新乳业与君乐宝招股书拆解：低温奶兴起正当时

—— 月度专题报告（系列 11）

2026 年 08 月 25 日

核心观点

- **本月专题：新乳业与君乐宝招股书拆解——低温奶兴起正当时。1）发展趋势：**低温奶增速领先乳制品全行业，2021-2025 年 CAGR 约 4%，快于乳制品的 0.4%。未来渗透率仍有明显提升空间，2025 年我国低温液奶渗透率约 27%，对标美国/日本等成熟市场渗透率超过 90%/75%，但未来增长逻辑或发生切换，将从此前基础产品+高线市场，逐渐转向渠道定制化+健康化升级+市场下沉。**2）竞争格局：**当前低温奶 CR5 约 65%，低于液奶整体水平约 74%，且不同公司市占率更加均衡，君乐宝/蒙牛/光明/伊利/新乳业市占率分别为 16%/15%/13%/12%/10%，其中君乐宝与新乳业凭借差异化战略实现市场份额实现快速提升。展望未来，我们认为行业发展趋势将呈现渠道定制化与健康化升级，头部公司凭借强大研发能力与定制化能力更具竞争优势，市场份额有望持续向前五大公司集中。**3）新乳业：**公司锚定新鲜战略，强产品力与新渠道共振，低温奶收入 2023 至 2025 年 CAGR 约 11%，占比从 45%提升至 54%，推动公司整体收入稳健增长（破 110 亿元），并且净利率明显提升（4%→7%）。**4）君乐宝：**低温奶全国化龙头，大单品全国化战略驱动成长，低温奶收入 2023 至 2025 年 CAGR 约 17%，占比从 36%提升至 42%，推动公司整体收入 CAGR 约 8%（破 200 亿元），经调净利率亦明显提升（3%→6%）。公司以大单品为抓手，酸奶简醇 2025 年收入 25 亿元，26H1 增长 15%；鲜奶悦鲜活 2025 年收入 26 亿元，26H1 增长 67%。
- **批价跟踪：中秋国庆开启备货，茅台与五粮液批价环比上涨。**贵州茅台：8 月 25 日，飞天整箱、散瓶批价为 1710/1690 元，较 7 月末+5 元/+5 元，较去年同期-120/-115 元。五粮液：八代普五批价为 770 元，较 7 月末+40 元，较去年同期-65 元。泸州老窖：国窖 1573 批价为 825 元，较 7 月末持平，较去年同期-5 元。山西汾酒：青花 20 批价为 348 元，较 7 月末持平，较去年同期-12 元。洋河股份：M6+批价为 565 元，较 7 月末持平，较去年同期+25 元。
- **成本跟踪：多数包材价格上涨，农产品价格持续分化。1）包装材料，**截至 2026 年 8 月，PET 瓶片/纸箱/玻璃/包膜/铝材价格分别同比+29.2%/+19.5%/-22.6%/+28.1%/+13.7%。**2）原材料，**白糖/面粉/猪肉/葵花籽/椰子价格同比-12.8%/-2.6%/-19.2%/-3.3%/-45%以上；棕榈油/鹌鹑蛋/大豆价格同比+5.9%/+4.0%/+2.0%；2026 年 7 月大麦进口价格同比+3.1%。乳制品，8 月 13 日，国内生鲜乳价格 3.06 元/公斤，同比+1.3%。8 月 18 日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3591 美元/吨，同比-11.0%，环比+3.1%。
- **行情回顾：8 月食品饮料指数回调且跑输大盘。**截至 2026 年 8 月 24 日，食品饮料行业 8 月份跌幅 4.2%，相对于 Wind 全 A 指数的超额收益为-6.8%，在 31 个子行业中排名第 29，相较于上月第 5 名有所下降。肉制品、保健品 2 个子板块录得正收益，分别为+3.5%、+0.2%。
- **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。2）成本压力不明显且有较多α逻辑的板块，关注安井食品、天味食品、万辰集团、鸣鸣很忙、百果园、西麦食品、五谷磨房、卫龙美味、盐津铺子、劲仔食品。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 08 月 24 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1.【银河食饮】行业点评_茅台与五粮液批价上涨，白酒板块改善信号显现
2.【银河食饮】月度专题(10)：奶价增速转正，后市如何演绎？
3.【银河食饮】动态报告_原油价格高位回落，关注中报业绩披露

仅供内部参考，请勿外传

目录
Catalog

一、 新乳业与君乐宝招股书拆解：低温奶兴起正当时 3
（一） 行业空间：低温奶增速领先，渗透率提升空间明显 3
（二） 竞争格局：前五大公司均衡发展，集中度仍有提升空间 4
（三） 新乳业：强产品力与新渠道共振 5
（四） 君乐宝：悦鲜活与简醇二大单品高增长 7
二、 数据跟踪：中秋国庆开启备货，茅五批价环比上涨 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：8 月大部分包材价格上涨 11
（四） 原料成本：8 月农产品价格延续分化 12
三、 行情回顾：8 月食品饮料指数回调且跑输大盘 15
（一） 行业收益率表现 15
四、 投资建议 17
五、 风险提示 18

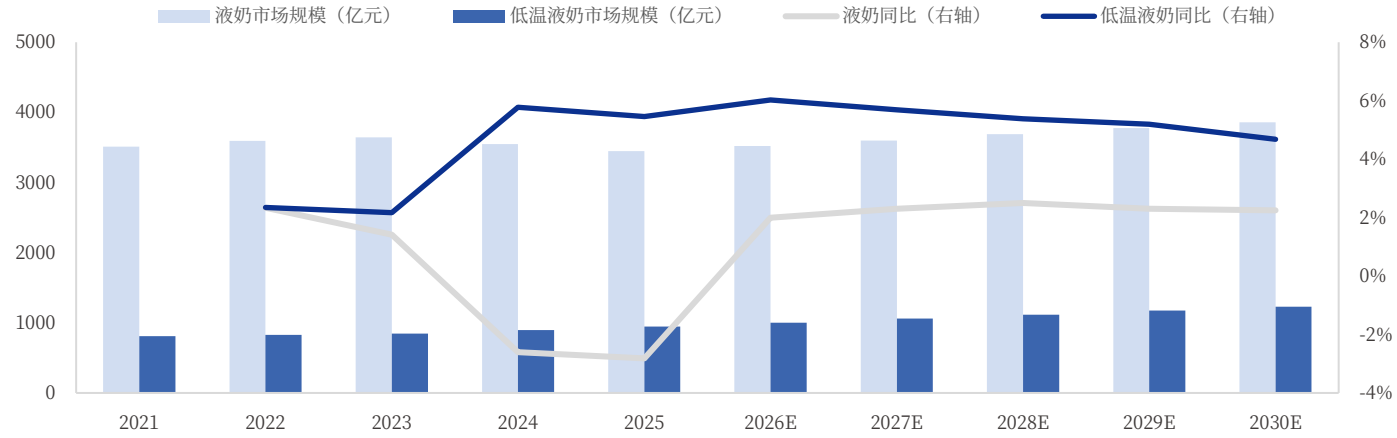
仅供内部参考，请勿外传

一、新乳业与君乐宝招股书拆解：低温奶兴起正当时

（一）行业空间：低温奶增速领先，渗透率提升空间明显

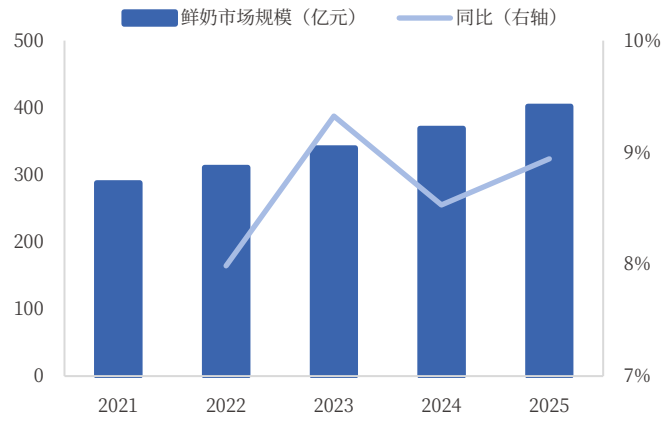
低温奶增速领先乳品全行业。1）低温品类增速领先：2025 年我国低温液奶零售额 946 亿元，2021-2025 年 CAGR 约 3.9%，增速快于乳制品/液态乳 CAGR 的 0.4%/-0.4%。其中鲜奶零售额 402 亿元，2021-2025 年 CAGR 约 8.7%；低温酸奶零售额 544 亿元，2021-2025 年 CAGR 约 1.0%。2）供需共振推动增长：供给端，国内冷链基础设施日益完善，推动运输能力和触达半径提升，且头部与区域乳企推出多款高品质低温产品，SKU 丰富度持续增加；需求端，在品类心智培育下，消费者对低温乳品新鲜度高、营养价值保留完整的认知逐步普及，伴随收入水平提升实现品类升级。

图1：低温液奶收入增速快于液奶整体



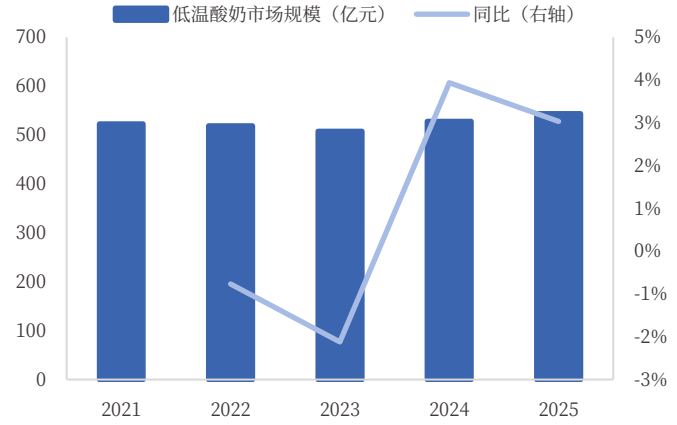
资料来源：君乐宝招股说明书，弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

图2：低温鲜奶零售额与增速



资料来源：君乐宝招股说明书，弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

图3：低温酸奶零售额与增速

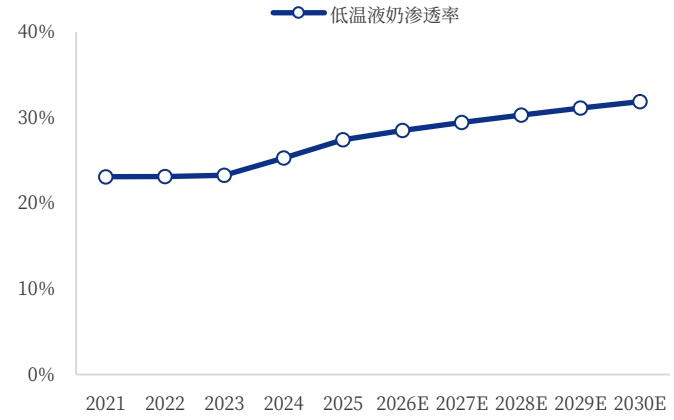


资料来源：君乐宝招股说明书，弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

低温渗透率提升空间仍明显。据君乐宝招股书，2025 年我国低温液奶在液奶产品中的渗透率约为 27.4%，自 2021 年 23.1%实现逐年提升；但对标美国/日本等成熟市场超过 90%/75%的渗透率，未来仍有较大提升空间。

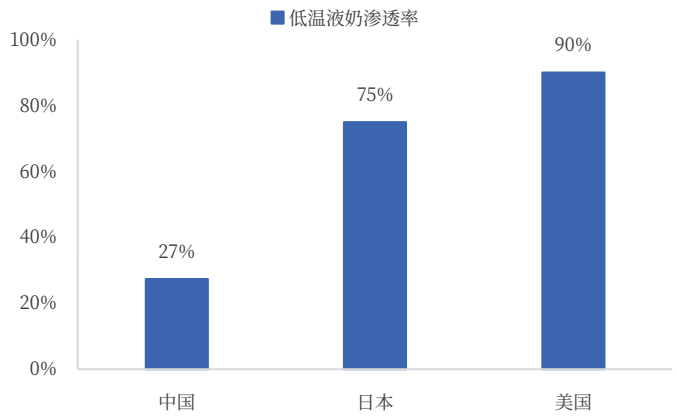
仅供内部参考，请勿外传

图4：低温液奶渗透率有望持续提升



资料来源：君乐宝招股说明书，弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

图5：对标美国、日本，我国低温液奶渗透率提升空间明显



资料来源：君乐宝招股说明书，弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

但未来增长逻辑或发生切换。1）渠道定制化：即时零售、会员店渠道等快速发展，其高频、近场、重品质的属性与低温品类契合度高，有望提升渠道中定制低温产品的触达效率；2）健康化升级：消费者诉求从基础营养补充向活性营养、功能强化迭代，有望带动高蛋白、益生菌等低温品类需求增长；3）低温市场下沉：据君乐宝招股书，低温液奶在二线/三线城市的渗透率分别为 29.2%/21.6%，较一线城市的 38.3%仍有较大提升空间，将成为未来的重要增长来源市场。

（二）竞争格局：前五大公司均衡发展，集中度仍有提升空间

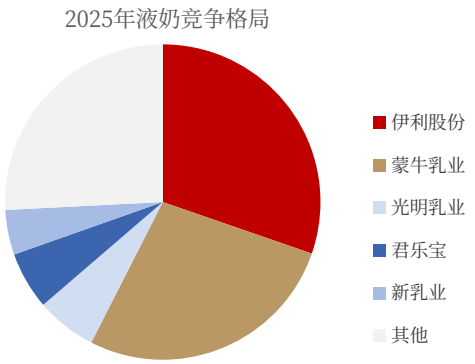
低温奶前五大公司市占率基本均衡。低温液奶当前 CR5 集中度低于液奶整体（74%），且品类 CR5 内部份额相较液奶整体更加均衡。

1）低温液奶：2025 年 CR5 约 65%，其中君乐宝/蒙牛乳业/光明乳业/伊利股份/新乳业市占率分别为 16%/15%/13%/12%/10%。

2）低温鲜奶：2025 年 CR5 约 63%，其中光明乳业/君乐宝/蒙牛乳业/新乳业/伊利股份市占率分别为 20%/13%/12%/11%/7%。

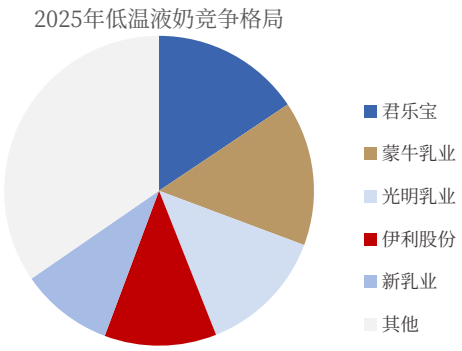
3）低温酸奶：2025 年 CR5 约 66%，其中蒙牛乳业/君乐宝/伊利股份/新乳业/光明乳业市占率分别为 18%/17%/15%/8%/7%。

图6：2025 年我国液奶竞争格局



资料来源：君乐宝招股说明书，弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

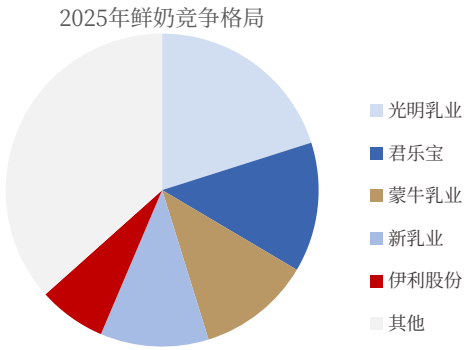
图7：2025 年我国低温液奶竞争格局



资料来源：君乐宝招股说明书，弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

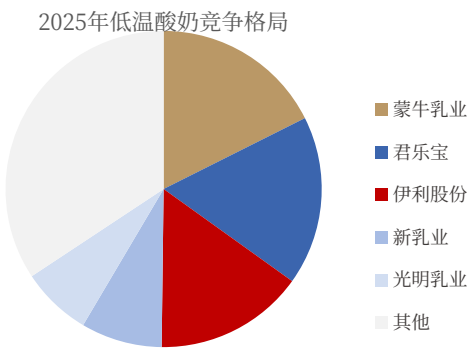
仅供内部参考，请勿外传

图8：2025 年我国鲜奶竞争格局



资料来源：君乐宝招股说明书，弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

图9：2025 年我国低温酸奶竞争格局



资料来源：君乐宝招股说明书，弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

渠道定制化与健康升级趋势下头部公司更具竞争优势。1）渠道定制化：渠道对上游乳企的联合产品开发能力、产能保障、响应速度、冷链履约和品控稳定性均提出较高要求，具备综合实力的头部乳企更易获得渠道合作倾斜，如山姆蛋白质热销榜 Top1 的“MM 鲜牛奶 2L”由蒙牛供应；2）健康化升级：产品向活性营养和功能强化升级，涵盖益生菌菌株研发、核心营养成分分离提取等关键环节，存在较高技术壁垒；头部乳企研发投入、技术储备的优势突出，技术纵深具备强护城河。

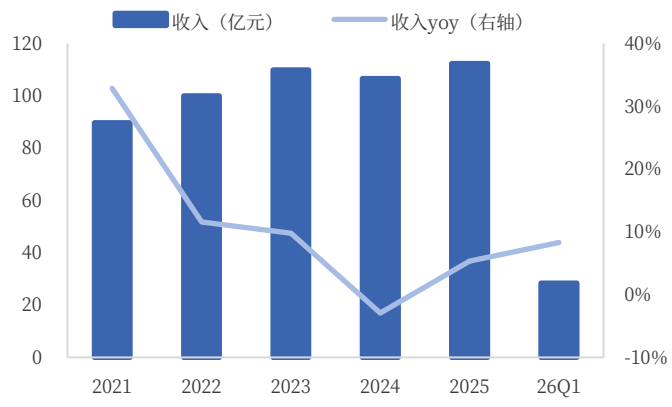
（三）新乳业：强产品力与新渠道共振

1. 财务分析

百亿营收规模，2021 年以来主业稳健增长。2025 年公司营业收入 112 亿元，2021-2025 年收入 CAGR 约为 11%，主要得益于 2020 年并表寰美乳业与 2021 年以来实现内生增长。2024 年公司总营收略有下降，但主业收入仍保持稳健，且 2025 年总营收快速回归正增（+5%）；26Q1 收入同比增长 8%，剔除春节错期后环比 25Q3 进一步提速。

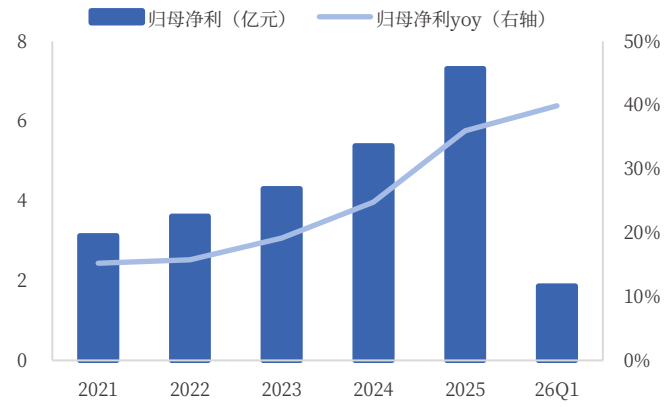
业务结构升级叠加内部提效，净利率加速提升。2021-2025 年公司毛利率由 25%提升至 29%，主要得益于原奶成本回落叠加产品结构持续升级；尽管销售费用率由 14%增加至 16%，但毛销差整体仍从 11%提升至 13%。此外，管理费用率由 2021 年 5%降至 2025 年 3%，内部持续增质提效；最终归母净利率由 3%逐年加速提升至 7%。26Q1 公司归母净利率同比+1.5pcts 至 6.6%，对应归母净利润同比增长 40%。

图10：新乳业收入与增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

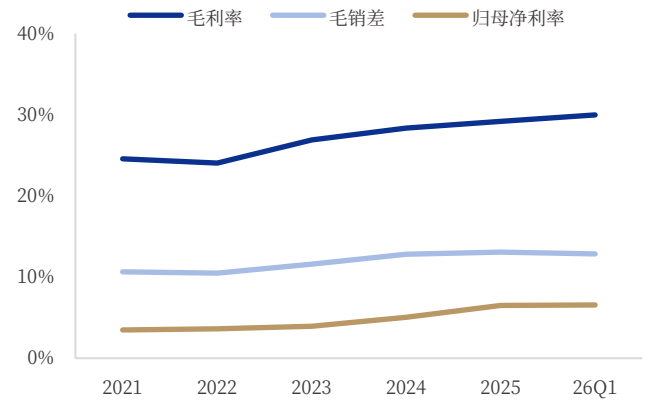
图11：新乳业归母净利润与增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

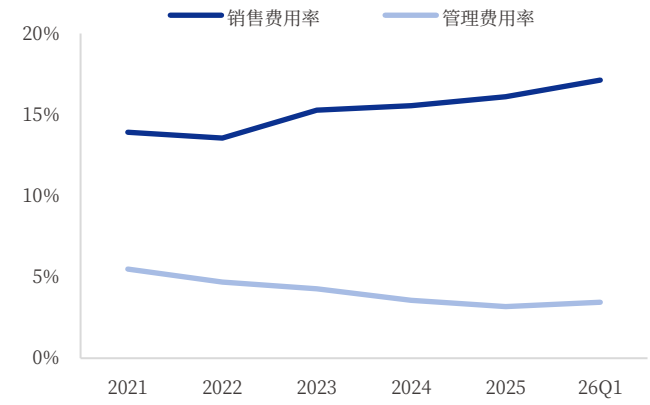
仅供内部参考，请勿外传

图12：新乳业毛利率、毛销差与归母净利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图13：新乳业销售与管理费用率

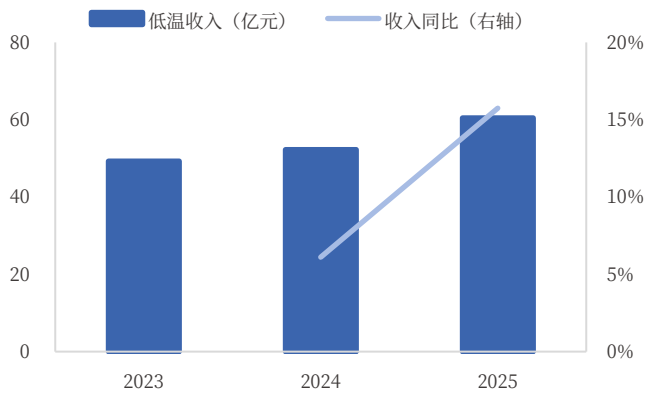


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2．品类结构

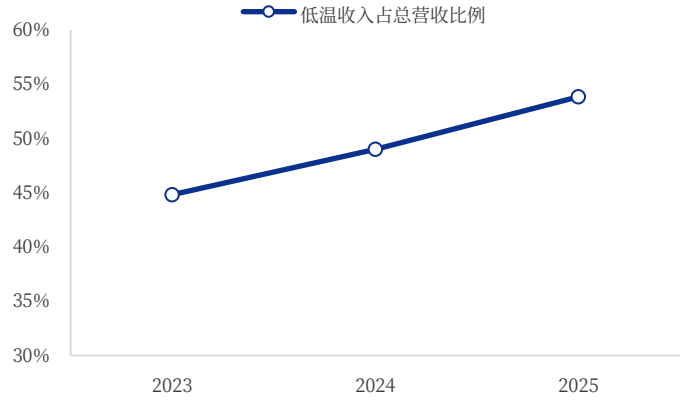
低温快速增长，占比提升至 54%。2025 年公司低温业务收入 60 亿元，2023-2025 年 CAGR 约为 11%，在行业需求整体承压的背景下逆势快速增长；低温业务占公司营收比例由 45%提升 9pcts 至 54%。公司坚持鲜立方战略，“鲜酸双强”成效显著，低温鲜奶（24 小时系列、朝日唯品、今日鲜奶铺）、低温酸奶（活润、初心）均打造出核心品牌系列。此外，2023-2025 年低温毛利率稳定在 36%左右，高于公司整体水平（中枢约 28%）。

图14：新乳业低温业务收入与增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图15：新乳业低温业务占总营收比例



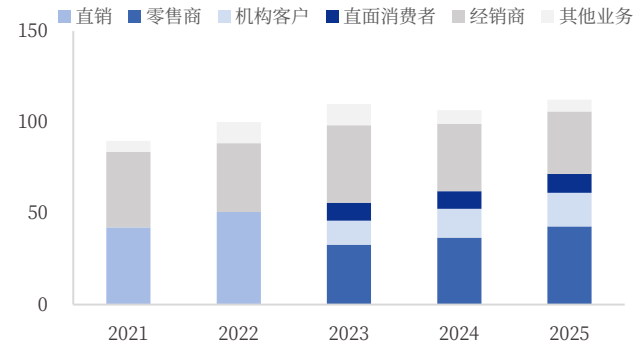
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3．渠道结构

直销渠道快速发展，占比提升至 64%。公司直销渠道 2025 年收入占比约 64%，较 2023 年+13pcts，对应 2023-2025 年收入 CAGR 约 13%。其中 1）零售商收入占比 38%，较 2023 年提升 8pcts，公司在山姆、盒马、零食量贩等新兴渠道的布局持续兑现；2）机构客户包括企业、烘焙茶饮等，2025 年收入占比 16%，较 2023 年提升 4pcts；3）直面消费者渠道包括自营门店、宅配订购、自营电商等，2025 年收入占比 9%，较 2023 年提升 0.2pct，DTC 为公司重要增长引擎。

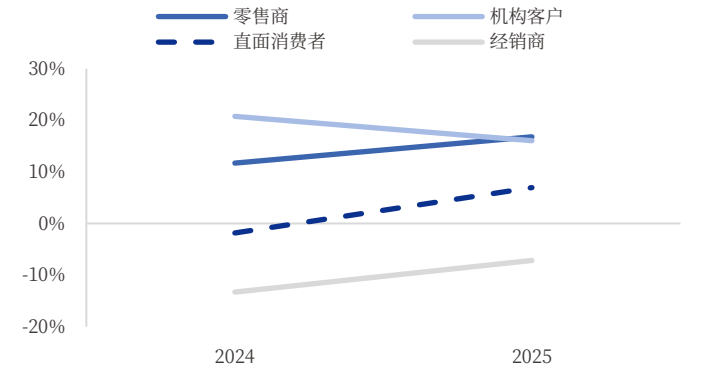
仅供内部参考，请勿外传

图16：新乳业分渠道收入结构（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图17：新乳业分渠道收入增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

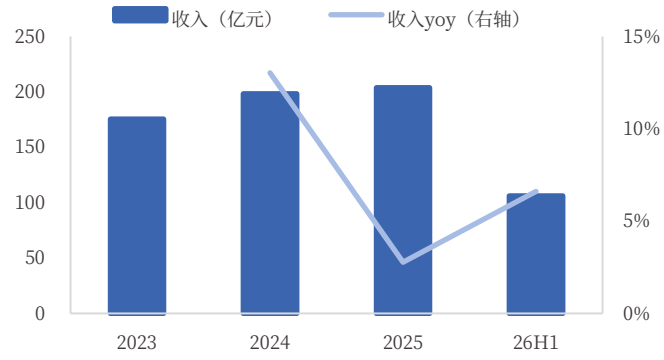
（四）君乐宝：悦鲜活与简醇二大单品高增长

1. 财务分析

收入持续增长，2025 年突破 200 亿元。2025 年公司营业收入 204 亿元，2023-2025 年收入 CAGR 约为 8%。其中 2024 年收入同比+13%，主要得益于液奶与牧业快速增长；2025 年收入同比+3%，受奶粉业务拖累导致增速放缓；26H1 收入同比+7%，液奶与其他乳制品驱动收入再次加速。

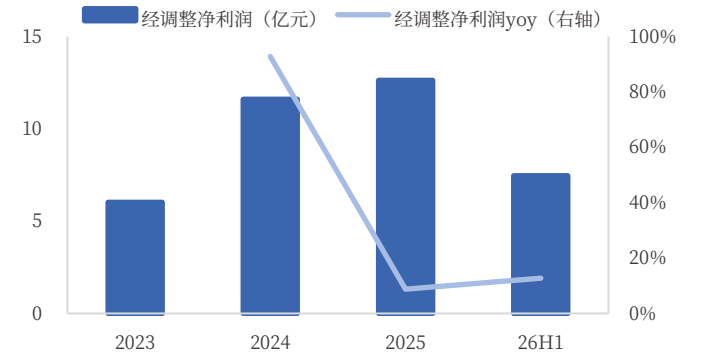
费投效率提升，经调整净利率稳健向上。2023-2025 年公司毛利率在 32%~35%区间波动，主要受品类结构变化影响；但公司通过精细化、数字化、一体化运营，费投效率持续提升，2023-2025 年销售费用率由 21%降至 17%，管理费用率由 5%降至 4%，最终经调整净利率由 3%稳步提升至 6%。26H1 公司经调整净利率同比+0.4pcts 至 7%，对应经调整净利润同比增长 13%。

图18：君乐宝收入与增速



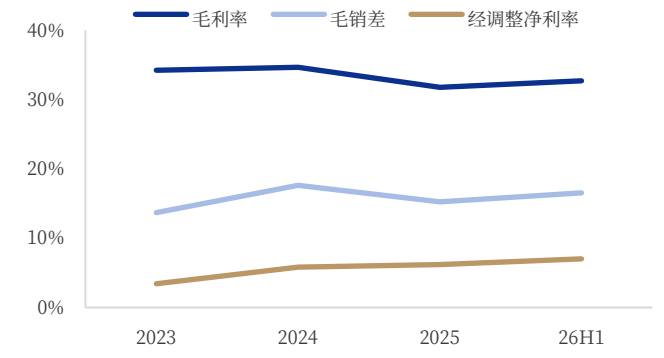
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图19：君乐宝归母净利润与增速



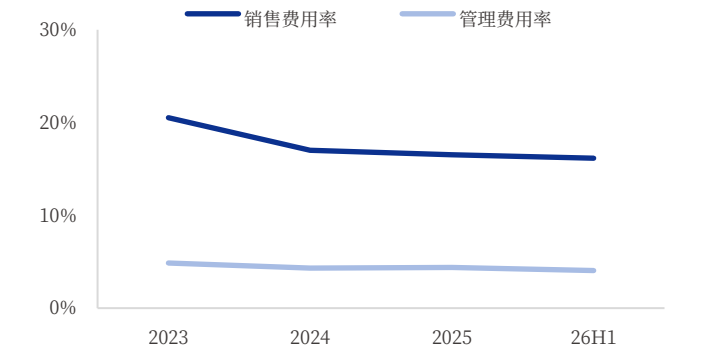
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图20：君乐宝毛利率、毛销差与归母净利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图21：君乐宝销售与管理费用率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

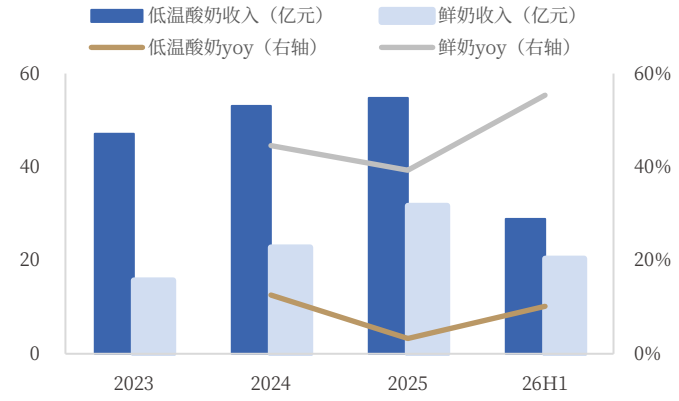
仅供内部参考，请勿外传

2. 品类结构

低温业务快速增长。低温业务 2025 年收入 86 亿元，2023-2025 年 CAGR 约为 17%，高于公司总营收 CAGR（8%）；占公司营收比例由 36%提升 7pcts 至 42%，且 26H1 进一步提至 46%。其中 1）**低温酸奶，**2025 年收入 55 亿元，2023-2025 年 CAGR 约为 8%，占公司营收比例维持在 27%，为公司第一大单品类。**2）低温鲜奶，**2025 年收入 32 亿元，2023-2025 年 CAGR 约为 42%，占公司营收比例由 9%提升至 16%，且 26H1 进一步提至 19%，高增速贡献核心收入增量。

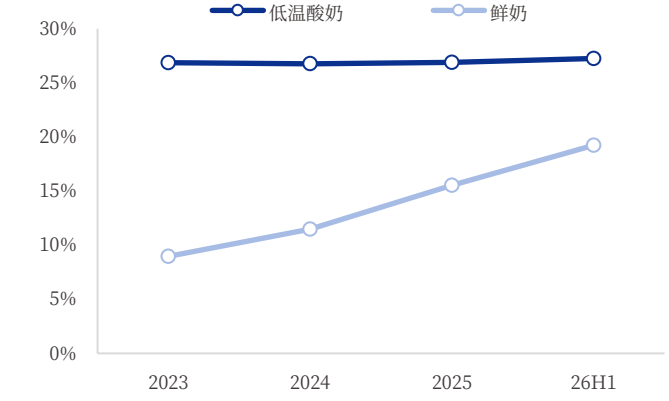
两大单品为核心。1）简醇：公司低温酸奶核心品牌，且在低温酸奶市场份额居于首位；2025 年收入 25 亿元，占低温酸奶业务收入 46%，2023-2025 收入 CAGR 约 7%，26H1 收入同比加速至 15%。**2）悦鲜活：**公司鲜奶核心品牌，且在鲜奶市场份额居于首位；2025 年收入 26 亿元，占鲜奶业务收入 83%，2023-2025 收入 CAGR 约 39%，26H1 收入同比加速至 67%。

图22：君乐宝低温酸奶、鲜奶收入与增速



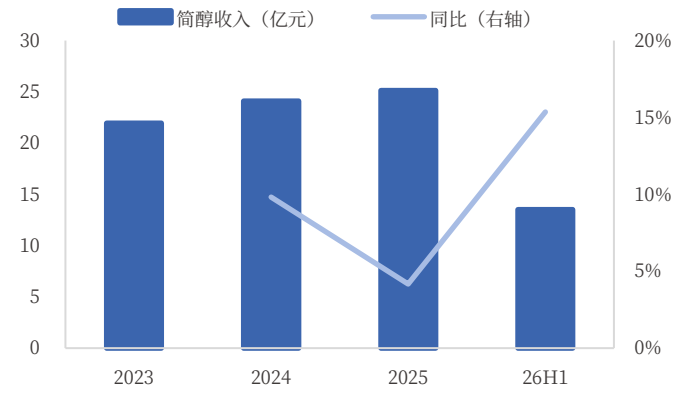
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图23：君乐宝低温酸奶、鲜奶占总营收比例



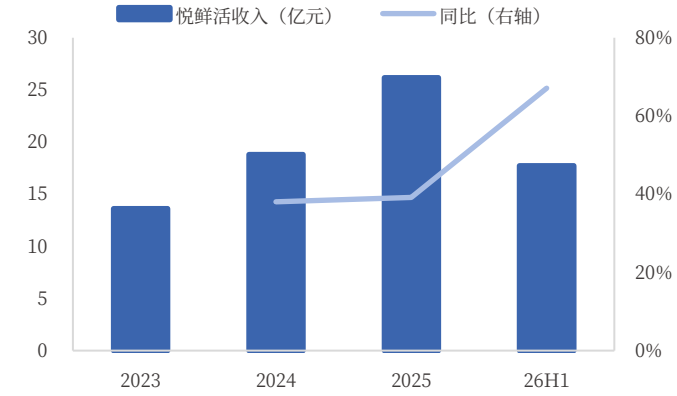
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图24：君乐宝低温酸奶中简醇品牌收入与增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图25：君乐宝鲜奶中悦鲜活品牌收入与增速



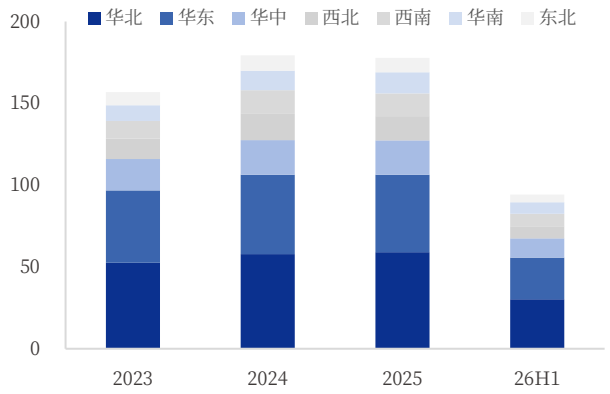
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3. 区域结构

大单品战略驱动，实现泛全国化布局。公司销售网络覆盖中国内地 31 个省级行政区，华北、华东、华中、华南为核心销售区域，26H1 收入占比分别为 28%/24%/11%/7%，收入增速分别为 5%/15%/18%/15%，其中悦鲜活、简醇为重要单品；公司亦优先推动悦鲜活与简醇品牌出海，当前已进入中国香港、中国澳门、新加坡等市场。此外，公司通过收购银桥、来思尔等区域品牌巩固西北与西南地区业务，26H1 收入占比分别为 7%/7%，收入增速分别为-3%/+9%。

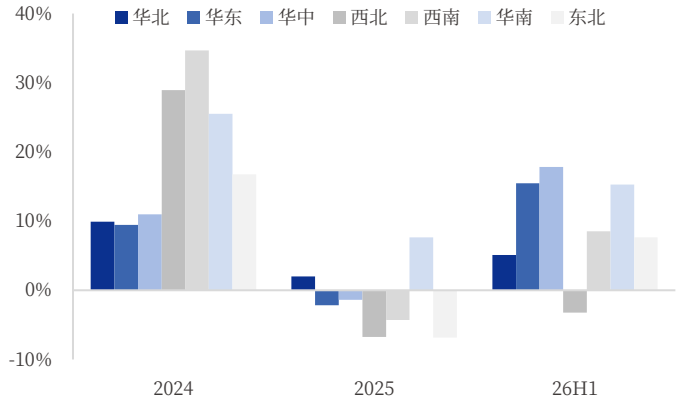
仅供内部参考，请勿外传

图26：君乐宝分区域收入结构（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图27：君乐宝分区域收入增速



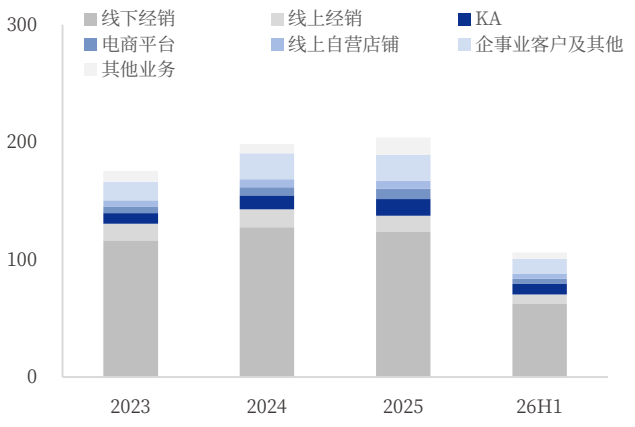
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

4．渠道结构

1）经销业务为基本盘：2025 年公司经销收入占比 67%，2023-2025 年收入 CAGR 约 3%；截至 26H1 公司与约 5200 家经销商合作，已进入全国约 40.2 万个低温液奶零售终端。线下借助经销商本地经验、稳定客群关系和物流能力，通过传统零售渠道实现不同层级城市广泛铺货；线上经销商覆盖新兴数字渠道。

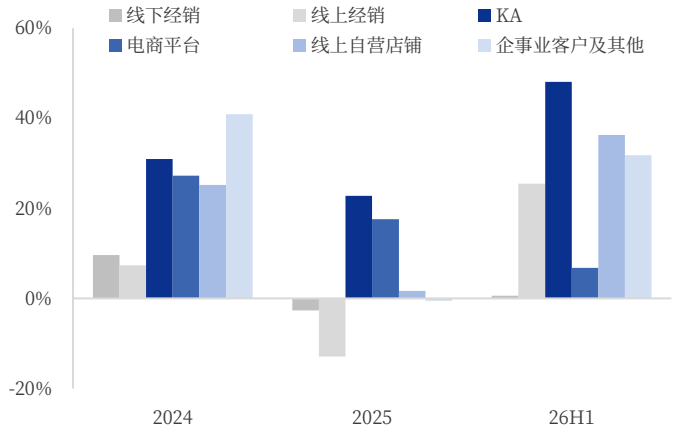
2）直销渠道快速发展：2025 年直销收入占比 25%，较 2023 年提升 5pcts，2023-2025 年收入 CAGR 约 20%；其中①企事业客户及其他收入占比 11%，较 2023 年提升 2pcts，2023-2025 年收入 CAGR 约 18%；②KA 收入占比 7%，较 2023 年提升 2pcts，2023-2025 年收入 CAGR 约 27%；③电商平台收入占比 4%，较 2023 年提升 0.9pct，2023-2025 年收入 CAGR 约 22%；④线上自营店铺收入占比 3%，较 2023 年提升 0.3pct，2023-2025 年收入 CAGR 约 13%。

图28：君乐宝分渠道收入结构（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图29：君乐宝分渠道收入增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

仅供内部参考，请勿外传

二、数据跟踪：中秋国庆开启备货，茅五批价环比上涨

（一）白酒重点单品批价跟踪

贵州茅台：8 月 25 日，飞天整箱、散瓶批价为 1710/1690 元，较 7 月末+5 元/+5 元，较去年同期-120/-115 元。

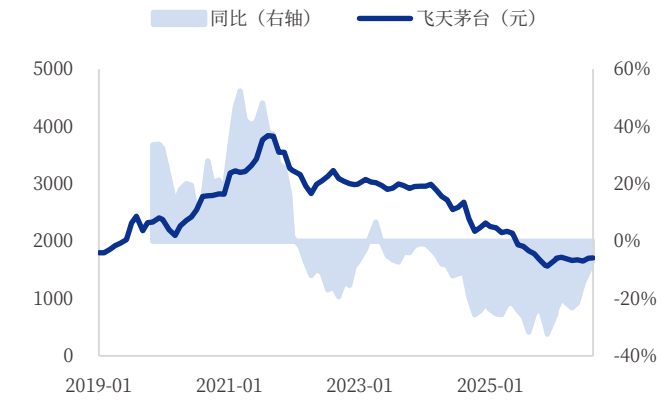
五粮液：8 月 25 日，八代普五批价为 770 元，较 7 月末+40 元，较去年同期-65 元。

泸州老窖：8 月 25 日，国窖 1573 批价为 825 元，较 7 月末持平，较去年同期-5 元。

山西汾酒：8 月 25 日，青花 20 批价为 348 元，较 7 月末持平，较去年同期-12 元。

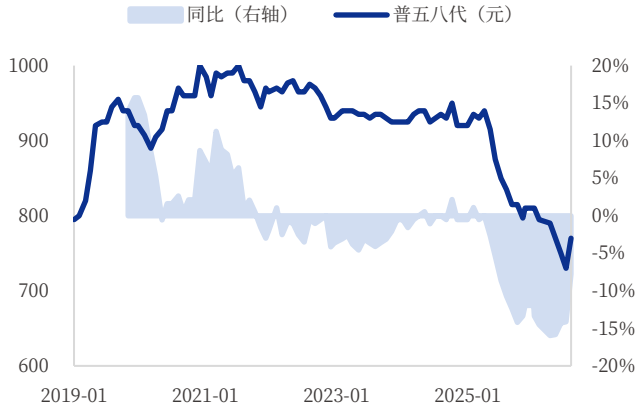
洋河股份：8 月 25 日，M6+批价为 565 元，较 7 月末持平，较去年同期+25 元。

图30：飞天茅台一批价



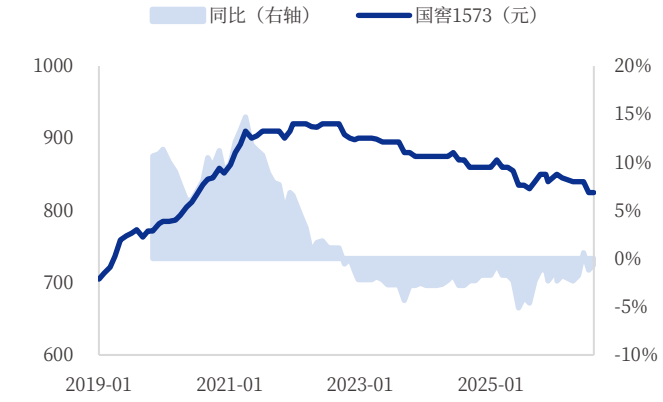
资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图31：五粮液普五一批价



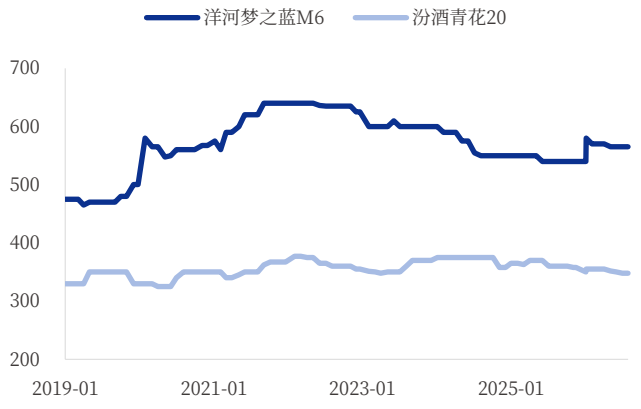
资料来源：百荣酒价，中国银河证券研究院

图32：国窖 1573 一批价



资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图33：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

仅供内部参考，请勿外传

（二）大众品核心原料价格变动总览

截至 2026 年 8 月 24 日，包材与原料价格涨跌互现。

表1：2026 年 8 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	原料五
软饮料	PET（+29.2%）	纸箱（+19.5%）	白糖（-12.8%）	包膜（+28.1%）	椰子（-67%~-45%）
零食	棕榈油（+5.9%）	面粉（-2.6%）	鹌鹑蛋（+4.0%）	葵花籽（-3.3%）	
调味品	大豆（+2.0%）	白糖（-12.8%）	PET（+29.2%）	玻璃（-22.6%）	
啤酒	铝材（+13.7%）	大麦（+3.1%，7 月）	玻璃（-22.6%）		
乳制品	原奶（+1.3%）				

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）包材成本：8 月大部分包材价格上涨

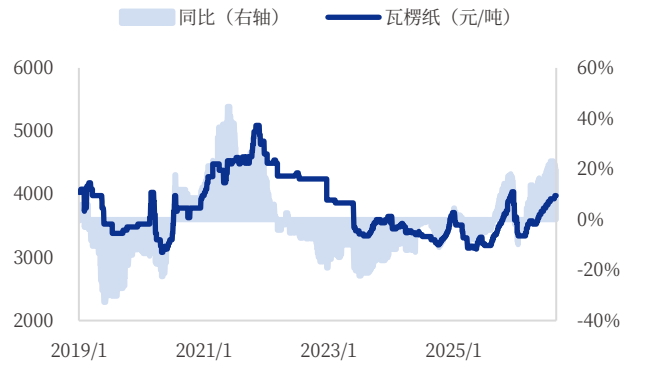
截至 8 月，PET 价格同比+29.2%，纸箱价格同比+19.5%，玻璃价格同比-22.6%，包膜价格同比+28.1%，铝材价格同比+13.7%。

图34：2026 年 8 月 PET 瓶片价格同比上行



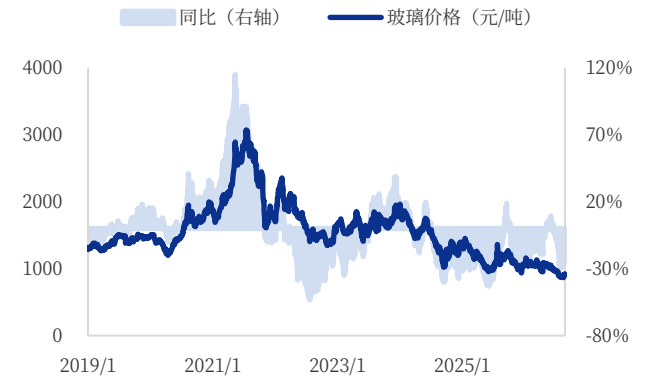
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图35：2026 年 8 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36：2026 年 8 月玻璃价格同比下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

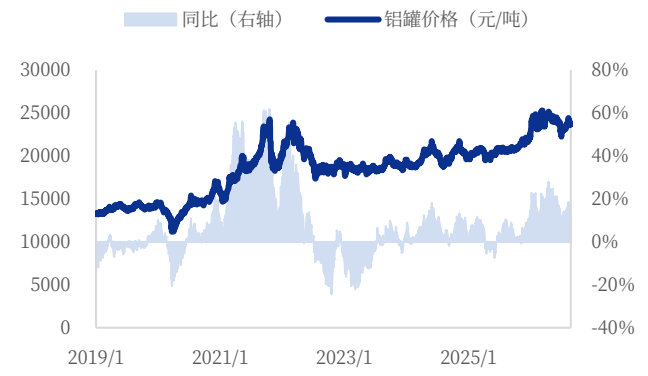
图37：2026 年 8 月包膜价格同比上行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

仅供内部参考，请勿外传

图38：2026 年 8 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：8 月农产品价格延续分化

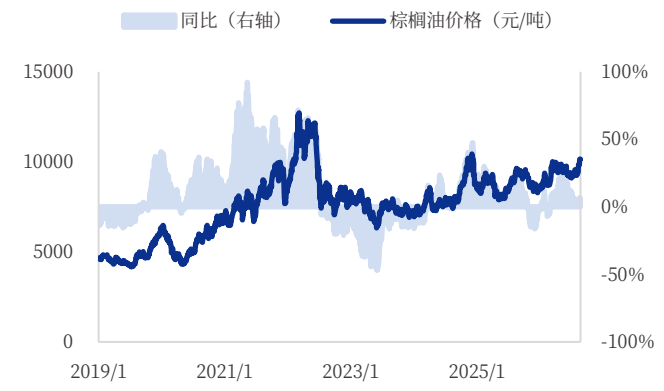
截至 8 月，白糖价格同比-12.8%，面粉价格同比-2.6%，猪肉价格同比-19.2%，葵花籽价格同比-3.3%，泰国（7 月）/菲律宾/印尼椰子价格分别同比-66.6%/-50.0%/-45.6%。部分原材料价格同比上涨，棕榈油价格同比+5.9%，鹌鹑蛋价格同比+4.0%，大豆价格同比+2.0%，2026 年 7 月大麦进口价格同比+3.1%。

图39：2026 年 8 月白糖价格同比下行



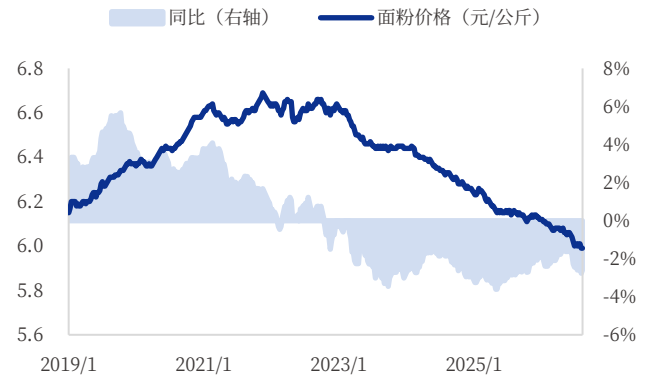
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图40：2026 年 8 月棕榈油价格同比上行



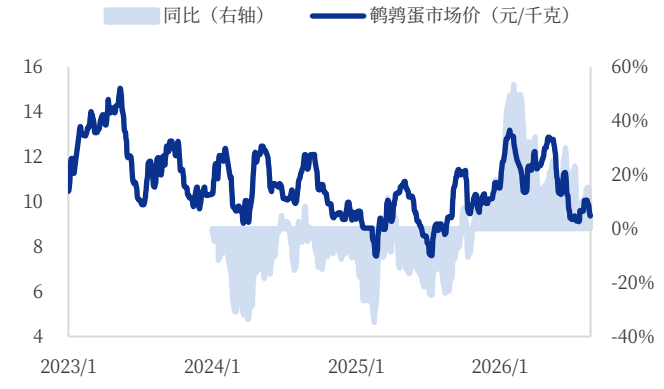
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图41：2026 年 8 月面粉价格同比下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

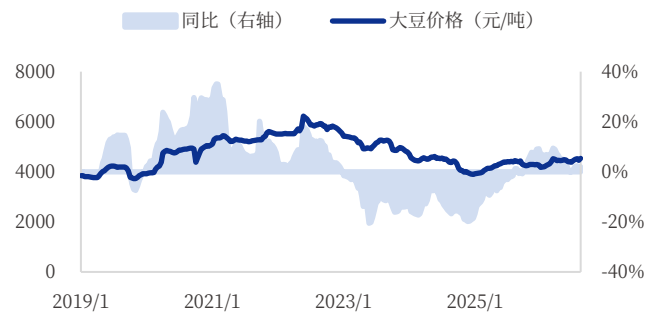
图42：2026 年 8 月鹌鹑蛋价格同比上行



资料来源：中国鹌鹑网，中国银河证券研究院

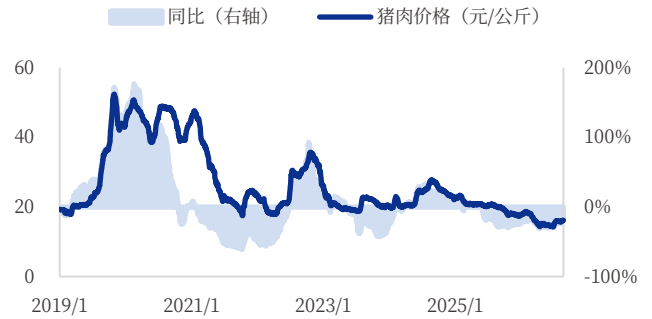
仅供内部参考，请勿外传

图43：2026 年 8 月大豆价格同比上涨



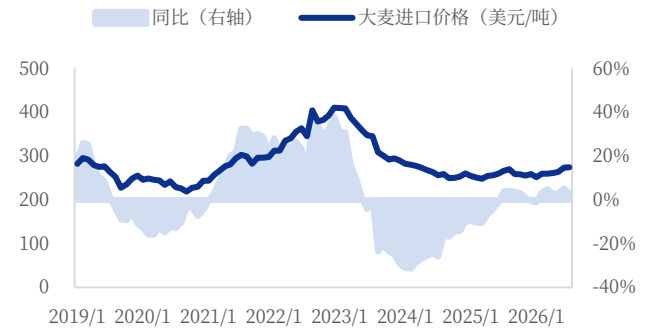
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图44：2026 年 8 月猪肉价格同比下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图45：2026 年 7 月大麦价格同比上涨



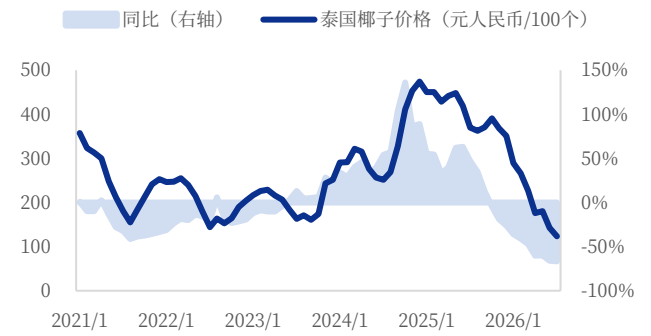
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图46：2026 年 8 月葵花籽价格同比下行



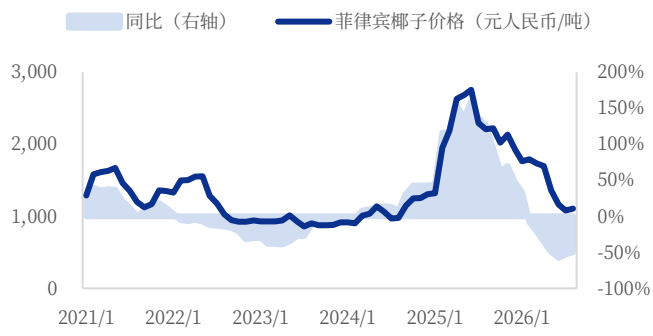
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图47：2026 年 7 月泰国椰子价格同比下行



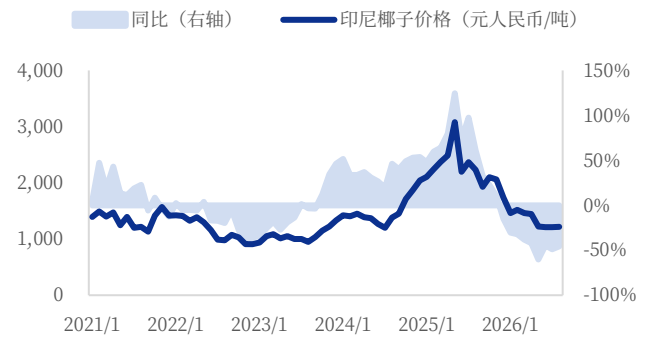
资料来源：泰国农业经济办公室，中国银河证券研究院

图48：2026 年 8 月菲律宾椰子价格同比下行



资料来源：ICC，中国银河证券研究院

图49：2026 年 8 月印尼椰子价格同比下行



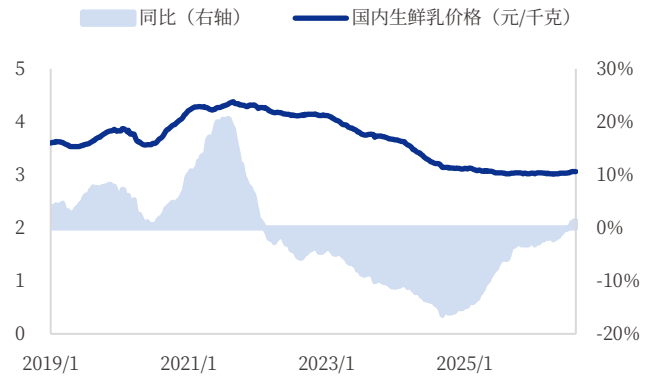
资料来源：ICC，中国银河证券研究院



仅供内部参考，请勿外传

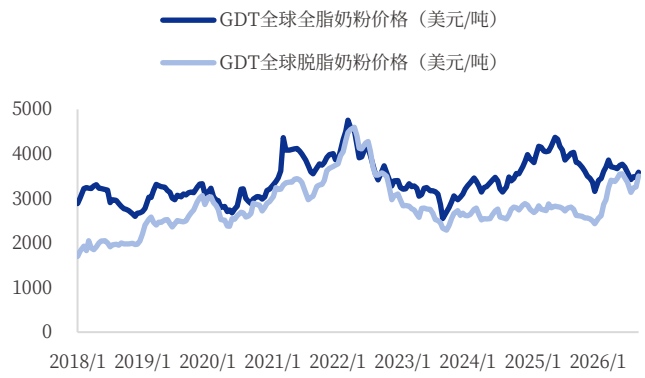
乳制品，8 月 13 日，国内生鲜乳价格 3.06 元/公斤，同比+1.3%。8 月 18 日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3591 美元/吨，同比-11.0%，环比+3.1%。

图50：2026 年 8 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51：2026 年 8 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

仅供内部参考，请勿外传

三、行情回顾：8 月食品饮料指数回调且跑输大盘

（一）行业收益率表现

截至 2026 年 8 月 24 日，食品饮料行业 8 月份跌幅 4.2%，相对于 Wind 全 A 指数的超额收益为-6.8%，在 31 个子行业中排名第 29，相较于上月第 5 名有所下滑。**肉制品、保健品** 2 个子板块录得正收益，分别为+3.5%、+0.2%。

图52：截至 2026 年 8 月 24 日，食品饮料指数涨幅在全行业位居第 29 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	有色金属	9.7%	7.0%	1	电子	29.7%	30.2%
2	综合	9.0%	6.4%	2	通信	28.2%	28.8%
3	通信	8.4%	5.8%	3	煤炭	24.0%	24.6%
4	煤炭	7.0%	4.4%	4	建筑材料	7.7%	8.3%
5	电子	6.6%	4.0%	5	综合	7.2%	7.8%
6	机械设备	6.1%	3.4%	6	石油石化	6.2%	6.8%
7	石油石化	5.1%	2.4%	7	有色金属	2.4%	3.0%
8	环保	4.2%	1.5%	8	机械设备	1.4%	1.9%
9	基础化工	3.8%	1.2%	9	公用事业	0.6%	1.2%
10	纺织服饰	2.7%	0.1%	10	银行	-2.2%	-1.6%
11	电力设备	2.4%	-0.2%	11	基础化工	-2.3%	-1.8%
12	医药生物	2.3%	-0.3%	12	环保	-2.6%	-2.1%
13	建筑材料	2.2%	-0.5%	13	医药生物	-4.0%	-3.5%
14	轻工制造	2.1%	-0.6%	14	家用电器	-6.7%	-6.1%
15	农林牧渔	1.5%	-1.2%	15	电力设备	-7.3%	-6.8%
16	建筑装饰	1.0%	-1.6%	16	交通运输	-8.8%	-8.2%
17	社会服务	0.8%	-1.8%	17	建筑装饰	-9.1%	-8.5%
18	房地产	0.5%	-2.1%	18	纺织服饰	-10.2%	-9.6%
19	国防军工	0.1%	-2.5%	19	**食品饮料**	**-14.1%**	**-13.6%**
20	银行	-0.1%	-2.7%	20	非银金融	-15.4%	-14.8%
21	交通运输	-0.8%	-3.4%	21	房地产	-16.3%	-15.7%
22	钢铁	-1.2%	-3.9%	22	轻工制造	-16.8%	-16.2%
23	家用电器	-1.9%	-4.6%	23	钢铁	-17.4%	-16.8%
24	汽车	-2.0%	-4.7%	24	计算机	-17.7%	-17.1%
25	商贸零售	-2.7%	-5.3%	25	农林牧渔	-17.7%	-17.2%
26	公用事业	-2.9%	-5.5%	26	社会服务	-18.4%	-17.8%
27	非银金融	-3.0%	-5.6%	27	国防军工	-20.2%	-19.6%
28	计算机	-3.1%	-5.7%	28	传媒	-20.2%	-19.6%
29	**食品饮料**	**-4.2%**	**-6.8%**	29	汽车	-20.5%	-20.0%
30	传媒	-4.7%	-7.4%	30	美容护理	-23.7%	-23.1%
31	美容护理	-6.6%	-9.2%	31	商贸零售	-27.4%	-26.8%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

仅供内部参考，请勿外传

图53：2026 年 8 月食品饮料子行业涨跌幅表现（截至 8 月 24 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	肉制品	3.5%	0.8%	1	调味发酵品Ⅲ	-1.1%	-0.6%
2	保健品	0.2%	-2.4%	2	肉制品	-4.3%	-3.7%
3	软饮料	-0.1%	-2.7%	3	预加工食品	-9.1%	-8.6%
4	烘焙食品	-2.0%	-4.7%	4	乳品	-11.0%	-10.4%
5	调味发酵品Ⅲ	-2.6%	-5.2%	5	啤酒	-13.3%	-12.7%
6	乳品	-4.0%	-6.6%	6	白酒	-15.9%	-15.3%
7	白酒	-4.8%	-7.4%	7	软饮料	-16.6%	-16.1%
8	零食	-7.5%	-10.1%	8	零食	-20.9%	-20.3%
9	预加工食品	-8.1%	-10.8%	9	保健品	-24.3%	-23.7%
10	啤酒	-9.7%	-12.3%	10	烘焙食品	-25.2%	-24.6%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

仅供内部参考，请勿外传

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）。

主线二：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。

仅供内部参考，请勿外传

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。

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1： 低温液奶收入增速快于液奶整体 3
图 2： 低温鲜奶零售额与增速 3
图 3： 低温酸奶零售额与增速 3
图 4： 低温液奶渗透率有望持续提升 4
图 5： 对标美国、日本，我国低温液奶渗透率提升空间明显 4
图 6： 2025 年我国液奶竞争格局 4
图 7： 2025 年我国低温液奶竞争格局 4
图 8： 2025 年我国鲜奶竞争格局 5
图 9： 2025 年我国低温酸奶竞争格局 5
图 10： 新乳业收入与增速 5
图 11： 新乳业归母净利润与增速 5
图 12： 新乳业毛利率、毛销差与归母净利率 6
图 13： 新乳业销售与管理费用率 6
图 14： 新乳业低温业务收入与增速 6
图 15： 新乳业低温业务占总营收比例 6
图 16： 新乳业分渠道收入结构（亿元） 7
图 17： 新乳业分渠道收入增速 7
图 18： 君乐宝收入与增速 7
图 19： 君乐宝归母净利润与增速 7
图 20： 君乐宝毛利率、毛销差与归母净利率 7
图 21： 君乐宝销售与管理费用率 7
图 22： 君乐宝低温酸奶、鲜奶收入与增速 8
图 23： 君乐宝低温酸奶、鲜奶占总营收比例 8
图 24： 君乐宝低温酸奶中简醇品牌收入与增速 8
图 25： 君乐宝鲜奶中悦鲜活品牌收入与增速 8
图 26： 君乐宝分区域收入结构（亿元） 9
图 27： 君乐宝分区域收入增速 9
图 28： 君乐宝分渠道收入结构（亿元） 9
图 29： 君乐宝分渠道收入增速 9
图 30： 飞天茅台一批价 10
图 31： 五粮液普五一批价 10
图 32： 国窖 1573 一批价 10
图 33： 其他白酒批价（洋河梦之蓝、青花 20，单位：元） 10
图 34： 2026 年 8 月 PET 瓶片价格同比上行 11

仅供内部参考，请勿外传

图 35： 2026 年 8 月瓦楞纸价格同比上行 11
图 36： 2026 年 8 月玻璃价格同比下行 11
图 37： 2026 年 8 月包膜价格同比上行 11
图 38： 2026 年 8 月铝材价格同比上行 12
图 39： 2026 年 8 月白糖价格同比下行 12
图 40： 2026 年 8 月棕榈油价格同比上行 12
图 41： 2026 年 8 月面粉价格同比下行 12
图 42： 2026 年 8 月鹌鹑蛋价格同比上行 12
图 43： 2026 年 8 月大豆价格同比上涨 13
图 44： 2026 年 8 月猪肉价格同比下行 13
图 45： 2026 年 7 月大麦价格同比上涨 13
图 46： 2026 年 8 月葵花籽价格同比下行 13
图 47： 2026 年 7 月泰国椰子价格同比下行 13
图 48： 2026 年 8 月菲律宾椰子价格同比下行 13
图 49： 2026 年 8 月印尼椰子价格同比下行 13
图 50： 2026 年 8 月国内生鲜乳价格同比上涨 14
图 51： 2026 年 8 月 GDT 全脂奶粉中标价同比下行 14
图 52： 截至 2026 年 8 月 24 日，食品饮料指数涨幅在全行业位居第 29 位 15
图 53： 2026 年 8 月食品饮料子行业涨跌幅表现（截至 8 月 24 日） 16

表 1： 2026 年 8 月行业核心原材料价格变动 11

仅供内部参考，请勿外传

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

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn
李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn