乳制品板块期间费率同比增长 0.1pct 5
图表 7： 乳制品板块标的 26Q1-Q3/26Q3 营收和净利润对比 5
图表 8： 乳制品板块标的 26Q1-Q3/26Q3 毛利率和净利率对比 6
图表 9： 乳制品板块标的 26Q1-Q3/26Q3 销售、管理费率和毛销差对比 6
图表 10：乳制品板块重点公司 26-28 年盈利预测 6
图表 10： 26Q3 调味品板块收入同比增长 3.4% 7
图表 11： 26Q3 调味品板块归母净利润同比下降 37.8% 7
图表 12： 26Q3 调味品板块毛利率同比下降 3.4pct 7
图表 13： 26Q3 调味品板块净利率同比下降 6.9pct 7
图表 14： 26Q3 调味品板块销售费率同比下降 0.4pct 8
图表 15： 26Q3 调味品板块期间费率同比下降 0.7pct 8
图表 16： 26 年社零累计餐饮收入增速逐月放缓 8
图表 17： 26 年限额以上餐饮收入增速逐月放缓 8
图表 18： 调味品板块标的 26Q1-Q3/26Q3 营收和净利润对比 8
图表 19： 调味品板块标的 26Q1-Q3/26Q3 毛利率和净利率对比 9
图表 20： 基础调味品核心原材料成本回升 10
图表 21： 复合调味品核心原材料成本开始回升 10
图表 22： 调味品板块标的 26Q1-Q3/26Q3 销售、管理费率和毛销差对比 10
图表 23： 调味品重点公司 26-28 年重点标的盈利预测 11

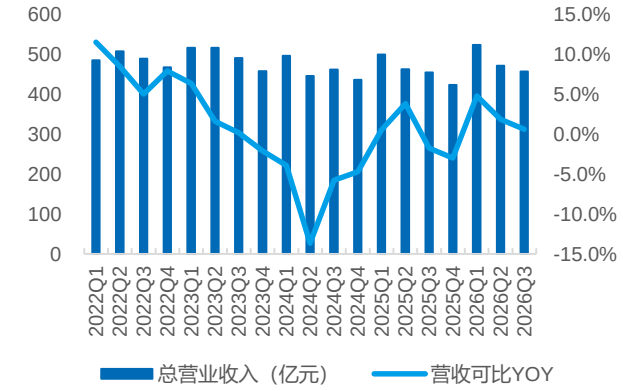
图表 24： 26Q3 休闲食品板块收入同比增长 26.4% 11
图表 25： 26Q3 休闲食品板块归母净利润同比增长 70.2% 11
图表 26： 26Q3 休闲食品板块毛利率同比下降 1.5pct 12
图表 27： 26Q3 休闲食品板块净利率同比增长 1.3pct 12
图表 28： 26Q3 休闲食品板块销售费率同比下降 1.1pct 12
图表 29： 26Q3 休闲食品板块期间费率同比下降 1.5pct 12
图表 30： 休闲食品板块标的 26Q1-Q3/26Q3 营收和净利润对比 13
图表 31： 休闲食品板块标的 26Q1-Q3/26Q3 毛利率和净利率对比 13
图表 32： 休闲食品板块标的 26Q1-Q3/26Q3 销售、管理费率和毛销差对比 13
图表 33： 26 年牛肉价格持续上涨 14
图表 34： 26 年鸭苗、毛鸭单价持续下降 14
图表 35： 休闲食品板块 26-28 年重点标的盈利预测 14
图表 36： 26Q3 软饮料板块收入同比下降 6.8% 15
图表 37： 26Q3 软饮料板块归母净利润同比下降 17.5% 15
图表 38： 26Q3 软饮料板块毛利率同比下降 0.1pct 15
图表 39： 26Q3 软饮料板块净利率同比下降 2.2pct 15
图表 40： 26Q3 软饮料板块销售费率同比下降 1.3pct 16
图表 41： 26Q3 软饮料板块期间费率同比下降 0.9pct 16
图表 42： 软饮料板块标的 26Q1-Q3/26Q3 营收和归母净利润对比 16
图表 43： 软饮料板块标的 26Q1-Q3/26Q3 毛利率和净利率对比 16
图表 44： 26Q3 软饮料行业 PET、铝等原材料成本上涨 17
图表 45： 软饮料板块标的 26Q1-Q3/26Q3 销售、管理费率和毛销差对比 17
图表 46： 软饮料板块重点公司 26-28 年盈利预测 18
图表 47： 26Q3 食品加工板块收入同比增长 7.8% 18
图表 48： 26Q3 食品加工板块归母净利润同比下降 13.4% 18
图表 49： 26Q3 食品加工板块毛利率同比下降 1.7pct 19
图表 50： 26Q3 食品加工板块净利率同比下降 1.0pct 19
图表 51： 26Q3 食品加工板块销售费率同比下降 0.1pct 19
图表 52： 26Q3 食品加工板块期间费率同比下降 0.5pct 19

一、乳制品：需求稳步修复，竞争格局改善

■ 行业综述

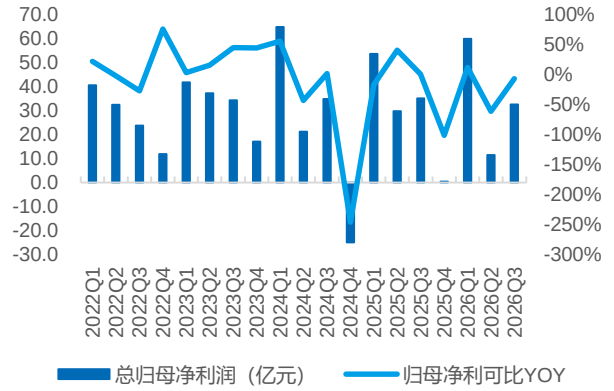
2026 前三季度乳制品行业收入 1455.0 亿元，同比增长 2.5%，2026Q2/2026Q3 行业收入分别为 472.4/458.1 亿元，同比增速分别+1.9%/+0.7%。2026 前三季度乳制品行业利润 103.7 亿元，同比下降 12.3%。2026Q2/2026Q3 行业利润分别为 11.4/32.5 亿元，2026Q2/2026Q3 行业利润同比增速分别-61.5%/-7.3%。

图表1：26Q3 乳制品板块收入同比增长 0.7%



来源：Wind，国金证券研究所

图表2：26Q3 乳制品板块归母净利润同比下降 7.3%

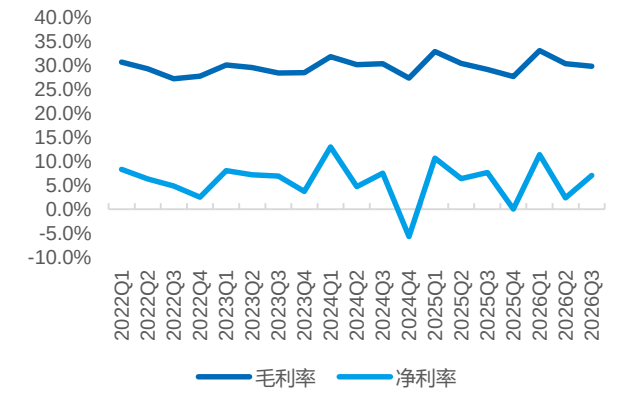


来源：Wind，国金证券研究所

2026 前三季度乳制品行业毛利率 31.2%，同比提升 0.3pct，2026Q2/2026Q3 行业毛利率分别 30.4%/29.8%，分别同比变动-0.1pct/+0.6pct。2026 前三季度乳制品行业净利率 7.1%，同比下降 1.2pct，2026Q2/2026Q3 行业净利率分别 2.4%/7.1%，分别同比变动-4.0pct/-0.6pct。

2026 前三季度乳制品行业销售费率 16.3%，同比下降 0.4pct，2026Q2/2026Q3 行业销售费率 16.8%/16.5%，分别同比变动-0.9pct/-0.1pct。 2026 前三季度乳制品行业管理+研发费率 4.8%，同比变动+0pct，2026Q2/2026Q3 行业管理+研发费率 4.9%/5.2%，分别同比变动+0.1pct/+0.2pct。2026 前三季度乳制品行业期间费率 21.1%，同比下降 0.4pct，2026Q2/2026Q3 行业期间费率 21.7%/21.7%，分别同比变动-0.7pct/+0.1pct。

图表3：26Q3 乳制品板块毛利率同比增长 0.6pct



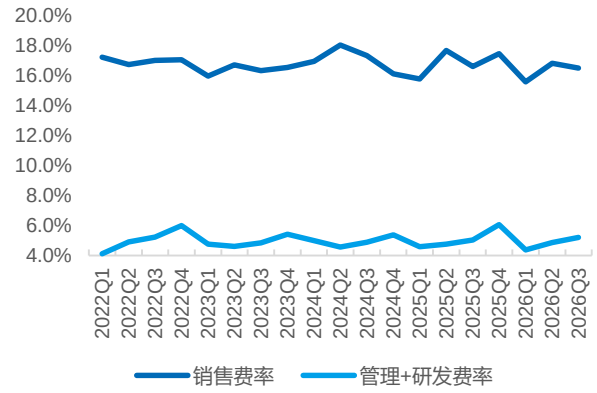
来源：Wind，国金证券研究所

图表4：26Q3 乳制品板块净利率同比下降 0.6pct



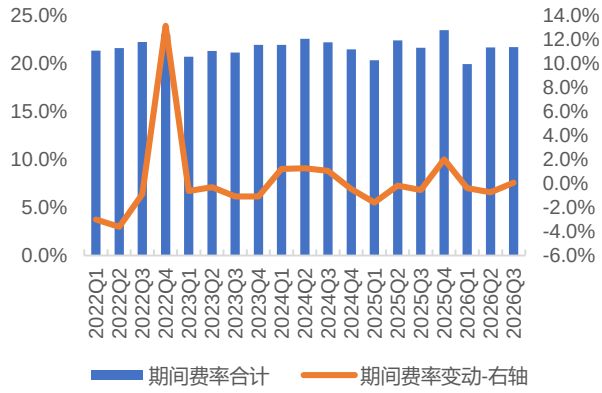
来源：Wind，国金证券研究所

图表5：26Q3 乳制品板块销售费率同比下降 0.1pct



来源：Wind，国金证券研究所

图表6：26Q3 乳制品板块期间费率同比增长 0.1pct



来源：Wind，国金证券研究所

■ 重点企业分析

从收入端来看，乳制品行业需求稳步修复，龙头企业市占率持续提升。伊利股份 26Q1-Q3 收入 938.1 亿元，同比+4%，其中 26Q3 收入 293.2 亿元，同比+2%，液态奶基本盘稳固，收入保持稳健增长；新乳业 26Q1-Q3 收入 88.6 亿元，同比+5%，26Q3 收入 30.5 亿元，同比+5%，低温鲜奶结构升级带动收入持续跑赢行业；妙可蓝多 26Q1-Q3 收入 48.7 亿元，同比+23%，奶酪主业明显修复。相比之下，天润乳业、光明乳业收入端承压，26Q3 收入分别同比+8%/-14%，光明乳业主要受需求疲软及渠道调整影响。

从成本端来看，原奶价格仍处于历史低位但同比降幅逐步收窄，行业成本红利有所减退。伊利股份 26Q1-Q3 毛利率 36%（同比持平），26Q3 毛利率 34%（同比+1pct），成本压力相对有限；妙可蓝多 26Q3 毛利率 29%（同比+1pct），环比改善；新乳业 26Q3 毛利率 27%（同比-2pct），受产品结构及成本影响略有承压。整体来看，龙头企业毛利率相对平稳，行业竞争趋缓背景下促销力度有所减弱。

从费用端来看，行业竞争秩序改善，各家费用投放整体克制。伊利股份销售费率 18%（同比持平），26Q3 毛销差 16%（同比+1pct），改善明显；新乳业 26Q3 销售费率 13%（同比-2pct），毛销差 13%（同比持平），经营效率持续提升；妙可蓝多 26Q3 毛销差 10%（同比-1pct），奶酪竞争格局改善带动盈利逐步修复。

最终落脚到利润端，受税率监管趋严及资产减值等表观扰动，龙头归母净利润同比有所下滑，但核心经营利润率实质改善。伊利股份 26Q1-Q3 归母净利润 88.0 亿元，同比-16%，26Q3 净利率 10%（同比-1pct），环比企稳；新乳业 26Q1-Q3 归母净利润 7.1 亿元，同比+13%，26Q3 净利率 8%（同比持平），盈利增速持续快于收入端；妙可蓝多 26Q3 归母净利润 0.6 亿元，同比+41%，利润弹性释放；天润乳业净利率改善明显，26Q3 净利率 4%（同比+2pct）。

图表7：乳制品板块标的 26Q1-Q3/26Q3 营收和净利润对比

股票代码	公司名称	营业收入(亿元，%)				归母净利润(亿元，%)			
		26Q1-Q3	YOY	26Q3	YOY	26Q1-Q3	YOY	26Q3	YOY
600887.SH	伊利股份	938.1	4%	293.2	2%	88.0	-16%	30.5	-6%
600882.SH	妙可蓝多	48.7	23%	15.6	12%	2.1	20%	0.6	41%
002946.SZ	新乳业	88.6	5%	30.5	5%	7.1	13%	2.4	6%
600419.SH	天润乳业	21.9	5%	7.4	8%	0.8	NA	0.3	131%
600597.SH	光明乳业	168.1	-8%	49.3	-14%	1.6	84%	-0.9	NA

来源：Wind，国金证券研究所

其中妙可蓝多 26Q3 收入 15.6 亿元，同比+12%，归母净利润 0.6 亿元，同比+41%，奶酪业务修复带动业绩高增；天润乳业 26Q3 收入 7.4 亿元，同比+8%，归母净利润 0.3 亿元，同比+131%，低基数下利润弹性释放；光明乳业 26Q3 收入 49.3 亿元，同比-14%，归母净利润-0.9 亿元，转亏主要系需求疲软及减值等扰动。

从毛利率来看，天润乳业 26Q1-Q3 毛利率 18%（同比+2pct）、26Q3 毛利率 19%（同比+4pct），受益于产品结构优化及成本改善；光明乳业 26Q3 毛利率 17%（同比+2pct），环比修复；妙可蓝多 26Q3 毛利率 29%（同比+1pct），奶酪业务盈利改善。整体来看，乳制品龙头企业毛利率相对平稳，二线乳企受产品结构及规模效应影响有所分化。

从费用端来看，各家销售费率整体平稳，伊利股份、新乳业 26Q3 销售费率分别 18%/13%（同比 0/-2pct），毛销差分别 16%/13%（同比+1pct/0pct），龙头毛销差改善。结合净利率来看，天润乳业 26Q3 净利率 4%（同比+2pct）改善明显，光明乳业受亏损影响净利率转负。展望后续，随着原奶价格温和上行、行业促销收窄，乳企毛销差有望继续改善。

图表8：乳制品板块标的 26Q1-Q3/26Q3 毛利率和净利率对比

股票代码	公司名称	毛利率(%)				净利率(%)			
		26Q1-Q3	同比变动	26Q3	同比变动	26Q1-Q3	同比变动	26Q3	同比变动
600887.SH	伊利股份	36%	0%	34%	1%	10%	-2%	10%	-1%
600882.SH	妙可蓝多	30%	0%	29%	1%	5%	0%	4%	1%
002946.SZ	新乳业	29%	0%	27%	-2%	8%	1%	8%	0%
600419.SH	天润乳业	18%	2%	19%	4%	4%	4%	4%	2%
600597.SH	光明乳业	0%	-18%	17%	2%	1%	0%	-2%	0%

来源：Wind，国金证券研究所

图表9：乳制品板块标的 26Q1-Q3/26Q3 销售、管理费率和毛销差对比

股票代码	公司名称	销售费率(%)				毛销差(%)				管理+研发费率(%)			
		26Q1-Q3	同比变动	26Q3	同比变动	26Q1-Q3	同比变动	26Q3	同比变动	26Q1-Q3	同比变动	26Q3	同比变动
600887.SH	伊利股份	18%	0%	18%	0%	18%	1%	16%	1%	5%	0%	5%	0%
600882.SH	妙可蓝多	19%	2%	19%	2%	12%	-2%	10%	-1%	5%	-2%	6%	-1%
002946.SZ	新乳业	15%	-1%	13%	-2%	13%	1%	13%	0%	3%	0%	3%	0%
600419.SH	天润乳业	7%	1%	6%	0%	12%	2%	13%	4%	4%	0%	4%	0%
600597.SH	光明乳业	0%	-12%	11%	-1%	-12%	-6%	6%	4%	4%	1%	6%	2%

来源：Wind，国金证券研究所

■ 投资建议

乳制品：上游产能去化持续推进，供需格局有望逐步改善，龙头盈利修复及股东回报价值凸显。26Q3 乳制品行业需求延续弱复苏，原奶价格仍处于历史低位，但同比降幅逐步收窄，供需矛盾呈现边际改善趋势。

1）供给端：产能去化持续推进，原奶价格已实现企稳回升。上游牧场持续亏损，推动行业主动淘汰低效产能、减少奶牛存栏，叠加牛肉价格回升带动奶牛淘汰经济性提升，行业供给收缩趋势有望延续。与此同时，海外乳制品供给调整及进口大包粉价格回升，抬升国内乳企的进口替代成本，有望对国内原奶价格形成支撑。

2）需求端：基础需求具备韧性，产品结构升级孕育增量。白奶作为日常蛋白质补充的重要来源，消费需求具备一定刚性，随着冷链物流完善及消费场景拓展，低温鲜奶渗透率有望持续提升；奶酪、黄油、稀奶油等深加工乳制品受益于烘焙、餐饮及家庭消费场景拓展，有望贡献结构性增长。

成本红利逐步回落，行业竞争秩序改善，龙头经营质量持续提升，股东回报有望同步改善。考虑到此前牧场投资减值及喷粉减值对报表形成挤压，叠加今年税率监管趋于严格，乳企归母净利润尚未恢复增长区间。展望 27 年，随着原奶价格抬升，行业价格竞争有望收紧，龙头毛销差亦有望同步改善。建议关注伊利股份、蒙牛乳业、新乳业，前二者具备规模、渠道及成本优势，现金流与高股息配置价值突出；后者受益于低温鲜奶结构升级及经营效率提升，盈利增长有望持续快于收入端。

图表 10：乳制品板块重点公司 26-28 年盈利预测

板块	公司名称	收入（亿元）			YOY			归母净利（亿元）			YOY			PE	
		26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E
乳制品	伊利股份	1210	1275	1341	4%	5%	5%	101	133	144	-13%	32%	9%	18	14

	新乳业	119	125	131	5%	5%	5%	8	10	10	15%	14%	9%	16	14
	蒙牛乳业	884	935	981	6%	5%	5%	48	55	60	209%	15%	9%	13	11

来源：iFinD，国金证券研究所（注：股价截至 2026 年 10 月 31 日，汇率采用 1HKD=0.85CNY，以上企业盈利预测均采用 ifind 一致预期）

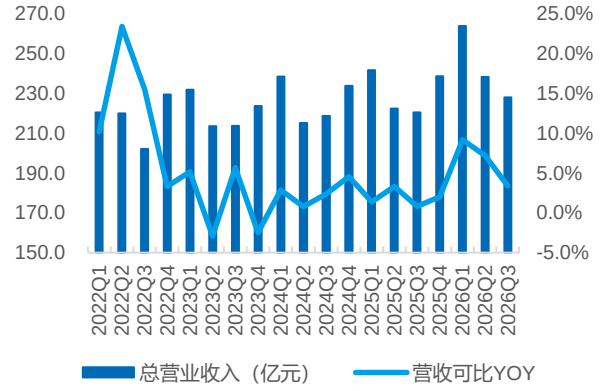
二、调味品：餐饮需求疲软，龙头仍具备竞争优势

■ 行业综述

2026 前三季度调味品行业收入 729.9 亿元，同比增长 6.7%，2026Q2/2026Q3 行业收入分别为 238.2/227.9 亿元，同比增速分别 7.1%/3.4%。2026 前三季度调味品行业利润 101.4 亿元，同比下降 14.7%。2026Q2/2026Q3 行业利润分别为 34.8/23.9 亿元，2026Q2/2026Q3 行业利润同比增速分别-0.3%/-37.8%。

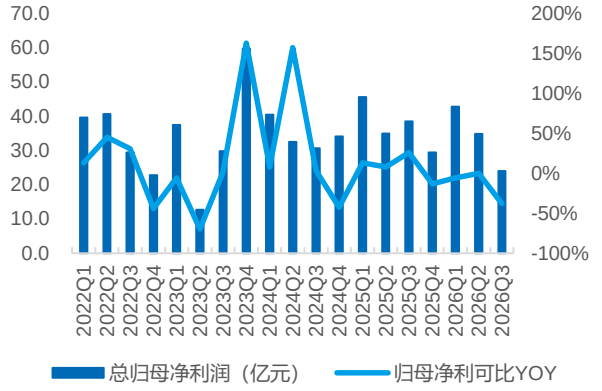
2026 前三季度调味品行业毛利率 29.9%，同比下降 2.1pct，2026Q2/2026Q3 行业毛利率分别 30.7%/27.1%，分别同比变动-1.2pct/-3.4pct。2026 前三季度调味品行业净利率 13.9%，同比下降 3.5pct，2026Q2/2026Q3 行业净利率分别 14.6%/10.5%，分别同比变动-1.1pct/-6.9pct。

图表 10：26Q3 调味品板块收入同比增长 3.4%



来源：Wind，国金证券研究所

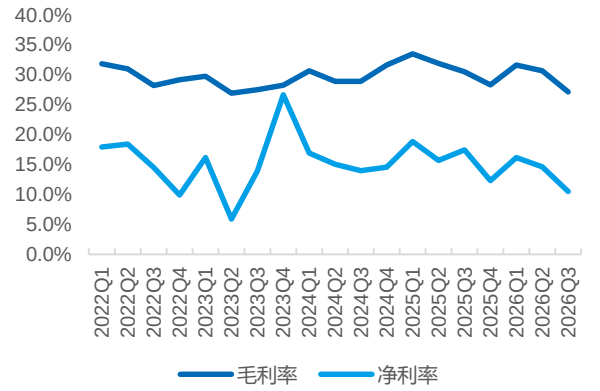
图表 11：26Q3 调味品板块归母净利润同比下降 37.8%



来源：Wind，国金证券研究所

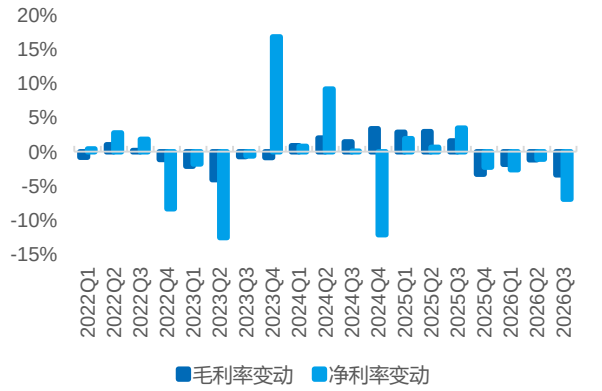
2026 前三季度调味品行业销售费率 6.6%，同比下降 0.2pct，2026Q2/2026Q3 行业销售费率 6.8%/6.9%，分别同比变动-0.2pct/-0.4pct。 2026 前三季度调味品行业管理+研发费率 3.7%，同比下降 1.8pct，2026Q2/2026Q3 行业管理+研发费率 3.8%/4.0%，分别同比变动-2.7pct/-0.3pct。2026 前三季度调味品行业期间费率 10.3%，同比下降 2.1pct，2026Q2/2026Q3 行业期间费率 10.5%/11.0%，分别同比变动-2.9pct/-0.7pct。

表 12：26Q3 调味品板块毛利率同比下降 3.4pct



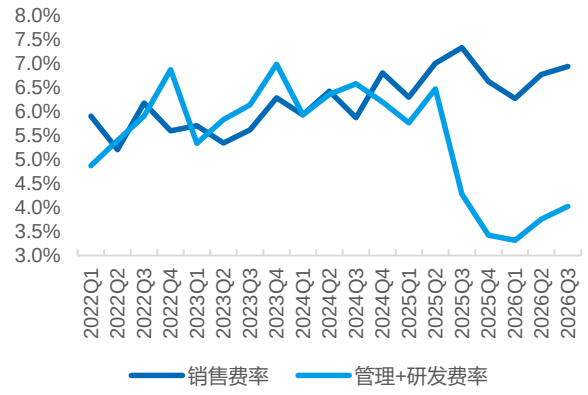
来源：Wind，国金证券研究所

表 13：26Q3 调味品板块净利率同比下降 6.9pct



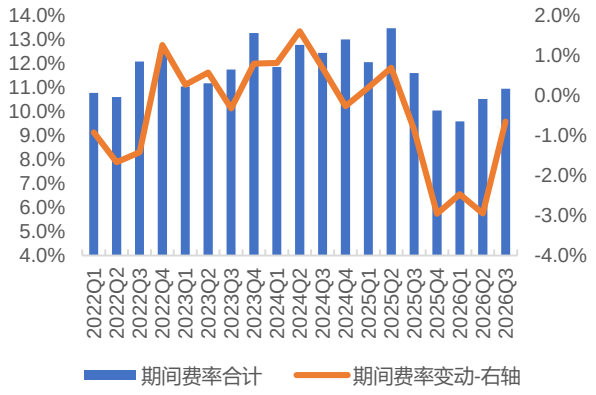
来源：Wind，国金证券研究所

表14：26Q3 调味品板块销售费率同比下降 0.4pct



来源：Wind，国金证券研究所

表15：26Q3 调味品板块期间费率同比下降 0.7pct

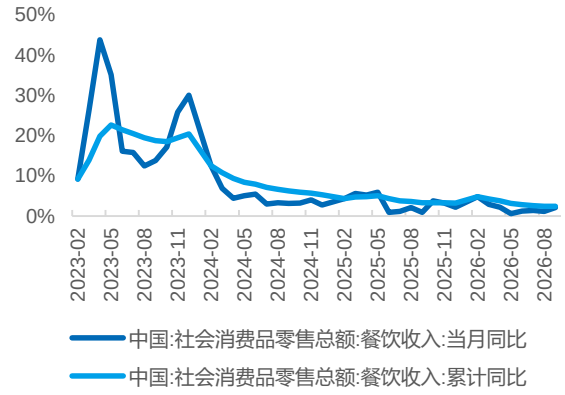


来源：Wind，国金证券研究所

■ 重点企业分析

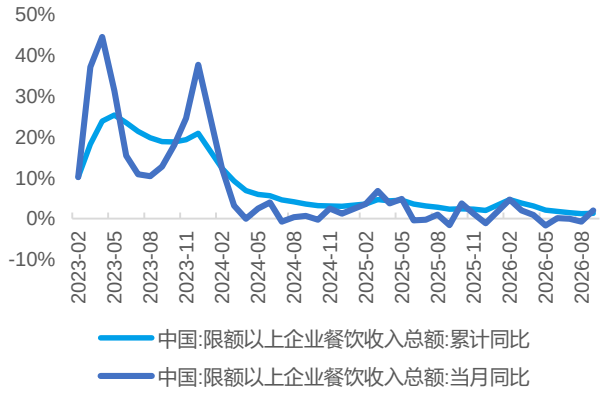
1、基础调味品：行业龙头公司 Q3 收入增速放缓，主要系 1）餐饮需求环比走弱，且大 B 亦表现疲软；另一方面是 C 端竞争加剧，市场价格竞争较为激烈，尤其原本掀起的零添加、减盐风潮并未充分体现吨价升级趋势。2）市场竞争加剧，龙头主动巩固基地市场份额，在外部市场渠道持续扩张和下沉，第二梯队企业难以获得超额增长。

表16：26 年社零累计餐饮收入增速逐月放缓



来源：国家统计局，国金证券研究所

表17：26 年限额以上餐饮收入增速逐月放缓



来源：国家统计局，国金证券研究所

从酱油龙头公司 Q3 业绩表现来看，存在明显的龙头挤压式增长效应。

1）海天味业 26Q3 营收同比基本持平、归母净利润同比下滑。26Q3 酱油/调味酱/蚝油/其他产品分别实现收入 31.72/6.15/10.69/11.30 亿元，同比-1.7%/+2.0%/-5.1%/+4.1%。调味酱、其他品类保持正增长，蚝油等品类收入下滑凸显餐饮大盘压力。

2）中炬高新 26Q3 营收 11.76 亿元，同比+14.76%，归母净利润 1.96 亿元，同比+59.6%。26Q3 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入分别为 6.4/1.5/1.0/2.0 亿元，同比+6.85%/+11.9%/+14.0%/+50.9%，其他品类高增主要系味滋美并表贡献。公司毛利率同比提升、费用投放优化，盈利能力明显改善。

3）千禾味业 26Q3 营收同比-9%，归母净利润同比-47%，业绩持续承压。期间行业面临餐饮需求疲软、行业竞争加剧等压力，公司层面则叠加外部二次舆情挑战，收入及盈利端均明显承压。

图表18：调味品板块标的 26Q1-Q3/26Q3 营收和净利润对比

股票代码	公司名称	营业收入(亿元，%)				归母净利润(亿元，%)			
		26Q1-Q3	YOY	26Q3	YOY	26Q1-Q3	YOY	26Q3	YOY
603288.SH	海天味业	225.5	4%	64.1	0%	53.8	1%	11.9	-16%

600872.SH	中炬高新	37.2	18%	11.8	15%	6.1	61%	2.0	60%
603027.SH	千禾味业	20.1	1%	6.1	-9%	2.5	-5%	0.5	-47%
603317.SH	天味食品	32.8	36%	12.5	23%	5.9	49%	2.1	1%
603170.SH	宝立食品	24.5	15%	8.5	12%	2.1	9%	0.8	8%
603755.SH	日辰股份	3.8	9%	1.4	0%	0.5	-29%	0.2	-44%
600305.SH	恒顺醋业	17.6	8%	5.3	6%	1.5	6%	0.3	-7%
600298.SH	安琪酵母	136.1	15%	44.2	14%	11.7	5%	2.9	-8%
002507.SZ	涪陵榨菜	20.7	3%	7.0	2%	6.1	-9%	2.0	-12%
300908.SZ	仲景食品	8.9	7%	3.2	6%	1.7	12%	0.6	19%

来源：Wind,国金证券研究所

2、其他基础调味品：伴随着低基数增速回暖，主要针对 C 端的恒顺醋业/涪陵榨菜/安琪酵母 26Q3 营收分别同比+6%/+2%/+14%，收入端整体回暖。其中安琪酵母主业在海外支撑及酵母蛋白等新品贡献下兑现稳健增长，其他业务亦提供增量。1）26Q3 酵母及深加工实现收入 31.60 亿元，同比+19.5%。Q3 制糖/包装/其他业务同比+50.6%/+20.8%/-14.9%，制糖、包装业务增长亮眼，其他业务小幅回落。2）26Q3 国内/国外销售收入 24.25/19.79 亿元，分别同比+10.8%/+17.3%，国内外均保持较快增长，海外表现优于国内。

从成本端来看，原材料普遍抬升，导致板块毛利率承压。26Q3 海天味业/中炬高新/千禾味业毛利率分别同比-2/+1/-4pct，海天主要系大豆及包材成本上涨、低毛利率产品占比提升，中炬毛利率改善系产品结构优化叠加内部改革成效释放，千禾毛利率下滑主要系行业竞争加剧。对于核心原材料占比更高的公司而言，毛利率波动较大，如涪陵榨菜 26Q3 毛利率同比-2pct。安琪酵母 26Q3 毛利率同比-2pct，核心原材料糖蜜成本维持低位，但同期海运费大幅提升对冲部分利好。

从费率角度看，为了对冲成本上涨影响，各家投放费用更加克制。其中海天/中炬/千禾/恒顺/榨菜/酵母 26Q3 销售费率分别同比持平/-5pct/+4pct/+3pct/-3pct/0pct，最终净利率分别同比-3pct/+5pct/-5pct/-1pct/-5pct/-2pct，中炬盈利能力明显改善，海天、千禾等盈利端承压。

3、复合调味品：营收增长普遍好于基础调味品。如宝立食品/日辰股份/天味食品 26Q3 收入增速分别为+12%/0%/+23%，主要系下游大客户为连锁餐饮企业，订单需求相对稳定。其中天味在旺季加大火锅底料铺货效率、叠加中式菜品调料并表，Q3 收入端出现明显加速；宝立定制餐调稳健增长，主要系 9 月中秋国庆备货表现好于同期，且下游餐饮大客户如百胜等具备经营韧性；日辰收入基本持平，系下游绑定的核心餐饮客户经营平淡。

复合调味品 26Q3 行业持续享受成本下行红利，但客户和产品结构变化略有扰动。核心原材料为牛油、辣椒、花椒等年初以来单价稳中有降，26Q3 天味/宝立/日辰毛利率分别同比-1pct/-2pct/-3pct。天味、宝立毛利率小幅下滑主要系产品结构变化及促销活动影响；日辰毛利率下降系并购标的艾倍棒拖累。

费用端来看，复调企业近年来部分小企业出清或者行动更加谨慎，行业竞争格局略有改善。且定制化调料多为创新产品，遵循成本加成等定价方法，不存在竞争激烈导致降价的现象。其中 26Q3 天味/宝立/日辰毛销差分别-2pct/-1pct/-4pct，最终净利率分别同比-3pct/0pct/-9pct，日辰受并购标的拖累盈利端承压明显。

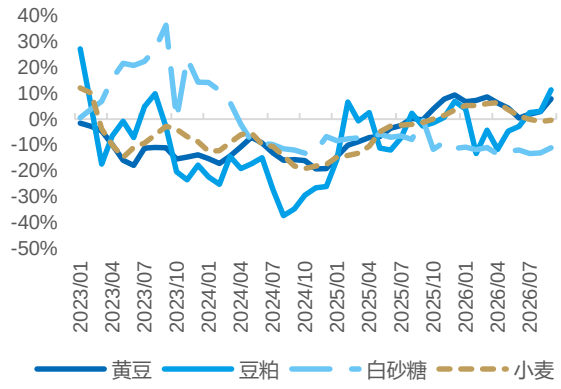
图表19：调味品板块标的 26Q1-Q3/26Q3 毛利率和净利率对比

股票代码	公司名称	毛利率(%)				净利率(%)			
		26Q1-Q3	同比变动	26Q3	同比变动	26Q1-Q3	同比变动	26Q3	同比变动
603288.SH	海天味业	40%	0%	37%	-2%	25%	-1%	19%	-3%
600872.SH	中炬高新	42%	3%	41%	1%	19%	4%	17%	5%
603027.SH	千禾味业	0%	-37%	35%	-4%	12%	-1%	7%	-5%
603317.SH	天味食品	41%	2%	40%	-1%	24%	2%	16%	-3%
603170.SH	宝立食品	0%	-33%	31%	-2%	10%	0%	10%	0%
603755.SH	日辰股份	0%	-38%	35%	-3%	13%	-7%	12%	-9%
600305.SH	恒顺醋业	36%	-1%	37%	3%	9%	0%	5%	-1%
600298.SH	安琪酵母	25%	0%	22%	-2%	10%	-1%	7%	-2%

002507.SZ	涪陵榨菜	52%	-1%	51%	-2%	31%	-4%	29%	-5%
300908.SZ	仲景食品	44%	0%	44%	0%	21%	1%	20%	2%

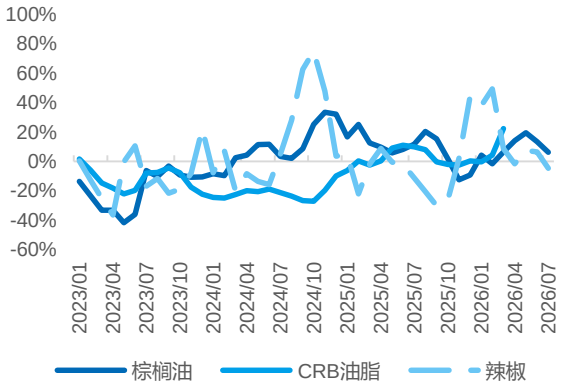
来源：Wind，国金证券研究所

图表20：基础调味品核心原材料成本回升



来源：Wind，国金证券研究所

图表21：复合调味品核心原材料成本开始回升



来源：Wind，国金证券研究所

图表22：调味品板块标的26Q1-Q3/26Q3销售、管理费率和毛销差对比

股票代码	公司名称	销售费率(%)				毛销差(%)				管理+研发费率(%)			
		26Q1-Q3	同比变动	26Q3	同比变动	26Q1-Q3	同比变动	26Q3	同比变动	26Q1-Q3	同比变动	26Q3	同比变动
603288.SH	海天味业	6%	0%	8%	0%	33%	0%	30%	-3%	6%	1%	8%	1%
600872.SH	中炬高新	12%	-2%	9%	-5%	28%	5%		6%	11%	-1%	11%	-1%
603027.SH	千禾味业	0%	-16%	20%	4%	-16%	-21%	15%	-7%	6%	-1%	6%	-1%
603317.SH	天味食品	13%	-1%	12%	1%	28%	3%	28%	-2%	6%	0%	7%	2%
603170.SH	宝立食品	0%	-15%	13%	-1%	-15%	-19%	18%	-1%	4%	0%	4%	0%
603755.SH	日辰股份	0%	-4%	4%	1%	-4%	-34%	30%	-4%	13%	2%	11%	3%
600305.SH	恒顺醋业	17%	0%	20%	3%	19%	0%	17%	0%	8%	-1%	10%	0%
600298.SH	安琪酵母	5%	0%	6%	0%	20%	0%	16%	-2%	7%	0%	7%	-1%
002507.SZ	涪陵榨菜	16%	0%	15%	-3%	36%	-2%	36%	1%	4%	1%	5%	1%
300908.SZ	仲景食品	14%	-1%	13%	-1%	30%	1%	31%	1%	9%	0%	8%	-1%

来源：Wind，国金证券研究所

■ 盈利预测与投资建议

基础调味品：需求端仍有承压，龙头份额提升逻辑不变。 26Q3 餐饮需求整体偏弱，行业竞争有所加剧，部分企业收入增速放缓，费用投入及渠道调整对盈利端形成一定扰动。中长期来看，基础调味品需求具备较强刚性，行业集中度仍有提升空间，龙头凭借品牌、渠道及供应链优势，有望持续实现份额提升。建议重点关注具备新品及渠道拓展能力的龙头海天味业，以及出海扩张+酵母蛋白新品双线并行的安琪酵母。

复合调味品：行业增长呈结构性趋势，C 端竞争格局改善、B 端渗透率提升仍是主线方向。26Q3 复调行业延续结构性分化，C 端受消费需求偏弱及行业竞争影响，传统火锅底料等成熟品类增长承压，但中式菜品调料、零添加及高性价比产品仍具备结构性机会。B 端受益于餐饮连锁化及降本增效需求，定制餐调渗透率有望持续提升，但短期餐饮需求疲弱仍对订单增长形成一定制约。展望后续，建议关注具备研发创新、柔性生产及客户服务能力的龙头企业宝立食品、颐海国际。

图表23：调味品重点公司 26-28 年重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入（亿元）			YOY			归母净利（亿元）			YOY			PE	
		26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E
基础调味品	海天味业	298	320	346	3%	7%	8%	71	77	87	0%	9%	12%	29	26
	中炬高新	47	53	57	13%	10%	9%	8	9	10	41%	16%	11%	18	16
	千禾味业	27	30	34	4%	13%	11%	3	4	5	-5%	21%	18%	30	25
	安琪酵母	193	220	250	15%	14%	13%	17	20	23	8%	22%	16%	19	15
复合调味品	天味食品	45	51	56	30%	15%	10%	8	9	10	32%	15%	11%	17	14
	颐海国际	73	79	86	11%	9%	8%	10	11	12	15%	11%	9%	14	12

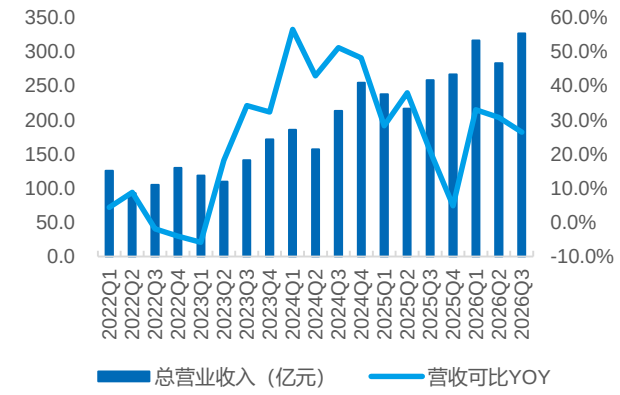
来源：Wind，国金证券研究所（注：股价截至 2026 年 10 月 31 日，汇率采用 1HKD=0.85CNY，千禾味业采用 ifind 一致预期）

三、休闲食品：高基数下增速回落，渠道竞争持续加剧

■ 行业综述

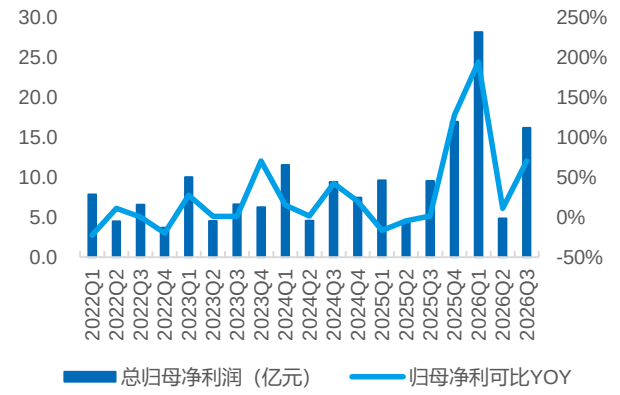
2026 前三季度休闲食品行业收入 925.6 亿元，同比增长 29.9%，2026Q2/2026Q3 行业收入分别为 283.1/326.4 亿元，同比增速分别 30.2%/26.4%。 2026 前三季度休闲食品行业利润 49.1 亿元，同比增长 10.9%。2026Q2/2026Q3 行业利润分别为 4.8/16.2 亿元，2026Q2/2026Q3 行业利润同比增速分别 11.0%/70.2%。

图表24：26Q3 休闲食品板块收入同比增长 26.4%



来源：Wind，国金证券研究所(注：22 年万辰集团纳入板块)

图表25：26Q3 休闲食品板块归母净利润同比增长 70.2%

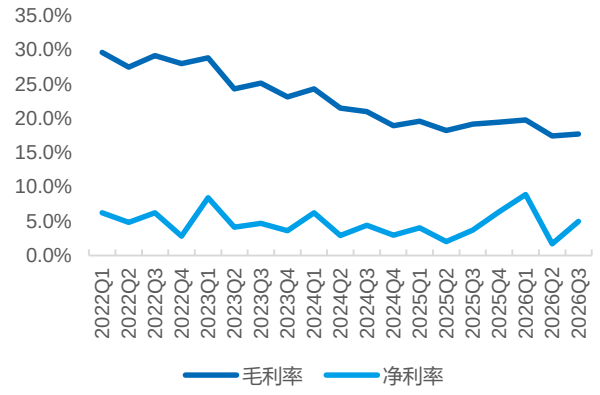


来源：Wind，国金证券研究所(注：22 年万辰集团纳入板块)

2026 前三季度休闲食品行业毛利率 18.3%，同比下降 0.7pct，2026Q2/2026Q3 行业毛利率分别 17.4%/17.7%，分别同比-0.8pct/-1.5pct。 2026 前三季度休闲食品行业净利率 5.3%，同比提升 2.0pct，2026Q2/2026Q3 行业净利率分别为 1.7%/4.9%，分别同比-0.3pct/+1.3pct。

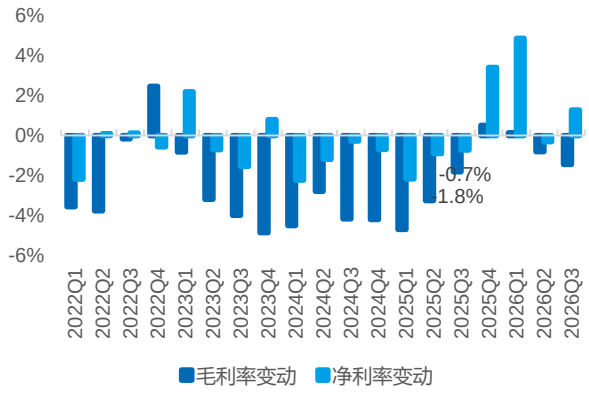
2026 前三季度休闲食品行业销售费率 7.6%，同比下降 1.7pct，2026Q2/2026Q3 行业销售费率 7.3%/7.4%，分别同比变动-1.9pct/-1.1pct。 2026 前三季度休闲食品行业管理+研发费率 3.9%，同比下降 0.4pct，2026Q2/2026Q3 行业管理+研发费率 4.4%/3.8%，分别同比变动-0.4pct/-0.4pct。2026 前三季度休闲食品行业期间费率 11.5%，同比下降 2.1pct，2026Q2/2026Q3 行业期间费率 11.6%/11.2%，分别同比变动-2.4pct/-1.5pct。

图表26：26Q3休闲食品板块毛利率同比下降1.5pct



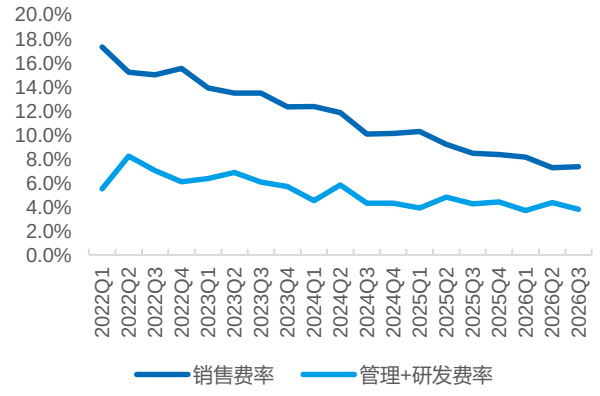
来源：Wind，国金证券研究所(注：22年万辰集团纳入板块)

图表27：26Q3休闲食品板块净利率同比增长1.3pct



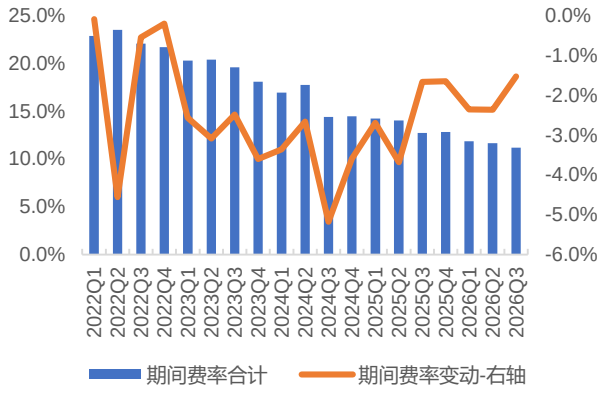
来源：Wind，国金证券研究所(注：22年万辰集团纳入板块)

图表28：26Q3休闲食品板块销售费率同比下降1.1pct



来源：Wind，国金证券研究所(注：22年万辰集团纳入板块)

图表29：26Q3休闲食品板块期间费率同比下降1.5pct



来源：Wind，国金证券研究所(注：22年万辰集团纳入板块)

■ 重点企业分析

盐津铺子Q3收入同比-2%，降速主要系公司主动优化经销商质量、调整产品规格、收缩电商渠道低毛利品类，除魔芋外其他品类多数承压。甘源食品、劲仔食品Q3收入分别同比-6%/+11%，甘源降速主要系渠道及品类调整，劲仔受益于零食量贩定量装等产品布局，线下传统渠道持续铺货，收入保持正增长。 有友Q3收入同比+40%，主要系大单品在山姆渠道持续环比爬坡，线下渠道维持高增长。万辰集团Q3收入同比+49%，主要系门店数快速增长贡献，Q3开店数环比提速，单店收入预计有小幅承压。

从成本端来看，坚果、棕榈油、鳀鱼干等成本持续上涨，叠加产品和渠道结构变化，行业内公司毛利率普遍下滑，如盐津/洽洽/劲仔/甘源/有友26Q3毛利率分别同比-2/+2/-3/-1/-7pct，其中洽洽毛利率改善明显，主要系葵花籽原料价格下行红利持续释放；盐津、有友等毛利率承压，主要系原材料成本抬升及产品、渠道结构变化。

从费用端来看，随着市场竞争加剧，各家费用投放分化，盐津/洽洽/劲仔/甘源/有友单Q3销售费率分别同比+3/+1/-1/-4/-3pct。盐津销售费率上行主要系品牌营销及渠道投入处于高位；甘源销售费率下降主要系渠道结构优化。结合毛利率表现，盐津/洽洽/劲仔/甘源/有友单Q3毛销差分别同比-6/+1/-2/+3/-4pct，其中洽洽、甘源毛销差改善，盐津、有友毛销差收窄。

最终落脚到净利率角度看，26Q3 盐津/有友/甘源/劲仔/洽洽净利率分别同比-5/-4/0/-2/+3pct，洽洽净利率改善明显，盐津、有友净利率承压。万辰集团凭借较强规模优势，强化上游议价权，但门店扩张期投入增加，26Q3净利率同比基本持平。

图表30：休闲食品板块标的26Q1-Q3/26Q3营收和净利润对比

股票代码	公司名称	营业收入(亿元，%)				归母净利润(亿元，%)			
		26Q1-Q3	YOY	26Q3	YOY	26Q1-Q3	YOY	26Q3	YOY
002847.SZ	盐津铺子	45.3	2%	14.6	-2%	5.8	-4%	1.5	-34%
002991.SZ	甘源食品	16.2	6%	5.5	-6%	1.6	0%	0.8	-7%
003000.SZ	劲仔食品	21.4	18%	7.6	11%	1.6	-10%		-20%
002557.SZ	洽洽食品	53.6	19%	18.6	6%	3.9	131%	1.4	79%
603697.SH	有友食品	17.0	36%	6.6	40%	1.9	7%	0.6	-5%
300783.SZ	三只松鼠	73.2	-6%	20.4	-10%	2.6	60%	0.1	-66%
603719.SH	良品铺子	44.4	7%	12.9	-2%	0.2	NA	0.0	NA
300972.SZ	万辰集团	556.3	52%	207.9	49%	18.4	115%	6.3	64%
603517.SH	绝味食品	38.6	-9%	13.4	-7%	1.7	-40%	0.3	-68%
002695.SZ	煌上煌	16.3	18%	4.1	3%	1.0	2%	0.2	-29%
603057.SH	紫燕食品	26.8	7%	10.2	-2%	1.3	-33%	0.6	-29%

来源：Wind，国金证券研究所（注：良品铺子24Q3、26Q3均亏损）

其中绝味/煌上煌/紫燕26Q3收入分别同比-7%/+3%/-2%，煌上煌收入端回正，预计系单店收入开始修复，门店数因投资回报期较长，仍处于陆续出清状态。

从成本端来看，鸭副价格自23年以来呈震荡下行趋势，卤味连锁在成本端持续受益，因鸭副等禽类成本降幅较大，绝味/煌上煌/紫燕食品26Q1-Q3毛利率分别同比-5/-3/-2pct，Q3仍延续原材料价格同比下行趋势，利润弹性持续释放。

从费用端来看，各家持续精简门店、降本增效，销售费率和管理费率整体维持平稳。26Q1-Q3绝味食品/煌上煌/紫燕食品销售费率分别同比-1/-2/+1pct，最终净利率分别-2/-1/-3pct，行业利润率整体仍承压。

图表31：休闲食品板块标的26Q1-Q3/26Q3毛利率和净利率对比

股票代码	公司名称	毛利率(%)				净利率(%)			
		26Q1-Q3	同比变动	26Q3	同比变动	26Q1-Q3	同比变动	26Q3	同比变动
002847.SZ	盐津铺子	31%	1%	29%	-2%	13%	-1%	11%	-5%
002991.SZ	甘源食品	33%	-2%	36%	-1%	10%	-1%	14%	0%
003000.SZ	劲仔食品	26%	-4%	26%	-3%	9%	-2%	6%	-2%
002557.SZ	洽洽食品	26%	4%	27%	2%	9%	4%	8%	3%
603697.SH	有友食品	0%	-27%	20%	-7%	15%	-3%	9%	-4%
300783.SZ	三只松鼠	26%	1%	24%	-2%	3%	1%	0%	-1%
603719.SH	良品铺子	27%	2%	28%	2%	0%	3%	0%	2%
300972.SZ	万辰集团	13%	1%	13%	1%	5%	1%	3%	0%
603517.SH	绝味食品	25%	-5%	23%	-8%	4%	-2%	2%	-5%
002695.SZ	煌上煌	30%	-3%	35%	-1%	7%	-1%	4%	-2%
603057.SH	紫燕食品	21%	-2%	21%	-2%	5%	-3%	6%	-2%

来源：Wind，国金证券研究所

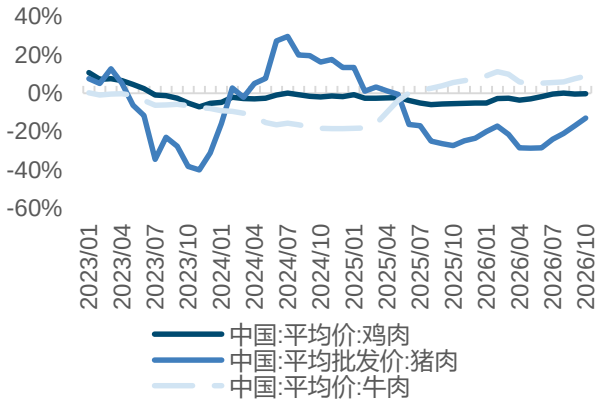
图表32：休闲食品板块标的26Q1-Q3/26Q3销售、管理费率和毛销差对比

股票代码	公司名称	销售费率(%)				毛销差(%)				管理+研发费率(%)			
		26Q1-Q3	同比变动	26Q3	同比变动	26Q1-Q3	同比变动	26Q3	同比变动	26Q1-Q3	同比变动	26Q3	同比变动
002847.SZ	盐津铺子	11%	2%	12%	3%	21%	-1%	17%	-6%	5%	0%	5%	1%
002991.SZ	甘源食品	16%	-2%	13%	-4%	15%	0%	23%	3%	5%	-1%	5%	0%
003000.SZ	劲仔食品	12%	-2%	13%	-1%	12%	-1%	13%	-2%	6%	0%	5%	0%
002557.SZ	洽洽食品	12%	0%	11%	1%	15%	4%	15%	1%	6%	-1%	5%	-1%
603697.SH	有友食品	0%	-8%	5%	-3%	-8%	-19%	15%	-4%	3%	0%	3%	0%

300783. SZ	三只松鼠	18%	-3%	19%	-2%	5%	4%	5%	1%	4%	1%	5%	1%
603719. SH	良品铺子	22%	-2%	23%	0%	3%	4%	5%	2%	4%	-1%	4%	-1%
300972. SZ	万辰集团	3%	0%	4%	1%	10%	1%	9%	0%	3%	0%	3%	0%
603517. SH	绝味食品	9%	-1%	9%	0%	15%	-4%	14%	-7%	10%	1%	10%	1%
002695. SZ	煌上煌	10%	-2%	14%	0%	18%	-1%	21%	0%	11%	-1%	14%	1%
603057. SH	紫燕食品	7%	1%	6%	1%	15%	-3%	15%	-3%	7%	0%	6%	0%

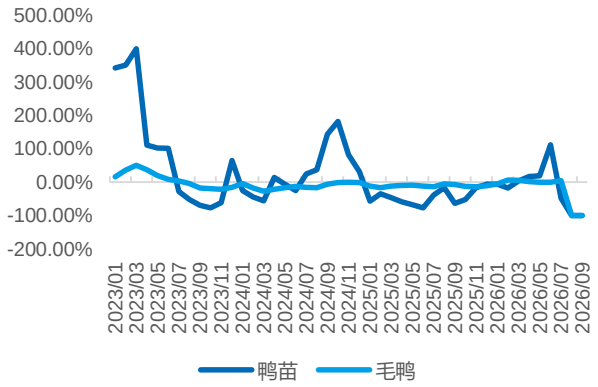
来源：Wind，国金证券研究所

图表33：*26 年牛肉价格持续上涨*



来源：Wind，国金证券研究所

图表34：*26 年鸭苗、毛鸭单价持续下降*



来源：Wind，国金证券研究所

■ 盈利预测及投资建议

26Q3 零食板块收入端延续分化，下游零食量贩渠道仍加速开店实现较快收入增长，上游生产型企业新渠道红利贡献减弱、传统渠道持续收缩，叠加原材料成本上涨，企业盈利能力有所承压。当前板块估值整体处于较低水平，建议从经营改善及股东回报两个维度寻找投资机会。1）经营改善主线关注渠道调整逐步到位、新品储备丰富、具备盈利修复弹性的企业，关注盐津铺子、卫龙美味。2）股息主线：关注经营现金流稳健、分红意愿较强的传统零食龙头，建议关注洽洽食品，随着坚果成本下行，盈利能力有望持续修复，分红率 70%以上，股息率具备配置价值。

图表35：休闲食品板块 26-28 年重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入（亿元）			YOY			归母净利（亿元）			YOY			PE	
		26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E
休闲零食	盐津铺子	60	66	73	5%	10%		7	9	10	0%	15%	21%	15	13
	劲仔食品	29	35	40	17%	15%	12%	2	3	3	-8%	19%	17%	18	15
	洽洽食品	75	82	88	14%	10%	7%	6	7	8	74%	26%	11%	17	13
	卫龙	79	87	98	9%	10%	10%	16	18	21	10%	14%	11%	9	7

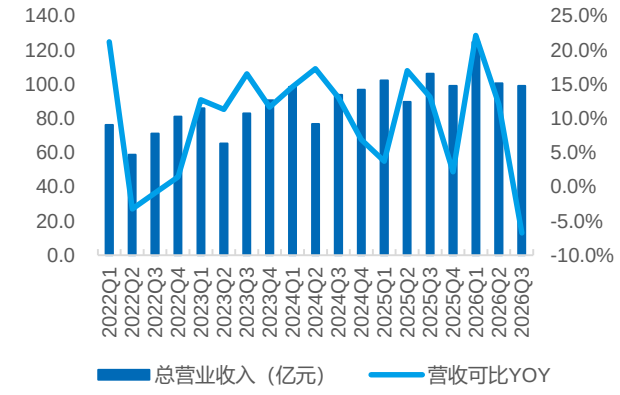
来源：Wind，国金证券研究所（注：股价截至 2026 年 10 月 31 日，汇率采用 1HKD=0.85CNY，）

四、软饮料：雨水天气持续扰动，PET 成本上涨挤压利润

■ 行业综述

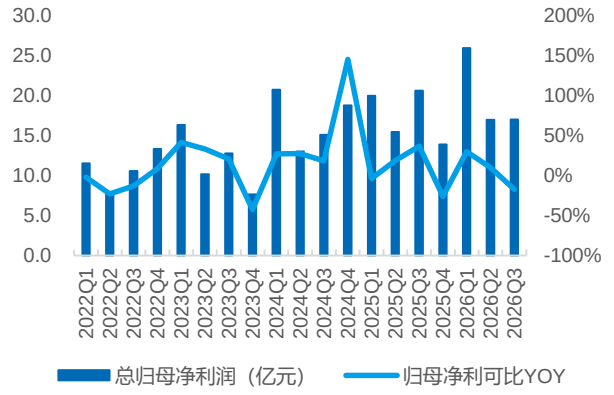
2026 前三季度软饮料行业收入 324.4 亿元，同比增长 8.8%，2026Q2/2026Q3 行业收入分别为 100.6/99.0 亿元，同比增速分别 12.1%/-6.8%。2026 前三季度软饮料行业利润 59.9 亿元，同比增长 7.0%。2026Q2/2026Q3 行业利润分别为 17.0/17.0 亿元，2026Q2/2026Q3 行业利润同比增速分别 9.9%/-17.5%。

图表36：26Q3 软饮料板块收入同比下降 6.8%



来源：Wind，国金证券研究所

图表37：26Q3 软饮料板块归母净利润同比下降 17.5%

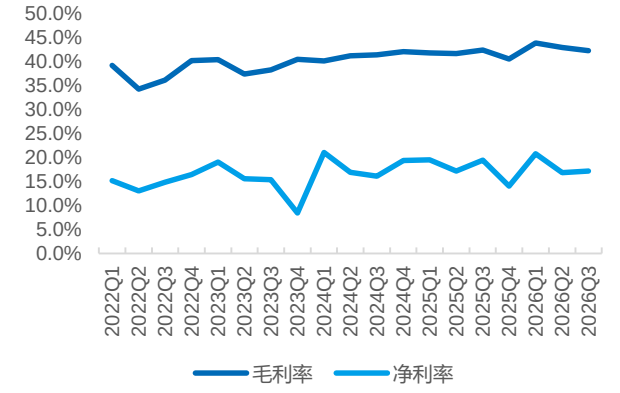


来源：Wind，国金证券研究所

2026 前三季度软饮料行业毛利率 43.1%，同比提升 1.1pct，2026Q2/2026Q3 行业毛利率分别 43.0%/42.3%，分别同比+1.3pct/-0.1pct。 2026 前三季度软饮料行业净利率 18.5%，同比下降 0.3pct，2026Q2/2026Q3 行业净利率分别 16.9%/17.2%，分别同比变动-0.3pct/-2.2pct。

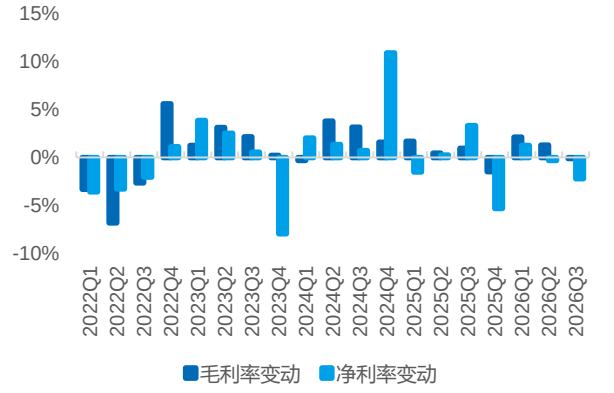
2026 前三季度软饮料行业销售费率 14.9%，同比下降 0.4pct，2026Q2/2026Q3 行业销售费率 17.1%/13.2%，分别同比变动+0.3pct/-1.3pct。 2026 前三季度软饮料行业管理+研发费率 4.3%，同比提升 0.2pct，2026Q2/2026Q3 行业管理+研发费率 5.1%/4.6%，分别同比变动 +0.6pct/+0.4pct 。 2026 前三季度软饮料行业期间费率 19.2%，同比下降 0.2pct，2026Q2/2026Q3 行业期间费率 22.2%/17.8%，分别同比变动+0.9pct/-0.9pct。

图表38：26Q3 软饮料板块毛利率同比下降 0.1pct



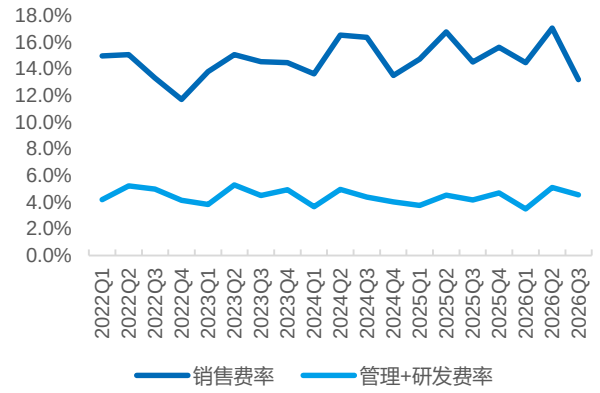
来源：Wind，国金证券研究所

图表39：26Q3 软饮料板块净利率同比下降 2.2pct



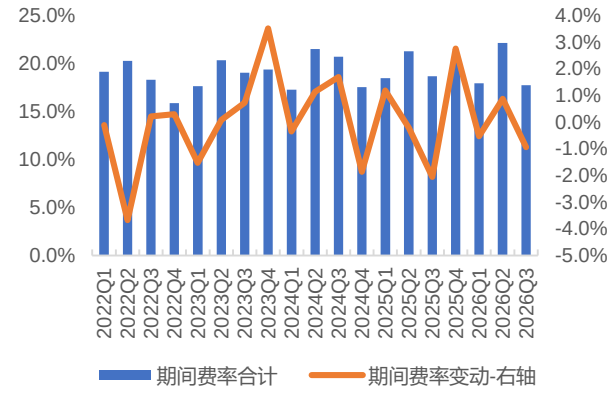
来源：Wind，国金证券研究所

图表40：26Q3 软饮料板块销售费率同比下降 1.3pct



来源：Wind，国金证券研究所

图表41：26Q3 软饮料板块期间费率同比下降 0.9pct



来源：Wind，国金证券研究所

从收入端来看，Q3 软饮行业依旧雨水天气及竞争加剧影响，动销不及预期。行业呈现传统品类竞争加剧、新兴品类高技术增速放缓。其中百润股份受益于预调酒、威士忌新品铺货、表现相对稳健。而东鹏饮料 Q3 收入端增速放缓，尤其核心大单品收入下滑。多数传统赛道龙头如李子园、香飘飘等收入端仍有下滑压力。一方面系市场需求变化，消费者倾向于选择具备健康性、功能性的饮料，以满足特定需求为主。另一方面系渠道能力差异，如东鹏、农夫等龙头具备较强的渠道资源优势及高效的渠道管理能力，依旧通过第二曲线开发、冰冻化陈列、数字化管控等手段实现增长。具体而言，26Q3 东鹏饮料/百润股份/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品收入增速分别为+1%/+8%/-5%/-10%/-14%/+4%，

其中东鹏饮料 6Q1-Q3/Q3 收入增速分别为+10.4%/+0.8%，Q3 归母净利润同比-7.8%。1）分产品，26Q3 东鹏特饮/补水啦/其他饮料实现营收 38.4/13.6/9.4 亿元，同比-8.6%/+0.5%/+72.7%，其中茶饮品类收入同增 145%。特饮收入同比下滑，主要系去年同期基数较高叠加 Q3 餐饮及动销需求走弱；补水啦收入基本持平；其他饮料（含茶饮等第二曲线）保持高增。2）分渠道，26Q3 经销/直营/线上渠道实现营收 49.0/8.8/3.6 亿元，同比-4.9%/+17.7%/+82.4%，直营及线上渠道高增。3）Q3 归母净利润同比下滑，主要系公允价值变动损益拖累（Q3 公允价值变动损益-0.25 亿元，上年同期为+1.20 亿元），销售全国化持续推进。

图表42：软饮料板块标的 26Q1-Q3/26Q3 营收和归母净利润对比

股票代码	公司名称	营业收入(亿元，%)				归母净利润(亿元，%)			
		26Q1-Q3	YOY	26Q3	YOY	26Q1-Q3	YOY	26Q3	YOY
605499.SH	东鹏饮料	186.0	10%	61.5	1%	41.4	10%	12.8	-8%
002568.SZ	百润股份	25.0	10%	8.5	8%	6.6	20%	1.8	14%
605337.SH	李子园	9.4	-3%	3.4	-5%	1.0	-32%	0.3	-32%
603711.SH	香飘飘	18.6	10%	5.8	-10%	0.1	NA	0.0	-88%
000848.SZ	承德露露	20.3	4%	4.9	-14%	3.7	-2%	0.8	-39%
603156.SH	养元饮品	50.0	28%	15.0	4%	11.3	1%	2.8	-26%

来源：Wind，国金证券研究所

从成本端来看，随着占比较大的 PET/白糖/纸箱等原材料逐步上涨，板块 Q3 毛利率开始下降，叠加产品结构、促销等因素更强化毛利率端压力。26Q3 东鹏/百润/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品毛利率分别同比 0/+1/-7/-4/-4/-2pct。其中百润毛利率改善明显，主要系产品结构优化及预调酒业务盈利贡献；李子园、香飘飘、承德露露等毛利率下滑明显，主要系成本及产品结构影响。

图表43：软饮料板块标的 26Q1-Q3/26Q3 毛利率和净利率对比

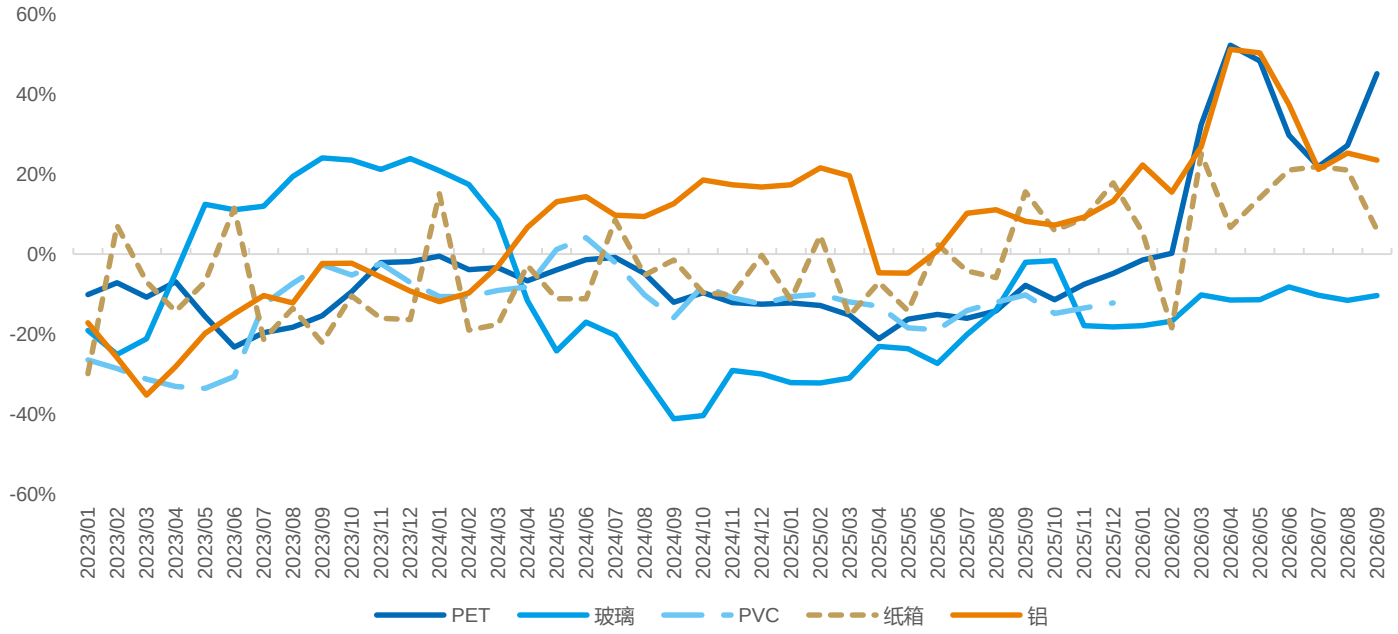
股票代码	公司名称	毛利率(%)				净利率(%)			
		26Q1-Q3	同比变动	26Q3	同比变动	26Q1-Q3	同比变动	26Q3	同比变动
605499.SH	东鹏饮料	47%	3%	46%	0%	25%	0%	21%	-2%

002568.SZ	百润股份	71%	1%	72%	1%	29%	2%	22%	1%
605337.SH	李子园	0%	-39%	31%	-7%	10%	-5%	10%	-4%
603711.SH	香飘飘	35%	2%	35%	-4%	1%	6%	0%	-1%
000848.SZ	承德露露	46%	1%	41%	-4%	19%	-1%	16%	-6%
603156.SH	养元饮品	41%	-3%	41%	-2%	29%	-6%	18%	-8%

来源：Wind，国金证券研究所

从费率端来看，终端需求疲软+市场竞争加剧，行业多数个股强化费用投放，同时内部优化管理和研发费用。26Q3 东鹏/百润/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品销售费率分别同比-2/+1/-5/-5/+3/0pct，东鹏 Q3 销售费率下降主要系冰柜费用、体育赛事宣传投放前置叠加公司主动优化费用投放结构。最终从净利率的角度看，单 Q3 多数企业仍呈现承压状态，龙头表现相对稳健。26Q3 东鹏/百润/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品净利率分别同比-2/+1/-4/-1/-6/-8pct，板块盈利端整体承压。

图表44：26Q3 软饮料行业 PET、铝等原材料成本上涨



来源：Wind，国金证券研究所

图表45：软饮料板块标的 26Q1-Q3/26Q3 销售、管理费率和毛销差对比

股票代码	公司名称	销售费率(%)				毛销差(%)				管理+研发费率(%)			
		26Q1-Q3	同比变动	26Q3	同比变动	26Q1-Q3	同比变动	26Q3	同比变动	26Q1-Q3	同比变动	26Q3	同比变动
605499.SH	东鹏饮料	16%	0%	13%	-2%	32%	3%	32%	2%	3%	1%	4%	1%
002568.SZ	百润股份	24%	1%	28%	1%	49%	0%	44%	1%	10%	-1%	10%	0%
605337.SH	李子园	0%	-15%	11%	-5%	-15%	-24%	20%	-2%	9%	1%	8%	1%
603711.SH	香飘飘	23%	-7%	21%	-5%	5%	9%	14%	1%	11%	0%	13%	2%
000848.SZ	承德露露	21%	2%	18%	3%	27%	-1%	23%	-7%	3%	0%	4%	1%
603156.SH	养元饮品	9%	-3%	10%	0%	29%	0%	30%	-2%	2%	0%	2%	0%

来源：Wind，国金证券研究所

■ 盈利预测与投资建议

软饮料：旺季需求承压，叠加成本压力加大，优选具备份额提升能力及多品类成长空间的龙头。26Q3 受消费需求疲弱、部分区域雨水天气及行业竞争加剧影响，板块收入增速整体放缓，传统品类增长承压。成本端来看，PET 等包材价格大幅上涨，叠加终端促销及渠道

费用投入，行业毛销差有所承压，利润端弹性弱于收入端。

展望 Q4，随着饮料消费进入传统淡季，短期需求端缺乏明显催化，预计行业仍将延续结构性分化趋势。中长期来看，行业集中度提升及品类创新仍是核心增长驱动力，建议优选具备品牌、渠道及供应链优势，能够通过新品培育实现多品类扩张的龙头企业，推荐农夫山泉，同时建议关注东鹏饮料大单品动销修复、百润股份烈酒新品渠道拓展。

图表46：软饮料板块重点公司 26-28 年盈利预测

板块	公司名称	收入（亿元）			YOY			归母净利（亿元）			YOY			PE	
		26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E
软饮料	东鹏饮料	229	258	289	10%	13%	11%	49	54	66	10%	10%	24%	15	13
	百润股份	32	37	42	11%	14%	13%	8	9	11	20%	15%	14%	23	20
	农夫山泉	600	677	757	15%	13%	12%	179	206	233	13%	15%	13%	23	20

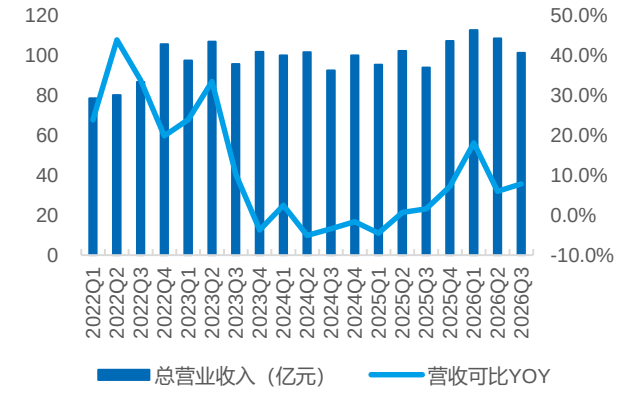
来源：Wind，国金证券研究所（注：股价截至 2026 年 10 月 31 日，汇率采用 1HKD=0.85CNY）

五、食品加工：新渠道带来收入增量，竞争加剧利润仍承压

■ 行业综述

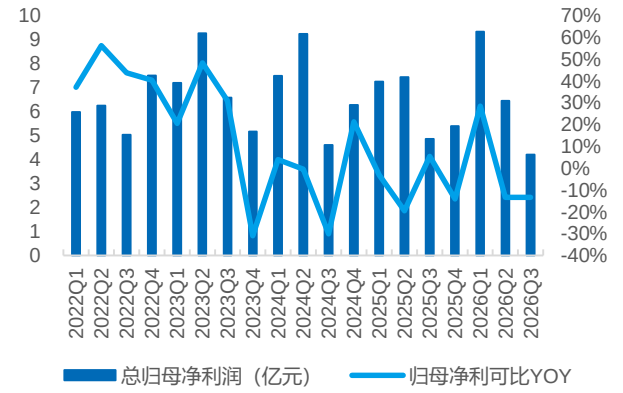
2026 前三季度食品加工行业收入 323.0 亿元，同比增长 10.6%，2026Q2/2026Q3 行业收入分别为 108.7/101.4 亿元，同比增速分别 6.0%/7.8%。 2026 前三季度食品加工行业利润 20.0 亿元，同比增长 2.2%。2026Q2/2026Q3 行业利润分别为 6.4/4.2 亿元，2026Q2/2026Q3 行业利润同比增速分别-13.3%/-13.4%。

图表47：26Q3 食品加工板块收入同比增长 7.8%



来源：Wind，国金证券研究所

图表48：26Q3 食品加工板块归母净利润同比下降 13.4%

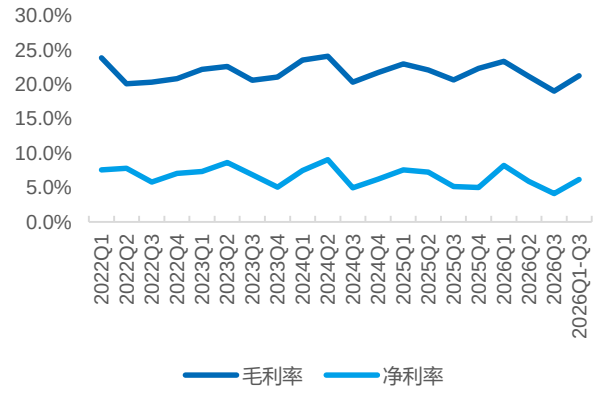


来源：Wind，国金证券研究所

2026 前三季度食品加工行业毛利率 21.3%，同比下降 0.7pct，2026Q2/2026Q3 行业毛利率分别 21.2%/19.0%，分别同比变动-0.9pct/-1.7pct。 2026 前三季度食品加工行业净利率 6.2%，同比下降 0.5pct，2026Q2/2026Q3 行业净利率分别 5.9%/4.1%，分别同比变动-1.3pct/-1.0pct

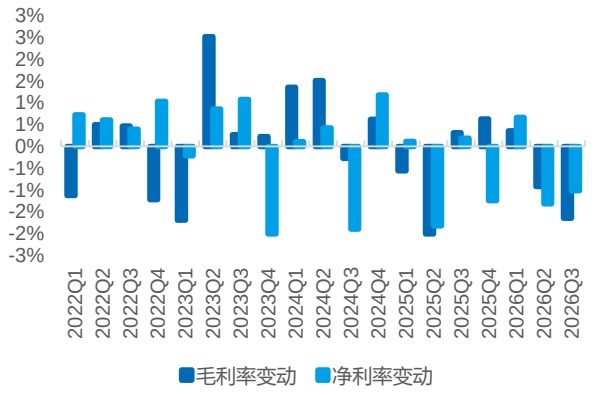
2026 前三季度食品加工行业销售费率 8.0%，同比下降 0.1pct，2026Q2/2026Q3 行业销售费率 7.4%/8.2%，分别同比变动-0.2pct/-0.1pct。2026 前三季度食品加工行业管理+研发费率 4.7%，同比下降 0.4pct，2026Q2/2026Q3 行业管理+研发费率 5.0%/4.9%，分别同比变动-0.1pct/-0.4pct。 2026 前三季度食品加工行业期间费率 12.7%，同比下降 0.5pct，2026Q2/2026Q3 行业期间费率 12.4%/13.2%，分别同比变动-0.3pct/-0.5pct。

图表49：26Q3 食品加工板块毛利率同比下降 1.7pct



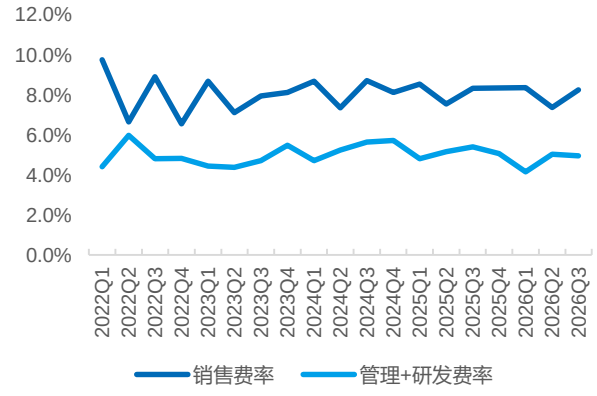
来源：Wind，国金证券研究所

图表50：26Q3 食品加工板块净利率同比下降 1.0pct



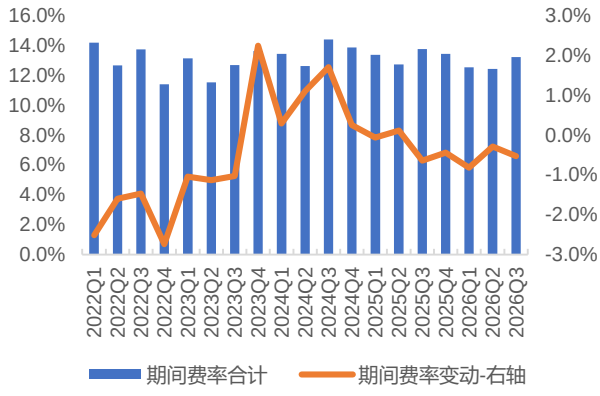
来源：Wind，国金证券研究所

图表51：26Q3 食品加工板块销售费率同比下降 0.1pct



来源：Wind，国金证券研究所

图表52：26Q3 食品加工板块期间费率同比下降 0.5pct



来源：Wind，国金证券研究所

■ 投资建议

餐饮需求偏弱，成本及价格竞争压力仍存，优选具备产品创新及渠道拓展能力的龙头。展望后续，行业预计延续弱复苏态势，企业经营表现将进一步分化。中长期来看，餐饮连锁化、工业化及供应链集中度提升趋势不变，具备规模化生产、成本管控及产品研发优势的龙头有望持续提升份额。当前板块估值已处于历史较低水平，建议自下而上寻找个股阿尔法，重点关注安井食品，提价对冲成本压力，主力大单品持续实现产品结构升级。后续随着餐饮需求企稳及行业竞争格局改善，盈利及估值均具备一定修复空间。

六、风险提示

宏观经济增速放缓——经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏。

原材料价格上涨风险——若原材料价格大幅提升将挤压企业利润。

区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策。

食品安全问题风险——食品安全问题会对所处行业声誉等造成影响。

行业投资评级明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

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

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究