下载日志已记录，仅供内部参考

关注板块超跌修复

食品饮料行业周报暨策略会反馈

Q2 食品饮料整体需求仍偏平淡，板块处于底部修复、结构分化阶段，市场预期已较悲观，企业持续出清历史包袱，经营质量边际改善，底部不应悲观。大众品板块整体韧性较强，乳制品下游需求平稳，上游牧场业绩有望逐步兑现，啤酒量价稳健、结构升级延续，零食及燕麦需求仍有支撑；量贩等新渠道占比提升带来利润率扰动，传统线下渠道仍有压力。白酒板块 Q2 仍有压力，商务需求偏弱、次高端承压，大众价格带和宴席场景相对更具韧性，当前行业仍处库存去化、价盘修复和渠道信心重建阶段，龙头公司通过产品结构调整、渠道下沉和区域深耕推动经营企稳，后续关注需求恢复节奏及价格体系稳定性。

- **核心公司跟踪：牧场业绩逐步兑现，白酒仍处调整阶段。**

新乳业：低温延续增长势头，全年增长目标不变。公司 4-5 月低温业务延续增长，常温相对承压，预计 Q2 收入高个位数增长；一次性补税影响有限，补税后利润仍有望快于收入增长。全年利润增长目标不变。下一阶段公司继续以提升利润率为导向，依靠结构优化、管理提效及潜在并购推动持续增长。

优然牧业：经营利润率持续改善，H1 有望扭亏为盈。公司预计 H1 收入微增，原料奶产量中个位数增长、反刍动物养殖微增；毛利率及经营利润率提升，财务费用下降、公允价值变动预计改善，业绩有望扭亏为盈。行业端上游存栏持续去化，深加工需求释放带动散奶价格上行，全年奶价改善趋势明确，公司减值预计明显收窄、释放利润空间。

餐饮专家：小微餐饮活力更强，行业格局趋于稳定。Q1 餐饮收入增速高于社零，在扩大内需中具有支撑作用，但限额以上餐饮收入增速低于整体，连锁增速略低于大盘，中小散店及小微餐饮修复更快。行业出清接近尾声，整体格局趋稳。分品类看，茶饮、烧烤、中式快餐等营收增长较好，高端餐饮有所下滑。展望全年，行业趋势向好但增长幅度或有限。

技源集团：战略升级期持续费用投入，HMB 及新品类空间广阔。公司正处于战略升级阶段，因此当前费用投入增加。HMB 当前全球产量约 1500-2000 吨，公司份额超 50%，中期空间看 3000-5000 吨，凭借原料性能优势保持差异化竞争，毛利率高于行业。新品方面，优化肌酸产品正在加速推向市场，全球维度空间比氨糖更大。公司跟第一大客户雅培合作价格相对稳定、占比下降主要系其他大品牌合作增加，与蒙牛合作的“悠瑞骨力中老年奶粉”有望持续放量。

华润啤酒：啤酒主业稳健增长，结构升级支撑利润释放。公司 26 年初至今量价均实现正增长，5-6 月平稳增长，次高端以上增速好于 25 年，喜力仍保持双位数增长。全年看，铝材、纸箱上涨与玻瓶、大麦下降形成对冲，近期铝价回落有利于缓解成本压力，毛利率有望持平；费用端持续推进人效优化，运营效率仍有提升空间。

迎驾贡酒：Q2 行业承压但公司保持正增长，洞藏势能延续支撑份额提升。端午行业销售好于 25 年、弱于 24 年，行业仍处调整期，但公司前期推进厂商一体化与渠道调整，库存压力相对较小，全年及单 Q2 正增长问题不大。分产品看，洞藏系列保持较好增长，洞 9 增速最快，洞 16/洞 6

推荐（维持）

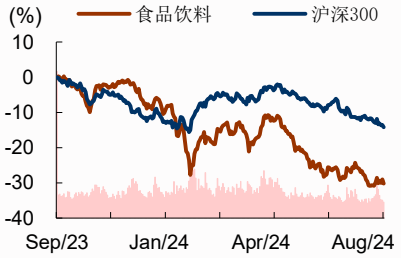
消费品/食品饮料

行业规模

		占比%
股票家数（只）	141	2.7
总市值（十亿元）	3765.3	3.2
流通市值（十亿	3586.4	3.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9.2	-17.4	-15.7
相对表现	-7.2	-22.0	-37.7



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《食品饮料 2026 年中期策略报告—白酒筑底完成，大众品渐次复苏》2026-07-02

2、《食品饮料行业周报（5.24）—龙头股东大会密集召开，旺季推荐饮料、啤酒龙头》2026-05-25

3、《白酒 25 年报及 26 年一季报总结—走出至暗时刻，布局渐次复苏》2026-05-05

陈书慧 S1090523010003
chenshuhui@cmschina.com.cn
刘成 S1090523070012
liucheng5@cmschina.com.cn
任龙 S1090522090003
renlong1@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

表现较好，洞 20 受政务消费影响略弱，新品贡 3/贡 5 推进效果较好。分区域看，皖西/皖中/皖北更为强势；省外止跌企稳，南京收入规模已过亿。渠道端持续推进双核工程，核心终端及核心消费者互动加强，渠道利润更有优势，当前阶段以份额优先。

舍得酒业：次高端承压延续，大众价格带支撑全年稳增长。26Q2 消费复苏不及预期，次高端价格带压力明显，商务场景占比由高点 80%降至不足 50%，宴席占比提升；公司全年规划暂未调整，后续通过庆典产品承接宴席需求、大众酒系列补充增量。渠道库存较高点明显下降，公司坚持品味价盘稳定，以全产品矩阵应对消费降级。

酒鬼酒：渠道库存持续去化，省内深耕推动恢复性增长。公司处于第三次创业阶段，管理层策略更务实，核心聚焦渠道下沉与湖南省内深耕，3-5 年目标收入回归 20-24 亿元。26Q2 收入基本持平，利润端同比改善，上半年整体个位数下滑，全年目标收入 12-13 亿元并实现扭亏。产品端酒鬼系列受胖东来合作款拉动，全年预计贡献 3-4 亿元；湘泉重新布局，目标收入 1 亿元以上，内参受高基数及需求偏弱影响仍承压。渠道端终端已无库存，经销商库存预计年底降至合理水平，库存压力有望明显缓解。

古越龙山：产品结构升级加速，渠道改革推动经营质量改善。公司黄酒龙头地位稳固。26 年计划砍掉低毛利 SKU，聚焦青花醉、国酿等中高端产品，其中青花醉实现两位数增长，国酿推进新老产品替换，预计 26 年底完成。渠道端上海市场已超越金枫成为黄酒份额第一，山姆青花醉十年 1L 装表现突出；京糖合作升级为集团全渠道合作，并开发定制化高端产品。销售团队实行费用承包制，主动淘汰违规经销商，预计下半年改革成效逐步显现。

劲仔食品：量贩渠道贡献主要增量，利润端短期仍有压力。Q2 公司收入端仍有增长，但除零食量贩外多数渠道承压。品类端小鱼仍为核心基本盘，预计两位数增长；豆干线上表现较好，Q3 产能释放后有望继续放量。利润端受量贩低毛利占比提升、小鱼原料上涨、费用投放增加及政府补助减少影响，全年利润率预计承压。

西麦食品：燕麦主业稳健增长，大健康新品有望贡献下半年增量。公司 Q2 经营整体正常，需求端仍较旺盛，4-6 月销售未见异常波动，燕麦主业保持稳健增长，4 月收入增速接近 Q1，5-6 月受淡季影响有所放缓。渠道端零食量贩增速最快，KA 商超调整后逐步恢复，流通渠道保持 10%+增长；线上因控费增速放缓，淘系、京东约 10%+，拼多多增速最高。新品方面，大健康为第二曲线主线，药食同源 7 月起逐步线上推广。费用端 H2 因新品推广预计高于 H1，但全年销售费用率同比仍有望下降。

- **投资建议：关注板块超跌修复。**当前板块估值回落较为充分，市场隐含了较为悲观的预期，龙头企业股息率与其他行业对比，具备一定的吸引力。同时，价格指数已企稳回升，各企业持续出清历史包袱，经营状态更为健康，底部不应悲观。展望 H2，建议关注三条主线：**1）主线一：**CPI 改善预期下的量价修复，推荐**优然牧业、海天味业(A+H)、颐海国际、中炬高新**；**2）主线二：**估值回到合理区间的成长品类，首推**农夫山泉**，推荐**百润股份、东鹏饮料、有友食品，关注燕京啤酒、西麦食品**；**3）主线三：**股息托底，左侧布局需求修复，白酒重点关注**贵州茅台、山西汾酒、迎驾贡酒**，港股推荐**华润啤酒**，**关注卫龙美味。**
- **风险提示：需求恢复不及预期、行业竞争加剧、成本上涨、产品创新、渠道拓展不及预期等。**

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 核心公司跟踪：牧场业绩逐步兑现，白酒仍处调整阶段 4
二、 投资建议：关注板块超跌修复 6
三、 风险提示 7

图 1：食品饮料行业历史 PEBand 7
图 2：食品饮料行业历史 PBBand 7

下载日志已记录，仅供内部参考

一、核心公司跟踪：牧场业绩逐步兑现，白酒仍处调整阶段

新乳业：低温延续增长势头，全年增长目标不变。公司 4-5 月低温业务延续增长，常温相对承压，预计 Q2 收入高个位数增长；一次性补税影响有限，补税后利润仍有望快于收入增长。全年看，毛利率改善、费用率预计平稳，可转债 12 月到期还债后财务费用降低，利润双位数以上增长目标不变。渠道端山姆、新鲜零食等新品表现较好，子公司夏进、华西收入利润均保持较好增长。下一阶段公司继续以提升利润率为导向，依靠结构优化、管理提效及潜在并购推动持续增长。

优然牧业：经营利润率持续改善，H1 有望扭亏为盈。公司 H1 收入微增，原料奶产量中个位数增长、反刍动物养殖微增；毛利率及经营利润率提升，财务费用下降、公允价值变动预计改善，业绩有望扭亏为盈。行业端上游存栏持续去化，深加工需求释放带动散奶价格上行，全年奶价改善趋势明确，公司减值预计明显收窄、释放利润空间。成本端 H1 整体下降，后续通过数字化、智能化目标让成本低于社会牧场 0.2-0.3 元；肉牛价格进入上行周期，公司肉牛养殖规模逐步扩大，有望持续增厚利润。

餐饮专家：小微餐饮活力更强，行业格局趋于稳定。Q1 餐饮收入增速高于社零，在扩大内需中具有支撑作用，但限额以上餐饮收入增速低于整体，连锁增速略低于大盘，中小散店及小微餐饮修复更快。行业出清接近尾声，整体格局趋稳，连锁转化率经历周期性下滑后于 2025 年开始恢复上升。分品类看，茶饮、烧烤、中式快餐等营收增长较好，高端餐饮有所下滑。展望全年，行业趋势向好但幅度有限，下沉市场竞争将更激烈，头部品牌积极寻找第二增长曲线，发展新品牌或第二品牌、全时段运营、产品创新、渠道托管及出海成为重要方向。

技源集团：收入延续双位数增长，战略投入期利润有望保持稳定。公司正处于战略升级阶段，因此当前费用投入增加。HMB 当前全球产量约 1500-2000 吨，公司份额超 50%，中期空间看 3000-5000 吨，凭借原料性能优势保持差异化竞争，毛利率高于行业。新品方面，优化肌酸产品正在加速推向市场，全球维度空间比氨糖更大。公司跟第一大客户雅培合作价格相对稳定、占比下降主要系其他大品牌合作增加，与蒙牛合作的“悠瑞骨力中老年奶粉”有望持续放量。

华润啤酒：啤酒主业稳健增长，结构升级支撑利润释放。公司 26 年初至今量价均实现正增长，5-6 月平稳增长，次高端以上增速好于 25 年，喜力仍保持双位数增长，核心贡献浙江、福建、广东，中期目标 120-150 万吨有望加快实现。全年看，铝材、纸箱上涨与玻瓶、大麦下降形成对冲，近期铝价回落有利于缓解成本压力，毛利率有望持平；费用端持续推进人效优化，运营效率仍有提升空间。

迎驾贡酒：Q2 行业承压但公司保持正增长，洞藏势能延续支撑份额提升。端午行业销售好于 25 年、弱于 24 年，行业仍处调整期，但公司前期推进厂商一体化与渠道调整，库存压力相对较小，全年及单 Q2 正增长问题不大。分产品看，洞藏系列保持较好增长，洞 9 增速最快，洞 16/洞 6 表现较好，洞 20 受政务消费影响略弱，新品贡 3/贡 5 推进效果较好。分区域看，皖西/皖中/皖北更为强势；省外止跌企稳，南京收入规模已过亿。渠道端持续推进双核工程，核心终端及核心消费者互动加强，渠道利润更有优势，当前阶段以份额优先。

舍得酒业：次高端承压延续，大众价格带支撑全年稳增长。26Q2 消费复苏不

下载日志已记录，仅供内部参考

及预期，次高端价格带压力明显，商务场景占比由高点 80%降至不足 50%，宴席占比提升；公司全年规划暂未调整，后续通过庆典产品承接宴席需求、大众酒系列补充增量。产品分化明显，品味舍得占比已不足 40%、承压明显，舍之道、T68 等大众价格带动能较好，其中 T68 占比约 7-8%。渠道库存较高点明显下降，周转约 3 个月，公司坚持品味价盘稳定，以全产品矩阵应对消费降级。

酒鬼酒：渠道库存持续去化，省内深耕推动恢复性增长。公司处于第三次创业阶段，管理层策略更务实，核心聚焦渠道下沉与湖南省内深耕，3-5 年目标收入回归 20-24 亿元。26Q2 收入基本持平，预计约 2 亿+，利润端同比改善，上半年整体个位数下滑，全年目标收入 12-13 亿元并实现扭亏。产品端酒鬼系列受胖东来合作款拉动，全年预计贡献 3-4 亿元；湘泉重新布局，目标收入 1 亿元以上，内参受高基数及需求偏弱影响仍承压。渠道端终端已无库存，经销商库存预计年底降至合理水平，库存压力有望明显缓解。

古越龙山：产品结构升级加速，渠道改革推动经营质量改善。公司黄酒龙头地位稳固，拥有 7 个基地、26 万吨原酒储备及行业领先手工酿造产能，为中高端年份酒发展奠定基础。26 年计划砍掉低毛利 SKU，聚焦青花醉、国酿等中高端产品，其中青花醉实现两位数增长，国酿推进新老产品替换，预计 26 年底完成。渠道端上海市场已超越金枫成为黄酒份额第一，山姆青花醉十年 1L 装表现突出；京糖合作升级为集团全渠道合作，并开发定制化高端产品。销售团队实行费用承包制，主动淘汰违规经销商，预计下半年改革成效逐步显现。

劲仔食品：量贩渠道贡献主要增量，利润端短期仍有压力。Q2 公司收入端仍有增长，但除零食量贩外多数渠道承压。品类端小鱼仍为核心基本盘，预计两位数增长；豆干线上表现较好，Q3 产能释放后有望继续放量。利润端受量贩低毛利占比提升、小鱼原料上涨、费用投放增加及政府补助减少影响，全年利润率预计承压。

西麦食品：燕麦主业稳健增长，大健康新品有望贡献下半年增量。公司 Q2 经营整体正常，需求端仍较旺盛，4-6 月销售未见异常波动，燕麦主业保持稳健增长。渠道端零食量贩增速最快，KA 商超调整后逐步恢复，流通渠道保持 10%+增长；线上因控费增速放缓，淘系、京东约 10%+，拼多多增速最高。新品方面，大健康为第二曲线主线，药食同源 7 月起逐步线上推广。费用端 H2 因新品推广预计高于 H1。

下载日志已记录，仅供内部参考

二、投资建议：关注板块超跌修复

当前板块估值回落较为充分，市场隐含了较为悲观的预期，龙头企业股息率与其他行业对比，具备一定的吸引力，同时，价格指数已企稳回升，各企业持续出清历史包袱，经营状态更为健康，底部不应悲观。成本端的上涨虽然对毛利产生侵蚀，但行业竞争有放缓趋势，格局更好的子行业有提价的可能。龙头企业也在积极求变，通过挖掘新品类，探索海外市场可能等方面创造增量。展望H2，建议关注三条主线：

主线一：CPI 改善预期下的量价修复。

优先关注牧场、调味品、啤酒等格局较优、价格弹性较强的品类。牧场板块经历原奶下行周期后，供给持续出清，若奶价企稳回升，龙头利润弹性有望释放，重点推荐**优然牧业**等牧场龙头。调味品受益餐饮链修复和渠道库存回落，推荐**海天味业**（A+H）、**颐海国际**、**中炬高新**，其中颐海第三方、海外及大 B 端增长较快，中炬收入高增延续、利润率有望修复。

主线二：估值回到合理区间的成长品类。

优选赛道仍扩容、公司份额提升、产品创新持续兑现的成长标的。首推**农夫山泉**，无糖茶维持高景气，东方树叶品牌、渠道和产品力优势突出，电解质水、中式养生饮品、低咖啡因咖啡等新品矩阵持续完善，H1 有望超预期。推荐**百润股份**主业有望重回增长，威士忌业务加速铺市，提供第二增长曲线，业绩有望持续兑现。**东鹏饮料**受益能量饮料场景扩张和渠道下沉，估值性价比逐步显现。关注**燕京啤酒**具备较好格局和提价/结构升级能力。零食板块建议关注渠道效率高、供应链能力强、产品迭代快的龙头公司。**推荐有友食品，关注西麦食品。**

主线三：股息托底，左侧布局需求修复。

行业经历 5 年调整，龙头不断提升股东回报。商业模式保障下，现金流稳健、分红确定性强的龙头左侧具备配置价值。白酒重点关注**贵州茅台（4%+）**、**山西汾酒**、**迎驾贡酒（5%+）**。茅台具备品牌壁垒、i 茅台市场化改革和高股东回报优势，是板块底仓品种；汾酒清香全国化成长，同时具备分红支撑；迎驾已率先走出调整，经营势头延续。港股推荐**华润啤酒**，当前对应啤酒利润估值仅10X，高端化和喜力大单品仍贡献结构性增长。关注**卫龙美味**（10xPE），双位数以上增长中枢，分红有望提升。



下载日志已记录，仅供内部参考

三、风险提示

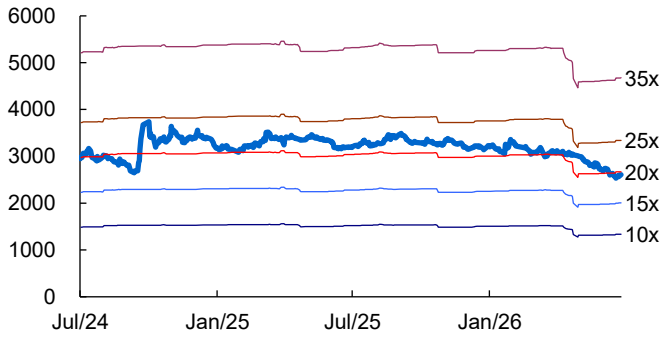
需求恢复不及预期：如需求恢复不及预期，消费升级放缓，动销或受到影响。

行业竞争加剧：低增速时代企业间竞争可能加剧，费用投放加大影响企业利润和现金流表现。

成本上涨：大众品企业原材料成本占营业成本比例较高，若原材料价格上涨，导致企业盈利受损。

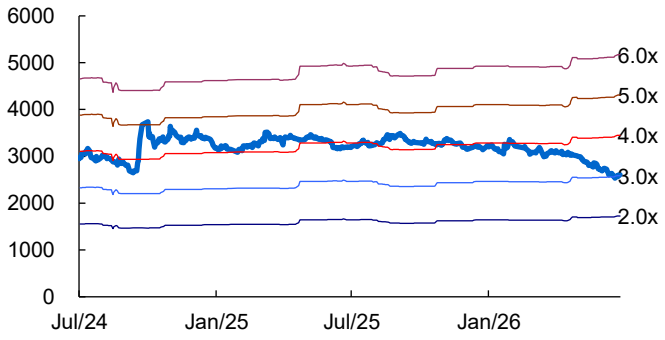
产品创新、渠道拓展不及预期：企业产品创新、渠道拓展进度不及预期将对于产品销售、周转与收入增长等产生不利影响。

图 1：食品饮料行业历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：食品饮料行业历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。