

奶价增速转正，后市如何演绎？

—— 月度专题报告（系列 10）

2026 年 07 月 28 日

核心观点

- **本月专题：奶价增速转正，后市如何演绎？** 7 月国内生鲜乳价格同比+0.3%，时隔近 5 年首次实现转正，反映行业供需格局逐渐趋于平衡，此外散奶价格已于 3 月开始率先实现上涨，强化奶价周期底部回升信号。复盘此前 2 次奶价增速转正，后续价格走势各有差异：1) 2010 年 1 月，奶价增速转正后 1 年内价格快速上涨 20%，4 年间最高涨幅 60%，主要系这一阶段乳制品下游需求仍保持较快增长，叠加饲料成本压力持续凸显，以及下游乳企议价权尚不明显。2) 2016 年 1 月，奶价增速转正后 2 年内基本保持平稳，直至 2018 年末才实现快速上涨，主要原因在于当时乳制品终端需求增速放缓，同时伊利蒙牛二大龙头市占率明显提升、产业链议价权增强，以及投资自建牧场可平滑奶价上涨幅度。展望后市，考虑到当前奶源结构与下游需求复苏态势，我们判断此次奶价增速转正后的走势或与 2016 年较为相似，即呈现小幅温和上涨趋势，将推动下游竞争趋缓与减值损失减少，进而带动相关上市公司盈利能力修复。
- **批价跟踪：茅台年内再次提价，下游批价亦小幅上涨。** 贵州茅台：7 月 28 日，飞天整箱、散瓶批价为 1705/1685 元，较 6 月末+55 元/+55 元，较去年同期-205/-185 元。五粮液：八代普五批价为 830 元，较 6 月末-10 元，较去年同期-70 元。泸州老窖：国窖 1573 批价为 825 元，较 6 月末-15 元，较去年同期-10 元。山西汾酒：青花 20 批价为 348 元，较 6 月末-2 元，较去年同期-12 元。洋河股份：M6+批价为 565 元，较 6 月末持平，较去年同期+25 元。
- **成本跟踪：多数包材价格上涨，但农产品价格分化。** 1) **包装材料**，截至 2026 年 7 月，PET 瓶片/纸箱/玻璃/包膜/铝材价格分别同比+21.5%/+23.2%/-26.4%/+26.7%/+12.2%。2) **原材料**，白糖/面粉/猪肉价格同比-13.7%/-2.6%/-22.0%；棕榈油/鸡蛋/大豆/葵花籽价格同比+4.9%/+14.0%/+2.2%/+1.7%；2026 年 6 月大麦进口价格同比+5.3%。乳制品，7 月 16 日，国内生鲜乳价格 3.05 元/公斤，同比+0.3%。7 月 21 日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3486 美元/吨，同比-11.3%，环比+1.8%。
- **行情回顾：7 月食品饮料行业指数超额收益明显。** 截至 2026 年 7 月 27 日，食品饮料行业 7 月份涨幅 5.4%，相对于 Wind 全 A 指数的超额收益为 +16.7%，在 31 个子行业中排名第 5，相较于上月 25 名显著提升。7 个子板块录得正收益，其中**乳品、啤酒、白酒**涨幅居前，分别为+8.3%、+8.2%、+7.0%。
- **投资建议：** 展望下半年，我们预计内需复苏节奏仍然偏温和，部分行业去库存动作持续但接近尾声，同时成本端压力逐渐显现，因此判断下半年仍然呈现结构性行情，建议关注四条主线：1) 成本压力不明显且有较多 α 逻辑的板块，关注西麦食品、五谷磨房、安井食品、天味食品、万辰集团、鸣鸣很忙、百果园、卫龙美味、盐津铺子、劲仔食品。2) 成本上涨背景下有较好顺价逻辑的板块，关注蒙牛乳业、伊利股份、新乳业、海天味业、青岛啤酒、惠泉啤酒。3) 成本压力已在股价体现，关注修复节奏，关注东鹏饮料、农夫山泉与统一。4) 白酒板块重点关注动销与去库节奏，关注贵州茅台、山西汾酒。
- **风险提示：** 需求恢复不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，下游渠道变革效果不及预期的风险，食品安全风险。

食品饮料行业

推荐 维持评级

分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

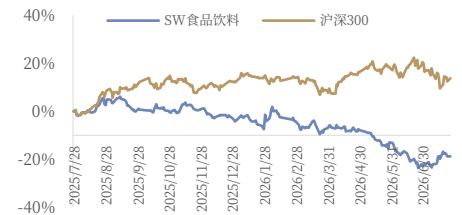
分析师登记编码：S0130522070002

彭潇颖

✉：pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130526040001

相对沪深 300 表现图 2026 年 07 月 27 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 1.【银河食饮】动态报告_原油价格高位回落，关注中报业绩披露
- 2.【银河食饮】东南亚前沿观察（1）：印尼针对饮料行业发布营养等级标签制度
- 3.【银河食饮】2026 年中期投资策略：复苏与通胀共振，把握四条投资主线

目录

Catalog

一、 月度专题：奶价增速转正，后市如何演绎？	3
（一） 奶价时隔近 5 年首次实现增速转正	3
（二） 复盘：历史上两次原奶价格增速转正后的走势	3
（三） 展望：预计 26H2 奶价温和上涨，看好产业链上下游盈利改善	7
二、 数据跟踪：飞天年内再次提价，奶价同比增速转正	10
（一） 白酒重点单品批价跟踪	10
（二） 大众品核心原料价格变动总览	11
（三） 包材成本：7 月大部分包材价格上涨	11
（四） 原料成本：7 月农产品价格延续分化	12
三、 行情回顾：7 月食品饮料指数超额收益明显	14
（一） 行业收益率表现	14
四、 投资建议	16
五、 风险提示	17

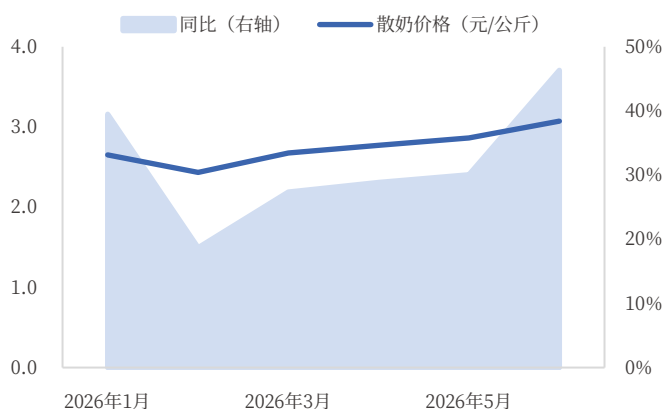
一、月度专题：奶价增速转正，后市如何演绎？

（一）奶价时隔近 5 年首次实现增速转正

散奶：供给出清叠加疫情扰动，散奶价格春节后率先实现上涨。2026 年 3 月南非 1 型口蹄疫爆发，相关地区牧场封控叠加疫苗注射导致减产，行业供给阶段性偏紧，直接催化散奶价格上涨。5 月疫情得到控制后散奶价格上涨趋势延续，据荷斯坦，2026 年 6 月第一周全国社会流动奶源交易价延续整体普涨格局，呈现产区领涨、销区稳步抬升的特征；部分区域已超过合同奶价。由于合同奶价相对实际供需存在一定时滞，散奶价格更具有前瞻性；散奶价格持续先行回升释放边际改善信号。

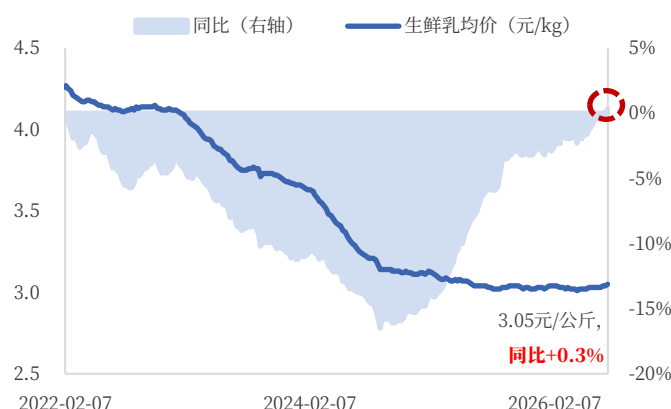
主产区生鲜乳：7 月价格同比+0.3%，时隔近 5 年首次转正。农业农村部口径，主产区生鲜乳均价：1) 2021-2025 年跌幅较大：2021 年 8 月见顶，2022 年 2 月同比转负，至今最大跌幅超 30%。2) 26H1 筑底企稳：26H1 生鲜乳价格在 3 元/公斤附近窄幅震荡，同比跌幅持续收窄，且环比呈现边际改善趋势。3) 2026 年 7 月增速转正：2026 年 7 月 16 日，主产区生鲜乳均价 3.05 元/公斤，同比上涨 0.3%，为时隔近 5 年同比增速首次转正；原奶供给改善已从散奶端传递至合同奶，验证底部向上趋势。

图1：2026 年散奶价格同比上涨



资料来源：荷斯坦，中国银河证券研究院

图2：7 月主产区生鲜乳均价同比+0.3%，为时隔近 5 年首次转正



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

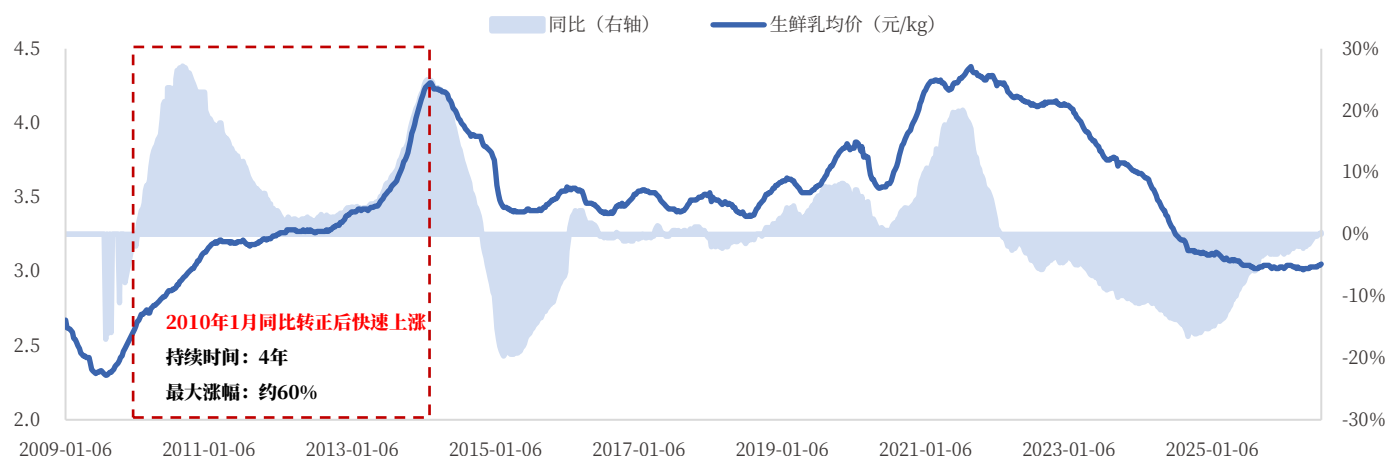
（二）复盘：历史上两次原奶价格增速转正后的走势

1. 2010 年 1 月

走势复盘：转正后 2010-2013 年奶价呈现快速上涨趋势

2010 年 1 月 13 日生鲜乳均价同比转正（+1.9%），同步实现周期反转，此后原奶价格快速上行，叠加 2013 年新西兰干旱与国内口蹄疫疫情引发奶荒，此轮上涨持续 4 年至 2014 年 2 月，最大涨幅约 60%。

图3：2010年1月奶价同比转正后连续4年上涨

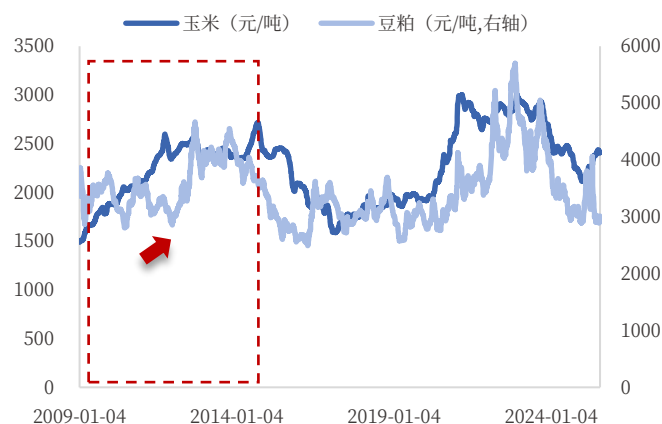


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

原因分析：成本、需求与产业链三重因素共振

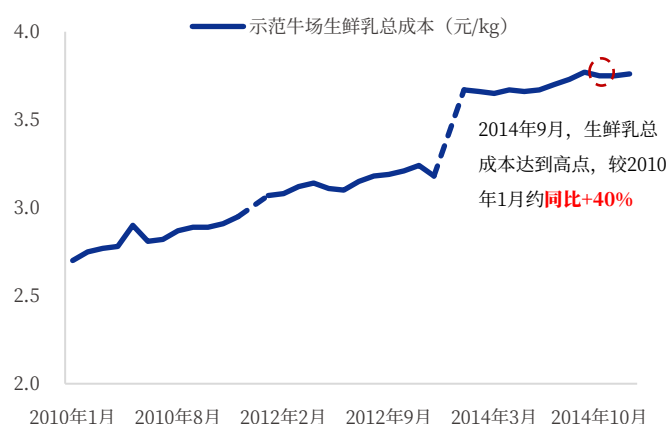
成本端：饲料成本上涨支撑奶价中枢上移。1) 原料成本：玉米，2010-2012年价格由约1880元/吨上涨至约2400元/吨，涨幅近30%；豆粕，2012-2013年价格由2990元/吨上涨至4091元/吨，涨幅约37%。2) 总成本：饲料价格上涨导致牧场成本提升，据中国奶牛产业技术体系，2010-2014年1月生鲜乳总成本持续走高；成本上行对原奶价格提供支撑。

图4：2010-2014年初核心饲料成本上行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

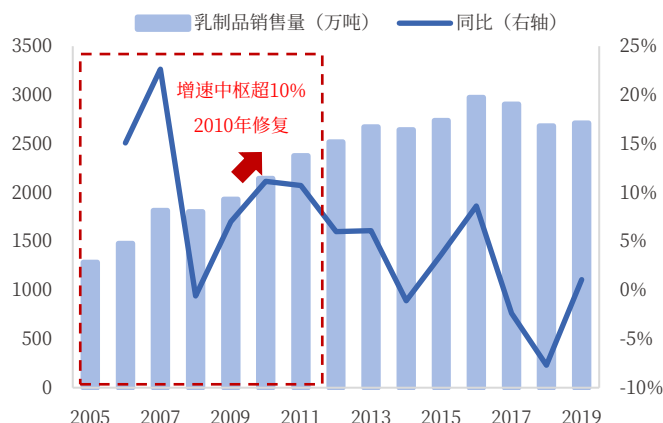
图5：2010-2014年生乳总成本上涨



资料来源：中国奶牛产业技术体系，中国银河证券研究院

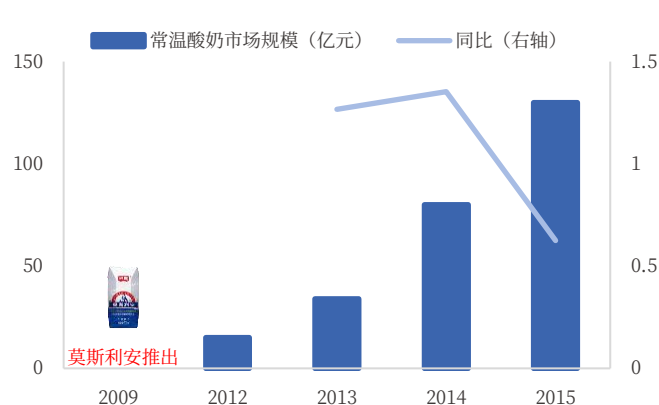
需求端：信心修复叠加创新驱动景气回升。1) 消费需求修复：2008年金融危机抑制整体消费、三聚氰胺事件冲击乳品行业需求；伴随行业监管完善、支持政策落地，消费信心逐渐恢复，2010年起行业需求回暖，乳制品销量同比+11%，回到双位数增长的中枢水平。2) 产品创新与结构升级：光明2009年推出莫斯利安，伊利、蒙牛2013年跟进，打开常温酸奶赛道并推动品类快速扩容。

图6：2010-2011 年乳制品销量增速回到 11% 水平



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

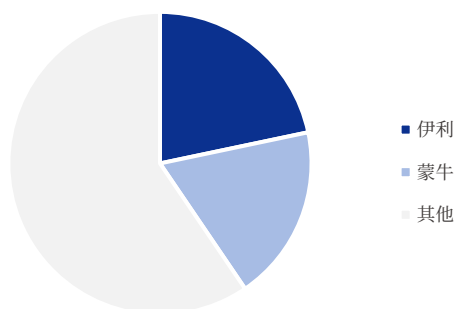
图7：2010 年后常温酸奶品类快速扩容



资料来源：FBIF，光明乳业官网，中国银河证券研究院

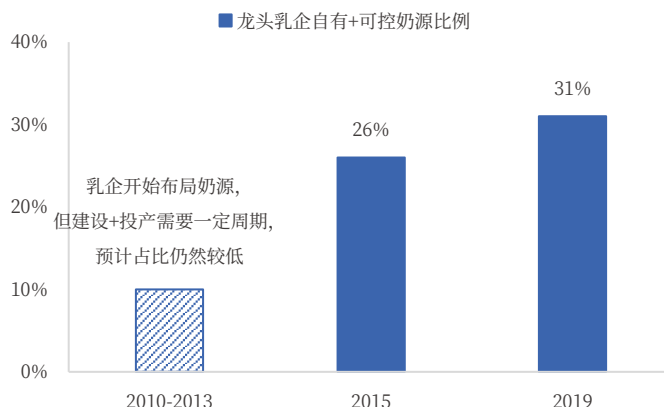
产业链：奶源为王时代下游乳企议价权较弱。 1) 乳企自有奶源较少：2010 年以前乳企多采用第三方奶源，尽管三聚氰胺事件后启动自有奶源布局，但规模化牧场建设需要周期，2013 年奶荒时乳企自有奶源占比仍然不高，2015 年可控奶源占比仅提升至 26%。2) 伊利蒙牛此时议价权尚不明显：伊利、蒙牛 CR2 约 40%，双寡头格局并未完全成型、市场仍有空间。

图8：2013 年伊利、蒙牛乳制品市场份额仅为 40%



资料来源：Foodaily，欧睿，中国银河证券研究院

图9：2015 年乳企可控奶源占比仅 26%



资料来源：国家奶业产业技术体系调研，中国银河证券研究院

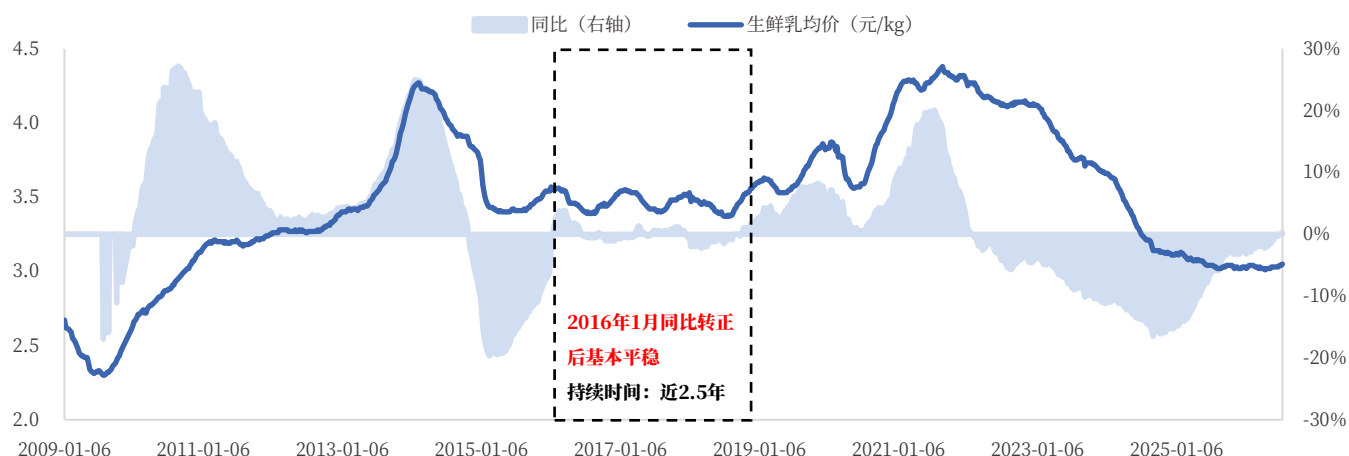
2. 2016 年 1 月

走势复盘：转正后 2016-2018 年奶价走势平缓

2016 年 1 月 20 日生鲜乳均价同比转正（+1.1%），此后基本稳定在 3.37~3.56 元/kg 区间，底部震荡持续近 2.5 年至 2018 年 9 月；2018 年末实现周期反转。



图10：2016年1月奶价同比转正后在两年内相对平稳

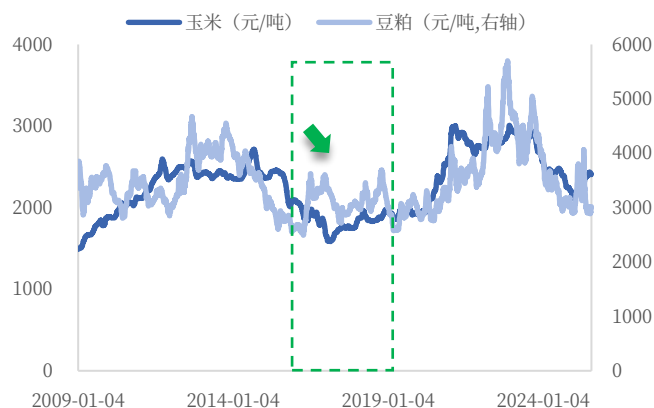


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

原因分析：成本、需求与产业链三重因素使得反转延后

成本端：成本压力缓解减慢供给出清速度。1) 原料成本：玉米，2016年初收储制度调整为市场化收购加补贴新机制，2016-2017年价格同比连续两年下行，期间最大跌幅超30%；豆粕价格相对平稳。2) 技术水平提升：牧场管理与技术水平提升，叠加饲料成本下降，导致总成本同步降低，据中国奶牛产业技术体系，2018年12月规模牧场平均成本较2014年9月的高点低11.9%。

图11：2016年收储制度改革后玉米价格快速下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

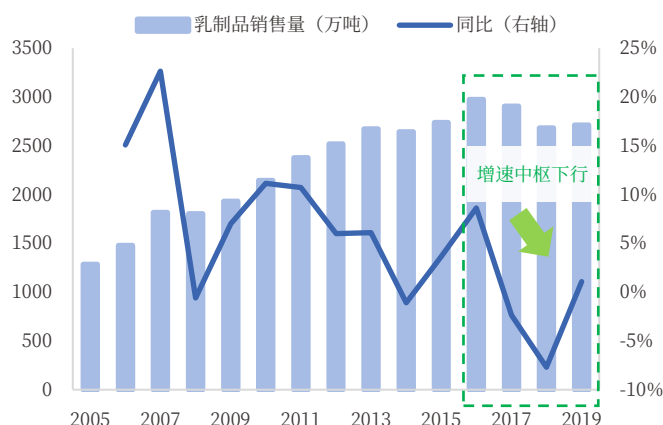
图12：2016-2018年生鲜乳总成本下降



资料来源：中国奶牛产业技术体系，中国银河证券研究院

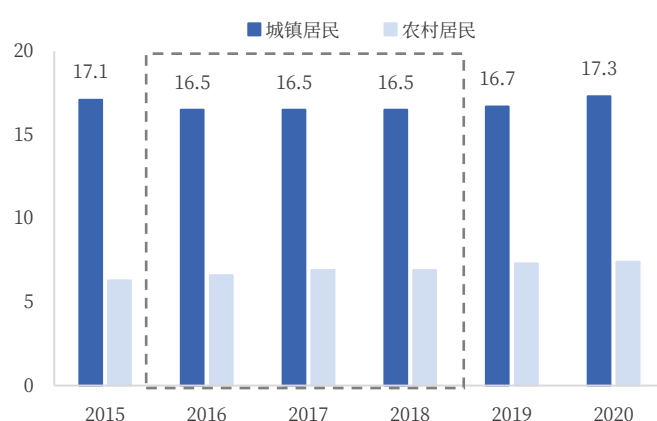
需求端：行业终端需求增速明显放缓。伴随我国经济从高速增长阶段转向高质量发展阶段，叠加城镇居民乳品消费阶段性达到一定水平，乳品销量增速中枢较原先10%以上显著放缓，2016年乳制品销售量同比+9%，2017-2018年分别同比下滑2%、8%。

图13: 2016-2018 年乳制品销量增速显著放缓



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

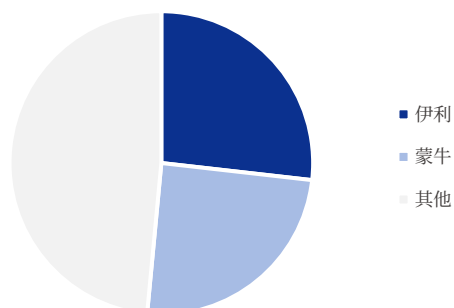
图14: 2016-2018 年城镇居民人均乳品消费持平 (kg/人)



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

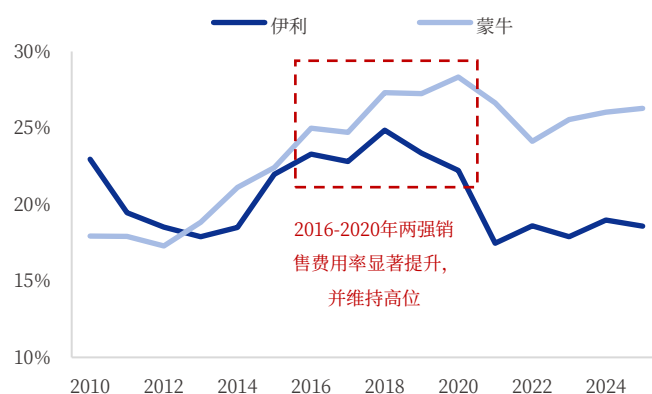
产业链：下游龙头对上游奶源的议价权明显加强。1) 乳企已布局一定的自有+可控奶源，据中国奶业协会，2016 年奶业 20 强自建牧场荷斯坦奶牛存栏 168 万头，占全国荷斯坦奶牛存栏总量 24%，乳企对上游的依赖度降低。2) 下游龙头市占率持续提升，2018 年伊利、蒙牛再乳制品市场份额提升至 52%，越发成为上游牧场的重要客户。此外，两强在千亿导向下竞争激烈，伊利、蒙牛在 2014、2017 年分别提出 2020 年千亿收入的目标，2015-2020 年销售费用率均保持较高水平，但为保证自身净利率水平，需要对上游原奶价格水平进行一定控制。

图15: 2018 年伊利、蒙牛市场份额提升至 52%



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图16: 伊利、蒙牛 2016-2020 年销售费用率维持高位



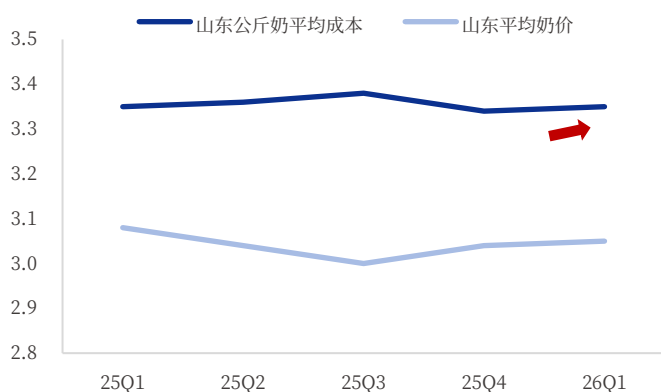
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(三) 展望：预计 26H2 奶价温和上涨，看好产业链上下游盈利改善

部分饲料价格上升：2026 年 2 月以来，原油价格上行直接推高饲料成本，且间接通过能源、化肥、物流等传导至养殖成本；当前玉米价格同比-1%，豆粕价格同比+6%。

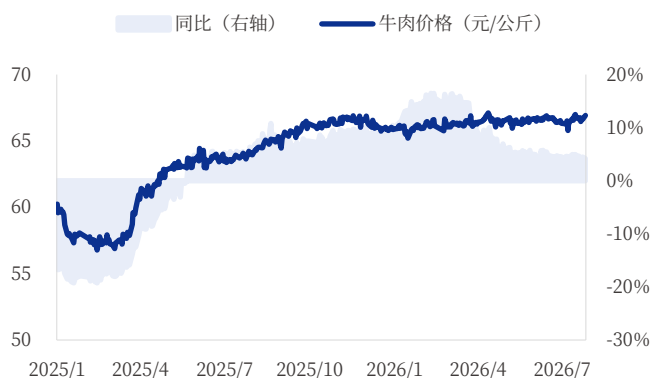
肉牛价格持续上涨：受国内牛源供给偏紧、进口配额约束、下游旺季需求等因素支撑，预计 26H2 牛肉价格将延续上涨趋势，淘牛收益增加有望提升淘牛积极性。

图17: 26Q1 奶牛饲养成本环比上升



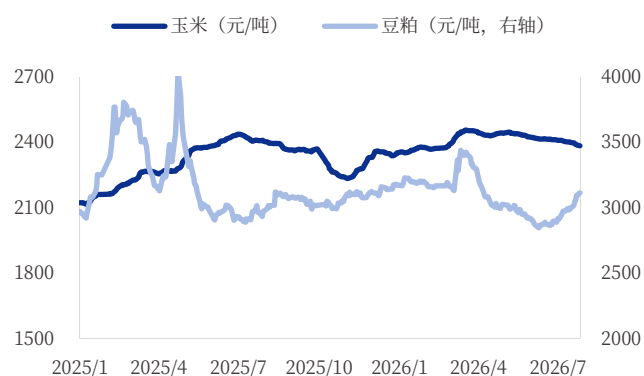
资料来源: 山东畜牧, 奶牛微看, 中国银河证券研究院

图19: 牛肉价格持续上涨



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 部分饲料成本上涨



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

参考上一轮原奶周期：奶价回升初期竞争趋缓，乳企毛销差与净利率改善。复盘上一轮周期节奏，2015年上半年原奶价格触底，下半年环比开始回升、同比降幅收窄，2016-2018年同比基本平稳，2019年后快速上行。在奶价环比修复的初期（2015-2016年），多数乳企受益行业竞争趋缓、促销力度减弱，毛销差改善&净利率实现提升。

图20: 奶价上行初期多数乳企毛销差同比改善

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
伊利股份	-0.1%	0.7%	-0.2%	-1.5%	1.0%	-0.3%	-0.6%
蒙牛乳业	-0.8%	-1.0%	2.6%	-0.4%	0.2%	-1.0%	0.8%
新乳业	1.3%	-0.9%	2.1%	-1.1%	-1.3%	-0.2%	-0.2%
光明乳业	0.5%	2.6%	-1.4%	0.0%	0.2%	-1.0%	-2.9%
三元股份	2.3%	-0.5%	-1.7%	4.6%	-2.2%	2.0%	2.1%
天润乳业	6.7%	-2.1%	-1.4%	-0.1%	0.1%	-0.1%	-3.6%
燕塘乳业	0.7%	0.9%	-1.0%	-4.1%	4.3%	-2.0%	0.5%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 奶价上行初期多数乳企扣非净利率提升

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
伊利股份	-0.3%	0.8%	0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.1%	0.3%
蒙牛乳业	-0.2%	-1.6%	1.1%	0.4%	-0.3%	2.3%	0.7%
新乳业	0.6%	1.9%	1.8%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.3%
光明乳业	-1.0%	0.5%	0.4%	-1.1%	0.5%	-0.2%	-0.4%
三元股份	5.7%	-1.2%	1.1%	1.9%	-1.1%	-0.9%	3.1%
天润乳业	4.9%	0.2%	0.5%	-0.1%	0.3%	-0.5%	-1.9%
燕塘乳业	0.5%	0.3%	-0.2%	-5.0%	4.4%	-1.8%	0.7%

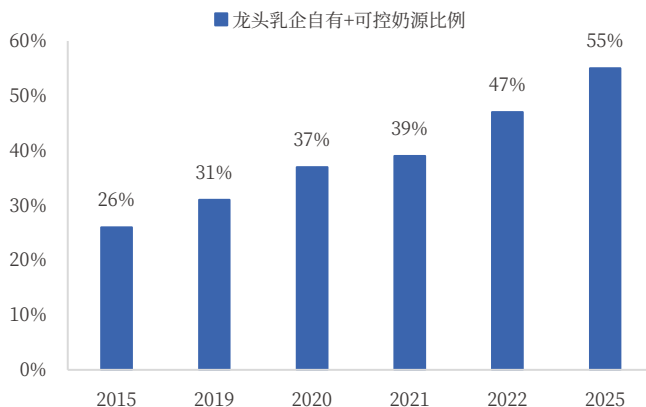
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

但不同于上轮周期：当前乳企自有奶源占比提升，预计盈利修复弹性更大。龙头乳企自有奶源占比逐年提高（自有牧场+可控奶源），已由 2015 年约 26% 提至 2025 年约 55%，我们预计在原奶价格上涨背景下将从二方面对净利率产生正面影响：

投资与减值：乳企通过控股方式布局上游牧场，前期牧业经营承压、计提的减值损失和投资损失扰动乳企报表端；伴随原奶价格企稳、牧业经营修复，相关的资产减值与投资损失的压力收窄，乳企盈利有望在低基数下实现显著改善。

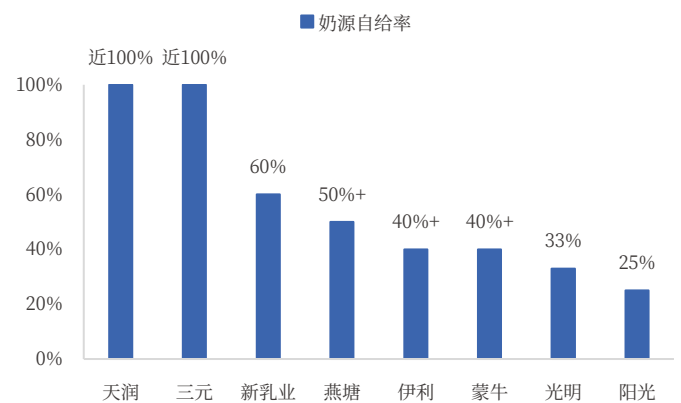
毛利率：乳企自有牧场供应的原奶属于分部间交易，在合并报表层面抵消，用奶成本反映牧场实际经营成本，不直接受外部奶价影响；因此在原奶价格上行阶段，乳企成本端压力相对可控，毛利率表现更优。

图22：2025 年乳企可控奶源占比较 2015 年已有显著提升



资料来源：国家奶牛产业技术体系调研，中国银河证券研究院

图23：乳企奶源布局梳理



资料来源：新乳业、天润乳业、三元股份公司公告，华夏时报，奶牛微看，《中国奶业统计资料 2021》，虎嗅 APP，中国银河证券研究院

注：三元主要依靠大股东首农食品集团，新乳业统计口径包括自有牧场+参股牧场；光明为 2021 年数据，阳光为 2023 年数据

二、数据跟踪：飞天年内再次提价，奶价同比增速转正

（一）白酒重点单品批价跟踪

贵州茅台：7月28日，飞天整箱、散瓶批价为1705/1685元，较6月末+55元/+55元，较去年同期-205/-185元。

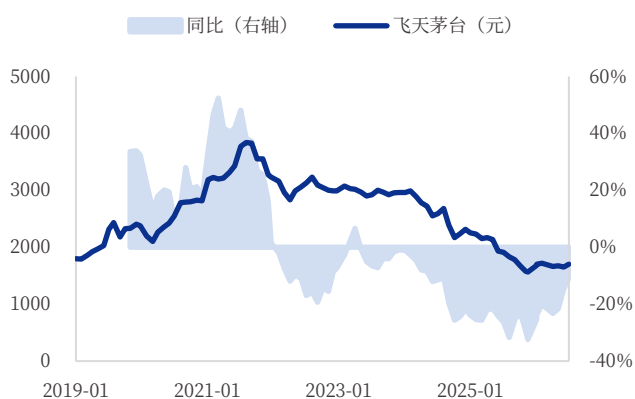
五粮液：7月28日，八代普五批价为830元，较6月末-10元，较去年同期-70元。

泸州老窖：7月28日，国窖1573批价为825元，较6月末-15元，较去年同期-10元。

山西汾酒：7月28日，青花20批价为348元，较6月末-2元，较去年同期-12元。

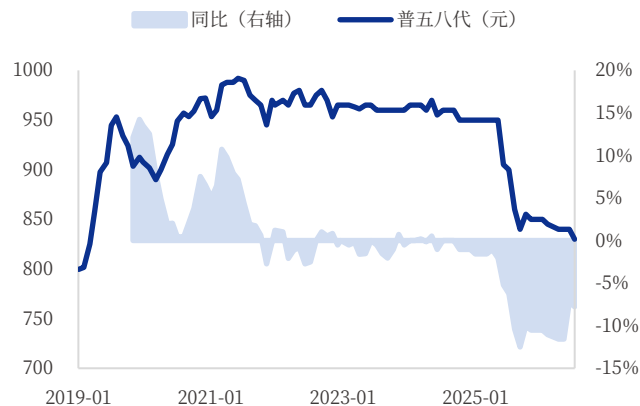
洋河股份：7月28日，M6+批价为565元，较6月末持平，较去年同期+25元。

图24：飞天茅台一批价



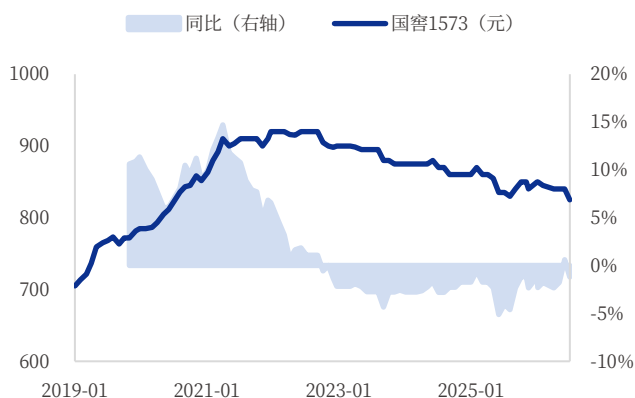
资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图25：五粮液普五一批价



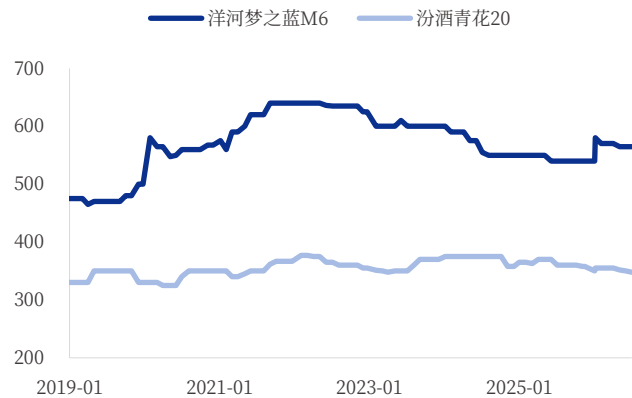
资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图26：国窖1573一批价



资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图27：其他白酒批价（洋河梦之蓝、青花20，单位：元）



资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

(二) 大众品核心原料价格变动总览

截至 2026 年 7 月 28 日，包材与原料价格涨跌互现。

表1: 2026 年 7 月行业核心原材料价格变动

子行业	原料一	原料二	原料三	原料四
软饮料	PET (+21.5%)	纸箱 (+23.2%)	白糖 (-13.7%)	包膜 (+26.7%)
零食	棕榈油 (+4.9%)	面粉 (-2.6%)	鹌鹑蛋 (+14.0%)	葵花籽 (+1.7%)
调味品	大豆 (+2.2%)	白糖 (-13.7%)	PET (+21.5%)	玻璃 (-26.4%)
啤酒	铝材 (+12.2%)	大麦 (+5.3%, 6 月)	玻璃 (-26.4%)	
乳制品	原奶 (+0.3%)			

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 包材成本: 7 月大部分包材价格上涨

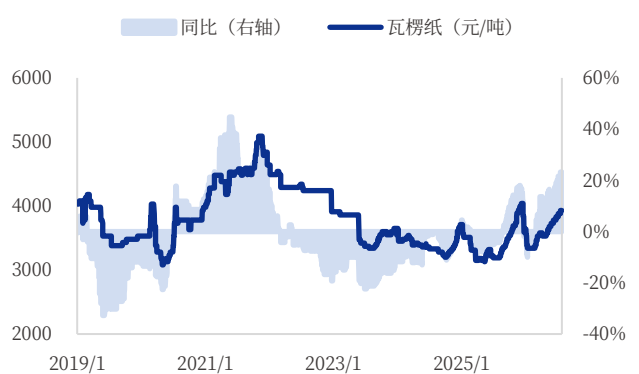
截至 7 月，PET 价格同比+21.5%，纸箱价格同比+23.2%，包膜价格同比+26.7%，铝材价格同比+12.2%，玻璃价格同比-26.4%。

图28: 2026 年 7 月 PET 瓶片价格同比上行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图29: 2026 年 7 月瓦楞纸价格同比上行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图30: 2026 年 7 月玻璃价格同比下行



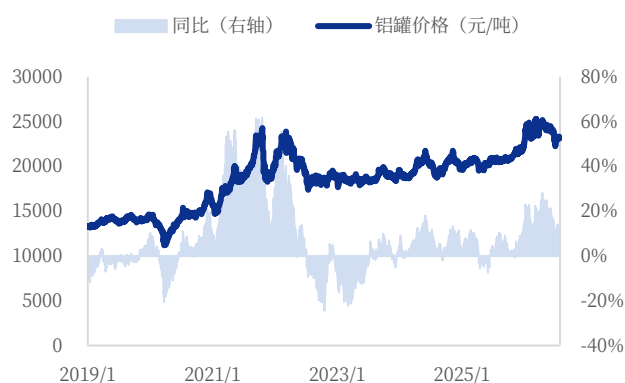
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图31: 2026 年 7 月包膜价格同比上行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图32：2026 年 7 月铝材价格同比上行

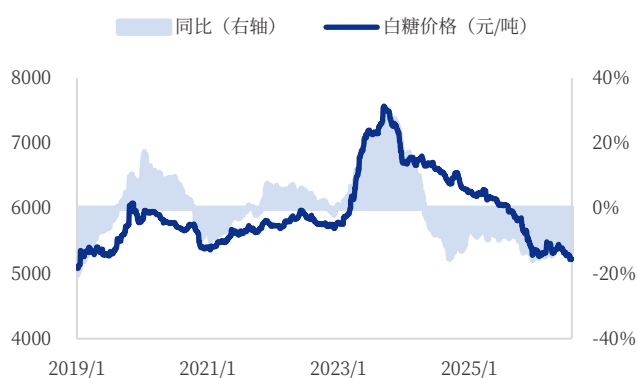


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（四）原料成本：7 月农产品价格延续分化

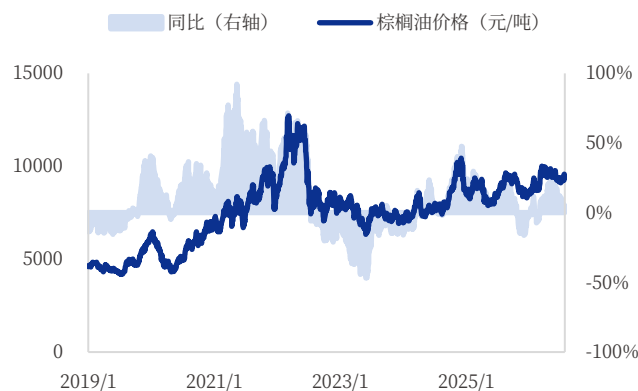
截至 7 月，白糖价格同比-13.7%，面粉价格同比-2.6%，猪肉价格同比-22.0%。部分原材料价格同比上涨，棕榈油价格同比+4.9%，鹌鹑蛋价格同比+14.0%，大豆价格同比+2.2%，葵花籽价格同比+1.7%，2026 年 6 月大麦进口价格同比+5.3%。

图33：2026 年 7 月白糖价格同比下行



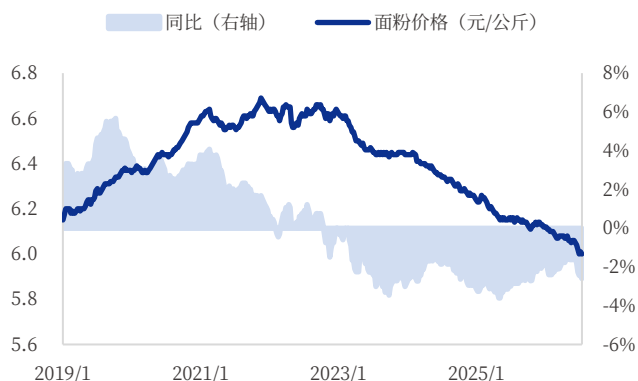
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图34：2026 年 7 月棕榈油价格同比上行



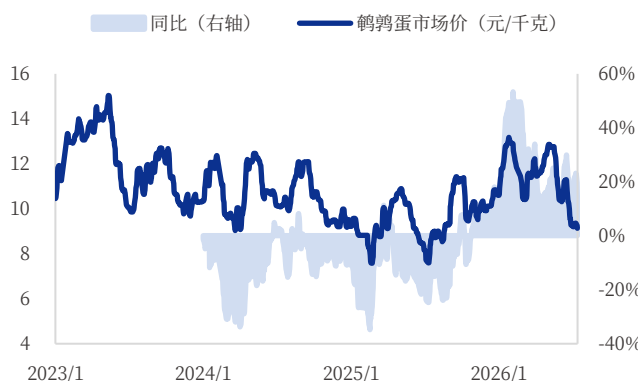
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图35：2026 年 7 月面粉价格同比下行



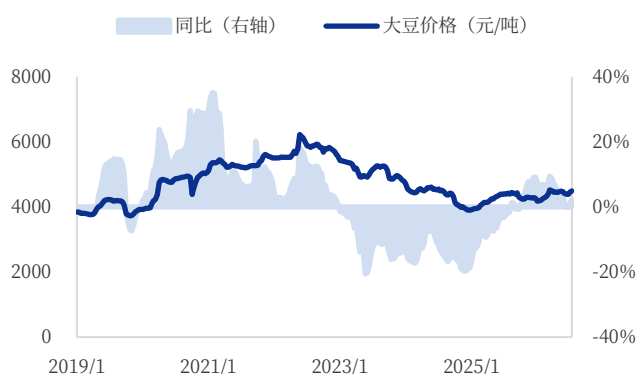
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图36：2026 年 7 月鹌鹑蛋价格同比上行



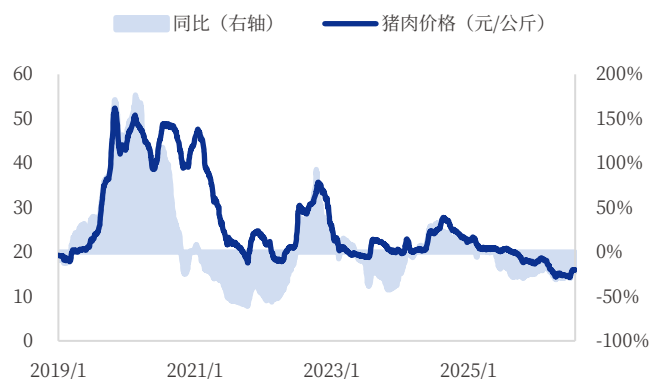
资料来源：中国鹌鹑网，中国银河证券研究院

图37：2026 年 7 月大豆价格同比上涨



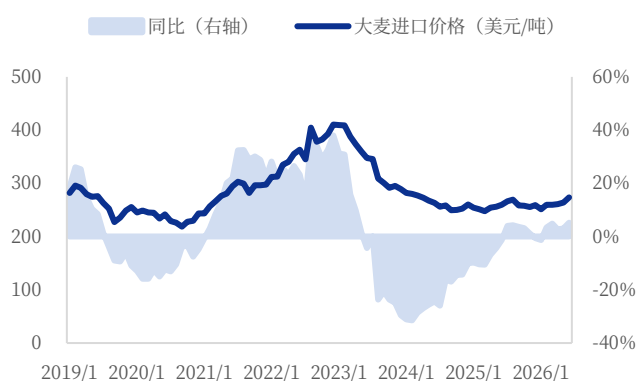
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图38：2026 年 7 月猪肉价格同比下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图39：2026 年 6 月大麦价格同比上行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

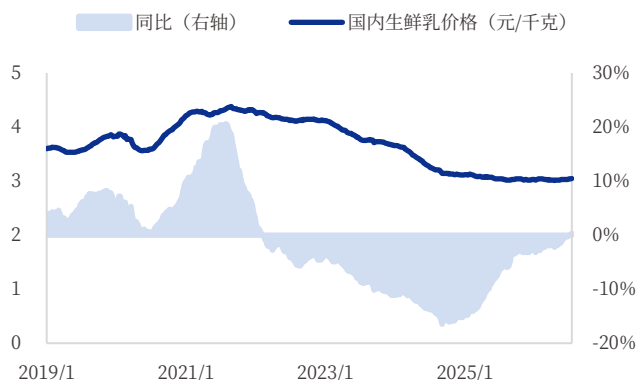
图40：2026 年 7 月葵花籽价格同比上涨



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

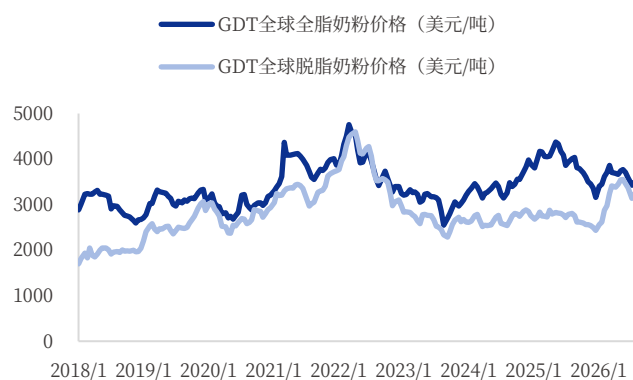
乳制品，7 月 16 日，国内生鲜乳价格 3.05 元/公斤，同比+0.3%。7 月 21 日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3486 美元/吨，同比-11.3%，环比+1.8%。

图41：2026 年 7 月国内生鲜乳价格同比上涨



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图42：2026 年 7 月 GDT 全脂奶粉中标价同比下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、行情回顾：7 月食品饮料指数超额收益明显

（一）行业收益率表现

截至 2026 年 7 月 27 日，食品饮料行业 7 月份涨幅 5.4%，相对于 Wind 全 A 指数的超额收益为+16.7%，在 31 个子行业中排名第 5，相较于上月 25 名显著提升。7 个子板块录得正收益，其中**乳品、啤酒、白酒**涨幅居前，分别为+8.3%、+8.2%、+7.0%。

图43：截至 2026 年 7 月 27 日，食品饮料指数涨幅在全行业位居第 5 位

当月				年初至今			
序号	行业	涨跌幅	超额收益	序号	行业	涨跌幅	超额收益
1	煤炭	12.6%	23.9%	1	电子	36.7%	37.7%
2	石油石化	9.8%	21.0%	2	通信	35.7%	36.7%
3	银行	8.6%	19.8%	3	煤炭	14.3%	15.3%
4	农林牧渔	5.5%	16.7%	4	建筑材料	8.1%	9.1%
5	食品饮料	5.4%	16.7%	5	公用事业	2.7%	3.7%
6	美容护理	4.7%	15.9%	6	综合	0.5%	1.5%
7	交通运输	4.6%	15.8%	7	机械设备	-0.8%	0.2%
8	医药生物	4.4%	15.6%	8	石油石化	-1.4%	-0.4%
9	非银金融	1.9%	13.1%	9	银行	-4.7%	-3.7%
10	家用电器	1.0%	12.2%	10	基础化工	-5.4%	-4.4%
11	公用事业	1.0%	12.2%	11	医药生物	-6.3%	-5.3%
12	钢铁	0.5%	11.7%	12	环保	-6.8%	-5.8%
13	商贸零售	0.1%	11.3%	13	有色金属	-7.2%	-6.2%
14	房地产	-3.0%	8.2%	14	电力设备	-7.8%	-6.8%
15	纺织服饰	-3.8%	7.4%	15	家用电器	-8.4%	-7.4%
16	汽车	-3.9%	7.3%	16	交通运输	-10.7%	-9.7%
17	传媒	-5.6%	5.7%	17	建筑装饰	-11.0%	-10.0%
18	计算机	-5.7%	5.5%	18	非银金融	-13.6%	-12.6%
19	建筑装饰	-6.8%	4.4%	19	食品饮料	-15.2%	-14.2%
20	有色金属	-7.0%	4.2%	20	纺织服饰	-15.2%	-14.2%
21	轻工制造	-7.2%	4.0%	21	计算机	-17.4%	-16.4%
22	社会服务	-7.4%	3.8%	22	钢铁	-18.6%	-17.6%
23	环保	-8.0%	3.3%	23	房地产	-19.0%	-18.0%
24	综合	-8.3%	2.9%	24	国防军工	-19.7%	-18.7%
25	基础化工	-13.2%	-2.0%	25	轻工制造	-20.1%	-19.1%
26	电力设备	-14.1%	-2.8%	26	汽车	-21.0%	-20.0%
27	国防军工	-14.1%	-2.8%	27	农林牧渔	-21.2%	-20.2%
28	机械设备	-19.1%	-7.8%	28	美容护理	-21.3%	-20.3%
29	通信	-21.8%	-10.6%	29	传媒	-23.3%	-22.3%
30	建筑材料	-26.1%	-14.8%	30	社会服务	-23.6%	-22.6%
31	电子	-26.6%	-15.4%	31	商贸零售	-29.4%	-28.4%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图44：2026 年 7 月食品饮料子行业涨跌幅表现（截至 7 月 27 日）

当月				年初至今			
序号	行业	涨跌幅	超额收益	序号	行业	涨跌幅	超额收益
1	乳品	8.3%	19.5%	1	调味发酵品Ⅲ	-4.6%	-3.6%
2	啤酒	8.2%	19.5%	2	预加工食品	-6.6%	-5.6%
3	白酒	7.0%	18.2%	3	肉制品	-7.4%	-6.4%
4	肉制品	4.6%	15.9%	4	啤酒	-8.8%	-7.8%
5	预加工食品	3.8%	15.0%	5	乳品	-11.8%	-10.8%
6	保健品	2.1%	13.4%	6	白酒	-16.3%	-15.3%
7	零食	2.1%	13.3%	7	软饮料	-21.4%	-20.4%
8	调味发酵品Ⅲ	-0.4%	10.8%	8	零食	-22.0%	-21.0%
9	软饮料	-5.6%	5.6%	9	保健品	-27.4%	-26.4%
10	烘焙食品	-5.7%	5.6%	10	烘焙食品	-30.1%	-29.1%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、投资建议

展望下半年，我们预计内需复苏节奏仍然偏温和，部分行业去库存动作持续但接近尾声，同时输入性通胀导致成本端压力逐渐显现，因此判断下半年仍然呈现结构性行情，建议关注四条主线：

主线一：成本压力尚不明显，有较多 α 逻辑的板块。关注零食量贩产业链（万辰集团、鸣鸣很忙、卫龙美味、盐津铺子与劲仔食品）、新鲜零食（百果园）、食药同源（西麦食品与五谷磨房），以及速冻食品与复调（安井食品与天味食品）。

主线二：成本上涨背景下，有较好顺价逻辑的板块。关注基础调味品（海天味业）、乳制品（伊利股份、蒙牛乳业与新乳业）、啤酒（青岛啤酒与惠泉啤酒）。

主线三：饮料成本压力已在股价体现，关注后续修复节奏。关注东鹏饮料、农夫山泉与统一。

主线四：白酒供给继续去化，但市场预期有望先行。建议关注动销与渠道库存相对更好、品牌价格带更完善的酒企，例如贵州茅台、山西汾酒。

五、风险提示

需求恢复不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，下游渠道变革效果不及预期的风险，食品安全风险。

图表目录

图 1: 2026 年散奶价格同比上涨	3
图 2: 7 月主产区生鲜乳均价同比+0.3%，为时隔近 5 年首次转正	3
图 3: 2010 年 1 月奶价同比转正后连续 4 年上涨	4
图 4: 2010-2014 年初核心饲料成本上行	4
图 5: 2010-2014 年生鲜乳总成本上涨	4
图 6: 2010-2011 年乳制品销量增速回到 11% 水平	5
图 7: 2010 年后常温酸奶品类快速扩容	5
图 8: 2013 年伊利、蒙牛乳制品市场份额仅为 40%	5
图 9: 2015 年乳企可控奶源占比仅 26%	5
图 10: 2016 年 1 月奶价同比转正后在两年内相对平稳	6
图 11: 2016 年收储制度改革后玉米价格快速下行	6
图 12: 2016-2018 年生鲜乳总成本下降	6
图 13: 2016-2018 年乳制品销量增速显著放缓	7
图 14: 2016-2018 年城镇居民人均乳品消费持平 (kg/人)	7
图 15: 2018 年伊利、蒙牛市场份额提升至 52%	7
图 16: 伊利、蒙牛 2016-2020 年销售费用率维持高位	7
图 17: 26Q1 奶牛饲养成本环比上升	8
图 18: 部分饲料成本上涨	8
图 19: 牛肉价格持续上涨	8
图 20: 奶价上行初期多数乳企毛销差同比改善	8
图 21: 奶价上行初期多数乳企扣非净利率提升	8
图 22: 2025 年乳企可控奶源占比较 2015 年已有显著提升	9
图 23: 乳企奶源布局梳理	9
图 24: 飞天茅台一批价	10
图 25: 五粮液普五一批价	10
图 26: 国窖 1573 一批价	10
图 27: 其他白酒批价 (洋河梦之蓝、青花 20, 单位: 元)	10
图 28: 2026 年 7 月 PET 瓶片价格同比上行	11
图 29: 2026 年 7 月瓦楞纸价格同比上行	11
图 30: 2026 年 7 月玻璃价格同比下行	11
图 31: 2026 年 7 月包膜价格同比上行	11
图 32: 2026 年 7 月铝材价格同比上行	12
图 33: 2026 年 7 月白糖价格同比下行	12
图 34: 2026 年 7 月棕榈油价格同比上行	12

图 35： 2026 年 7 月面粉价格同比下行 12

图 36： 2026 年 7 月鹌鹑蛋价格同比上行 12

图 37： 2026 年 7 月大豆价格同比上涨 13

图 38： 2026 年 7 月猪肉价格同比下行 13

图 39： 2026 年 6 月大麦价格同比上行 13

图 40： 2026 年 7 月葵花籽价格同比上涨 13

图 41： 2026 年 7 月国内生鲜乳价格同比上涨 13

图 42： 2026 年 7 月 GDT 全脂奶粉中标价同比下行 13

图 43： 截至 2026 年 7 月 27 日，食品饮料指数涨幅在全行业位居第 5 位 14

图 44： 2026 年 7 月食品饮料子行业涨跌幅表现（截至 7 月 27 日） 15

表 1： 2026 年 7 月行业核心原材料价格变动 11

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，覆盖食品饮料板块，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

彭潇颖，南洋理工大学金融硕士，上海交通大学金融学学士，2024 年加入中国银河证券研究院，覆盖食品饮料板块。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		