食品饮料

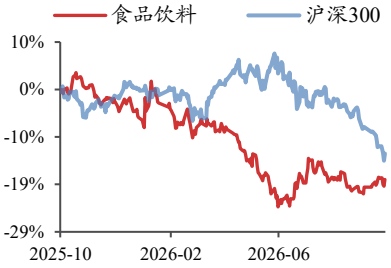
2026 年 11 月 15 日

液态奶：收入弹性有限，利润修复可期

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《修复趋势确立，建议全面布局》—行业周报》-2026.11.8

《基金重仓比例回升，底部信号逐步确认—行业周报》-2026.11.1

《高股息提供安全边际，板块防御价值凸显—行业周报》-2026.10.25

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

张思敏（分析师）
zhangsimin@kysec.cn
证书编号：S0790525080001

● **核心观点：结构优化，提质增效**

111 月 9 日-11 月 13 日，食品饮料指数跌幅为 1.5%，一级子行业排名第 16，跑输沪深 300 约 0.6pct，子行业中乳品（+0.3%）、其他食品（+0.0%）、预加工食品（-0.4%）表现相对领先。个股方面，惠发食品、ST 椰岛、皇台酒业涨幅领先；煌上煌、ST 龙大、南侨食品跌幅居前。当前国内液态奶行业已经告别粗放冲量的发展阶段，头部乳企竞争逻辑由规模逐渐优先转向利润优先，行业进入存量博弈下的结构优化周期，我们建议淡化短期收入增速波动，更多跟踪渠道健康度、费用效率以及产品结构升级的兑现程度。当前需求端整体消费环境偏弱，节日礼赠场景拉动不及过往，传统线下渠道持续收缩，液态奶行业整体收入端弹性有限。头部乳企放弃压货冲量模式，主动管控渠道库存，优先保障渠道周转与经销商盈利，渠道库存维持在良性区间，为后面节日旺季打下基础，降低了过去高压货带来的业绩波动风险。展望后续春节旺季，备货节奏趋于理性，增量更多来自即时零售、会员店等新兴渠道。盈利层面是现阶段核心看点。头部乳企均在收缩低效低价促销投入，将费用资源向核心大单品、终端陈列、新品推广以及新零售渠道倾斜，整体销售费用率存在下行空间，费用投放精细化程度持续提升，利润修复具备现实基础。产品端，高端化呈现两条路径，一方面依托成熟大单品迭代升级实现放量；另一方面超高端新品更多承担品牌标杆作用。当前渠道格局正在发生重构，会员店、即时零售占比持续提升，商超自有品牌带来阶段性冲击，但龙头凭借供应链、奶源、品牌的综合壁垒，中长期来看受冲击有限，龙头乳企可通过专供 SKU、代工合作等方式对冲风险。同时企业推进渠道改革，结算模式向动销导向转变，推动经销商向配送角色转型，精简低效 SKU，渠道治理持续深化。低温业务依旧面临盈利难题，冷链成本高、退货率高的痛点尚未完全解决，盈利修复应是缓慢过程。综合来看，行业业绩更多依靠内部经营改革释放利润弹性，建议优先选择龙头伊利股份，受益标的包括蒙牛乳业等。

● **推荐组合：贵州茅台、西麦食品、优然牧业、安琪酵母**

（1）贵州茅台：在白酒需求下移背景下，公司进行市场化改革，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。茅台酒提价后，业绩确定性增强，此轮周期后茅台可看得更为长远。（2）西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计营收保持较快增长，盈利能力有望持续提升。（3）优然牧业：奶价有望企稳上涨，奶牛公平值重估预计会继续有减亏贡献；肉牛价格有望稳步上涨，业绩拐点已经到来。（4）安琪酵母：糖蜜成本优势延续，酵母蛋白替代乳清蛋白，有望打开成长新空间。

● **风险提示：**经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等

目　录

1、 每周观点：结构优化，提质增效 3
2、 市场表现：食品饮料跑输大盘 3
3、 上游数据：部分上游原料价格回落 4
4、 行业数据新闻：京东双 11 酒类成交额同比增长 25% 6
5、 备忘录：关注 11 月 20 日伊利股份召开股东大会 7
6、 风险提示 8

图表目录

图 1： 食品饮料跌幅 1.5%，排名 16/28 3
图 2： 乳品、其他食品、预加工食品表现相对领先 3
图 3： 惠发食品、ST 椰岛、皇台酒业涨幅领先 4
图 4： 煌上煌、ST 龙大、南侨食品跌幅居前 4
图 5： 2026 年 11 月 3 日全脂奶粉中标价同比+10% 4
图 6： 2026 年 11 月 6 日生鲜乳价格同比+3.0% 4
图 7： 2026 年 11 月 13 日猪肉价格同比-18.0% 5
图 8： 2026 年 9 月生猪存栏数量同比-2.6% 5
图 9： 2026 年 9 月能繁母猪数量同比-10.7% 5
图 10： 2026 年 11 月 13 日白条鸡价格同比-2.9% 5
图 11： 2026 年 9 月进口大麦价格同比+8.5% 5
图 12： 2026 年 9 月进口大麦数量同比-11.4% 5
图 13： 2026 年 11 月 13 日大豆现货价同比+20.3% 6
图 14： 2026 年 11 月 5 日豆粕平均价同比+3.4% 6
图 15： 2026 年 11 月 13 日柳糖价格同比-7.8% 6
图 16： 2026 年 11 月 6 日白砂糖零售价同比+0.3% 6

表 1： 最近重大事件备忘录：关注 11 月 20 日伊利股份召开股东大会 7
表 2： 关注 11 月 8 日发布的行业周报 7
表 3： 重点公司盈利预测及估值 8

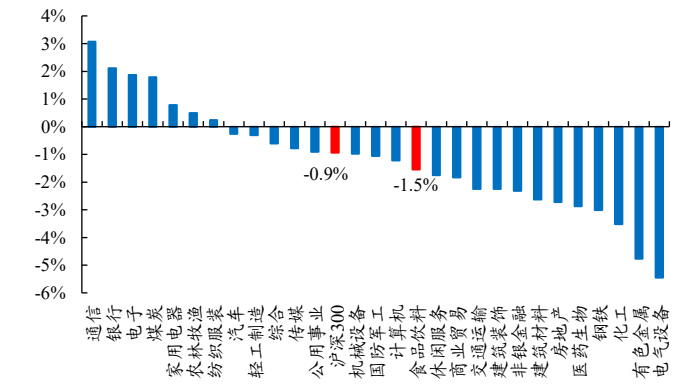
1、 每周观点：结构优化，提质增效

111 月 9 日-11 月 13 日，食品饮料指数跌幅为 1.5%，一级子行业排名第 16，跑输沪深 300 约 0.6pct，子行业中乳品（+0.3%）、其他食品（+0.0%）、预加工食品（-0.4%）表现相对领先。个股方面，惠发食品、ST 椰岛、皇台酒业涨幅领先；煌上煌、ST 龙大、南侨食品跌幅居前。当前国内液态奶行业已经告别粗放冲量的发展阶段，头部乳企竞争逻辑由规模逐渐优先转向利润优先，行业进入存量博弈下的结构优化周期，我们建议淡化短期收入增速波动，更多跟踪渠道健康度、费用效率以及产品结构升级的兑现程度。当前需求端整体消费环境偏弱，节日礼赠场景拉动不及过往，传统线下渠道持续收缩，液态奶行业整体收入端弹性有限。头部乳企放弃压货冲量模式，主动管控渠道库存，优先保障渠道周转与经销商盈利，渠道库存维持在良性区间，为后面节日旺季打下基础，降低了过去高压货带来的业绩波动风险。展望后续春节旺季，备货节奏趋于理性，增量更多来自即时零售、会员店等新兴渠道。盈利层面是现阶段核心看点。头部乳企均在收缩低效低价促销投入，将费用资源向核心大单品、终端陈列、新品推广以及新零售渠道倾斜，整体销售费用率存在下行空间，费用投放精细化程度持续提升，利润修复具备现实基础。产品端，高端化呈现两条路径，一方面依托成熟大单品迭代升级实现放量；另一方面超高端新品更多承担品牌标杆作用。当前渠道格局正在发生重构，会员店、即时零售占比持续提升，商超自有品牌带来阶段性冲击，但龙头凭借供应链、奶源、品牌的综合壁垒，中长期来看受冲击有限，龙头乳企可通过专供 SKU、代工合作等方式对冲风险。同时企业推进渠道改革，结算模式向动销导向转变，推动经销商向配送角色转型，精简低效 SKU，渠道治理持续深化。低温业务依旧面临盈利难题，冷链成本高、退货率高的痛点尚未完全解决，盈利修复应是缓慢过程。综合来看，行业业绩更多依靠内部经营改革释放利润弹性，建议优先选择龙头伊利股份，受益标的包括蒙牛乳业等。

2、 市场表现：食品饮料跑输大盘

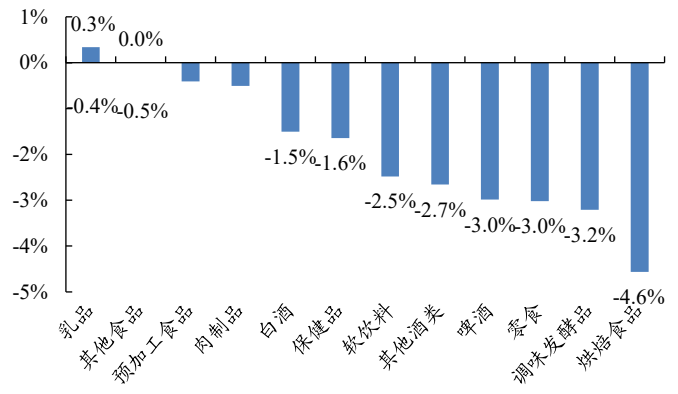
111 月 9 日-11 月 13 日，食品饮料指数跌幅为 1.5%，一级子行业排名第 16，跑输沪深 300 约 0.6pct，子行业中乳品（+0.3%）、其他食品（+0.0%）、预加工食品（-0.4%）表现相对领先。个股方面，惠发食品、ST 椰岛、皇台酒业涨幅领先；煌上煌、ST 龙大、南侨食品跌幅居前。

图1：食品饮料跌幅 1.5%，排名 16/28



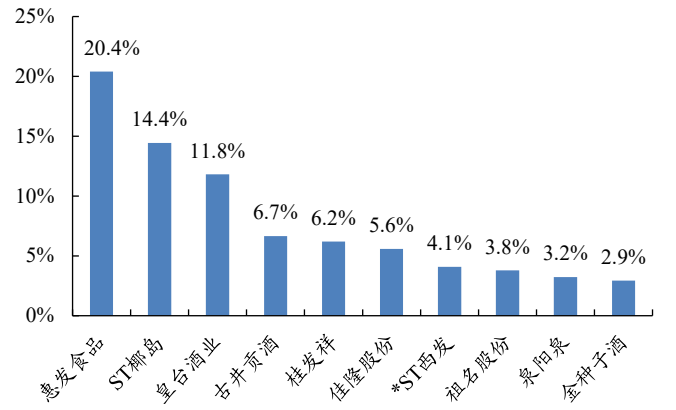
数据来源：iFind、开源证券研究所

图2：乳品、其他食品、预加工食品表现相对领先



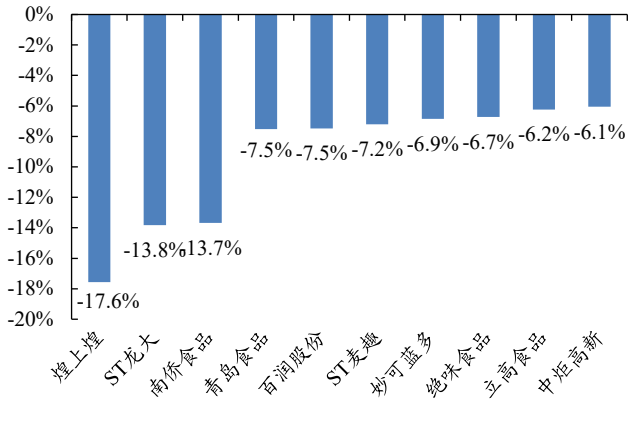
数据来源：iFind、开源证券研究所

图3：惠发食品、ST 椰岛、皇台酒业涨幅领先



资料来源：iFind、开源证券研究所

图4：煌上煌、ST 龙大、南侨食品跌幅居前

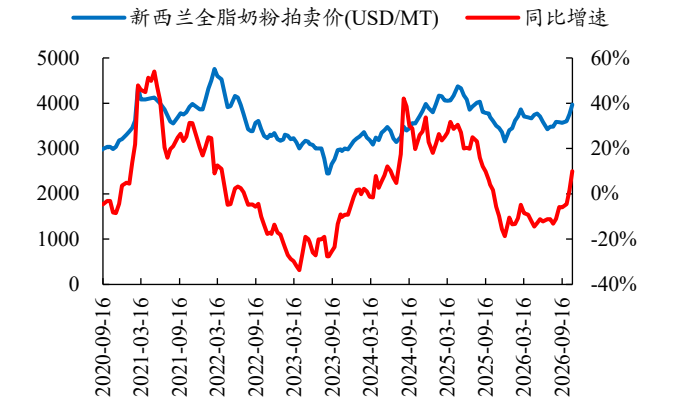


资料来源：iFind、开源证券研究所

3、 上游数据：部分上游原料价格回落

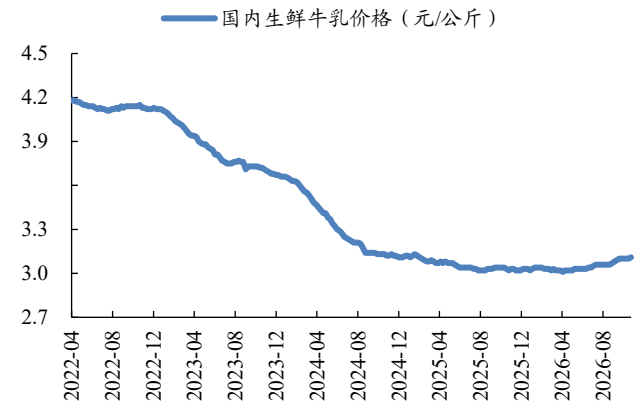
11 月 3 日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3971 美元/吨，环比+5.6%，同比+10%，进口奶价同比上涨。11 月 6 日，国内生鲜乳价格 3.11 元/公斤，环比+0.3%，同比+3.0%，国内奶价逐渐确认拐点。

图5：2026 年 11 月 3 日全脂奶粉中标价同比+10%



数据来源：GDT、开源证券研究所

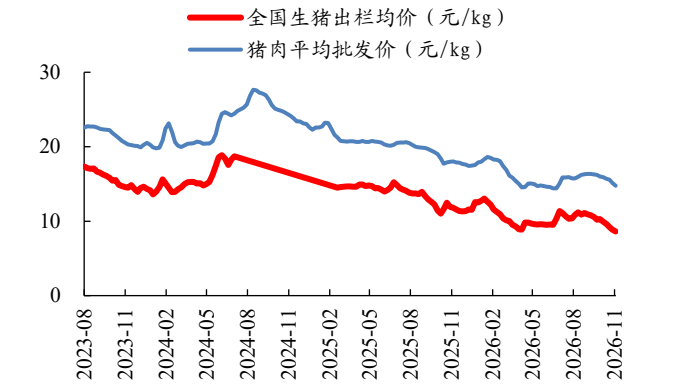
图6：2026 年 11 月 6 日生鲜乳价格同比+3.0%



数据来源：iFind、开源证券研究所

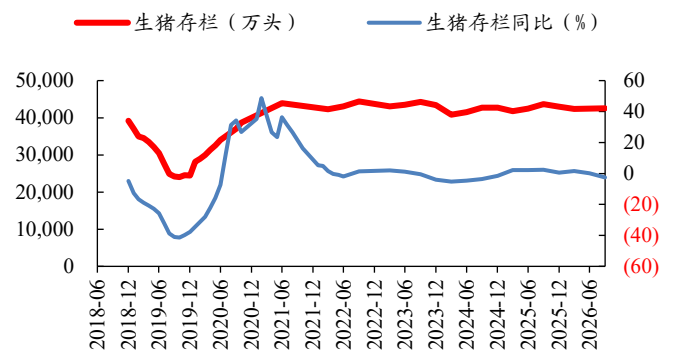
11 月 13 日，生猪出栏价格 8.6 元/公斤，同比-26.8%，环比-2.8%；猪肉价格 14.8 元/公斤，同比-18.0%，环比-2.6%。2026 年 9 月，能繁母猪存栏 3602.0 万头，同比-10.7%，环比-4.7%。2026 年 9 月生猪存栏同比-2.6%，环比+0.1%。2026 年 11 月 13 日，白条鸡价格 17.1 元/公斤，同比-2.9%、环比+0.2%。

图7：2026 年 11 月 13 日猪肉价格同比-18.0%



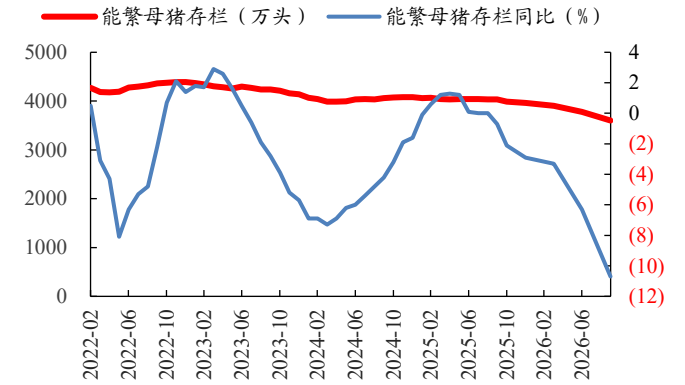
数据来源：iFind、开源证券研究所

图8：2026 年 9 月生猪存栏数量同比-2.6%



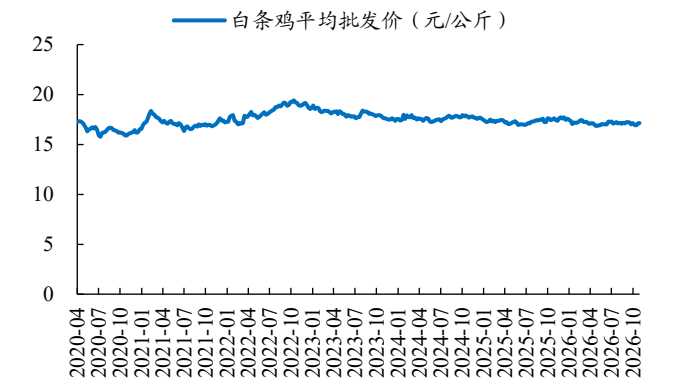
数据来源：iFind、开源证券研究所

图9：2026 年 9 月能繁母猪数量同比-10.7%



数据来源：iFind、开源证券研究所

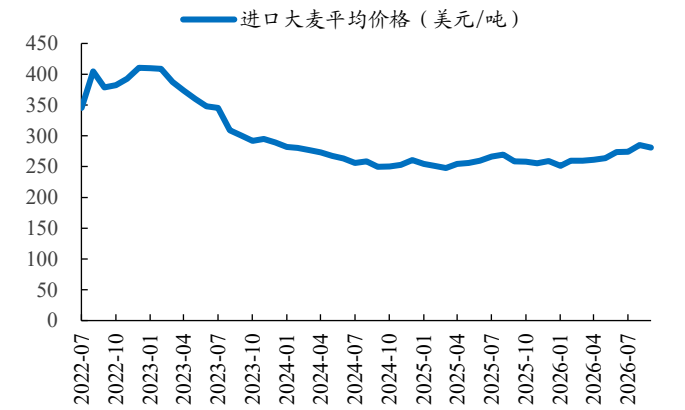
图10：2026 年 11 月 13 日白条鸡价格同比-2.9%



数据来源：iFind、开源证券研究所

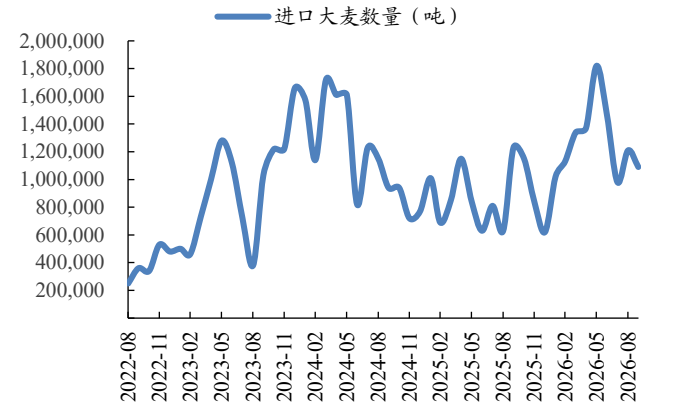
2026 年 9 月，进口大麦价格 280.9 美元/吨，同比+8.5%。2026 年 9 月进口大麦数量 109.0 万吨，同比-11.4%，进口数量同比下降，平均价格同比上涨。

图11：2026 年 9 月进口大麦价格同比+8.5%



数据来源：iFind、开源证券研究所

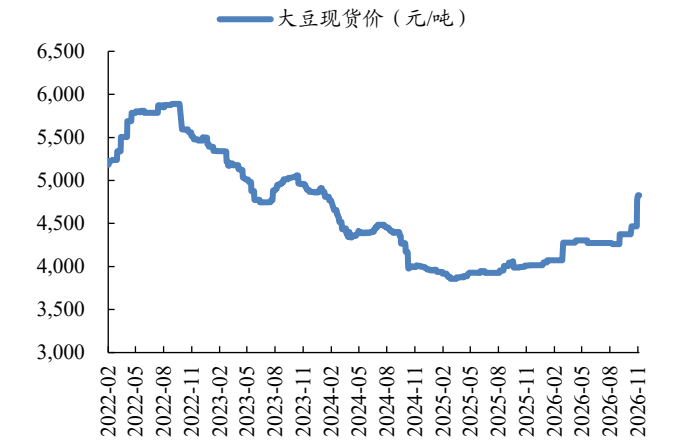
图12：2026 年 9 月进口大麦数量同比-11.4%



数据来源：iFind、开源证券研究所

11 月 13 日，大豆现货价 4827.9 元/吨，同比+20.3%。11 月 5 日，豆粕平均价格 3.4 元/公斤，同比+3.4%。

图13：2026 年 11 月 13 日大豆现货价同比+20.3%



数据来源：iFind、开源证券研究所

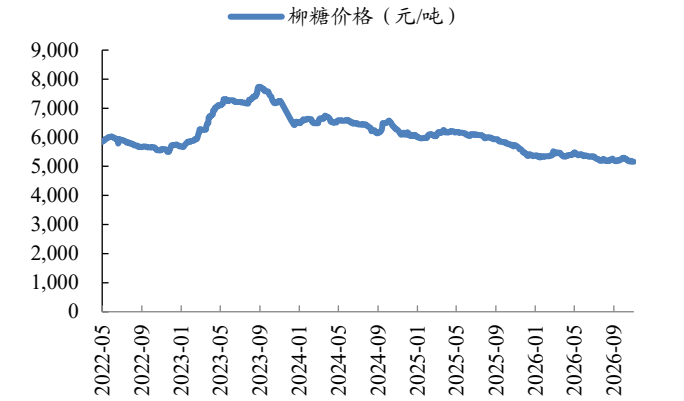
图14：2026 年 11 月 5 日豆粕平均价同比+3.4%



数据来源：iFind、开源证券研究所

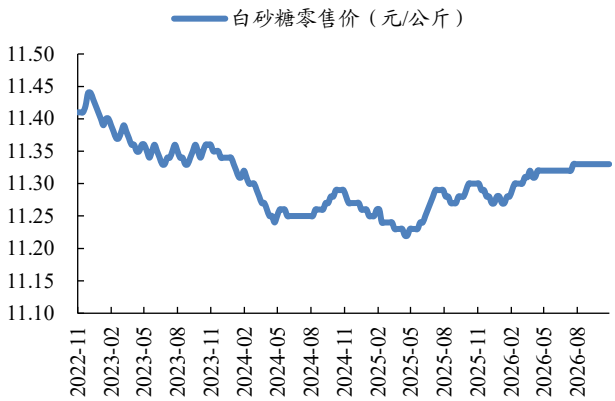
11 月 13 日，柳糖价格 5160.0 元/吨，同比-7.8%；11 月 6 日，白砂糖零售价格 11.3 元/公斤，同比+0.3%。

图15：2026 年 11 月 13 日柳糖价格同比-7.8%



数据来源：iFind、开源证券研究所

图16：2026 年 11 月 6 日白砂糖零售价同比+0.3%



数据来源：iFind、开源证券研究所

4、 行业数据新闻：京东双 11 酒类成交额同比增长 25%

11 月 9 日，国家统计局公布数据显示，2026 年 10 月全国酒类价格同比下降 3.1%，环比下降 0.1%，1-10 月平均同比下降 2.8%。同期，全国居民消费价格（CPI）10 月同比上涨 0.7%，1-10 月平均同比上涨 0.9%。（来源于酒业家）

11 月 12 日，京东发布双 11 酒类销售战报。10 月 8 日至 11 月 11 日，京东酒类成交额同比增长 25%，其中茅台、五粮液、泸州老窖成交额分别同比增长 10%、13%和 10%。白酒品牌销售榜前三为茅台、五粮液和汾酒，啤酒品牌销售榜前三为青岛啤酒、燕京啤酒和喜力啤酒。（来源于酒业家）

近日，蒙牛旗下运动营养品牌迈胜与沃尔玛自有品牌沃集鲜合作推出 6 款即饮产品，覆盖运动前、运动中、运动后及日常饮用场景。新品包括甜菜根耐力饮、低糖电解质水、运动蛋白饮、运动清酸水、巴西莓左旋肉碱水和酸樱桃浓萃饮。（来源于食品内参）

5、 备忘录：关注 11 月 20 日伊利股份召开股东大会

下周（11 月 16 日-11 月 22 日）共有 8 家公司召开股东大会，1 家公司限售解禁。

表1：最近重大事件备忘录：关注 11 月 20 日伊利股份召开股东大会

日期	公司	股东会	限售解禁
2026/11/16	口子窖	安徽省淮北市（13:30）	
2026/11/16	维维股份	江苏省徐州市（14:00）	
2026/11/16	李子园	浙江省金华市（14:30）	
2026/11/16	*ST 春天	青海省西宁市（14:30）	
2026/11/16	三元生物	山东省滨州市（15:00）	
2026/11/16	华统股份		解禁 537.63 万股
2026/11/19	三只松鼠	安徽省芜湖市（14:30）	
2026/11/20	涪陵榨菜	重庆市涪陵区（14:00）	
2026/11/20	伊利股份	内蒙古自治区呼和浩特市（14:30）	

资料来源：iFind、开源证券研究所

表2：关注 11 月 8 日发布的行业周报

报告类型	报告名称	
公司点评	双汇发展：低猪价背景坚持稳利扩量，新兴渠道表现亮眼	11 月 1 日
公司点评	绝味食品：2026Q3 收入仍有压力，顺利摘帽蓄力反转	11 月 1 日
行业点评	食品饮料持仓回暖，板块布局窗口开启	11 月 1 日
公司点评	伊利股份：核心利润率延续改善，高股息龙头价值突出	11 月 2 日
公司点评	贵州茅台：营收业绩均超预期，后续增长仍有余力	11 月 3 日
公司点评	新乳业：收入增长稳健，毛销差延续改善	11 月 3 日
公司点评	东鹏饮料：收入阶段性承压，新品类接棒成长	11 月 3 日
公司点评	古井贡酒：调整接近尾声，收入有望持续改善	11 月 3 日
公司点评	金徽酒：营收展现韧性，盈利能力承压	11 月 3 日
公司点评	华资实业：黄原胶价值升级，小麦糖浆贡献未来增量	11 月 3 日
公司点评	海天味业：收入平稳，盈利短期承压	11 月 3 日
公司点评	山西汾酒：调整接近尾声，实际动销良好	11 月 5 日
公司点评	泸州老窖：报表持续出清，收入降幅收敛	11 月 5 日
投资策略	寒尽潮归，春启徐行	11 月 8 日
行业周报	修复趋势确立，建议全面布局	11 月 8 日

资料来源：开源证券研究所

表3：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	1435.3	67.81	71.34	75.19	21.2	20.1	19.1
泸州老窖	买入	79.6	4.38	4.71	4.93	18.2	16.9	16.1
山西汾酒	买入	129.3	7.61	8.47	9.09	17.0	15.3	14.2
古井贡酒	增持	112.0	4.62	5.36	5.95	24.2	20.9	18.8
金徽酒	增持	16.0	0.43	0.60	0.76	37.2	26.6	21.0
伊利股份	买入	31.7	1.59	2.07	2.19	20.0	15.3	14.5
新乳业	增持	17.2	0.98	1.11	1.25	17.4	15.4	13.8
双汇发展	增持	24.7	1.43	1.48	1.54	17.3	16.7	16.0
中炬高新	增持	19.1	0.93	1.03	1.16	20.6	18.4	16.5
涪陵榨菜	买入	11.4	0.71	0.75	0.81	16.0	15.1	14.0
海天味业	买入	34.9	1.20	1.32	1.40	29.1	26.4	24.9
西麦食品	增持	19.6	0.90	1.12	1.35	21.7	17.5	14.5
广州酒家	增持	15.0	0.95	1.00	1.04	15.8	15.0	14.4
甘源食品	买入	38.9	2.30	2.83	3.46	16.9	13.8	11.3
劲仔食品	增持	9.0	0.50	0.56	0.65	18.1	16.1	13.9
天味食品	增持	13.7	0.72	0.81	0.90	19.0	16.9	15.2

数据来源：iFind、开源证券研究所（收盘价日期为 2026 年 11 月 13 日，盈利预测均采用开源证券预测值）

6、 风险提示

宏观经济下行风险、食品安全风险、原料价格波动风险、消费需求复苏低于预期等。

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。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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。

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 5%以下。
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，已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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。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
地址：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
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
710065
邮箱：research@kysec.cn