底层逻辑重塑——2026 半年报揭示的食品饮料主线

20260906

2026H1 食品饮料行业研报：平价消费占优，乳企与供应链龙头率先修复

摘要

- 2026H1 消费属性重塑，地产依附性减弱，平价消费优于高端，B 端及定制需求增长强于 C 端。
- 白酒板块因消费属性颠覆，调整时空超预期，Q3 预计持续下滑，仅看好具份额逻辑的山西汾酒。
- 乳制品供需改善，经营修复由预期转为兑现，剔除扰动后净利增 14%，首推蒙牛、伊利、悠然牧业。
- 餐饮供应链大 B 端与定制化增量明显，安井、天味等龙头向多品类平台演进，下半年旺季订单可期。
- 零食连锁门店超预期扩张，性价比渗透持续；休闲食品健康化趋势显著，量贩渠道贡献核心增量。
- 饮料行业无糖茶唯一正增长，东鹏、农夫山泉强者恒强；啤酒板块燕京啤酒阿尔法属性确定性强。
- 保健品品牌端景气度优于上游，H&H 国际业绩超预期；调味品复调优于基础款，关注天味、颐海。

Q&A

2026 年中报发布后，食品饮料行业的整体投资主线是什么？大市值与中小市值板块分别有哪些值得关注的标的？

2026 年中报发布后，板块已基本完成业绩下修，估值与业绩的匹配度较好。在交易维度上，大市值标的看好上游牧业、零食折扣以及具备环比改善可能的调味品和零食饮料，具体包括悠然牧业、万晨、海天和盐津铺子。考虑到 2026 年 9 月份的资金环境，以黄酒为首的中小市值板块存在较多机会，相对看好黄酒领域

的古越龙山和会稽山，以及天润乳业等二三线乳企和中炬高新、天味食品等中小消费品企业。

2026 年上半年食品饮料行业呈现出哪些宏观趋势？对白酒板块有何具体结论和展望？

2026 年上半年，行业呈现四大趋势： 第一，消费品的消费属性正在重塑，行业对地产的依附性减弱。由于地产产业链对经济贡献度回落，且居民和企业杠杆率处于下降区间，以白酒为核心的高端消费面临属性切换，平价消费表现优于高端消费。 第二，地缘扰动延续，下游成本持续承压。上半年，以石油为核心的包材及部分油脂类商品成本未能如期回落，预计下半年将继续压制消费品盈利。第三，品类迭代加速，渠道话语权增强。2025 年表现强势的饮料、零食等品类在 2026 年集体降速。同时，折扣业态、O2O 等新零售渠道在价值链中的权重持续提升，对行业利润侵占较为严重。 第四，B 端业务普遍好于 C 端，去品牌化趋势延续。直营及企业定制方案的需求增长优于传统经销渠道，这一现象在调味品和乳制品领域尤为明显。 对于白酒板块，中报揭示其调整的时间与空间均超出预期，核心在于其消费属性被颠覆，本轮调整并非简单的需求扩张。展望未来，预计第三季度仍会下滑，但下滑幅度可能较第二季度收窄。经过未来两个季度的会计选择变更导致的收入下滑后，白酒的营收将与实际动销高度拟合。风险敞口主要集中在第二、三、四季度。因此，对白酒板块持谨慎态度，相对看好具备份额逻辑和渠道基础的山西汾酒。

2026 年上半年，餐饮供应链、乳制品、休闲食品和食品连锁这四个板块的财报表现揭示了哪些核心主线？基于此，推荐的板块顺序是什么？

2026 年上半年财报体现出三条清晰主线： 第一，供需关系改善推动了乳制品行业的整体经营修复。 第二，新产品和新渠道的增量贡献带动了大宗食品企业的市场份额提升。 第三，规模效应和供应链效率的提升有望进一步打开龙头公司的盈利空间。 结合基本面趋势和催化因素，板块的推荐顺序为：乳制品、食品连锁、餐饮供应链、休闲食品。具体来看，乳制品板块重点把握上下游的修复机会；食品连锁板块关注门店扩张和单店效率提升；餐饮供应链和休闲食品板块则聚焦于具备产品、渠道和业绩兑现能力的龙头企业。

2026 年上半年乳制品行业的经营修复主要受哪些因素驱动？上下游企业分别呈现出怎样的发展态势？

2026 年上半年乳制品行业经营修复，已从预期走向经营兑现，核心驱动力源于供给、需求和竞争秩序的共同优化。供给侧，奶牛存栏持续调整，原奶供需关系逐步改善，使得行业竞争趋于理性和正常化。需求端，常温液奶恢复增长，同时鲜奶、奶酪、乳深加工等品类贡献了新的增量。渠道端，经过过去两到三年的调整，渠道库存更为健康，企业也更加重视新鲜度和终端动销，提升了渠道周转和经营效率。 具体到企业层面，上半年乳品行业同比增长约 4-5%，剔除补税和伊

利减值等因素后，归母净利润增长约 14%，较 2025 年下半年有显著改善。龙头乳企业绩表现良好，蒙牛收入增长约 8%，股东应占利润增长约 16%，鲜奶和奶酪业务保持较快增长；伊利收入增长约 4%，核心经营利润增长约 10%；新乳业收入增长约 9%，体现了低温赛道的增长潜力。推荐顺序为蒙牛、伊利、新乳业，分别看好其收入恢复与利润弹性、净利润与经营质量改善、低温渗透提升与产品结构升级。 上游牧业的核心在于奶价企稳回升和养殖效率提升带来的盈利共振。一方面，随后备牛和牛群结构变化传导，原奶供给不断出清；另一方面，液奶需求改善及奶酪、奶油等深加工需求扩张为原奶提供了新的消化空间。因此，看好供需持续改善带来的奶价温和回升机会。牧业龙头通过持续优化牛群、提高单产来降低公斤奶成本，一旦奶价回升，前期降本成果将转化为更明显的盈利弹性，进一步改善现金流和资产负债结构。上游首推悠然牧业。

零食连锁板块在 2026 年上半年的发展动力是什么？其核心投资逻辑体现在哪些方面？

2026 年上半年，零食连锁板块的共性是门店实现超预期扩张，同时单店经营同步改善。该板块的核心投资逻辑基于三点： 第一，性价比消费持续渗透，头部企业在优势区域加密布局和在新市场拓展方面仍有成长空间。 第二，成长动力更加丰富，会员复购、整体运营带来的店效提升以及品类扩充，都有助于提升消费频次和单店产出。 第三，规模扩大带来的规模效应愈发明显，费用效率的优化转化为实在的利润增长。 因此，头部企业的竞争优势在持续积累，板块有望延续规模增长和利润释放的趋势。在具体标的上，推荐顺序为万辰和鸣鸣很忙。

2026 年上半年餐饮供应链板块呈现出哪些共性特点和发展方向？

2026 年上半年，餐饮供应链板块的明确共性是，来自连锁餐饮、会员店、零售定制客户等 B 端渠道对标准化产品和稳定供应链的需求提升。这与头部餐饮供应链企业的研发、生产和服务能力高度匹配，也为这些企业提供了跨品类、跨场景拓展的机会。简而言之，大 B 端和定制化是明显的增量场景和渠道。 从业绩来看，安井股份实现了收入和利润约 22%的高增长；天味食品收入增长约 16%，利润实现翻倍，是外延布局与内生业务共同增长的体现；千味央厨收入增长 14%，利润增长 21%，得益于第三方业务拓展和供应链提效。 整体判断，餐饮供应链龙头正向多品类食品供应平台的方向发展，这对龙头企业的产品研发、产能复用能力以及产品矩阵的完备性提出了更高要求。供应链越柔性、研发能力越强，就越容易形成持续增长的优势。尽管第二季度环比春节旺季有所降速，但下半年进入传统旺季后，订单释放和规模效应仍值得期待。

休闲食品品牌在 2026 年上半年表现出哪些趋势？其增长主要由哪些渠道驱动？

2026 年上半年，休闲食品品牌主要体现出两大特点： 第一，零食消费的健康化趋势明显。消费者在追求口味的同时，更加看重营养配料和品质，偏好低热量、谷物类食品，为魔芋、鱼制品、蛋类、豆制品、燕麦等细分品类提供了成长空间。

第二，量贩渠道的快速扩张成为优势品牌的重要增量来源，而普遍的经销渠道则面临一定压力。渠道贡献不仅来自门店数量的增加，也来自品牌与单店合作的品类和产品数量的提升。品牌与渠道共同开发新品，有助于更好地触达消费者，形成产品创新和渠道放量相互促进的良性循环。 从业绩来看，上半年收入端表现比业绩端更为强劲，核心驱动力来自量贩、会员商超等新兴渠道。例如，劲仔食品上半年同比增长 23%，盐津铺子的量贩渠道收入占比已超过四成，其核心品类如魔芋、鹌鹑蛋与这些渠道形成了良好的匹配。卫龙也围绕魔芋品类进行口味创新，丰富产品矩阵以承接消费者对“轻负担”食品的需求。 投资上，应重点选择 布局健康化、能与量贩渠道深度合作且具备规模化制造能力的公司。随着渠道扩张和新品放量，采购和配送效率有望进一步提升，从而推动利润释放。个股方面，首推卫龙、盐津铺子、劲仔食品，同时关注西麦食品、五谷磨坊等谷物营养产品品牌。

2026 年上半年低度酒和饮料板块的整体市场表现如何，其中有哪些值得关注的趋势和投资标的？

2026 年上半年，低度酒与饮料板块的市场表现呈现分化态势。 在低度酒领域，啤酒板块的销量景气度承压明显，主要原因在于二季度旺季期间多雨、台风等极端天气频发，以及餐饮行业整体需求持续疲软，这对销量和产品结构均造成了负面影响。企业层面延续了自 2024 年以来的分化趋势，区域性酒企（如燕京、珠江）的表现整体优于全国性企业，这得益于其较高的非现饮渠道占比以及大单品正处于成长期。全国性酒企中，华润啤酒表现最为稳健，原因在于其拥有处于成长期的喜力单品，并且在行业下行期，公司策略更倾向于保障总量和市场份额。利润方面，尽管铝材成本压力存在，但由于企业采取了锁价策略，加之麦芽、玻璃等其他原材料价格处于有利阶段，上半年报表并未完全体现成本压力。行业费用投放相对克制，多数企业净利润率保持稳健或有所提升。投资标的首选燕京啤酒，其阿尔法属性确定性强，业绩具备双位数增长的持续性，当前 15 倍的估值具备支撑和修复空间；同时可关注估值性价比较高、基本面稳健的华润啤酒。 黄酒板块方面，两大龙头企业古越龙山和会稽山的上半年收入增速显示出下游需求的压力。古越龙山收入同比下滑，会稽山收入增速降至个位数，主要原因是消费疲软导致基础价格带产品动销偏弱及该价格带的内部竞争。然而，中高端及高端产品表现明显优于基础产品。例如会稽山的“兰亭”系列上半年维持翻倍增长，古越龙山的“青花酿”也实现了 35%的增长。这背后的核心逻辑在于，白酒行业深度调 期，优质经销商资源溢出并向黄酒行业集中。高端黄酒凭借丰厚的渠道利润、低度温和的产品特性以及与高端白酒客群的高度匹配，通过与高端白酒大商合作，有望实现目标客群导入和差异化场景切分。因此，黄酒的高端化逻辑有望持续强化，建议关注渠道价盘稳定性和消费者培育进展，推荐标的为会稽山和古越龙山。 百润股份的经营已出现拐点，预调酒业务实现转正。这得益于 2025 年的渠道库存出清以及 2026 年渠道数字化改革的落地推广，终端动销和单店产出均有改善，同时新品也做出了一定贡献。作为同时布局预调酒和威士忌两大新兴赛道的公司，百润股份在酒饮市场中抓住了结构性增量机会，符合酒类高端化和低度化的不可逆趋势，具备赛道稀缺性。尽管短期股价受市场情绪和威

人在草木间

务尚处早期等因素影响，估值受到压制，但随着产品持续迭代和威士忌的持续铺货，其长期发展值得跟踪。 饮料板块方面，2026 年上半年受极端天气影响，行业大盘承压，水、运动饮料等品类竞争激烈。品类内部出现分化，无糖产品表现突出，其中无糖茶在二季度是唯一实现正增长的品类。无糖茶作为“水替”产品，受益于龙头企业的渠道下沉以及健康化趋势下消费人群和场景的扩张，渗透率持续提升。饮料行业呈现“强者恒强”、集中度提升的趋势，尤其是在水、无糖茶和功能性饮料等高频消费品类中。因此，优先推荐平台型或具备平台潜质的龙头公司，如东鹏饮料和农夫山泉。东鹏饮料目前市场预期较低，二季度特饮和补水啦　　增速阶段性放缓，主要受天气等外部环境影响，但其市场份额仍在持续提升。从长期看，其特饮基本盘在网点数量和单点产出上仍有增长空间，且公司强大的渠道能力、数字化营销能力和总成本领先的核心竞争力未变。公司已推出 3 元价格带的无糖茶产品，切入相对空白的市场，有望凭借核心竞争力抢占市场份额，进一步提升单店产出。

2026 年上半年保健品和调味品行业的景气度、产业链表现及投资逻辑是怎样的？

2026 年上半年，保健品行业在可选消费中景气度较高，行业整体实现了双位数增长。从产业链环节看，下游品牌端的表现优于中游制造和上游原料端。品牌端，H&H 国际控股的中报业绩超预期，其在中国大陆的保健品业务同比增长超过 20%，尤其 Swisse 品牌在抖音渠道上半年同比增长超过 50%，远超行业增速，排名升至第三。得益于保健品和奶粉业务的良好表现，公司上调了全年利润率指引，且随着债务问题超预期解决，分红也回归至历史较高水平，后续将进入利润释放期。若羽臣的中报表现同样良好，其新品在七八月份也开始逐步放量。相比之下，中游制造端表现平稳，以仙乐健康为例，其中国区收入基本持平。上游原料端，金达威的原料业务受到行业竞争和原材料价格波动的影响，但其保健品品牌业务实现了快速增长，这也侧面印证了下游品牌端的景气度优于上游。 行业的核心增长逻辑源于年轻消费群体健康意识的觉醒。市场关注的跨境电商政策收紧，实际上有利于行业集中度提升，利好 H&H 国际控股、若羽臣等头部合规品牌。对于原料端涨价，品牌方通过提前锁价、产品升级及高端化等方式应对，目前受影响有限。上游方面，特定品类的价格上涨也带来了投资机会，例如鱼油价格大幅上涨提升了市场对藻油的关注度，利好金达威。总结而言，保健品行业中报表现优异，投资主线有两条：一是看好品牌端，二是关注上游存在涨价逻辑的品类。 调味品行业　体需求压力依然存在，主要体现在餐饮复苏进度偏慢。具体来看，B 端中的大 B 端表现好于小 B 端。品类方面，复合调味品的景气度优于基础调味品。2026 年第二季度，基础调味品大盘增速为负，而复合调味品仍维持正增长。基于此，投资策略建议布局两个方向：一是选择具备新品或新渠道驱动的公司；二是优选复合调味品赛道中的标的，如天味食品和颐海国际。此外，也可以关注第二季度业绩风险已释放、环比可能出现改善的基础调味品龙头企业。