

强于大市

食品饮料行业周报

茅台持续推进市场化改革，高附加值产品线上、线下同步跟进

2026.11.2-2026.11.13 食品饮料板块涨跌幅+2.3%，在申万一级行业中排名第 13，其中乳品、预加工食品板块涨跌幅排名靠前。食品饮料板块当前估值处于近十年历史 10%—13%分位区间，在市场风格转换背景下，处于历史估值底部的消费板块防御属性凸显，板块迎来增量资金配置需求。

市场回顾

- 2026.11.2-2026.11.13 食品饮料板块涨跌幅为+2.3%，涨跌幅在各行业中排名第 13。子板块中，乳品、预加工食品涨跌幅排名靠前，分别为+4.6%、+4.4%，其他酒类、零食涨跌幅排名靠后，分别为-1.0%、-0.1%。截至 11 月 13 日，白酒板块估值（PE-TTM）为 22.2X，食品饮料板块估值（PE-TTM）为 21.9X。

行业数据

- 7 月以来，生鲜乳价格企稳，同比实现小幅上涨。截至 11 月 6 日，国内生鲜乳价格 3.11 元/公斤，环比+0.3%，同比+3.0%。
- 截至 11 月 13 日，全国生猪出栏价 4.32 元/斤，环周-1.1%，同比-37.5%。全国猪粮比价 3.80，周环比-0.24pct，同比-1.43pct。11 月 13 日，我国白羽肉鸡主产区平均价为 6.47 元/公斤，周环比+1.41%，同比-9.13%。2026 年 10 月我国鸭肉市场批发价为 6.50 元/千克，环比-2.99%，同比-10.96%。
- 国家统计局数据显示，2026 年 1-9 月，中国规模以上企业累计啤酒产量 2894.7 万千升，同比下降 6.0%。其中 2026 年 9 月，中国规模以上企业啤酒产量 278.8 万千升，同比下降 7.8%。

主要观点

- **i 茅台切换售酒模式，线下渠道跟进，下调部分产品零售价格，市场化改革持续推进。**根据 i 茅台官网及财联社信息，自 2026 年 11 月 11 日起， 16 款贵州茅台酒产品采用全天动态补货模式，即除了飞天茅台和公斤茅台，其他 16 款贵州茅台酒从“定时抢购”模式逐步向“日常售卖”模式转变。与此同时，公司调整线下传统渠道的精品茅台及马茅零售价，精品茅台由 2410 元/瓶下调至 2359 元/瓶；马年茅台生肖酒由 1951 元/瓶下调至 1899 元/瓶，下调幅度均为 50 元左右。调整后，传统渠道精品茅台与 i 茅台同价。公司持续推进“全面向 C”的渠道政策，前三季度公司直销渠道占比达 56.4%。根据茅台业绩说明会，管理层表示，2026 年开启的市场化改革目前已达成预期，公司坚持供需适配、量价平衡、有序稳定的市场体系，重塑稀缺认知，让产品价值回归真实消费。受渠道模式调整影响，公司 3 季度末合同负债为 20.8 亿元，环比减少 10.9 亿元，去年同期环比增加 22.4 亿元。1-3Q26 公司毛利率同比降 1.7pct 至 89.6%，我们判断主要与茅台酒中高附加值产品销量减少及直营占比上升导致营业成本增加有关。此次线上、线下同步改革，有助于拉动飞天以上产品动销，重塑飞天以上高附加值产品的渠道价值链。从 3 季度白酒上市公司业绩表现来看，不同酒企出清节奏不一，但龙头茅台业绩表现稳健，率先走出调整。
- **“双十一”全网销售额同比增长 4.8%。**根据星图数据，“双十一”全网销售额同比增长 4.8%，综合电商、即时零售销售额同比分别为 3.7%、 33.0%。从品类来看，受益国补政策延续，家用电器、手机数码销售额占比分别为 15.9%、14.3%，排名前二。食品饮料销售额占比 6.2%，排名第六。从食品饮料核心大类排名来看，头部品牌仍占据主导地位，细分品类行业集中度差异较大。酒类方面，根据酒业家，京东酒类双 11 成交额同比增长 25%，头部集中效应明显。白酒 top3 品牌分别为茅台、五粮液、汾酒。宠物方面，前十品牌格局稳定，但国产品牌竞争激烈。宠物食品方面，根据宠业家新闻，结合 2024-2026 三年天猫双 11 宠物品牌 Top10 榜单，内资品牌 7 席，外资品牌 3 席的头部格局基本稳定，但是前十内部轮次变化明显，鲜朗、皇家、蓝氏排名前三，麦富迪、弗列加特排位后移。从前三季度业绩来看，上市宠物企业三季度业绩下滑幅度仍然较大，行业增收不增利现象持续，结构性压力显著，当前仍处于需求升级兑现但盈利模式阵痛阶段。

投资建议

- 资金避险需求驱动下，过去一个月，食品饮料板块涨幅+6.4%，在 31 个申万一级行业中排名第 1。食品饮料板块当前估值处于近十年历史 10%—13%分位区间，在市场风格转换背景下，处于历史估值底部的消费板块防御属性凸显，板块迎来增量资金配置需求。从 10 月已披露的宏观经济数据来看，内需依然偏弱，居民消费意愿不强，亟需政策端发力的预期增强。从业绩端来看，3 季度板块内部结构分化，不同子行业景气不一。白酒仍处于底部出清阶段，大众品 4 季度成本端压力逐渐显现。当前关注两条主线：（1）业绩层面从底部逐渐走出，步入去库尾声，有反转预期的个股。建议关注古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒。（2）布局现金流稳健，供需格局改善，向下有股息率支撑，赔率占优的龙头个股，建议关注贵州茅台、新乳业、颐海国际、海天味业、洽洽食品、伊利股份。

评级面临的主要风险

- 需求复苏不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧，食品安全事件。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

证券分析师：邓天娇
(8610)66229391
tianjiao.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

证券分析师：李育文
yuwen.li@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300526030002

目录

行情回顾 4
行业数据跟踪 7
酒类 7
奶类 8
肉类 9
重要公告 10
股东大会 12
近期研究报告回顾 13
风险提示 16

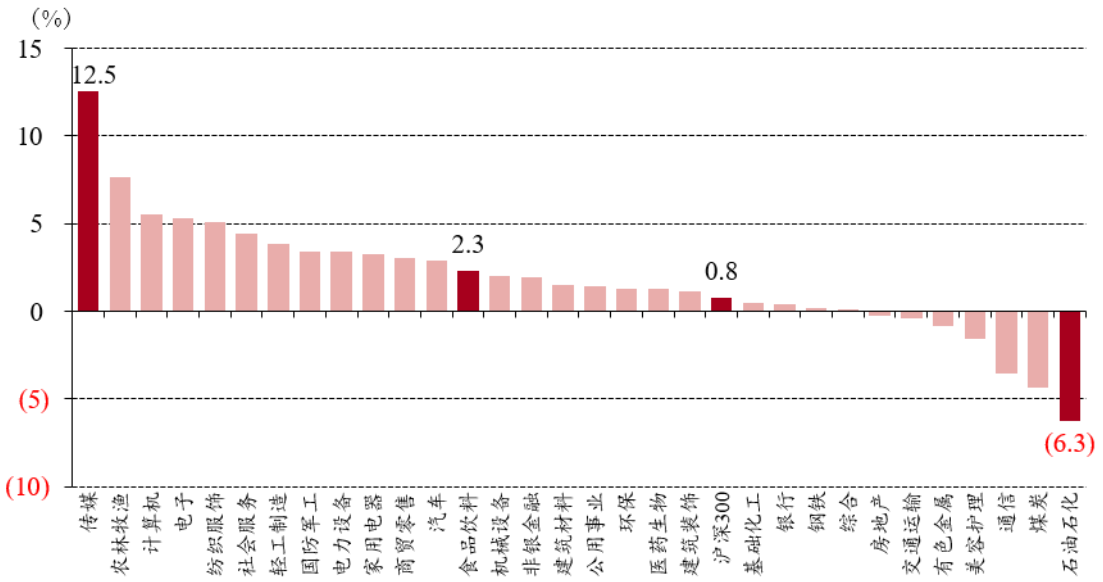
图表目录

图表 1.各板块涨跌幅（2026.11.2-2026.11.13）.....4
图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅.....4
图表 3. 2026.11.2-2026.11.13 食品饮料子板块涨跌幅.....5
图表 4. 过去一个月食品饮料子板块涨跌幅.....5
图表 5. 白酒行业市盈率（PE-TTM）.....5
图表 6. 白酒行业市盈率相对沪深 300 倍数.....5
图表 7. 食品饮料行业市盈率（PE-TTM）.....5
图表 8. 食品饮料行业市盈率相对沪深 300 倍数.....5
图表 9. 2016 年以来食品饮料各子板块 PE（TTM）.....6
图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜.....6
图表 11. 茅台批价.....7
图表 12. 普五及国窖 1573（高度）批价.....7
图表 13. 白酒产量与同比增速.....7
图表 14. 啤酒产量与同比增速.....7
图表 15. 进口葡萄酒数量与单价.....7
图表 16. 进口大麦数量与单价.....7
图表 17. IFCN 原奶价格与饲料价格.....8
图表 18. 国内主产区生鲜乳价格.....8
图表 19. 进口大包粉数量与单价.....8
图表 20. 全国生猪出栏价.....9
图表 21. 猪粮比.....9
图表 22. 国内生猪与能繁母猪存栏量.....9
图表 23. 进口猪肉数量与单价.....9
图表 24. 我国白羽肉鸡主产区平均价.....9
图表 25. 我国鸭肉市场批发价.....9
图表 26. 股东大会信息.....12

行情回顾

2026.11.2-2026.11.13 食品饮料板块涨跌幅为+2.3%，在申万一级行业中排名第 13。2026.11.2-2026.11.13 食品饮料板块涨跌幅为+2.3%，高于沪深 300（+0.8%），涨跌幅在各行业中排名第 13。食品饮料子板块中，乳品、预加工食品涨跌幅排名靠前，分别为+4.6%、+4.4%，其他酒类、零食涨跌幅排名靠后，分别为-1.0%、-0.1%。

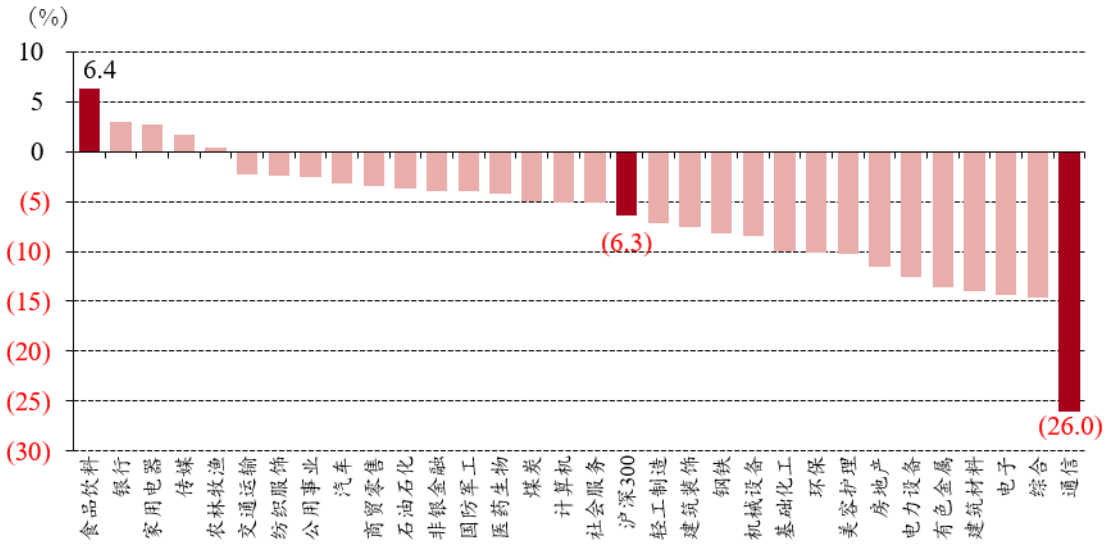
图表 1.各板块涨跌幅（2026.11.2-2026.11.13）



资料来源：iFinD，中银证券

过去一个月，食品饮料板块涨跌幅为+6.4%，涨跌幅在 31 个行业中排名第 1。食品饮料子板块中，乳品、白酒涨跌幅排名靠前，分别为+10.3%、+9.9%，其他酒类、软饮料涨跌幅排名靠后，分别为-19.5%、-9.5%。

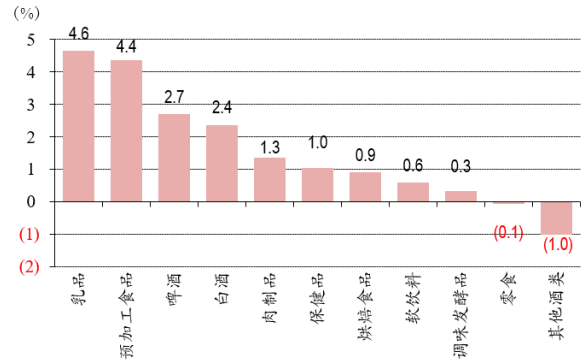
图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅



资料来源：iFinD，中银证券

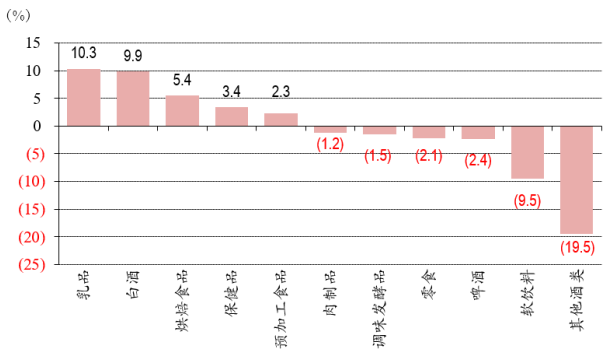
注：涨跌幅计算区间为 2026 年 10 月 13 日 - 2026 年 11 月 13 日

图表 3. 2026.11.2-2026.11.13 食品饮料子板块涨跌幅



资料来源：iFinD，中银证券

图表 4. 过去一个月食品饮料子板块涨跌幅



资料来源：iFinD，中银证券

截至 11 月 13 日，白酒板块估值（PE-TTM）为 22.2X，食品饮料板块估值（PE-TTM）为 21.9X。

图表 5. 白酒行业市盈率（PE-TTM）



资料来源：iFinD，中银证券

图表 6. 白酒行业市盈率相对沪深 300 倍数



资料来源：iFinD，中银证券

图表 7. 食品饮料行业市盈率（PE-TTM）



资料来源：iFinD，中银证券

图表 8. 食品饮料行业市盈率相对沪深 300 倍数



资料来源：iFinD，中银证券

图表 9. 2016 年以来食品饮料各子板块 PE（TTM）

	沪深 300	食品饮料	白酒	啤酒	其他酒类	休闲食品	肉制品	调味发酵品	乳品	软饮料
最大值	16.8	63.0	63.3	93.1	186.7	81.4	42.6	79.5	47.8	47.8
最小值	10.3	17.2	16.4	15.6	24.0	15.2	14.3	22.1	13.4	19.7
现值	13.4	21.9	22.2	16.8	36.3	15.5	18.2	26.3	22.3	20.6

资料来源：iFinD，中银证券

注：最大、最小值截至日期，现值计算日期均为 2026 年 11 月 13 日

图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜

公司名称	周涨幅(%)前 10 名	公司名称	周涨幅(%)后 10 名	公司名称	月涨幅(%)前 10 名	公司名称	月涨幅(%)后 10 名
ST 交昂	31.6	煌上煌	(17.8)	青岛食品	60.0	会稽山	(41.5)
惠发食品	24.1	千禾味业	(9.5)	ST 交昂	33.4	古越龙山	(23.8)
ST 椰岛	18.3	一鸣食品	(9.2)	古井贡酒	21.9	养元饮品	(23.3)
古井贡酒	17.0	阳光乳业	(7.9)	今世缘	18.9	ST 龙大	(20.6)
华统股份	16.3	紫燕食品	(7.0)	迎驾贡酒	18.0	兰州黄河	(18.8)
天润乳业	11.2	元祖股份	(6.2)	惠发食品	16.8	金枫酒业	(17.4)
金种子酒	9.8	ST 龙大	(5.8)	顺鑫农业	14.9	煌上煌	(17.1)
新乳业	8.5	甘源食品	(5.4)	西麦食品	13.5	莲花控股	(16.8)
佳隆股份	8.1	百润股份	(5.0)	伊利股份	13.5	味知香	(16.6)
桂发祥	7.8	ST 麦趣	(4.5)	新乳业	13.4	金字火腿	(16.5)

资料来源：iFinD，中银证券

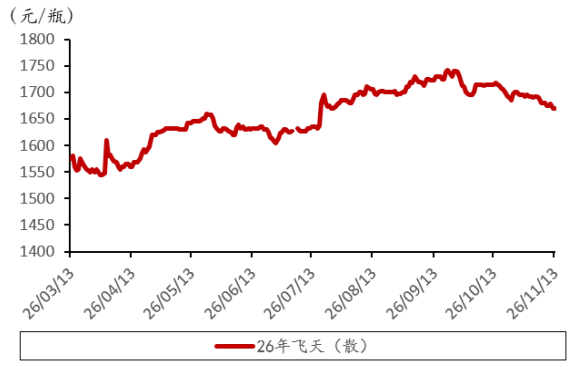
注：双周涨跌幅计算区间为 2026 年 11 月 2 日 - 2026 年 11 月 13 日，月涨跌幅计算区间为 2026 年 10 月 13 日 - 2026 年 11 月 13 日，股价计算方式为前复权。

行业数据跟踪

酒类

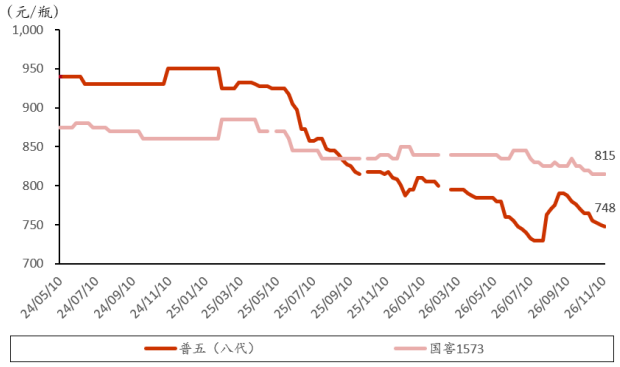
根据百荣酒价及茅粉鲁智深数据，10.31-11.13 飞天茅台批价 1670-1693 元。10.31-11.13 普五批价 748-750 元，国窖 1573 批价 815 元。

图表 11. 茅台批价



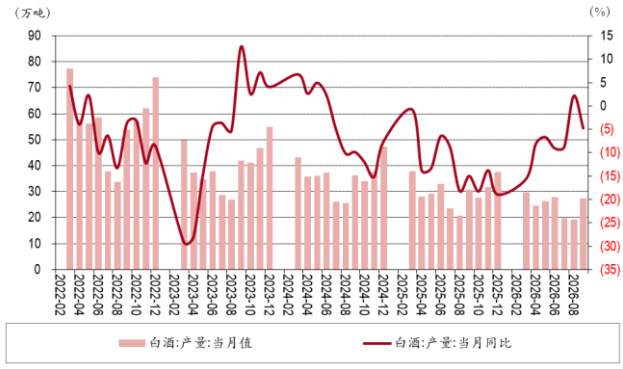
资料来源：百荣酒价，茅粉鲁智深，中银证券

图表 12. 普五及国窖 1573（高度）批价



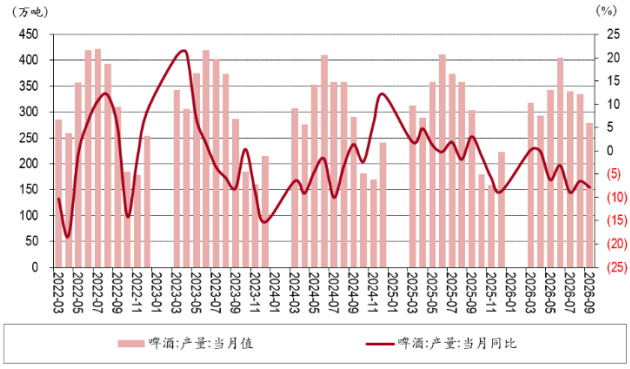
资料来源：百荣酒价，茅粉鲁智深，中银证券

图表 13. 白酒产量与同比增速



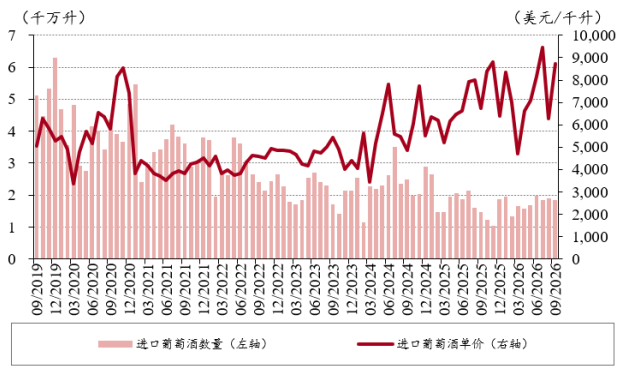
资料来源：iFinD，中银证券

图表 14. 啤酒产量与同比增速



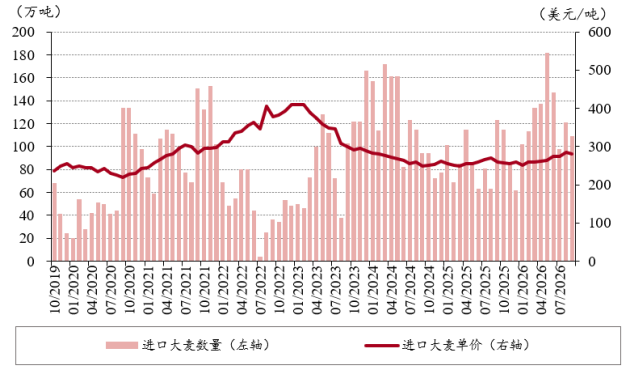
资料来源：iFinD，中银证券

图表 15. 进口葡萄酒数量与单价



资料来源：海关总署，iFinD，中银证券

图表 16. 进口大麦数量与单价

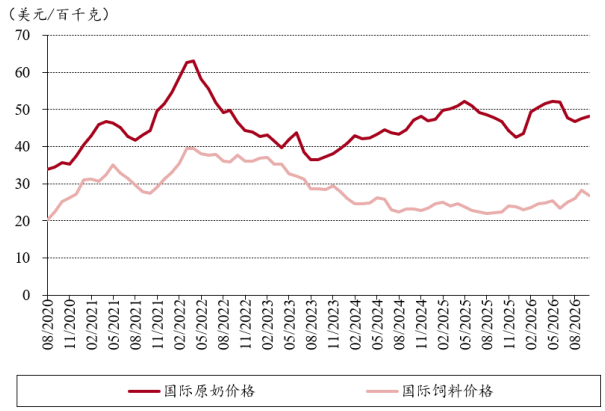


资料来源：海关总署，iFinD，中银证券

奶类

截至 11 月 6 日，国内生鲜乳价格 3.11 元/公斤，环比+0.3%，同比+3.0%。

图表 17. IFCN 原奶价格与饲料价格



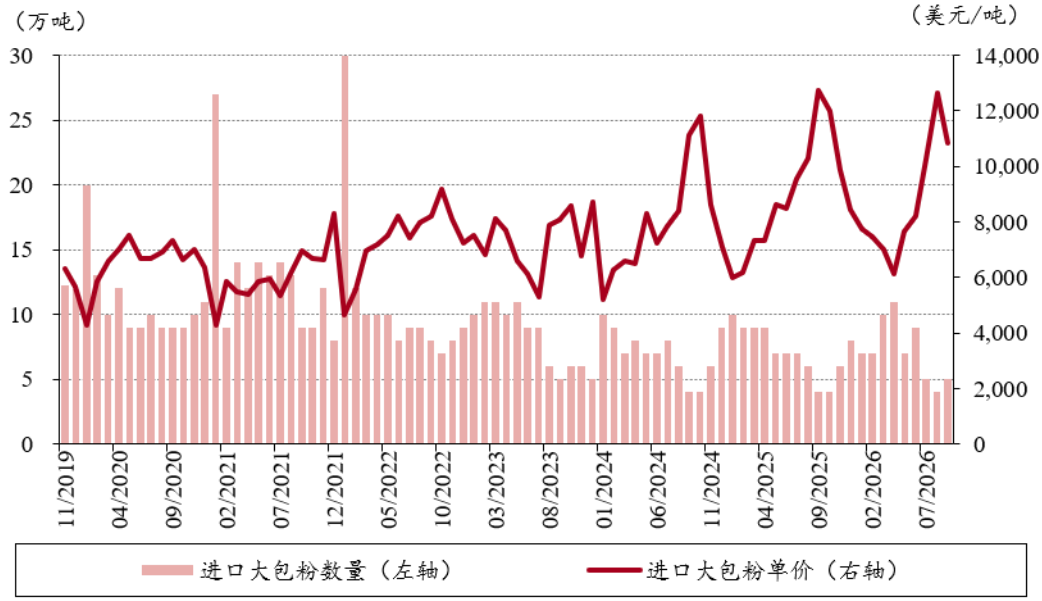
资料来源：IFCN ，iFinD，中银证券

图表 18. 国内主产区生鲜乳价格



资料来源：国家农业部，iFinD，中银证券

图表 19. 进口大包粉数量与单价

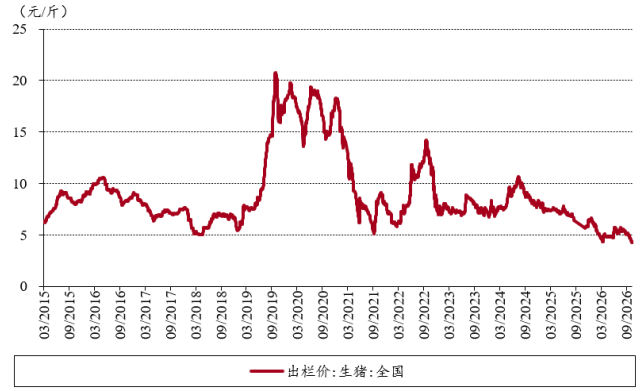


资料来源：海关总署，iFinD，中银证券

肉类

截至 11 月 13 日，全国生猪出栏价 4.32 元/斤，环周-1.1%，同比-37.5%。全国猪粮比价 3.80，周环比-0.24pct，同比-1.43pct。截至 11 月 13 日，我国白羽肉鸡主产区平均价为 6.47 元/公斤，周环比+1.41%，同比-9.13%。2026 年 10 月我国鸭肉市场批发价为 6.50 元/千克，环比-2.99%，同比-10.96%。

图表 20. 全国生猪出栏价



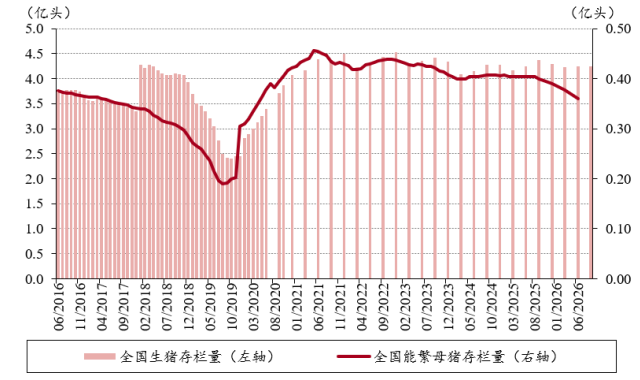
资料来源：iFinD，中银证券

图表 21. 猪粮比



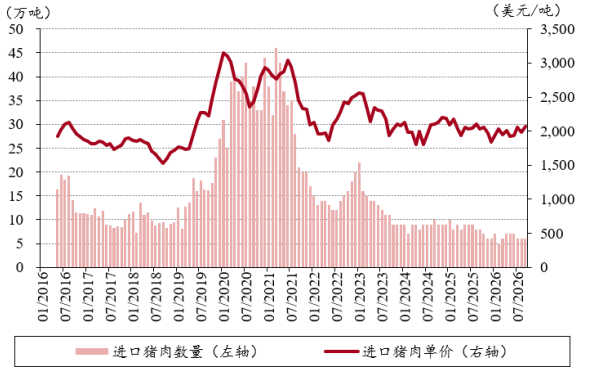
资料来源：iFinD，中银证券

图表 22. 国内生猪与能繁母猪存栏量



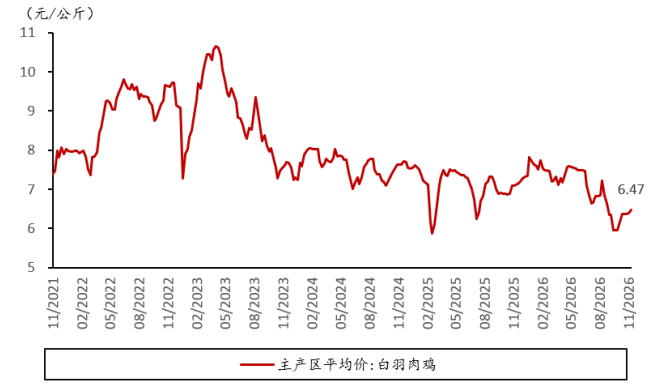
资料来源：iFinD，中银证券

图表 23. 进口猪肉数量与单价



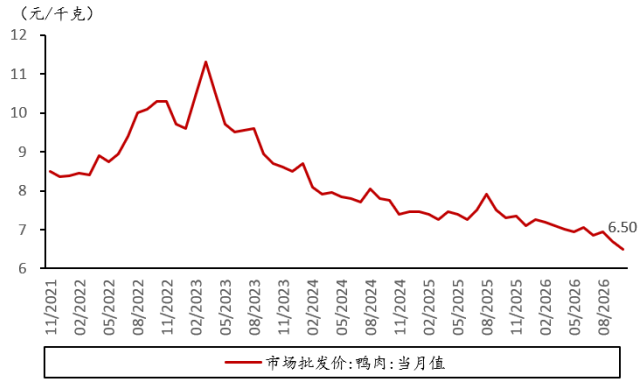
资料来源：海关总署，iFinD，中银证券

图表 24. 我国白羽肉鸡主产区平均价



资料来源：iFinD，中银证券

图表 25. 我国鸭肉市场批发价



资料来源：iFinD，中银证券

重要公告

中炬高新：股份回购进展。截至 2026 年 10 月月底，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份 2,127.22 万股，占公司总股本的比例为 2.76%，购买的最高价为 20.52 元/股、最低价为 17.11 元/股，已支付的总金额为 39,588.37 万元（不含交易费用）。（同花顺，2026 年 11 月 2 日）

伊利股份：股份回购进展。截至 2026 年 10 月底，公司已累计回购股份 3,480,600 股，占公司总股本的比例为 0.055%，购买的最高价为 29.80 元/股、最低价为 27.68 元/股，已支付的总金额为 99,994,405.00 元人民币（不含交易费用）。上述回购进展符合法律法规的规定和公司回购股份方案的要求。（同花顺，2026 年 11 月 2 日）

海天味业：股份回购进展。截至 2026 年 10 月底，公司已累计回购 A 股股份 22,335,253 股，占公司总股本的比例约为 0.3822%，购买的最高价为 37.37 元/股、最低价为 32.94 元/股，已支付的总金额为 765,059,772.64 元（不含交易费用）。（同花顺，2026 年 11 月 2 日）

东鹏饮料：股份回购进展。2026 年 10 月期间，公司未实施股份回购。截至 2026 年 10 月 31 日，公司通过上海证券交易所系统以集中竞价交易方式累计回购 A 股股份 7,122,551 股，已回购 A 股股份占公司总股本的比例为 0.9701%，成交最高价为 154.90 元/股，成交最低价为 134.20 元/股，累计成交总金额为 1,038,719,867.57 元（不含交易费用）。（同花顺，2026 年 11 月 2 日）

贝因美：股份回购计划。本次回购金额不低于人民币 1.00 亿元（含）且不超过人民币 1.50 亿元（含）。按本次回购价格上限 6.71 元/股测算，预计回购股份的数量区间为 1,490.3130 万股至 2,235.4694 万股，占公司目前总股本的比例区间为 1.38%—2.07%（以 2026 年 10 月 28 日公司总股本为基数计算），具体回购股份金额及数量以回购期满时的数据为准。（同花顺，2026 年 11 月 2 日）

绝味食品：股份回购进展。截至 2026 年 10 月 31 日，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份 13,947,000 股，占公司总股本的比例为 2.30%，回购最高成交价格为 12.24 元/股，回购最低成交价格为 10.00 元/股，使用资金总额为人民币 158,541,180.00 元（不含交易费用）。（同花顺，2026 年 11 月 2 日）

洽洽食品：股份回购进展。截至 2026 年 10 月 31 日，公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价方式回购公司股份 2,587,000 股，占公司目前总股本的 0.511%，最高成交价为 19.27 元/股，最低成交价为 18.19 元/股，成交总金额为 48,853,217.98 元（不含交易费用），本次回购股份资金来源为公司自有资金，回购价格未超过回购方案中拟定的价格上限人民币 28.03 元/股（含）。本次回购符合相关法律法规及公司既定回购股份方案的要求。（同花顺，2026 年 11 月 2 日）

惠发食品：股份回购进展。截至 2026 年 10 月 31 日，公司通过集中竞价交易方式累计回购股份 3,326,900 股，占公司总股本 240,532,260 股的比例为 1.38%，回购成交的最高价为 10.43 元/股，最低价为 7.77 元/股，支付的资金总额为人民币 32,592,793.00 元（不含交易费用）。（同花顺，2026 年 11 月 2 日）

乖宝宠物：股份回购进展。截至 2026 年 10 月 31 日，公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价交易方式已累计回购公司股份 1,280,500 股，占公司总股本的 0.32%，最高成交价为 41.89 元/股，最低成交价为 33.77 元/股，成交总金额为 49,988,835.60 元（不含交易费用）。本次回购符合既定的回购方案和相关法律法规的要求。（同花顺，2026 年 11 月 2 日）

五粮液：股份增持进展及股份回购进展。自 2026 年 5 月 7 日至 2026 年 11 月 6 日收盘期间，五粮液集团公司通过深圳证券交易所集中竞价交易方式累计增持公司股份 40,967,501 股，占公司当前总股本 3,881,608,005 股的 1.06%，增持金额为人民币 301,397.89 万元。截至本公告披露之日，本次增持计划已实施完成。截至 2026 年 10 月 31 日，公司已累计回购股份 24,537,438 股，占公司目前总股本的 0.63%，最高成交价为 85.25 元/股，最低成交价为 70.19 元/股，已支付的总金额为人民币 1,800,737,009.41 元（不含交易费用）。本次回购符合相关法律法规的要求，符合公司既定的回购方案。（同花顺，2026 年 11 月 3 日）

中宠股份：股份回购进展。截至 2026 年 11 月 3 日，公司通过回购股份专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购公司股份 2,426,100 股，占公司现有总股本的 0.75%，最高成交价为 29.27 元/股，最低成交价为 24.70 元/股，支付的总金额为 63,373,736.00 元（不含交易费用）。（同花顺，2026 年 11 月 3 日）

天味食品：股份回购进展。截至 2026 年 10 月 31 日，公司已累计回购股份数量 1,328,100 股，占公司目前总股本比例为 0.1250%，成交最高价为 12.67 元/股、最低价为 11.81 元/股，已支付的总金额为 16,096,883 元（不含交易费用）。（同花顺，2026 年 11 月 3 日）

巴比食品：权益分派方案。本次利润分配以方案实施前的公司总股本 239,566,662 股为基数，每股派发现金红利 0.20 元（含税），共计派发现金红利 47,913,332.40 元。分红率为 35.2%，股息率为 0.93%。（同花顺，2026 年 11 月 4 日）

莲花控股：股份回购进展。2026 年 11 月 5 日，公司通过集中竞价交易方式首次回购公司股份 1,000,000 股，已回购股份占公司总股本的比例为 0.06%，购买的最高价为 9.15 元/股、最低价为 8.87 元/股，已支付的总金额为人民币 8,996,466.00 元（不含交易费用）。（同花顺，2026 年 11 月 5 日）

香飘飘：泰国生产基地建设进展。香飘飘食品股份有限公司全资子公司香飘飘四川食品有限公司以自有资金 3,800 万美元（折合人民币 26,736.04 万元），在新加坡设立全资孙公司、在泰国设立孙公司。公司通过上述主体的搭建最终投资建设泰国液体即饮饮料生产基地。（同花顺，2026 年 11 月 9 日）

百润股份：定向发行股票方案。本次向特定对象发行股票的对象为不超过 35 名符合中国证监会规定条件的特定对象，包括证券投资基金管理公司、证券公司、信托公司、财务公司、保险机构投资者、合格境外机构投资者、人民币合格境外机构投资者及符合中国证监会规定的其他法人、自然人或其他合法投资者。本次发行拟募集资金总额不超过 130,500 万元（含本数），扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于以下项目：麦芽威士忌桶陈扩能项目，拟使用募集资金金额 114,000.00 元；研发检测中心项目，拟使用募集资金金额 16,500.00 元。（同花顺，2026 年 11 月 10 日）

股东大会

图表 26. 股东大会信息

证券简称	股东大会类型	召开日期		召开地点
三只松鼠	2026 年第一次临时股东会	2026/11/19	星期四	安徽省芜湖市弋江区长江南路与峨山东路交汇口松鼠 Sunshine 阳光之城公司会议室
金达威	2026 年第三次临时股东会	2026/11/19	星期四	厦门市海沧新阳工业区阳光西路 299 号公司会议室
西部牧业	2026 年第四次临时股东会	2026/11/27	星期五	新疆石河子市开发区北一东路 28 号新疆西部牧业股份有限公司三楼会议室
金字火腿	2026 年第三次临时股东会	2026/12/02	星期三	浙江省金华市婺城区秋滨街道仙华南街 1377 号金字火腿股份有限公司会议室。

资料来源：公司公告，iFinD，中银证券

近期研究报告回顾

《食品饮料行业周报：板块防御属性凸显，关注三季报核心标的业绩兑现》（2026 年 11 月 4 日）

3 季度白酒板块营收及归母净利润的同比降幅环比均有所收窄，龙头业绩稳健，区域酒企今世缘、迎驾营收及归母净利润增速同比为正。3Q26 白酒板块营收及归母净利增速分别为-10.1%、-13.0%，降幅环比收窄（2Q26 白酒板块营收、归母净利增速分别为-17.1%、-21.4%）。上市酒企内部表现分化，（1）龙头茅台业绩稳健，3Q26 营收 402.7 亿元，同比+3.1%，归母净利 199.5 亿元，同比+3.8%，业绩环比 2 季度明显提速。从内部结构来看，茅台酒表现稳健，系列酒在厘清渠道价值链后重拾增长（营收同比+22.1%）。渠道端来看，直营渠道在 i 茅台放量及飞天提价共振下，延续高增（营收同比+40.3%）。传统渠道受高附加值产品调整影响，3 季度营收同比下降 21.6%。参考百荣酒价，当前飞天批价稳定在 1690-1700 元左右，终端需求稳定。茅台 3 季度业绩表现远超行业，基本走出底部，整体经营彰显韧性。（2）从供给周期来看，板块业绩于 3Q24 明显放缓，随后逐季降速并进入负值区间，至 4Q25 上市酒企业绩下滑幅度逐季扩大，且从二三线酒企传导至一线名酒，19 家上市酒企出清节奏不一，业绩分化较大。3Q26 仅茅台、今世缘、迎驾贡酒营收及利润均实现正增长。在行业规模萎缩的背景下，酒企之间替代效应明显，龙头马太效应明显，关注具备份额提升逻辑的酒企。此外，结合双节渠道调研及上市酒企报表出清幅度，品牌名酒从 2025 年的被动去库到今年主动去库且目前已基本实现清库存。因此建议关注在春节旺季提振下，报表端出清彻底，即将转正的品牌酒企。（3）短期来看，白酒龙头账面货币资金充裕，现金流支撑+分红承诺+业绩下探空间有限等因素共振，共同构成龙头白酒红利资产属性。

大众品受原材料价格上涨，利润端承压，不同子板块景气不一。关注业绩改善及高股息子行业龙头。大众品子行业较多，收入端来看，啤酒、软饮料、肉制品板块营收增速为负，利润端仅休闲食品利润增速为正，其他子板块利润增速均为负值区间。（1）啤酒：3Q26 啤酒板块营收、归母净利增速分别为-4.2%、-12.4%，上市啤酒企业中仅燕京啤酒营收、归母净利均实现正增长（+2.3%、+10.2%），惠泉啤酒作为福建区域型酒企，在产品结构升级推动下，利润增速为+14.0%。受多雨天气扰动，行业需求疲软，啤酒产量降幅环比 2 季度拉大，此外包材成本上涨及费用率抬升拖累整体利润表现，板块景气偏弱。（2）乳制品：3Q26 乳制品板块营收、归母净利增速分别为+0.2%、-7.5%。从上市公司业绩来看，新乳业营收、归母净利均实现正增长，三元股份仍处于改革调整期，利润端受外阜工厂关停影响较大，但液奶同比转正。伊利液奶企稳，高分红延续。乳制品板块竞争趋缓，需求端表现平稳，盈利能力有望持续改善。（3）餐供板块：3Q26 调味品板块营收、归母净利增速分别为+4.1%、-8.7%。在餐饮需求承压及大豆价格上涨背景下，海天味业利润下滑幅度较大。中炬高新受基数影响，营收及归母净利润同比均实现较快增长，但美味鲜营收增速仅为个位数。复调景气高于基础调味品，营收同比增速快于基础调味品。3Q26 速冻板块营收、归母净利增速分别为+6.4%、-4.7%，速冻内部分化较大，龙头安井收入及利润均为双位数增长，表现出一定的经营韧性。关注四季度终端提价传导。（4）休闲食品：3Q26 休闲食品板块营收、归母净利增速分别为+2.6%、+23.3%，其中受益成本红利延续及新型渠道持续放量的洽洽食品、西麦食品业绩弹性较高。其他品牌仍处于调整期，行业短期缺乏新品催化。

《今世缘：3 季度公司业绩优于行业，经营表现具有韧性》（2026 年 11 月 9 日）

3 季度业绩表现优于行业，彰显经营韧性。3Q26 公司营收 22.3 亿元，同比+15.5%，在去年同期低基数背景下，实现双位数增长，整体表现优于行业。（1）分产品来看，公司 300 元以上、100-300 元、100 元以内价格带产品，3Q26 营收同比增速分别为+11.3%、+24.3%、+16.7%，营收占比分别为 57.4%、36.5%、6.1%，同比-2.44pct、+2.41pct、+0.03pct，产品结构延续上半年趋势，向大众价格带集中，我们认为三季度禁酒令及外部消费环境变化影响持续，高端消费场景收缩下价格带较高的 V 系列等产品恢复节奏偏慢，百元价格带淡雅放量明显。（2）分不同区域来看，3Q26 省内营收 19.51 亿元，同比+14.7%；省外营收 2.28 亿元，同比+29.4%，营收占比 10.5%，同比+1.1pct。省内市场，整体保持平稳增长，基本盘南京、淮安大区表现稳健，苏中大区、盐城大区营收增速环比进一步扩大。随着今世缘的品牌力及产品力持续提升以及公司对于省外市场的持续培育，省外市场延续较快增长。（3）截至 3 季度末，公司经销商合计 1484 家，环比 2 季度末净增 19 家，其中省内、省外分别环比 2 季度末增加 1 家、18 家，整体招商节奏有所放缓，省外招商持续推进。

产品结构变动对毛利率拖累有限，毛利率上行叠加费用优化，盈利持续改善。（1）3Q26 公司毛利率为 76.9%，同比提升 1.8pct。尽管高价位产品营收占比有所下移，但对毛利率拖累有限；依托低价位产品更低的费销率以及精细化成本管控，对冲产品结构变动影响，整体盈利保持稳健。（2）费用率方面来看，3Q26 公司期间费用率同比降 2.7pct，其中销售费用率、管理费用率同比分别降 2.9pct、0.5pct。我们认为，三季度省内竞争仍延续理性化趋势，价格战减少与招商节奏放缓推动公司销售费用下降。3Q26 公司财务费用同比+0.5pct。（3）3Q26 公司销售收现 22.2 亿元，同比+8.8%，截至 3 季度末，合同负债 8.3 亿元，环比 2 季度末减少 0.1 亿元，去年同期减少 0.8 亿元。综上，3Q26 公司归母净利率同比提升 2.3pct 至 18.9%。

《安井食品：盈利能力稳健，核心品类保持较快增长》（2026 年 11 月 9 日）

3Q26 公司主业保持双位数增长，核心品类表现亮眼，米面制品受行业需求疲弱影响，同比小幅下滑。（1）1-3Q26 公司实现营收 134.6 亿元，同比+18.4%，其中 3Q26 营收 41.9 亿元，同比+11.4%。截至 3 季度末，公司合同负债 8.2 亿元，环比上半年增长 4.4 亿元，去年同期增长 2.6 亿元。合同负债同比涨幅较大主要与上游鱼糜价格上涨，公司 9 月发布调价通知，经销商提前囤货有关。在渠道备货提振下，3Q26 公司速冻调制品实现营收 22.7 亿元，同比增长 19.2%。3Q26 公司菜肴制品同比+1.0%，速冻米面制品在行业需求疲软背景下，同比小幅下滑（-0.4%）。综上，3Q26 公司主业实现营收 39.9 亿元，同比增速为 10.4%。（2）1-3Q26 公司烘焙板块实现营收 1.5 亿元，同比+355.3%，其中 3Q26 营收 0.7 亿元。我们认为主要与鼎味泰并表贡献，以及核心客户门店数量增长，采购占比提升有关。根据马上赢发布的 3 季度线下零售数据，3 季度速冻行业内部结构迁移延续，传统米面制品市场份额下滑，但烘焙类产品如速冻披萨领跑行业。根据公司公告，公司并购鼎味泰、同时与新加坡 IFC 公司签约，均显示了公司在烘焙业务领域的战略布局。

公司新型渠道延续高增速，贡献增量，传统渠道基本盘稳健。（1）从前三季度公司不同渠道表现来看，公司传统渠道自去年 4 季度开始企稳并连续几个季度实现增长。1-3Q26 公司传统经销渠道营收 104.5 亿元，同比+16.1%，营收占比 77.6%，整体基本盘稳健。（2）公司特通直营渠道、新零售及电商渠道合计营收占比 17.3%，前三季度营收增速分别为 23.7%、46.1%，2025 年以来持续呈现出较快增长态势。（3）商超渠道受调改影响，增速慢于其他渠道，但我们认为得益于山姆、大润发等渠道定制类产品的较好表现，贡献营收增量，前三季度商超渠道同比增速为 4.8%。（4）从单 3 季度不同渠道表现来看，虽有小幅波动，但基本延续了前三季度的增长态势。在整体餐饮渠道疲软的背景下，公司执行差异化运营策略，凭借总成本领先、产品力突出等综合优势，实现了渠道端的转型调整。

3Q26 公司归母净利率实现小幅增长，毛利率受原材料成本涨价影响小幅下降。3Q26 公司毛利率 18.9%，同比下降 1.1pct，我们判断主要与原材料价格上涨及销售旺季促销力度加大有关。费用率方面，3Q26 公司期间费用率为 8.8%，同比下降 1.0pct。拆分具体细项来看，3Q26 公司销售费用率、管理费用率同比分别-0.4pct、-0.4pct，财务费用率同比持平，公司费用管控效果持续显现。综上，3Q26 公司归母净利率 7.6%，同比+0.4pct。净利率提升一方面与规模效应下，费用摊薄，费用结构优化有关，另一方面，我们判断与新宏业、新柳伍盈利能力改善有关。

《3Q26 食品饮料基金持仓点评：3Q26 食饮基金全仓仓位略有回升，关注风格转换下的底部配置机遇》（2026 年 11 月 5 日）

3Q26 基金重仓白酒比例环比上升，从基金重仓标的看，贵州茅台再次进入基金重仓前十的位置，排名由上季度的第 18 位上升至第 8 位。（1）根据我们测算，3Q26 基金重仓食品饮料股票市值占基金投资股票总市值的 1.78%，环比-0.27pct，同比-1.51pct。其中基金重仓白酒股票市值占比 1.39%，环比+0.02pct，同比-1.39pct；基金重仓白酒以外其他板块股票市值占比 0.39%，环比-0.29pct，同比-0.13pct。（2）若以全部重仓股为分母，3Q26 食品饮料重仓股的市值占比为 3.70%，环比-0.37pct，同比-3.65pct。其中，白酒重仓股的市值占比为 2.89%，环比+0.17pct，同比-3.31pct；白酒以外其他板块市值占比为 0.81%，环比-0.53pct，同比-0.35pct。（3）从基金重仓标的来看，3 季度贵州茅台再次进入机构前十大重仓股，位列第 8 名。

从重仓家数来看，3Q26 板块整体重仓家数明显减少。（1）从基金重仓家数来看，3Q26 白酒品牌的持仓家数均环比减少，全行业合计减少 3579 家，高端一线白酒中，茅台、五粮液、汾酒、老窖、洋河、古井持仓家数环比分别减少 553、555、450、507、247、328 家。中小市值白酒持仓家数基本减少至个位数。非白酒板块方面，各公司持仓家数同样基本呈现环比减少态势，板块合计减少 11039 家。（2）从重仓市值排名来看，燕京啤酒 3Q26 进入重仓市值前十大股（14-10），安井食品 3Q26 退出重仓市值前十大股（6-13）。

从全仓持仓结构来看，3Q26 食品饮料板块在全部基金中的仓位较二季度略有回升。根据我们的测算，食品饮料板块的全仓仓位在 2026 年第二季度降至历史最低点，约为 2.1%；白酒板块的历史低点出现在 2015 年第一季度，当时其仓位约为 0.6%。2026 年第三季度，食品饮料板块全仓仓位约为 2.5%，其中白酒约为 1.8%，大众品约为 0.8%，均较二季度有所回升。从历史分位数来看，食品饮料全仓仓位在二季度触及近十年最低水平后小幅回升，当前历史分位数为 3.6%；白酒板块历史分位数为 11.2%。

风险提示

1）需求复苏不及预期

2）原材料价格波动

3）市场竞争加剧

4）食品安全事件

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371