证券研究报告

开源证券

寒尽潮归，春启徐行

食品饮料行业2027年度投资策略

姓名 张宇光（分析师）

证书编号： S0790520030003

邮箱：zhangyuguang@kysec.cn

姓名 张思敏（分析师）

证书编号：S0790525080001

邮箱：zhangsimin@kysec.cn

2026年11月8日

核心观点

1. 市场表现：食品饮料跑输市场，乳品板块表现较好

食品饮料跑输大盘，乳品板块表现较好。2026年1-10月食品饮料板块下降6.29%，跑输沪深300约7.72pct，在一级子行业中排名中游偏上（第十一）。分子行业看，乳品板块表现较好（+1.27%）且是唯一取得正收益子行业，调味发酵品（-2.99%）、预加工食品（-5.08%）表现相对靠前。保健品（-23.03%）、软饮料（-20.81%）、零食（-20.35%）走势较弱。乳品板块表现较好，主要是伊利股份（+9.1%）、一鸣食品（+7.23%）取得正收益。整体来看食品饮料板块跑输市场，但子行业及个股表现分化明显。

2. 总量判断：消费环境压力仍存

从宏观层面来看，2026Q3我国GDP增速为4.5%，环比2026Q2有所回升，但整体仍在低速运行。观测季度数据变化情况，2026年Q3消费品零售额同比+0.69%，增速相较2026Q2回升0.53pct，但仍低于前面几个季度，原因在于当前经济活跃度不高，消费需求仍受限制。同时叠加厄尔尼诺推动雨水天气增多，影响消费复苏进度。从微观层面来看产业表现，食品制造业营收与利润增速在年初冲高后逐月走低，各子行业产量年初脉冲增长后也全线走弱，行业压力仍然偏大。

3. 年内复盘：V型修复确立，产业趋势深化

2026年食品饮料板块走出前低后高的V型行情，核心原因在于基本面筑底、估值与筹码双低、市场资金风格再平衡三重逻辑共振下的左侧修复。上半年市场风格集中在AI等科技领域，存量资金博弈背景下，食品饮料板块遭到系统性减仓；下半年科技高位波动，触发资金再平衡，在市场中均衡配置，食品饮料板块开始企稳回升。从产业端来看，2026 年食品饮料消费呈 "总量承压、结构分化"的格局，行业增长由哑铃两端主导：一端体现为结构升级，本质上是为健康、情绪与体验支付溢价，另一端是追求性价比，本质是消费者对未来收入预期下降背景下，消费动机的变迁。围绕着消费动机变化，产业端呈现三种趋势：一是健康化内涵发生变化；二是悦己与情绪价值主导创新；三是渠道逻辑从规模扩张转向价值共生。

4. 投资策略：守正出奇，反转、改革、替代、成长

2027年食品饮料板块的核心矛盾将从"总量承压"转为"结构分化"，配置上宜"守正出奇"，即以低估值、高股息的资产为底仓，以改革、成长与替代逻辑博取超额收益。展望2027年，行业需求复苏节奏可能偏缓、修复斜率不高，总量弹性有限，但结构分化仍是主旋律。策略上建议把握两种趋势：一方面自上而下把握大盘复苏带来的板块性修复机会，另一方面自下而上在细分行业中寻找具备成长性的标的。我们提出2027年四条策略主线：一是守住基本面底部、拐点向上的板块；二是布局具备改革或改善预期的公司；三是挖掘细分板块的替代成长机会；四是配置可维持较高增速的成长公司。

5. 风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏进度低于预期风险、原材料价格波动风险。

目 录
CONTENTS

1 市场表现：食品饮料跑输市场，乳品板块表现较好

2 总量：消费环境压力仍存，三季报整体承压、边际改善

3 行业：白酒调整蓄势，大众品持续分化

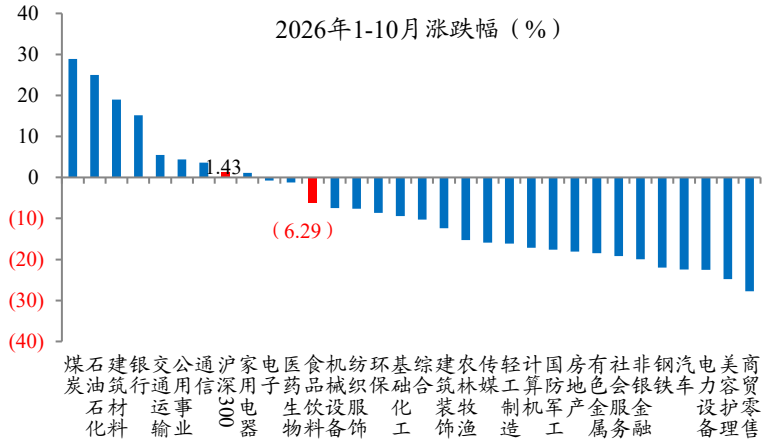
4 投资主线：底部布局，柳暗花明

5 风险提示

1.1 2026年1-10月食品饮料板块跑输市场

食品饮料跑输大盘，乳品板块表现较好。2026年1-10月食品饮料板块股价下降6.29%，跑输沪深300约7.72pct，在一级子行业中排名中游偏上（第十一）。分子行业看，乳品板块表现较好（+1.27%）且是唯一取得正收益子行业，调味发酵品（-2.99%）、预加工食品（-5.08%）表现相对靠前。保健品（-23.03%）、软饮料（-20.81%）、零食（-20.35%）走势较弱。乳品板块表现较好，主要是伊利股份（+9.12%）、一鸣食品（+7.23%）取得正收益。整体来看食品饮料板块跑输市场，但子行业及个股表现分化明显。

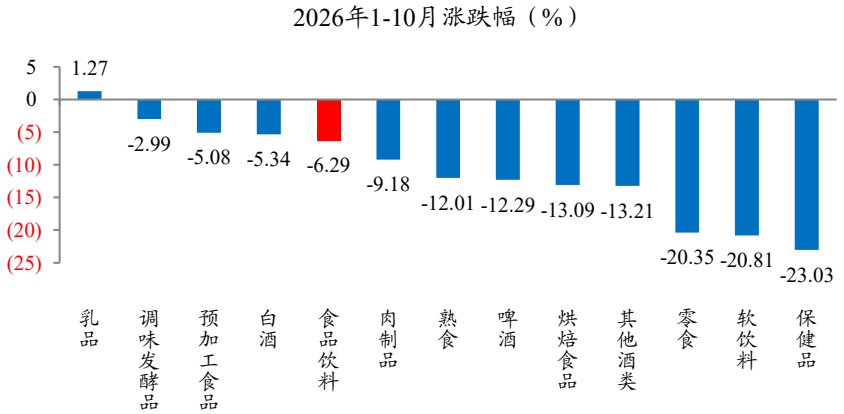
图1：2026年1-10月食品饮料涨跌幅市场排名11/31



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：板块涨跌幅为总市值加权平均，股价涨跌幅截至2026年10月30日

图2：2026年1-10月乳品在食品饮料子行业中表现较好

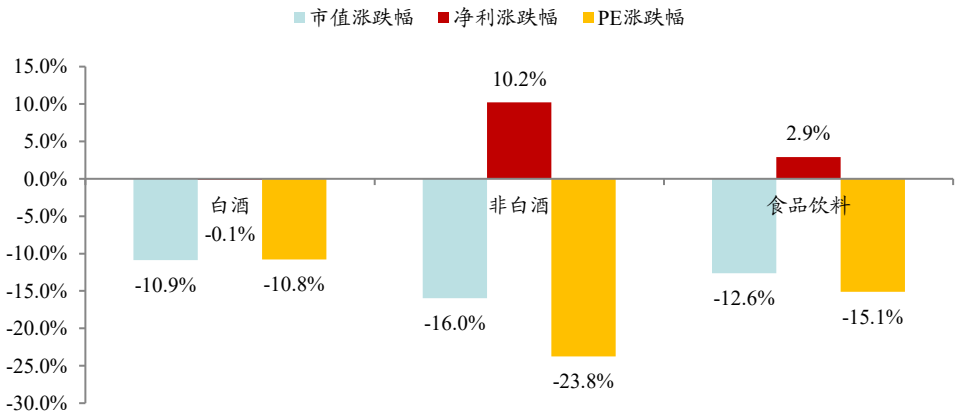


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：板块涨跌幅为总市值加权平均，股价涨跌幅截至2026年10月30日

2026年1-10月食品饮料板块市值下降，主要来自于估值下降。我们从市值分解角度观察，食品饮料2026年10月PE较2025年底回落15.1%，预计2026年净利增长2.9%，两者共同作用，年初至今板块市值下降12.6%。其中：白酒估值下降10.8%，预计2026年净利下降0.1%，白酒板块市值下降10.9%；非白酒估值下降23.8%，预计2026年净利增长10.2%，板块市值下降16.0%。整体来看2026年初以来食品饮料板块市值下降，估值下降是主要原因。

图3：2026年1-10月食品饮料板块市值下降，主要来自于估值下降



数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2026年10月30日

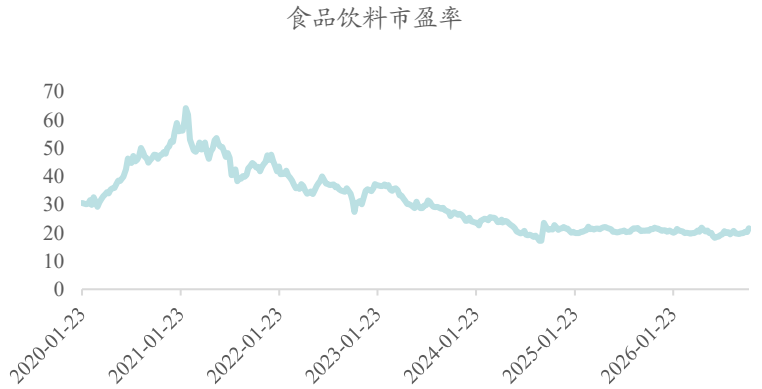
食品饮料板块估值在31个行业处于中等水平，环比基本持平。截至10月30日食品饮料估值（TTM）约21.61倍，与其他行业相比处于中等位置，近期估值环比变化不大，但当前估值水平仍处于历史低位。

图4：当前食品饮料估值处于行业中等水平



数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：市盈率截至2026年10月30日

图5：2026年10月底食品饮料估值环比基本持平

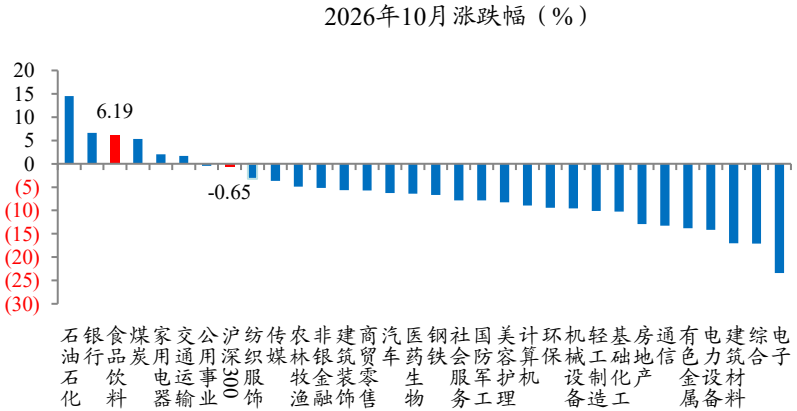


数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：估值截至2026年10月30日

1.1 2026年1-10月食品饮料板块跑输市场

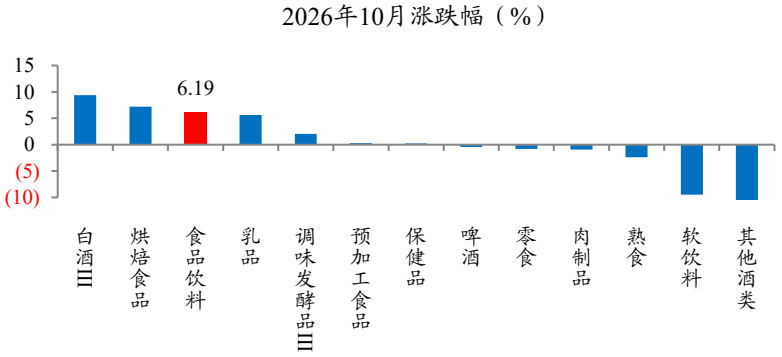
2026年10月食品饮料股价跑赢市场。进入四季度以来，2026年10月份食品饮料板块上涨6.19%，跑赢沪深300约6.84pct，在一级子行业中排名靠前（第三）。分子行业看，白酒（+9.37%）、烘焙食品（+7.23%）、乳品（+5.60%）涨幅较大。

图6：2026年10月食品饮料涨跌幅市场排名靠前



数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2026年10月30日

图7：2026年10月白酒在食品饮料子行业中涨幅最好

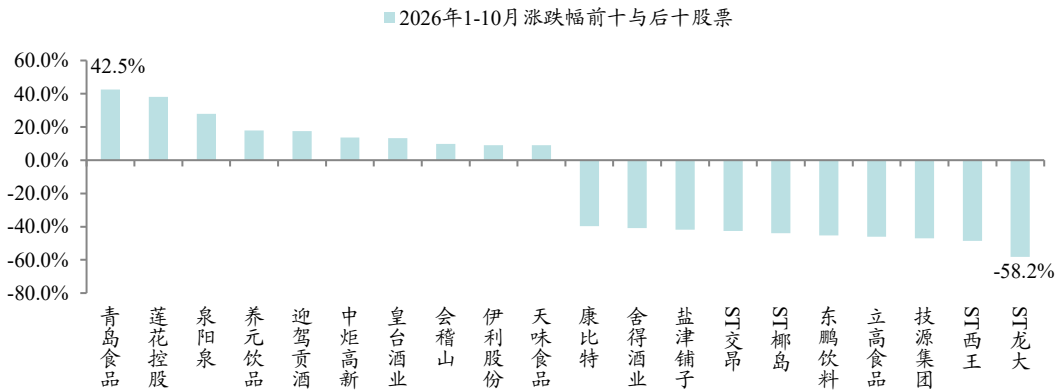


数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2026年10月30日

1.2 个股涨跌幅：调味品及部分酒类公司表现较好

食品饮料板块呈现结构性特征，调味品及部分酒类公司表现较好。2026年1-10月，食品饮料板块涨幅前十股票中，调味品及酒类公司合计占据六席。其中，莲花控股（+38.1%）、中炬高新（+13.7%）、天味食品（+9.0%）进入前十，调味品板块多家公司表现较好；迎驾贡酒（+17.5%）、皇台酒业（+13.3%）、会稽山（+9.7%）亦取得较好收益，酒类内部仍有结构性机会。此外，青岛食品（+42.5%）领涨板块，泉阳泉（+27.9%）、养元饮品（+17.8%）涨幅居前，伊利股份（+9.1%）亦进入前十。整体来看，上涨个股覆盖多个细分赛道，其中调味品及部分酒类公司表现相对集中，板块行情以个股机会为主。

图8：2026年1-10月调味品及部分酒类公司表现较好



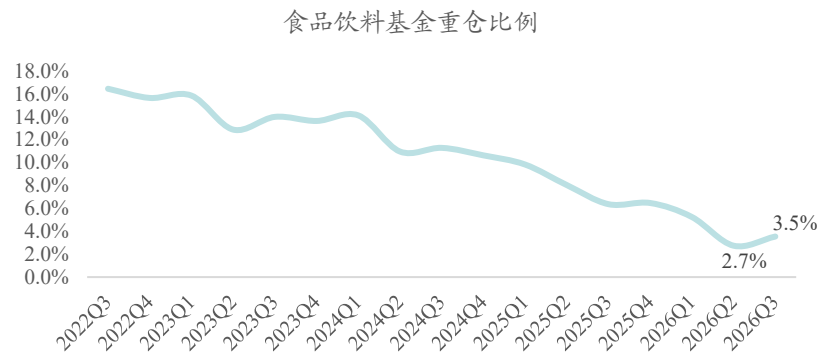
数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2026年10月30日

1.3 2026Q3食品饮料配置比例回升

2026Q3全市场基金食品饮料配置比例回升。从基金重仓持股情况来看（Wind中全市场基金，一级子行业），2026Q3食品饮料配置比例（重仓持股市值占重仓股票总市值比例）由2026Q2的2.7%回升至3.5%水平，环比提升0.8pct，结束近几个季度持续下跌的状态。

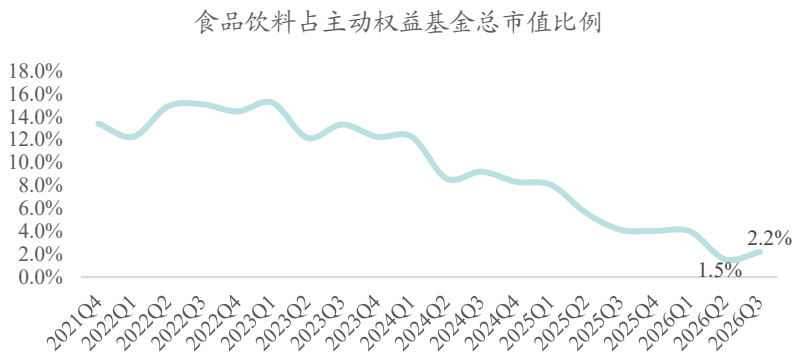
2026Q3主动权益基金持仓食品饮料比例提升，补仓势头明显加快。我们选取主动权益基金（普通股票、偏股混合、灵活配置三类基金），从基金重仓持股情况来看，2026Q3食品饮料配置比例为2.2%，和2026Q2的1.5%相比，回升0.7pct。为近几个季度持仓占比首次回升，表明三季度主动权益基金开始加仓食品饮料。三季度成长性较好的科技板块回调，市场风格切换，资金需要再平衡配置。而食品饮料经过连续调整，估值与市场预期均在低位，且筹码结构较好。基本面上，整体消费行情仍在底部区间：白酒目前批价稳定，渠道库存正在出清过程中，动销下滑幅度有所收窄。大众品整体表现平稳。随着市场风格转化，高股息率、低估值的板块更易受市场青睐。我们估算2026Q4大概率还会有部分资金回流。整体来看，食品饮料板块配置比例仍是处于低位。

图9：2026Q3食品饮料基金重仓比例回升至3.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：主动权益基金食品饮料重仓比例回升至2.2%

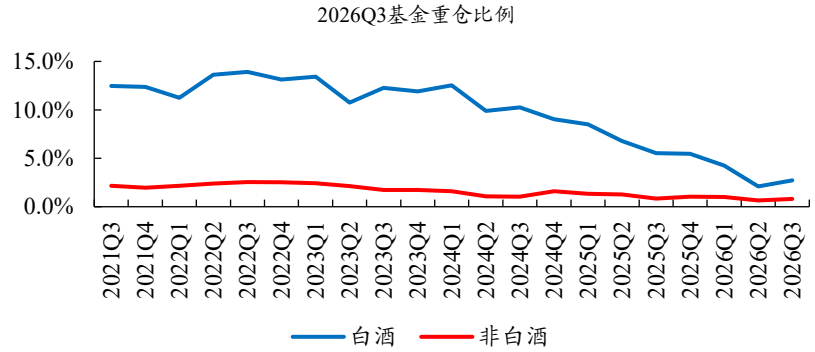


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 2026Q3食品饮料配置比例回升

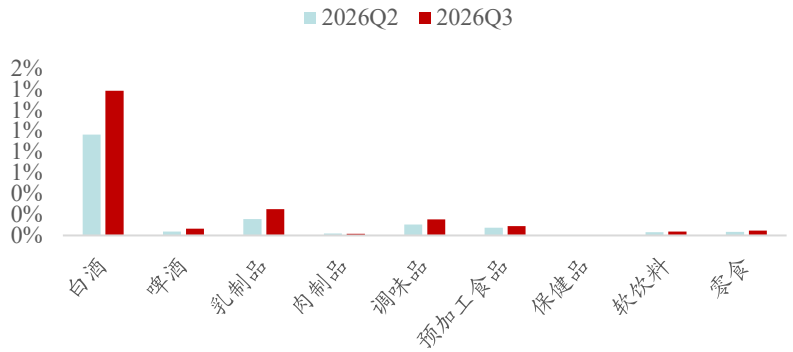
主动权益口径，从子行业分解来看，基金重仓白酒比例由2026Q2的1.0%回升至2026Q3的1.4%水平，环比回升0.4pct，基金增配白酒公司，应是与科技板块回调有关。2026Q3扣除贵州茅台后的白酒重仓比例为0.53%，较2026Q2回升0.16pct，说明市场在同步加仓白酒。如果观察全市场基金口径，基金重仓白酒比例由2026Q2的2.1%回升到2026Q3的2.7%。这反映出被动基金与主动权益基金同步操作，是市场普遍行为。从主动权益基金三季度重仓白酒的持股数量来看，今世缘、迎驾贡酒、古井贡酒、金徽酒、贵州茅台、舍得酒业、洋河股份、山西汾酒、老白干酒等被基金增持（持仓变动股份数为正）；五粮液、泸州老窖、酒鬼酒等被基金减持。从持仓市值（金额）变化情况来看，贵州茅台、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、山西汾酒、金徽酒、老白干酒、舍得酒业等基金持仓市值是正向变动，与持股数量变化方向基本一致。这反映出三季度市场对于白酒配置思路趋同，整体加仓加配，相应市值也有所回升。2026Q3整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回升0.24pct至0.82%水平，各子行业几乎全线被基金增持。

图11：2026Q3白酒重仓比例回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2026Q3非白酒子行业配置比例环比回升（主动权益）



数据来源：Wind、开源证券研究所

目 录
CONTENTS

1 市场表现：食品饮料跑输市场，乳品板块表现较好

2 总量：消费环境压力仍存，三季报整体承压、边际改善

3 行业：白酒调整蓄势，大众品持续分化

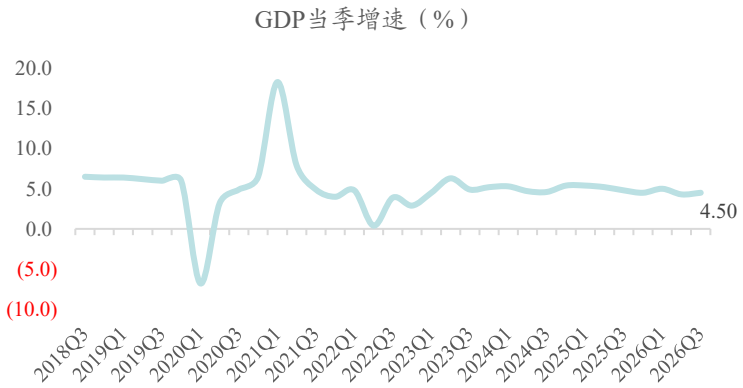
4 投资主线：底部布局，柳暗花明

5 风险提示

2.1 总量判断：消费环境压力仍存

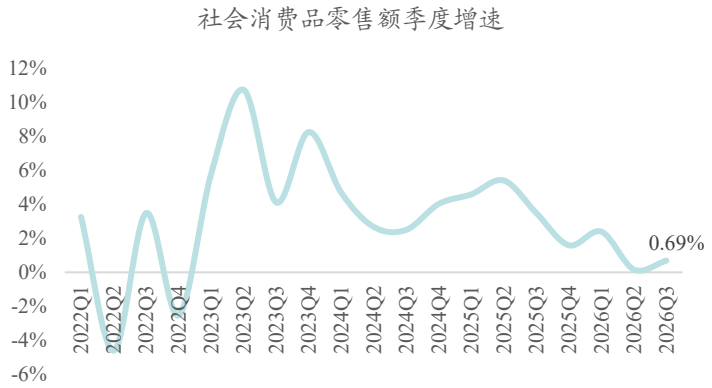
从宏观层面来看，2026Q3我国GDP增速为4.5%，环比2026Q2有所回升，但整体仍在低速运行。观测季度数据变化情况，2026年Q3消费品零售额同比+0.69%，增速相较2026Q2回升0.53pct，但仍低于前面几个季度，原因在于当前经济活跃度不高，消费需求仍受限制。同时叠加厄尔尼诺推动雨水天气增多，影响消费复苏进度。展望2027年，我们预判消费复苏仍在缓慢进行中，在基数效应下，预计2027Q2开始消费可能会有改善。

图13：2026Q3 GDP同比增4.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2026Q3社零同比增速+0.69%，环比回升



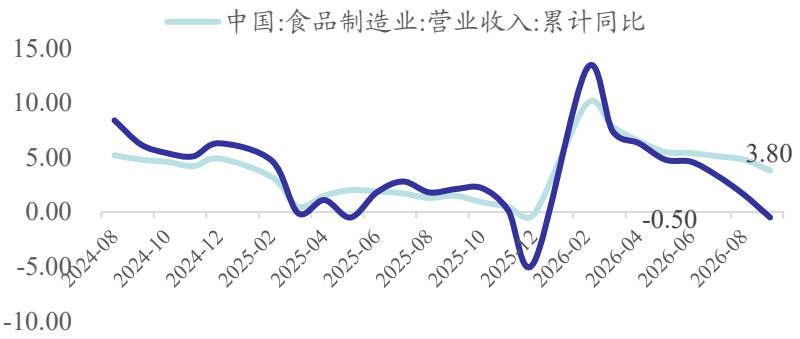
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 总量判断：消费环境压力仍存

从微观层面来看产业表现，食品制造业2026年1-9月营收累计同比+3.80%、利润累计同比-0.50%，较2026年2月高点（营收+9.9%、利润+13.1%）连续7个月回落，且利润增速为负，由年初的“利润增速快于营收”转为“利润增速跑输营收"。2026年初收入与利润的脉冲上涨，本质是春节时间错配的季度间波动，而非趋势反转。二季度起高基数效应下，油脂小麦等原料价格同比回升推高成本，叠加行业普遍竞争加剧，利润端逐月承压。

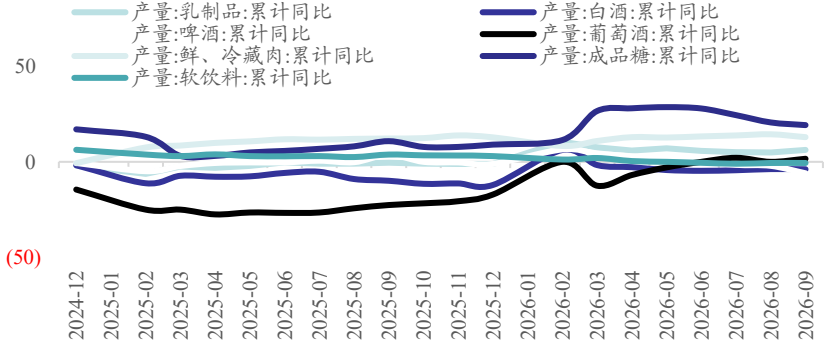
2026年食品各子行业产量脉冲后全线走弱，行业压力仍然偏大。 聚焦2026年子行业月度走势：春节旺季当月，成品糖、乳制品、软饮料、啤酒、白酒、葡萄酒产量增速普遍冲高，白酒更是短暂转正；但进入Q2后，除成品糖、鲜冷藏肉和乳制品外，其余品类增速几乎全部回落，表明一季度冲高主要是春节时间错配导致，旺季过后需求呈现疲态，行业整体仍处于弱需求、慢复苏的压力区间。乳制品是少数几个产量持续增长的品类，受益于奶价企稳与结构升级；成品糖、鲜冷藏肉高增则由农产品供给周期驱动。整体看，食品工业从总量扩张时代进入结构分化时代，未来产业机会更多在于集中度提升以及产品结构升级。

图15：食品制造企业营收与利润2月份之后逐月承压（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2026年多数子行业产量增速春节后逐月走弱（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 2026年三季报总结：整体承压，边际改善，结构分化

上市公司三季报已经全部披露，整体来看2026Q3食品饮料板块营收同比下降9.1%，增速较2026Q2（-9.3%）略有收敛；归母净利润同比下降12.3%，增速较2026Q2（-19.0%）也有降幅收窄。整体来看板块业绩还处于磨底阶段，但边际改善的信号已经显现。本轮行业下行原因在于：一是宏观消费环境偏弱，商务宴请、礼品馈赠等高端场景恢复缓慢；二是渠道格局重构，量贩零食、直播电商、即时零售等新零售业态分流传统经销商体系，行业经历渠道再适配的阵痛期；三是部分原材料成本上行，叠加终端提价能力受到制约，利润端持续承压。三季度利润降幅较二季度收窄，应是企业主动应对的结果：费用投放趋于理性、低效产品持续出清、供应链效率优化等内部挖潜效应开始体现。展望后续，我们认为产业可能出现三方面趋势：一是行业集中度持续提升；二是产品结构升级，健康化、功能化、高端化仍是未来发展方向；三是渠道效率持续分化，能快速适配新渠道、掌控终端定价权的企业将穿越周期。我们判断行业最差时点正在过去，但全面复苏尚需时日。

表1：2026Q3食品饮料板块整体营收与利润降幅收窄

	营收增速						归母净利润增速					
	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3
食品饮料	1.6%	-5.3%	-11.7%	-0.1%	-9.3%	-9.1%	-11.8%	-14.5%	-40.2%	3.0%	-19.0%	-12.3%
肉制品	3.8%	-4.0%	-8.9%	-1.4%	-5.6%	-8.5%	-8.3%	-14.2%	-74.5%	-11.2%	-35.3%	-32.9%
预加工食品	0.7%	1.6%	7.2%	18.1%	6.0%	7.8%	-19.5%	5.4%	-14.1%	28.5%	-13.3%	-13.4%
保健品	22.4%	17.7%	6.0%	6.2%	0.8%	-10.8%	38.0%	122.1%	166.5%	-24.6%	41.2%	-9.5%
白酒	-15.1%	-19.5%	-29.6%	-0.7%	-17.0%	-10.0%	-20.6%	-22.7%	-46.1%	-1.8%	-21.3%	-12.8%
啤酒	1.8%	0.6%	2.1%	1.0%	-2.6%	-4.2%	12.8%	11.3%	-18.5%	6.1%	3.5%	-12.4%
其他酒类	-3.9%	-2.7%	-3.1%	7.4%	3.6%	5.6%	-28.2%	9.9%	-86.1%	9.7%	20.4%	-2.2%
软饮料	17.0%	13.1%	2.2%	22.1%	12.1%	1.8%	18.8%	36.6%	-25.9%	29.9%	9.9%	-12.0%
乳品	3.4%	-1.8%	-3.0%	4.8%	1.9%	0.7%	42.6%	0.7%	-101.3%	11.6%	-61.5%	-7.3%
零食	151.2%	22.4%	4.8%	-39.6%	-58.2%	-57.2%	7.8%	8.6%	112.6%	128.6%	-139.4%	8.5%
烘焙食品	3.0%	-1.4%	4.2%	3.7%	1.9%	4.3%	-25.7%	-16.6%	-49.8%	-28.4%	-36.9%	-3.5%
熟食	-14.0%	-6.9%	1.4%	-1.1%	5.6%	-3.8%	-41.5%	-29.8%	78.0%	11.5%	-50.5%	-47.8%
调味发酵品	6.0%	2.3%	5.4%	14.2%	8.8%	6.4%	9.1%	2.3%	1.8%	18.0%	7.9%	-8.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 2026年三季报总结：整体承压，边际改善，结构分化

看2026Q3各子行业的表现，白酒2026Q3营收、利润增速（-10.0%、-12.8%）较2026Q2（-17.0%、-21.3%）分别收窄7.0和8.5pct，处于边际修复过程中。背后原因有三：一是白酒渠道库存去化持续进行，头部品牌渠道库存已回落至相对健康水平，压力减轻；二是飞天茅台批价企稳，市场对价格体系的担忧边际缓解；三是2026Q3本身具备低基数效应。但当前商务消费仍偏弱、宴席修复分化、礼赠市场萎缩，行业仍处于"弱复苏+慢出清"阶段。产业趋势上，白酒已进入存量收缩周期，行业产能正在主动出清，预计未来总量中枢将继续下移，但市场份额将加速向品牌酒企集中，集中度有望持续提升。当前板块估值与筹码结构均处于低位，建议积极布局高端白酒龙头和区域强势品牌。

2026Q3大众品板块呈现分化特点，可分为三类：第一类是利润已确认拐点的赛道：如零食、烘焙食品、乳品等，行业特征是Q2受低毛利产品、费用投放或一次性损益冲击导致利润下降，Q3随费用收敛以及成本缓解，利润有所修复；第二类是Q3盈利开始走弱的赛道。如啤酒、软饮料、调味发酵品等，前期依靠产品升级或旺季红利维持增长的板块，在需求疲弱和成本波动双重压力下盈利开始回落；第三类是仍深度承压的子行业，如肉制品、熟食等周期波动和下游餐饮需求疲弱持续拖累。背后原因，一是终端消费整体偏弱，量贩零食、兴趣电商等新零售渠道持续重构价格体系，品牌提价能力受限；二是部分原材料成本同比回升，对毛利率形成负面影响；三是行业竞争加剧，费用投放效率下降。整体来看，产业趋势上，大众品总量增长有限，未来增量更多来自结构升级（高端化、健康化、功能化）和集中度提升两条主线。

目 录
CONTENTS

1 市场表现：食品饮料跑输市场，乳品板块表现较好

2 总量：消费环境压力仍存，三季报整体承压、边际改善

3 行业：白酒调整蓄势，大众品持续分化

4 投资主线：底部布局，柳暗花明

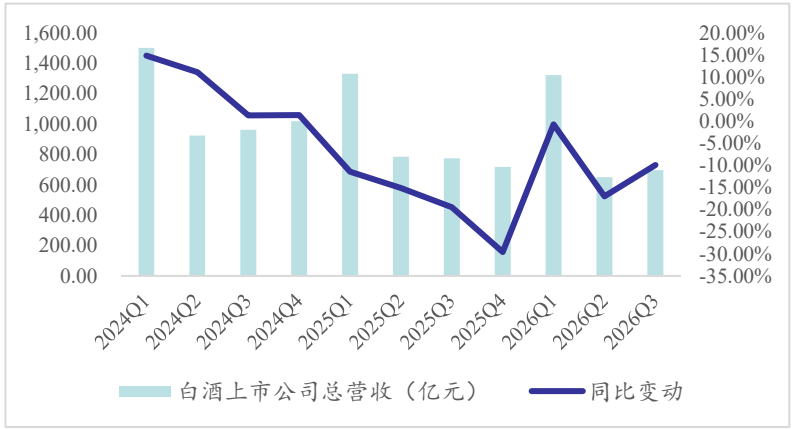
5 风险提示

3.1 白酒：行业主动出清筑底，改善信号逐步显现

2026年上半年白酒上市公司整体不要求强制回款，报表出现加速下滑。一季度受春节旺季支撑，业绩降幅相对温和；二季度淡季之下，多数酒企主动减少发货、推动渠道去库存，单季营收、净利润同比降幅明显扩大，报表压力放大，但渠道库存得到实质性修复，属于主动调整带来的阶段性结果，并非终端需求完全崩塌。我们可以看到，2026Q3上市白酒公司整体收入697.81亿元，同比减少9.92%，环比Q2降幅明显收敛。实现归母净利润243.17亿元，同比减少12.89%。利润端压力显著高于收入端，主要源于产品结构下移、渠道费用刚性投放。

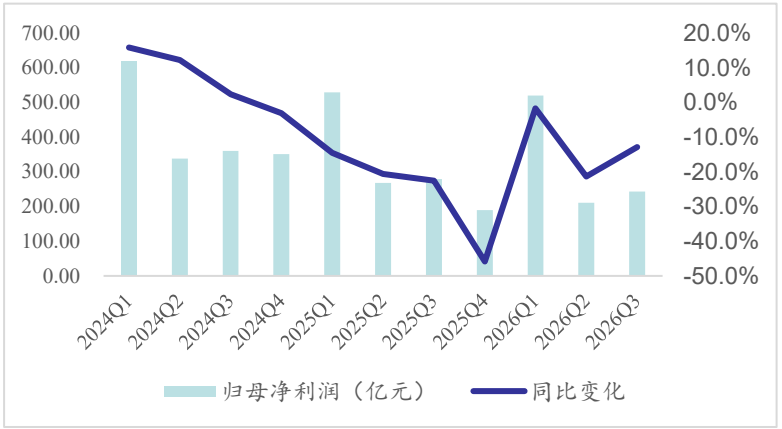
2026Q3末预收款规模持续降低，销售收现同比下滑，但环比降幅收敛。主要因为行业告别过去压货冲量模式，普遍转向控货去库、重视真实动销。经历多年高库存运行，经销商资金压力较大，为了能长期健康发展，大部分厂家选择主动调整，放弃强势回款，消化渠道库存，酒企整体预收款规模相对表现较弱。

图17：2026Q3上市白酒企业收入降幅环比收敛



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2026Q3上市酒企归母净利润同比减少12.89%

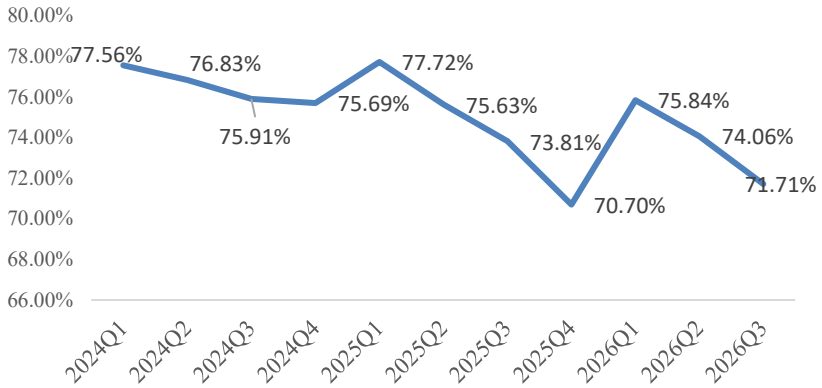


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 白酒：行业主动出清筑底，改善信号逐步显现

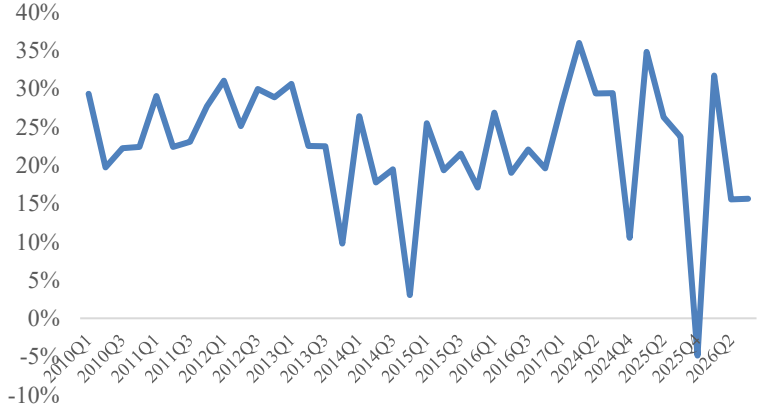
上市酒企毛利率下降，销售费用率提升，归母净利率同比下降。为应对商务需求下降，头部公司开始做大众化产品，整体产品结构都有下移，同时存量竞争条件下，市场仍需要保持必要开支，盈利能力普遍下降。2026Q3上市白酒公司（剔除茅五）毛利率为71.71%，同比2025Q3减少2.10pct。2026Q3上市公司整体（剔除茅五）管理费用率和销售费用率分别为6.48%和23.72%，同比分别下降2.42pct和增加3.56pct；归母净利率为15.63%，同比下降8.09pct。

图19：2026Q3企业整体毛利率同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2026Q3白酒企业归母净利率同比下降

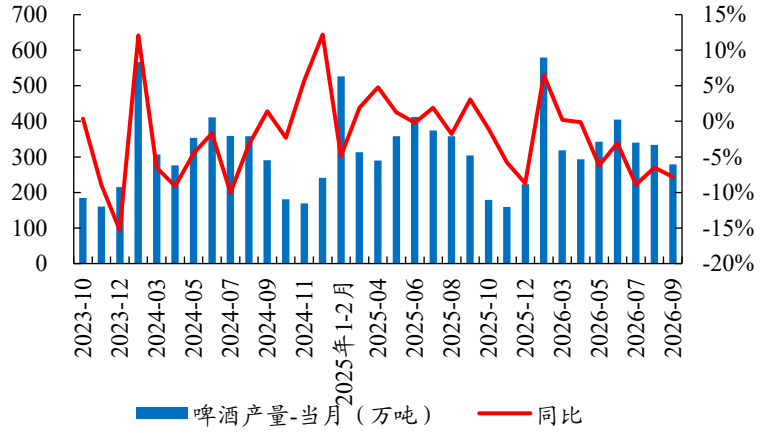


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 啤酒：短期需求承压，产品结构升级支撑后续改善

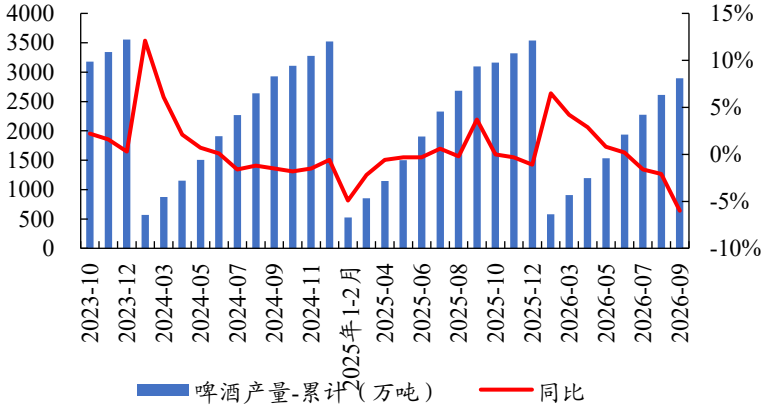
2026Q3啤酒产量承压，后续关注酒企中高端产品表现。1-9月啤酒累计产量为2,894.7万千升，同比下降6.0%；其中7-9月单月产量分别同比下降8.9%、6.5%和7.8%，9月产量为278.8万千升，生产端持续承压。餐饮、夜场等即饮场景恢复偏弱，终端动销放缓，叠加部分地区持续降雨影响大排档、户外聚饮等消费场景，制约啤酒消费需求释放。同时，酒企根据终端动销调整排产、消化渠道库存，也对当期产量形成一定影响。展望后续，行业需求修复仍需观察餐饮消费及渠道动销改善情况，重点关注酒企中高端产品动销及收入占比变化，渠道精细化运营与即时零售拓展有望为经营表现提供支撑。

图21：2026年9月啤酒产量同比-7.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2026年1-9月啤酒累计产量同比-6.0%



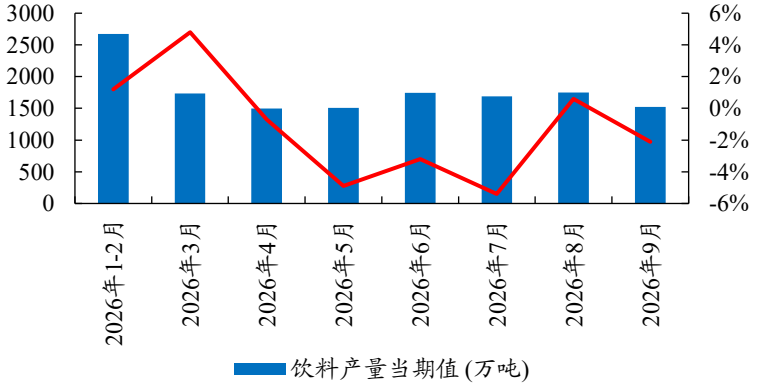
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 软饮料：传统单品承压，新兴品类突围

2026年前三季度软饮料行业呈现“总量承压、结构分化、供给收缩”的特征。据国家统计局数据，2026年前三季度全国饮料产量累计值为1.4亿吨，与2025年同期相比下降0.6%。饮料行业下滑一方面受天气因素影响，另一方面，2026年外卖补贴虽逐步退坡，但现制茶饮和咖啡能提供更新鲜的口感、更丰富的搭配和更强的即时体验，这一趋势在一定程度上分流了瓶装饮料在解渴、佐餐及休闲等日常场景中的部分需求。行业总量有压力，但内部有分化：无糖即饮茶2026Q3销售额保持12.2%的增长，即饮咖啡、运动饮料下滑相对较小。新品数量来看，非冷藏即饮果汁相比2025年减少432个、碳酸饮料减少77个、即饮茶减少80个、中式养生水减少52个。新品投放数量的回落，表明企业正主动优化产品矩阵、精简SKU，将核心资源向大单品集中。

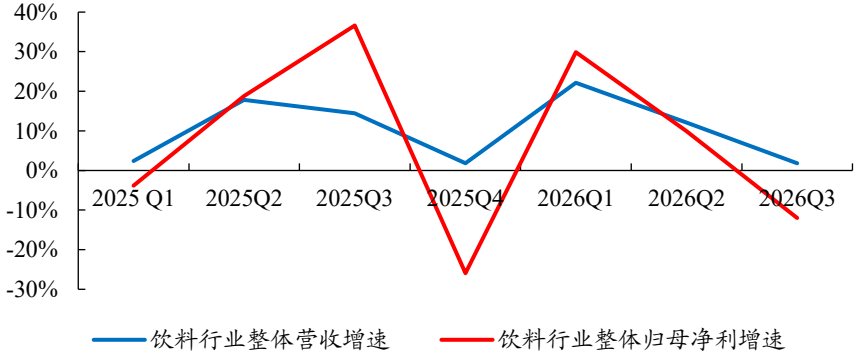
收入端：上市公司第三季度营业收入同比增长1.83%，增速有所放缓。**利润端：**上市公司第三季度归母净利润合计同比下降11.98%，表观承压主要来自东鹏饮料的汇兑损失与公允价值变动。剔除非经与财务性扰动看，各家主业盈利质量整体平稳。

图23：2026年1-9月全国饮料行业产量



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图24：2026Q3软饮料行业整体营收和归母净利润均环比降速



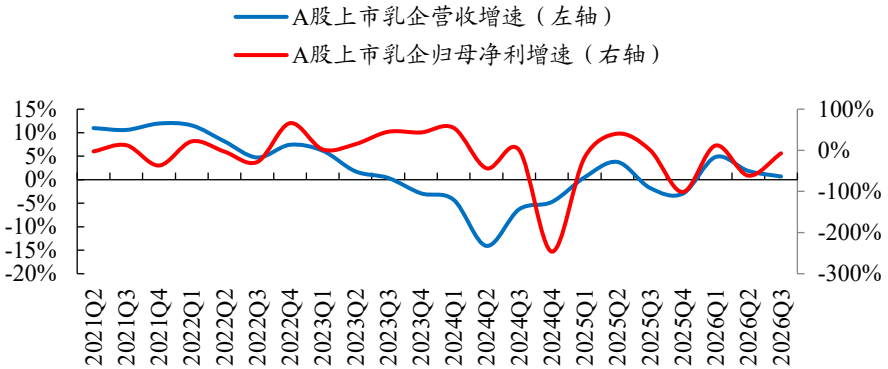
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4 乳制品：三季度奶价小幅上涨，需求稳健修复

2026Q3乳制品需求仍保持稳健修复，乳企经营业绩稳健。三季度行业进入双节备货旺季，但龙头乳企谨慎压货，需求保持稳健、终端动销好于收入增长。A股上市乳企2026Q3营收同比增0.7%，呈现小幅微增；2026Q3上市乳企归母净利润同比减少7.3%，降幅环比Q2收窄。展望2026年全年，液奶终端需求已呈现企稳态势，叠加四季度春节备货错期及全年深加工产能的持续释放，行业供需环境将持续改善，乳企经营业绩有望继续优化。

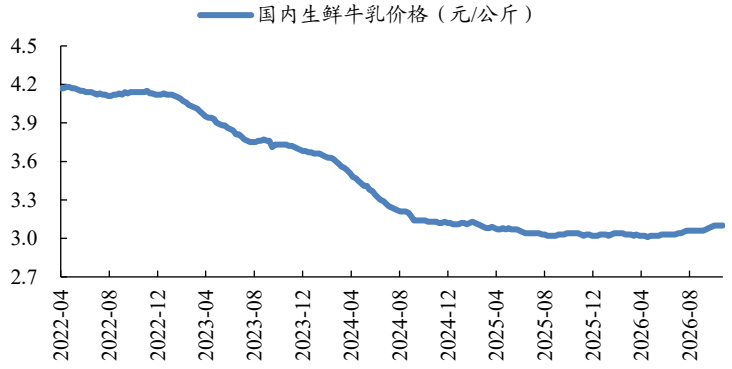
奶价底部基本确立，预计2027年奶价温和上涨。2026年三季度奶价小幅上涨，10月23日，国内生鲜乳价格3.10元/公斤，周环比持平，同比+2.0%。展望未来，饲料价格仍有上涨压力，有望进一步推进社会牧场后续存栏出清；同时液奶企稳、春节备货错期推动，叠加深加工产能持续释放，行业需求有望呈现改善态势，预计2026年四季度散奶价格有望恢复上涨、合同奶持续上涨趋势，2027年奶价继续温和上涨。

图25：2026Q3 A股上市乳企营收同比增0.7%，归母净利同比减少7.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2026年10月23日生鲜乳价格同比+2.0%



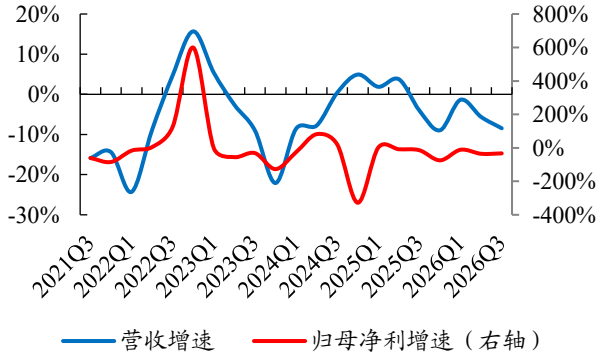
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.5 肉制品：低猪价背景下行业承压，龙头稳利扩量

2026Q3行业营收、净利均下降。肉制品上市企业2026Q3实现收入245.3亿元，同比降8.5%；实现归母净利10.2亿元，同比降32.9%。双汇发展2026Q3实现营收147.25亿元，同比-8.6%，实现归母净利13.4亿元，同比-18.3%，三季度公司收入及利润同比减少，主因猪价持续走低、终端消费偏弱，肉价低迷行情影响了养猪业盈利。在低猪价的行业背景下，公司把握窗口、进一步加大市场投入、大力开发客户及终端网点，2026年前三季度实现肉类外销量同比+10%。

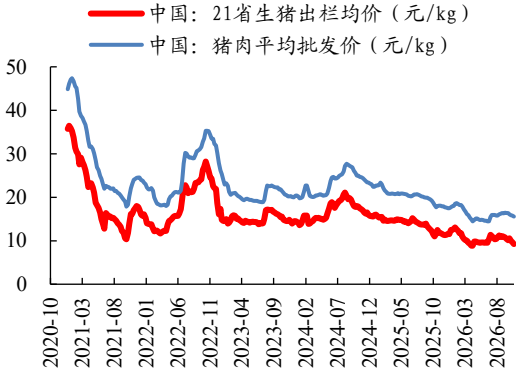
三季度生猪价格仍然屠降量稳步提升，能繁母猪同比降幅扩大。10月31日，生猪出栏价格9.2元/公斤，同比-26.3%，周环比-4.7%；猪肉价格13.6元，同比-13.4%，周环比-1.4%。2026年三季度以来猪价同比仍然下降。2026Q3生猪定点屠宰企业屠宰量11351万头，同比增12.4%，屠宰量明显增长；生猪存栏同比下降，2026年9月生猪存栏同比-2.6%，能繁母猪存栏3602万头，同比-10.7%，月环比-4.7%，降幅有所扩大。

图27：2026Q3 A股上市肉企营收同比减少8.5%，归母净利同比减少32.9%



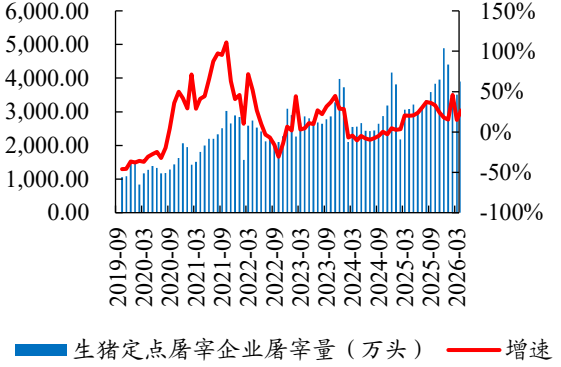
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2026年10月31日生猪出栏价格同比降26.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2026Q3生猪定点屠宰量同比增12.4%

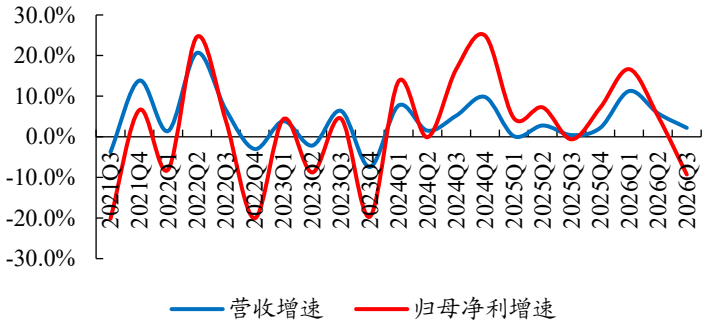


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.6 调味品：旺季表现平淡，成本整体承压

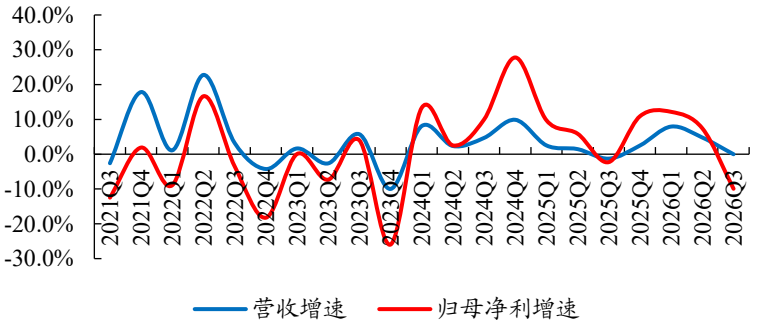
2026Q3调味品上市公司收入正增长，利润承压。2026Q3调味品上市公司（扣除莲花控股以及星湖科技，中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据）整体实现营业收入114.6亿元，同比增长2.2%；整体归母净利润（中炬高新采用调味品子公司美味鲜数据）为19.5亿元，同比减少9.3%。三季度进入调味品传统旺季、终端表现分化，上线城市平淡，下沉市场受益于返乡和短途游相对较好，渠道终端市场理性备货，调味品公司整体营收增长环比上半年有所降速。利润端，2026年三季度黄豆价格相较2025年同期呈现上行趋势，白砂糖仍然延续下跌趋势，PET等包材受原油链条影响有所上行，综合来看成本红利减弱但总体可控，利润增速弱于收入表现。2026年10月20日，黄豆价格同比+17.6%，预计四季度成本端仍然承压。

图30：2026Q3调味品营收净利分别同比+2.2%/-9.3%



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

图31：2026Q3酱醋公司营收净利分别同比持平/-9.9%

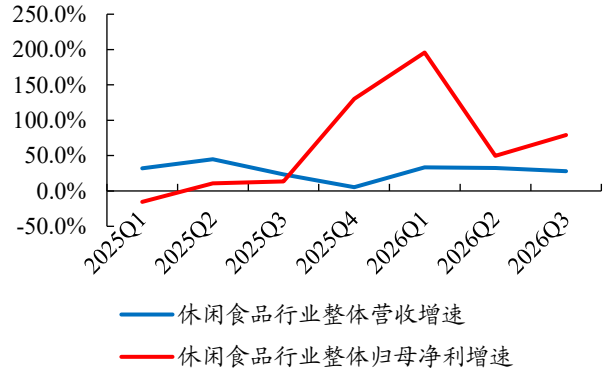


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中炬高新采用调味品业务美味鲜子公司数据）

3.7 休闲食品：2026Q3零食生产企业相对平淡，量贩渠道保持高增

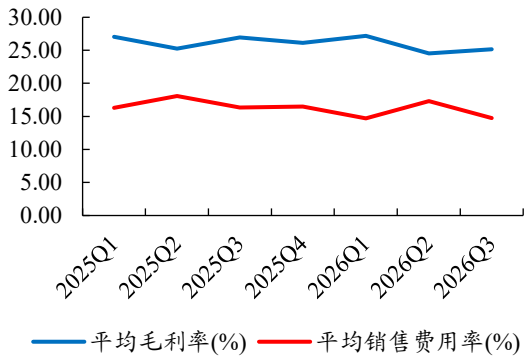
2026Q3零食企业延续二季度平淡趋势。2026Q3休闲食品产业端延续渠道变革和品类创新趋势，各零食企业中，劲仔食品、有友食品2026Q3收入增速分别达10.7%、40.2%，表现较为亮眼，主要受益于会员店和零食量贩渠道景气度较高，且基数相对较低；渠道端零食量贩龙头万辰集团2026Q3实现收入207.92亿元，同比增长48.7%，渠道变革红利持续释放；除万辰集团外，休闲食品行业A股上市公司2026Q3合计实现收入97.38亿元，同比下降1.3%，表现较为平淡，其中三只松鼠、好想你收入分别下滑10.5%、14.8%。2026Q3休闲食品行业A股上市公司整体实现营业收入305.29亿元，同比增长28.0%；整体归母净利润14.98亿元，同比增长 79.1%，其中万辰集团高景气和好想你投资收益贡献较大。

图32：2026Q3休闲食品行业整体营收增速较为平稳，利润增速环比提升



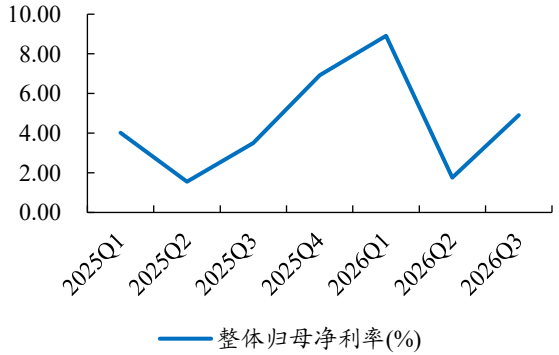
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：2026Q3零食上市公司毛销差缩小



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2026Q3零食上市公司整体净利率环比有所修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

目 录
CONTENTS

1 市场表现：食品饮料跑输市场，乳品板块表现较好

2 总量：消费环境压力仍存，三季报整体承压、边际改善

3 行业：白酒调整蓄势，大众品持续分化

4 投资主线：底部布局，柳暗花明

5 风险提示

4.1 年内复盘：V型修复确立，产业趋势深化

2026年食品饮料板块走出前低后高的V型行情，核心原因在于基本面筑底、估值与筹码双低、市场资金风格再平衡三重逻辑共振下的左侧修复。年初，白酒春节动销超预期叠加茅台市场化改革落地，板块率先企稳；春节后市场风格集中在AI等科技领域，存量资金博弈背景下，食品饮料板块遭到系统性减仓，估值与机构持仓均持续下滑，成为全市场筹码出清较为充分的板块。三季度科技高位波动，触发资金再平衡，在市场中均衡配置，食品饮料板块开始企稳回升。板块当前仍处 "低估值、低预期、低拥挤度" 的左侧窗口。配置上，高股息、强现金流的龙头具有安全边际，红利风格更易获得投资者青睐。

从产业端来看，2026 年食品饮料消费呈 "总量承压、结构分化"的格局，行业增长由哑铃两端主导：一端体现为结构升级，本质上是为健康、情绪与体验支付溢价，另一端是追求性价比，本质是消费者对未来收入预期下降背景下消费动机的变迁。围绕着消费动机变化，产业端呈现三种趋势：

第一，健康化内涵发生变化：前期健康化集中体现为"减糖、减盐、减脂"等被动防御，2026年健康化更多体现为主动功能管理，如提高免疫力、肠道健康、情绪调节、睡眠、体重管理等方面。因此益生菌、蛋白质、药食同源食品等被越来越多的消费者所提及。

第二，悦己与情绪价值主导创新，"轻量、悦己、跨界" 成行业关键词，如低度酒绑定微醺社交、IP 联名让食品成为社交媒介，消费从使用价值转向情绪满足，场景创新逐步取代品类内卷。

第三，渠道逻辑从规模扩张转向价值共生。企业越来越少使用压货式增长，新零售渠道如即时零售、量贩零食占比逐步提升；渠道自有品牌也齐头并进，整个流通链条由传统的层层分销模式，逐渐走向工厂直供。这背后的本质是渠道效率对品牌溢价的重新定价，供应链能力逐渐成为新壁垒。

4.2 投资策略：守正出奇，反转、改革、替代、成长

2027年食品饮料板块的核心矛盾将从"总量承压"转为"结构分化"，配置上宜"守正出奇"，即以低估值、高股息的资产为底仓，以改革、成长与替代逻辑博取超额收益。板块经过长时间的调整，估值处于近年低位水平，悲观预期得到释放，机构持仓与筹码结构也在底部区间，下行风险已经收敛。在市场风格再平衡的背景下，增量资金更偏好确定性收益。食品饮料板块高股息属性较为突出，红利逻辑下会有资金边际持续流入，为估值修复提供支撑。从基本面来看，行业仍处磨底阶段，但历史经验表明，板块行情往往领先基本面修复，估值修复先于业绩兑现。展望2027年，行业需求复苏节奏可能偏缓、修复斜率不高，总量弹性有限，但结构分化仍是主旋律。策略上建议把握两种趋势：一方面自上而下把握大盘复苏带来的板块性修复机会，另一方面自下而上在细分行业中寻找具备成长性的标的。我们提出2027年四条策略主线：一是守住基本面底部、拐点向上的板块；二是布局具备改革或改善预期的公司；三是挖掘细分板块的替代成长机会；四是配置可维持较高增速的成长公司。

4.2 投资策略：守正出奇，反转、改革、替代、成长

策略一：守住基本面底部、拐点向上的子板块

底部反转是2027年确定性较高的方向，优选 "基本面见底+具备高股息属性+拐点明确"的行业龙头，重点布局白酒与原奶两大行业。白酒板块当前处于基本面底部：行业经过连续回调，酒企不再压货，渠道正处于去库存阶段，飞天茅台批价企稳，行业已从"压货负循环" 转向 "去库稳价" 阶段。叠加板块估值处于低位、头部企业股息收益率可观，形成"向下有底、向上有弹性"的特征，2027年大概率企稳回升，建议布局贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒等头部公司。原奶周期拐点已现：供给端奶牛存栏持续去化；需求端乳制品深加工产能投放，持续提升原奶需求。供需双向收敛，原奶价格大概率走高，行业拐点确立。推荐优然牧业、伊利股份，受益标的包括蒙牛乳业。原奶行业是"供给出清+需求修复"共振，拐点确立后的盈利弹性与估值修复具备双重空间，是2027年确定性较高的方向之一。

策略二：布局具备改革或改善预期的公司

经营底部叠加机制变革，困境反转是值得重视的投资机会。在行业总量低增长的背景下，改革是份额提升与利润弹性的核心来源；机制理顺一旦兑现，盈利改善斜率往往陡峭，估值与业绩有望双升。2027 年改革红利进入兑现期，啤酒及部分光瓶酒标的值得重视。受益标的包括燕京啤酒、惠泉啤酒、顺鑫农业等。

策略三：把握细分板块的替代成长机会

替代逻辑是食品饮料板块中近年来较为稀缺的“量价齐升”类型成长，核心是需求刚性扩张叠加供给约束而催生的结构性机会，酵母蛋白与藻油是两大第线，酵母蛋白替代乳清蛋白：GLP-1类减重药普及背景下，消费者有蛋白质流失可能，因而蛋白补充需求激增；而乳清蛋白供给短期供需错配推动价格大幅上涨。酵母蛋白作为供给稳定、成本可控的新型蛋白源，替代逻辑成立，并已进入产业化放量窗口，安琪酵母凭借产能与产业链布局领先，有望直接受益。第二，藻油替代鱼油：厄尔尼诺导致秘鲁鳀鱼捕捞量下降、全球鱼油供给收缩、价格大幅上涨，鱼油供给正从配额约束转向资源约束。藻油具备可规模化生产的优势，替代逻辑充分；金达威已布局10万吨藻油产能，一期产能即将释放，卡位供给窗口，有望充分受益。

策略四：配置持续维持较高增速的成长公司

在总量低增长时代，持续高增速的公司是稀缺资产，应予以重视，量贩零食与营养健康是两大高成长赛道。量贩零食业态对传统渠道的替代仍在进行时，成长逻辑未变。万辰集团（好想来）与鸣鸣很忙作为双龙头，保持高速增长，规模效应与供应链效率构筑竞争壁垒。当前行业仍处于渗透率与集中度提升时期，头部公司持续加密门店、下沉市场，渠道变革驱动的红利仍有空间。营养健康属性板块持续增长，中式营养健康类产品前景广阔。健康意识提升与品类升级共振，西麦食品以“燕麦+”复合燕麦放量为核心增长引擎，以营养健康谷物粉为重要增长抓手，业绩保持较高增长；五谷磨房作为中式食养赛道的代表，品类延展与人群渗透空间大，也为受益标的。

表1：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价（元）	EPS（元）			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
贵州茅台	买入	1446.4	67.81	71.34	75.19	21.3	20.3	19.2
泸州老窖	买入	79.2	4.38	4.71	4.93	18.1	16.8	16.1
山西汾酒	买入	129.0	7.61	8.47	9.09	17.0	15.2	14.2
古井贡酒	增持	101.5	4.62	5.36	5.95	22.0	18.9	17.1
金徽酒	增持	16.9	0.43	0.60	0.76	39.2	28.1	22.2
伊利股份	买入	30.7	1.59	2.07	2.19	19.3	14.8	14.0
新乳业	增持	16.9	0.98	1.11	1.25	17.2	15.2	13.6
双汇发展	增持	24.4	1.43	1.48	1.54	17.1	16.5	15.9
中炬高新	增持	19.9	0.93	1.03	1.16	21.4	19.2	17.2
涪陵榨菜	买入	11.8	0.71	0.75	0.81	16.6	15.7	14.6
海天味业	买入	35.3	1.20	1.32	1.40	29.4	26.7	25.2
西麦食品	增持	20.0	0.90	1.12	1.35	22.3	17.9	14.8
广州酒家	增持	15.3	0.95	1.00	1.04	16.1	15.3	14.7
甘源食品	买入	39.9	2.30	2.83	3.46	17.3	14.1	11.5
劲仔食品	增持	9.4	0.50	0.56	0.65	18.7	16.7	14.4
天味食品	增持	13.7	0.72	0.81	0.90	19.0	16.9	15.2

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2026年11月4日）

目 录
CONTENTS

1 市场表现：食品饮料跑输市场，乳品板块表现较好

2 总量：消费环境压力仍存，三季报整体承压、边际改善

3 行业：白酒调整蓄势，大众品持续分化

4 投资主线：底部布局，柳暗花明

5 风险提示

风险提示

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

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

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

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

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

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

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

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

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券