东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

中小盘行业深度报告

中小盘观察之食品饮料行业：调整之后，定价权回到龙头

2026 年 11 月 03 日

证券分析师 汤军
执业证书：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

增持（维持）

投资要点

1. 9 月底以来的反弹仅维持两周。158 只等权指数 10 月 13 日为 92.25，10 月 22 日收于 86.42，7 个交易日 -6.33%；近 5 日 -3.62%，由领先 54 个行业板块中位数 2.3 个百分点转为落后 1.3 个百分点，近 20 日仍领先 1.6 个百分点。中期相对收益仍在，短期领涨属性已失。

2. 回调过程同样缺乏量能配合。个股量比中位数 0.75、合计 0.89，站上 1.0 的仅 37 只，10 月 13 日为 44 只；10 月 22 日板块成交 283.99 亿元，占两市 15287.14 亿元的 1.86%；沪深两融余额 6 个交易日减少 657.28 亿元，降至 24423.96 亿元。更接近承接不足，而非集中抛售。

3. 位置退至 115 日区间下四分之一。等权指数处于区间 23.3% 分位，10 月 13 日为 50.7%；距 5 月 8 日高点 -15.86%，距 7 月 24 日低点仅 6.08%。个股位置中位数 24.6%，119 只（75%）在 40% 分位以下，20 只收于区间最低收盘价，其中白酒 8 只，泸州老窖、洋河股份、水井坊均在列。

4. 权重与尾部换位，是本期最值得关注的变化。10 月 22 日全市场放量下跌，创业板指 -4.37%、跌停 49 只，食品饮料中位跌幅 2.57%；贵州茅台 +0.67%、伊利股份 +0.72%、双汇发展 +0.93%，换手 5% 以上组当日 -6.51%，2% 以下组 -2.13%。10 月 13 日近 20 日涨幅前 8 位中，已有 6 只进入 10 月 13 日至 10 月 22 日的跌幅前 8。

5. 估值偏低的一端集中于龙头。118 只有正 PE 的整体法 PE(TTM) 20.41 倍，PB 中位数 2.13 倍，股息率中位数 2.27%，46 只不低于 3%；大市值组 PE 24.3 倍对应 ROE 4.7%，小市值组 33.2 倍对应 1.4%。同期板块总市值仅减少 0.85%，等权指数下跌 6.33%，差异来自权重股抗跌。

6. 结论：仍属估值修复，而非需求修复，但修复载体已由高弹性小票转向低估值龙头。中报收入端仅提供弱修复，营收中位数 +4.4%、净利 -0.8%，95 只营收正增长；三季报是下一个关口，截至 10 月 22 日样本内仅 12 家披露，白酒 0 家。相关证据落地前，板块下行风险相对可控，内部分化可能比整体方向更重要。

风险提示： 1）白酒 19 只中报营收同比中位数 -15.3%、15 只为负，8 只已处 115 日区间最低，若三季报动销低于预期，估值修复可能继续后延；2）反弹 7 个交易日已回调 6.33%，量比中位数 0.75、合计 0.89，缺乏增量资金；3）小市值组 79 只 PE 中位数 33.2 倍对应 ROE 1.4%，30 只 TTM 亏损；4）阳光乳业、会稽山、金丹科技近 5 日跌幅分别达 31.23%、15.90%、15.82%，极端值对分层统计存在影响；5）毛利率改善主要来自原材料价格，若价格反弹，大众品收入正增长的含金量将下降；6）经营现金流合计 1261.50 亿元主要由少数权重股贡献，中小市值全年回款进度需跟踪；7）板块成交占两市仅 1.86%，前 8 只占板块成交 45.0%，流动性偏薄；8）数据截至 2026 年 10 月 22 日收盘，样本内三季报仅 12 家，不代表板块整体盈利趋势。

相关研究

《中小盘观察之石油石化行业：股息成为分水岭，盈利质量决定修复的先后》

2026-10-31

《中小盘观察之传媒行业：影视院线量比放大到 1.44，票房与内容供给谁先兑现》

2026-10-25

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 从领涨到回调：中期相对收益仍在 4
2. 位置退至区间下沿：白酒 8 只已处低位 5
3. 分环节：大众品收入转正，白酒仍在收缩 6
4. 换手率与成交结构：谁在定价 9
5. 估值与业绩的匹配度：低估值集中于龙头 10
6. 主要判断与后续值得跟踪的几个指标 11
7. 风险提示 13

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

表 1：食品饮料板块修复概览（2026-10-22，158 只有效样本）.....4
表 2：分环节的中报与修复对照（2026 年中报，2026-10-22）.....6
表 3：近 20 日涨幅前 8 位个股与中报对照（2026-10-22）.....8
表 4：按市值分组的估值与业绩匹配（2026-10-22，按总市值中位数 47.09 亿元分组）.....10
表 5：后续值得跟踪的几个指标.....12

1. 从领涨到回调：中期相对收益仍在

对比两个时间窗口，食品饮料的相对收益出现方向分化。158 只个股近 20 日等权下跌 3.51%、中位数下跌 2.65%，54 个行业板块同期中位数下跌 5.13%，食品饮料领先 1.6 个百分点；窗口缩短至 5 日，等权下跌 3.62%、中位数下跌 3.31%，板块中位数仅下跌 2.33%，转为落后 1.3 个百分点。10 月 13 日时还是 20 日领先 1.1 个百分点、5 日领先 2.3 个百分点。一个月以来的修复位置仍在，10 月 13 日前后建立的领涨优势已基本回调。

表1：食品饮料板块修复概览（2026-10-22，158 只有效样本）

指标	数值	说明
有效样本数	158 只	10 月 22 日全部有成交、市值完整，未剔除
近 20 日涨跌	-3.51%	158 只等权，2026-09-16 至 2026-10-22；个股中位 -2.65%
近 5 日涨跌	-3.62%	158 只等权，2026-10-15 至 2026-10-22；个股中位 -3.31%
10 月 22 日当日涨跌	-2.57%	个股中位；涨 16 只、跌 142 只、平 0 只；跌停 2 只，无涨停
量比	0.75	个股量比中位数（近 5 日日均成交额÷近 60 日日均成交额）；合计口径 0.89，37 只高于 1.0
115 日区间位置	23.3%	158 只等权，2026-05-06 至 2026-10-22；个股中位 24.6%
距 115 日区间高点	-15.86%	最新值÷区间上沿 102.70；个股中位 -21.89%
自 115 日区间低点反弹	+6.08%	区间低点 81.46（2026-07-24）；个股中位 +10.38%
10 月 22 日合计成交额	283.99 亿元	占两市成交 15287.14 亿元的 1.86%
合计总市值	40224.28 亿元	市值中位 47.09 亿元
分环节近 20 日涨跌中位	软饮料 -6.68% 最低，乳制品与速冻食品及预制菜 -1.06% 最高	分环节个股中位，2026-09-16 至 2026-10-22
分环节 115 日位置中位	保健品与营养 13.2% 最低，速冻食品与预制菜 32.6% 最高	分环节个股中位，2026-05-06 至 2026-10-22
对照：54 个行业板块近 20 日涨跌中位数	-5.13%	54 个行业板块，2026-10-22
对照：54 个行业板块近 5 日涨跌中位数	-2.33%	54 个行业板块，2026-10-22

数据来源：Wind，东吴证券研究所

样本共 158 只，食品 92 只、乳制品 21 只、白酒 19 只、啤酒 8 只、红黄酒 9 只、软饮料 9 只。其中 12 只带 ST 标识（ST 加加、ST 绝味、*ST 田野、ST 嘉必优、ST 西王、*ST 广糖、ST 龙大、ST 麦趣、*ST 西发、*ST 尼雅、ST 椰岛、*ST 莫高），10 月 22 日均正常交易、市值完整，一并保留；无因停牌或市值缺失而剔除的标的。换手率统一采用总股本口径，部分权重股缺自由流通数据，混用将导致口径不可比。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

回调过程同样缺乏量能配合。个股量比中位数 0.75、合计口径 0.89，均在 1.0 以下，站上 1.0 的仅 37 只，10 月 13 日为 44 只。10 月 22 日板块成交 283.99 亿元，占两市 15287.14 亿元的 1.86%，10 月 13 日为 324.07 亿元、1.93%。同期全市场成交由 16759.18 亿元降至 15287.14 亿元，减少 1472.04 亿元（-8.78%）；沪深两融余额由 10 月 13 日的 25081.24 亿元降至 10 月 21 日的 24423.96 亿元，6 个交易日减少 657.28 亿元。资金面同步收缩，板块亦未出现放量下跌，更接近承接不足而非集中抛售。

10 月 22 日的结构更能说明问题。158 只中上涨 16 只、下跌 142 只，中位数 -2.57%，跌停 2 只（阳光乳业 -10.02%、皇台酒业 -10.00%），无涨停；10 月 13 日为上涨 84 只、下跌 72 只、3 只涨停，分布方向相反。权重股则相对抗跌，贵州茅台 +0.67%、伊利股份 +0.72%、双汇发展 +0.93%、海天味业 +0.03%，五粮液 -0.38%、泸州老窖 -1.71%、山西汾酒 -1.81%。当日全市场放量下跌，上证指数 -1.48%、深证成指 -2.96%、创业板指 -4.37%，跌停 49 只，食品饮料 -2.57% 的中位跌幅小于主要宽基指数，权重股是主要支撑。

从路径看，回调呈连续阴跌，而非单日大幅下挫。等权指数 10 月 13 日 92.25，14 日 91.18，15 日 89.66，16 日 89.67，19 日 88.64，20 日 89.21，21 日 88.84，22 日 86.42。7 个交易日中 5 日下跌，累计 -6.33%；10 月 22 日单日 -2.73%，为区间内单日最大跌幅，且当日全市场普遍下跌。9 月底启动的这轮反弹已回调大半，现低于 9 月 29 日的 90.60 约 4.6%。

2. 位置退至区间下沿：白酒 8 只已处低位

先看位置。以 5 月 6 日为起点取 115 个交易日，等权指数高点在 5 月 8 日 102.70、低点在 7 月 24 日 81.46，最大回撤 -20.71%。此后经历两段修复，9 月 8 日回到 96.65，9 月 29 日回落至 90.60，10 月 9 日反弹至 93.56，10 月 13 日 92.25，10 月 22 日收于 86.42。当前处于区间 23.3% 分位，距高点 -15.86%，距低点仅 6.08%。10 月 13 日三个数值分别为 50.7%、-10.21%、13.25%。半个多月修复的空间在 7 个交易日内基本回调，指数再度接近 7 月低点。

个股位置低于指数。158 只的 115 日区间位置中位数 24.6%、均值 27.8%，距高点中位数 -21.89%，自区间低点反弹中位数 10.38%。位置上，20% 分位以下 61 只、20%~40% 的 58 只、40%~60% 的 28 只、60%~80% 的 7 只、80% 以上的 4 只，四分之三（119 只）位于 40% 分位以下。20 只收于区间最低收盘价，万辰集团、天味食品、盐津铺子、三全食品、苏盐井神、百龙创园均在列；位置最高的是晨光生物（100%）、日辰股份（97.5%）、伊利股份（90.6%），创出区间新高的仅晨光生物一只。

分环节看，位置最低的环节已发生更替。白酒 19 只位置中位数 22.6%、距高点 -21.4%、自低点反弹 7.5%；低于它的是保健品与营养（13.2%，样本 4 只）、休闲食品

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（16.3%）、软饮料（19.9%）；最高的是速冻食品与预制菜（32.6%）、粮油与食品配料（31.3%）。白酒内部分化大于环节之间：泸州老窖、洋河股份、水井坊、酒鬼酒、舍得酒业、口子窖、老白干酒、伊力特 8 只收于区间最低，贵州茅台（77.6%）、今世缘（81.6%）、迎驾贡酒（76.7%）仍处区间上部。同一环节内部，8 只处于区间底部，3 只接近区间上沿。本轮定价的依据并非行业景气度，而是个股的筹码结构与分红属性。

另有一组对照值得记录：放量并未带来持续性。10 月 13 日影视院线（23 只）近 5 日等权上涨 8.77%、板块量比 1.44，是当时低位放量的代表；至 10 月 22 日，影视院线近 5 日 -5.03%、当日 -5.74%，回调幅度大于食品饮料同期的 -3.62%，近 20 日仍有 6.02% 的涨幅。缩量的食品饮料与放量的影视院线同期均出现回撤，量能差异只影响回撤起点，不改变方向。仅以量比判断反弹持续性，本期并不成立。

位置低不等于便宜。同样是 23% 分位，白酒的 22.6% 是收入连续下滑之后的位置，速冻食品的 32.6% 是收入仍有 8% 增长的位置，含义差别很大。因此表 2 将位置与中报收入并列：位置决定下行空间，收入决定上行基础。后文分环节的判断均以此为前提。

3. 分环节：大众品收入转正，白酒仍在收缩

中报是回答该问题的第一手材料。158 只 2026 年中报营业收入同比中位数 +4.4%、归母净利润同比中位数 -0.8%；营收正增长 95 只、负增长 63 只，净利同比为正 62 只。133 只中报盈利、25 只亏损；盈利组营收合计 7317.9 亿元、归母净利 1140.80 亿元，亏损组营收 204.8 亿元、净利 -13.05 亿元。收入端逾六成公司为正，利润端中位数仍在零轴附近，改善幅度偏弱且分布不均。

表2：分环节的中报与修复对照（2026 年中报，2026-10-22）

环节	样本数（只）	营收同比中位（%）	归母净利同比中位（%）	毛利率中位（%）	ROE中位（%）	资产负债率中位（%）	PE(TTM)中位（倍）	PB 中位（倍）	当日涨跌中位（%）	近 5 日涨跌中位（%）	近 20 日涨跌中位（%）	换手率中位（%）	115 日位置中位（%）
白酒	19	-15.3	-34.2	67.4	4.9	33.7	23.7	2.19	-2.79	-3.55	-2.69	0.87	22.6
啤酒与其他酒类	17	+5.0	+5.7	44.9	1.6	28.9	29.2	2.25	-2.31	-4.81	-4.60	0.80	28.6
乳制品	21	+2.4	+1.1	26.3	3.2	47.2	29.7	2.07	-2.71	-4.86	-1.06	1.75	28.5
软饮料	9	+11.3	+15.0	35.1	3.6	31.3	33.6	4.53	-2.19	-2.60	-6.68	1.00	19.9
调味发酵品	19	+8.8	+10.2	33.6	4.6	17.2	26.2	2.69	-1.90	-2.30	-1.36	0.77	26.1
肉制品	8	-5.2	-20.1	9.8	1.1	54.8	27.2	2.15	-1.84	-1.50	-5.56	1.45	28.2
休闲食品	24	+10.3	+5.1	26.1	4.1	36.5	21.7	2.15	-2.49	-3.20	-2.90	1.58	16.3
速冻食品与	10	+8.0	+2.3	22.7	2.5	38.0	25.9	2.13	-2.34	-2.73	-1.06	1.24	32.6

请务必阅读正文之后的免责声明部分

预制菜													
保健品与营养	4	-14.6	-18.1	44.0	3.8	17.5	25.5	1.46	-2.37	-2.24	-3.06	1.34	13.2
粮油与食品配料	27	+6.2	-28.3	15.0	1.8	27.7	37.5	1.56	-3.27	-3.39	-4.16	1.52	31.3
全样本合计	158	+4.4	-0.8	27.2	3.2	33.3	26.3	2.13	-2.57	-3.31	-2.65	1.23	24.6

数据来源：公司 2026 年中期报告、Wind，东吴证券研究所；

注：换手率为总股本口径；PE(TTM) 为负或缺失的不计入中位数；啤酒与红黄酒合并计入“啤酒与其他酒类”。

收入转正的环节集中在餐桌食品与零食。软饮料 9 只营收中位数 +11.3%、净利 +15.0%，是十个环节中唯一实现双位数双增的一档：东鹏饮料中报营收 124.4 亿元（+15.9%）、净利 28.67 亿元、ROE 19.8%，养元饮品、承德露露的 ROE 亦在 8.9%~9.6%。休闲食品 24 只营收 +10.3%、净利 +5.1%，洽洽食品 35.1 亿元（+27.4%），万辰集团 348.4 亿元，盐津铺子 30.7 亿元（+4.4%）、ROE 20.1%。调味发酵品 19 只营收 +8.8%、净利 +10.2%，中炬高新 25.4 亿元（+19.2%）、莲花控股 19.1 亿元（+18.1%）、海天味业 161.5 亿元（+6.0%）、ROE 10.4%，龙头与中小市值同向转正。速冻食品与预制菜 10 只营收 +8.0%，安井食品 92.7 亿元（+21.9%）是主要拉动。乳制品 21 只营收 +2.4%、净利 +1.1%，伊利股份 644.9 亿元（+4.1%）、净利 57.59 亿元、ROE 10.6%，实现正增长但幅度温和。啤酒与其他酒类 17 只营收 +5.0%、净利 +5.7%，收入端为正，但该环节近 20 日下跌 4.60%，在十个环节中跌幅靠前，收入端的正增长未能转化为相对收益。

白酒是收入降幅最大的环节。19 只中报营收合计 1978.9 亿元、同比 -6.7%，营收同比中位数 -15.3%、净利同比中位数 -34.2%；19 只中 15 只营收负增长，仅贵州茅台（+1.3%）、五粮液（+20.9%）、迎驾贡酒（+8.1%）、金徽酒（+3.2%）为正，泸州老窖 -36.4%、洋河股份 -28.8%、古井贡酒 -27.0%、水井坊 -27.8% 且中报亏损，金种子酒营收 2.4 亿元（-51.2%）同样亏损。19 只净利合计 731.00 亿元，占 158 只合计 1127.75 亿元的 64.8%，利润进一步向少数公司集中，收入总量仍在收缩，符合去库存中段的特征。肉制品 8 只营收 -5.2%、净利 -20.1%、近 20 日 -5.56%，资产负债率中位数 54.8% 为十个环节最高，双汇发展营收 281.8 亿元（-1.1%）、华统股份亏损 4.76 亿元，屠宰端压力尚未释放完毕。保健品与营养 4 只营收 -14.6%、净利 -18.1%，汤臣倍健 36.7 亿元（+3.9%）为正，但 ST 嘉必优亏损 1.01 亿元，方向并不一致。粮油与食品配料 27 只营收 +6.2% 而净利 -28.3%，金龙鱼 1228.5 亿元（+6.2%）、净利 22.94 亿元，体量最大而利润弹性最弱，与油脂周期的成本传导节奏有关。

将收入转正与盈利质量交叉，同时满足者较少。158 只中营收正增长且 ROE 不低于 8% 的仅 19 只：万辰集团（57.9%）、盐津铺子（20.1%）、东鹏饮料（19.8%）、贵州茅台（18.0%）、好想你（17.5%）、新乳业（12.4%）、莲花控股（12.2%）、迎驾贡酒（10.9%）、伊利股份（10.6%）、海天味业（10.4%）等，其中白酒仅茅台、迎驾 2 只，肉制品与保

请务必阅读正文之后的免责声明部分

健品各 0 只。需求侧改善仅集中于少数大众品公司。这 19 只在 10 月 13 日至 10 月 22 日的中位跌幅 -3.96%，好于全样本的 -5.55%，相对抗跌成立；组内差异较大，万辰集团 -16.8%、盐津铺子 -12.3%，贵州茅台 +3.4%、迎驾贡酒 +4.1%。业绩改善并不必然带来价格表现，后者仍取决于筹码结构与分红能力。

区间涨幅前列同样缺乏需求验证。按近 20 日涨幅排序，前 8 位中 5 只 PE(TTM)高于 40 倍或中报亏损，4 只营收同比为负或低于 3%。涨幅主要由低市值、高换手与题材因素驱动。

表3：近 20 日涨幅前 8 位个股与中报对照（2026-10-22）

排序	名称（代码）	环节	当日涨跌（%）	近 5 日涨跌（%）	近 20 日涨跌（%）	换手率（%）	个股量比（倍）	115 日位置（%）	总市值（亿元）	中报营收（亿元）	营收同比（%）	中报归母净利（亿元）	PE(TTM)（倍）
1	惠泉啤酒（600573）	啤酒与其他酒类	-6.33	-9.33	+29.18	5.55	2.64	70.8	31.1	3.7	+5.1	+0.49	34.9
2	日辰股份（603755）	调味发酵品	-0.86	+17.11	+25.34	3.83	2.86	97.5	29.7	2.4	+16.3	+0.29	37.9
3	味知香（605089）	速冻食品与预制菜	+2.41	+6.26	+20.18	2.26	1.39	79.3	32.8	3.4	+0.7	+0.41	42.0
4	海融科技（300915）	乳制品	+2.22	+2.26	+19.82	2.78	0.95	78.7	29.6	5.2	+2.4	+0.12	亏损无正PE
5	晨光生物（300138）	粮油与食品配料	+2.08	+14.23	+15.48	3.94	1.44	100.0	61.6	31.6	-13.6	+1.79	18.5
6	均瑶健康（605388）	乳制品	-8.88	-1.48	+14.21	7.34	1.57	73.5	40.0	8.4	+9.4	+0.04	亏损无正PE
7	皇台酒业（000995）	白酒	-10.00	-9.12	+13.23	18.85	3.57	52.4	21.6	0.5	-16.0	-0.17	949.0
8	金丹科技（300829）	粮油与食品配料	-6.69	-15.82	+12.36	11.30	1.29	48.1	46.9	8.3	+6.3	+0.52	66.2

数据来源：Wind、公司 2026 年中期报告，东吴证券研究所

惠泉啤酒（600573）最能说明本轮定价机制：近 20 日 +29.18%、近 5 日 -9.33%、10 月 22 日 -6.33%，115 日位置 70.8%，中报营收 3.7 亿元（+5.1%）、净利 0.49 亿元、PE 34.9 倍。涨幅基本在 10 月中旬前完成，本期转为回调。日辰股份（603755）近 20 日 +25.34%、近 5 日 +17.11%、量比 2.86、位置 97.5%，中报营收 2.4 亿元（+16.3%），为 8 只中收入双位数增长且本期仍在上涨的唯一一只，市值仅 29.7 亿元。皇台酒业（000995）10 月 22 日跌停 -10.00%、换手 18.85%、PE 949 倍且中报亏损；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

金丹科技（300829）当日 -6.69%、近 5 日 -15.82%。两只此前均为领涨标的，本期转为领跌。8 只中收入端为正的仅日辰、惠泉、海融 3 只，PE 高于 40 倍或亏损的有 5 只。区间弹性明显大于中报兑现度，与后文换手率分层指向同一批资金。

毛利率与负债率的分布值得记录。白酒毛利率中位数 67.4% 最高，啤酒与其他酒类 44.9%、保健品与营养 44.0% 次之，肉制品 9.8%、粮油与食品配料 15.0% 最低；资产负债率肉制品 54.8% 最高、乳制品 47.2% 次之，保健品与营养 17.5%、调味发酵品 17.2% 最低。现金流方面，158 只中报经营现金流合计 1261.50 亿元、中位数 0.71 亿元，41 只为负，合计数主要由贵州茅台（706.91 亿元）等权重股贡献，中小市值样本中位数仅 0.71 亿元，与利润中位数 0.62 亿元基本相当。

4. 换手率与成交结构：谁在定价

若以单一指标区分定价主体，换手率的解释力强于市值，也强于中报盈利规模。按 10 月 22 日换手率（总股本口径）分三层：5% 以上的 12 只，当日中位数 -6.51%、近 5 日 -3.59%、近 20 日 +4.39%，量比 1.25、PE 44.1 倍、PB 2.49 倍、市值中位数 32.1 亿元；2%~5% 的 31 只，当日 -3.91%、近 5 日 -4.17%、近 20 日 -6.08%，量比 0.86、PE 42.0 倍；2% 以下的 115 只，当日 -2.13%、近 5 日 -3.04%、近 20 日 -2.69%，量比 0.70、PE 23.8 倍、PB 2.04 倍。换手率越高，当日跌幅越大、估值越高、市值越小，而近 20 日均为正收益。前期涨幅集中于该组，本期回调亦以该组为主。

换手率前 8 只的构成反映资金集中方向。皇台酒业 18.85%、10 月 22 日跌停、近 20 日 +13.23%、量比 3.57、PE 949 倍且中报亏损；安记食品 17.96%、近 5 日 +7.89%、当日 -6.82%，营收 -14.4%、PE 103.7 倍；阳光乳业 11.91%、近 5 日 -31.23%、量比 4.61、营收 -8.1%；桂发祥 11.59%、中报亏损；海欣食品 11.31%、近 5 日 -5.51%、净利 -0.15 亿元；金丹科技 11.30%、近 5 日 -15.82%；均瑶健康 7.34%、净利 0.04 亿元；金种子酒 6.95%、近 5 日 -12.00%、营收 -51.2% 且亏损。8 只市值均低于 50 亿元，7 只 PE 高于 40 倍或亏损。

近 5 日涨幅前 10 与换手率前 8 有半数重叠，市值更小。日辰股份（+17.11%）、晨光生物（+14.23%，营收 -13.6%）、顺鑫农业（+9.82%，营收 -17.2%）、安记食品（+7.89%，营收 -14.4%）、ST 西王（+7.04%，营收 -11.2%）、味知香（+6.26%）、朱老六（+4.75%）、华统股份（+4.72%，中报亏损 4.76 亿元）、海融科技（+2.26%）、*ST 尼雅（+1.95%）。10 只市值均低于 100 亿元，4 只营收负增长、1 只亏损。与前述 19 只营收正增长、ROE 8% 以上的名单相比，无一重合。

成交额呈现另一种分层。10 月 22 日成交额前 8 位：贵州茅台 55.76 亿元、伊利股份 16.19 亿元、五粮液 15.56 亿元、莲花控股 12.41 亿元（当日 -5.49%、近 20 日 -23.76%）、泸州老窖 8.74 亿元、山西汾酒 7.28 亿元、安记食品 6.05 亿元、会稽山 5.65 亿元。前 8 合计 127.66 亿元，占 158 只的 45.0%，10 月 13 日为 39.3%。权重股本

请务必阅读正文之后的免责声明部分

期成交放大且价格上涨，茅台 +0.67%、伊利 +0.72%；高换手的安记 -6.82%、会稽山 -5.67%。同一成交榜上，资金方向已出现分化。

将换手率与中报盈亏并列，10 月 22 日食品饮料的边际定价权，已由小市值高换手一端转向权重与低估值一端。三条依据同时成立：高换手组当日下跌 6.51%，为低换手组 2.13% 的三倍；权重股在全市场放量下跌中逆势收涨；成交额前 8 的集中度由 39.3% 升至 45.0%。该判断仅适用于 10 月 22 日截面，换手率为日频数据，能否延续取决于后续成交；量比 0.75 亦说明，权重抗跌发生在整体缩量背景之下，增量资金尚未入场。

5. 估值与业绩的匹配度：低估值集中于龙头

估值仍处低位。158 只中 118 只 PE(TTM) 为正、40 只 TTM 亏损，有正 PE 的 PE 中位数 26.3 倍；整体法（118 只合计市值除以合计推算 TTM 归母净利）20.41 倍，低于中位数，权重股估值相对更低。PB 中位数 2.13 倍，ROE 中位数 3.2%（半年报，未年化），股息率中位数 2.27%、46 只不低于 3%。10 月 13 日整体法 PE 为 20.53 倍，7 个交易日仅下降 0.6%；同期等权指数下跌 6.33%，总市值仅减少 0.85%。权重股价格未跌，估值亦未打开空间。

表4：按市值分组的估值与业绩匹配（2026-10-22，按总市值中位数 47.09 亿元分组）

分组	样本数（只）	市值区间（亿元）	PE(TTM)中位（倍）	PE有效样本（只）	PB中位（倍）	ROE中位（%）	资产负债率中位（%）	营收同比中位（%）	当日涨跌中位（%）	近5日涨跌中位（%）	近20日涨跌中位（%）	换手率中位（%）	个股量比中位（倍）
大市值组	79	47.2~16482.2	24.3	69	2.22	4.7	33.7	+4.4	-1.90	-2.82	-2.08	0.87	0.79
小市值组	79	4.4~47.0	33.2	49	2.02	1.4	32.1	+3.9	-2.83	-3.46	-2.85	1.66	0.70
全样本合计	158	4.4~16482.2	26.3	118	2.13	3.2	33.3	+4.4	-2.57	-3.31	-2.65	1.23	0.75

数据来源：Wind、公司 2026 年中期报告，东吴证券研究所

大市值组 79 只（47.2 亿~16482.2 亿元）PE 中位数 24.3 倍、PB 2.22 倍、ROE 4.7%、营收同比 +4.4%，换手率 0.87%、近 20 日 -2.08%、当日 -1.90%；小市值组 79 只（4.4 亿~47.0 亿元）PE 33.2 倍、PB 2.02 倍、ROE 1.4%、营收 +3.9%，换手率 1.66%、近 20 日 -2.85%、当日 -2.83%。估值相差 1.4 倍，盈利相差 3.4 倍，方向相反：估值较高的一端盈利更弱、换手更高、跌幅更大。小市值组 49 只有正 PE，30 只 TTM 亏损，亏损占比 38%，大市值组为 13%。

个股层面差异更为明显。低估值一端：泸州老窖 PE 13.3 倍、PB 2.19 倍、股息率 8.49%，对应营收 -36.4%，收盘价已处 115 日区间最低；五粮液 PE 21.3 倍、PB 2.35

请务必阅读正文之后的免责声明部分

倍、股息率 7.19%，营收 +20.9%，位置 15.7%；山西汾酒 PE 13.0 倍、PB 3.48 倍、股息率 6.04%，营收 -12.2%；双汇发展 PE 16.2 倍、ROE 10.9%、股息率 3.36%，营收 -1.1%；梅花生物 PE 9.3 倍、PB 1.29 倍、股息率 5.95%。共同点是收入端普遍承压，估值支撑来自利润规模、分红与资产，而非成长性。高估值一端：金丹科技 66.2 倍对应营收 +6.3%、近 20 日 +12.36%，会稽山 43.1 倍，安记食品 103.7 倍对应营收 -14.4%，皇台酒业 PB 14.03 倍、PE 949 倍且中报亏损，上述估值不宜与正常盈利公司直接比较。伊利股份是少见的业绩与位置双高样本：PE 17.4 倍、PB 3.27 倍、ROE 10.6%、营收 +4.1%，位置 90.6%、距高点 -1.42%、近 20 日 +6.51%；贵州茅台 PE 20.2 倍、位置 77.6%、近 20 日 +4.81%。权重股抗跌主要由这几只贡献。

将 PB 与 ROE 并列观察，方向与前文一致：PB 较低的一端 ROE 更高（大市值 2.22 倍对 4.7%，小市值 2.02 倍对 1.4%），但两端 PB 仅相差 0.2 倍，ROE 相差 3.4 倍，市场并未对盈利差异充分定价，小市值溢价更多来自流动性与交易属性。结合第四节换手分层（5% 以上 PE 44.1 倍、PB 2.49 倍），我们的判断是：板块整体估值仍处低位，整体法 20.41 倍、PB 2.13 倍、股息率 2.27%，构成安全边际；估值抬升集中于业绩最弱的标的，本期已出现估值压缩，并非来自盈利改善，而是价格下跌。收入真正改善的 19 只分布于大中市值端，这部分价格未跌，估值亦未回到更具吸引力的位置。

6. 主要判断与后续值得跟踪的几个指标

概括而言，四点判断。第一，10 月 13 日启动的这轮反弹没有延续到第三周，等权指数 7 个交易日 -6.33%，近 5 日由领先转为落后 1.3 个百分点，近 20 日仍领先 1.6 个百分点，中期相对收益仍在，短期领涨属性已失。第二，回调属于估值修复退潮，而非需求修复失败，中报收入端仅提供弱修复（营收中位数 +4.4%、净利 -0.8%，95 只营收正增长），三季报尚未进入集中披露期，当前没有新证据可以确认或推翻前述判断。第三，定价权出现方向性回摆，高换手组当日 -6.51%、权重股逆势上涨、成交额前 8 集中度由 39.3% 升至 45.0%，10 月 13 日近 20 日涨幅前 8 位中有 6 只进入本期跌幅前 8。第四，位置与估值同时下移，等权指数处于 115 日区间 23.3% 分位、个股中位数 24.6%、20 只创区间新低，整体法 PE 20.41 倍、PB 2.13 倍、股息率 2.27%，下行有支撑，上行需待三季报收入端验证。

上述判断建立在 10 月 22 日单日截面与中报之上。中报与当前定价之间存在约四个月的信息空档，三季报是下一个验证窗口：截至 10 月 22 日收盘，样本内仅 12 家披露，占 7.6%，集中于乳制品、调味发酵品与食品制造，白酒 19 只尚未披露，因此本期下跌不宜视为对三季报的定价。换手率、量比均为日频指标，单日数据不足以判断趋势；换手率统一按总股本口径，与自由流通口径不可直接比较。

配置层面给出的是观察框架，不构成操作建议。食品饮料当前两方面特征并存：一是位置与估值均处低位，区间位置中位数 24.6%、整体法 PE 20.41 倍、PB 2.13 倍、股息率 2.27%（46 只不低于 3%），向下具备安全边际；二是需求尚未验证，营收正增长

请务必阅读正文之后的免责声明部分

且 ROE 8% 以上的仅 19 只，白酒收入仍在收缩、8 只已处区间低位，反弹亦缺乏量能配合。两者叠加，板块整体下行风险可控，但内部分化可能比整体方向更重要：同一环节内，龙头与尾部已呈现两种走势，前者取决于分红能力与筹码稳定性，后者取决于交易拥挤度。在这一结构下，以板块指数判断个股风险的效率下降，仍需回到个股的收入端证据与分红能力。

表5：后续值得跟踪的几个指标

跟踪指标	观察要点	当前值（2026-10-22）	数据频率
三季报营业收入同比	白酒 19 只营收同比中位数能否从 -15.3% 收窄，是判断需求修复能否扩展到酒类的直接依据	白酒中报营收合计 1978.9 亿元、同比 -6.7%；15 只营收负增长；截至 10 月 22 日样本内 12 家披露三季报，白酒 0 家	季度
板块量比	近 5 日与近 60 日日均成交额之比，站上 1.0 视为增量资金入场	个股中位数 0.75，合计口径 0.89，37 只站上 1.0	日频
高换手组换手率	换手率 5% 以上 12 只的换手率是否回落，判断交易热度是否退去	该组换手率 5.00%~18.85%，当日涨跌中位数 -6.51%	日频
115 日区间位置	等权指数能否从 23.3% 分位回升，或再度下探 7 月 24 日低点 81.46	等权指数 86.42，距高点 -15.86%；个股中位数 24.6%；区间低点 81.46（2026-07-24）	日频
白酒动销与批价	中秋国庆旺季后的渠道库存与批价走势，验证白酒收入端收缩是否见底	白酒 19 只中 8 只收于 115 日区间最低收盘价	月频
大众品收入端同比	软饮料、休闲食品、调味发酵品、速冻食品四个环节营收同比中位数能否维持正增长	+11.3%、+10.3%、+8.8%、+8.0%（2026 年中报）	季度
毛利率中位数	成本红利是否延续，决定大众品收入端正增长的盈利含金量	全样本毛利率中位数 27.2%，白酒 67.4% 最高、肉制品 9.8% 最低	季度
经营活动现金流	41 只中报为负的标的在下半年回款是否改善	158 只中报合计 +1261.50 亿元，41 只为负	季度
股息率(TTM)	46 只股息率不低于 3%，利率下行环境中的配置属性是否延续	中位数 2.27%（46 只不低于 3%），泸州老窖 8.49%、五粮液 7.19%	季频重算
剔除亏损后的整体法 PE(TTM)	118 只有正 PE 的整体估值，能否随三季报盈利更新下移	20.41 倍	季频重算
融资余额	杠杆资金是否回流，观察中小市值食品饮料标的增量资金的来源	10 月 21 日为 24423.96 亿元，较 10 月 13 日减少 657.28 亿元	日频

数据来源：Wind、公司 2026 年中期报告，东吴证券研究所

表 5 的十一项中，重点关注三季报营收与板块量比。前者决定中报只完成一半的验证能否补齐：若三季报白酒收入继续收缩、大众品增速回落，当前的位置优势将缺乏支撑；若白酒降幅收窄、大众品维持增长，本期回撤可理解为对前期涨幅的消化。后者

请务必阅读正文之后的免责声明部分

决定回撤是否结束：量比站上 1.0 之前，权重抗跌更接近防御性配置；量比站上 1.0 并扩散至中小市值，方具备从防御转向修复的条件。两种情形均有可能，不作预设。

7. 风险提示

1. 白酒收入端仍处下行。19 只中报营收同比中位数 -15.3%、15 只为负、合计-6.7%，8 只收盘价已处 115 日区间最低；若三季报中秋国庆动销低于预期，估值修复可能继续后延。

2. 反弹已明显回调。7 个交易日下跌 6.33%，个股量比中位数 0.75、合计 0.89 均在 1.0 以下，缺乏增量资金，以存量博弈为主；若成交继续收缩，板块可能随大盘同步走弱。

3. 小市值估值与业绩脱节。79 只 PE 中位数 33.2 倍对应 ROE 1.4%，30 只 TTM 亏损；换手 5% 以上的 12 只 PE 44.1 倍、PB 2.49 倍，交易热度回落过程中波动可能放大。

4. 极端值对分层统计存在影响。阳光乳业近 5 日 -31.23%、会稽山 -15.90%、金丹科技 -15.82%，均为此前领涨标的；12 只 ST 与 40 只 TTM 亏损标的对等权数据亦有影响，已在正文披露。

5. 成本红利存在反转可能。毛利率改善主要来自原材料价格，一旦反弹，大众品收入正增长的含金量将下降；肉制品资产负债率中位数 54.8%、近 20 日 -5.56%，猪价与屠宰量波动可能放大盈利下修。

6. 现金流集中于少数公司。158 只中报经营现金流合计 1261.50 亿元，41 只为负，主要由贵州茅台（706.91 亿元）等权重股贡献，中小市值样本全年回款进度需持续跟踪。

7. 板块流动性偏薄。10 月 22 日板块成交 283.99 亿元，占两市 1.86%，前 8 只占板块成交 45.0%；贵州茅台当日成交 55.76 亿元、上涨 0.67%，单只权重股对合计与加权数据影响较大。

8. 数据截至 10 月 22 日收盘，样本内仅 12 家披露三季报，不代表板块整体盈利趋势；115 日区间以收盘价计算，与盘中或单一来源日线口径可能存在差异；换手率为总股本口径。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn