东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

食品饮料行业深度报告

乳品饮料2026年三季报总结：分化加剧，重点看好乳业

2026年11月06日

增持（维持）

证券分析师 苏铖
执业证书：S0600524120010
such@dwzq.com.cn
研究助理 林蔚
执业证书：S0600126090009
linw@dwzq.com.cn

投资要点

- **乳制品：原奶企稳，传导正面。**26年7月以来在热应激/苜蓿收贮季/双节需求旺季等季节性因素带动下，奶价自底部小幅温和上涨，26年10月合同奶价格为3.10元/kg，相较4月3.02元/kg低点缓步抬升。展望Q4及2027年，国内肉牛涨价周期有望延续、乳深加工对原奶消化贡献提升，原奶供需平衡走向确立，我们判断奶价温和上涨路径，主因需求弱复苏，上游牧场规模化程度较高且深加工占比逐步提升，供给侧变动亦不会是激烈方式。后续奶价温和上涨，头部乳企将会受益供给格局改善，体现在售价回升和费投优化等，联营牧场盈利亦会改善。**1）收入端：**26年1-9月乳制品板块营业总收入同比+2.6%，Q3收入同比+1.5%，需求整体稳步复苏，乳制品发展更加多元，常温奶依靠产品结构升级坚守基本盘，低温奶渗透持续，婴配粉受出生人口回落掣肘压力延续，但份额更向头部集中，考验企业全渠道运营能力，成人粉迅速破圈、景气度较高，此外中国乳业发展进入新阶段，头部乳企深加工产能建设逐步兑现，以“两油一酪”为代表的乳品和乳铁蛋白、乳清蛋白等高附加值原料产量也将显著增长。**2）利润端：**毛利率方面，26Q3乳制品板块毛利率同比+1.07pct，主因全国型/区域性头部乳企产品结构持续调优；费用率方面，26Q3乳制品板块三项费用率（销售费用率+管理费用率+财务费用率）合计同比-0.15pct，乳企优化费用投放结构/提升内部经营管理效率等战略成效显露；非经科目方面，乳企普遍受到税收执行标准更新影响，自26年起全国税务系统统一征管标准，严格区分乳产品纳税执行口径，发酵乳/调制乳、及“两油一酪”为代表的乳品和乳铁蛋白/乳清蛋白等高附加值原料被划入纳税范围，单季度纳税同比增加。
- **软饮料：“前高后低”整体表现偏弱。**季度营收和盈利增速表现呈现逐季回落，26Q3软饮料板块景气度继续走弱，主因宏观层面消费总体偏弱，7-8月社零增长均在低水位，仅9月受双节错位略有提升，饮料、零食、调味品、白酒等多品类Q3营收增长均表现为承压，上市公司报表均有体现；其次极端天气亦对饮料销售有所影响。**1）收入端：**26年1-9月软饮料板块营业总收入同比+12.1%，归属于母公司所有者的净利润同比+10.4%；Q3营业总收入同比+2.0%，归属于母公司所有者的净利润同比-10.3%。**2）利润端：**毛利率方面，26Q3软饮料板块毛利率同比-0.64pct，毛利率下滑受低毛利产品/渠道占比上行，以及核心原料成本上涨共同影响，但部分企业产品结构持续调优/成本管控有力；费用率方面，26Q3软饮料板块三项费用率（销售费用率+管理费用率+财务费用率）合计同比-0.23pct，部分饮料企业费用投放季节性优化，但部分厂商面对消费疲软边际加大动销费投力度。
- **投资建议：看好乳业基本面延续——需求端持续复苏，供给侧持续优化，**乳业从上游向下传导边际改善明显，推荐蒙牛乳业、伊利股份、成长性较好且盈利释放的妙可蓝多。饮料方面持续关注占据长生命周期品类，具备大单品打造能力的企业，经营探底的东鹏饮料，回归稳健增长、系统性推广策略逐步实施的百润股份，兼具区域扩张和盈利弹性的泉阳泉，以及高分红率延续的承德露露/养元饮品。
- **风险提示：**食品安全风险，原奶价格波动风险，市场竞争加剧风险。

行业走势



相关研究

《9-10月白酒板块表现复盘（二）：前路不平但乐观向前》

2026-11-01

《2026Q3基金食品饮料持仓分析：基金持仓触底回升，白酒获小幅加配》

2026-10-29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 乳制品三季报总结：原奶企稳，传导正面 4
1.1. 奶价温和复苏更可期，头部乳企先受益 4
1.2. 收入端：需求稳健，多元迸发 7
1.3. 利润端：精炼内功，盈利释放 9
2. 软饮料三季报总结：“前高后低”整体表现偏弱 10
2.1. 消费疲弱+天气因素，饮料景气度继续走弱 10
2.2. 收入端：整体回落，结构亮点 12
2.3. 利润端：短期调整，控费提效 14
3. 投资建议 15
4. 风险提示 16

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 2021M1~2026M10 生鲜乳均价 4
图 2: 2022M1~2026M10 生鲜乳均价月度同比 4
图 3: 2021M1~2026M10 中国牛肉价格与肉奶价格比 5
图 4: 22M1~26M10 进口/中国牛肉价格同比增速 5
图 5: 中国针对主要国家牛肉配额量 5
图 6: 2024~2025 巴西牛肉进口量 VS2026 牛肉配额 5
图 7: 中国肉牛存栏量从 2024 年开始下滑 5
图 8: 21M1~26M10 中国牛肉价格 5
图 9: 进口奶酪价格与中国奶酪出口单价对比 6
图 10: 2013~2025 年进口奶酪占国内奶酪总量比重 6
图 11: 2009~2011 年伊利营收和净利润增速 6
图 12: 2012~2014 年伊利营收和净利润增速 6
图 13: 乳制品板块累计收入规模及增速（%） 7
图 14: 乳制品板块累计净利润规模及增速（%） 7
图 15: 26Q3 乳制品个股毛销差同比变动（pct） 10
图 16: 26 年 1-9 月乳制品个股毛销差同比变动（pct） 10
图 17: 26Q3 饮料品类传统线下销售额同比增速 11
图 18: 2023~2026 年软饮料各月度产量 11
图 19: 居民人均消费支出/可支配收入累计同比增速 11
图 20: 社零总额当月同比增速 11
图 21: 社零总额与居民人均消费支出同比增速 11
图 22: 7 月上旬南方降雨频繁 11
图 23: 软饮料板块累计收入规模及增速（%） 12
图 24: 软饮料板块累计净利润规模及增速（%） 12
图 25: 26Q3 软饮料个股毛销差同比变动（pct） 15
图 26: 26 年 1-9 月软饮料个股毛销差同比变动（pct） 15

表 1: 乳制品板块公司 2022~26 年前三季度收入及归母净利润增速情况 7
表 2: 乳制品上市公司 26 年前三季度及 26Q3 业绩概览 10
表 3: 软饮料板块公司 2022~26 年前三季度收入及归母净利润增速情况 12
表 4: 软饮料上市公司 26 年前三季度及 26Q3 业绩概览 15

请务必阅读正文之后的免责声明部分

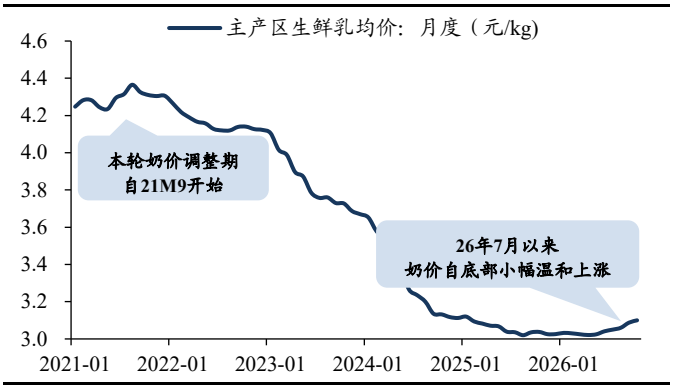
1. 乳制品三季报总结：原奶企稳，传导正面

1.1. 奶价温和复苏更可期，头部乳企先受益

供需平衡加速确立，奶价温和复苏更可期。本轮奶价调整自 21 年 9 月开始，时间长、幅度大，期间最高降幅达 30.8%（合同奶价格从 21 年 8 月高点 4.37 元/kg 最低跌至 3.02 元/kg），产业链上下游相应受到牵连，牧场经营不同程度承压，中下游乳企竞争加剧，同时喷粉占用资金量相对较高，奶价下行喷粉减值加重乳企财务负担。25H2 开始奶价步入寻底阶段，肉牛价格上涨加速存栏去化。26 年 7 月以来在热应激/苜蓿收贮季/双节需求旺季等季节性因素带动下，奶价自底部小幅温和上涨，26 年 10 月合同奶价格为 3.10 元/kg，相较 4 月 3.02 元/kg 低点缓步抬升。

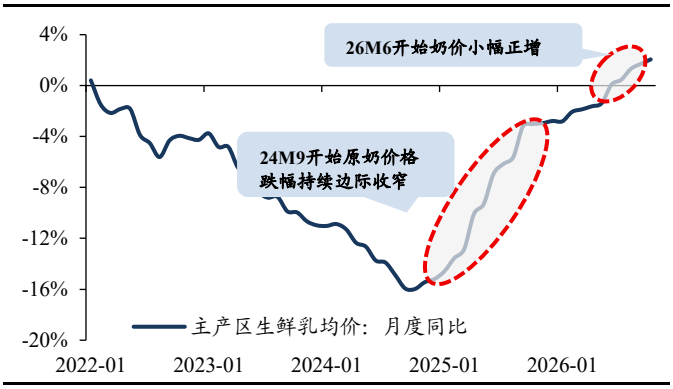
展望 Q4 及 2027 年，原奶供需平衡加速确立，我们持奶价见底并温和复苏展望。1）国内肉牛涨价周期有望延续：中国肉牛供给主要由国内自主生产+海外进口补充构成，一方面主要出口国牛肉供应趋紧，叠加中国牛肉进口配额制度正式落地、主要进口国配额有限，推高进口牛肉价格，2026 年最大配额国巴西牛肉配额基数 110.6 万吨（占全球配额总量 41.1%），较 2025 年巴西牛肉进口量下滑 24.2%；另一方面自 24Q1 开始中国肉牛存栏逐步出清，25M3 牛肉价格触底反转，母牛产能去化传导影响渐显，在进口牛肉配额制度催化下，2026 年国产牛肉价格有望保持强势，26M10 牛肉价格已较 25M3 提升 18.3%至 77.6 元/kg；2）乳深加工对原奶消化贡献提升：近年伴随国内外原奶价格反转，在 C 端消费培育+B 端国产替代下，中国乳业发展进入新阶段，头部乳企深加工产能建设逐步兑现，以“两油一酪”为代表的乳品和乳铁蛋白、乳清蛋白等高附加值原料产量也将显著增长，此外进口政策催化亦能缩短这一进程，带动原奶加速消化。原奶供需平衡走向确立，我们判断奶价温和上涨路径，主因需求弱复苏，上游牧场规模化程度较高且深加工占比逐步提升，供给侧变动亦不会是激烈方式。

图1：2021M1~2026M10 生鲜乳均价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

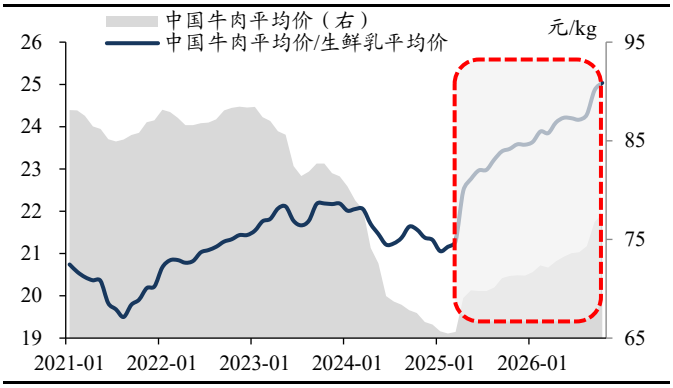
图2：2022M1~2026M10 生鲜乳均价月度同比



数据来源：农业农村部，东吴证券研究所

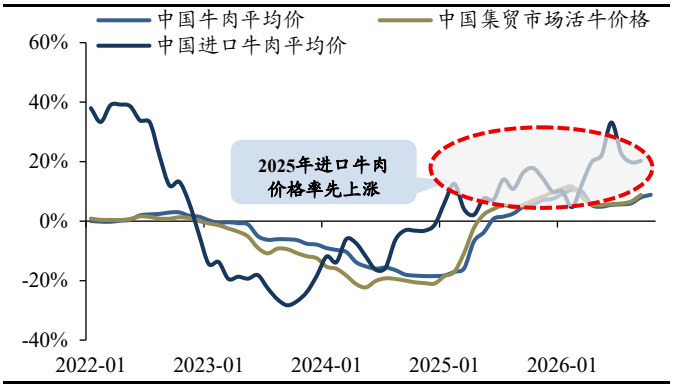
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图3：2021M1~2026M10 中国牛肉价格与肉奶价格比



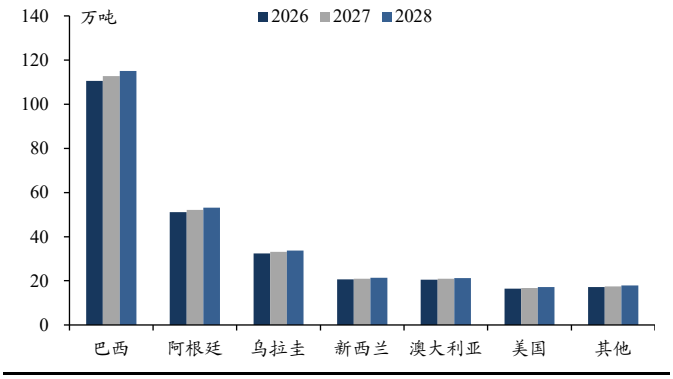
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：22M1~26M10 进口/中国牛肉价格同比增速



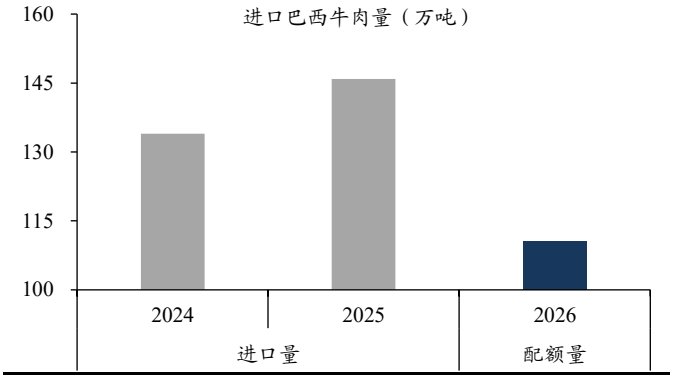
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：中国针对主要国家牛肉配额量



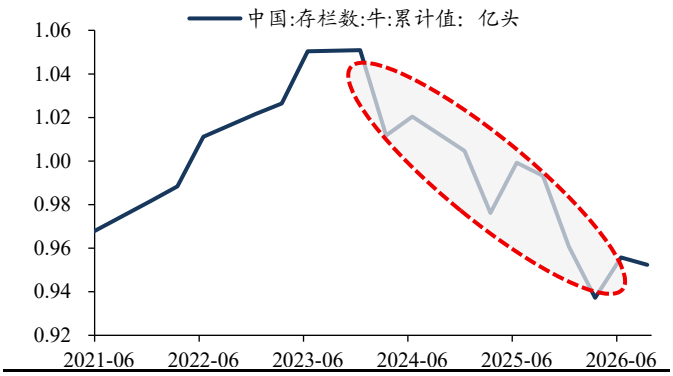
数据来源：商务部，东吴证券研究所

图6：2024~2025 巴西牛肉进口量 VS2026 牛肉配额



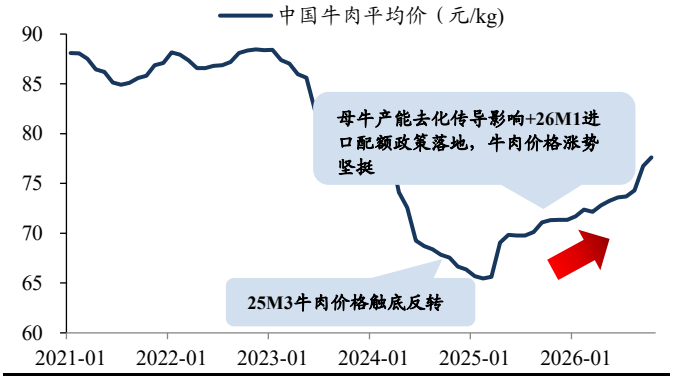
数据来源：海关总署，商务部，东吴证券研究所

图7：中国肉牛存栏量从 2024 年开始下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

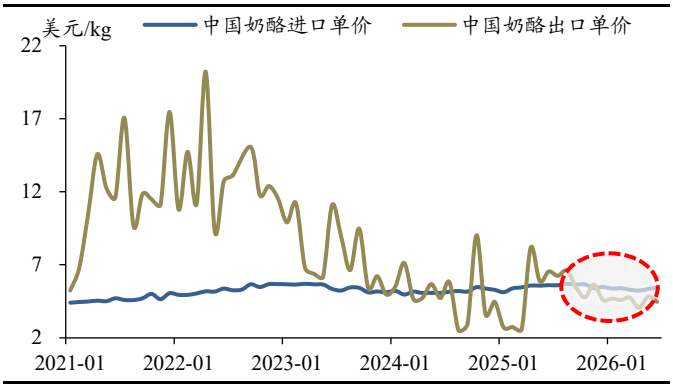
图8：21M1~26M10 中国牛肉价格



数据来源：Wind，东吴证券研究所

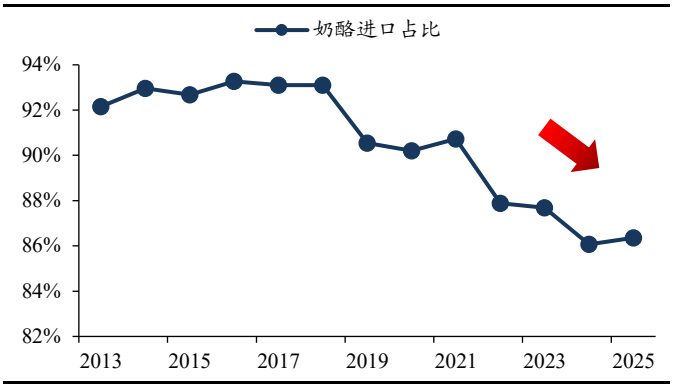
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图9：进口奶酪价格与中国奶酪出口单价对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2013~2025 年进口奶酪占国内奶酪总量比重

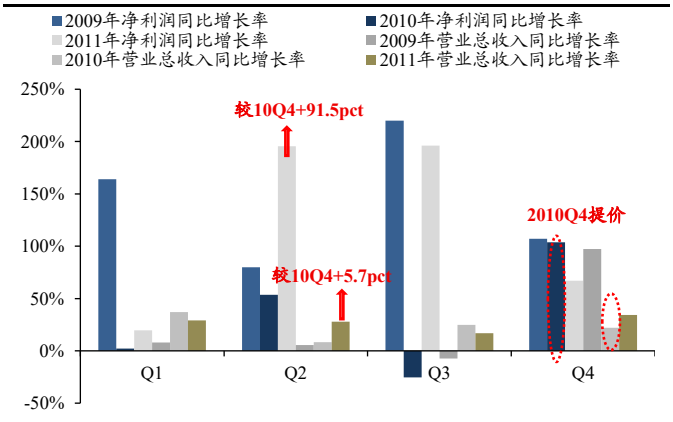


数据来源：Wind，东吴证券研究所

后续奶价温和上涨，头部乳企将会受益供给格局改善，联营牧场盈利亦会改善。奶价上行期中小乳企成本端压力增大，部分小乳企被动出清，竞争格局边际修复；大乳企凭借规模优势吨成本相对可控，并能享受盈利能力提升红利。1）毛利提升：从过去奶价上行周期看，大乳企通过产品结构优化/直接提价等措施应对原奶采购价格上行，带动吨价提升，强化盈利能力；2）费控强化：市场竞争趋缓，乳企渠道费投亦会更加理智；3）非经扰动收缩：奶价上行期喷粉减值损失边际收缩，此外联营公司盈利亦会改善，从而迎来双击。

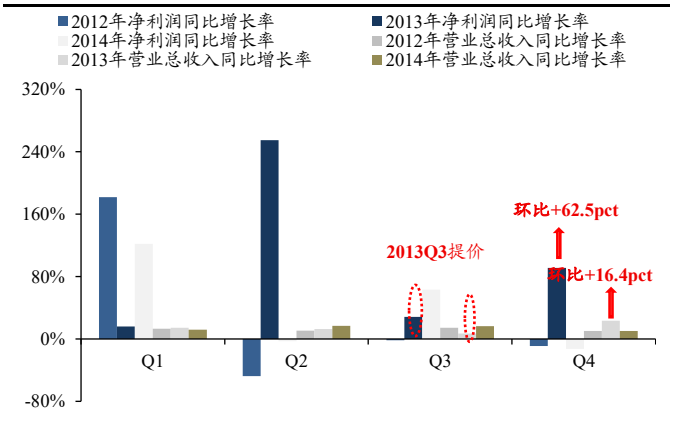
以乳业航母伊利股份为例，历史实证过去 3 轮涨价周期，伊利业绩弹性均在提价/控费中释放。为应对三轮原奶价格上涨，2010 年、2013 年、2021 年伊利均采取了提价与控费措施，约 1~2 个季度后提价控费效果传导至报表端：1）2010Q4 提价后，营收与净利润增速滞后约 2 个季度反映，2011Q2 净利润、营收增速较 2010Q4 提升 91.5pct、5.7pct；2）2013Q3 提价 1 个季度后，2013Q4 的净利润与营收增速明显改善，分别较 2013Q3 环比提升 62.5pct、16.4pct。

图11：2009~2011 年伊利营收和净利润增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2012~2014 年伊利营收和净利润增速



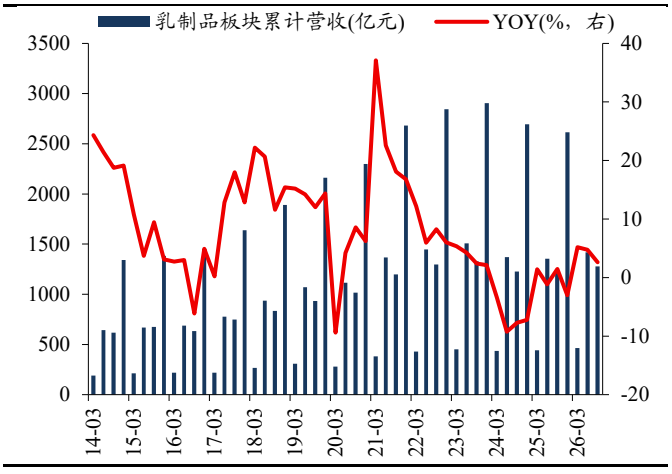
数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.2. 收入端：需求稳健，多元迸发

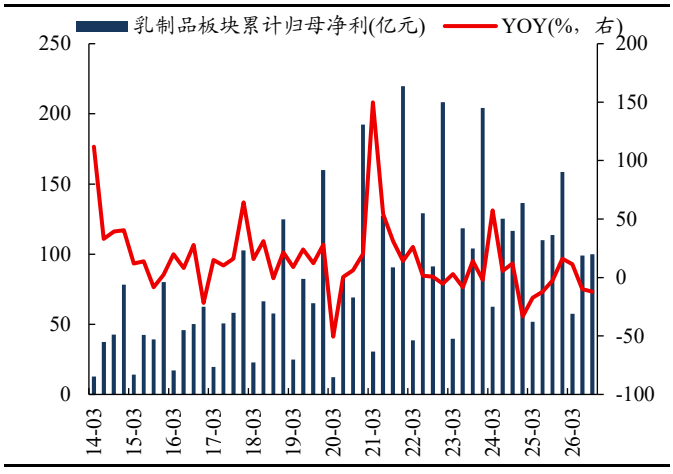
Q3 需求整体稳健，多元发展迎复苏。26 年 1-9 月乳制品板块营业总收入同比+2.6%，Q3 收入同比+1.5%，需求整体稳步复苏，乳制品发展更加多元。**1）液奶：**常温奶依靠产品结构升级坚守基本盘，其中常温“双强”伊利和蒙牛在调整期强化渠道治理，Q3 伊利液奶渠道健康度达历史最好状态，并保持稳健复苏节奏；低温奶逆势而起，低温鲜奶引领增长，近年伴随冷链基础设施逐步完善升级，叠加低温奶厂商技术更迭，以及市场对新鲜天然产品需求涌现，低温鲜奶凭借丰富营养价值迅速起量，此外零食量贩/生鲜电商/即时零售等新兴渠道快速渗透亦破解低温奶短保、配送约束及区域限制等行业痛点，助力低温鲜奶渗透持续。**2）奶粉：**婴配粉受出生人口回落掣肘压力延续，长尾品牌加速出清，份额更向头部集中，同时内容电商等线上平台迅速兴起，逐步承接母婴店渠道消费者认知教育及品牌推广职能，更考验企业全渠道运营能力；成人粉适用人群更多元，抓住渠道变革红利，通过线上种草等方式迅速破圈，加之老龄化率缓步提升拉高成人粉市场天花板，成人粉市场持续扩容，景气度较高。**3）乳深加工：**乳深加工产品主要包括黄油/稀奶油等乳脂类、原制奶酪/再制奶酪/酪蛋白等奶酪类、乳清蛋白/乳矿物盐等乳清类，产物流向为“原奶→乳脂→奶酪→乳清”。乳深加工产业链全覆盖的企业竞争优势突出，既要企业同时攻克乳脂、奶酪、乳清全品类技术难关，又对产业链各环节提出更高副产物协同、产能匹配等要求。

图13：乳制品板块累计收入规模及增速（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：乳制品板块累计净利润规模及增速（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1：乳制品板块公司 2022~26 年前三季度收入及归母净利润增速情况

	营业总收入增速					归属于母公司所有者的净利润增速				
证券简称	2022	2023	2024	2025	26 年前三季度	2022	2023	2024	2025	26 年前三季度
伊利股份	11.4%	2.4%	-8.2%	0.1%	3.6%	8.3%	10.6%	-18.9%	36.82%	-15.56%
蒙牛乳业	5.1%	6.5%	-10.1%	-7.3%	-	5.5%	-9.3%	-97.8%	1378.7%	-
妙可蓝多	7.8%	-16.2%	-9.0%	16.3%	23.0%	-12.3%	-53.9%	89.2%	4.3%	20.4%
新乳业	11.6%	9.8%	-2.9%	5.3%	5.0%	15.8%	19.3%	24.8%	36.0%	13.2%
光明乳业	-3.4%	-6.1%	-8.3%	-1.6%	-7.8%	-39.1%	168.2%	-25.4%	-120.7%	84.4%
天润乳业	14.2%	12.6%	3.3%	-1.9%	5.4%	31.3%	-27.7%	-69.3%	-5.0%	855.9%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

燕塘乳业	-5.5%	4.0%	-11.2%	-8.5%	-1.8%	-37.0%	81.6%	-43.0%	-43.9%	-57.7%
中国飞鹤	-6.4%	-8.3%	6.2%	-12.7%	-	-28.1%	-31.4%	5.3%	-45.7%	-
合计	**6.0%**	**2.1%**	**-7.2%**	**-3.0%**	**2.6%**	**-5.2%**	**-2.0%**	**-33.1%**	**16.1%**	**-12.1%**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

伊利股份：延续增长，兑现回报。26 年 1-9 月营收 938.1 亿元，同比+3.6%，归属于母公司所有者的净利润 88.0 亿元，同比-15.6%。26Q3 营收 293.2 亿元，同比+2.4%，归属于母公司所有者的净利润 30.5 亿元，同比-5.6%。复苏之年乳业航母表现稳健，1-9 月各季度增长平稳，26Q3 收入同比+2.4%（Q2 同比+2.6%），经营韧性强。1）液奶：Q3 业务收入同比+1.7%，一是上游牧场持续出清，散奶价格企稳回升，中下游乳企竞争格局优化，公司经营环境持续改善；二是奶价调整期公司重塑渠道体系，数智化赋能供应链全链路，改善渠道秩序，重获经营主动权，三季度液奶渠道健康度达历史最好状态，并保持稳健复苏节奏；三是 26 年 5 月推出低温鲜奶独立品牌“秒鲜”，工艺升级打开销售半径，并通过“以需定产、动态滚动”大幅提升产品新鲜度，紧握低温鲜奶结构性机会，帆乘风扬迅速起量。2）奶粉及奶制品：Q3 业务收入同比+3.8%，主因大包粉销售逐步转向内部自用，外售大包粉收入同比下滑拖累整体业务表现，若剔除相关扰动，我们估测 Q3 奶粉产品收入同比增速达中高个位数，其中澳优经前期渠道运营管理/集团规模优势/私域运维及品牌营销等多维度深度赋能，迎来收入/盈利较好修复，公司婴配粉头部地位持续夯实；此外成人粉市场持续扩容，公司牢据份额榜首，通过融合中式养生智慧，精准匹配中老年人群多元健康诉求，前三季度功能保健食品实现翻倍增长，益生菌和蛋白质补充剂亦将成为未来五年重点发力的战略新兴品类。

妙可蓝多：逆势成长，盈利进入释放期。26 年 1-9 月营收 48.7 亿元，同比+23.0%，归属于母公司所有者的净利润 2.1 亿元，同比+20.4%。26Q3 营收 15.6 亿元，同比+12.4%，归属于母公司所有者的净利润 0.6 亿元，同比+40.9%。26 年 1-9 月公司营业收入同比+23.0%，Q3 收入同比+12.4%，较上半年 28.7%的同比增速略有回落，主要系液奶业务加速淡出，公司聚焦资源做强奶酪业务。前三季度奶酪业务 2B、2C 收入同比增长均超 20%，延续上半年增势，BC 双驱增势强劲。1）2C 维持领先优势：公司走出儿童营养单一赛道，全面向 C 探索多元场景，26 年 9 月携百搭芝士片亮相康师傅泡面生活节，以“芝士+火鸡面”的创新搭配实现消费拓圈。2）2B 全产业链协同日益强化：蒙牛全面入主后产业链协同空前强化，一是集团联采+奶源支持力度加码，保障优质原料稳定低价供应；二是乳深加工全品类产能匹配/副产物协同等经营优势放大，在建项目有序落地放量在途，规模化产能支撑正逐步成型；三是蒙牛深度融合使得“两油一酪”品类更全，依托全产业链配套优势深度绑定上下游资源，迅速匹配下游客户定制化需求。

新乳业：低温坚挺，盈利释放。26 年 1-9 月营收 88.6 亿元，同比+5.0%，归属于母公司所有者的净利润 7.1 亿元，同比+13.2%。26Q3 营收 30.5 亿元，同比+4.7%，归属于母公司所有者的净利润 2.4 亿元，同比+6.2%。Q3 公司营业收入同比+4.7%，延续上半年 5.2%的增长态势，低温引擎增长有力，1-9 月低温品类保持双位数增长。**行业层面，**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

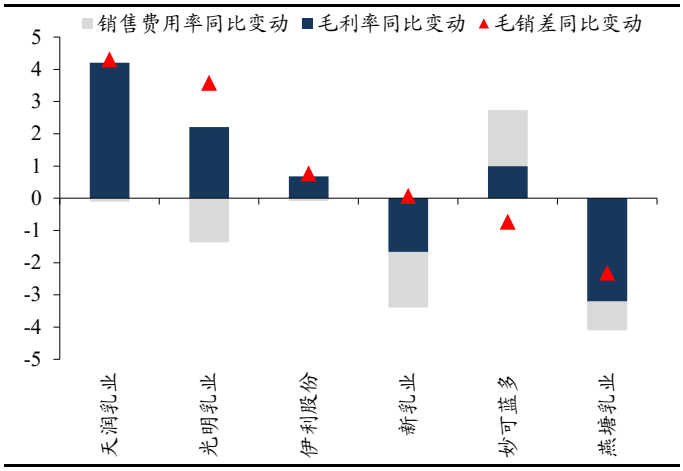
低温奶逆势增长，据马上赢数据，Q3 国内低温鲜奶市场销售额规模同比+17%，低温酸奶同比小幅增长，常温乳品则持续下滑承压。**公司层面，**1）“三鲜鼎立”品类布局更加深入：一方面低温酸奶/低温鲜奶重点产品经营韧性突出，其中活润系列正全力冲刺全年 10 亿体量目标，同时鲜酸基本盘产品结构亦延续优化，高力度的产品推新是核心抓手，前三季度新品收入占比仍保持双位数；另一方面低温饮品探索渐入佳境，26 年 8 月公司与百年瑞士品牌阿华田在新乳业华西工厂联合举办“阿华田来自 1904·浓醇麦芽可可风味低温乳饮料”新品下线仪式，并于 9 月同步登陆华南、华东和西南为主的便利店、精品超市及生鲜 O2O 等即时零售渠道；2）积极拥抱新兴零售渠道：零食量贩合作更加紧密，公司积极拓展业务和产品声量，Q3 零食量贩渠道实现高双位数增长；新鲜零食渠道先发布局，子公司湖南南山在金粒门等新鲜零食门店兴起的初期迅速进行渠道渗透；山姆会员店此前已有较多 SKU 合作，我们判断后续新增品类仍存空间，此外子品牌“唯品”亦在盒马等高端渠道向上突破，并与南山/夏进等子品牌合力共拓 2B 渠道。

1.3. 利润端：精炼内功，盈利释放

盈利进入释放通道，纳税调整略有影响。1）毛利率：26Q3 乳制品板块毛利率同比+1.07pct，主因全国型/区域性头部乳企产品结构持续调优，伊利通过成人粉/低温鲜奶等结构增长亮点优化产品结构，妙可三季度核心奶酪业务收入占比持续提升、液奶逐步淡化；但 Q3 新乳业毛利率同比-1.67pct，主要系低毛利高势能的即时零售/零食量贩渠道占比提升，渠道结构稀释拖累毛利表现；其次奶价止跌企稳并小幅回调，包材及其他辅料成本亦有所上涨，成本红利逐步减弱。2）费用率：26Q3 乳制品板块三项费用率（销售费用率+管理费用率+财务费用率）合计同比-0.15pct，乳企优化费用投放结构/提升内部经营管理效率等战略成效显露，伊利数智化赋能渠道精细管理，叠加规模效应释放，带动费效比提升；新乳业缩减短期效应较弱的线下广告投放、加大渠道促销费用投入，并通过成熟且体系化的管理输出经验赋能子公司经营调整；妙可蓝多“极致成本”战略显效，供应链效率提升和经营策略优化助推费效比提升。3）非经科目：乳企普遍受到税收执行标准更新影响，自 26 年起全国税务系统统一征管标准，严格区分乳产品纳税执行口径，发酵乳/调制乳、及“两油一酪”为代表的乳品和乳铁蛋白/乳清蛋白等高附加值原料被划入纳税范围，单季度纳税同比增加。

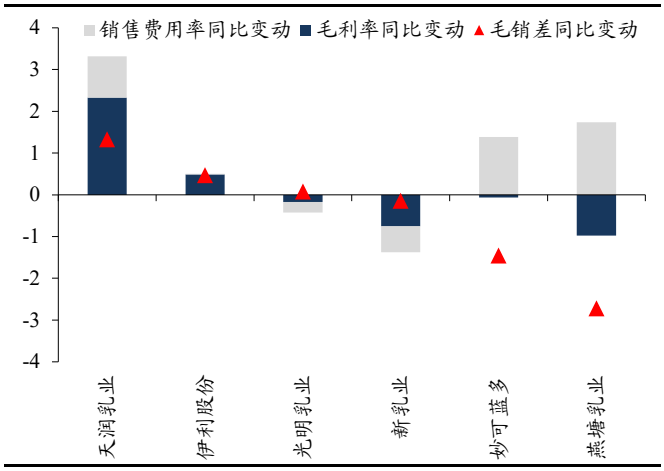
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图15：26Q3 乳制品个股毛销差同比变动（pct）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图16：26 年 1-9 月乳制品个股毛销差同比变动（pct）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表2：乳制品上市公司 26 年前三季度及 26Q3 业绩概览

	26 年前三季度				26Q3			
证券简称	营业总收入（亿元）	YOY (%)	归母净利（亿元）	YOY (%)	营业总收入（亿元）	YOY (%)	归母净利（亿元）	YOY (%)
伊利股份	938.13	3.59	88.04	-15.56	293.24	2.42	30.45	-5.60
妙可蓝多	48.66	22.97	2.12	20.37	15.62	12.39	0.61	40.90
新乳业	88.58	5.03	7.05	13.23	30.45	4.72	2.40	6.19
光明乳业	168.06	-7.81	1.61	84.40	49.34	-14.32	-0.90	30.98
天润乳业	21.85	5.39	0.80	855.87	7.35	8.39	0.26	131.12
燕塘乳业	11.58	-1.77	0.23	-57.74	4.09	-1.16	0.08	-53.75

数据来源：Wind，东吴证券研究所

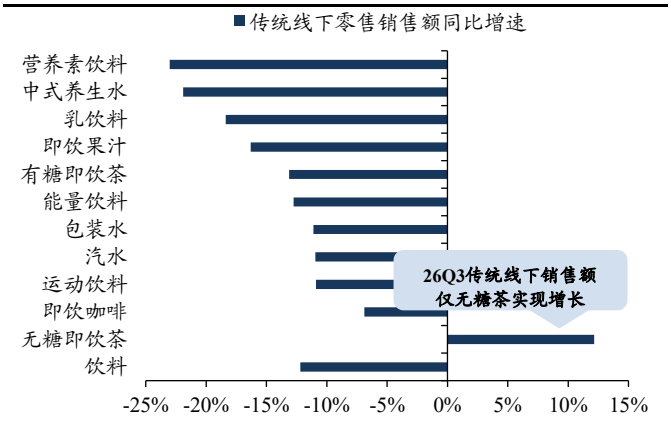
2. 软饮料三季报总结：“前高后低”整体表现偏弱

2.1. 消费疲弱+天气因素，饮料景气度继续走弱

消费大势承压+天气因素，Q3 饮料景气度继续走弱。据马上赢数据，26Q3 饮料品类传统线下销售额同比-12.19%，其中仅无糖茶实现增长（同比+12.16%），运动饮料/能量饮料/包装水等品类均出现不同程度下滑，此外 7-9 月饮料销售旺季产量创近 3 年历史新低（2023 年以来低位）。26Q3 软饮料板块景气度继续走弱，主因宏观层面消费总体偏弱，7-8 月社零增长均在低水位，仅 9 月受双节错位略有提升，饮料、零食、调味品、白酒等多品类 Q3 营收增长均表现为承压，上市公司报表均有体现；其次极端天气亦对饮料销售有所影响，9 月中国气象局召开新闻发布会，26 年夏季天气气候呈现出 1）全国降水量偏多，暴雨过程落区重叠，极端性强；2）台风生成和登陆个数均偏多，风雨影响持续久、范围广；3）盛夏高温“西强东弱”；4）强对流天气南北并发，局地极端性强等特点。今夏多降水多台风，天气波动影响终端饮料动销，且品类选择亦受干扰，传统夏季强解暑品类优势削弱，无糖茶/植物饮料等轻解暑产品相对受益。

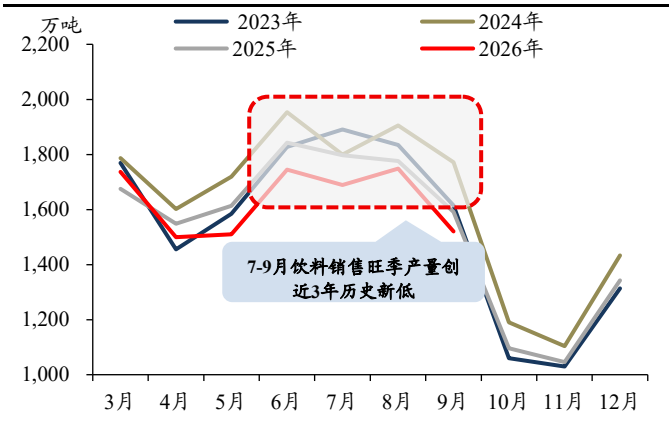
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图17：26Q3 饮料品类传统线下销售额同比增速



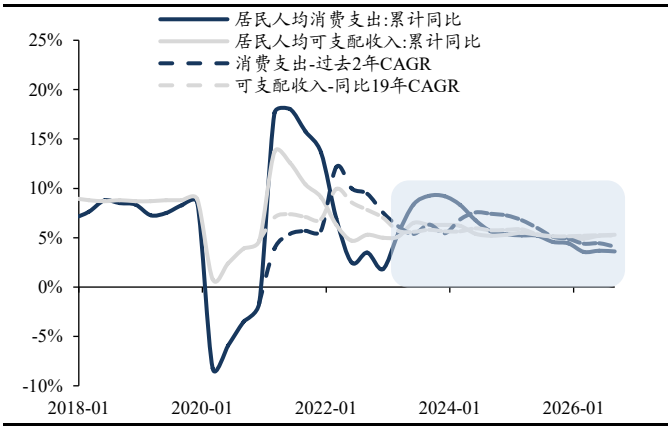
数据来源：马上赢，东吴证券研究所

图18：2023~2026 年软饮料各月度产量



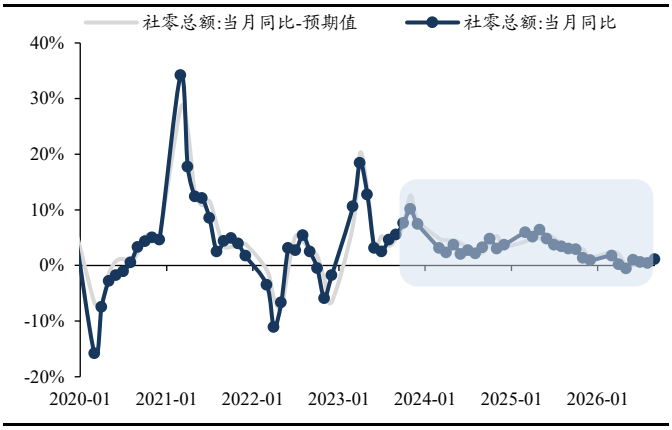
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图19：居民人均消费支出/可支配收入累计同比增速



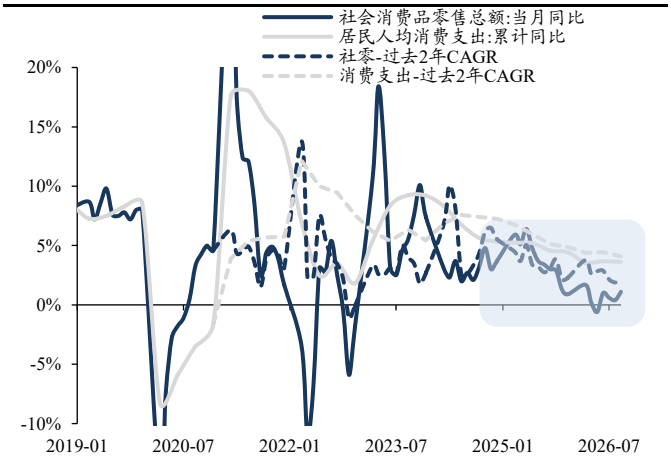
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图20：社零总额当月同比增速



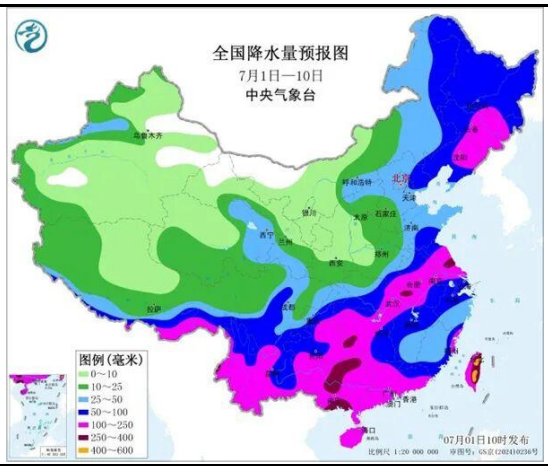
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图21：社零总额与居民人均消费支出同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图22：7 月上旬南方降雨频繁



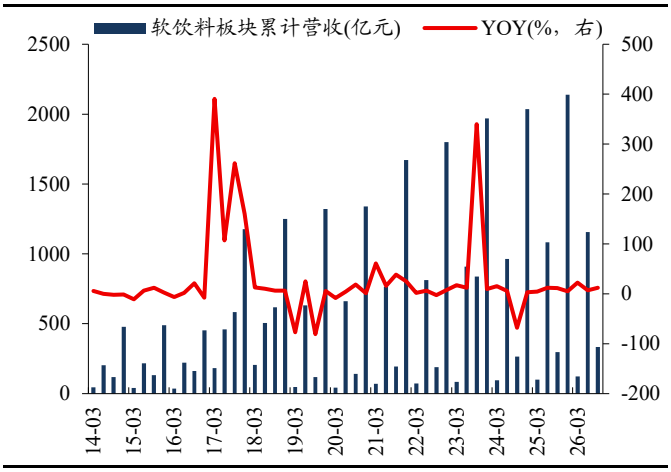
数据来源：中国天气网，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.2. 收入端：整体回落，结构亮点

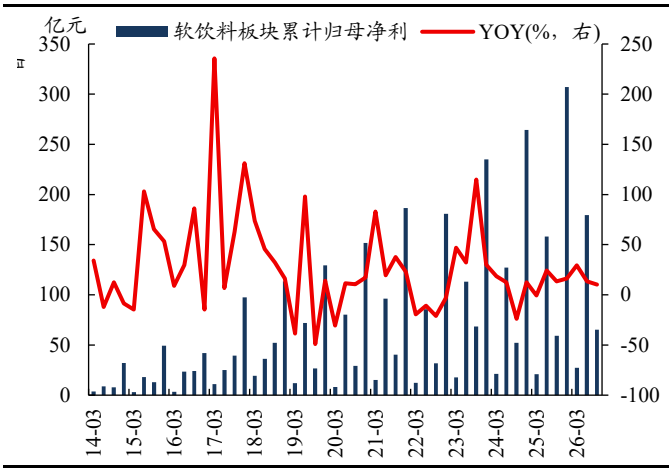
Q3 营收和利润整体增速回落，结构增长亮点仍存。26 年 1-9 月软饮料板块营业总收入同比+12.1%，归属于母公司所有者的净利润同比+10.4%；Q3 营业总收入同比+2.0%，归属于母公司所有者的净利润同比-10.3%。季度营收和盈利增速表现呈现逐季回落，但整体颓势中仍有亮点，百润 Q3 整体增势延续，酒类业务威士忌贡献增量，预调酒增长转正后保持稳健；泉阳泉主业收入/销量增长略超市场预期，辽宁市场自 2025 年开始进入加速放量阶段，26H1 区域销量同比+74%，我们估测前三季度辽宁市场增长势能依旧坚挺。

图23：软饮料板块累计收入规模及增速（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图24：软饮料板块累计净利润规模及增速（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表3：软饮料板块公司 2022~26 年前三季度收入及归母净利润增速情况

	营业总收入增速					归属于母公司所有者的净利润增速				
证券简称	2022	2023	2024	2025	26 年前三季度	2022	2023	2024	2025	26 年前三季度
百润股份	-	25.9%	-6.6%	-3.4%	10.3%	-21.7%	55.3%	-11.2%	-11.4%	20.4%
统一企业中国	12.0%	1.2%	6.1%	4.6%	-	-18.6%	36.4%	10.9%	10.9%	-
康师傅控股	6.3%	2.2%	0.3%	-2.0%	-	-30.8%	18.4%	19.8%	20.5%	-
养元饮品	-14.2%	4.0%	-1.7%	-11.9%	27.9%	-30.2%	-0.5%	17.3%	-26.8%	1.0%
承德露露	6.7%	9.8%	11.3%	-3.5%	3.8%	5.7%	6.0%	4.4%	-5.9%	-2.5%
农夫山泉	11.9%	28.4%	0.5%	22.5%	-	18.6%	42.2%	0.4%	30.9%	-
东鹏饮料	21.9%	32.4%	40.6%	31.8%	10.4%	20.8%	41.6%	63.1%	32.7%	10.2%
泉阳泉	-13.7%	-11.6%	6.8%	5.0%	17.1%	-45.7%	-891.9%	101.3%	145.5%	89.9%
华润饮料	11.3%	7.1%	0.0%	-18.6%	-	15.3%	34.3%	23.1%	-39.8%	-
欢乐家	8.4%	20.5%	-3.5%	-19.1%	11.0%	10.6%	36.9%	-47.1%	-70.0%	366.5%
香飘飘	-9.8%	15.9%	-9.3%	-11.0%	10.5%	-3.9%	31.0%	-9.7%	-62.4%	113.3%
李子园	-4.5%	0.6%	0.2%	-8.4%	-3.4%	-15.8%	7.2%	-5.6%	-12.3%	-32.4%
IFBH	-	-	80.3%	11.9%	-	-	-	98.9%	-31.7%	-
合计	**7.6%**	**9.5%**	**3.3%**	**5.0%**	**12.1%**	**-3.0%**	**30.0%**	**12.5%**	**16.2%**	**10.4%**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

百润股份：增势延续，稳步向好。26 年 1-9 月营收 25.0 亿元，同比+10.3%，归属于母公司所有者的净利润 6.6 亿元，同比+20.4%；其中 26Q3 营收 8.5 亿元，同比+8.3%，归属于母公司所有者的净利润 1.8 亿元，同比+14.0%。1-9 月香精香料和酒类业务均增长，26Q3 公司整体营收同比+8.3%，相较上半年 11.3%的营收同比增速略有降速，但整体稳健，增势延续，其中酒类业务威士忌贡献增量、预调酒增长转正后保持稳健，食用香精业务伴随下游客户定制化需求修复，延续 H1 增势。1）烈酒布局持续进阶：早于 2025 年推出的“峡州”“百利得”威士忌借力预调酒较为成熟的流通渠道持续铺货和终端拓展，此外 26 年 7 月推出年轻化调酒基酒品牌“乐调”，首发金酒和伏特加两款平价入门调酒基酒，具备较高性价比，威士忌+白色烈酒组合合力共同加速消费者教育，满足多场景需求，长期助力烈酒新业务成长。2）预调酒梯队分化明显：“微醺”大单品表现稳健，“清爽”等品类加速渗透量贩渠道贡献一定增量，其他品类受消费大势压制，表现相对承压。

承德露露：销售承压，成本红利略减弱。26 年 1-9 月营收 20.3 亿元，同比+3.8%，归属于母公司所有者的净利润 3.7 亿元，同比-2.5%；其中 26Q3 营收 4.9 亿元，同比-14.3%，归属于母公司所有者的净利润 0.8 亿元，同比-39.0%。26Q3 公司收入同比-14.3%，较上半年 11.3%的同比增速明显回落，主因：1）宏观层面消费总体弱复苏，7-9 月社零增长均在低水位，仅 9 月受双节错位略有提升，饮料、零食、调味品、白酒等多品类 Q3 营收增长均表现为承压，同在植物蛋白饮料行业的养元饮品 Q3 营收也明显降速，核桃乳营收出现季度同比下滑；2）25 年同期基数相对较高，25Q3 公司按计划推进全年销售目标，赶进度使得收入表现超市场预期（营收同比+8.9%且绝对值为近年最高）；3）消费疲弱动销不畅，渠道库存有一定累积效应。展望 Q4，2027 春节虽然较 2026 年春节早，但仍在 2 月份，仍属较晚，我们预计 Q4 淡季仍有销售压力。

养元饮品：大势承压，增长降速。26 年 1-9 月营收 50.0 亿元，同比+27.9%，归属于母公司所有者的净利润 11.3 亿元，同比+1.0%；其中 26Q3 营收 15.0 亿元，同比+3.8%，归属于母公司所有者的净利润 2.8 亿元，同比-26.3%。26Q3 公司收入同比仅+3.8%，相较上半年 42.0%的营收同比增速放缓明显，主因：1）宏观层面消费需求弱复苏，7-9 月社零增长均在低水位，9 月受双节错位略有提升，饮料、零食、调味品、白酒等多品类 Q3 营收增长均表现为承压；2）Q3 红牛功能饮料增速环比 Q2 回落（Q2 功能饮料恢复代理下高增），同时我们估测单三季度核桃乳收入也略有下滑，拖累整体经营表现。

东鹏饮料：大势承压致降速明显，盈利亦受扰动。26 年 1-9 月营收 186.0 亿元，同比+10.4%，归属于母公司所有者的净利润 41.5 亿元，同比+10.2%；其中 26Q3 营收 61.5 亿元，同比+0.8%，归属于母公司所有者的净利润 12.8 亿元，同比-7.8%。26Q3 公司营业收入同比+0.8%，相较上半年 15.9%的同比增速明显放缓，**主因**宏观层面消费总体偏弱，7-8 月社零增长均在低水位，仅 9 月受双节错位略有提升，饮料、零食、调味品、白酒等多品类 Q3 营收增长均表现为承压，上市公司报表均有体现；**其次**三季度主销区受极端天气扰动明显，饮料销售相应受到影响。分产品看，26Q3 能量饮料、电解质饮

请务必阅读正文之后的免责声明部分

料、茶饮料、其他饮料分别实现收入 38.4、13.6、5.8、3.6 亿元，分别同比-8.6%、+0.5%、+145.3%、+17.4%，三季度特饮收入同比增速转负，补水啦增长中枢亦明显大幅降档，茶饮料则依托果之茶+上茶/焙好茶延续高增，海岛椰/大咖等其余品类增长相对稳健。**1）能量饮料：**特饮在华南/华中等主销区市场依托东方大鹏（26 年 6 月上市）/零糖系列（25 年 7 月上市）/礼盒装等提升单点产出，Q3 南方市场饮料消费疲弱严重拖累动销表现，能量饮料销售阶段性承压。**2）电解质饮料：**Q3 补水啦收入环比降速明显（26Q1、Q2 收入分别同比+13.2%、+11.2%），一是电解质饮料市场竞争加剧，农夫/元气森林等饮料厂商加入大众价位竞争，并加大渠道费投力度（如开展“1 元乐享”等促动销活动），补水啦单品动销直接受到冲击；二是补水啦终端网点基数已高，开拓空间放缓，公司将重心转向 SKU 丰富与口味扩充，新系列/新口味落地铺市后仍需时间培育。

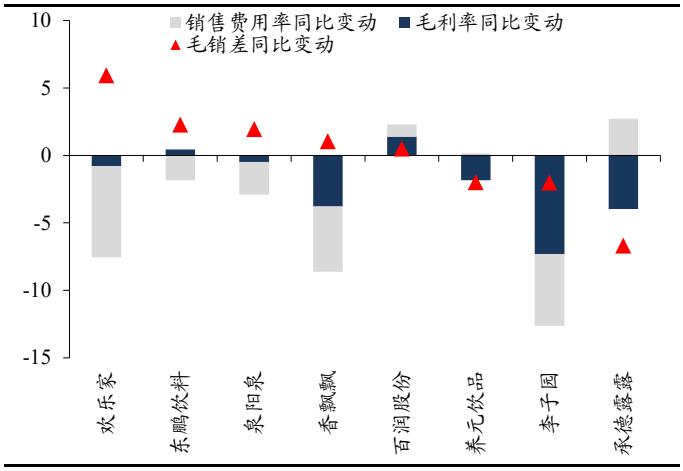
泉阳泉：水业务增势延续，盈利加速修复。26 年 1-9 月营收 12.0 亿元，同比+17.1%，归属于母公司所有者的净利润 0.5 亿元，同比+89.9%。26Q3 营收 4.2 亿元，同比+24.3%，归属于母公司所有者的净利润 0.1 亿元，同比+575.0%。26 年 1-9 月公司营业收入 12.0 亿元（同比+17.1%），全年 15 亿收入目标已完成约 80%，其中矿泉水业务收入同比+33.1%，延续上半年水业收入增势（同比+32%），考虑到公司尚处于全国化发展初期，吨价受产品结构拖累，我们估测 1-9 月销量同比增长超 33.1%，年初公司披露全年水业销量目标 200 万吨，对应测算 26 年目标销量增速约 33%，前三季度销量增速略超市场预期。分区域看，吉林大本营市场夯实龙头地位，辽宁市场自 2025 年开始进入加速放量阶段，北京/黑龙江市场尚处品牌发展初期，市场基数相对较低。

2.3. 利润端：短期调整，控费提效

毛利率短期承压，费效比日益强化。1）毛利率：26Q3 软饮料板块毛利率同比-0.64pct，毛利率下滑受低毛利产品/渠道占比上行，以及核心原料成本上涨共同影响，养元低毛利率红牛代理业务占比提升拖累毛利率，露露核心包材马口铁在 2026H1 上涨明显等。但部分企业产品结构持续调优/成本管控有力，百润预调酒持稳、威士忌逐步放量，带动产品结构改善，东鹏通过对 PET 等主要原材料锁价，实现成本有效管控。2）费用率：26Q3 软饮料板块三项费用率（销售费用率+管理费用率+财务费用率）合计同比-0.23pct，部分饮料企业费用投放季节性优化，如东鹏 26 财年渠道冰柜投放在三季度前已基本完成，9 月渠道重心转向清理库存及新品铺市，销售费用投放季节性收缩；同时部分厂商面对消费疲软边际加大动销费投力度，如露露 26 年新品持续投入，7 月“水系列”接连推出大麦茶、金银花菊花茶植物饮料等新品，Q3 销售费用率同比持续增长。

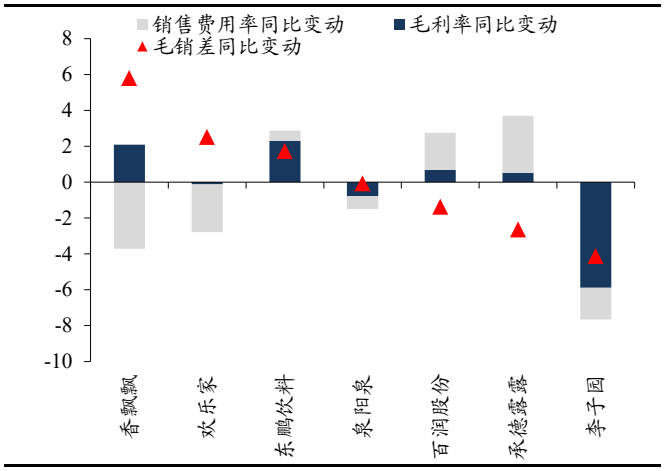
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图25：26Q3 软饮料个股毛销差同比变动（pct）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图26：26 年 1-9 月软饮料个股毛销差同比变动（pct）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表4：软饮料上市公司 26 年前三季度及 26Q3 业绩概览

	26 年前三季度				26Q3			
证券简称	营业总收入（亿元）	YOY(%)	归母净利（亿元）	YOY(%)	营业总收入（亿元）	YOY(%)	归母净利（亿元）	YOY(%)
百润股份	25.03	10.31	6.62	20.44	8.46	8.33	1.83	14.04
养元饮品	49.96	27.92	11.31	1.03	14.95	3.85	2.77	-26.29
承德露露	20.30	3.81	3.74	-2.45	4.90	-14.30	0.76	-39.05
东鹏饮料	185.96	10.40	41.45	10.21	61.53	0.75	12.78	-7.80
泉阳泉	11.97	17.11	0.47	89.94	4.20	24.33	0.08	574.98
欢乐家	11.57	11.04	0.49	366.49	4.22	43.54	0.26	422.41
香飘飘	18.60	10.47	0.12	113.27	5.84	-10.02	0.01	-88.09
李子园	9.40	-3.45	1.00	-32.39	3.35	-4.79	0.35	-32.48

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 投资建议

看好乳业基本面延续——需求端持续复苏，供给侧持续优化，乳业从上游向下传导边际改善明显，推荐**蒙牛乳业**、**伊利股份**、成长性较好且盈利释放的**妙可蓝多**。饮料方面持续关注占据长生命周期品类，具备大单品打造能力的企业，经营探底的**东鹏饮料**，回归稳健增长、系统性推广策略逐步实施的**百润股份**，兼具区域扩张和盈利弹性的**泉阳泉**，以及高分红率延续的**承德露露/养元饮品**。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 风险提示

食品安全风险：食品安全内部控制是公司的声誉基石，若出现食品安全事件，公司的业绩以及形象都会遭到严重打击。

原奶价格波动风险：若奶价进一步下跌，中下游乳企竞争或进一步恶化，同时头部乳企保障收奶和喷粉储存占据大量现金将增加财务负担。

市场竞争加剧风险：在国内消费市场对高品质产品需求不断增长的背景下，软饮料行业龙头亦不断加大产品推新、渠道投入，部分细分赛道品类竞争进一步加剧，导致市场费用持续增长。

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